

上海申通地铁股份有限公司

2018 年度第一期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)101001】

评级对象: 上海申通地铁股份有限公司 2018 年度第一期中期票据

18 申通 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 25 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2018 年 8 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.10	0.03	0.21	2.92
刚性债务	4.08	5.02	7.03	7.93
所有者权益	13.55	13.74	14.11	14.14
经营性现金净流入量	-0.42	-0.04	-2.27	1.90
合并口径数据及指标:				
总资产	23.42	25.77	27.33	29.96
总负债	9.09	11.12	12.56	14.79
刚性债务	7.44	10.29	10.77	10.82
所有者权益	14.33	14.65	14.77	15.17
营业收入	7.56	7.52	7.52	1.93
净利润	0.52	0.52	0.31	0.39
经营性现金净流入量	1.90	-0.33	1.13	1.32
EBITDA	1.75	1.79	1.49	—
资产负债率[%]	38.81	43.14	45.94	49.36
权益资本与刚性债务 比率[%]	192.78	142.37	137.11	140.17
流动比率[%]	16.42	51.80	65.85	78.70
现金比率[%]	13.17	3.47	32.46	34.82
利息保障倍数[倍]	3.26	2.96	2.03	—
净资产收益率[%]	3.66	3.57	2.08	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	32.94	-5.38	15.65	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	21.86	-14.21	11.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.53	4.86	3.76	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.14	—

注: 根据申通地铁经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

韩浩 hh@shxsj.com

王云霄 wyx@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海申通地铁股份有限公司(简称申通地铁、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 申通 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来申通地铁在股东背景、政府支持及财务弹性等方面所保持的优势,同时也反映了公司在主业盈利能力、主业收费市场化程度低、金融业务及即期债务偿付等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **股东背景强。**申通地铁控股股东申通集团是上海市城市轨道交通网络建设的投资主体,整体实力强,能够在设备维修、资产使用等方面给予公司有力支持。
- **政府扶持。**申通地铁从事的业务属于公共交通业,能得到政府一定的扶持。
- **财务弹性较好。**申通地铁负债经营程度较低,且能获得股东及银行信贷持续支持,财务弹性较好。

主要风险:

- **信用质量高度依赖申通集团信用及政府财力支持。**申通地铁资产及经营规模有限,自身抗风险能力较弱。公司信用质量高度依存于申通集团整体信用质量及上海市财力对城市公共交通(含轨道交通)的支持。
- **主业盈利能力偏弱。**上海市地面交通条件的改善将分流部分客流,同时轨道交通网络化运营后换乘客流比例增大也对申通地铁平均票价产生一定负面影响,加之人工成本上升、逐年列车大修成本的投入导致公司主业营业成本承压,盈利水平总体偏弱。
- **收费机制市场化程度较低。**地铁线路运营属公用事业,具有一定的公益性,收费标准及价格

调整均由政府相关部门确定并经市民听证，收费机制市场化程度较低。轨道交通票价的调整将对公司的经营利润产生较大影响。

- 金融业务风险。申通地铁融资租赁及保理业务规模不断扩大，对公司的风险管理能力提出了更高的要求。
- 即期偿付压力。融资租赁业务及对外投资对申通地铁营运资金占用量较大，且公司资产流动性欠佳，即期偿债压力大。

评级关注

- 申通地铁拟置出一号线公司资产，置入申凯公司资产，置换完成后，公司主业由重资产的轨道交通经营业务变更为轻资产的轨道交通运营业务。截至 2019 年 7 月 2 日，公司一号线公司股权转让已完成工商登记，申凯公司股权置入尚存在不确定性，新世纪评级将持续关注上述资产置换事项对公司经营和信用状况可能产生的后续影响。

➤ 未来展望

通过对申通地铁及其发行的上述中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述中票还本付息安全性很高，并维持本期中期票据 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海申通地铁股份有限公司

2018 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海申通地铁股份有限公司 2018 年度第一期中期票据（简称 18 申通 MTN001）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据申通地铁提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对申通地铁的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司已发行了多期公司债、短期融资券和超短期融资债券（如图表 1 所示）。截至 2019 年 3 月末，公司尚在存续期内的债务融资工具仅有“18 申通 MTN001”，其他已发行债券已全部到期并正常还本付息。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末公司尚在存续期内的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
18 申通 MTN001	2.00	3	4.60	2018-09-21	付息正常

资料来源：申通地铁

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是

影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加块，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我

国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司主要从事上海地铁一号线的经营业务，并逐步涉足与公共交通相关的融资租赁业务。

A. 轨道交通业务

轨道交通虽然前期投入大，但具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等优点，受各级政府的推动获得快速发展，目前已成为大中型城市公共交通系统的重要组成部分。此外，轨道交通行业公益性强，受政府支持力度较大。

行业概况

轨道交通业属于公用事业，具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等特点。随着我国经济的快速发展和城市化进程的加快，在政府的大力推动下，城市轨道交通进入大发展时期。根据中国城市轨道交通协会提供的数据显示，截至2018年末，全国（不含港澳台地区）已有上海、北京、广州、天津等35个城市开通运营轨交线路，轨道交通运营里程达5,761.4公里，较上年末新增运营线路20条，新增运营线路长度728.7公里，新增地铁运营城市为乌鲁木齐。北京、上海、广州等大城市已建成较为完善的城市轨道交通网络，城市轨道交通已成为城市公共交通系统的重要组成部分。

由于城市轨道交通线路建设难度较大，造价较高，一般以政府出资成立项目公司的方式筹措建设资金，由政府给予相应的补贴用于债务的偿付、后期建设资金的补充和运营养护资金缺口的补偿。同时，城市轨道交通作为城市公共交通的重要组成部分，承担着一定的社会职能，体现出一定的公益性特征，其

票价不高，且收费标准一般需通过价格听证会并由物价部门核准。因此，城市轨道交通业务通过单纯运营收费方式实现收益并收回投资的难度很大，轨道交通运营企业一般都会得到当地政府一定的补贴。

政策环境

城市轨道交通可提高城市交通便利性，缓解中心城区人口密集、交通拥堵等问题，对改善城市布局结构、带动地铁沿线经济发展和实现城市发展战略具有重要意义。但轨道交通建设具有投资规模大、技术要求高、建设周期长等特点，大规模的轨道交通建设对地方政府的财务负担形成较大压力。

近年来，为防止地方政府在轨道交通建设上的过度投资，我国政府出台了多项指导政策。2018年3月，国家发改委发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设工作的意见》（以下简称“意见”），修订了原有城市轨道交通建设的基本条件。意见要求申报建设地铁的城市地方一般公共预算收入应在300亿元以上（2013年要求为100亿元），地区生产总值3000亿元以上（2013年为1000亿元），市区常住人口原则上在300万人以上，远期客运规模达到单向高峰3万人/小时以上。标准提高后，在已经批复建设轨道交通的43个城市里，完全符合新申报条件的城市仅剩29个。2018年7月，国务院办公厅发布《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）。52号文在国家发改委意见基础上，新增地方政府债务约束条件：严禁通过融资平台公司或以PPP等名义违规变相举债，列入政府债务风险的城市，暂缓审批新项目；对举债融资不符合法律法规或未落实偿债资金来源的城市轨道交通项目，发展改革部门不得审批（核准）；对列入地方政府债务风险预警范围的城市，应暂缓审批（核准）其新项目。总体看，地方政府建设轨道交通的门槛不断提高。

