

信用等级公告

联合[2016] 680 号

联合资信评估有限公司通过对沈阳地铁集团有限公司及其拟发行的沈阳地铁集团有限公司2016年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

沈阳地铁集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

沈阳地铁集团有限公司
2016 年度第一期中期票据的信用等级为
AA⁺

特此公告。



沈阳地铁集团有限公司

2016 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: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据额度: 2 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金

募集资金用途: 用于地铁 9 号线和 10 号线及配套项目建设

评级时间: 2016 年 5 月 24 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	361.90	378.59	432.03	449.99
所有者权益(亿元)	161.67	169.22	209.87	217.99
长期债务(亿元)	178.33	193.92	204.50	203.79
全部债务(亿元)	185.83	193.92	204.50	203.79
营业收入(亿元)	4.80	6.67	8.33	1.67
利润总额(亿元)	0.09	0.11	0.14	-0.13
EBITDA(亿元)	1.30	1.74	1.06	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.25	-1.18	-0.30
营业利润率(%)	16.23	12.25	10.20	4.21
净资产收益率(%)	0.02	0.04	0.04	--
资产负债率(%)	55.33	55.30	51.42	51.56
全部债务资本化比率(%)	53.48	53.40	49.35	48.32
流动比率(%)	644.63	844.03	545.91	543.09
全部债务/EBITDA(倍)	142.90	111.46	192.04	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	0.65	0.87	0.53	--

注: 2016 年一季度财务数据未经审计。

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: Http: //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。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垄断地位,同时政府给予较大力度支持等方面的优势。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及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。

虽然大规模的投资支出增大了公司资金和债务压力,但由于沈阳市政府对公司支持明确,对目前已建、在建的地铁项目的贷款本息由轨道交通项目建设专项资金予以保障,对项目建设的资本金投入和到期债务的还本付息具有较强支撑作用。同时,沈阳市较强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平。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很低,安全性很高。

优势

1. 公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体,具有区域垄断地位。
2. 沈阳市政府对公司支持明确,对目前已建、在建的地铁项目由轨道交通项目建设专项资金作为项目建设资本金及未来还本付息的保障,对公司建设项目的开展具有较强支撑作用。
3. 受益于地铁线路开通里程的增加和客流量的逐步培育,公司地铁运营收入稳步增长。
4. 近三年,公司资产和权益规模持续快速增长。

长。

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。

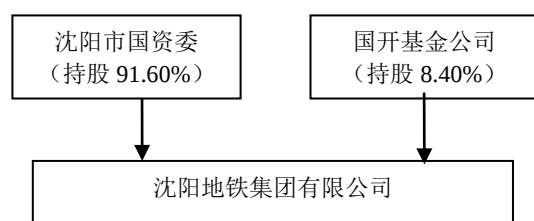
五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由沈阳地铁集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、沈阳地铁集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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 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），将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为 76734.00 万元，实收资本 76734.00 万元；2015 年 8 月至 12 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 7037.00 万元。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 83771.00 万元，沈阳市国资委和国开基金公司分别持股 91.60%和 8.40%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司产权情况



资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司共拥有并表子公司 8 家，其中全资子公司 7 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。

截至 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 3 月底，公司资产总额 449.99 亿元，所有者权益合计 217.99 亿元（其中少数股东权益 0.87 亿元）；2016 年一季度实现营业收入 1.67 亿元，利润总额-0.13 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

2016 年公司计划注册中期票据 50.00 亿元，其中本期发行 2.00 亿元，发行期限 5 年（以下简称“本期中期票据”）。本期募集资金用于地铁 9 号线和 10 号线及配套项目建设，计划安排用于地铁 9 号线和 10 号线及配套项目的建设各 1.00 亿元。

本期中期票据无担保。

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 67.7 万亿元，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，显示全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，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，国内固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，国内社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；全国消费与人均收入情况大致相同，全国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，全国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 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。

2016 年是中国“十三五”开局之年，将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。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。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

“十一五”期间，中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划，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,截至 2010 年底,中国已有北京、上海、广州、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连、成都、沈阳 12 座城市,先后建成并开通运营了 48 条城市轨道交通线,运营里程 1395 公里。

根据国家“十二五”规划,将实施公共交通优先发展战略,大力发展城市公共交通系统,提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。截至 2014 年底,已有 37 座城市获得国家批准建设轨道交通项目。计划至 2015 年前后规划建设 96 条轨道交通线路,建设线路总长 2500 多公里,总投资超过 1 万亿元。对于城市轨道交通而言,面临着新的发展形势和要求,大力发展轨道交通势在必行,这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。到 2020 年,中国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里,保守投入预计将达 3 万亿元。2050 年规划的线路将增加至 289 条,总里程数达 11700 公里。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。截至 2014 年底,中国共有 22 座城市开通轨道交通运营线路 95 条。总里程 2933.26 公里,其中地铁运营线路长 2491 公里、轻轨运营线路 217 公里。

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展,2010~2020 年将是中国城市交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水平提高、机动化发展加速的环境下,公共交通运输压力日益增大,轨道交通需求空间巨大。

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。

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,因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势,未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

2. 区域环境

公司主要从事沈阳地铁投资建设,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 2016 年 1 月 6 日在沈阳市第十五届人民代表大会第四次会议《关于沈阳市 2015 年预算执行情况和 2016 年预算草案的报告》数据显示,沈阳市一般公共预算收入 606.2 亿元,加上上级财政补助收入 287.8 亿元、上年结余收入(含结转,下同)48.6 亿元、债务转贷收入 346 亿元、调入资金 26.2 亿元、调入预算稳定调节基金 93.8 亿元,总收入合计 1408.6 亿元;一般公共预算支出 808.6 亿元,上解上级财政支出 163.2 亿元、债务还本支出 341 亿元、安排预算稳定调节基金 57 亿元、结转下年继续使用专项支出 38.8 亿元,总支出合计为 1408.6 亿元,实现收支平衡。2015 年,沈阳市全市政

府性基金收入 154 亿元，完成年度预算的 31.7%，下降 64.8%。其中：国有土地使用权出让金收入 113.3 亿元，下降 69.3%。全市政府性基金支出 207.1 亿元，下降 55.9%。

2015 年，沈阳市市本级一般公共预算收入 68.8 亿元，各地区财政上解市收入 295.4 亿元、上级财政补助收入 287.8 亿元、上年结余收入 48.6 亿元、债务转贷收入 53.7 亿元、调入资金 9.6 亿元、调入预算稳定调节基金 88 亿元，总收入合计 851.9 亿元；一般公共预算支出 365.2 亿元，加上上解上级财政支出 163.2 亿元、市对下补助 178 亿元、债务还本支出 50.9 亿元、安排预算稳定调节基金 55 亿元、结转下年支出 39.6 亿元，总支出合计为 851.9 亿元，实现收支平衡。2015 年，沈阳市本级政府性基金收入 54.5 亿元，完成年度预算的 26.4%，下降 70.9%。其中：国有土地使用权出让金收入 32.8 亿元，下降 77.1%。市本级政府性基金支出 104.9 亿元，下降 47.7%。其中：城乡社区事务 101.8 亿元，下降 46.7%。

