跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1795 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的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“16沈阳地铁CP001”的信用等级为A-1，维持“16沈阳地铁MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十五日

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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 沈阳地铁 CP001	2 亿元	2017/9/6	A-1	A-1
16 沈阳地铁 MTN001	2 亿元	2021/9/7	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产（亿元）	52.18	40.78	38.85	49.35
资产总额(亿元)	378.59	432.03	496.03	515.28
所有者权益(亿元)	169.22	209.87	233.72	237.98
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.59	3.60
长期债务(亿元)	138.87	155.58	187.39	201.18
全部债务(亿元)	138.87	155.58	189.98	204.78
营业收入(亿元)	6.67	8.33	10.24	1.66
利润总额(亿元)	0.11	0.14	-0.77	-0.22
EBITDA(亿元)	1.75	1.11	0.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-1.18	-0.38	-0.96
营业利润率(%)	12.25	10.20	-0.24	-0.63
净资产收益率(%)	0.04	0.04	-0.36	--
资产负债率(%)	55.30	51.42	52.88	53.82
全部债务资本化比率(%)	45.07	42.57	44.84	46.25
流动比率(%)	844.03	545.91	428.94	442.58
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	--

注： 2017 年一季度财务数据未经审计。

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

评级观点

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“沈阳地铁”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，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”、“16沈阳地铁MTN001”的保障能力很强。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，维持“16沈阳地铁MTN001”的信用等级为AA^+。

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

增长，跟踪期内，公司地铁运营收入增长。

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，各项运营成本不断上涨，毛利率大幅下降，跟踪期内利润总额由正转负。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于沈阳地铁集团有限公司（以下简称“沈阳地铁”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，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，2016年，国开基金公司向公司注入资金60000.00万元，其中2712.00万元计入实收资本，57288.00万元计入资本公积。2017年一季度，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”）向公司拨付资本金18600.71万元。截至2017年3月底，公司实收资本105083.71万元，沈阳市国资委和国开基金公司分别持股90.72%和9.28%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年3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、财务处等22个职能部门。

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3月底，公司资产总额515.28亿元，所有者权益合计237.98亿元（含少数股东权益0.92亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入1.66亿元，利润总额-0.22亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年3月底，联合资信所评公司存续债券余额合计4亿元（详见表1）。“16沈阳地铁CP001”募集资金2亿元，用于补充营运资金；“16沈阳地铁MTN001”募集资金2亿元，用于地铁9号线和10号线及配套项目建设。截至2017年3月底，“16沈阳地铁CP001”、“16沈阳地铁MTN001”募集资金使用完毕。跟踪期内，公司存续债券未到付息日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
16 沈阳地铁 CP001	2.00	2.00	2016/9/6	2017/9/6
16 沈阳地铁 MTN001	2.00	2.00	2016/9/7	2021/9/7

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长

4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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中制式。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，在解决高密集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多种模式得到了尝试，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，也有利于家里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、财力状况对公司可持续发展和偿债能力有重要影响。

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。

截至跟踪日，沈阳市统计局尚未公布2016年国民经济和社会发展统计公报。依据沈阳市统计公布的2013~2015年以及2017年月度统计数据，2013~2015年，沈阳市地区生产总值分别为，7158.60亿元、7098.70亿元、7280.50亿元，年均复合增长0.85%。2017年一季度，沈阳市地区生产总值1130.10亿元，同比下降1.10%，其中第一产业增加值33.00亿元，同比增长0.80%；第二产业增加值388.60亿元，同比下降-9.40%；第三产业增加值708.40亿元，同比增长4.20。2017年一季度，固定资产投资239.80亿元，同比下降32.70%，城镇居民人均可支配收入10605元，同比增长7.10%。

根据沈阳市财政局公布的《2016年沈阳市财政决算报告》，2016年，全市一般公共预算收入合计620.95亿元，同比增长2.40%，其中税收收入511.64亿元，占比82.40%，同比增长3.90%；非税收入109.31亿元，占比17.60%，同比下降4.00%。上级财政各项补助收入322.85亿元，同比增长12.09%。全市政府性基金预算收入196.59亿元，同比增长27.60%。2016年底，沈阳市地方政府债务余额为1721.83亿元，其中一般债务余额896.18亿元，专项债务余额825.65亿元。

