

信用等级公告

联合[2018] 542 号

联合资信评估有限公司通过对沈阳地铁集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定沈阳地铁集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，沈阳地铁集团有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



沈阳地铁集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 10 亿元

本期中期票据期限: 5+5 年, 附第 5 年末公司
调整票面利率选择权及投
资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金

募集资金用途: 补充营运资金和用于地铁线路
及配套设施建设

评级时间: 2018 年 3 月 29 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	52.18	40.78	38.85	37.39
资产总额(亿元)	378.59	432.03	496.03	528.29
所有者权益(亿元)	169.22	209.87	233.72	241.67
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.59	5.60
长期债务(亿元)	138.87	155.58	187.39	207.25
全部债务(亿元)	138.87	155.58	189.98	212.85
营业收入(亿元)	6.67	8.33	10.24	7.14
利润总额(亿元)	0.11	0.14	-0.77	-0.41
EBITDA(亿元)	1.75	1.11	0.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-1.18	-0.38	-1.78
营业利润率(%)	12.25	10.20	-0.24	3.77
净资产收益率(%)	0.04	0.04	-0.36	--
资产负债率(%)	55.30	51.42	52.88	54.25
全部债务资本化比率(%)	45.07	42.57	44.84	46.83
流动比率(%)	844.03	545.91	428.94	356.85
经营现金流流动负债比(%)	1.62	-4.95	-1.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	79.26	140.37	196.93	--

注: 2017 年前三季度财务数据未经审计。

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。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位, 同时能够持续获得政府资金支持。联合资信关注到公司地铁项目建设周期长、投资额大, 具有较强的公益性特征, 盈利能力弱等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

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》, 启动《东北地区培育和发展新兴产业三年行动计划》, 同时推出了东北地区与东部地区部分省市对口合作以及建立产业转型升级示范区等重要举措, 近年东北新兴产业培育取得一定成效。考虑到沈阳市所属区位优势, 未来经济有望获得新的发展机遇。同时, 沈阳市政府对地铁项目建设支持明确。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 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。
2. 受益于运行线路客流量以及钢材销量增加, 公司营业收入逐年增长。
3. 公司现金类资产规模较大, 短期债务规模小, 短期偿债能力强。

分析师

张龙景 王 治

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

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, 各项运营成本不断上涨, 目前盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由沈阳地铁集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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”）。指挥部成立于2001年7月，为市直属局级自收自支事业单位，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。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，增资后的公司注册资本及实收资本均为7.67亿元；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，国开基金公司于2015年、2016年分别向公司投入货币资金0.70亿元、0.27亿元。2017年一季度，沈阳市国资委向公司拨付资本金1.86亿元。截至2017年9月底，公司实收资本10.51亿元，注册资本8.65亿元，沈阳市国资委出资占比88.73%，系公司实际控制人。

截至2017年9月底，公司并表子公司9家，其中全资子公司8家，参股子公司1家。公司本部设计划处、总工办、设备处、财务等处等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。

截至2016年底，公司资产总额496.03亿元，所有者权益合计233.72亿元（含少数股东权益0.96亿元）；2016年公司实现营业收入10.24亿元，实现利润总额-0.77亿元。

截至2017年9月底，公司资产总额528.29亿元，所有者权益合计241.67亿元（含少数股东权益0.89亿元）；2017年1~9月公司实现营业收入7.14亿元，利润总额-0.41亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司于2016年注册中期票据50亿元，其中2016年发行中期票据“16沈阳地铁MTN001”发行金额2亿元；2017年发行中期票据“17沈阳地铁MTN001”，发行金额15亿元。

公司2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额10亿元，期限为5+5年，同时附第5年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本。

本期中期票据募集资金，其中6亿元用于补充营运资金，4亿元用于地铁线路及配套设施建设。地铁线路的配套设施主要包括停车场、地铁功能用房、设备用房、地下管线、煤气、水、电、通讯设备、监控设备、电动扶梯及升降梯、公共卫生间、广告牌、灯箱、站台销售亭等。

表 1 募集资金运用计划

项目名称	总投资(亿元)	截至 2017 年 9 月底已完成投资(亿元)	建设期	相关批复文件	本期中票募集资金投入(亿元)
4 号线工程地铁线路及配套设施建设	191.00	8.92	2015~2020 年	可行性研究报告批复(辽发改交通〔2015〕928 号) 环境影响报告书批复(辽环函〔2015〕278 号环评批复) 用地预审意见复函(辽国土资规审〔2015〕16 号)	2.00
9 号线工程地铁线路及配套设施建设	179.71	64.24	2013~2018 年	可行性研究报告的批复(发改基础〔2013〕287 号) 环境影响报告书批复(环审〔2012〕371 号环评批复) 用地预审意见复函(国土资预审字〔2012〕312 号)	1.00
10 号线工程地铁线路及配套设施建设	297.10	60.68	2013~2019 年	可行性研究报告批复(发改基础〔2013〕338 号) 环境影响报告书批复(环审〔2012〕372 号环评批复) 用地预审意见复函(国土资预审字〔2012〕313 号)	1.00

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革

革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强了对房地产行业的宏观调控，房地

产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口

主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通建设行业

城市轨道交通属于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、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮（APM）等 7 种制式。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

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口的也相应增长，2015年中国城镇化率已达56.1%，城镇化人口达7.71亿元，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。中国多数城市公交机动化出行分担率不足40%，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，供给模式单一，服务质量不高，无法有效的缓解客流高峰。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，私人小车以年均20%以上的速度增长，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负，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。此外，《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》提出为优化城镇化空间布局和城镇规模结构，发展集聚效率高、辐射作用大的城市群，要建设以轨道交通和高速公路为骨干高效的城市交通运输网络，加快建立公交导向的城市发展模式，改变城市公交被动追随城市发展的局面。

“十二五”期间中国城市轨道交通完成投资达1.23万亿，年均投资2458亿元，新增运营里程2019公里，同比增长128%，从构成看，2013~2015年新增城市轨交运营里程中地铁占比分别为76%、71.4%和66.7%，较“十二五”头两年有所下降。

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，“十二五”期间，中国内地共有16个城市新开通，除杭州和苏州外其余均为二线城市，平均每年3.2个城市开通城轨服务，根据《城市轨道交通2016年度统计和分析报告》，中国大陆地区共30个城市开通运营城市轨道交通，共计133条线路，运营线路总长度达4152.8公里。其中，地铁3168.7公里，占76.3%。年度新增运营线路长度创历史新高，达

534.8公里，同比增长20.2%。全年累计完成客运量160.9亿人次，同比增长16.6%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到21个。截至2016年底，中国共有58个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的14个城市），规划线路总长达7305.3公里，已批复规划线路总投资37018.4亿元，初设批复投资累计28458.6亿元，14个城市投资超过1000亿元，除北京、上海、广州、深圳、武汉、重庆、成都等轨道交通起步较早的城市外，青岛、厦门、西安、贵阳、杭州、合肥、苏州、长沙等轨道交通新兴城市的投资计划明显加快。

