

信用等级公告

联合〔2019〕2373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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持沈阳地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 沈阳地铁 MTN001”“17 沈阳地铁 MTN001”和“18 沈阳地铁 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日



沈阳地铁集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日 ¹	跟踪评级结果	上次评级结果
16 沈阳地铁 MTN001	2 亿元	2021/09/07	AAA	AAA
17 沈阳地铁 MTN001	15 亿元	2022/12/21	AAA	AAA
18 沈阳地铁 MTN001	10 亿元	2023/05/31	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.85	53.46	39.66	36.47
资产总额(亿元)	496.03	563.60	649.22	658.96
所有者权益(亿元)	233.72	242.74	254.56	254.08
短期债务(亿元)	2.59	12.47	20.59	19.40
长期债务(亿元)	187.39	238.04	298.46	307.06
全部债务(亿元)	189.98	250.51	319.04	326.46
营业收入(亿元)	10.24	10.03	10.73	1.68
利润总额(亿元)	-0.77	-1.34	-1.44	-0.69
EBITDA(亿元)	0.96	0.40	0.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.38	0.37	-0.71	-1.34
营业利润率(%)	-0.24	-5.87	-12.58	-25.44
净资产收益率(%)	-0.36	-0.59	-0.58	--
资产负债率(%)	52.88	56.93	60.79	61.44
全部债务资本化比率(%)	44.84	50.79	55.62	56.23
流动比率(%)	428.94	352.90	274.91	278.12
经营现金流流动负债比(%)	-1.16	0.77	-1.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	196.93	628.38	888.26	--

注：2019 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“公司”）是沈阳地铁项目投资建设及运营管理主体。跟踪期内，沈阳市经济稳中有进、企稳向好，公司业务保持专营优势，外部支持力度较大，公司资产、收入规模有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，由于地铁项目建设周期长、投资规模大以及具有较强的公益性特征，公司债务规模不断增长、自身盈利能力弱、未来资本支出压力较大等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。未来，随着地铁票价调整，在建地铁线路通车运营以及地铁沿线资源的开发，公司整体收入规模有望提升，盈利能力有望改善。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“16 沈阳地铁 MTN001”“17 沈阳地铁 MTN001”和“18 沈阳地铁 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，沈阳市经济稳中有进、企稳向好，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，外部支持力度较大。
3. 随着地铁票价调整，开通线路逐步增加，公司营业收入有望增长。

关注

1. 跟踪期内，随着地铁项目建设推进，公司债务规模持续增长，目前债务负担较重。
2. 跟踪期内，沈阳市地铁路网尚未形成规模，各项运营成本持续上涨，毛利率大幅下降，目前盈利能力弱。
3. 跟踪期内，公司在建、拟建地铁项目投资规模大，对外部融资仍具有很强依赖性。

¹ 债券“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”所列到期兑付日按投资者行使选择回售权日期计算。

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、企业基本概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，实际控制人仍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”），截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为8.65亿元，沈阳市国资委持股88.73%，国开发展基金有限公司持股11.27%。

跟踪期内，公司仍主要从事地铁建设和运营，其职能定位和营业范围未发生变化。截至2019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。公司本部内设计划处、总工办、设备处、财务处等18个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额649.22亿元，所有者权益合计254.56亿元（含少数股东权益0.95亿元）；2018年，公司实现营业收入10.73亿元，利润总额-1.44亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额658.96亿元，所有者权益合计254.08亿元（含少数股东权益0.94亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入1.68亿元，利润总额-0.69亿元。

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2019年6月底，联合资信所评公司存续债券余额合计27.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司已按期支付债券利息。“16沈阳地铁

MTN001”和“17沈阳地铁MTN001”募集资金均用于地铁9号线、10号线及配套项目建设；“18沈阳地铁MTN001”募集资金中6亿元用于补充营运资金，4亿元用于地铁4号线、9号线、10号线及配套建设。截至2019年3月底，公司存续债券募集资金已按照约定用途使用完毕，4号线、9号线以及10号线建设进度见“七、经营分析”部分。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 沈阳地铁 MTN001	2.00	2.00	2016/09/07	5
17 沈阳地铁 MTN001	15.00	15.00	2017/12/21	5+5
18 沈阳地铁 MTN001	10.00	10.00	2018/05/31	5+5
合计	27.00	27.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

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，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。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，具有良好的社会效益。同时，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。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018年中国城镇常住人口8.31亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。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。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，截至2018年底，中国内地累计有35个城市建成投运城市轨道交通线路，共计185条线路，运营线路总长度达5761.4公

里，共有7种制式同时在运营。其中，地铁4354.3公里，占比75.6%；轻轨255.4公里，占比4.4%；单轨98.5公里，占比1.7%；市域快轨656.5公里，占比11.4%；现代有轨电车328.7公里，占比5.7%；磁浮交通57.9公里，占比1.0%；APM10.2公里，占比0.2%。