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》。《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，计划到2020年，东北地区体制机制改革创新和经济发展方式转变取得重大进展，发展的平衡性、协调性、可持续性明显提高，与全国同步实现全面建成小康社会宏伟目标，并从经济保持持续健康发展、创新驱动发展能力明显增强、结构调整取得实质性进展、人民生活水平和质量显著提高、生态环境保护水平进一步提升5个方面，对振兴目标作出了定性和定量阐释。

跟踪期内，沈阳市经济整体运行平稳，一般预算收入同比小幅增长，同时在中央振兴东北战略布局下，未来区域经济发展有望获得新的发展机遇。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，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，2016年，国开基金公司向公司注入资金60000.00万元，其中2712.00万元计入实收资本，57288.00万元

计入资本公积。2017年一季度，沈阳市国资委向公司拨付资本金18600.71万元。截至2017年3月底，公司实收资本105083.71万元，沈阳市国资委和国开基金公司分别持股90.72%和9.28%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司副总经理王刚退休，离职前主要负责计划、企管和房地产方面工作，分管计划处、企管处、预算审核中心和沈阳地铁房地产开发有限公司。截至跟踪日，新任人选尚未确定。截至2017年3月底，公司在职人员共有322人，其中具有中、高级职称的人员有191人，占59.32%；本科以上学历人员有288人，占89.44%；本科以下学历人员有34人，占10.56%。

3. 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。2016年公司收到地铁专项资金12.44亿元，2017年1~3月，公司收到该专项资金2.00亿元，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。截至2017年3月底，公司累计收到地铁专项资金157.66亿元。

（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。跟踪期内，尚未形成出让收益。联合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，沈阳市政府给予公司地方政府债券资金支持。2016年，公司收到地方政府债券资金5.33亿元，2017年1~3月，公司收到地方政府债券资金12.47亿元，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。

（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2017年3月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金43.72亿元，其中2016年，公司收到公共租赁住房专项资金3.68亿元。

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。

4. 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2017年7月11日，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。

七、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。

八、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司实现营业收入 10.24 亿元，同比增长 22.96%，收入来源主要为客运收入和钢材销售收入。2016 年，公司钢材销售收入大幅增长，主要系当期各施工单位抢工期，施工

进度加快，且四号线大面积开始施工，钢材需求量加大。毛利率方面，受公司地铁运营成本、物业成本、展场租赁服务成本的上涨，2016 年公司综合毛利率大幅下降至 1.80%。2017 年一季度，公司各板块业务收入合计 1.66 亿元，综合毛利-0.38%。

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	2015 年			2016 年			2017 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
客运收入	47489.73	57.01	8.11	50473.10	49.28	5.65	10936.67	65.89	0.57
广告业务	6302.55	7.57	0.53	4197.50	4.10	-197.12	596.44	3.59	100
物业管理	2175.18	2.61	-153.99	1023.94	1.00	-584.50	251.70	1.52	-502.42
展场租赁	5502.95	6.61	96.74	9510.43	9.29	81.94	306.36	1.85	-50.13
设备租赁	3589.74	4.31	100.00	3557.16	3.47	41.55	522.80	3.15	27.91
保安服务	77.94	0.09	22.06	116.85	0.11	52.14	20.46	0.12	26.27
餐饮业务	351.28	0.42	53.14	432.55	0.42	61.92	49.05	0.30	72.05
手续费收入	1432.84	1.72	44.71	1450.08	1.42	47.25	383.50	2.31	69.20
钢材销售	14728.69	17.68	5.76	30072.18	29.36	4.79	3135.17	18.89	3.55
其他	1649.17	1.98	-112.44	1592.87	1.56	95.98	395.70	2.38	33.83
合计	**83300.08**	**100.00**	**11.15**	**102426.66**	**100.00**	**1.80**	**16597.85**	**100.00**	**-0.38**