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，新增通车里程超过4000公里，年均800公里/年左右，同比增长100%，新增交通车站2454座，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。“十三五”期间城轨投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里，较2015年底增长超过100%。国家发改委、交通运输部于2016年3月发布《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，2016~2018年将大力推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，逐步优化大超市轨道交通结构，重点推进103个项目前期工作，新建城市轨道交通2000公里以上，设计投资约1.6万亿元。

（2）行业竞争概况

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，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

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，发展相对较早，目前的线路网出具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（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。

地产业

在影响城市土地价格诸多因素中，轨道交通对地价的提升最为明显，远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在25%甚至更多。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以

形成大规模的商业区。同样的轨道交通车站周边商业区聚集的大量人流，也会为轨道交通创造客流和票款收入。

（4）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，运营线路自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，“十三五”期间中国城市轨道交通投资规模需求将超过2万亿元、同比增长超过100%，这对地方财政带来较大资金压力。同时，由于缺少竞争，中国轨道交通建设运营效率较发达国家相对低。借鉴其他国家或地区发展城市轨道交通经验，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。十二五期间，地铁建设运营引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于引入竞争机制以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。根据财政部建立的全国政府

和社会资本合作中心统计数据，截至2016年6月底，中国内地城市轨道交通PPP项目入库数达到72个，项目涉及投资总额1.04万亿元。

（5）行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是40%、巴黎是70%、东京是80%、纽约是60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于40%的城市交通量，中国这一指标不超过15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

④ 地铁设备总体技术水平有待提高

地铁设备主要包括交通信号系统、车站设备和车辆三部分，其中交通信号系统是轨道交通领域的核心技术之一，是列车运营效率的保障。中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大，虽然市场中逐渐形成了一些成熟的国产 CBTC 系统，且已经

在实际运营中得到应用，一定程度压低了国外供应商的报价，但市场占有率仍较低。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

（6）行业发展

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，目前，中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平均在不断提高，总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

从项目建成后的盈利弱的解决方案看，未来具备条件的一、二线城市将更多借鉴深圳地铁上盖物业增值反哺城市轨道交通建设模式，沿线物业升值及其他收入，增加地方政府的财政收入，提升地方政府在城市轨道交通建设的财政支出能力，从而为中国城市轨道交通建设“造血”。在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价

格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此未来轨道交通行业发展将继续保持低于成本价的票价。

2. 区域经济环境

公司主要从事沈阳市轨道交通投资建设和运营，沈阳市经济状况对公司可持续发展有重要影响。

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 2018 年沈阳市政府工作报告，过去五年，沈阳市产业结构逐步优化，改革开放不断深化。沈阳市高端装备制造业产值占比从 16% 提高到 23%，金融、物流、旅游、会展等现代服务业加快发展，高新技术产品产值占比从 41% 提高到 55%。沈阳市成为全国 8 个全面创新改革试验区之一，自主创新示范区、自贸试验区、中德装备园、中国制造 2025 试点示范城市、大数据综合试验区等“国字号”改革试点深入实施。在沈投资世界 500 强达到 94 户，国际友城达到 20 个，开通沈满欧、沈连欧两条中欧班列，全市累计实际利用外资 109.7 亿美元、进出口总额 691 亿美元。

根据 2018 年沈阳市政府工作报告，2017 年沈阳市经济企稳向好，基础性关键性改革全面展开。沈阳市地区生产总值预计完成 5870 亿元，地区生产总值结束 6 个季度负增长，规模以上工业增加值结束 32 个月负增长，工业用电量连续 11 个月增长，货运总量连续 21 个月增长，PMI 连续 11 个月运行在荣枯线以上。沈阳市国资国企改革、“多规合一”改革取得重要成

果，科技体制、投融资体制、放管服、商事制度等改革不断深化，全面创新改革形成了 23 项可复制推广经验。

近年为振兴东北经济，中央出台了一系列支持政策。2016 年 11 月，国务院印发《关于深入推进实施新一轮东北振兴战略加快推动东北地区经济企稳向好若干重要举措的意见》，提出推进行政管理体制、全面深化国有企业改革、加快民营经济发展等十四条意见；2016 年 12 月，经国务院批准，国家发改委印发了《东北振兴“十三五”规划》，围绕制约东北发展面临的突出问题，提出了深化改革、创新发展、结构优化、协调发展等 10 个方面的重点任务；2017 年 3 月，国务院办公厅印发《东北地区与东部地区部分省市对口合作工作方案》，该方案明确了辽宁省与江苏省、沈阳市与北京市建立对口合作关系，明确了推进对口合作 4 个方面 18 项具体任务，计划到 2020 年东北地区与东部地区部分省市建立起横向联动、纵向衔接、定期会商、运转高效的工作机制；2017 年 4 月，国家发展改革委、科技部等五部门联合印发了《关于支持首批老工业城市和资源型城市产业转型升级示范区建设的通知》，支持辽宁中部（沈阳-鞍山-抚顺）建设首批产业转型升级示范区；2017 年 7 月，国务院批复了《沈阳市城市总体规划（2011—2020 年）》，要求进一步完善公路、铁路、机场等交通基础设施，加强城市内外交通衔接，发展轨道交通，建立以公共交通为主体，各种交通方式相结合的多层次、多类型的城市综合交通体系。经过一年多实践，东北地区新兴产业规模不断壮大，辐射带动作用进一步增强，地区经济新活力有所增加。

总体来看，受国内经济增速放缓，区域内传统产业衰退等因素影响，沈阳市经济呈现不景气，各经济指标较弱，但在中央振兴东北战略布局下，过去一年沈阳市经济企稳向好，未来区域经济发展状况或有望改善。

五、基础素质分析

1. 股权关系

截至 2017 年 9 月底，公司实收资本 10.51 亿元，注册资本 8.65 亿元，沈阳市国资委和国开基金公司出资占比分别为 88.73% 和 11.27%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

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专营地位。

总体来看，公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司高级管理人员中董事长 1 名，总经理暂空，副总经理 2 名，全部具有本科及以上学历，同时兼任沈阳地铁建设指挥部总指挥、副总指挥、总经济师等职。公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

卢春峰先生，本科学历，中共党员，高级工程师；历任沈阳市建委城投公司副经理、沈阳市房地产开发企业管理办公室经济财务处处长、沈阳市规划和国土资源局副局长兼任沈阳土地整理经营有限公司法人代表等职；2013 年 12 月至今任沈阳地铁建设指挥部总指挥、公司董事长，主持公司全面工作。

张锐先生，硕士研究生，中共党员，高级工程师；历任沈阳市地铁建设指挥部计划处副处长，沈阳市地铁建设指挥部计划处处长，沈阳地铁有限公司运营处处长，沈阳市地铁运营机构筹建办公室副主任，兼沈阳地铁运营有限公司副董事长、常务副总经理；2011 年 5 月至今任沈阳市地铁建设指挥部副总指挥、党组成员，公司副总经理。