竞争格局/态势

与地面公交、出租等交通工具相比，轨道交通具有运量大、运行稳定、速度快、清洁环保、占用地面空间小等特点，在解决尾气排放和城市交通拥堵等方面具有重要意义。因此近年来，上海市提出了以大容量快速的轨道交通为骨干、地面公交为基础、出租汽车为补充，形成市郊区均衡发展、内外交通有机衔接的现代化一体化公共客运体系的发展目标。

轨道交通内部看，由于城市轨道交通具有地域化特征，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，同一城市轨道交通基本由同一家公司建设和运营，具有垄断特征，行业内部竞争较弱。

图表 2. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018年/末，亿元，%）

核心企业名称	经营指标			核心财务数据			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	总资产	资产负债率	流动比率	经营活动产生之现金流量净额
深圳市地铁集团有限公司	113.48	10.19	149.97	3,918.93	39.05	1.58	53.94
杭州市地铁集团有限公司	48.40	26.12	72.73	1,319.23	55.16	1.58	16.58

核心企业名称	经营指标			核心财务数据			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	总资产	资产负债率	流动比率	经营活动产生之现金流量净额
南京地铁集团有限公司	21.64	-79.38	120.42	1,771.97	63.65	1.70	2.29
西安市轨道交通集团有限公司	18.57	23.44	117.84	785.32	43.75	0.80	20.14
上海申通地铁股份有限公司	7.52	5.95	101.87	27.33	45.94	0.66	1.13
苏州市轨道交通集团有限公司	7.08	-157.11	113.03	902.89	63.64	1.01	14.52

资料来源：Wind

经过近几年的大规模发展，上海轨道交通线路已初步实现网络化，地铁线路的增加，加上各线路的多次增能，网络化效应使客流迅速攀升。2016-2018年，上海轨道交通客运量分别为 34.00 亿人次、35.34 亿人次和 37.10 亿人次。随着上海市轨道交通网络的逐步完善，近年新投入运营的轨交线路更多地分布于市区中、外围，一方面对各地铁线路之间形成一定分流效应，另一方面也吸引部分沿线居民由地面通勤改为地铁通勤。

截至 2018 年末，上海全网运营线路总长增至 705 公里（676 公里轨道交通+磁悬浮 29 公里），车站增至 415 座（413 座地铁车站+ 2 座磁悬浮车站），换乘车站 57 座；2018 年，上海地铁路网工作日平均客流 1,015 万人次，地铁出行客流占全市公共交通比例超 53%，上海已成为世界地铁路网规模最大的城市之一。根据《上海市城市快速轨道交通近期建设规划（2010-2020 年）》，至 2020 年上海市城市轨道交通运营总里程将达到 800 公里。

风险关注

票价水平较低带来的经营压力。城市轨道交通作为城市公共交通的重要组成部分，承担着一定的社会职能，体现出一定的公益性特征，其票价不高，且收费标准一般需通过价格听证会并由物价部门核准。因此，城市轨道交通业务通过单纯运营收费方式实现收益并收回投资的难度很大，地铁运营公司盈利水平普遍偏低。

运营安全风险。随着网络化建设和运营的不断深入，轨道交通经营公司面临的不仅是地铁的安全压力，还有线路之间换乘和衔接带来的管理问题。运营和管理能力、设备维护以及监测水平等方面的提高都是值得关注的问题。

B. 融资租赁业务

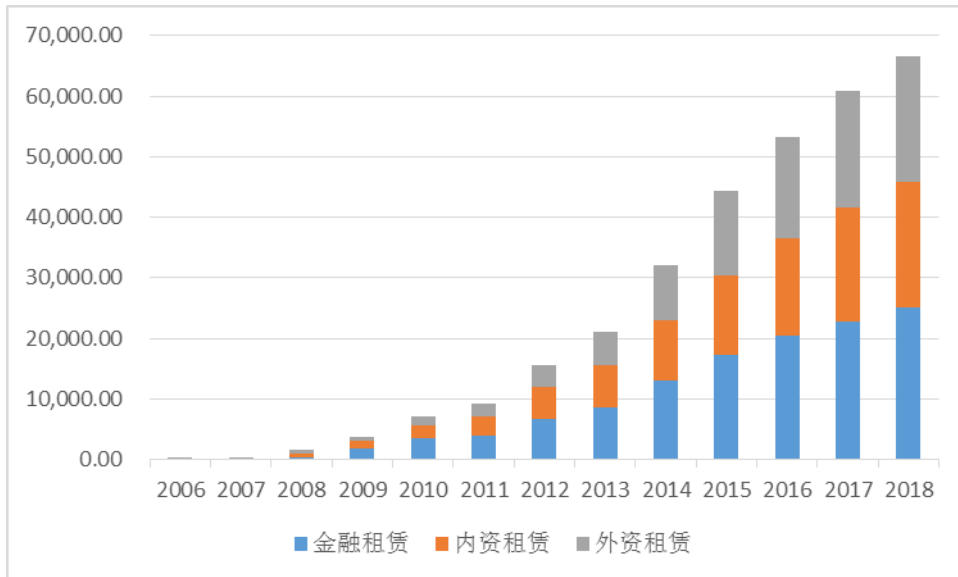
我国融资租赁行业处于快速发展阶段，市场参与者和业务规模逐年扩大。政策支持、旺盛的企业需求和不断拓宽的融资渠道，为融资租赁行业的发展创造有利的外部环境。但也需关注到，在金融强监管和去杠杆的背景之下，融资租赁公司在业务拓展、流动性管理等方面持续面临挑战。未来在行业转型的背景下，行业竞争格局或将进一步分化。

行业概况

融资租赁行业在发达国家是与“银行信贷”、“资本市场”并驾齐驱的三大金融工具之一，在国家经济和金融体系发展中扮演着重要的角色。我国现代租

赁业始于二十世纪八十年代初，主要为进口先进设备及技术提供资金。由于行业及监管结构重整，租赁业于九十年代经历了一段停滞时期。顺应中国加入世界贸易组织的开放承诺，随着中国政府多项法律及法规政策的颁布，2004 年以来，我国融资租赁行业开始步入发展正轨，并于 2009 年起进入快速发展阶段。2015 年以来，随着国家各项扶持、鼓励融资租赁行业发展政策的出台，融资租赁行业进一步呈现爆发式增长。

图表 3. 2006-2018 年末全国融资租赁业合同余额（单位：亿元）



资料来源：WIND，中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海租赁研究院

融资租赁有融资和融物相结合的特点。根据发达国家的发展经验，融资租赁在拉动内需、推动区域和产业结构调整中具备明显的优势，在解决中小微企业融资难、促进技术进步、分摊财务成本等方面有着不可替代的作用。目前，我国租赁渗透率不足 7%，与发达国家 15%~30% 的租赁渗透率相比，仍有较大发展空间。