图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程

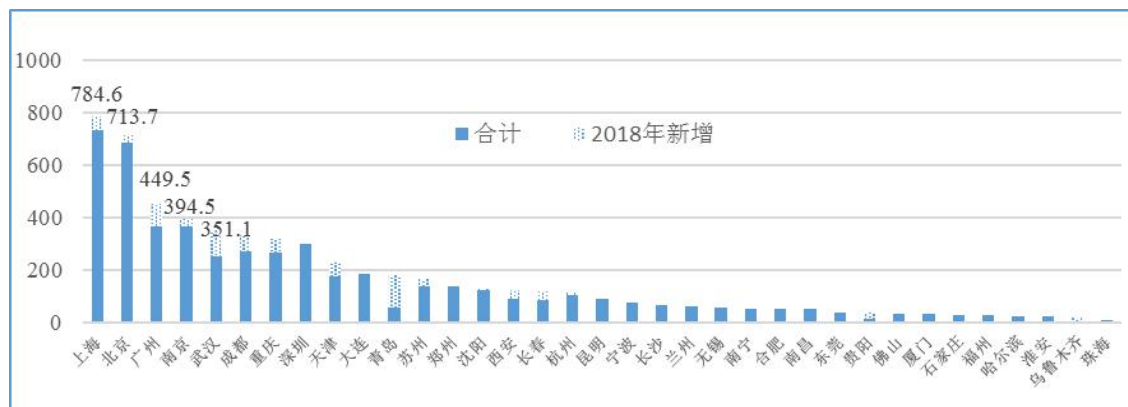


资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为2143.4公里，年均新增线路长度为714.5公里。2018年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐1个运营城市，全国新增运营线路长度

728.7公里、新增运营线路20条。2018年全年累计完成客运量210.7亿人次，同比增长14%。截至2018年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位分别为上海（784.6公里）、北京（713.7公里）、广州（449.5公里）、南京（394.5公里）和武汉（351.1公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3

市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建

设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，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。

（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、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，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，未来轨道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：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设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，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也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，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一由政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，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，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

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，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，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，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

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 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇统筹筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运

营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

(5) 行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发〔2003〕81号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49号）	发改委	2015.01
5	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知（国发〔2015〕51号）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506号）	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016年本）的通知》（国发〔2016〕72号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189号）	发改委	2017.01
11	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（发改基础〔2017〕74号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

(5) 行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在国内外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、

上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

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。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建 3500 公里左右，相当于前 50 年的总和，2020 年底全国城市轨道交通运营线路预计 7000 公里左右，2025 年底将超过 1 万公里，2030 年底可能接近 1.5 万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次 0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲

目投资。

2. 区域经济环境

跟踪期内，沈阳市经济呈现出稳中有进、企稳向好，为公司发展提供了良好的外部环境。

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。

根据《2018年沈阳市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年，沈阳市地区生产总值(GDP)6292.4亿元，按可比价计算，比上年增长5.4%。其中，第一产业增加值260.1亿元，增长3.2%；第二产业增加值2376.6亿元，增长5.7%；第三产业增加值3655.7亿元，增长5.4%。第一产业增加值占GDP的比重为4.1%，第二产业增加值比重为37.8%，第三产业增加值比重为58.1%。按常住人口计算，人均GDP为75766元，比上年增长5.3%。全年规模以上工业增加值比上年增长7.6%。全年固定资产投资比上年增长15.3%；全年房地产开发投资996.7亿元，比上年增长22.4%，其中住宅投资775.1亿元，增长24.9%。2018年，沈阳市城镇居民人均可支配收入44054元，比上年增长6.5%；人均消费支出32235元，增长7.6%。2018年底，沈阳市常住人口831.6万人，比上年底增长0.3%；户籍人口746万人，增长1.2%。

2019年一季度，沈阳市地区生产总值1324.1亿元，同比增长5.4%。其中第一产业增加值34.4亿元，同比增长0.5%；第二产业增加值458.5亿元，同比增长5.5%；第三产业增加值831.1亿元，同比增长5.6%。固定资产投资同比增长6.7%。其中，工业固定资产投资同比增长7.4%；房地产开发投资同比增长29.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为8.65亿元，沈阳市国资委持股88.73%，国开发展基金有限公司持股11.27%。沈阳市国

资委为公司实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，沈阳市一般公共预算收入较快增长，财政自给能力一般，债务负担重。针对地铁、公租房项目建设，沈阳市政府持续给予公司较大力度的资金支持。

根据《2018年沈阳市预算执行情况与2018年沈阳市预算草案》，2018年沈阳市一般公共预算收入720.6亿元，较上年增长10%，其中税收收入578.1亿元，较上年增长7.9%；一般公共预算支出964.9亿元，较上年增长12.9%。沈阳市财政自给率74.68%。当期，沈阳获上级财政各项补助收入367.9亿元。2018年，沈阳市政府性基金收入408.8亿元，较上年增长92.6%。其中，土地出让收入378.2亿元，增长98.7%。截至2018年底，沈阳市地方政府债务余额1685.4亿元。其中一般债务余额921.6亿元，专项债务余额763.8亿元。总体看，跟踪期内，沈阳市一般公共预算收入较快增长，但财政自给能力一般，债务负担重。

跟踪期内，针对地铁、公租房项目建设，沈阳市政府持续给予公司较大力度的资金支持。

(1) 地铁专项资金支持

沈阳市政府于2017年7月正式下发了《市政府关于做好城市轨道交通项目建设专项资金管理工作的通知》（沈政发〔2017〕39号）。根据该通知，沈阳市政府为保证地铁项目建设及偿债资金需求，确保项目建设顺利推进，决定通过统筹全市部分经营性用地出让收入和部分基础设施配套费收入等方式设立地铁建设发展专项资金，专项用于地铁项目建设资本金、贷款的还本付息及其他建设支出。2018年，公司收到财政拨付的地铁建设资金13.18亿元。

(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。2018年，公

司收到地方政府债券资金59.06亿元，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。2018年，公司收到财政拨付的公共租赁住房专项资金1.06亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码为G1021010300748770P），截至2019年7月1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。