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，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 3　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 2017 年 3 月底实际完成投资额
地铁 9 号线	2013~2018	37.20	28.00	179.71	30.00	56.38
地铁 10 号线	2013~2019	48.50	36.00	297.10	30.00	54.16
地铁 2 号线北延线	2010~2018	10.40	8.00	53.00	25.00	26.97
地铁 4 号线	2015-2020	34.13	23.00	191.00	40.00	6.25
市府广场地铁配套工程	--	--	--	9.25	20.00	6.31
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	1.99
合计	**--**	**130.23**	**95.00**	**741.17**	**--**	**156.44**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，九号线土建工程累计完成投资 56.38 亿元，占总投资的 84.15%。2017 年累计划投资 2.27 亿元，实际完成 1.56 亿元，完成年累计划的 68.70%。九号线 17 座车站已完成主体结构施工，15 个区间已完成主体结构施工。暗挖区间正线初支共 19728 米，累计完成 17518 米，占总量的 88.80%；二衬共 19728 米，累计完成 13578.3 米，占总量的 68.80%；盾构区间共 29415 米，掘进累计 20877.10 米，占总量的 71.00%。

截至 2017 年 3 月底，地铁十号线已完成 16 站，11 区间，其中白向区间、向塔区间、长中区间、北东区间、万泉区间、理张区间 6 个区间正在进行盾构掘进，累计完成 25328 米，累计完成 68.80%；丁香湖出入段线、塔淮区间、文长区间、桑林子出入段线 4 个正在进行暗挖施工，正线初支累计完成 11491 延米，累计完成 92.20%；二衬累计完成 9959 延米，累计完成 80.20%。

四号线施工 15 标计划 2017 年 1 季度计划完成 120 万元，实际完成 137 万元，年累完成 137 万元，开累完成 4231 万元，占合同总量 27%。城建学院站：主体结构第 1 段、第 7 段顶板钢筋绑扎、混凝土浇筑完成、顶板防水完成。附属结构：D 出入口施工围挡、地面堆积土清除完成；A 出入口地面堆积土清除完成。城沈区间：1.2 号联络通道旋喷加固完成。

地铁二号线北延线累计完成投资 6.34 亿元，占合同总量 97%。其中施工 5 标累计完成投资 1.42 亿元，占合同总量 93.60%；施工 6 标累计完成投资 1.96 亿元，占合同总量 99%；施工 7 标累计完成投资 2.62 亿元。占合同总量 97.9%；轨道标段累计完成投资 0.34 亿元，占总产值 94%。具体项目进展方面，施工 5 标车站主体工程全部结束，附属工已程全部结束；施工 6 标车站及附属结构全部完成，盾构区间（人一蒲区间）全部完成；施工 7 标车站及附属结构全部完成，车站内进行装饰装修，装修工程已完成 68%，土建工程完成 95% ；北延线轨道标段完成正线铺轨累计完成 8.503km（含 3 组道岔、2 组交渡），累计完成 94%。

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。2016，沈阳市地铁日均客运量不断增长，为 81.74 万人次，地铁平均票价为 1.79 元，平均票价较 2015 年有所上涨。同期，地铁网络正点率 99.96%，运行图兑现率 99.99%，均保持较高水平。

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、修理费构成，2016 年分别占总运营成本 50.92%、13.85%、10.41%。

2016 年，公司实现票款收入 5.05 亿元，占营业收入 49.28%，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。

表4　2014~2016年及2017年1~3月公司地铁运营情况

（单位：万人次、万车公里、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
年度客运量	25775.17	27771.97	29917.89	7118.76
日均客运量	70.62	76.09	81.74	79.10
客车开行列次	201425	205926	222035	58402
日均客车开行列次	552	564	607	649
运营里程	3247.68	3320.53	3575.53	940.22
票务收入(亿元)	4.56	4.87	5.06	1.09
平均票价（元）	1.77	1.75	1.79	1.77
网络正点率	99.79	99.94	99.96	99.99
运行图兑现率	99.99	99.99	99.99	100.00