2015 年，沈阳市城乡社区事务支出 48.9 亿元，下降 12.6%。加上政府性基金以及补助各地区转移支付资金 111.4 亿元，在节能环保、交通运输和住房保障、债务还本支出等四个科目中核算的支出 40.7 亿元，城市建设方面投入共计 201 亿元。重点保障了地铁九号线、十号线、二号线北延长线工程建设；二环快速路(二期)、迎宾路高架桥、东陵路高架桥等项目建成通车；南北二干线、五爱街/二环互通立交桥开工建设。支持黄河大街等城市出口路景观提升、城区重点街路行道树补植、舍利塔盛京碑林公园、棋盘山秀湖综合环境整治工程等项目建设；保障整修文化路、万柳塘路、黄河南大街等 65 条道路，改造 830 个旧住宅区环境及 94 处积水点，实施市内五区小区道路、排水、路灯等配套设施建设，改善居民居住环境。及时偿还到期城建债务本息 33 亿元，核拨工程尾款 3.3 亿元，并筹集资金提前偿还贷款本金 16.5 亿元，节约贷款利息，减轻政府债务负担。交通运输支出

33.6 亿元，增长 10.8%。加上政府性基金、债务还本支出及补助各地区转移支付资金 24.9 亿元，市本级用于交通运输方面资金共 58.5 亿元。主要是用于新建和改造高科路、国际软件园、西江街东侧公交枢纽站等公交停车场；新建、改建及维修农村公路 500 公里，实施 170 公里自然村通油路工程，保障农村居民出行便利及地铁建设等。投入资金 1.8 亿元，购置 500 台新能源公交车辆；投入资金 5.7 亿元，落实成品油调价补贴政策，惠及出租车、公交、农村道路客运、林业、渔业等交通运输领域；安排资金 2 亿元，用于公交公益人群优惠乘车等政策性补贴，惠及公益人群数量达 2.6 亿人次，支持和推动公交行业健康发展。住房保障支出 5.1 亿元，下降 67.4%。下降的主要原因是上级保障性住房专项资金较上年大幅减少。加上政府性基金及补助各地区转移支付资金 38.3 亿元，市本级用于住房保障方面资金共计 43.4 亿元。主要用于支持西雅嘉园、西雅美苑、地铁惠生新城、地铁滨河新城一期、二期工程等公共租赁住房建设；加大力度支持棚户区改造，完成 4.1 万套(户)。

总体来看，由于当前经济发展处于新常态，“三期叠加”矛盾和问题进一步凸显，企业生产经营效益下滑，主要经济指标对财政收入增长支撑作用减弱，加之国家持续加大减税降费力度，对沈阳市财政收入增长带来较大影响，同时沈阳市各项刚性增支压力不断加大，导致近年来沈阳市一般公共预算收入和政府性基金收入缓慢下滑，为公司未来发展外部环境造成一定影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2015 年 8 月至 12 月，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，国开基金公司向公司投入注册资金合计 7037.00 万元。截至 2016 年 3 月底，公司

注册资本 83771.00 万元，沈阳市国资委和国开基金公司分别持股 91.60%和 8.40%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

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。

目前，地铁 1 号线及西延线和地铁 2 号线路处于运营阶段；地铁 2 号线北延线共 7 站，其中 3 站已通车运营，另外 4 站处于建设阶段；地铁 9 号线、10 号线和 4 号线处于在建阶段，已运营线路方面，地铁 1 号线已结转固定资产，2014 年一季度，地铁 2 号线结转为固定资产；在建线路方面，截至 2016 年 3 月底，在建的地铁 2 号线北延线、地铁 4 号线、地铁 9 和 10 号线合计总投资 720.81 亿元，已完成投资 98.39 亿元。

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垄断地位，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，副董事长 1 名，总经理暂空，副总经理 3 名，全部具有本科以上学历，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，1984 年 8 月参加工作，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。

王刚先生，本科学历，中共党员，1982 年参加工作；历任沈阳市交通运输技术研究所技术员、助理工程师，沈阳市交通工程研究所副所长，沈阳市交通工程研究所副所长、高级工程师，沈阳市交通技术研究所所长，沈阳地铁建设指挥部副总工程师兼总工办主任，地铁建设指挥部副总指挥，沈阳地铁有限公司副总经理，公司董事长等职；2013 年 12 月至今任沈阳地铁建设指挥部党组成员、副总指挥，公司副董事长。

公司总经理职务暂空，目前由董事长卢春峰主持工作。

截至 2016 年 3 月底，公司在职人员共有 8130 人，其中具有中、高级职称的人员有 675 人，占总人数的 8.30%；本科以上学历人员有 2501 人，占 30.76%，本科以下学历人员有 5629 人，占 69.24%。

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，能够满足日常工作需要。

4. 政府支持

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府听证后制定，因此投入运营后通常都会亏损，以上因素决定政府需要通过相应的机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。

公司自成立以来，已建、在建的地铁项目均由政府在项目资本金、贷款还本付息、地铁沿线资源开发等方面给予了较大程度的支持。

（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年之前计入长期借款科目，2014年后调入长期应付款。2013~2015年，公司分别收到该专项资金14.70亿元、50.52亿元和26.17亿元；2016年一季度公司收到专项资金2.05亿元。截至2016年3月底，公司累计收到地铁专项资金140.98亿元，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。

公司已投入运营的地铁1、2号线项目资本金支持均占项目总投资的50%左右。公司目前在建的地铁中，地铁9、10号线项目的资本金占计划投资额的比例为30%左右，其余70%为自筹资金。其中，地铁9号线和地铁10号线计划总投资分别为179.71亿元和297.10亿元，截至2016年3月底，以上线路实际完成投资32.89亿元和32.33亿元；地铁2号线北延线计划总投资53.00亿元，资本金比例为25%，截至2016年3月底已投资30.29亿元；截至2016年3月底，地铁4号线计划总投资191.00亿元，累计已完成投资2.88亿元。

（2）偿债保证支持

银行贷款

公司已投入运营的地铁1、2号线及建项目2号线北延线、9号线和10号线贷款均由沈阳市政府与公司签订的还贷差额补足协议作为偿债保障，沈阳市政府将根据公司实际还款情况，及时支付还贷差额补足资金，并将资金支付到公司设立的地铁项目贷款专户。根据公司与沈阳市政府签订的建设运营协议，沈阳市政府根据公司资金使用计划安排，将补贴资金分年度纳入本级财政预算支出安排，以确保地铁4号线项

目正常运营和债务本息及时足额偿还。

为支持地铁9号线和10号线的建设，国家开发银行根据《还贷差额补足协议》，2015年向公司提供长期贷款，其中对9号线授信121.82亿元，10号线授信196.64亿元。截至2016年3月底，地铁4号线国开行授信114.00亿元已经通过总行审批。国开行贷款利率较低，不会对公司产生巨额的利息支付压力。该部分贷款计划根据地铁实际的建设进度需求分批使用。

融资租赁

公司地铁项目通过融资租赁筹措资金66亿元，包括交银金融租赁11亿元、工银金融租赁40亿元及昆仑金融租赁15亿元。根据沈阳市财政局《关于地铁建设项目融资租赁业务有关事项的通知》（沈财经[2010]430号、432号、1067号文），若地铁集团未按租赁合同约定按时偿还租金，沈阳市财政局将安排资金偿还。截至2016年3月底，融资租赁款尚未偿还额为42.61亿元。

（3）地铁沿线土地等资源开发

根据沈编办发[2012]393号文和沈政发[2013]16号文的有关精神，沈阳市政府同意沈阳地铁指挥部成立市土地储备中心地铁分中心（以下简称“地铁分中心”），对地铁沿线进行综合规划，参与地铁沿线两侧各500米控制范围内土地开发整理、建设，根据“市长办公会议纪要第62号”土地储备中心所取得的净收益专项用于地铁建设，目前计划所得净收益全部用于公司地铁建设，由于土地储备地铁分中心建立不久，指挥部对于以上内容出具了相关说明。