岳红旗先生，本科学历，中共党员，高级会计师；历任沈阳市服务业管理局科员，沈阳市财政局商财处科员、副主任科员，企业处主任科员、助理调研员，沈阳市地铁建设指挥部办公室副主任、主任、计划处处长、副总经济师；2009 年 10 月至今任沈阳市地铁建设指挥部党组成员、总经济师，公司副总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司在职人员共有 8175 人，其中具有中、高级职称的人员有 734 人，占总人数的 8.98%；本科以上学历人员有 2728 人，占总人数的 33.37%；本科以下学历 5446 人，占 66.63%。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，有利于公司的长远发展；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足公司经营需要。

4. 外部支持

根据《2017 年沈阳市预算执行情况与 2018 年沈阳市预算草案》，2017 年沈阳市一般公共预算收入 656.22 亿元，较上年增长 5.7%，其中税收收入 536.73 亿元，较上年增长 4.9%；政府性基金收入 212.25 亿元，较上年增长 8.0%。

公司自成立以来，已建、在建的地铁项目均由沈阳市政府在项目资本金、贷款还本付息等方面给予较大程度的支持。

(1) 地铁专项资金支持

沈政发[2012]44 号规定地铁专项资金主要组成部分为：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按 3% 提取

的专项资金，该地铁专项资金用于地铁项目建设，以上资金用于补充资本金外，用于偿还项目借款。2014~2016年，公司分别收到该专项资金50.52亿元、26.17亿元和12.44亿元；2017年1~9月，公司收到专项资金5.43亿元，计入资本公积科目。

（2）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，沈阳市政府给予公司地方政府债券资金支持。2015年、2016年及2017年1~9月，公司分别收到地方政府债券资金9.19亿元、5.33亿元、71.38亿元，用于偿还地铁1号线和2号线建设存量债务，计入应付债券科目。

（3）公租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款建设。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年底，公司累计收到公共租赁住房专项资金42.40亿元；2017年1~9月，收到公共租赁住房专项资金0.94亿元。

综上所述，沈阳市政府财力稳步增长，在地铁投资建设和保障房项目建设方面，沈阳市政府给予了公司很大力度的资金、政策支持，为公司从事地铁建设、运营以及债务偿还提供了有力的保障。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码为G1021010300748770P），截至2018年3月22日，由于银行系统操作原因，公司存在5笔欠息记录，公司已结清和未结清信贷信息中，无不良或关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司股东会由全体股东组成，国开基金公

司不向本公司委派董事、监事和高级管理人员，沈阳市国资委单独享有审批公司重大事项的报告，批准公司重大投资、融资计划，审批公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司董事会成员为4人，其中董事长1人，由沈阳市国资委依法从董事会成员中指定，董事长为公司的法定代表人。董事任期每届3年，任期届满，连派连选可以连任。

公司设监事会，对公司的生产经营活动实施监督管理，成员为4人，由沈阳市国资委任命1人和职工监事3人组成。其中，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届3年，任期届满可连选连任。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权，目前总经理职位暂空。

总体来看，公司形成了基本的法人治理结构。

2. 管理体制

公司本部设计划处、总工办、设备处、财务处、质量监督管理处、预算审核中心等18个职能部门，能够满足日常管理的需要。公司设立了较完善的内部控制制度，包括财务管理、投融资管理、资金管理、招投标管理等体系，对公司重大事项进行决策和管理。

（1）资金管理

公司制定了《沈阳地铁工程参建单位财务管理办法》，用于规范公司本部及其控股子公司的会计核算和资金管理工作。

公司的资金管理本着集中管理，统筹安排，专户存储，专款专用四项原则来进行。地铁集团对下属子公司的资金施行集中管理，下属子公司投融资需经地铁集团批准。

地铁项目的资金计划编制是以各条地铁线工程筹划为基础，在地铁项目实施前，计划处组织各业务处室编制每个地铁项目的工程总筹划，进而编制各处室的年度资金使用计划。计划处汇总、平衡各业务处室资金使用计划，

报集团公司领导审批后，形成集团公司的资金使用计划。

各参建单位对于公司拨付的地铁工程建设资金应实行计划预算管理制，必须根据施工计划和工程进度编制财务收支计划，每月 25 日将上月工程实际完成进度量和下月工程计划报表分别报送公司各部门，每月 5 日前，需向地铁资金管理处报送“地铁工程施工单位资金使用情况报表”。

公司费用支出和成本管理方面，各参建单位以项目经理负责制为基础，对项目进行有效地计划、组织、协调和控制，做好项目成本控制工作。

（2）工程管理

公司列示了《沈阳地铁工程项目合同管理办法（暂行）》、《沈阳地铁工程分包审批和备案方法》、《沈阳地铁工程招标工作管理规定（试行）》、《沈阳地铁土建工程固定总价合同计量与支付管理办法》等多项工程管理规定细则，来保证项目规范建设。

公司招标归口管理部门为预算合同处。招标需求部门对需要招标的项目，填写招标计划申请表报送计划部门，并由计划部门根据各处室编制的招标计划综合平衡，形成招标总计划，报经理办公会议审定。根据审定的项目招标方案，由预算合同处委托招标代理向相关招标监管部门备案，发布招标公告并发售招标文件。招标公告在指定媒体发布，公告期为5天，公告期截止，报名竞标人数少于3家则继续组织开展

招标工作。开标会由招标代理主持，开标后，由抽取的评审专家及业主代表组成评标委员会，经理办公会听取评标情况汇报并定标。公司在指定媒体对中标结果进行公示，无投诉后，由预算合同处办理中标通知书。

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障地铁建设及日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营概况

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，目前主要业务包括地铁运营、户外广告、物业管理、展场租赁、设备租赁、餐饮、钢材销售等。公司目前营业收入主要来自客运业务和钢材销售。伴随地铁 1 号线和 2 号线的正式运营，公司客运业务收入逐年增长，同时于 2015 年增加钢材销售业务，钢材销售业务收入快速增长。由于部分广告商解约，公司广告业务收入逐年下降。随着展会举办次数增加，公司展场租赁业务收入逐年增长。

从毛利率看，2014~2016 年，公司营业毛利率逐年下降，2016 年为 1.80%，主要系地铁维护费用、物业成本、展场租赁服务成本的上涨所致。受钢材市场价格的波动，钢材销售毛利率下降。

2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 7.14 亿元，相当于 2016 年营业总收入的 69.71%。