截至2019年7月7日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高管人员、管理制度等方面均无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务结构变动较小，仍以地铁运营和钢材销售收入为主，收入总额有所增长。受主业公益性及各项成本费用持续上涨影响，公司亏损扩大。

跟踪期内，公司业务结构变动较小，营业收入仍主要来自地铁运营和钢材销售。2018年，公司实现营业收入10.73亿元，较上年增长6.91%；综合毛利率下降至-10.57%，主要系地铁运营毛利率下降。从具体业务板块看，公司地铁运营收入较上年有所增长，但毛利率大幅下降，主要原因有两个方面：一是2017年公司将部分地铁运营成本计入到了物业管理成本中；2018年公司地铁线路维护成本大幅增加。

按同口径计算, 2018 年地铁运营毛利率实际下降 16.01 个百分点。公司钢材销售收入变动较小, 毛利率略有下降。公司场地租赁收入变动较小, 毛利率略有上升。公司广告业务收入大幅增长, 主要系当期签约外包合同金额较多; 广告业务毛利率为负值, 主要系公司将部分地

铁线路及机器设备折旧费列入广告成本所致。公司其他业务收入仍主要来自设备租赁、公租房物业管理费等。

2019 年一季度, 公司各板块业务收入合计 1.68 亿元, 同比下降 8.25%, 综合毛利率 -24.78%。

表 3 公司各业务板块收入、占比和毛利率情况 (单位: 万元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 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
地铁运营	51363.58	51.20	-2.23	53012.26	49.42	-31.16	10879.60	64.76	-30.90
钢材销售	27278.88	27.19	3.14	27459.3	25.60	2.81	3568.21	21.24	2.69
场地租赁	6778.00	6.76	73.66	6849.16	6.39	75.65	381.63	2.27	-0.16
广告业务	6213.76	6.19	-96.43	9268.40	8.64	-31.63	452.10	2.69	100.00
物业管理	1254.94	1.25	-506.76	1824.14	1.70	-2.62	60.47	0.36	-3686.68
餐饮服务	516.20	0.51	73.24	352.06	0.33	57.97	2.88	0.02	-420.04
其他	6922.57	6.90	48.11	8496.47	7.92	24.96	1454.22	8.66	61.38
合计	100327.94	100.00	-3.92	107261.79	100.00	-10.57	16799.11	100.00	-24.78

资料来源: 公司提供

2. 业务经营分析

(1) 地铁建设与运营

① 地铁运营

跟踪期内, 公司地铁运营稳定, 年度客运量增加, 同时地铁运营维护费用也较快增长。未来随着地铁票价调整以及运营里程增加, 公

司地铁运营效益或将有所改善。

跟踪期内, 公司地铁 2 号线北延线开通试运营。截至 2019 年 3 月底, 公司运营线路包括地铁 1 号线、地铁 2 号线以及地铁 2 号线北延线, 累计已投资 229.75 亿元, 到位资本金 107.31 亿元, 开通长度 59.40 公里。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司运营地铁线路情况 (单位: 亿元、公里、座)

项目名称	总投资 (概算)	已投资	已到位资本金	开通长度	起终点	车站数	开通时间
地铁 1 号线	117.66	108.02	54.01	27.14	黎明广场站—十三号街站	22	2010.09.27
地铁 2 号线	94.99	91.48	45.74	21.86	三台子站—全运路站	19	2011.12.30
地铁 2 号线北延线	53.00	30.25	7.56	10.40	三台子站—蒲田路站	8	2018.04.08
合计	265.65	229.75	107.31	59.40	-	41	-

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 公司地铁运营稳定, 年度客运量及客运收入有所增长。2018 年, 公司地铁年度客运量为 31602.96 万人次、运营里程 4442.78 万公里; 网络正点率 99.95%, 运行图兑现率 99.99%, 保持在较高水平。2018 年, 公司实现客运收入 5.06 亿元, 较上年增长 2.85%。2019

年 1~3 月, 公司地铁客运量 7374.47 万人次, 实现客运收入 1.10 亿元。

表 5 2017~2018 年以及 2019 年一季度公司地铁运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
年度客运量 (万人次)	30644.72	31602.96	7374.47

日均客运量 (万人次)	83.95	86.58	81.94
客车开行列次	244762	258449	62305
日均客车开行列次	671	708	692
运营里程 (万车公里)	3938.82	4442.78	1095.48
客运收入 (亿元)	4.92	5.06	1.10
平均票价 (元)	1.61	1.60	1.54
网络正点率	99.95	99.95	99.97
运行图兑现率	99.99	99.99	100.00

注:表3中地铁运营收入含公益人群乘车补贴与该表客运收入存在差异

资料来源:公司提供

目前沈阳地铁运营线路路网效应尚不显著,单位运营成本较高且增长较快。跟踪期内,公司地铁运营成本仍主要由人员费用、电费、物业管理费和地铁维护费构成,2018年上述费用分别占总运营成本的49.81%、10.51%、10.67%和16.62%。跟踪期内,公司各项费用持续增长,其中2018年地铁线路维护费1.25亿元,较上年增长56.08%。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、场地租赁收入等予以弥补,目前沈阳市政府仍只给予公益人群乘车补贴。

表6 公司地铁运营成本构成 (单位:万元)

项目	2017年	2018年	2019年 1-3月
人员费用	32490.25	37430.84	7319.81
电费	7804.27	7895.11	2286.26
物业管理费	7390.30	8017.58	1950.11
地铁线路维护费	8000.42	12487.09	2667.53
其中:1号线维护费	4867.83	5527.80	619.15
2号线维护费	3132.59	6959.29	2048.37
其他费用项目	8236.14	9320.53	2316.95
合计	63921.38	75151.15	16540.66