政策环境

2017 年以来，在金融强监管的背景之下，融资租赁行业多头监管格局面临较大的调整。2018 年 5 月，商务部发布《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》（商办流通函[2018]165 号），将制定融资租赁公司经营和监管规则的职责划归银保监会。至此，融资租赁公司统一归口监管，但基于监管效率和成本上的考量，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。监管环境的变化或将对融资租赁行业的发展生态产生深远影响。

竞争格局/态势

近年来，融资租赁行业注册公司数量呈爆发式增长。2014-2018 年，各类融资租赁公司数量年均复合增长率达 39.84%。但 2017 年以来，随着基数增长，加之金融监管和去杠杆压力，融资租赁公司数量增速有所放缓。截至 2018

年末，全国注册的各类租赁公司（不含单一项目融资租赁公司）共 11,777 家，同比增长 21.71%，增速下降 13.88 个百分点。此外，融资租赁行业规模增速也趋于放缓。其中，新增融资租赁合同金额规模在 2015 年达到顶点后，已连续三年下降。根据中国租赁联盟的统计，2018 年全国融资租赁行业净新增合同金额为 5,900 亿元，净新增合同金额下降 1,400 亿元。整体来看，国内融资租赁行业已结束了爆发式增长阶段，未来行业发展或趋于稳定。在金融强监管、去杠杆的背景之下，行业或将面临较大的转型压力。

由于设立门槛与监管要求存在一定差异，目前各类租赁公司发展存在一定的不均衡性。其中，金融租赁公司数量较少，且由于审批较严，增速相对较慢；但得益于股东背景和资金优势，业务体量占比较大。内资试点租赁公司增资较为平稳，2017 年以来，随着相关审批权限的下放，数量增幅较为明显。外商租赁公司由于设立门槛相对较低，数量占比最高，发展速度最快；但部分企业也存在无实际开展业务、违法经营等问题。截至 2018 年末，金融租赁公司数量占比为 0.59%，业务规模占 37.59%；内资公司家数占行业 3.37%，业务规模占 31.28%；外资公司家数占行业 96.04%，业务规模占 31.13%。

图表 4. 2016-2018 年末全国融资租赁企业家数（单位：家，%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
金融租赁	59	0.83	69	0.76	69	0.59
内资租赁	205	2.87	276	3.04	397	3.37
外资租赁	6872	96.30	8745	96.20	11311	96.04
总计	7136	100.00	9090	100.00	11777	100.00

资料来源：WIND，中国租赁联盟

从行业集中度与行业竞争程度来看，据中国联盟数据统计，截至 2018 年末全国融资租赁企业注册资金达到 32,763.00 亿元人民币，同比增长 1.34%；同期末，前十大租赁公司注册资本占比仍低于 5%，行业集中度仍然较低，行业竞争较为激烈。

风险关注

资金融通风险。资金融通是融资租赁行业普遍关注的问题。长期以来，国内融资租赁公司的资金来源仍主要来源于银行贷款等传统融资方式。2014 年以来，随着国内债券市场的高速发展，直接融资渠道已成为融资租赁公司重要的融资方式，此外，以租赁租金为基础资产的资产证券化产品规模亦呈现井喷状态。整体来看，随着融资渠道的扩宽，融资租赁公司负债管理工具进一步丰富。但是，也需关注到与传统的银行贷款相比，债券、ABS 等融资方式的可得性和成本受监管政策及金融市场波动的影响较大，在金融强监管和金融去杠杆的背景之下，融资租赁公司面临的流动性管理难度或将进一步加大。

业务转型风险。近年来受国内宏观经济及金融环境的影响，国内各类背景的融资租赁公司业务差异化程度相对较低。一方面，各类融资租赁公司的业务

均呈现较为明显的类信贷特征。售后回租业务在各类融资租赁公司中均占据绝对优势地位，融资租赁业务收入主要来自于息差收益，融资租赁业务的融物特性较弱。另一方面，各类融资租赁公司目标客户特征趋同。近年来，为控制业务风险、做大规模，各类融资租赁公司普遍将客户瞄准基础设施、公用事业、医疗以及教育等与区域经济、地方财政状况密切相关的行业领域，或是其他行业中的大中型民营企业或国有企业，融资租赁在服务中小企业助推经济转型的功能没有得到充分发挥。随着行业进入稳步发展阶段，特别是在金融去杠杆、地方债务控制进一步趋严的背景之下，各类融资租赁公司在业务发展上面临较大的转型压力。

(3) 区域市场因素

2018年，上海市经济保持稳步增长，全市产业结构仍以第三产业为主，经济发展质量较高。

上海市经济保持平稳增长，经济结构持续优化。2018年，上海市实现地区生产总值 32,679.87 万亿元，同比增长 6.6%。其中第一产业增加值 104.37 亿元，同比下降 6.9%；第二产业增加值 9,732.54 亿元，同比增长 1.8%；第三产业增加值 22,842.93 亿元，同比增长 8.7%。全年战略性新兴产业增加值 5,461.91 亿元，同比增长 8.2%，占全市地区生产总值的比重为 16.71%。截至 2018 年末，上海市常住人口为 2,423.78 万人，较上年末增加 5.45 万人。

2018年，上海市规模以上工业实现总产值 34,841.84 亿元，同比增长 1.4%。其中电子信息产品制造业、汽车制造业、石油化工及精细化工制造业、精品钢材制造业、成套设备制造业及生物医药制造业六大重点行业实现工业总产值 23,870.77 亿元，同比增长 1.4%，占全市规模以上工业总产值的比重达 68.5%。全年城市基础设施建设投资同比增长 9.3%。其中，公用事业投资增长 51.8%，交通运输投资增长 12.3%，电力建设投资增长 11.6%。

2018年，全市房地产开发投资平稳增长，商品房销售面积小幅增长但销售额增长显著。当年，全市完成房地产开发投资额同比增长 4.6%。其中，住宅投资增长 3.4%。同期，全市完成商品房销售面积 1,767.01 万平方米，同比增长 4.5%。其中，住宅销售面积为 1,333.29 万平方米，同比下降 0.6%。全市实现商品房销售额 4,751.5 亿元，同比增长 18.0%。其中，住宅销售额为 3,864.03 亿元，同比增长 15.8%。全年存量房买卖登记面积 1,547.11 万平方米，同比下降 1.1%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司主业仍为地铁一号线经营业务和融资租赁业务。公司核心的轨道交通业务收入持续小幅下滑，毛利率受大修成本变动而波动明显，总体盈利水平偏低。由于一号线公司拥有的核心资产部分地铁列车启用年代较早，未来购买更新车辆所需的资本性支出预计较大，且公司大修费用总体呈上升趋势，一号线公司未来盈利能力不确定性较大。受此影响，公司拟置出一

号线经营资产，置入轻资产的申凯公司，目前置出一号线资产已完成工商登记，置入资产尚存不确定性。地铁租赁公司融资租赁业务开展情况正常，近年来逐步往商业保理业务拓展，收入规模稳步增长，但整体规模较小，对营业总收入贡献有限。

2014 年以前，该公司主营业务收入全部来自地铁一号线经营业务的票务收入。2014 年子公司地铁租赁公司成立后，融资租赁及相关业务成为公司的第二收入来源。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
轨道交通	上海	管理/规模/成本
融资租赁	上海/长春	业务规模/风险管理/资本