资料来源：公司提供

表5 公司客运业务成本构成 （单位：万元）

客运成本项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
人员费用	25475.55	29579.83	6360.08
修理费	5432.52	6044.51	692.61
电费	7505.16	8046.49	1880.10
水费	238.68	213.66	52.28
生产采暖费	1237.97	1058.19	552.19
物业管理费	5054.88	6037.04	1850.23
安检费	2307.87	3507.22	944.71
营业税金及附加	233.97	461.87	0.05
其他费用项目	3659.32	3138.93	649.94
合计	**51145.93**	**58087.90**	**12982.19**

资料来源：公司提供

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 2017 年 3 月底，项目已完成投资 6.31 亿元，工程主体已完工。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 2017 年 3 月底，项目已完工。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 2017 年 3 月底，项目已完工。

保障房项目建设

公司子公司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，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”。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，且不形成收入。截至 2017 年 3 月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金 43.72 亿元，其中 2016 年收到公共租赁住房专项资金 3.68 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、地铁滨河新城工程、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、地铁凤凰新城工程等七个项目，在建项目建筑面积合计 123 万平方米，项目计划总投资 51.25 亿元，截至 2016 年底已完成投资 30.05 亿元。截至 2017 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、地铁惠民新城工程已经入住。地铁丽水新城三期预计 2017 年底完成建设；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；地铁滨河新城于 2013 年立项，目前等待苏家屯区政府征地拆迁，待政府规划出净地后再实施建设。

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。2016 年，公司广告收入为 0.42 亿元，在营业收入中占比 4.10%，毛利率由 2015 年的 0.53%降至 -197.12%，主要系部分广告商解约，同时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。

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。2016 年，沈阳国际展览中心举办展会 60 余次，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%。

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运营。公司主要供应商为中铁物资东

北集团有限公司和辽宁伟豪经贸有限公司，下游客户主要是中铁四局、中铁五局、中铁七局、中铁九局以及中铁十八局。公司同上下游客户合作年限均在三年以上，合作渠道较稳定。钢材结算价格方面，公司同供应商一般以“我的钢铁网”网价为基准价，下浮一定比例，同各施工单位结算，一般以“我的钢铁网”网价为基准价，上浮一定比例。

跟踪期内，公司钢材销售收入大幅增长，随客流量增加，客运收入稳定增长，由于地铁路网尚未形成规模，各项运营成本上涨，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，公司未来刚性资本支出压力大，外部融资依赖性强。

3. 未来发展

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。

九、财务分析

公司提供了2016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2017年一季度财务报表未经审计。

较上期，2016年公司合并范围无变化。截至2016年底，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。

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），2016年公司实现营业收入10.24亿元，实现利润总额-0.77亿元。

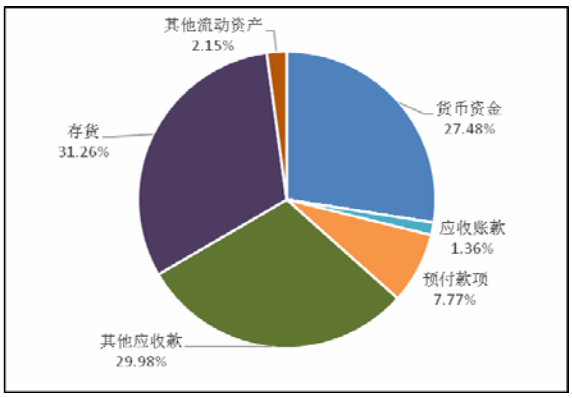
截至2017年3月底，公司资产总额515.28亿元，所有者权益合计237.98亿元（含少数股东权益0.92亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入1.66亿元，利润总额-0.22亿元。

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。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%，较2015年，非流动资产占比增加。

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。

图1　2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

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；公司预付款项10.98亿元，同比下降19.67%，主要系预付工程款减少所致；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，账面值不断增加。

截至 2016 年底，公司其他应收款 42.38 亿元，同比增长 19.56%，主要系同政府单位往来款增加。

表6　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

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（占 50.91%）和在建工程（占 47.85%）构成。