注:该表统计的是地铁运营总成本与表3中地铁运营成本有出入
资料来源:公司提供

跟踪期内,沈阳地铁票价作出调整,由区间计价调整为里程计价。根据《关于调整沈阳地铁票制票价的通知》(沈发改发〔2019〕53号),目前沈阳地铁票价起步价为2元6公里,每增加1元,可继续乘坐4、4、7、7、10、10

公里。即:0~6(含,以下类同)公里,票价2元;6~10公里,票价3元;10~14公里,票价4元;14~21公里,票价5元;21~28公里,票价6元;28公里以上,每增加10公里,增加1元。线网实行最高票价7元封顶优惠。未来,随着地铁票价的调整以及地铁9号线、10号线开通运营,公司地铁运营效益或将有所改善。

② 地铁项目建设

跟踪期内,公司在建地铁项目有序推进,未来拟建地铁项目投资规模大,公司面临较大的资本支出压力。

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。

截至2019年3月底,公司在建地铁项目主要为地铁9号、10号线和4号线,总投资677.60亿元,已完成投资209.03亿元,2019年计划投资38.37亿元。地铁项目建设进度方面,地铁9号线土建工程已完成21座车站,26个区间主体结构施工、附属结构施工、出入口罩棚和地面铺装完成,预计2019年5月建成通车;地铁10号线车站区间土建工程(丁香公园-张沙布段)累计完成21站21区间、59个出入口、49个风道,正线轨道工程施工完成,预计2020年5月建成通车;地铁4号线16个土建标段已经进场施工,11座车站完成主体结构施工,3座车站完成主体围护结构施工,1座暗挖车站完成竖井施工,1个盾构区间完成施工,2个暗挖区间完成竖井施工。另外,公司市府广场、沈阳南站以及桃仙机场三个地铁配套工程目前已经完工,处于竣工决算中。

公司拟建项目主要为地铁2号线南延线和地铁3号线,预计总投资367亿元,目前2号线南延线、3号线设计等前期工作正在推进,2号线南延线可研报告通过专家评审。公司在建及拟建地铁项目投资规模大,未来面临较大的

资本支出压力。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况 (单位: 公里、个、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 2019 年 3 月底实际已完成	预计开通时间
地铁 9 号线	2013~2018	29.00	23.00	189.50	30.00	97.10	2019.05
地铁 10 号线	2013~2019	48.50	36.00	297.10	30.00	90.63	2020.05
地铁 4 号线	2015-2020	34.13	23.00	191.00	40.00	21.30	--
小计	--	111.63	82.00	677.60	--	209.03	--
市府广场地铁配套工程	2010~2013	--	--	9.25	20.00	6.41	--
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	2.02	--
合计	--	--	--	697.96	--	221.87	--

资料来源: 公司提供

(2) 钢材销售

跟踪期内, 公司钢材销售模式、主要销售渠道等未发生变化, 钢材销售毛利率略下降。

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, 价格以钢铁网网价为基础加。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。2018 年, 公司钢材销售收入 2.75 亿元, 较上年略有增加, 毛利率由上年 3.14% 降至 2.81%。

表 8 钢材销售分品种销售情况

(单位: 吨、元/吨)

产品名称	2017 年		2018 年	
	数量	均价	数量	均价
三级螺纹 12	2905	4025	4817	4245
三级螺纹 14	6468	3959	4904	4236
三级螺纹 16	3748	3872	5064	4078
三级螺纹 18	3630	3831	4550	4054
三级螺纹 20	9540	3785	10340	4062
三级螺纹 22	10182	3782	9834	4063

三级螺纹 25	23096	3798	17486	4080
三级螺纹 28	11057	3916	10267	4223
三级螺纹 32	3092	3918	4752	4207
高线 6.5	697	3914	371	4146
高线 8	1874	3854	1358	4152
高线 10	5578	3781	4406	4128

资料来源: 公司提供

(3) 广告业务、场地租赁及物业管理

跟踪期内, 受签约外包合同金额增加, 公司广告业务收入增加; 场地租赁及物业管理业务经营稳定。

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。公司广告业务运营模式分为外包、自营两种, 车站、列车车贴、自动售货机和自动售纸机等广告采用外包模式, 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。票卡、出入口导向、列车到站广播、视讯以及展台广告采用自营模式, 自营收费标准由公司自行制定。

2018 年, 公司广告业务收入 9268.40 万元, 增长 49.16%, 主要系当期签约外包合同金额较多。截至 2019 年 3 月底, 公司主要签约客户包括: 沈阳地铁报业传媒股份有限公司, 签约金额 1.01 亿元, 签约期限 2016 年 6 月 12 日至 2021 年 4 月 12 日; 成都智元汇文化传媒股份有限公

司，签约金额 0.41 亿元，签约期限 2016 年 8 月 31 日至 2025 年 10 月 31 日。

公司场地租赁业务收入主要来自沈阳国际展览中心，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。该展览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。沈阳国际展览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。

公司物业管理服务分为对内和对外，对内主要是针对集团内部各所属公司的物业服务，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；对外主要针对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。公司物业管理以服务集团内部为主，毛利率为负值。

