跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 342 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持沈阳地铁集团有限公司主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，维持“16沈阳地铁CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年三月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

沈阳地铁集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA$^+$	评级展望：稳定
上次评级结果：AA$^+$	评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 沈阳地铁 CP001	2 亿元	2016/9/6-2017/9/6	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 3 月 6 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产（亿元）	27.42	52.18	40.78	60.77
资产总额(亿元)	361.90	378.59	432.03	484.67
所有者权益(亿元)	161.67	169.22	209.87	224.62
短期债务(亿元)	7.50	0.00	0.00	0.60
长期债务(亿元)	178.33	138.87	155.58	173.59
全部债务(亿元)	185.83	138.87	155.58	174.19
调整后全部债务(亿元)	185.83	193.92	204.50	223.11
营业收入(亿元)	4.80	6.67	8.33	7.30
利润总额(亿元)	0.09	0.11	0.14	0.04
EBITDA(亿元)	1.30	1.74	1.06	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.25	-1.18	-2.20
营业利润率(%)	16.23	12.25	10.20	9.78
净资产收益率(%)	0.02	0.04	0.04	--
资产负债率(%)	55.33	55.30	51.42	53.66
全部债务资本化比率(%)	53.48	45.07	42.57	43.68
调整后全部债务资本化比率(%)	53.48	53.40	49.35	49.83
流动比率(%)	644.63	844.03	545.91	534.41
经营现金流动负债比(%)	1.68	1.62	-4.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	142.90	79.82	146.10	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	142.90	111.46	192.04	--

注：1.2016 年三季度财务数据未经审计；
2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

分析师

王 治　姚 玥

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体。跟踪期内，沈阳市一般预算收入保持增长，市政府在项目建设、运营和偿债保障方面给予公司持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，由于地铁项目建设投资规模大、外部融资依赖性较强和公益性特征，跟踪期内，公司债务规模不断增长、自身盈利能力弱和未来资金支付压力较大等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，为应对东北地区经济下行压力，国务院发布“推进实施新一轮东北振兴战略”有关意见、国家发改委印发《东北振兴“十三五”规划的通知》，对推动东北地区经济企稳向好做出明确政策指引，进一步推动东北老工业基地发展方式转变。考虑到沈阳市所属区位优势，未来经济发展有望获得新的发展机遇。同时，考虑到，沈阳市政府对公司地铁项目建设支持明确，对项目资本金和贷款本息的偿还保障具有较强支撑作用。联合资信对公司的评级展望为稳定。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“16沈阳地铁CP001”保障能力很强。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定，维持“16沈阳地铁CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 跟踪期内，沈阳市一般预算收入保持增长，为公司提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内，公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面保持专营地位，竞争优势明显。
3. 受益于地铁线路开通里程增加和客流量的逐步培育，跟踪期内，公司地铁运营收入

平稳增长。

4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“16沈阳地铁CP001”保障能力强。

关注

1. 地铁项目建设周期长，投资规模大，项目所需建设资金较多，公司对外部融资具有较强依赖性。
2. 沈阳市地铁路网尚未形成规模，单位运营成本较高，公司自身盈利能力弱，利润依赖财政补贴。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与沈阳地铁集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与沈阳地铁集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因沈阳地铁集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由沈阳地铁集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

沈阳地铁集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于沈阳地铁集团有限公司主体长期信用及“16 沈阳地铁 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）的前身是沈阳地铁有限公司，成立于 2004 年 4 月，初始注册资本 1.00 亿元，原出资人为沈阳地铁建设指挥部（以下简称“指挥部”），经两次增资，公司注册资本增至 4.00 亿元。公司代表指挥部全面履行沈阳市快速轨道交通建设甲方业主职能和运营管理职能。指挥部成立于 2001 年 7 月，为市直属局级自收自支事业单位，前身是沈阳市轨道交通建设指挥部，主要负责轨道交通建设的筹备工作。2013 年 6 月，根据《市国资委关于变更沈阳地铁集团有限公司出资人事宜的复函》（沈国资函[2013]6 号），公司出资人由指挥部变更为沈阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“沈阳市国资委”）。2013 年 12 月 13 日和 2013 年 12 月 31 日，根据《关于地铁集团增加注册资本的批复》（沈国资发[2013]104 号和沈国资发[2013]109 号），股东沈阳市国资委对公司两次货币注资，公司注册资本增至 76734.00 万元，实收资本 76734.00 万元；2015 年 8 月至 12 月及 2016 年 1 月至 9 月，依据公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）、沈阳市人民政府签订的国家发展基金投资合同，国开基金公司向公司投入注册资金合计 9749.00 万元。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 86483.00 万元，沈阳市国资委和国开基金公司分别持股 88.73%和 11.27%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