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%。

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；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 3 月底，公司资产总额 515.28 亿元，较 2016 年底增长 3.88%，主要系货币资金和其他应收账款增加。资产构成方面，仍以货币资金、其他应收款、存货、在建工程、固定资产为主。

跟踪期内，公司资产总额较快增长，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，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

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%，较 2015 年底，实收资本和资本公积均有增长，主要系当期国开基金向公司投资 6 亿资金，其中 0.27 亿计入实收资本，5.73 亿计入资本溢价。另外，沈阳市国资委当期对地铁建设项目投资 12.44 亿元；沈阳市财政局向公司拨付保障房专项资金 3.68 亿元；沈阳市国资委向公司注入对外投资 PPP 项目资金 2.55 亿元。以上均计入资本公积科目。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 237.98 亿元，较 2016 年底增长 1.82%，主要系沈阳市国资委向公司注资 1.86 亿。

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

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%。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%。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。

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。

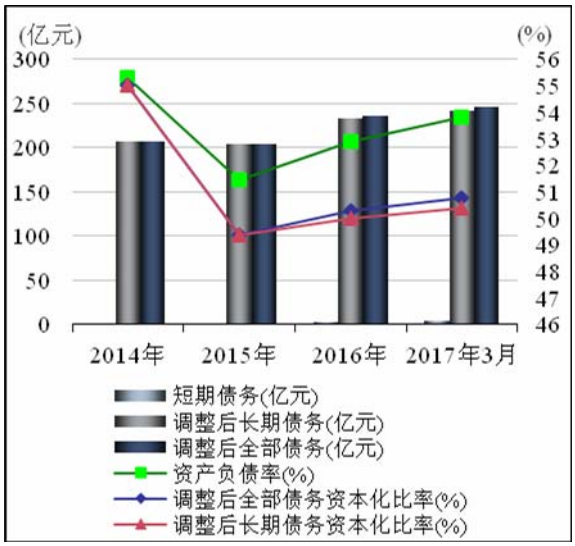
截至 2016 年底，公司长期借款 170.90 亿元，同比增长 16.74%，应付债券 16.49 亿元，同比增长 79.36%，主要系地铁项目资金投入量大，导致公司银行借款和应付地方政府债券资

金增加所致；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。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 277.30 亿元，较 2016 年增长 5.72%，主要系短期借款、其他应付款和应付债券增长所致。债务结构方面，公司仍以其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款为主。

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 年底，公司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。截至 2016 年底，公司调整后全部债务资本化比率均较 2015 年底小幅增长至 50.27%；资产负债率较 2015 年底小幅增长至 52.88%。2017 年 3 月底，公司调整后全部债务合计 245.37 亿元，调整后全部债务资本化比率、资产负债率分别为 50.76%、53.82%。

图2　2014~2016年末及2017年3月底公司债务负担情况



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。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 10.24 亿元，同比增长 22.96%，营业成本 10.06 亿元，同比增长 35.89%，当期公司营业利润-1.00 亿元，公司营业利润率下降至-0.24%，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所致。

从期间费用看，2016 年公司期间费用合计 0.98 亿元，占营业收入 9.52%，较 2015 年略有下降，公司期间费用控制能力尚可。

由于 2016 年公司亏损，各项盈利指标均为负值，公司盈利能力弱。

2017 年一季度，公司实现营业收入 1.66 亿元，除客运业务外，其他业务板块收入较少，当期利润总额-0.22 亿元。

跟踪期内，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，当期公司出现亏损，整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 10.24 亿元，主要为票款及钢材销售收入；收到其他与经营活动有关的现金 3.40 亿元，主要为往来单位借款、政府补助、收回的备用金等；公司购买商品、接受劳务支付的现金 6.07 亿元，主要为地铁运营及钢材采购支出；支付其他与经营活动有关的现金 4.42 亿元，主要为往来单位还款，支付的生产保障费等。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额-0.38 亿元。

投资活动现金流方面，2016 年，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 2.34 元；购建固定资产、无形资产等支付的现金 48.52 亿元；投资支付的现金 7.11 亿元。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额-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，2016 年，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、国开基金、地下综合管廊工程项目资金等；取得借款收到的现金 30.46 亿元，主要银行借款取得现金；收到其他与筹资活动