（4）公租房项目建设

跟踪期内，公租房项目建设资金仍主要来自财政，且大部分项目已建设完成。

公司子公司沈阳地铁房地产开发有限公司受沈阳市政府委托建设公租房，项目资金由沈阳市政府全额拨付。会计核算方面，公司将公租房项目建设投入资金计入“存货”科目，待工程建成后转为“固定资产”，将沈阳市政府拨付的公租房建设资金计入“资本公积”。沈阳市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，也不形成收入。截至 2019 年 3 月底，公司累计收到公共租赁住房专项资金 45.51 亿元（资本公积中反映），其中 2018 年收到公共租赁住房专项资金 1.06 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建公租房项目主要包括丽水三期、克俭小区、丁香湾、惠生新城等，计划总投资 47.44 亿元，累计已完成投资 38.00 亿元。从实际工程建设进度看，公租房项目大部分已建设完成。

表9 截至2019年3月底公司在建公租房项目情况 （单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划投资额	已完成投资	目前工程进度
丽水三期	6.92	3.24	2.69	所有主体结构施工、室内外装修施工、园区道路施工、给排水管网施工全部完成；园区绿化、电力配套、弱电施工、消防施工、燃气管网施工基本完成。正在进行电力接线、水表安装、燃气验收以及消防、室内装修零星收尾工作。
克俭小区	9.25	7.91	7.49	约 200 户已出租入住，其余 600 多户正在进行装修改造过程中
丁香湾	11.23	0.59	--	已完成装修、家具等招标，尚未开始装修改造。
丽水一期	2.91	11.3	10.02	建设完成，工程结算过程中
丽水二期	3.44	1.6	0.88	建设完成，工程结算过程中
凤凰新城	5.10	6.73	5.23	建设完成，工程结算过程中
惠生新城	25.13	10.97	7.7	建设完成，工程结算过程中
惠民新城	11.55	5.1	3.99	建设完成，工程结算过程中
合计	75.53	47.44	38.00	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来一年，公司计划重点做好工程建设、运营管理、多种经营和企业管理四个方面的工作。工程建设方面，公司要求确保地铁 9 号线、10 号线试运营，4 号线土建施工形象进度完成 40%，全力推进 2 号线南延线、3 号线一期工程

开工建设。运营管理方面，公司要求落实网络化运营各项管理制度，提升客运组织、安全监控、应急响应、服务管理水平；及时做好车辆架大修、轨道维修等工作，提升设备设施维修保障能力。多种经营方面，公司要求加快推进城建天和项目，启动滂江街、北大营街上盖物

业综合开发，完成塔湾街一体化项目招拍挂；推进兴华街、市府广场地下商业项目合作运营，力争完成九、十号线车站广告招商。

八、财务分析

公司提供了 2018 年度合并财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）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 2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2018 年公司注销了沈阳地铁乒乓球俱乐部有限公司，原孙公司沈阳城建天和置业有限公司调整为一级子公司。2019 年一季度合并范围无变化。公司注销子公司资产、收入规模小，公司合并口径财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，随地铁项目建设推进，公司资产总额较快增长，固定资产、在建工程占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

随着地铁项目建设不断推进，公司资产总额持续增长。截至 2018 年底，公司资产总额 649.22 亿元，较上年底增长 15.19%，主要系其他应收款、存货和在建工程增加。公司资产仍以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 184.62 亿元，较上年底增长 7.94%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金 39.66 亿元，其中因银行冻结而受限的资金 490.63 万元。公司预付款项 7.64 亿元，较上年底下降 44.69%，主要系预付工程款减少所致。公司其他应收款 64.11 亿元，较上年底增长 26.71%，主要系往来款增加。公司存货 62.28 亿元，较上年底增长 34.65%，主要为公租房开发成本。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53.46	9.49	39.66	6.11	36.47	5.53
预付款项	13.82	2.45	7.64	1.18	7.21	1.09
其他应收款	50.60	8.98	64.11	9.88	66.88	10.15
存货	46.25	8.21	62.28	9.59	63.28	9.60
流动资产	171.04	30.35	184.62	28.44	184.97	28.07
固定资产	207.82	36.87	207.78	32.00	207.71	31.52
在建工程	180.20	31.97	244.37	37.64	253.81	38.52
非流动资产	392.56	69.65	464.60	71.56	473.98	71.93
资产总额	563.60	100.00	649.22	100.00	658.96	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年一季度报表

表 11 2018 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
沈阳市财政局利息补贴	244548.64	38.14	1 年以内； 2-3 年
沈阳地铁巴士有限公司	43708.68	6.82	1 年以内； 2-3 年
沈阳市城建房地产开发集团有限公司	10000.00	1.56	3 年以上
沈阳城市通有限公司	4342.00	0.68	1 年以内

沈阳蒲河新城会计核算中心	277.20	0.04	1 年以内
合计	302876.52	47.24	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 464.60 亿元，较上年底增长 18.35%，主要系长期股权投资、投资性房地产及在建工程增加所致。公司长期股权投资 7.33 亿元，较上年底增加 4.63 亿元，主要因当期新增对沈阳融瑞置业

有限公司的投资。公司新增投资性房地产 3.33 亿元，主要为公租房配套的商业房产。公司固定资产 207.78 亿元，较上年底变动较小，固定资产主要为一号线、二号线和二号线北延线。公司在建工程 244.37 亿元，较上年底增长 35.61%，主要系地铁项目建设投入增加。

2019 年 3 月底，公司资产总额 658.96 亿元，较 2018 年底增长 1.50%，主要系在建工程增加。较 2018 年底，公司货币资金减少 3.19 亿元，其他应收款增加 2.77 亿元，在建工程增加 9.44 亿元，其他科目变动较小。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月底，公司 9 号线一期、10 号线以及 4 号线一期工程项目票款收费权及其项下全部权益和收益已被质