截至 2016 年 9 月底，公司共拥有并表子公司 9 家，其中全资子公司 8 家，参股子公司 1 家，公司本部设有 18 个职能部门。公司经营范围包括地铁、轻轨工程建设；地铁、轻轨运营管理、物业管理服务；地铁、轻轨综合技术开发、产业投资及投资管理，机械设备租赁，房屋场地租赁，设计、制作、发布、代理国内外各类广告，机电设备安装、调试等。

2015 年底，公司资产总额 432.03 亿元，所有者权益合计 209.87 亿元（其中少数股东权益 0.88 亿元）；2015 年公司实现营业收入 8.33 亿元，实现利润总额 0.14 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 484.67 亿元，所有者权益合计 224.62 亿元（其中少数股东权益 0.90 亿元）；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 7.30 亿元，利润总额 0.04 亿元。

公司注册地址：沈阳市沈河区大西路 338 号；法定代表人：卢春峰。

三、本期短期融资券概况

公司于 2016 年 9 月 6 日发行“16 沈阳地铁 CP001”，发行额度 2.00 亿元，“16 沈阳地铁 CP001”所募集资金全部用于补充公司运营资金。截至目前，“16沈阳地铁CP001”所募集资金已全部使用完毕。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进

价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1~8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，

2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业分析及区域经济

1．行业分析

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨交通、磁悬浮线路等。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，能够有效的解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，具有良好的社会效益。

（1）行业需求分析

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004年与2000年前相比，公共交通承担的运量从35%下降到26.5%；小轿车承担的运量从6%上升到23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

“十二五”期间中国城市轨道交通完成投资达1.16万亿 全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，2015年底，全国共有25座城市的112条轨道交通线路开通运营（二期工程、支线和延伸线已合并计入线路主线），合计总里程达3286.51公里，车站2255座（换乘站重复计算），线路几乎包含所有轨道交通形式。正在建设或已经规划轨道交通的城市39个，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将超过6000公里，较2015年增加82.56%。未来30年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。预计十三五期间，各地对轨道交通投资仍将保持较高水平，由于劳动力成本以及拆迁成本的快速上升，轨道交通每公里造价现在已经从5亿元上升到七八亿元，北京甚至超过10亿元。

（2）行业竞争概况

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密集度客流的出行问题方面均有明显优势。

（3）轨道交通相关行业分析

轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益和社会效益。据测算，轨道交通建设投资对GDP的直接贡献为1：2.63，加上带动沿线周边物业发展和商贸流通

业的繁荣等间接贡献则更高。

2. 区域环境

公司主要从事沈阳市轨道交通投资建设，沈阳市经济状况和沈阳地铁综合开发规划对公司的发展有重要意义。

沈阳市位于辽宁省中部，现系辽宁省行政中心、东北国际金融中心、东北国际物流中心、副省级市，具有较强的经济实力和良好的发展前景。

根据沈阳市财政局2017年1月9日在沈阳市第十五届人民代表大会第六次会议《关于沈阳市2016年预算执行情况和2017年预算（草案）的报告》显示，2016年，沈阳市全市一般公共预算收入620.9亿元，同比增长2.4%。其中：税收收入511.6亿元，同比增长3.9%；非税收入109.3亿元，同比下降4%。2016年，沈阳市全市实现总收入合计1271.4亿元，总支出合计1271.4亿元。

跟踪期内，沈阳市一般预算收入同比小幅增长，各项刚性支出压力不断加大，为公司业务开展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，依据公司与国开基金公司、沈阳市人民政府签订的国家发展基金投资合同，国开基金公司以货币出资方式向公司注资，分别增加公司注册资金和资本公积2712.00万元和57288.00万元（期限20年，利率不超过1.2%，到期后由沈阳市国资委赎回）。

2. 公司规模

公司的主要任务和经营范围为以下几项：（1）根据政府授权，履行地铁工程甲方业主职能，实施对沈阳市快速轨道交通建设全面管理，包括总体规划，工程项目前期运作，委托设计、监理、施工、组织验收和交付使用；（2）管理地铁设施和运营；（3）按市场经济运作方式进行筹资融资；（4）地铁及城市轨道交通系统沿线（站）及相关地区、地下空间资源的开发及管理；（5）利用地铁沿线地理优势和政府优惠政策进行开发、经营、销售、广告、商贸服务等综合经营开发业务，为地铁建设筹资和弥补运营经费。公司在沈阳地铁投资运营业务方面具有绝对垄断地位。

跟踪期内，公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面保持专营地位，竞争优势明显。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员无重大变化。

4. 政府支持

跟踪期内，沈阳市政府在地铁项目资本金、贷款还本付息、地铁沿线资源开发等方面给予持续支持。

（1）地铁专项资金支持

沈阳市政府对于已通车、在建和新建的快速轨道交通线路，按规定计划经过的区、县、开发区内所有经营性用地的总成交价3%提取专项资金，用于地铁建设，该项资金成为公司项目资本金和偿还贷款的主要来源。截至2016年9月底，公司收到地铁项目资本金共计145.13亿元，其中2016年1~9月，公司收到该专项资金6.20亿元，计入了资本公积科目，现金流中体现在吸收投资收到的现金科目。根据已完成投资额测算，项目资本金已足额到位。