有关的现金 8.17 亿元；公司偿还债务（贷款及融资租赁款）支付的现金 5.52 亿元，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 10.19 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为 7.66 亿元。2016 年公司筹资活动产生现金流量净额 53.86 亿元。

2017 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额-0.96 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额-3.64 亿元；公司筹资活动产生的现金流量金额 15.10 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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，公司流动比率和速动比率相对较高，2016 年底分别为 428.94%和 294.86%。2016 年，公司经营现金流动负债比为-1.16%，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。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，2016 年，公司全部债务/EBITDA 为 196.93 倍，调整后全部债务/EBITDA 为 244.88 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，公司实际偿债能力较强。

6. 对外担保

截至2017年3月底，公司无对外担保。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2016 年底，公司一年内到期债券余额 2.00 亿元。2016 年，公司经营活动现金流入量和现金类资产分别为一年内到期债券余额的 6.82 倍和 19.43 倍。

截至跟踪日，公司存续债券余额合计 4.00 亿元。2016 年，公司经营活动现金流入量、EBITDA 分别为存续债券余额的 3.41 倍、0.24 倍。

公司现金类资产、经营活动现金流入量对一年内到期债券余额、存续债券余额覆盖程度高，同时考虑到沈阳市政府对公司的支持，公司对存续债券本金偿还保障能力很强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

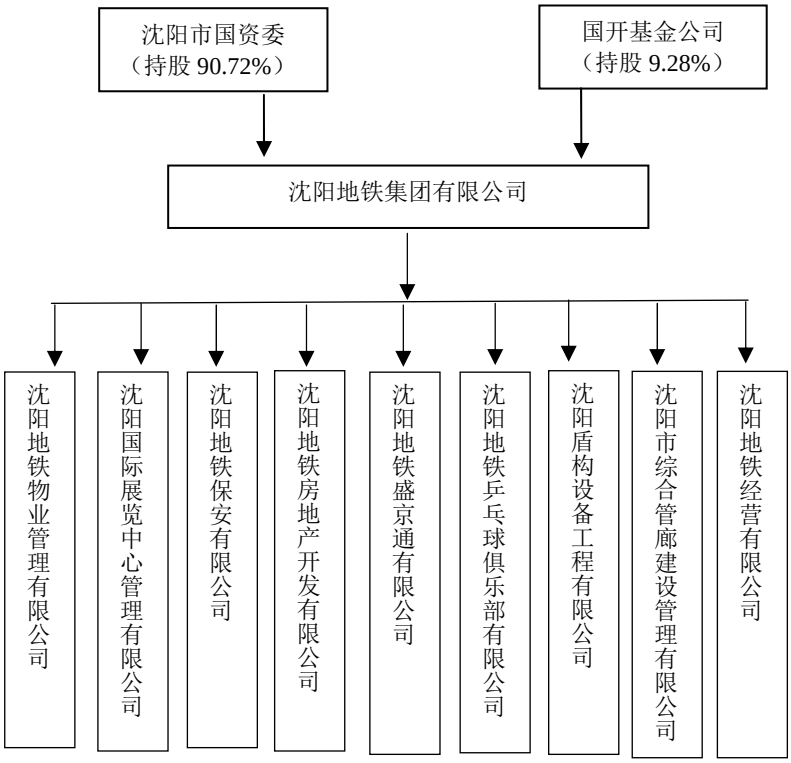
项 目	2015 年	2016 年
一年内到期债券余额	0	2.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--	19.43
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	--	6.82
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.49	3.41
EBITDA/应付债券余额	0.28	0.24