2017 年 1~9 月，公司营业毛利率为 4.45%。

表 2 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	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
客运收入	45923.75	68.89	-5.44	47489.73	57.01	8.11	50473.10	49.28	5.65	36503.04	51.12	6.56
广告业务	14388.24	21.58	100.00	6302.55	7.57	0.53	4197.50	4.10	-197.12	4337.35	6.07	-30.77
物业管理	883.54	1.33	-467.49	2175.18	2.61	-153.99	1023.94	1.00	-584.50	801.55	1.12	-493.60
展场租赁	3627.77	5.44	94.95	5502.95	6.61	96.74	9510.43	9.29	81.94	4556.85	6.38	68.82
设备租赁	--	--	--	3589.74	4.31	100.00	3557.16	3.47	41.55	1678.39	2.35	20.83
保安服务	70.37	0.11	-3142.36	77.94	0.09	22.06	116.85	0.11	52.14	42.83	0.06	-3.06
餐饮业务	1336.28	2.00	-32.09	351.28	0.42	53.14	432.55	0.42	61.92	425.36	0.60	75.13
手续费收入	--	--	--	1432.84	1.72	44.71	1450.08	1.42	47.25	2142.09	3.00	72.54
钢材销售	--	--	--	14728.69	17.68	5.76	30072.18	29.36	4.79	20096.36	28.15	3.22

其他	430.57	0.65	88.89	1649.17	1.98	-112.44	1592.87	1.56	95.98	817.06	1.14	8.30
合计	66660.53	100.00	13.42	83300.08	100.00	11.15	102426.66	100.00	1.80	71400.88	100.00	4.45

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

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。

(2) 地铁项目及运营情况

地铁 1 号线及西延线和 2 号线已分别于 2010 年、2011 年投入运营，并已结转固定资产。目前公司正在进行地铁 9 号、10 号、4 号、2 号北延线以及地铁配套项目建设。

表 3 公司目前主要在建地铁项目情况

项目	计划建设工期	总里程 (公里)	站点数	计划总投资 (亿元)	资本金比例 (%)	截至 2017 年 9 月底实际 完成投资额 (亿元)
9 号线工程地铁线路及配套 设施建设	2013~2018	37.20	28	179.71	30.00	64.24
10 号线工程地铁线路及配套 设施建设	2013~2019	48.50	36	297.10	30.00	60.68
地铁 2 号线北延线 (松山—道义)	2010~2018	10.40	8	53.00	25.00	28.15
4 号线工程地铁线路及配套 设施建设	2015~2020	34.13	23	191.00	40.00	8.92
合计	--	130.23	95	720.81	--	161.99

注：由于部分工程款尚未结算，实际工程进度大于投资进度。

资料来源：公司提供

表 4 公司目前主要在建地铁配套项目情况（单位：亿元、%）

项目	计划建设工期	计划总投资	资本金比例	截至 2017 年 9 月底 实际完成投资额
市府广场地铁配套工程	2010~2013	9.25	20.00	6.31
沈阳南站地铁配套工程	2011~2013	7.11	25.00	4.41
桃仙机场地铁配套工程	2012~2013	4.00	25.00	1.99
合计	--	20.36	--	12.71

资料来源：公司提供

沈阳地铁 9 号线是线网规划中“两 L”的一条重要线路，全长约 37.20 公里，共 28 座车站，总投资 179.71 亿元，建设周期预计从 2013 年至 2018 年，总工期为五年。截至 2017 年 9 月底，完成投资额 64.24 亿元，多个车站和区间主体结构已完成。

沈阳地铁 10 号线是线网规划中“两 L”的另一条重要线路，线路全长约 48.50 公里，共 36 座车站，总投资额 297.10 亿元。该线路分两期建设，一期工程起点-张沙布站后区间，线路长

27.40 公里，设车站 21 座；二期工程起点张沙布站后区间-终点，线路全长 21.10 公里，设车站 15 座。截至 2017 年 9 月底，完成投资 60.68 亿元，已完成 18 站和 14 区间工程建设。

2 号线北延线也称沈阳至铁岭城际铁路工程。一期工程为松山路-道义段，该段全部在沈阳境内，为地下工程，线路全长 10.40 公里，设地下站 8 座。截至 2017 年 9 月底，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%；蒲冬区间进入主体围护结构施工。一期工程总投资 53 亿元，截至 2017 年 9 月底完成投资 28.15 亿元。

沈阳地铁 4 号线是 4 条纵向线路之一，已经全线开工。线路规划全长 34.13 公里，其中 2020 年前通车北海街至沈阳南站的 24 公里。项目总投资 191.00 亿元，截至 2017 年 9 月底，项目已完成投资 8.92 亿元。

地铁沿线配套项目建设方面，公司目前在建项目包括市府广场地铁配套工程、沈阳南站地铁配套工程和桃仙机场地铁配套工程，计划总投资 20.36 亿，截至 2017 年 9 月底完成投资 12.71 亿元。未来五年内拟建项目包括铁兴华地下商业街项目、地铁滂江街地块项目、地铁北大营地块项目、塔湾站一体化开发工程项目、皇姑屯站一体化开发项目，总投资合计约为 30.81 亿元，上述拟建项目目前尚未取得建设批复文件。

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。沈阳市地铁日均客运量不断增长，2016 年为 81.74 万人次，2017 年 1~9 月为 83.90 万人次。2017 年 1~9 月，地铁网络正点率 99.96%，运行图兑现率 100%，均保持较高水平。

表5 公司地铁运营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
年度客运量 (万人次)	25775.17	27771.97	29917.89	22903.70
日均客运量 (万人次)	70.62	76.09	81.74	83.90
客车开行列次	201425	205926	222035	182436
日均客车开行列次	552	564	607	668
运营里程 (万公里)	3247.68	3320.53	3575.53	2936.28
客运收入 (亿元)	4.59	4.75	5.05	3.65
平均票价 (元)	1.77	1.75	1.79	1.79

网络正点率	99.79	99.94	99.96	99.96
运行图兑现率	99.99	99.99	99.99	100.00

资料来源：公司提供

公司已运行线路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，沈阳市政府只给予少量公益人群乘车补贴。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，增长较快。公司地铁运营成本主要由人员费用、电费、物业管理费、地铁维护费构成，2016 年上述费用分别占总运营成本的 50.85%、14.29%、13.56%和 7.06%。

表6 公司客运业务成本构成（单位：万元）

客运成本项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
人员费用	22471.10	25475.55	29579.83	20795.92
电费	7371.49	7505.16	8046.49	6060.76
物业管理费	4188.30	5054.88	6037.04	5456.77
地铁线路维护费	2951.35	5432.52	6044.51	3747.41
其中：1 号线维护费	1857.37	3996.03	4389.87	2486.32
2 号线维护费	1093.98	1436.49	1654.65	1261.09
其他费用项目	6955.26	7677.82	8334.28	5727.64
成本合计	43937.50	51145.93	58042.15	41788.50

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司客运收入逐年增长，2016 年实现客运收入 5.05 亿元，占营业收入 49.28%。2017 年 1~9 月实现票款收入 3.65 亿元，占营业收入 51.12%，受营改增影响，较去年同期有所下降。伴随地铁 1 号线和 2 号线的持续运营，客流量不断增长，该板块业务收入有望保持增长。