2014~2018年，地铁分中心计划收储土地237.5公顷，其中近期重点收储9号线淮河街站、怒江公园站周边地块以及10号线塔湾街站、百鸟花园站、滂江街站、北大营街站、泉园一路站周边征地拆迁的地块，该部分地块大多位于城市核心区，主要用于商业用地项目的开发。未来重点收储1号线、2号、9号、10号延长线周边以及新开线路的地块，主要作为商住混合用地予以出让。目前，尚未形成出让收益。联合资信资信将对其密切关注。

（4）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，截至2015年底，公司先后四次收到地方政府债券资金，规模分别为2.47亿元、2.74亿元、2.74亿元和1.24亿元，用于偿还地铁1号线和2号线建设存量债务。

（5）国开基金支持

2015年8月至12月，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，国开基金公司股权注入方式向增加公司注册资金合计7037.00万元，期限20年，利率不超过1.2%，截至2016年3月底，上述增资已完成工商变更登记和公司章程变更。

（6）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”。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。截至2016年3月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金38.98亿元，其中2015年收到公共租赁住房专项资金3.44亿元，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。2016年一季度收到公共租赁住房专项资0.27亿元。

综上所述，在地铁投资建设和保障房项目建设方面，沈阳市政府对公司的支持均给予了很大力度的资金支持、政策支持和偿债保证支持，上述支持对公司投资建设、地铁运营、保障房建设及偿还债务提供了有力的保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司董事会成员为7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5人，由沈阳市国资委任命1人和职工代表4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，公司形成了较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

公司总部设有办公室、总工办、党委办公室、计划处、前期工作处、工程一处、工程二处、工程三处、设备处、安全生产监督管理处、质量监督管理处、财务处、保卫处、集团工会、预算审核中心、预算合同处、人力资源部和企业管理处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暂行办法》，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度，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。公告期截至，报名招标人数不少于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. 经营现状

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。

近三年，公司营业收入稳步增长，其中客

运收入和广告收入对公司营业收入贡献较大。

2013~2015 年，公司分别实现收入 4.80 亿元、6.67 亿元和 8.33 亿元；伴随地铁 1 号线和 2 号线的先后运营，客运收入显著增长，分别为 2.60 亿元、4.59 亿元和 4.75 亿元，分别占当年营业收入 54.14%、68.89%和 57.01%；同时地铁 1 号线和 2 号线的运营也带动了地铁沿线的广告收入的增长，2013~2015 年，该板块分别实现收入 0.95 亿元、1.44 亿元和 0.63 亿元，分别占当年营业收入 19.75%、21.58%和 7.57%，2015 年该板块收入降幅较大主要系广州百灵广告违约，新的广告公司尚未招标完毕；沈阳国际展览中心分别实现展场租赁收入 0.52 亿元、0.36 亿元和 0.55 亿元，分别占当年营业收入 10.89%、5.44%和 6.61%；物业管理收入分别为 0.51 亿元、0.09 亿元和 0.22 亿元，分别占当年营业收入 10.53%、1.33%和 2.61%，2013 年该板块大幅增长主要系承接沈阳市各种大型活动项目导致物业收入规模相对较大；2015 年公司新增设备租赁业务和钢材销售业务，分别实现收入 0.36 亿元和 1.47 亿元，对公司当年收入形成有力补充，钢材销售收入主要由新划入子公司沈阳地铁经营有限公司产生，根据《关于变更沈阳地铁经营有限公司出资人的批复》（沈国资发【2013】98 号），将沈阳地铁经营有限公司出资人由沈阳市国资委变更为地铁集团；其他板块收入较小。

毛利率方面，2013~2015 年，公司营业毛利率呈逐年下降趋势，主要系毛利率较高的展场租赁及广告业务在营业收入中占有所下降，同时随着地铁 1 号线质保期已过，设备维护需要新增费用，维护成本逐年上升，导致客运板块毛利率变动较大，带动公司营业毛利率逐年下降，分别为 19.67%、13.42%和 11.15%。近三年，客运收入板块毛利率由负转正，分别为 -11.14%、-5.44%和 8.11%，主要系 2013 年地铁 1 号线已过质保期，维修成本增加，2014 年地铁 2 号线开通，票款收入不断增长所致；2013~2014 年，广告收入板块和展场租赁板块

毛利率均维持在较高水平，广告收入板块毛利率均为 100%，2015 年毛利率为 0.53%，主要系将往年折旧列入广告成本，导致毛利率达大幅下降；展场租赁板块毛利率分别为 97.27%、94.95%和 96.74%；2013~2015 年，物业管理板块毛利率持续为负且波动较大，分别-39.97%、-467.50%和-153.99%，主要系物业服务以对集团内部相关企业提供服务为主，盈利能力较低，人工成本高，导致毛利率近三年均为负；2015

设备租赁和钢材销售板块毛利率分别为 100%和 5.76%。

2016 年一季度，公司实现营业总收入 1.67 亿元，占 2015 年营业总收入的 20.04%，收入来源主要为客运收入，同期公司实现钢材销售收入 0.30 亿元，在当期营业总收入占比为 18.11%；毛利率方面，2016 年一季度公司营业毛利率为 5.07%，客运板块和钢材销售毛利率分别为 5.73%和 6.35%。

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	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 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	26012.91	54.14	-11.13	45923.75	68.89	-5.44	47489.73	57.01	8.11	11310.23	67.74	5.73
广告业务	9491.81	19.75	100.00	14388.24	21.58	100.00	6302.55	7.57	0.53	1092.87	6.55	100.00
物业管理	5057.52	10.53	-39.97	883.54	1.33	-467.49	2175.18	2.61	-153.99	259.78	1.56	-450.95
展场租赁	5233.60	10.89	97.27	3627.77	5.44	94.95	5502.95	6.61	96.74	282.22	1.69	-44.42
设备租赁	--	--	--	--	--	--	3589.74	4.31	100.00	300.90	1.80	21.13
保安服务	959.47	2.00	8.75	70.37	0.11	-3142.36	77.94	0.09	22.06	--	--	--
餐饮业务	1293.88	2.69	83.33	1336.28	2.00	-32.09	351.28	0.42	53.14	76.72	0.46	71.04
手续费收入	--	--	--	--	--	--	1432.84	1.72	44.71	333.29	2.00	70.63
钢材销售	--	--	--	--	--	--	14728.69	17.68	5.76	3023.00	18.11	6.35
其他	--	--	--	430.57	0.65	88.89	1649.17	1.98	-112.44	16.57	0.10	-867.22
合计	48049.20	100.00	19.67	66660.53	100.00	13.42	83300.08	100.00	11.15	16695.58	100.00	5.07

资料来源：公司提供

2. 地铁投资建设

（1）地铁投资建设模式

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点，目前沈阳地铁建设投资的主要运营模式为：沈阳市政府提供 25%及以上的资本金、其余 75%的项目资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措。

资本金保障方式

沈政发[2012]44号规定地铁专项资金通过对于已通车、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的主要来源，公司已投入运营的地铁1、2号线项目资本金支持均占项目总投资的50%左右。地铁1号线及西延线工程计划总投资117.66亿元，其中项

目资本金58.50亿元，银行贷款58.80亿元；地铁2号线一期工程计划总投资97.76亿元，其中项目资本金51.70亿元，银行贷款47.49亿元，地铁1、2号线分别于2012年9月和2014年1月正式运营。