资料来源：审计报告，联合资信整理

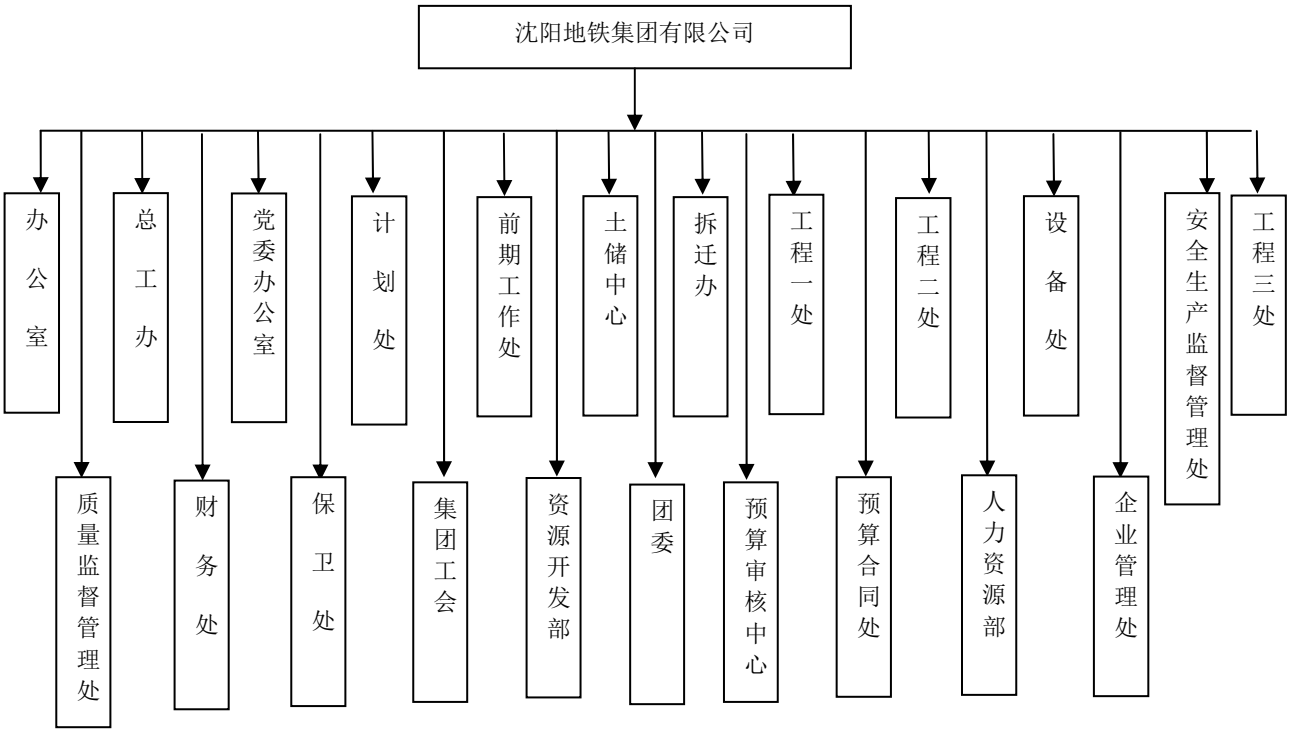
十一、结论

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”的信用级别为 A-1，维持“16 沈阳 MTN001”的信用级别为 AA^+。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.18	40.78	38.85	49.35
资产总额(亿元)	378.59	432.03	496.03	515.28
所有者权益(亿元)	169.22	209.87	233.72	237.98
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.59	3.60
长期债务(亿元)	138.87	155.58	187.39	201.18
全部债务(亿元)	138.87	155.58	189.98	204.78
调整后全部债务(亿元)	207.17	204.50	236.23	245.37
营业收入(亿元)	6.67	8.33	10.24	1.66
利润总额(亿元)	0.11	0.14	-0.77	-0.22
EBITDA(亿元)	1.75	1.11	0.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-1.18	-0.38	-0.96
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	128.03
营业利润率(%)	12.25	10.20	-0.24	-0.63
总资本收益率(%)	0.02	0.01	-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	45.81
全部债务资本化比率(%)	45.07	42.57	44.84	46.25
调整后全部债务资本化比率(%)	55.04	49.35	50.27	50.76
资产负债率(%)	55.30	51.42	52.88	53.82
流动比率(%)	844.03	545.91	428.94	442.58
速动比率(%)	627.03	380.60	294.86	316.06
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 年一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　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。

附件 4-4　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