（2）偿债保障支持

2012年度以前，公司已建和在建地铁项目贷款保障主要基于《差额补足协议》。2012年后，沈阳市政府明确以相关地段、区域的土地储备中心地铁分中心土地收益和经营性用地成交价的3%或纳入本级年度预算开支作为还款来源。此外，截至2016年9月底，公司融资租赁款尚未偿还额42.61亿元（不包含未确认融资费用）。

跟踪期内，尚未形成出让收益。联合资信资信将对其密切关注。

（3）地方政府债券资金

因地铁项目建设资金需求大，且周期长，为保障地铁项目建设的顺利进行，2016年1~9月，公司收到地方政府债券资金2.55亿元，用于偿还地铁1号线和2号线建设存量债务。

（4）保障房项目建设专项资金

公司子公司沈阳地铁房地产开发有限公司（以下简称“房开公司”）接受政府委托建设公租房，项目资金由政府全额拨付。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。截至2016年9月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金38.98亿元，其中2016年1~9月，公司收到公共租赁住房专项资2.57亿元。

跟踪期内，针对地铁投资建设和保障房项目建设，沈阳市政府在资金、政策和偿债保证方面给予公司持续支持，为公司业务开展及偿还债务提供了有力的保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.30 亿元，相当于 2015 年营业收入的 87.63%，收入来源主要为客运收入和钢材销售收入，分别在营业收入占比 51.67%和 27.79%；其他各板块收入规模较小。2016 年 1~9 月，客运板块毛利率增至 14.36%，增幅显著；受行业景气度影响，钢材板块毛利率小幅下降至 5.00%；物业管理板块毛利率持续为负，主要系物业服务以对集团内部相关企业提供服务为主，人工成本高，盈利能力低；设备租赁板块毛利率降至 40.67%，主要系计提折旧所致；安保服务板块毛利率增至 49.05%，主要系公司提高安保服务收费标准所致；手续费板块毛利率为 41.76%。受公司各板块业务毛利率变动影响，2016 年 1~9 月，公司营业毛利率小幅下降至 10.24%。

表 1　公司各业务板块资产收入、占比和毛利率情况 （单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
客运收入	47489.73	57.01	*8.11*	37715.71	51.67	*14.36*
广告业务	6302.55	7.57	*0.53*	3306.57	4.53	*-75.90*
物业管理	2175.18	2.61	*-153.99*	753.31	1.03	*-481.04*
展场租赁	5502.95	6.61	*96.74*	4714.75	6.46	*69.92*
设备租赁	3589.74	4.31	*100.00*	2158.73	2.96	*40.67*
保安服务	77.94	0.09	*22.06*	82.46	*0.11*	*49.05*
餐饮业务	351.28	0.42	*53.14*	394.97	0.54	*63.48*
手续费收入	1432.84	1.72	*44.71*	1076.54	1.47	*41.76*
钢材销售	14728.69	17.68	*5.76*	20282.23	27.79	*5.00*
其他	1649.17	1.98	*-112.44*	2509.91	3.44	*90.25*
合计	**83300.08**	**100.00**	***11.15***	**72995.19**	**100.00**	**10.24**

资料来源：公司提供

2. 地铁投资建设

（1）地铁投资建设模式

公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，由于地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点，沈阳市政府根据具体地铁项目投资规模按一定比例（详见上文“地铁专项资金支持”）提供项目建设资本金，剩余建设资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措，为确保地铁项目的建设贷款本息及时偿还，沈阳市政府明确以相关地段、区域的土地

储备中心地铁分中心土地收益和经营性用地成交价的 3%或纳入本级年度预算开支作为还款来源（详见上文“偿债保障支持”）。

（2）地铁项目及运营情况

地铁 1 号线及西延线和 2 号线已完工，并已结转固定资产正式运营。目前公司正在进行地铁 9 号线、地铁 10 号线和地铁 2 号线北延线及地铁 4 号线建设工程。

表 2　公司目前主要在建地铁项目情况（单位：公里、亿元、%）

项目	计划建设工期	总里程	站点数	计划总投资	资本金比例	截至 2016 年 9 月底实际已完成投资额
地铁 9 号线	2013~2018	37.20	28	179.71	30.00	44.03
地铁 10 号线	2013~2019	48.50	36	297.10	30.00	42.17
地铁 2 号线北延线	2010~2018	10.40	8	53.00	25.00	25.29
地铁 4 号线	2015-2020	34.13	23	191.00	40.00	3.41
市府广场地铁配套工程	--	--	--	9.25	20.00	6.10
沈阳南站地铁配套工程	--	--	--	7.11	25.00	4.38
桃仙机场地铁配套工程	--	--	--	4.00	25.00	1.96
合计	--	**130.23**	**95**	**741.17**	--	**127.34**