公司目前在建的地铁9、10号线项目的资本金占计划投资额的比例为30%左右，其余70%为自筹资金。其中，9号线计划投资179.71亿元、10号线计划投资297.10亿元，截至2016年3月底，以上线路实际完成投资32.89亿元和32.33亿元；地铁2号线北延线计划总投资53.00亿元，资本金比例为25%，截至2016年3月底已投资30.29亿元。

截至2016年3月底，公司收到地铁项目资本金共计140.98亿元，计入了资本公积科目，在现金流表现为吸收投资收到的现金。根据已完

成投资额测算，项目资本金已足额到位。此外，市政府承诺对地铁线路相关债务行使差额补足职责（详见偿债保障方式部分），以保障公司地铁项目建设过程中所贷款项的及时偿还。

偿债保障方式

公司建设项目地铁1号线一期及西延线、2号线一期工程及北延线、9号线和10号线项目贷款均有沈阳市政府与公司签订的还贷差额补足协议作为偿债保障，若公司还贷资金存在缺口，沈阳市政府将根据实际还款情况，及时支付还贷差额补足资金，并将资金支付到公司设立的地铁项目贷款专户。2012年度以前，公司偿债保障措施主要基于以上差额补足协议。

2012年后，沈阳市逐步完善对公司地铁建设项目的偿还保障方式，明确还款来源，沈阳市主要计划以下方面优先用于公司的地铁建设项目还款①土地储备中心地铁分中心土地收益；②按规划地铁线路经过的区、县（市）、开发区内所有经营性用地的总成交价款 3%提取的专项资金；③沈财经【2010】430号、432号、1067号文规定的由政府偿还的融资租赁款等。《差额补足协议》仍然作为公司长期保障，成为公司向银行贷款的重要前提。

① 土地储备中心地铁分中心土地收益

根据沈编办发[2012]393号文和沈政发[2013]16号文的有关精神，沈阳市政府同意沈阳地铁指挥部成立市土地储备中心地铁分中心（以下简称“地铁分中心”），对地铁沿线两侧各500米控制范围内土地开发整理、建设，根据“市长办公会议纪要第62号”土地储备中心所取得的净收益专项用于地铁建设。目前，尚未形成出让收益。

② 经营用地成交价3%

沈政发[2012]44号文规定地铁专项资金通过对于已通车、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。除了补充项目资本金外，公司将该部分资金偿还贷款。根据公司预测，根据沈阳市土地储备 2012 年收储收入 564.00 亿元，以此基数每年 7%递增，该项基金 2013 年将达到 18.00 亿元，以后每年增长 1.00 亿元至 2018 年 23.00 亿元。2013~2015 年，公司分别收到该专项资金 14.70 亿元、50.52 亿元和 26.17 亿元；2016 年一季度公司收到专项资金 2.05 亿元。

融资租赁款

公司地铁项目通过融资租赁筹措资金 66.00 亿元，包括交银金融租赁 11.00 亿元、工银金融租赁 40.00 亿元及昆仑金融租赁 15.00 亿元，在“长期借款”及“货币资金”科目中体现，现金流体现在收到借款与偿还借款支付的现金流。根据沈阳市财政局《关于地铁建设项目融资租赁业务有关事项的通知》（沈财经[2010]430号、432号、1067号文），若地铁集团未按租赁合同约定按时偿还租金，沈阳市财政局将筹集资金偿还，然而实际上以上融资租赁款全部由政府拨款偿还，融资租赁款全额计入其他应收款和资本公积科目，截至2016年3月底，融资租赁款尚未偿还额为42.61亿元。

（2）地铁项目介绍

地铁 1 号线和 2 号线已完工并已结转固定资产。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	市财政投资比例	截至 2016 年 3 月底实际已完成
地铁 9 号线	2013~2018	37.20	28.00	179.71	30.00	32.89
地铁 10 号线	2013~2019	48.50	36.00	297.10	30.00	32.33
地铁 2 号线北延线	2010~2018	10.40	8.00	53.00	25.00	30.29
地铁 4 号线	2015~2020	34.13	23.00	191.00	40.00	2.88
市府广场地铁配套工程	2010~2013	--	--	9.25	20.00	5.26

沈阳南站地铁配套工程	2011~2013	--	--	7.11	25.00	4.45
桃仙机场地铁配套工程	2012~2013	--	--	4.00	25.00	1.76
合计	--	130.23	95.00	741.17	--	109.86

资料来源：公司提供

地铁1号线一期及西延线

该线路基本走向由西向东，与沈阳市东西向最大主客流方向相吻合，是沈阳市最重要的东西向交通走廊。线路设计起点为沈阳市经济技术开发区的张士站，终点为大东区的黎明文化宫站。线路正线全长22.03km，设18座车站，沈阳地铁一号线一期延伸线工程西起开发区的十三号街站，东至张士站，全长5.69公里，全部为地下线路，设四座车站以及与本工程相适应的机电设备系统。地铁1号线计划总投资117.66亿元，资本金比例为50%，已于2010年9月27日试运营，于2012年9月正式运营。近三年，日均客运量分别为38.33万人次、41.84万人次和43.88万人次，2016年一季度日均客运量为43.10万人次。

地铁2号线一期及北延线

该工程一期工程是沈阳市快速轨道交通线网规划二号线中段。二号线本期工程线路北起北陵北部三台子居住区的松山路，终点全运路站，线路正线全长21.86km，设19座车站，均为地下站。地铁2号线计划总投资97.76亿元，资本金比例为50%，已于2012年1月8日试运营，与一号线十字交叉，形成了沈阳市城市交通的十字形骨架。近三年，日均客运量分别为22.95万人次、28.78万人次和32.21万人次，2016年一季度日均客运量为31.52万人次。

地铁2号线北延线也称沈阳至铁岭城际铁路工程，是实现沈阳经济一体化战略的一项基础设施建设工程，一期工程为松山路-道义段，松山路至道义段线路起自沈阳地铁二号线起点，即松山路北段折反线，沿黄河大街向北，下穿三环高速和于虎铁路联络线后沿道义南大街向北，下穿南小河后线路折向东北，穿蒲河，沿规划的学子街向北，在蒲田路附近设站后进入进步村停车场。该段全部在沈阳境内，为地

下工程，线路全长10.4公里，设地下站8座。截至2016年3月底，累计完成投资30.29亿元，其中北延线方面，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。

地铁9号线工程

该线路为线网规划中“两L”的一条重要线路，9号线起点崇山路，终点沈抚连带，途经塔湾地区、铁西广场、滑翔地区、于洪新城、长白岛，奥体中心、大学城、浑南地区、沈抚连接带等地区，走行兴华大街、浑南三路、东部开发大道。线路全长约37.20公里，共28座车站，在线路东端石庙子设停车场一处，在曹仲地区设车辆段一处，设3座主变电所，建设周期预计为2013年至2018年，其中11站具备与其他轨道交通线路换乘条件，共享一号线控制中心。地铁9号线计划总投资179.71亿元，截至2016年3月底，土建工程累计完成投资26.20亿，累计完成51.10%，地铁9号线中23座车站中13座车站已完成主体结构施工（北一路站、滑翔站、吉力湖街站、汪河路站、曹仲站、沈苏西路站、胜利南街站、长白南站、榆树台站、金阳大街站、浑河堡站、奥体东站、朗日街站），10座车站正在进行主体结构施工（怒江公园站、淮河街站、皇姑屯站、北二路站、铁西广场站、兴华公园站、沈辽路站、奥体中心站、浑南大道站、建筑大学站）。26个区间中2个区间已完成主体结构施工（汪曹区间、榆金区间），其余24个区间进入主体结构施工（起怒区间、怒淮区间、淮皇区间、皇北区间、北北区间、北铁区间、铁兴区间、兴沈区间、沈滑区间、滑吉区间、吉汪区间、曹沈区间、沈胜区间、胜长区间、长榆区间、金浑区间、浑奥区间、奥奥区间、奥