资料来源：申通地铁

2016-2018 年，该公司营业收入分别为 7.56 亿元、7.52 亿元和 7.52 亿元，收入规模整体稳定。轨道交通业务收入仍为公司主要收入来源，同期收入占比均维持在 90% 以上。同期，公司融资租赁业务收入分别为 0.52 亿元、0.55 亿元和 0.60 亿元，呈增长趋势，但规模有限，难以对主业收入规模形成有效支撑。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	7.56	7.52	7.52	1.93	1.73
其中：（1）轨道交通	7.04	6.97	6.89	1.76	1.61
在核心业务收入中所占比重	93.12	92.69	91.62	91.19	93.06
（2）融资租赁	0.52	0.55	0.60	0.17	0.12
在核心业务收入中所占比重	6.88	7.31	7.98	8.81	6.94
毛利率（%）	6.56	10.86	5.95	22.58	12.61
其中：（1）轨道交通（%）	2.07	5.57	-0.84	15.77	7.24
（2）融资租赁（%）	68.49	78.65	79.73	93.03	80.78

资料来源：申通地铁

A. 轨道交通业务

该公司拥有上海地铁一号线莘庄站至上海火车站的票务收入经营权，该经营权由控股股东上海申通地铁集团有限公司（简称“申通集团”）无偿转让给公司，转让协议每 10 年一签，最新协议确定的经营期为 2011 年 6 月 29 日至 2021 年 6 月 30 日。2012 年 11 月，公司将上海地铁一号线莘庄站至上海火车站站的经营权转让给全资子公司上海申通地铁一号线发展有限公司（简称“一号线公司”），并将本部与关联方之间的委托经营、租用资产等交易合同关系全部转至一号线公司。截至 2019 年 3 月末，一号线公司拥有地铁车辆 250 节、

售检票系统 854 台、电视监控系统 39 套以及车站屏蔽门、安全门 13 套¹。

运营模式

上海地铁一号线采取分段建设、陆续运营的方式，目前南起闵行区莘庄站，北至宝山区富锦路站，全长近 36 公里，共设 28 个车站及 2 个车辆段（梅陇停车场和富锦路停车场）。上海地铁一号线包括本线（上海火车站--莘庄）和北延伸（上海火车站--富锦路），该公司运营的本线于 1997 年 7 月贯通试运营，运营里程为 20 公里，共 16 座车站。由于一号线本线与北延伸段实际属于一条线路，使用权分属于公司的车辆与北延伸段车辆在对方线路上为对方运送乘客，客观上产生双方互相占用对方车辆的情况。申通集团根据原一号线及北延伸段列车实际整体使用情况确定车辆的使用分配情况，以各自占用车辆总数的比例进行结算的方法分配票务收入。票务收入每日由申通集团下设的上海轨道交通运营管理中心票务管理部按多路径法负责清分核算。

规模

2018 年，地铁一号线客运量为 3.47 亿人次，与上年持平；换乘入量为 1.80 亿人次，同比增长 0.94%；平均票价为 2.05 元，较上年平均票价下降 0.97%，各项技术经济指标完成情况良好。但由于轨道交通的公益性强，票价由政府制定，且运营时间间隔受限，因此公司对自身盈利能力的控制力较弱。近几年地铁一号线客流量仍较平稳，但受网络化运营后换乘客流比例越来越高、轨道交通票价优惠政策实施以及虹桥火车站启用对上海南站造成的旅客分流效应等因素影响，地铁一号线营业收入呈下降的趋势（如下图所示）。

图表 7. 2016-2018 年公司运营情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	实际数	增长率(%)	实际数	增长率(%)	实际数	增长率(%)
营业收入（亿元）	7.04	-3.43	6.98	-0.96	6.89	-1.29
年末上线列车（节）	250	—	250	—	250	—
平均票价（元）	2.07	-3.27	2.07	-	2.05	-0.97
全年开行列车（万列车次）	21.44	1.85	21.60	0.76	21.80	0.91
全年客流量（亿人次）	3.50	-0.13	3.47	-0.90	3.47	0.02

注：根据申通地铁提供的数据绘制

成本

该公司的营业成本包括运营成本、维修保障成本、电费和固定资产折旧，以及因租用申通集团所拥有的地铁一号线隧道、轨道、车站和机电设备等资产而支付的资产使用费，其中资产使用费按 468 元/列/次收取²。2016-2018 年度公司支付的资产使用费分别为 9,451.35 万元、9,526.98 万元和 9,646.37 万元，资产使用费支出随开车次数的增加呈小幅增长趋势。运营方面，2009 年 3 月起，由于运营管理体制发生调整，公司由原委托上海地铁运营有限公司改为委托上海地铁第一运营有限公司（简称“运营公司”，同一母公司控制企业）负

¹除 99 台已于 2014 年 12 月报废的售检票系统外，其余均在一号线公司名下。

²2012 年，公司与申通集团签订《关于资产使用的协议》，约定自 2012 年年初开始，公司向申通集团按 468 元/列/次支付资产使用费，合约期限至 2014 年末，后协议延长至 2019 年末。

责轨道交通线路运营管理,承担轨道交通线路日常资产使用、维护和管理职责;保证轨道交通线路运行畅通、安全,保障线路资产的有效完整及其他委托事项。运营成本费用由公司支付,在年初签订委托管理合同时确定年度总额后按月支付。此外,公司还委托申通集团下设的维保公司实施设备和设施的管理、日常使用、维修保障及买方技术支持工作,保证线路设备的完整、安全、运行畅通和有效运营,维修保障成本由公司支付。由于地铁一号线运营时间较长,设备逐步进入大修期,大修费用逐年呈增长趋势,2018年产生大修费用0.79亿元,较上年增长64.19%。

近年来地铁一号线毛利率水平较低且呈波动明显,2016-2018年轨道交通业务毛利率分别为2.07%、5.57%和-0.84%。其中2018年亏损,主要系当年地铁大修费用显著增加所致。

B. 融资租赁业务

2013年10月,公司以现金出资2亿元人民币设立全资子公司上海地铁租赁有限公司,拟通过公司低成本的融资优势,开展融资租赁业务。2014年7月,根据商贸流通函[2014]384号,上海地铁租赁有限公司被商务部和国家税务总局共同确认为第十二批内资融资租赁试点企业,并于次月更名为上海地铁融资租赁有限公司(简称“地铁租赁公司”),同时增资至5.6亿元。增资后公司直接持有地铁租赁公司股权71.4286%,通过一号线公司间接持有地铁租赁公司股权28.5714%。2019年5月,一号线公司将持有的地铁租赁公司28.5714%股份转让给公司,交易对价1.60亿元,以现金交易,转让后公司持有地铁租赁公司100%股权。由于公司融资租赁业务尚处于起步期,现阶段以售后回租作为主要的租赁形式,期限为3-10年不等。同时,公司现有融资租赁业务交易对手方一般选择申通地铁集团内部关联企业或是合营企业,以控制整体项目风险并保证业务顺利开展。

2016年9月,地铁租赁公司新增“商业保理”业务,主要开展申通集团内上下游应收账款的商业保理业务以及上实融资租赁有限公司(简称“上实租赁”)的应收个人消费者汽车贷款尾款的商业保理业务。