注：截至2016年9月底，地铁2号线北延线和沈阳南站地铁配套工程已完成投资金额未包含利息支出。

资料来源：公司提供

地铁项目介绍

截至 2016 年 9 月底，地铁 2 号线北延线，人杰湖公园站、蒲河大道站、蒲田路站主体结构完成；人蒲盾构区间、蒲蒲区间主体结构完成，辽人盾构区间完成 96%、暗挖段完成 20%；蒲终区间进入主体围护结构施工，累计完成投资 25.29 亿元。地铁 9 号线，15 座车站已完成主体结构施工，6 个区间已完成主体结构施工。暗挖区间正线初支共 19703 米，累计完成 15594 米，占总量的 79.1%；二衬共 19703 米，累计完成 9875 米，占总量的 50.1%；盾构区间共 29447 米，掘进累计 12681 米，占总量的 43.1%。截至 2016 年 9 月底，累计完成投资 44.03 亿元。地铁 10 号线已完成 12 站 3 区间。8 座车站正在进行主体结构施工，7 个区间正在进行盾构掘进，累计完成 17262.5 米，累计完成 46.9%；10 个区间正在进行暗挖施工，初支累计完成 10894.1 延米，累计完成 87.4%，二衬累计完成 6987.5 延米，累计完成 56.3%，地铁 10 号线累计完成投资 42.17 亿元。地铁 4 号线，城建学院站主体结构底板施工完成，中板施工完成 60%；第二、三批开工段共 8 站 11 区间已完成招标工作，正在进行合同签订、施工手续办理、管线迁改等前期工作；第四批开工段共 3 站 3 区间已发布招标公告；剩余 8 站 10 区间计划于年底完成招标工作。地铁 4 号线计划总投资 191.00 亿元，截至 2016 年 9 月底，累计完成投资 3.41 亿元。

营运基本情况

沈阳地铁现已开通运营两条线路，2016 年 1~9 月，沈阳市地铁日均客运量不断增长，为 80.76 万人次，其中地铁 1 号线一期及西延线日均客运量为 45.55 万人次，地铁 2 号线日均客运量为 35.55 万人次。2016 年 1~9 月，地铁平均票价为 1.74 元，平均票价较 2015 年小幅下降，主要系残疾人、老年人、公益人群乘车比例增加，此外平均票价是利用清分系统的平均乘距和时间计算口径所致。同期，地铁网络正点率 99.95%，运行图兑现率 99.99%，均保持较高水平。

表3　2013~2015年及2016年1~9月公司地铁运营情况

（单位：万人次、万车公里、%）

项目	2016 年 1~9 月	2015 年	2014 年	2013 年
年度客运量	22127.42	27771.97	25775.17	22368.13

日均客运量	80.76	76.09	70.62	61.28
客车开行列次	163330.00	205926.00	201425.00	192548.00
日均客车开行列次	596	564.00	552.00	528.00
运营里程	2630.07	3320.53	3247.68	2790.43
票务收入（亿元）	3.77	4.87	4.56	3.98
平均票价（元）	1.74	1.75	1.77	1.78
网络正点率	99.95	99.94	99.79	99.96
运行图兑现率	99.99	99.99	99.99	99.99

资料来源：公司提供

运营阶段资金平衡方式

公司目前已开通运营地铁1号线及西延线和2号线，依照沈阳市物价局报送的《关于制定地铁票价的通知》（沈价审批[2010]75号），票价为8站以内2元（不含起始站，下同），9~12站3元，13站以上4元。

公司已运行线路运营阶段模式为通过正常的票款收入弥补运营成本，不足部分由地铁沿线广告收入、展场租赁收入等予以弥补，沈阳市政府不再单列补贴。目前沈阳地铁运营线路虽已初成规模，但路网效应尚不显著，单位运营成本较高，2016年1~9月，公司实现票款收入3.77亿元，在营业收入中占比为51.67%，伴随地铁1号线和2号线的持续运营，客流量不断增长，该板块毛利率增长至14.36%，增幅显著。

3. 相关地铁配套工程

市府广场地铁配套工程位于地铁2号线及7号线换乘站区位内，总建筑面积146921.20平方米，截至2016年9月底，项目已完成投资6.10亿元。桃仙机场地铁配套工程为沈辽城际铁路航站楼站至桃仙机场段土建工程，总长1422.00km，截至2016年9月底，项目已完成投资1.96亿元。沈阳南站地铁配套工程位于沈阳市东陵区（浑南新区）沈阳南站交通枢纽内，总建筑面积为52807.62平方米，截至2016年9月底，项目已完成投资4.38万元。