朗区间、朗浑区间、浑建区间、建终区间、出入段线)。截至2016年3月底,地铁9号线累计完成投资32.89亿元。

地铁10号线工程

该线路是线网规划中“两 L”的一条重要线路,北起丁香湖公园北侧,终点苏家屯,线路全长约 48.5 公里,共 36 座车站,在线路中部设桑林子车辆综合基地一处,在线路两端设丁香湖和苏家屯停车场各一处,设 4 座主变电所。该线路分两期建设,一期工程起点-张沙布站后区间,线路长 27.4 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 21.1 公里,设车站 15 座。地铁 10 号线建设分北、南两端进行,其中北段(起点~张沙布站后区间)建设周期预计为 2013 年至 2018 年,总工期为五年;南段(张沙布站后区间~终点)建设周期预计为 2014 年 11 月至 2019 年 9 月,总工期为四年零 10 个月。地铁 10 号线计划总投资 297.10 亿元,资本金比例为 30%,截至 2016 年 3 月底,白山路站、向工街站、中医药大学站、柳条湖站、长青桥站、理工大学站、文化东路站、张沙布站 8 座车站主体结构完成;丁香公园站、百鸟公园站、长江街站、松花江街站、东北大马路站、滂江街站、长安路站、万泉公园站、浑南大道站 9 座车站正在进行主体结构施工,淮河街站、北大营街站、泉园一路站 3 座车站正在进行围护结构施工。丁白、浑理 2 个区间洞通;白向、东滂、长浑、滂长、理张 5 个区间正在盾构掘进,累计掘进 9222.9 米;丁香湖出入段线、万泉 2 个区间正在进行暗挖初支施工,累计完成 7837.8 米;塔淮、百长、淮百、松柳、长万、文长 6 个区间正在进行暗挖二衬施工,截至 2016 年 3 月底,累计完成 2422.5 米,累计完成投资 32.33 亿元。

地铁4号线

首开段土建施工十五标城建学院站暂设施工完成,地面土方外运完成 80%。地铁四号线计划总投资 191.00 亿元,截至 2016 年 3 月底,累计完成投资 2.88 亿元。

市府广场地铁配套工程

市府广场配套工程位于沈阳市府广场地下,为纯地下建筑。地下层数为四层,负一层为商业功能,负二层地铁与商业功能,地下三层为商业、地铁、停车场及设备用房功能,地下四层为地铁 7 号线站台层及市府大道下穿路预留空间。地铁 2 号线轨道层从本工程地下三层穿过,拟建地铁 7 号线轨道层从本工程地下四层穿过。本项目位于地铁 2 号线及 7 号线换乘站区位内,目标是借助城市轨道交通发展适度开发商业,同时改造市府广场地面景观。总建筑面积 146921.20 平方米,包括地铁面积 25682.00 平方米(含东过街通道),商业配套项目面积 115285.20 平方米(含西过街通道),市政下穿路面积 5954.00 平方米,项目总投资 9.25 亿元,资本金比例 20.00%。工程施工单位为中铁五局(集团)有限公司,监理单位为华铁工程咨询有限责任公司。截至 2016 年 3 月底,项目已完成投资 52628 万元,已完成地铁接口主体施工。

桃仙机场地铁配套工程

桃仙机场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,其中包括地下车站一座,车站总长 299.20m,区间 1122.80m。线路沿桃仙机场规划中轴线地下敷设,下穿桃仙机场扩建工程中的 T3 航站楼。桃仙机场站总长 299.20m,总宽 27.40m,总建筑面积 19175.30m²,为地下双层侧式站台车站,站台宽度为 14.60m。车站设 4 个出入口、3 组风亭以及 2 个安全疏散口,本站建成后与 T3 号航站楼地下直接连接形成零换乘。项目投资总额 4.92 亿元,其中资本金为比例 25%,为 1.23 亿元。该项目已获沈发改审字【2011】324 号《关于沈阳桃仙机场地铁配套工程初步设计及概算的批复》。工程施工单位为中铁隧道集团有限公司,监理单位为北京赛瑞斯国际工程咨询有限公司。截至 2016 年 3 月底,项目已完成投资 17553 万元,已完成地铁接口主体施工。

沈阳南站地铁配套工程

沈阳南站地铁配套工程项目位于沈阳市东陵区（浑南新区）沈阳南站交通枢纽内。为地铁4号线和10号线沈阳南站站以及4号线站后折返线和北侧部分区间、10号线部分区间，总建筑面积为52807.62平方米，地下共三层：地下一层为10号线站厅层，设有公共区、设备管理用房；地下二层为10号线站台层、4号线站厅层，同时也是4、10号线的换乘层，设有公共区、设备管理用房、轨行区和10号线部分区间；地下三层主要为4号线的站台层、站后折返线和部分区间。项目总投资8.09亿元，其中项目资本金为2.02亿元，占总投资25.00%。该项目已获沈发改审字【2011】117号《关于沈阳南站地铁配套工程初步设计及概算的批复》。工程施工单位为中铁一局集团有限公司，监理单位为江苏盛华工程监理咨询有限公司。截至2016年3月底，项目已完成投资44458万元，已完成地铁接口主体施工。

3. 地铁运营

营运基本情况

沈阳地铁现已开通运营两条线路，地铁1号线于2010年9月27日开通试运营，2012年9月正式运营；2号线于2012年1月8日开通试运营，2014年1月正式运行。目前，沈阳市地铁日均客运量74.62万人次，网络正点率99.94%，运行图兑现率99.94%。

表3 2013~2015年及2016年1~3月公司地铁运营情况
(单位：万人次、万车公里、%)

项目	2016年 1~3月	2015年	2014年	2013年
年度客运量	6790.64	27771.97	25775.17	22368.13
日均客运量	74.62	76.09	70.62	61.28
客车开行列次	53501.00	205926.00	201425.00	192548.00
日均客车开行列次	588.00	564.00	552.00	528.00
运营里程	861.73	3320.53	3247.68	2790.43
票务收入(亿元)	1.13	4.87	4.56	3.98
平均票价(元)	1.73	1.75	1.77	1.78
网络正点率	99.94	99.94	99.79	99.96
运行图兑现率	99.98	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2号线，沈阳地铁票价的制定实行价格听证制度，通过听证的地铁票价方案，会同市物价局等部门审核后，报沈阳市政府批准。经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），沈阳市地铁票价为8站以内2元（不含起始站，下同），9-12站3元，13站以上4元。

2013~2015年和2016年一季度，公司分别实现票款收入3.98亿元、4.56亿元、4.87亿元和1.13亿元，线路处于试运营阶段时的票务收入与运营成本计入在建工程，不体现在损益表中，所以2012年1~8月地铁1号线的票款收入及2012年~2014年1~3月地铁2号线的票款收入均计入在建工程，未在主营业务收入中体现。以上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步形成规模，但路网效应尚不显著，单位运营成本较高，近三年及一期，公司客运毛利率分别为-11.13%、-5.44%、8.11%和5.73%，其中，2013~2014年毛利率较为负，主要系地铁1号线质保期已过，维护成本大幅提高。