押。部分地铁线路运营系统（账目价值 66.00 亿元）用于租赁借款。

2. 资本结构

跟踪期内，随项目建设专项资金的注入，公司所有者权益有所增长；公司债务规模快速增长，长期债务占比高，整体债务负担较重。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 254.56 亿元，较上年底增长 4.87%，主要系资本公积增加。公司所有者权益主要由资本公积构成，2018 年底，公司资本公积 249.63 亿元，较上年底增长 6.16%，主要系公司收到沈阳市财政局拨付的地铁建设资金和公租房建设资金。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 254.08 亿元，较 2018 年底变动很小。

表 12 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.00	3.12	20.00	5.07	19.40	4.79
其他应付款	32.14	10.02	43.55	11.04	44.80	11.07
流动负债	48.47	15.10	67.16	17.02	66.51	16.43
长期借款	123.59	38.52	125.54	31.81	133.56	32.99
应付债券	114.44	35.67	172.91	43.81	173.50	42.85
长期应付款	34.24	10.67	28.90	7.32	31.19	7.70
非流动负债	272.40	84.90	327.50	82.98	338.37	83.57
负债合计	320.86	100.00	394.66	100.00	404.87	100.00
实收资本	8.65	3.56	8.65	3.40	8.65	3.40
资本公积	235.15	96.87	249.63	98.06	250.11	98.44
少数股东权益	0.95	0.39	0.95	0.37	0.94	0.37
所有者权益	242.74	100.00	254.56	100.00	254.08	100.00

注：长期应付款中不含专项应付款

资料来源：公司审计报告及 2019 年一季度报表

截至 2018 年底，公司负债合计 394.66 亿元，较上年底增长 23.00%，主要系短期借款、其他应付款和应付债券增加所致。公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 67.16 亿元，较上年底增长 38.57%，主要系短期借款和其他应付款增长。公司短期借款 20.00 亿元，较上年底增加 10.00 亿元，全部为信用借款。公司其他应付款 43.55 亿元，较上年底增长 35.49%，

主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要由往来款（占 39.86%）、押金及保证金（占 58.89%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债 327.50 亿元，较上年底增长 20.23%，主要系应付债券增加。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款 125.54 亿元，较上年底增长 1.58%，其中质押借款占 60.24%、信用借款占 39.76%。公司应付债券

172.91 亿元，较上年底增长 51.09%，主要系应付地方政府债券资金增加所致。公司应付债券中地方政府债券资金占 84.38%，中期票据占 15.23%。公司长期应付款 28.90 亿元，较上年底下降 15.58%，主要为应付融资租赁款项，系有息债务。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 404.87 亿元，较 2018 年底增长 2.59%，主要系长期借款增长所致。较 2018 年底，公司其他应付款增加 1.25 亿元、长期借款增加 8.02 亿元，应付债券增加 0.59 亿元，长期应付款增加 2.29 亿元，其他科目变动较小。

从有息债务来看，若将公司长期应付款中有息债务计入全部债务核算后，截至 2018 年底，公司调整后全部债务合计 347.95 亿元，较上年底增长 21.10%。其中调整后长期债务 327.36 亿元，较上年底增长 19.11%，占比 94.08%。2019 年、2020 年和 2021 年，公司到期债务（含分期支付的融资租赁款和存续债务利息）分别为 27.00 亿元、19.00 亿元和 16.00 亿元。截至 2018 年底，公司调整后全部债务资本化比率由上年 54.20% 增至 57.75%；调整后长期债务资本化比率由上年 53.10% 增至 56.25%；资产负债率由上年 56.93% 增至 60.79%。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务合计 351.73 亿元，调整后全部债务资本化比率、资产负债率分别为 58.06%、61.44%。总体看，公司债务规模快速增长，债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但由于各项成本费用持续上涨以及受限于地铁运营公益性特点，公司持续亏损，整体盈利能力弱。

2018 年，公司实现营业收入 10.73 亿元，同比增长 6.91%；营业成本 11.86 亿元，同比增长 13.75%；当期公司营业利润-2.14 亿元，亏损规模进一步扩大。公司营业利润率由上年 -5.87% 下降至 -12.58%，主要系地铁运营、维护成本增加所致。

从期间费用看，2018 年公司期间费用合计 0.75 亿元，主要为管理费用；期间费用率 7.00% 较 2017 年略有下降。公司期间费用控制能力尚可。

2018 年，公司获营业外收入 0.71 亿元，主要为地铁 1 号线拆迁补贴。公司利润总额-1.44 亿元，各项盈利指标均为负值，公司盈利能力弱。

2019 年一季度，公司实现营业收入 1.68 亿元，同比下降 8.25%，除地铁运营外，其他业务板块收入较少，当期利润总额-0.69 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流仍无法满足地铁建设资金需求，公司对外部融资仍具有很强的依赖性。

经营活动现金流方面，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 11.80 亿元，同比增长 4.94%，主要为票款及钢材销售收入。公司现金收入比 110.04%，收现质量保持较好。收到其他与经营活动有关的现金 5.95 亿元，同比下降 13.94%，主要为往来单位借款。公司购买商品、接受劳务支付的现金 7.40 亿元，同比增长 1.58%，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 7.01 亿元，同比增长 8.74%，主要为往来单位还款。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额由上年的 0.37 亿元转为 -0.71 亿元。

投资活动现金流方面，2018 年，公司收到其他与投资活动有关的现金 11.32 亿元，较上年同期增加 8.39 亿元，主要是收到的公租房建设资金和同地铁建设单位往来款。购建固定资产、无形资产等支付的现金 66.48 亿元，同比增长 71.54%；支付其他与投资活动有关的现金 18.64 亿元，较上年同期增加 14.72 亿元，主要是同地铁建设单位往来款。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-78.47 亿元，净流出规模较上年大幅增加。