4. 保障房项目建设

公司子公司沈阳地铁房地产开发有限公司接受政府委托建设公租房，项目资金由政府全额拨款建设，公司进行公租房建设的项目投入资金计入“存货”科目，待工程建成后计划转为“固定资产”，未来项目管理费收入计入“营业收入”。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。保障房项目建设资金政府按工程进度拨付，企业不进行垫资，且不形成收入。截至2016年9月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金41.28亿元，2016年1~9月，公司收到公共租赁住房专项资2.57亿元，上述款项主要为沈阳市财政局下拨的公共租赁住房保障性安居工程支出专款。

公司在建的公租房项目主要为地铁惠生新城工程、地铁丽水新城一期工程、地铁丽水新城二期工程、地铁丽水新城三期工程、地铁凤凰新城工程，地铁惠生新城工程，地铁滨河新城工程，安图小区，在建项目建筑面积合计129.09万平方米，项目计划总投资61.35亿元，已完成投资40.83亿元。为支持公司发展，公租房资产完工后仍然体现在公司账面上，由存货转入固定资产科目，由公司代为管理，公司仅收取项目管理费，用于支付人工成本，但租金需缴纳政府。截至2016年9月底，地铁丽水新城一期工程、地铁丽水新城二期工程、地铁凤凰新城工程、地铁惠民新城工程已经入住。

5. 广告及展场租赁

广告业务：公司广告业务主要是地铁周边平面户外广告，包括ATM机广告、车身广告、地铁卡冠名、车站广告等，伴随未来路网效应显现及运营，该业务具有一定增值潜力。2016年1~9月，公司广告收入为0.33亿元，在营业收入中占比4.53%，毛利率由2015年的0.53%降至-75.90%，主要系部分广告商解约，同时将往年折旧列入广告成本，导致毛利率达大幅下降。

展场租赁业务：公司租赁业务的主体为沈阳国际展览中心，根据沈阳市国资委《关于划转沈阳国际展览中心管理有限公司国有股权的

复函》（沈国资函【2011】1 号），公司取得其100%股权。该中心坐落于沈阳市苏家屯区，建筑面积达 16.6 万平方米，整体规模位居国内第五位、东北首位。展馆主体按照国际先进技术——大跨度无柱钢结构设计建设。主展区共分八大展馆，展览面积为 10.52 万平方米。中心以举办国内外大型综合展会和专业博览会为主，可提供商务、办公、运输、仓储、搭建、广告、会议、住宿、餐饮等配套服务。2016 年1~9 月，沈阳国际展览中心举办展会 60 次，实现收入 0.47 亿元，同时受维护和人工成本开支增加影响，毛利率降至 69.92%。

跟踪期内，公司已开通地铁线路平稳运营，但路网效应尚不显著，在建地铁项目建设及相关配套投入不断加大。公司未来刚性资本支出压力大，外部融资依赖性强。考虑到沈阳市政府对公司支持明确，对地铁项目资本金和贷款本息的偿还保障具有较强支撑作用。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015 年合并财务报告，中准会计师事务所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2016 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，跟踪期内，公司新增并表全资子公司沈阳市综合管廊建设管理有限公司（以下简称“综合管廊公司”）。综合管廊公司于 2015 年 12 月 7 日在沈阳注册成立，注册资本 5000 万元，主要承担沈阳市地下综合管廊（南运河段）工程 PPP 项目。涉及变化的子公司资产和收入规模较小，对财务报表可比性影响小。截至 2016 年 9 月底，公司共拥有并表子公司 9 家，其中全资子公司 8 家，参股子公司 1 家。

2015 年底，公司资产总额 432.03 亿元，所有者权益合计 209.87 亿元；2015 年公司实现营业收入 8.33 亿元，实现利润总额 0.14 亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额484.67亿元，所有者权益合计224.62亿元（其中少数股东权益0.90亿元）；2016年1~9月实现营业收入7.30亿元，利润总额0.04亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入8.33亿元，营业成本7.40亿元。同期，公司利润总额0.14亿元，公司营业利润率下降至10.20%。

2016年1~9月，公司实现营业收入7.30亿元，相当于2015年全年的87.63%；公司营业收入中地铁运营收入3.77亿元；同期公司营业成本6.55亿元，利润总额0.04亿元，公司营业利润率降至9.78%。

从期间费用看，2016年1~9月，公司期间费用合计0.70亿元，相当于2015年全年的80.35%，公司期间费用控制能力尚可。

从盈利指标看，2016年1~9月公司营业利润率小幅下降，为9.78%；总资本收益率和净资产收益率分别从2015年的0.01%和0.04%降至-0.01%和-0.01%，公司利润规模相较于权益和资产规模偏小，公司盈利能力弱。

跟踪期内，公司收入结构相对稳定，伴随客运量逐步提升，客运收入平稳增长，目前沈阳市地铁路网效应尚不明显，其他业务收入规模仍较小。同时，由于地铁运营的公益性特点，公司整体盈利能力弱。