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，未来该部分收入稳定性强，具有一定增值潜力。2012~2014年和2015年上半年，公司广告收入分别为1.04亿元、0.95亿元、1.44亿元和0.18亿元，占主营业务收入的比重较高且稳定性较好。

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。2013~2015 年及 2016 年一季度，沈阳国际展览中心分别举办展会 19 次、45 次、46 次和 10 次。

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。截至 2016 年 3 月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金 38.98 亿元，其中 2015 年收到公共租赁住房专项资金 3.44 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。2016 年一季度收到公共租赁住房专项资金 0.27 亿元。

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，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，已完成投资 23.0 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 3 月底，地铁丽水新城一期工程、地铁丽水新城二期工程、地铁凤凰新城工程已经入住。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 3 月底，公租房项目尚未投入正式使用。

5. 未来投资规划

根据《沈阳市轨道交通线网规划（2011-2020）》，沈阳地铁将由“一横、两纵、两 L”5 条线组成，线网总长为 225.6 公里。

公司计划建设正在建设的地铁项目主要为地铁 4 号线一期工程、地铁 9 号线和 10 号线。沈阳市轨道交通四号线一期工程共设车站 23 座，全部为地下站，其中换乘站 9 座，停车场 1 处、车辆段与综合基地 1 处、主变电所 2 座，控制中心 1 处。根据公司提供的项目申请可研报告，该项目计划总投资 191.00 亿元，项目资本金由沈阳市财政承担，建设期为 2016 年至 2020 年；资本金以外的资金通过银行贷款解决。公司未来资金支付压力较大。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年合并财务报表均由中准会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2016 年 3 月底，公司共拥有并表子公司 8 家，其中全资子公司 7 家，参股子公司 1 家。2013~2014 年公司合并范围未发生变化，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委员会同意，由公司对其拥有经营决策权，故并表核算。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。

截至 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 3 月底，公司资产总额 449.99 亿元，所有者权益合计 217.99 亿元（其中少数股东权益 0.87 亿元）；2016 年一季度实现营业收入

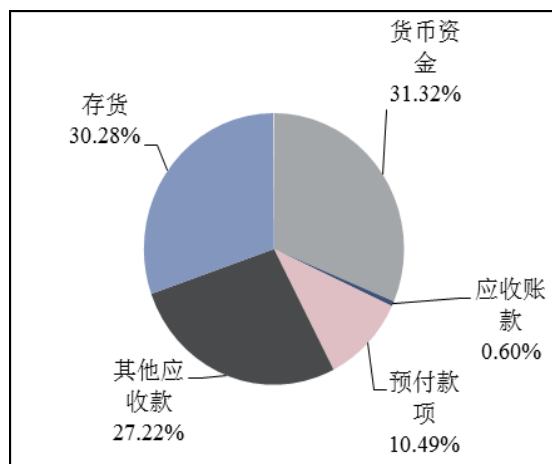
1.67亿元，利润总额-0.13亿元。

2. 资产质量

2013~2015年，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9.26%。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，流动资产占比呈下降的趋势。截至2015年底，公司资产总额432.03亿元，其中，流动资产130.22亿元，占全部资产的30.14%，非流动资产301.81亿元，占全部资产的69.86%。

2013~2015年，公司流动资产有所下降，年均复合下降3.95%，主要系地铁项目建设导致货币资金减少所致。截至2015年底，公司流动资产合计130.22亿元，其资产构成以货币资金（占31.32%）、预付账款（占10.49%）、其他应收款（占27.22%）和存货（占30.28%）为主。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，货币资金波动增长，年均复合增长21.92%，主要系地铁9、10号线工程增加的地铁建设资金和银行借款中未使用款项增加所致。截至2015年底，公司货币资金40.78亿元，主要由银行存款和少量现金及其他货币资金。公司货币资金中受限资金规模极小，仅为5.00万元。

2013~2015年，公司预付账款不断增长，年均复合增长39.24%，主要是由于地铁9、10号线

开工建设，预付工程款项增加。截至2014年底，公司预付账款余额为13.67亿元，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49.12%，1~2年的占比33.53%，2~3年的占比为11.73%，3年以上的占比5.63%。

2013~2015年，公司其他应收款波动下降，年复合下降34.15%。其中2014年底其他应收款余额为33.38亿元，占流动资产比重由2013年的57.92%下降至25.60%，主要系政府财政拨款入账，冲减融资租赁款所致。截至2015年底，公司其他应收款余额35.45亿元，同比增长6.20%，主要系应收政府财政利息补贴入账所致。从欠款单位和欠款性质来看，主要为应收沈阳市财政局代还的融资租赁利息款18.29亿元，占其他应收款比例为51.59%。公司其他应收款前五名欠款单位占比合计为72.49%，且账龄均为一年以内。公司累计计提坏账准备3.73万元。

2013~2015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25.86%。截至2015年底，公司存货余额为39.43亿元，其中在产品占比93.98%，主要子公司沈阳地铁房地产开发有限公司在建公租房的开发支出。

2013~2015年，公司非流动资产逐年上升，年均复合增长16.93%，主要源于固定资产的不断增长所致。截至2015年底，公司非流动资产合计248.20亿元，主要由固定资产（占59.96%）和在建工程（占39.41%）构成。

2013~2015年，公司固定资产快速增长，年复合增长32.56%，主要系地铁1号线和2号线先后结算验收，由在建工程结转固定资产所致。公司固定资产由房屋及建筑物、设备，及入账的地铁线路（地铁1号线和2号线）及各相关设备设施构成。截至2015年底，公司固定资产180.97亿元，其中地铁1号线和2号线分别占比51.77%和42.71%。根据沈阳市国资委于2014年4月出具的《沈阳市国资委关于沈阳地铁集团固定资产折旧计提事宜的复函》，2013年公司累计计提折旧0.89亿元；2014年沈阳市国资委未出

具关于2014年及以后年度如何计提折旧的文件，公司于2014年起未对地铁工程线路进行折旧，仅对地铁1号线和2号线相关设备设施进行折旧，公司地铁2号线相关设备设施自2015年起计提折旧。截至2015年底，公司累计计提折旧4.58亿元，未计提固定资产减值准备。

2013~2015年，公司在建工程波动较大，年均复合增长0.89%。其中2014年底较2013年底大幅下降，主要系地铁2号线完工并结转固定资产，同时地铁2号线北延线和9、10号线的建设加大所致。截至2015年底，公司在建工程余额118.94亿元，同比增长74.17%，主要系地铁项目推进导致土建、设备和待摊投资增加所致。

截至2016年3月底，公司资产总额449.99亿元，较2015年底增长14.12%，主要系货币资金和在建工程持续增加所致。

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

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长13.94%。截至2015年底，归属于母公司所有者权益合计209.00亿元，其中，实收资本占比4.01%，资本公积占比95.79%，盈余公积占比0.04%，未分配利润占比0.17%。

2013~2015年，公司实收资本分别为4.00亿元、7.67亿元和8.38亿元，2015年8月至12月，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，国开基金公司股权注入方式向增加公司注册资金合计7037.00万元，期限20年，利率不超过1.2%。考虑到注资利率较低且规模小，对公司偿债指标影响极小。