2018年,地铁租赁公司实现业务收入0.60亿元,较上年增长8.05%,其中商业保理业务收入0.20亿元;业务毛利率为79.73%,较上年提高了1.08个百分点。2019年第一季度,地铁融资租赁公司实现收入0.17亿元,较上年增长33.37%,毛利率为93.03%。

业务规模

2018年地铁租赁公司新签订14份融资租赁及商业保理合同,新投放资金7.32亿元,其中3.70亿元已执行完毕,款项正常回收。

截至2019年3月末,该公司融资租赁业务累计签订合同规模14.90亿元,放款余额5.53亿元³,大部分为流转性业务,资金占用程度不高,主要通过租

³ 其中0.16亿元对手方为一号线公司,公司合并时抵消。

赁权转移的形式（如银行保理和转移给其他租赁公司）进行资金的周转流动，赚取其中的息差作为营业收入。公司融资租赁业务资金的主要来源为申通地铁和一号线公司投入的资本金，以及一号线公司通过用自有的地铁车辆售后回租的融资方式取得的资金。截至 2019 年 3 月末，公司通过用自有的地铁车辆售后回租的融资方式取得的合同资金为 5.05 亿元，实际借款余额 3.22 亿元。

图表 8. 截至 2019 年 3 月末公司业务开展情况（单位：亿元、%）

	交易资产	原持有者	交易对象	合同金额	2019年3月末放款/借款余额	年利率	合同期限
作为出租方融出资金	十号线江湾体育场站地下空间资产	上海申通地铁资产经营管理有限公司	上海申通地铁资产经营管理有限公司	4.00	0.40	6.00	2014.08-2019.08
	至尊衡山酒店拥有的部分酒店电器类资产	上海至尊衡山酒店投资有限公司	上海至尊衡山酒店投资有限公司	1.60	0.67	6.55	2014.09-2024.08
	地铁一号线 22 节地铁车厢	一号线公司	一号线公司	1.60	0.16	1.00	2014.08-2019.05
	6 台隧道掘进机	中国铁建重工集团有限公司	上海地铁盾构设备工程有限公司	1.66	0.00	7.80	2016.02-2019.03
	长春城市给排水系统部分资产	上实融资租赁有限公司	上实融资租赁有限公司	4.00	3.30	8.50	2015.04-2020.04
	安达仕酒店部分酒店资产	上海礼兴酒店有限公司	上海礼兴酒店有限公司	0.78	0.00	7.50	2015.12-2018.07
	上实融资租赁车辆资产	上实融资租赁	上实融资租赁	0.26	0.00	7.00	2017.06-2018.06
	安达仕酒店部分酒店资产	上海礼兴酒店有限公司	上海礼兴酒店有限公司	1.00	1.00	7.50	2018.06-2021.07
	合计			14.90	5.53	-	-
作为承租方融入资金	地铁一号线 50 节地铁车厢	一号线公司	上实融资租赁有限公司	3.45	2.78	6.40	2015.04-2020.04
	地铁一号线 22 节地铁车厢	地铁租赁公司	上实融资租赁有限公司	1.60	0.44	6.40	2014.08-2019.05
		合计			5.05	3.22	-

注：根据申通地铁提供的数据绘制

商业保理方面，截至 2019 年 3 月末，该公司保理业务累计投放金额 9.91 亿元，已回收 5.54 亿元。公司保理业务均由共管账户或第三方担保，期限以短期为主。公司保理业务主要客户为申通集团上游供应商、上海大型国有企业下属子公司和上实融资租赁有限公司。

图表 9. 2018 年以来公司保理业务主要客户明细表

项目名称	业务类型	投放金额（万元）	投放日	期限（月）	年利率	还款周期	风控措施
马鞍山市双益机械制造有限公司保理业务	有追明保理	207	2018/1/25	24	9.00%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户
上实融资租赁有限公司车辆应收租金保理业务	有追暗保理	15,000	2018/1/19	6	7.00%	每三个月	中登登记、实控人和大股东担保
上海嘉成 2 号线东延伸线安全门工程合同应收账款保理业务	有追明保理	1,900	2018/1/25	12	6.80%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户、实控人夫妇担保
上海嘉成浦东机场捷运系统屏蔽门工程合同应收账款保理业务	有追明保理	1,219	2018/2/9	12	7.50%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户、实控人夫妇担保
马鞍山市双益机械制造有限公司与申通南车保理业务	有追明保理	571	2018/5/3	24	9.00%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户
上海嘉成五号线应收账款保理业务	有追明保理	1,823	2018/7/10	24	7.50%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户、实控人夫妇担保
上实融资租赁有限公司车辆应收租金保理业务	有追暗保理	15,000	2018/7/19	6	7.80%	每三个月	中登登记、实控人和大股东担保

项目名称	业务类型	投放金额(万元)	投放日	期限(月)	年利率	还款周期	风控措施
马鞍山市双益机械制造有限公司与申通南车保理业务	有追明保理	542	2018/9/3	24	9.00%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户
上海农工商建设工程款保理业务	有追明保理	22,000	2018/9/25	3	8.50%	随借随还	买方确权、中登登记、大股东担保
马鞍山市双益机械制造有限公司与申通庞巴迪保理业务	有追明保理	553	2018/9/26	24	9.00%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户
创富融资租赁(上海)有限公司汽车应收租金保理业务	有追暗保理	4,000	2018/10/22	6	8.50%	每三个月	中登登记、第三方担保
马鞍山市双益机械制造有限公司与申通南车保理业务	有追明保理	103	2018/10/26	24	9.00%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户
马鞍山市双益机械制造有限公司与申通庞巴迪保理业务	有追明保理	260	2018/12/6	6	3.80%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户
上海农工商建设工程款保理业务	有追明保理	22,000	2019/1/4	12	8.50%	每三个月	买方确权、中登登记、大股东担保
上实融资租赁有限公司车辆应收租金保理业务	有追暗保理	13,000	2019/1/21	6	7.80%	每三个月	中登登记、实控人 and 大股东担保
上海嘉成浦东机场捷运系统屏蔽门工程合同应收账款保理业务	有追明保理	960	2019/2/2	8	7.50%	随借随还	买方确权、中登登记、共管账户、实控人夫妇担保
合计		99,138	-	-	-	-	-

注：根据申通地铁提供的数据绘制

风险管理

该公司业务部及风险合规部分别作为租赁物询价和定价审核的责任部门，在整体融资租赁项目上报审批前以及项目审核阶段履行应尽职责，确保租赁物价格认定的准确性、公允性及合规性。公司业务部参照行业最新数据，对比租赁物招标价格、最近的市场成交价及不同供货商同类型租赁物的市场成交价进行比较论证，并确定对租赁物的定价意见。公司风控合规部应根据租赁物的特点，通过二次询价、行业网站价格信息搜索、行业专家咨询、价格咨询中介服务途径收集价格信息，并通过纵向时间对比、横向市场对比、自身性价对比等方法进行分析以确认租赁物价格认定的合理性。