公租房项目建设

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”。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。政府按工程进度拨付保障房项目建设资金，公司不进行垫资，且无形

成收入。截至 2016 年底，公司累计收到公共租赁住房专项资金 42.40 亿元；2017 年 1~9 月，收到公共租赁住房专项资金 0.94 亿元。

公司新建的公租房项目主要为地铁惠生新城工程、地铁惠民新城工程、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 6 个项目，在建项目建筑面积合计 92.61 万平方米，项目计划总投资 40.54 亿元，截至 2017 年 9 月底，已完成投资 28.61 亿元，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。地铁丽水新城三期预计 2018 年 6 月交房；地铁惠生新城目前已建设完成，等待验收后由政府摇号入住。

广告业务及展场租赁

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。

沈阳地铁广告等资源开发收入运营模式分为外包、自营两种。外包模式运营范围包括车站广告、列车车贴广告、新增车站列车车贴广告、自动售货机广告和自动售纸机广告。外包合同方主要以招标竞价方式获得，一次性竞价招标，期限 10 年，根据双方合同约定定期支付费用。自营模式运营范围包括票卡广告、出入口导向冠名广告、列车到站广播冠名广告、视讯广告、车站导向广告和展台广告。自营收费标准为公司自行制定。

近三年，公司广告业务收入逐年下降，2016 年为 0.42 亿元，同时毛利率由 2015 年的 0.53% 降至-197.12%，主要系客户广州百灵广告公司单方面解约，同时公司将往年地铁折旧成本列入广告成本，导致毛利率达大幅下降。2017 年 1~9 月，公司广告业务收入 0.43 亿元，其中外包广告收入 0.40 亿元，主要签约客户为沈阳地铁报业传媒有限公司、大象广告股份有限公司。

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 16.60 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。2014~2016 年，沈阳国际展览中心分别举办展会 45 次、46 次、60 次，展场租赁收入逐年增长，2016 年实现收入 0.95 亿元，同时受场地租赁服务成本上涨影响，毛利率降至 81.94%。2017 年 1~9 月，沈阳国际展览中心举办展会 58 次，展场租赁业务收入 0.46 亿元，毛利率 68.82%。

物业管理

公司物业业务运作主体为子公司沈阳地铁物业管理有限公司。物业服务主要包括对集团内部所属公司的服务以及对外提供经营等物业服务。其中，对集团内部各所属公司的物业服务，主要包括地铁 1、2 号线保安、保洁项目；集团公司、沈阳国际展览中心办公楼物业服务项目等。对外提供物业服务主要包含地铁沿线及地铁站点的配套商铺物业等的租赁及物业服务。

物业费按业主缴纳的一年物业管理费分摊至每月确认收入，按实际发生的物业管理相关费用确认成本。物业管理相关业务成本主要为外包的人员工资，主要业务是为集团内部相关企业提供服务，故盈利能力弱，主要利润来源于对外业务。

钢材销售

公司钢材销售业务由子公司沈阳地铁经营有限公司经营。钢材销售采用自营业务模式，以销定购，即获得下游客户的订单后再向钢材供应商采购相应数量的钢材，价格以市场行情为准。钢材采购区域均来自沈阳，销售区域均为在建的沈阳地铁各施工标段，客户大部分为

从事公司地铁建设业务的施工单位，销售渠道较有保障。公司钢材采购供应商主要为辽宁伟豪商贸有限公司、中铁东北物资集团有限公司。销售客户较分散，前5大客户依次是中铁七局、中铁三局、中铁五局、中铁十一局、中铁十八局。

表7 钢材销售分品种销售情况
(单位: 吨、元/吨)

产品名称	2016 年		2017 年 1-9 月	
	数量	均价	数量	均价
三级螺纹 12	3839.18	2628	--	--
三级螺纹 14	9114.36	2637	4253.74	3874
三级螺纹 16	5212.83	2503	1426.75	3786
三级螺纹 18	6370.68	2496	2189.72	3762
三级螺纹 20	17332.40	2513	5811.80	3705
三级螺纹 22	18288.10	2486	6663.50	3709
三级螺纹 25	33282.90	2498	13714.71	3717
三级螺纹 28	19290.80	2618	8785.81	3853
三级螺纹 32	11011.50	2612	1889.40	3866
高线 6.5	1030.67	2481	527.06	3794
高线 8	1429.76	2510	1480.40	3747
高线 10	6643.97	2517	--	--

资料来源: 公司提供

总体来看, 随运营线路客流量增加以及地铁建设进度加快, 客运收入稳定增长, 钢材销售收入大幅增长, 但由于地铁路网尚未形成规模, 各项运营成本上涨, 公司综合毛利率大幅下降。另外, 在建地铁项目建设及相关配套投入不断加大, 公司未来资本支出压力大, 外部融资依赖性强。

3. 未来发展

公司未来将以工程建设、运营管理、多种经营“三位一体”同步发展的经营模式为发展目标, 以地铁工程建设、运营为主导, 多种经营协调发展, 高效整合各类资源, 发挥协同效应, 实现强有力的多条线路建设、运营组织协调能力和资源整合集成能力。立足沈阳、面向全国, 依托专业化地铁建设、品牌华运营管、集约

化资源开发, 至规划期末力争具备成熟的上市条件, 实现资产规模倍增、网络运营高效、经营效益凸显、投资融资良性循环、社会责任全力完成等主要目标。

八、财务分析

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告, 中准会计师事务所对上述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 2017 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面, 2015 年公司新增全资子公司沈阳地铁经营有限公司, 同时新增参股子公司沈阳盾构设备工程有限公司 (持股 40%), 经沈阳市国有资产监督管理委员会同意, 由公司对其拥有经营决策权, 故并表核算; 2016 年公司并入新设子公司沈阳市综合管廊建设管理有限公司。涉及变化的子公司资产和收入规模较小, 对公司整体财务水平影响不大, 公司近三年财务数据可比性较强。2017 年三季度财报合并范围无变化。

截至2016年底, 公司资产总额496.03亿元, 所有者权益合计233.72亿元 (含少数股东权益0.96亿元); 2016年公司实现营业收入10.24亿元, 实现利润总额-0.77亿元。

截至2017年9月底, 公司资产总额528.29亿元, 所有者权益合计241.67亿元 (含少数股东权益0.89亿元); 2017年1~9月公司实现营业收入7.14亿元, 利润总额-0.41亿元。

1. 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, 年均复合增长 14.46%, 2016 年底公司资产总额 496.03 亿元, 同比增长 14.81%, 主要系存货、其他应收款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 28.50%和 71.50%, 以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产年均复合增长4.13%。截至2016年底，公司流动资产141.38亿元，较2015年底增长8.56%，主要系存货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27.48%）、预付账款（占7.77%）、其他应收款（占29.98%）和存货（占31.26%）构成。