3. 现金流

2015年，经营性现金流入方面，公司经营活动产生的现金流入9.94亿元；公司经营活动现金流出11.12亿元；2015年，公司经营活动产生的现金流量净额-1.18亿元。投资活动现金流入方面，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金6.92亿元；公司投资活动产生的现金流出44.46亿元，其中公司购建固定资产、无形资产等支付的现金39.00亿元；公司投资活动产生的现金流量净额-37.54亿元。筹资活动现金流入方面，公司筹资活动现金流入74.78亿元，其中公司吸收投资收到的现金

36.90亿元；借款收到的现金37.88亿元；公司筹资活动现金流出主要体现为偿还债务所支付的现金33.61亿元和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金13.84亿元；2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额27.33亿元。

经营活动现金流方面，2016年1~9月，销售商品、提供劳务收到的现金6.85亿元，收到其他与经营活动有关的现金4.37亿元，主要为代收的公交票款；经营性现金流出方面，公司经营活动现金流出主要来自购买商品、提供劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金；其中购买商品、接受劳务收到的现金6.97亿元，主要为地铁工程和保障房项目建设支出，支付其他与经营活动有关的现金3.66亿元。2016年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额-2.20亿元。

投资活动现金流方面，2016年1~9月，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金-1.26亿元，主要系与资金结算中心相关往来款，合并报表抵销所致；投资活动现金流出方面，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金16.22亿元。2016年1~9月，公司投资活动产生的现金流量净额-18.40亿元，公司投资活动现金流出规模较大。

筹资活动现金流方面，2016年1~9月，公司吸收投资收到的现金主要为公司收到财政拨付的地铁项目资本金、公租房项目资本金及融资租赁资金共计17.31亿元，主要为地下综合管廊工程项目资金11.14亿元和地铁基建拨款等6.36亿元，取得借款收到的现金20.78亿元，主要银行借款和发行债券取得现金；收到其他与筹资活动有关的现金11.90亿元，具体为地铁国开基金4号线投入和公租房建设资金。公司筹资活动现金流出主要体现为偿还债务（贷款及融资租赁款）所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。2016年1~9月公司筹资活动产生现金流量净额40.58亿元。

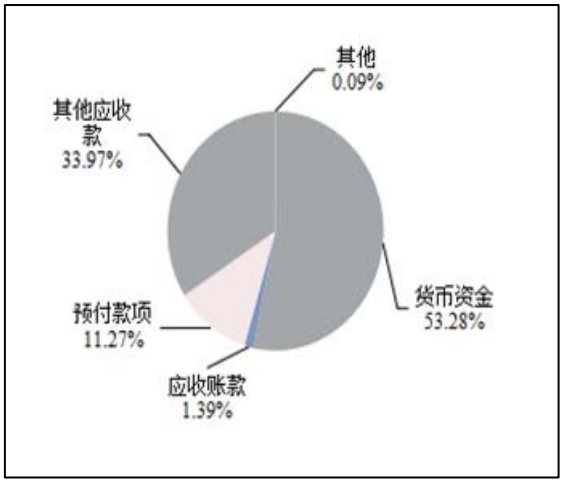
跟踪期内，伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力，但由于地铁项目所需建设资金较多，公司对外部融资仍具有较强依赖性。

4. 资产质量

随着地铁项目建设进度的不断推进，公司资产总额不断增长。2015 年，公司资产总额 432.03 亿元；截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 484.67 亿元，较 2015 年底增长 12.18%，主要系货币资金和在建工程持续增加所致。资产结构方面，流动资产和非流动资产分别占比 31.95%和 68.05%。

截至2016年9月底，公司流动资产154.84亿元，较2015年底增长18.90%，主要系货币资金和其他应收款的增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占39.25%）、预付账款（占8.30%）、其他应收款（占25.02%）和存货（占26.34%）构成。

图 1　截至 2016 年 9 月底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2016 年 9 月底，公司货币资金 60.77 亿元，较 2015 年底增长 49.00%，主要系受公司筹资借款增长所致；公司预付款项 12.85 亿元，较 2015 年底下降 5.94%，主要系预付工程款减少所致；公司其他应收款 38.74 亿元，较 2015 年底增长 9.28%，主要系同政府单位往来款增加所致；公司存货 40.78 亿元，主要由在产品和原材料构成，较 2015 年底增长 3.43%，主要系购进相关设备所致。

截至2016年9月底，公司非流动资产合计329.84亿元，较2015年底增长9.28%，主要系在建工程增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占54.81%）和在建工程（占44.61%）构成。其中，公司在建工程147.13亿元，较2015年底增长23.70%，主要系地铁项目投资建设款增加所致。

跟踪期内，公司资产总额稳步增长，资产结构仍以非流动资产为主。流动资产中货币资金、其他应收款和存货占比较高，非流动资产以固定资产和在建工程为主。总体看，公司资产结构合理，质量尚可，资产流动性一般。