资本实力

地铁租赁公司资本规模较小，2018 年末，所有者权益合计 6.06 亿元，其中资本金 5.60 亿元。同期末，地铁租赁公司负债总额 4.24 亿元，主要由刚性债务和其他应付款构成，同期末分别为 0.97 亿元和 3.21 亿元。其中刚性债务主要为应付融资租赁款（计入长期应付款），其他应付款主要为关联方一号线公司给予的拆借款，无拆借费用。

总体看，地铁租赁公司杠杆水平较低，财务弹性尚可。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末地铁租赁公司风险资产放大倍数分别为 1.13 倍、1.43 倍、1.64 倍和 1.64 倍，未来随着业务快速发展，仍需关注公司资本补充情况。

图表 10. 地铁租赁公司资本与杠杆情况（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
总资产	7.06	8.63	10.31	12.16
其中：风险资产	6.69	8.57	7.67	9.39
总负债	1.15	2.64	4.24	5.96
其中：银行借款	0.00	0.24	0.09	0.09

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
融资租赁借款金额	1.63	1.44	0.89	0.45
关联方拆借金额	0.00	0.71	3.20	3.00
资产负债率 (%)	16.24	30.57	41.18	49.04
风险资产放大倍数	1.13	1.43	1.64	1.64
平均融资成本 (年化, %)	4.35-4.9	4.35-4.9	4.35-5.20	4.35-5.20

注：资料来源于申通地铁；风险资产放大倍数=（总资产-货币资金）/股东权益

C. 重大资产重组

由于一号线公司拥有的核心资产部分地铁列车启用年代较早，未来购买更新车辆所需的资本性支出预计较大；此外，预计未来大架修费用总体呈上升趋势，一号线公司未来盈利能力不确定性较大。该公司拟置出一号线公司 100% 股权给申通集团，作价 17.67 亿元，现金交割，评估增值率 0.92%。同时置入上海申凯公共交通运营管理有限公司（简称“申凯公司”）51% 股权，交易对手方为申通集团下属上海申通轨道交通研究咨询有限公司（简称“咨询公司”），交易对价 0.53 亿元，现金交割，评估增值率 838.72%。截至 2019 年 7 月 2 日，一号线公司股权划转已完成工商登记，置入申凯公司资产已获公司股东会审议通过，尚待商务部门备案通过。

图表 11. 截至 2018 年末公司置出资产与置入资产情况表（单位：亿元）

公司名称	资产总额	资产净额	营业收入	净利润
一号线公司	21.96	17.51	6.89	0.04
申凯公司	0.22	0.11	1.03	0.05

注：根据申通地铁提供的数据绘制

申凯公司由咨询公司与凯奥雷斯合资成立，分别持有申凯公司 51% 和 49% 股权。其中咨询公司为申通集团下属子公司，主营轨道交通研究咨询、轨道交通工程设计、轨道交通运营管理服务等业务。凯奥雷斯是全球最大的城市公共交通运营商之一，服务遍及全球 16 个国家，擅长多模式交通系统联运并有丰富的成功案例。

申凯公司主营业务系接受公共交通业主委托，提供公共交通相关运营与维护管理服务。主要项目服务内容包括公共交通商业运营前所有筹备工作及运营期间各类调度组织管理、列车乘务管理、车站服务管理、车辆及设施设备日常运维管理、车辆检修、安全管理、应急处置与抢险指挥等。截至 2018 年末，申凯公司拥有员工数量 307 人。同期末已签订服务的项目有上海地铁浦江线、浦东机场捷运项目和松江有轨电车项目，其中上海地铁浦江线已投入运营，松江有轨列车已试运营。

申凯公司盈利模式主要分为两类，一类是与业主事先约定总包价格以及支付方式，相关运维成本由申凯公司自行承担，申凯公司赚取合同价格与成本之间的差价，即“固定总包价”模式；另一类是约定按运维成本加成固定比例的管理服务费作为合同金额，由业主方按约定的方式支付，即“成本加

成”模式。

图表 12. 申凯公司已有项目及盈利模式情况表

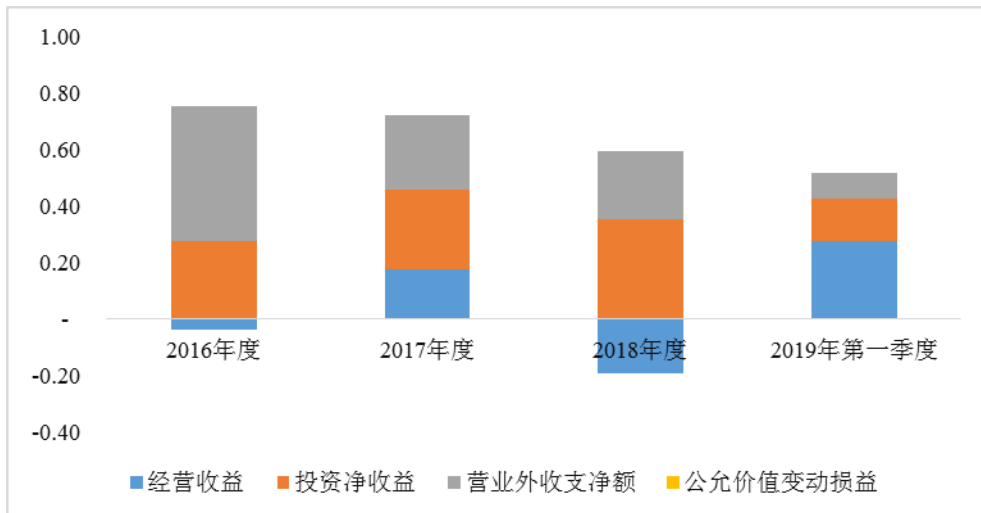
项目名称	盈利模式	细分行业领域
上海地铁浦江线	固定总包价	地铁运营维护
浦东机场捷运项目	固定总包价	机场捷运运营维护
松江有轨电车项目	成本加成	有轨电车运营维护

注：根据申通地铁提供的数据绘制

2016-2018 年及 2019 年一季度，申凯公司实现营业收入分别为 677.91 万元、3,715.48 万元和 10,309.63 万元，收入规模随在手项目陆续投入运营呈增长趋势，同期净利润分别为-577.23 万元、13.64 万元和 503.41 万元。根据上海东洲资产评估有限公司出具的东洲评报字【2019】第 0630 号评估报告，预计申凯公司 2019-2021 年营业收入分别为 22,223.53 万元、25,367.10 万元和 27,195.09 万元，同期净利润分别为 710.85 万元、868.84 万元和 1081.94 万元。该公司完成申凯公司收购后，咨询公司承诺申凯公司 2019-2021 年归属于母公司的净利润（扣除非经常性损益后）分别不低于 711.00 万元、869.00 万元和 1,082.00 万元，三年累计承诺净利润不低于 2,662.00 万元。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据申通地铁所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016~2018 年，该公司分别实现营业收入 7.56 亿元、7.52 亿元和 7.52 亿元，收入规模整体较稳定。由于受轨道交通业务毛利率波动影响，公司综合毛利率波动较明显，同期分别为 6.56%、10.86%和 5.95%。公司主业为公用事业，盈利性不强，经营收益波动较大，同期公司经营收益分别为-0.04 亿元、0.18 亿元和-0.19 亿元。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	7.56	7.52	7.52	1.93	1.73
综合毛利率 (%)	6.56	10.86	5.95	22.58	12.61
毛利 (亿元)	0.50	0.82	0.45	0.44	0.22
期间费用 (亿元)	0.50	0.61	0.60	0.15	0.14
其中: 销售费用	0.06	0.06	0.06	-	0.02
管理费用	0.12	0.18	0.15	0.03	0.02
财务费用	0.32	0.37	0.40	0.12	0.10
期间费用率 (%)	6.60	8.14	8.04	7.97	7.91
资产减值损失 (亿元)	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00
全年利息支出总额 (亿元)	0.32	0.37	0.40	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	-	-	-	-	-