表8 2014~2016年公司流动资产构成占比
(单位：亿元、%)

主要构成	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52.18	40.02	40.78	31.32	38.85	27.48
预付款项	11.30	8.66	13.67	10.49	10.98	7.77
其他应收款	33.38	25.60	35.45	27.22	42.38	29.98
存货	33.52	25.71	39.43	30.28	44.19	31.26
合计	130.38	99.99	129.33	99.31	136.40	96.49

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2016年底，公司货币资金38.85亿元，其中银行存款38.84亿元，无受限资金。

2014~2016年，公司预付账款变动较小，年均复合减少1.43%，截至2016年底，预付账款10.98亿元，主要是预付土建工程款及设备款，账龄在1年以内的预付账款占比34.33%，1~2年的占比33.04%，2~3年的占比为11.16%，3年以上的占比21.47%。

2014~2016年，其他应收款快速增长，年复合增长12.68%。截至2016年底，公司其他应收款42.38亿元，主要为同政府单位往来款。从欠款单位和欠款性质来看，主要为应收沈阳市财政局利息补贴款22.05亿元，占其他应收款比例为52.03%。

表9 2016年底公司其他应收款前五大欠款单位
(单位：万元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
市财政局利息补贴	220547.83	52.03	一年以内
沈阳市地铁建设指挥部	16404.16	3.87	一年以内

沈阳蒲河新城会计核算中心	277.20	0.07	三年以上
沈阳城市通有限公司	2748.13	0.65	一年以内
辽宁大众金融资产拍卖有限公司	3605.00	0.85	两年以内
合计	243582.32	57.47	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，伴随公租房建设项目的不断投入，公司存货规模快速增长，年复合增长14.81%。截至2016年底，公司存货44.19亿元，同比增长12.07%，主要系公司负责建设的公租房不断推进，且尚未决算转固，账面价值不断增加。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长19.54%，截至2016年底，公司非流动资产合计354.65亿元，同比增长17.51%，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和在建工程构成。

表10 2014~2016年公司非流动资产构成占比
(单位：亿元、%)

主要构成	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定资产	179.06	72.14	180.97	59.96	180.54	50.91
在建工程	68.29	27.51	118.94	39.41	169.70	47.85
合计	247.35	99.65	299.91	99.37	350.24	98.76

资料来源：根据公司审计报告整理

2016年，公司新增长期股权投资2.55亿元，被投资单位为沈阳中建管廊建设发展有限公司，持股40%。

2014~2016年，在建工程大幅增长，年均复合增长57.64%，截至2016年底，公司在建工程169.70亿元，同比增长42.68%，主要系地铁在建项目不断推进，投资支出快速增加。

2014~2016年，固定资产变动较小，年复合增长0.41%，截至2016年底，公司固定资产180.54亿元，较上期变动较小，主要由房屋建筑物，地铁一、二号线以及机器、电子设备构成。

截至2017年9月底，公司资产总额528.29亿

元,较2016年底增长5.09%,主要系其他应收款中同非关联方往来款增加和在建工程投资增加。资产构成方面,流动资产占比28.68%,非流动资产占比71.32%,较上年末变动较小。

总体来看,公司资产总额稳步增长,且以非流动资产为主。公司资产结构合理,流动性一般,资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016年,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长17.52%,截至2016年底,公司所有者权益合计233.72亿元,其中实收资本占3.70%,资本公积占96.09%。

2014~2016年,公司实收资本年均复合增长6.16%,主要系国开基金公司于2015年、2016年分别向公司投入注册资金0.70亿元、0.27亿元。

2014~2016年,公司资本公积年均复合增长18.03%,主要系沈阳市国资委、沈阳市财政局分别向公司拨付了地铁建设项目专项资金和公租房建设专项资金。另外国开基金2015年、2016年向公司投资形成资本溢价,分别为14.80亿元、5.73亿元。

截至2017年9月底,公司所有者权益合计241.67亿元,较2016年底增长3.40%,主要系实收资本和资本公积增加。所有者权益构成方面,实收资本占4.35%,资本公积占95.67%,较上年末实收资本占比略有上升,系沈阳市国资委向公司拨付资本金1.86亿元。

总体看,公司资本公积主要由项目建设资金构成,公司所有者权益稳定性较强。

负债

2014~2016年,公司负债规模不断增长,年复合增长11.93%,截至2016年底,公司负债合计262.30亿元,较2015年底增长18.07%,主要系其他应付款、长期借款和应付债券增长所致。负债结构方面,流动负债和非流动负债分别占比12.57%和87.43%。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。

2014~2016年,公司流动负债大幅增长,年复合增长46.06%,主要系其他应付款增长。截至2016年底,公司流动负债32.96亿元,其中其他应付款占比81.39%,应付账款占比6.07%。

表11 2014~2016年底公司流动负债构成占比

(单位:亿元、%)

主要构成	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.37	2.42	1.69	7.11	2.00	6.07
其他应付款	13.83	89.52	21.91	91.84	26.83	81.39
合计	14.20	91.94	23.60	98.95	28.83	87.46

资料来源:根据公司审计报告整理

2014~2016年,公司其他应付款快速增长,年均复合增长39.27%,截至2016年底,公司其他应付款26.83亿元,同比增长22.45%,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。

2014~2016年,公司非流动负债不断增长,年均复合增长8.75%,截至2016年底,公司非流动负债229.35亿元,主要由长期借款(占74.52%)、应付债券(占7.19%)和长期应付款(占18.24%)构成。

2014~2016年,公司长期借款快速增长,年均复合增长10.94%,截至2016年底,公司长期借款170.90亿元,同比增长16.74%,主要系地铁建设投入加大。

截至2016年底,公司应付债券16.49亿元,主要为应付地方政府债券资金。

2014~2016年,公司长期应付款逐年减少,截至2016年底,公司长期应付款41.84亿元,较2015年底略有下降,全部为应付融资租赁款,系有息借款。

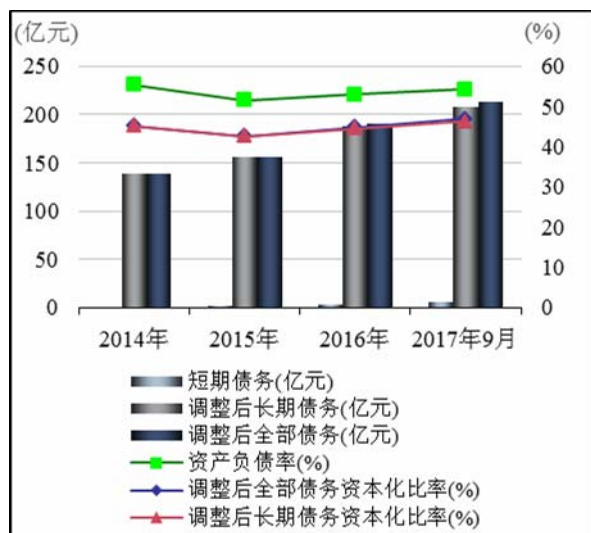
截至2017年9月底,公司负债合计286.63亿元,较2016年增长9.27%,主要系当期收到地方政府债券资金71.38亿元,应付债券增加。债务结构方面,流动负债占比14.81%,非流动