筹资活动现金流方面，2018年，公司吸收投资收到现金13.43亿元，主要为财政拨款的地铁项目资本金；公司取得借款收到的现金54.50亿元，主要为银行借款取得现金；公司获得地方政府债券资金59.06亿元。2018年，公司偿还债务（贷款及融资租赁款）支付现金42.55亿元，较上年大幅下降46.68%，主要系地方政府债券资金置换部分银行借款；分配股利、利润或偿付利息支付的现金12.00亿元，同比增长49.92%。2018年，公司筹资活动产生现金流量净额65.35亿元，较上年增长20.74%。

2019年一季度，公司经营活动现金流入5.05亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金2.49亿元；经营活动现金流出6.39亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金2.16亿元；经营活动现金流量金额-1.34亿元。公司投资活动现金流入4.27亿元，主要是同沈阳地铁建设指挥部往来款；投资活动现金流出9.47亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金9.20亿元；投资活动现金流量净额-5.20亿元。公司筹资活动现金流入9.50亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出6.15亿元，主要为偿付债务和利息支付的现金；筹资活动现金净流入3.35亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产充足，短期偿债能力强。考虑到公司所属行业性质以及沈阳市政府对地铁项目建设支持明确，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，公司流动比率和速动比率持续下降，但仍处于较高水平，2018年底分别为274.91%和182.18%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率略有上升，分别为278.12%和182.98%。2018年，公司经营现金流流动负债比为-1.06%，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。截至2019年3月底，公司短期债务19.40亿元，现金类资产36.47亿元。公司现金类资产充足，短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2018年，公司全部债务/EBITDA为888.26倍，调整后全部债务/EBITDA为968.73倍。公司EBITDA对全部债务的保障能力很弱。考虑到公司所属行业性质以及沈阳市政府对地铁项目建设支持明确，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，上述指标未能充分体现公司长期偿债能力，公司实际偿债能力极强。

截至2019年3月底，公司共取得金融机构授信额度842.46亿元，其中已使用授信额度171.74亿元，未使用授信额度670.72亿元。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项。

6. 母公司财务概况

公司资产、负债集中在母公司；母公司债务负担较重，盈利能力弱。

截至2018年底，母公司资产总额592.76亿元，占合并报表资产总额的91.30%，母公司资产构成同合并口径，主要由货币资金、其他应收款、固定资产和在建工程构成。

截至2018年底，母公司所有者权益合计200.64亿元，母公司所有者权益主要由资本公积构成。

截至2018年底，母公司负债合计392.11亿元，占合并报表负债总额的99.35%。母公司负债构成同合并口径，主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为66.15%、63.23%，债务负担较重。

2018年，母公司实现营业收入6.43亿元，占合并报表营业收入的60%；利润总额为-1.11亿元，母公司盈利能力弱。

2018年，母公司经营活动产生的现金流量净额为-0.34亿元；投资活动产生的现金流量净额为-79.34亿元；筹资活动产生的现金流量净额为65.34亿元。

九、存续债券偿还能力分析

截至2019年6月底，公司存续债券余额27.00亿元（不含地方政府债券资金），无一年内到期兑付债券。公司将于2022年达到待偿债券本金峰值15.00²亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额以及EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖倍数低。考虑到公司保持着充裕的现金类资产以及沈阳市政府对地铁项目建设的支持，公司对存续期债券保障能力极强。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.18
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.02

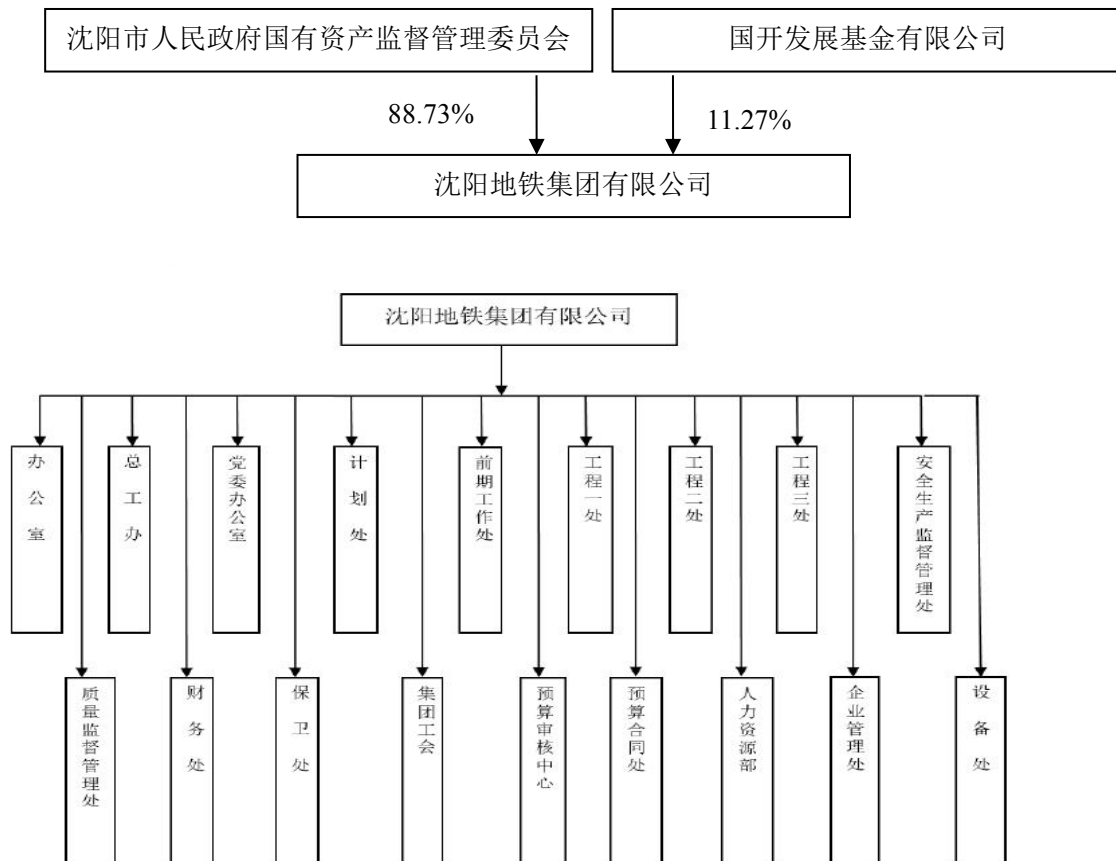
资料来源：根据审计报告整理。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“16沈阳地铁MTN001”“17沈阳地铁MTN001”“18沈阳地铁MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