5. 所有者权益及负债

所有者权益

2015 年底，公司所有者权益合计 209.87 亿元，其中实收资本 8.38 亿元，资本公积 200.20 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益 224.62 亿元，较 2015 年底增长 7.03%，主要系资本公积增加所致。截至 2016 年 9 月底，公司资本公积 214.70 亿元，较 2015 年底增长 7.24%，主要系新增国开基金公司注资形成的资本溢价 5.73 亿、沈阳市财政局下拨的公租房建设资金 2.57 亿和新增地铁专项基金 6.20 亿元所致。

跟踪期内，公司资本公积主要由项目建设资金构成，公司所有者权益质量好。

负债

2015年底，公司负债合计222.16亿元；截至2016年9月底，公司负债合计260.06亿元，较2015年底增长17.06%，主要系受其他应付款、长期借款和专项应付款增长所致。负债结构方面，流动负债和非流动负债分别占比11.14%和88.86%。跟踪期内，公司债务仍以非流动负债为主，符合地铁项目建设周期较长的特点。

截至2016年9月底，公司流动负债28.97亿元，较2015年底增长21.46%，主要系其他应付款的增长所致。截至2016年9月底，公司其他应付款27.49亿元，较2015年底增长25.50%，主要系地铁工程质保金及验收尾款和公司同外单位资金往来款增加所致。

截至2016年9月底，公司非流动负债231.08亿元，较2015年底增长16.53%，主要系长期借款的增长所致。截至2016年9月底，公司长期借款157.84亿元，较2015年底增长7.83%，主要系地铁项目资金投入量大，导致公司信用借款增加所致；公司专项应付款14.89亿元，较2015年底大幅增长，主要系公司新增地下综合管廊工程项目资金所致。

从有息债务来看，考虑到将公司长期应付款中有息债务部分计入全部债务核算后，截至2016年9月底，公司调整后全部债务合计223.11亿元，较2015年底增长9.10%，主要系长期借款增长所致。截至2016年9月底，公司调整后全部债务资本化比率均较2015年底小幅增长至49.83%；资产负债率较2015年底小幅增长至53.66%。

图3　公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

跟踪期内，公司债务仍以长期债务为主，符合地铁建设周期较长的行业特点，有息债务占比相对较高，整体债务负担适中。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，由于公司应收财政融资租赁金额较大，公司流动比率和速动比率相对较高，2015年底上述两项指标分别为545.91%和380.60%；截至2016年9月底分别为

534.41%和393.65%，但考虑到其他应收款变现能力弱，公司实际短期偿债能力弱于指标值；2015年底和2016年9月底，公司经营现金流动负债比分别为-4.95%和-10.13%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力较弱。考虑到公司现金类资产规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2015年底，公司EBITDA1.06亿元；同比小幅下降；受此影响，公司全部债务/EBITDA增长至146.10倍，调整后全部债务/EBITDA增长至192.04倍。整体来看，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到公司所属行业性质，上述指标未能充分体现公司长期偿债能力，基于沈阳市政府对公司支持明确，由市财政提供资金用以保障地铁项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，综合来看，公司实际偿债能力高于指标值。

截至2016年9月底，公司获得授信总额度517.00亿元，已经使用71.61亿元，尚未使用额度445.39亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码为G1021010300748770P)，截至2017年3月6日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及沈阳市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到沈阳市政府对于公司地铁项目建设资金、偿债保证等方面的各项支持，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿还能力分析

公司通过“16沈阳地铁CP001”募集资金2.00亿元。2015年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对上述债券本金的保障倍数分别为4.97倍和-0.59倍。2015年底，公司现金类资产对上述债券本金保障倍数20.39倍；2016年9月底，公司现金类资产对上述债券本金保障倍数30.38倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“16沈阳地铁CP001”本金保障能力很强。

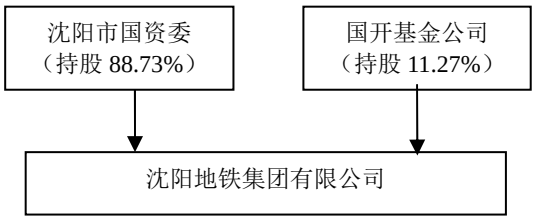
十、结论

公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有专营地位。近年来，沈阳市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司发展创造了良好的外部环境；沈阳市政府对公司支持明确，对目前已建、在建的地铁项目均由轨道交通项目建设专项资金提供支持，用以保障地铁项目建设的资本金投入和到期债务的还本付息。