负债占比 85.19%，较上年底流动负债占比有所增加。

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，近三年随着公司在建地铁项目的增多，公司调整后全部债务呈不断增长态势，年复合增长6.78%。截至2016年底，公司调整后长期债务233.64亿元，调整后全部债务合计236.23亿元，较2015年底增长15.52%，主要系长期借款增长所致。从债务指标来看，近三年公司资产负债率分别为55.30%、51.42%、52.88%；调整后全部债务资本化比率分别为55.04%、49.35%、50.27%；调整后长期债务资本化比率分别为55.04%、49.35%、49.99%。整体债务负担适中。

截至2017年9月底，公司调整后长期债务244.05亿元，调整后全部债务249.65亿元，较2016年底增长5.68%，主要系短期借款和应付债券增加。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率分别为54.25%、50.81%、50.25%。

图1 2014~2016年底及2017年9月底公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

总体来看，公司债务以长期债务为主，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。

3. 盈利能力

2014~2016年，公司分别实现营业收入6.67亿元、8.33亿元、10.24亿元，年均复合增长23.96%。公司营业收入主要来自客运业务和钢材销售。伴随地铁1号线、2号线的正式运营以及铁建设进度加快，公司客运收入、钢材销售收入逐年增长。2014~2016年，公司营业成本分别为5.77亿元、7.40亿元、10.06亿元，年均复合增长32.01%，主要系地铁运营成本、地铁折旧费用以及物业管理费用增长较快。

2014~2016年，随着合并范围内新增子公司的增加，公司管理费用逐年增长；公司财务费用较少，主要系部分借款利息已资本化，同时，已建成并投入运营的地铁1号线和2号线的贷款利息明确由市政财政通过轨道交通项目建设专项资金来偿还，从而在账务处理上并未列入财务费用，而是计入其他应收款进行核算。2014~2016年，公司期间费用合计分别为0.83亿元、0.87亿元和0.98亿元，期间费用占营业收入的比重分别为12.49%、10.44%、9.52%，期间费用控制能力有所增强。

2014~2016年，由于营业成本增幅较大，公司营业利润持续为负，2016年为-1.00亿元。

从公司的各项盈利指标上来看，2014~2016年，公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率不断下降，营业利润率分别为12.25%、10.20%和-0.24%；总资产收益率分别为0.02%、0.02%和-0.20%；净资产收益率分别为0.04%、0.04%和-0.36%。公司盈利能力弱。

2017年1~9月，公司实现营业收入7.14亿元，相当于2016年全年收入69.71%，营业利润率3.77%；当期期间费用0.68亿元，占营业收入9.52%；当期利润总额-0.41亿元。

总体来看，沈阳市地铁路网效应尚不明显，由于各项成本费用上涨以及受限于地铁运营公益性特点，公司出现亏损，整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2014~2016年，公司

销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，三年分别为6.82亿元、7.29亿元和10.24亿元，近三年现金收入比分别为102.25%、87.54%和99.95%，公司收入实现质量较好。2014~2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为2.76亿元、2.65亿元和3.40亿元，主要为往来单位借款、政府补助、收回的备用金等。2014~2016年，公司购买商品、提供劳务支付的现金分别为2.36亿元、3.89亿元和6.07亿元，主要为地铁运营及钢材采购支出。2014~2016年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为4.25亿元、3.77亿元和4.42亿元，主要为往来单位还款，支付的生产保障费等。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.25亿元、-1.18亿元和-0.38亿元。

投资活动现金流方面，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，2014~2016年分别为13.10亿元、6.92亿元和2.34亿元，主要系同沈阳地铁建设指挥部之间的往来款；2014~2016年，公司投资活动产生的现金流出分别为35.28亿元、44.46亿元、57.75亿元，公司投资活动产生的现金流出逐年增长，主要系地铁9号线、10号线开工建设，导致其投资活动现金流出大幅增加。2014~2016年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-22.17亿元、-37.54和-55.41亿元，公司投资活动现金流出规模较大。

筹资活动现金流方面，公司吸收投资收到的现金主要为公司收到的地铁项目资本金、公租房项目资本金及国开基金等，近三年分别为50.55亿元、36.70亿元和29.27亿元；借款收到的现金系银行贷款和融资租赁的资金流入，分别为28.39亿元、37.88亿元和30.46亿元；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、分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为46.68亿元、27.33亿元和53.86亿元。

2017年1~9月，经营活动现金流方面，公司销售商品、提供劳务收到现金7.89亿元；收到

其他与经营活动有关的现金3.92亿元；购买商品、接受劳务支付现金5.29亿元；支付其他与经营活动有关现金5.27亿元；经营活动产生现金流量净额-1.78亿元。投资活动方面，公司投资活动现金流入2.14亿元，主要为收到其他单位往来款，投资活动现金流出21.88亿元，主要为地铁项目建设支出资金，投资活动产生的现金流量净额-19.74亿元。筹资活动方面，公司吸收投资收到现金7.30亿元，主要为收到的地铁、公租房项目专项资金；取得借款收到现金20.03亿元；收到其他与筹资活动有关现金71.38亿元，主要为收到的政府债券资金；偿还债务支付现金71.38亿元；偿付利息支付现金7.27亿元；当期筹资活动现金流量净额20.06亿元。

总体来看，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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016年，由于公司其他应收款金额较大，流动比率和速动比率都保持在高位，2016年底分别为428.94%和294.86%，2017年9月底分别为356.85%和249.59%；近两年公司经营活动现金流净额持续为负值，对流动负债无保障能力。考虑到公司现金类资产规模较大，对短期债务覆盖程度高，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2014~2016年，公司EBITDA分别为1.75亿元、1.11亿元和0.96亿元；2014~2016年，公司调整后全部债务/EBITDA逐年增加，分别为118.24倍、184.51倍和244.88倍。整体来看，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到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，综合来看，公司偿债能力高于指标值。

截至2017年9月底，公司获得授信总额度为914.40亿元，已经使用281.24亿元，尚未使用额

度633.16亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年9月底，公司无对外担保。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额10亿元，相当于2016年底公司调整后长期债务的4.28%，调整后全部债务的4.23%，本期中期票据发行对公司现有债务影响程度较小。

假设本期中期票据于2018年发行，以公司2016年底报表财务数据为基础，截至2016年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为52.88%、50.27%、49.99%，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至53.81%、51.30%和51.04%，公司债务负担略有增加。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为9.60亿元、9.94亿元和13.64亿元，分别为本期中期票据发行金额的0.96倍、0.99倍和1.36倍；近两年公司经营活动现金净流量为负值，对本期中期票据无保障能力。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力一般。