²若存续期债券“17 沈阳地铁 MTN001”的投资者在 2022 年行使回售选择权。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 截至 2018 年底公司主要子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司名称	经营范围	注册资本	实际投资金额	持股比例
1	沈阳地铁物业管理有限公司	物业管理服务, 房地产经纪与代理, 绿化工程设计、施工及花木租售, 搬家服务, 装饰装修, 停车场服务, 日用百货, 建筑材料, 五金交电, 蔬菜水果销售, 家政服务, 场地租赁, 设计、制作、代理、发部国内处各类广告等。	1000	1000	100.00
2	沈阳国际展览中心管理有限公司	餐饮服务, 展览展示服务; 会议服务; 房屋租赁; 商业展具租赁; 设计、制作、发布、代理广告业务、仓储服务。	100	100	100.00
3	沈阳地铁保安服务有限公司	许可经营项目: 门卫巡逻、守护、随身护卫、安全检查、安全技术防范。一般经营项目: 无。	120	120	100.00
4	沈阳地铁房地产开发有限公司	房地产开发, 商品房销售, 自有房屋租赁	4000	4000	100.00
5	沈阳盛京通有限责任公司	许可经营项目: 代理意外伤害保险(航空意外险除外)业务; 一般经营项目: 城市一卡通智能卡的发行、充值、清算、销售及代售, 城市一卡通智能卡集成系统及其设备的投资建设与运行管理, 电子产品销售、现场维修, 设计、发布、代理国内外各类广告。	5000	5000	100.00
6	沈阳城建天和置业有限公司	许可经营项目: 无; 一般经营项目: 房地产开发、商品房销售、自有产权房屋租赁; 工程项目管理; 建筑材料销售。	3000	106441	100.00
7	沈阳地铁经营有限公司	投资、建设、运营地铁项目运用地铁设施场所经营非运营项目及地铁沿线、站点周边房地产开发, 设计、制作、发布代理国内外各类广告, 展览、展示服务, 建筑材料销售、房屋租赁、停车场服务、物业服务广告销售等。	20000	20000	100.00
8	沈阳盾构设备工程有限公司	盾构设备(含配套设备)租赁、销售及备品配件销售; 盾构设备技术服务、现场保养维护; 盾构法隧道施工、技术服务及咨询等。	20000	5735.40	40.00
9	沈阳市综合管廊建设管理有限公司	综合管廊的建设、运营管理、租赁及设施维护、实业投资、设计、制作、发布、代理国内外各类广告等。	5000	2000	100.00

资料来源: 公司 2018 年审计报告

附件 3 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.85	53.46	39.66	36.47
资产总额(亿元)	496.03	563.60	649.22	658.96
所有者权益(亿元)	233.72	242.74	254.56	254.08
短期债务(亿元)	2.59	12.47	20.59	19.40
长期债务(亿元)	187.39	238.04	298.46	307.06
调整后长期债务(亿元)	233.64	274.85	327.36	332.33
全部债务(亿元)	189.98	250.51	319.04	326.46
调整后全部债务(亿元)	236.23	287.32	347.95	351.73
营业收入(亿元)	10.24	10.03	10.73	1.68
利润总额(亿元)	-0.77	-1.34	-1.44	-0.69
EBITDA(亿元)	0.96	0.40	0.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.38	0.37	-0.71	-1.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.57	5.43	5.93	--
存货周转次数(次)	0.23	0.23	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	99.95	112.11	110.04	148.10
营业利润率(%)	-0.24	-5.87	-12.58	-25.44
总资本收益率(%)	-0.20	-0.29	-0.24	--
净资产收益率(%)	-0.36	-0.59	-0.58	--
长期债务资本化比率(%)	44.50	49.51	53.97	54.72
调整后长期债务资本化比率(%)	49.99	53.10	56.25	56.67
全部债务资本化比率(%)	44.84	50.79	55.62	56.23
调整后全部债务资本化比率(%)	50.27	54.20	57.75	58.06
资产负债率(%)	52.88	56.93	60.79	61.44
流动比率(%)	428.94	352.90	274.91	278.12
速动比率(%)	294.86	257.47	182.18	182.98
经营现金流动负债比(%)	-1.16	0.77	-1.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	196.93	628.38	888.26	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	244.88	720.72	968.73	--

注：2019 年一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 4 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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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