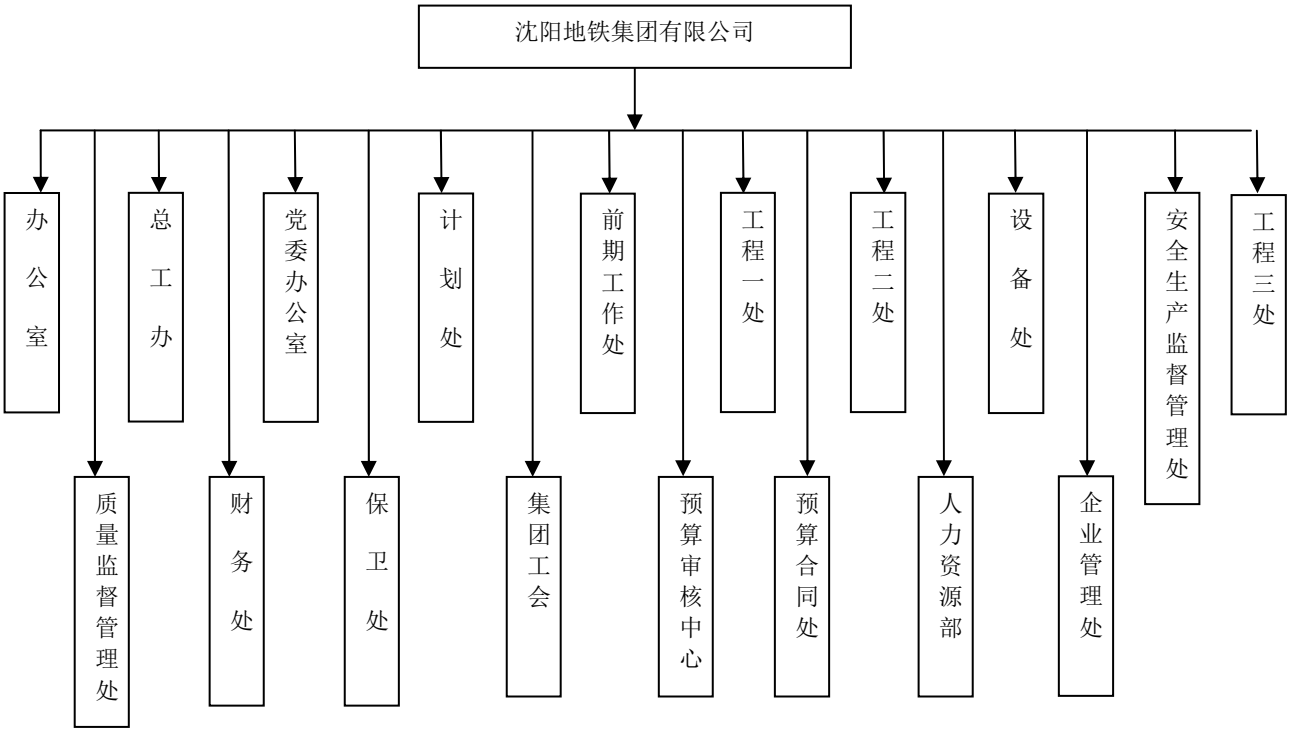
公司地铁运营利润较低，前期投资成本所需资金较多，融资压力大；但考虑到沈阳市政府支持明确，公司未来债务大部分由沈阳市财政偿还或者通过轨道交通项目建设专项资金予以支持，公司主体信用风险很低。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，维持“16沈阳地铁CP001”的信用级别为A-1。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.42	52.18	40.78	60.77
资产总额(亿元)	361.90	378.59	432.03	484.67
所有者权益(亿元)	161.67	169.22	209.87	224.62
短期债务(亿元)	7.50	0.00	0.00	0.60
长期债务(亿元)	178.33	138.87	155.58	173.59
全部债务(亿元)	185.83	138.87	155.58	174.19
调整后全部债务(亿元)	185.83	193.92	204.50	223.11
营业收入(亿元)	4.80	6.67	8.33	7.30
利润总额(亿元)	0.09	0.11	0.14	0.04
EBITDA(亿元)	1.30	1.74	1.06	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.25	-1.18	-2.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	371.38	368.05	21.04	--
存货周转次数(次)	0.16	0.20	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	82.62	102.25	87.54	93.91
营业利润率(%)	16.23	12.25	10.20	9.78
总资本收益率(%)	0.01	0.02	0.01	--
净资产收益率(%)	0.02	0.04	0.04	--
长期债务资本化比率(%)	52.45	53.40	49.35	49.76
全部债务资本化比率(%)	53.48	45.07	42.57	43.68
调整后全部债务资本化比率(%)	53.48	53.40	49.35	49.83
资产负债率(%)	55.33	55.30	51.42	53.66
流动比率(%)	644.63	844.03	545.91	534.41
速动比率(%)	530.96	627.03	380.60	393.65
经营现金流动负债比(%)	1.68	1.62	-4.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	142.90	79.82	146.10	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	142.90	111.46	192.04	--

注：2016 年三季度财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

附件 3　主要计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息