2014~2016年，公司EBITDA分别为1.75亿元、1.11亿元和0.96亿元，分别为本期中期票据的0.18倍、0.11倍和0.10倍，公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力弱。

综上所述，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力一般，考虑到地方政府对地铁项目建设的大力支持，本期中期票据到期不能偿还风险极低。

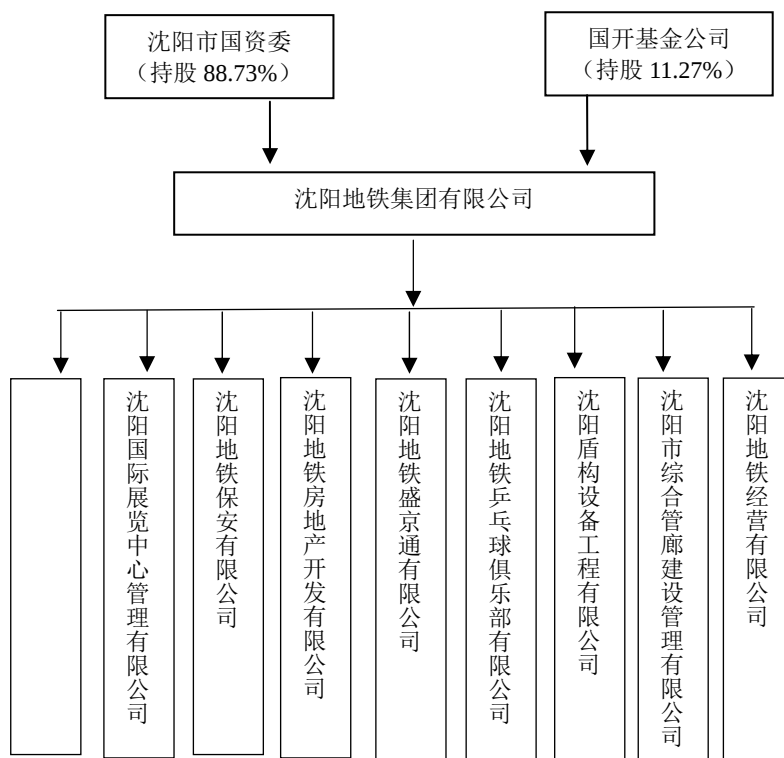
十、结论

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。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。

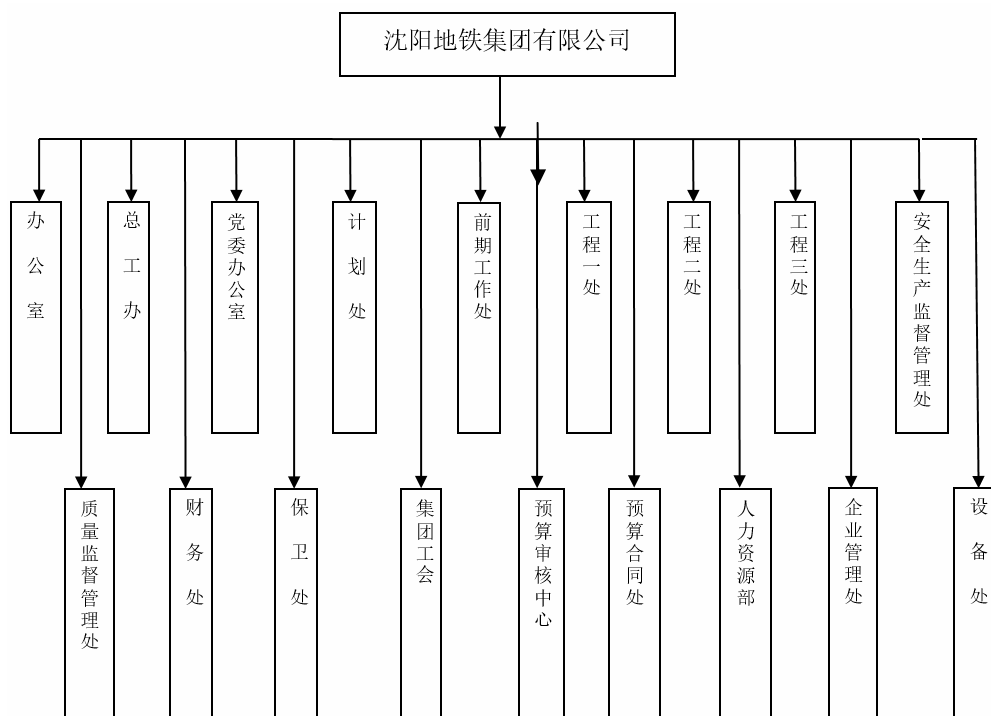
公司地铁运营利润较低，前期建设所需资金较多，融资压力大，但考虑到沈阳市政府持续的资金、政策支持，公司主体信用风险极低。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

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 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.18	40.78	38.85	37.39
资产总额(亿元)	378.59	432.03	496.03	528.29
所有者权益(亿元)	169.22	209.87	233.72	241.67
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.59	5.60
长期债务(亿元)	138.87	155.58	187.39	207.25
调整后长期债务(亿元)	207.17	204.50	233.64	244.05
全部债务(亿元)	138.87	155.58	189.98	212.85
调整后全部债务(亿元)	207.17	204.50	236.23	249.65
营业收入(亿元)	6.67	8.33	10.24	7.14
利润总额(亿元)	0.11	0.14	-0.77	-0.41
EBITDA(亿元)	1.75	1.11	0.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-1.18	-0.38	-1.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	368.05	21.04	7.57	--
存货周转次数(次)	0.20	0.20	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	102.25	87.54	99.95	110.50
营业利润率(%)	12.25	10.20	-0.24	3.77
总资本收益率(%)	0.02	0.02	-0.20	--
净资产收益率(%)	0.04	0.04	-0.36	--
长期债务资本化比率(%)	45.07	42.57	44.50	46.17
调整后长期债务资本化比率(%)	55.04	49.35	49.99	50.25
全部债务资本化比率(%)	45.07	42.57	44.84	46.83
调整后全部债务资本化比率(%)	55.04	49.35	50.27	50.81
资产负债率(%)	55.30	51.42	52.88	54.25
流动比率(%)	844.03	545.91	428.94	356.85
速动比率(%)	627.03	380.60	294.86	249.59
经营现金流动负债比(%)	1.62	-4.95	-1.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	79.26	140.37	196.93	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	118.24	184.51	244.88	--

注：2017 年三季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务。

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

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 沈阳地铁集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

沈阳地铁集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

沈阳地铁集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对沈阳地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，沈阳地铁集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注沈阳地铁集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现沈阳地铁集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对沈阳地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如沈阳地铁集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对沈阳地铁集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与沈阳地铁集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。