资料来源: 根据申通地铁所提供数据整理。

2016~2018 年, 该公司期间费用分别为 0.50 亿元、0.61 亿元和 0.60 亿元, 期间费用率分别为 6.60%、8.14%和 8.04%。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成, 2018 年, 公司管理费用为 0.15 亿元, 主要由工资与福利费、中介机构费和社会保险基金构成; 同期, 财务费用为 0.40 亿元, 财务费用在公司期间费用中占比较高主要系公司开展融资租赁业务, 有息债务需求增加所致。2019 年第一季度, 公司期间费用率为 7.97%, 较上年同期略有增长。

营业外净收入为该公司净利润的重要补充, 2016~2018 年及 2019 年第一季度分别为 0.48 亿元、0.26 亿元、0.24 亿元和 0.09 亿元, 营业外收入主要为公交扶持基金、企业发展扶持资金等政府补助⁴。公司投资净收益主要来自上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业⁵(有限合伙, 以下简称“上盖物业”), 该收益较稳定并逐渐成为公司净利润的重要补充之一, 分红按上下半年两期发放, 每期 0.14 亿元。同期, 公司分别实现净利润 0.52 亿元、0.52 亿元、0.31 亿元和 0.39 亿元。其中 2018 年净利润下滑主要系大修费用增加, 地铁运营业务盈利水平下滑所致。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位: 亿元)

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益	0.28	0.28	0.35	0.15	0.15
其中: 上盖物业	0.28	0.28	0.28	0.14	0.14
营业外收入 ⁶	0.48	0.26	0.24	0.08	0.06
其中: 政府补助	0.48	0.05	0.24	0.06	0.04

资料来源: 根据申通地铁所提供数据整理。

⁴ 自 2007 年起上海市政府每年给予该公司一定的公交扶持基金作为老人免费乘车和地铁公交联乘优惠政策的补偿。自 2016 年 6 月起, 上海市停止实行 70 岁以上老人免费乘坐公交及地铁政策, 改为向 65 岁以上老人发放老年综合津贴, 此政策将使公司每年获得的公交扶持基金金额显著减少。

⁵ 基金全体合伙人认缴的出资总额为 40 亿元 (首期出资 20 亿元), 其中公司应出资 7 亿元, 持股比例 17.50%。2015 年, 公司已投出首期出资 3.50 亿元, 剩余出资的缴纳将根据项目实际资金需求进度确定。上盖物业按 7.80% 的固定收益率给予公司分红, 每年分红两次。

⁶ 为保持前后文数据一致, 本文将其他收益仍计入营业外收入, 涉及 2017 年和 2018 年营业外收入调整。

(3) 运营规划/经营战略

2019-2021 年，该公司计划增加资本性支出 0.46 亿元、0.66 亿元和 0.81 亿元，分别用于光伏项目和地铁节能改造项目。其中光伏项目已获申通地铁审批通过，公司拟通过新成立的上海地铁新能源有限公司（简称“地铁新能源”）运营光伏项目。该光伏项目拟通过合同能源管理新机制，用于地铁内节能改造。同时，由于开展融资租赁及商业保理业务，公司每年需增加一定的运营资金，同期预计分别为 8.96 亿元、8.66 亿元和 8.81 亿元。为满足上述投资及运营资金需求，公司同期拟净融资 9.10 亿元、9.46 亿元和 9.57 亿元，主要通过债务类融资工具获得。整体看，公司未来三年资金持续存在一定资金缺口，筹资环节压力或将加大。

图表 16. 公司 2019 年~2021 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
资本性支出计划（亿元）	0.46	0.66	0.81
其中：光伏项目（亿元）	0.32	0.46	0.51
节能改造（亿元）	0.14	0.20	0.30
营运资金需求（净额，亿元）	8.96	8.66	8.81
融资安排（净额，亿元）	9.10	9.46	9.57
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	9.10	9.46	9.57

资料来源：申通地铁。

管理

跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，法人治理结构及管理水平没有重大变化。

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。公司控股股东为申通集团，实际控制人为上海久事（集团）有限公司（以下简称“上海久事”）。因上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海国资委”）全资控股上海久事，故上海国资委为公司最终实际控制人，公司产权状况详见附录一。

申通集团经营范围包括实业投资，轨道交通建设管理及综合开发经营，轨道交通设施设备的维护、保养、经营等。由于承担了大量的轨道交通基础设施建设项目，而轨道交通前期投入大、回收期长、定价机制非市场化，加上近年来上海市正处于地铁建设高峰期，多条新投入使用的地铁线路客运量尚未饱和，导致申通集团连年亏损。但作为市级投融资主体，申通集团所投建、运营的轨道交通项目属于财政着力支持的城市基础设施，获上海市政府的支持力度大。

该公司在申通集团资产体系中具有重要地位。公司的日常经营活动能够得到申通集团的大力支持，包括隧道、轨道、车站、车辆和机电设备资产均由申通集团或其下属子公司提供租赁或维护。

城市轨道交通项目具有投资体量大，公益性强且运营与管理所涉环节众多等显著特征。该公司作为申通集团的上市平台，仅负责上海地铁一号线的运营管理，因此与关联方之间存在委托经营、委托维修以及租用资产等关联交易。委托经营、委托维修以及租用资产的定价依据上海地铁一号线历年实际运营成本，结合当年委托运营情况，由双方平等协商确定。2018 年度，公司作为出租方产生的关联租赁收入 0.06 亿元，作为承租方产生的关联租赁费用 0.96 亿元，同时因采购商品或接受劳务产生的关联交易 4.25 亿元。

不良行为记录方面，根据该公司提供的 2019 年 7 月 4 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司本部及子公司均无信贷违约记录。截至 2019 年 6 月末，公司待偿还债券还本付息正常，公司不存在重大诉讼事项。

财务

该公司资产流动性差，负债以短期刚性债务为主，即期偿债压力较大。但跟踪期内，公司现金流由负转正，负债经营程度尚属较低水平，外部融资渠道畅通，且期末货币资金尚属充裕，可为即其债务偿付提供一定支撑。

1. 数据与调整

上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2016 版）、公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。2017 年，公司针对《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止运营》（财会[2017]13 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。本评级报告 2017 年、2018 年和 2019 年一季度财务数据采用 2016 年会计报表科目设置进行列示。