2013~2015年，公司资本公积快速增长，年均复合增长12.65%，2014年底较2013年底

增长6.24%，主要为地铁项目资本金和公租房资本金增加所致，同时，由于政府加大了对地铁的现金支持，公司冲抵其他应收款中的融资租赁款。截至2015年底，公司资本公积200.20亿元，同比增长24.18%，主要系依据沈阳市财政局沈财指经(2015)1608号、沈财指经(2015)895号、沈财指经(2015)404号、沈财指经(2015)401号、沈财指经(2015)848号、沈财指经(2015)372号、沈财指经(2015)1125号、沈财指经(2014)806号取得沈阳市国资委对地铁建设项目的投资20.77亿元，并收到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3.44亿元所致。

截至2016年3月底，公司所有者权益217.99亿元，较2015年底增长3.87%，主要系实收资本和资本公积分别增加0.27亿元和7.98亿元所致，具体为政府拨付资本金冲抵融资租赁应收款。总体来看，公司所有者权益质量好。

负债

2013~2015年，公司负债规模不断增长，年均复合增长4.48%。截至2015年底，公司负债合计222.16亿元，其中流动负债占比10.74%，非流动负债占比89.26%，公司债务以非流动负债为主，符合地铁项目建设周期较长的特点。

2013~2015年，公司流动负债波动中有所增长，年复合下降4.37%，主要系其他应付款变动所致。截至2015年底，公司流动负债为23.85亿元，其中其他应付款占比91.84%。

2013~2015年，公司短期借款快速下降，其中2013年底余额为7.50亿元，主要系地铁2号线进入试运营，配套的营运资金需求增大，导致短期贷款数额上升；近两年底公司无短期借款，主要系公司收到沈阳市财政资金，结清流动资金贷款所致。

2013~2015年，公司应付账款快速增长，年均复合增长115.92%。截至2015年底，公司应付账款1.69亿元，同比增幅较大，主要系相关项目尚未结算所致。

2013~2015年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长28.23%，主要系随着公司工程建设项目的增多，导致公司应付工程质保金增多所致。截至2015年底其他应付款余额为21.91亿元，同比增长58.40%，主要系公司收到的沈阳市土地储备交易中心补偿款及应付中铁隧道集团、中铁五局和中铁三局的地铁工程质保金。从账龄来看，1年以内占比51.98%，1到2年的占比20.58%，2到3年的占比4.00%，3年以上的占比23.44%。

2013~2015年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长5.45%。截至2015年底，公司非流动负债余额为198.31亿元，主要由长期借款和长期应付款组成，分别占比73.82%和20.69%。

2013~2015年，公司长期借款波动中有所下降，年均复合下降9.40%。其中2014年底较2013年底下降22.13%，主要为公司偿还了部分已经到期的银行借款，同时公司将长期借款中融资租赁款调入长期应付款，导致长期应付款增加55.05亿元。截至2015年底，公司长期借款146.39亿元，同比增长5.42%，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。

截至2015年底，公司收到地方政府债券资金9.19亿元，用于偿还地铁1号线和2号线建设存量债务。

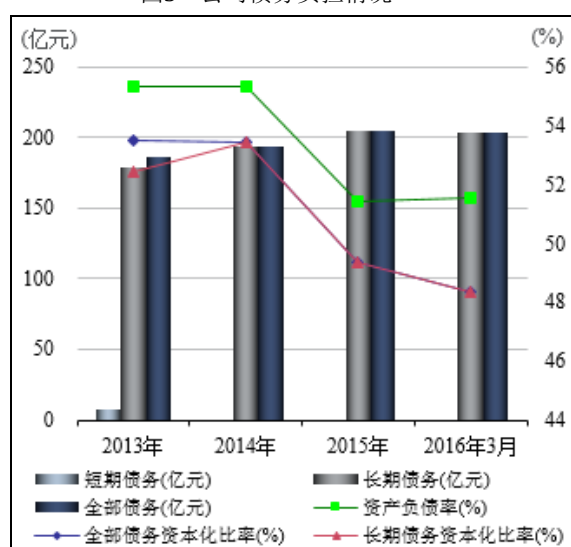
截至2015年底，公司长期应付款42.61亿元，同比下降22.60%，主要系融资租赁款减少所致。

从有息债务来看，2013~2015年，随着公司在建地铁项目的增多，公司全部债务呈不断增长态势，年复合增长4.90%。截至2015年底，公司全部债务204.50亿元，且均为长期债务。从债务指标来看，近三年，由于总资产增幅高于公司负债总额影响，公司资产负债率呈下降趋势，三年加权平均值为53.37%，2015年公司资产负债率51.42%；公司所有者权益增幅高于有息债务增幅，全部债务资本化比率有所下降，三年加权平均值为51.39%，2015年底为49.35%；因近两年公司有息债务均为长期债务，2015年

底公司长期债务资本化比例为49.35%。

截至2016年3月底，公司负债合计232.01亿元，较2015年底增长6.11%，主要受长期借款和其他应付款增加影响。截至2016年3月底，公司有息债务合计203.79亿元，较2015年底下降0.35%，主要系融资租赁款减少所致。截至2016年3月底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均较2015年底小幅下降，分别为48.32%和48.32%；资产负债率较2015年底小幅增长，为51.56%。

图3 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。

4. 盈利能力

近三年，伴随地铁1号线和2号线先后正式运营，地铁运营收入、餐饮收入和广告收入等收入水平明显提高，并呈逐年增长趋势。2013~2015年，公司实现营业收入分别为4.80亿元、6.67亿元和8.33亿元，其中地铁运营收入分别为2.60亿元、4.59亿元和4.75亿元；同期公司营业成本分别为3.86亿元、5.77亿元和7.40亿元。

2013~2015年，随着合并范围内新增子公司的增加，公司期间费用不断增加，主要系管理

费用增长所致；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，近三年，公司期间费用合计分别为0.76亿元、0.82亿元和0.87亿元；由于公司营业收入快速增长，期间费用占营业收入的比重逐年下降，公司期间费用控制能力有所增强。

从公司的各项盈利指标上来看，2013~2015年，公司营业利润率不断下降，分别为16.23%、12.25%和10.20%，主要系地铁1号线和2号线维护成本大幅提高导致营业成本增加所致。近三年，公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，三年加权平均值分别为0.01%和0.04%。2015年上述两项指标分别为0.01%和0.04%，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。

2016年一季度，公司实现营业收入1.67亿元，为2015年全年的20.04%；同期，公司利润总额为-0.13亿元，公司营业利润率下降至4.21%。

总体来看，由于沈阳地铁运营时间不长，各项主营业务收入规模较小；同时，由于地铁运营的公益性特点，公司盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2013~2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金增长迅速，三年分别为3.97亿元、6.81亿元和7.29亿元，2014~2015年销售商品、提供劳务收到的现金规模较大，主要系地铁2号线运营收入于2014年开始反映；近三年现金收入比分别为82.62%、102.25%和87.54%，主要系公司部分其他业务收入计入收到其他与经营活动有关的现金所致。2013~2015年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为2.00亿元、2.76亿元和2.65亿元，主要为收到的往来款。2013~2015年，公司购买商品、提供劳务支付的现金分别为2.49亿元、2.36

亿元和4.30亿元。2013~2015年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为1.47亿元、4.25亿元和3.77亿元，主要为往来款。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.37亿元、0.25亿元和-1.18亿元。

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，2013~2015年分别为0.03亿元、13.10亿元和6.92亿元，2013年度投资活动产生的现金流入量规模小，主要系公司当年收回向沈阳五里河建设发展有限公司发出的委托借款所致，2014年较2013年大幅度增加，主要原因是当年沈阳市政府投入沈阳地铁建设资本金增加所致，2015年较2014年大幅下降主要系地铁专项资金拨付减少所致；2013~2015年，公司投资活动产生的现金流出分别为23.29亿元、35.28亿元和44.46亿元，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。公司购建固定资产、无形资产等支付的现金金额较大，2013~2015年分别为21.69亿元、31.30亿元和39.00亿元，主要为支付地铁项目建设资金；2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-23.26亿元、-22.17亿元和-37.54亿元，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，近三年分别为18.48亿元、50.55亿元和36.70亿元；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39.30亿元、28.39亿元和37.88亿元；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。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为40.93亿元、46.68亿元和27.33亿元。

2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额-0.30亿元；收到其他与投资活动有关的现金1.63亿元，主要系代收的公交票款；伴随着地铁建设的持续，投资活动产生现金流量

净额-0.26亿元，公司对外融资压力大，2016年一季度公司筹资活动产生现金流量净额9.96亿元。

总体来看，近三年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。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015年，由于公司应收财政融资租赁金额较大，流动比率和速动比率都保持在高位，三年加权平均值分别为655.09%和484.60%，2015年底上述两项指标分别为545.91%和380.60%，2016年3月底分别为543.09%和390.62%，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；近三年，经营现金流动负债比分别为1.68%、1.62%和-4.95%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力较弱。总体看，公司经营活动获现能力弱，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，2013~2015年，公司EBITDA分别为1.30亿元、1.74亿元和1.06亿元；2013~2015年，公司全部债务/EBITDA呈波动下增长，分别为142.90倍、111.46倍和192.04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和到期债务的还本付息，综合来看，公司偿债能力高于指标值。

截至2016年3月底，公司获得授信总额度为629.56亿元，已经使用241.73亿元，尚未使用额度387.83亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年3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2016年5月18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、本期中期票据偿债能力分析

公司本期票据发行额度为2.00亿元，占2016年3月底全部债务的0.98%，对公司现有债务影响小。

截至2016年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.56%和48.32%，以2016年3月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升为51.77%和48.56%，对公司负债水平影响小。

2013~2015年，公司EBITDA分别为13004.43万元、17397.94万元和10648.78万元，对本期中期票据的保障倍数分别为0.65倍、0.87倍和0.53倍；公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保护倍数分别为2.98倍、4.80倍和4.97倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据保障倍数分别为0.18倍、0.12倍和-0.59倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。考虑到沈阳市政府设立轨道交通项目建设专项资金对公司地铁项目贷款偿还予以支持，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

十、结论

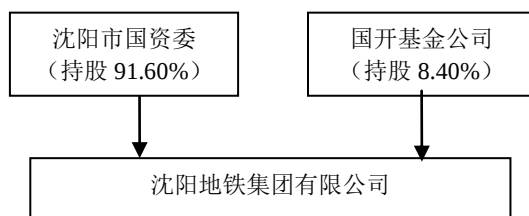
公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有垄断地位。近年来，沈阳市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司发展创造了良好的外部环境；沈阳市政府

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。

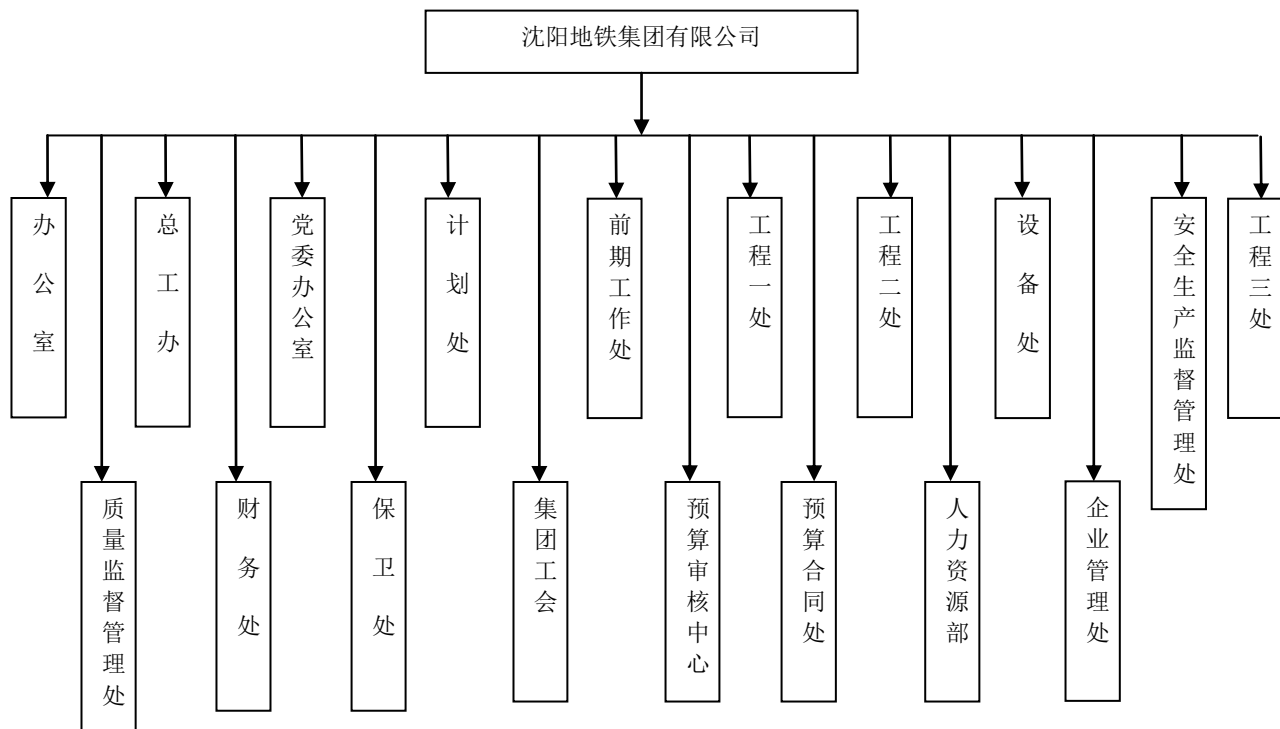
公司地铁运营利润较低，前期投资成本所需资金较多，融资压力大；但考虑到沈阳市政府支持明确，公司未来债务大部分由沈阳市财政偿还或者通过轨道交通项目建设专项资金予以支持，公司主体信用风险很低。

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很低。

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 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.42	52.18	40.78	50.18
资产总额(亿元)	361.90	378.59	432.03	449.99
所有者权益(亿元)	161.67	169.22	209.87	217.99
短期债务(亿元)	7.50	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	178.33	193.92	204.50	203.79
全部债务(亿元)	185.83	193.92	204.50	203.79
营业收入(亿元)	4.80	6.67	8.33	1.67
利润总额(亿元)	0.09	0.11	0.14	-0.13
EBITDA(亿元)	1.30	1.74	1.06	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.25	-1.18	-0.30
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	114.36
营业利润率(%)	16.23	12.25	10.20	4.21
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	48.32
全部债务资本化比率(%)	53.48	53.40	49.35	48.32
资产负债率(%)	55.33	55.30	51.42	51.56
流动比率(%)	644.63	844.03	545.91	543.09
速动比率(%)	530.96	627.03	380.60	390.62
经营现金流动负债比(%)	1.68	1.62	-4.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	142.90	111.46	192.04	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.98	4.80	4.97	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.18	0.12	-0.59	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.65	0.87	0.53	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 沈阳地铁集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。沈阳地铁集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现沈阳地铁集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送沈阳地铁集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年五月二十四日