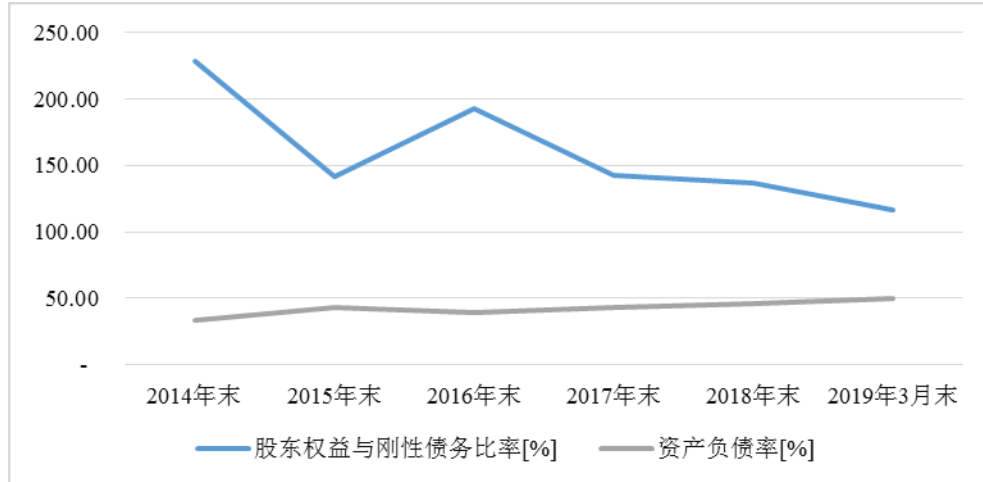
该公司 2018 年执行财政部 2018 年 6 月 15 日发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），该通知仅对财务报表项目列示产生影响，对公司净资产和净利润无影响。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的控股子公司共有 3 家，当年新增子公司 1 家，为地铁新能源，地铁新能源成立于 2018 年 12 月，注册资本 5000 万元，截至 2018 年末公司尚未实际出资。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据申通地铁所提供数据绘制。

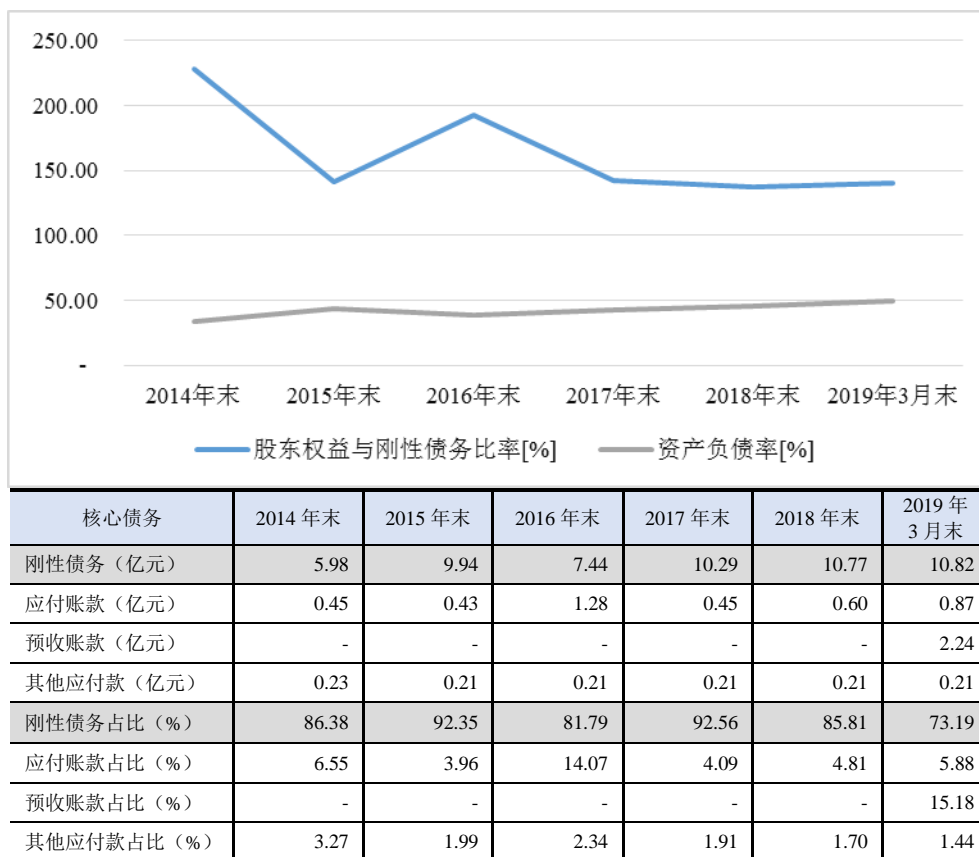
2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司负债总额分别为 9.09 亿元、11.12 亿元、12.56 亿元和 14.79 亿元，资产负债率分别为 38.81%、43.14%、45.94% 和 49.36%，负债经营程度处于较低水平。

2016~2018 年末，该公司所有者权益分别为 14.33 亿元、14.65 亿元和 14.77 亿元，随经营积累呈小幅增长趋势。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 192.78%、142.37% 和 137.11%，权益资本对刚性债务覆盖程度尚可，但随刚性债务增长呈下滑趋势。2018 年末，公司股本、资本公积和盈余公积合计为 7.69 亿元，占所有者权益的 52.04%；未分配利润 7.06 亿元，占所有者权益的 47.82%⁷，公司所有者权益稳定性一般。2019 年 3 月末，公司所有者权益升较年初略有增加，为 15.17 亿元，主要系未分配利润增加所致，构成较年初没有显著变化，同期末公司权益资本与刚性债务比率略有上升至 140.17%。

⁷ 该公司章程 155 条规定：在利润分配方式中，相对于股票股利，公司优先采取现金分红方式。具备现金分红条件的，应当采取现金分红进行利润分配。公司每年度现金分红比例不低于当年归属于上市公司股东的净利润之 30%。根据该章程，2016-2018 年公司派发现金红利分别为 0.17 亿元、0.17 亿元和 0.10 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比率分别为 32.17%、32.34% 和 31.16%。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据申通地铁所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司负债主要以流动负债为主。2016~2018 年，长短期债务比分别为 59.00%、66.38% 和 61.40%。

从债务构成上看，该公司债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，2018 年末分别为 10.77 亿元、0.60 亿元和 0.21 亿元，在负债中占比分别为 85.81%、4.81% 和 1.70%。其中应付账款主要由应付地铁运营费、采购融资租赁设备款和地铁车辆及备品款等构成，较上年末增长 32.94%，主要系设备款支付所致。其他应付款主要由应付融资租赁保证金、未支付费用和质保金等构成，规模较上年末变化不大。

2019 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 17.76% 至 14.79 亿元，其中刚性债务 10.82 亿元，较上年末变化不大；应付账款较上年末增长 43.35% 至 0.87 亿元；预收账款 2.24 亿元，主要系预收到的未开票的融资租赁款本息。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	4.38	5.01	4.09	5.87	6.88	6.03
其中：短期借款	0.30	0.90	-	4.84	5.96	5.96

刚性债务种类	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	-	-
应付短期债券	4.00	4.00	4.00	1.00	-	-
应付票据	-	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.08	0.11	0.09	0.03	0.04	0.06
中长期刚性债务合计	1.60	4.93	3.35	4.42	4.77	4.80
其中：长期借款	-	-	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	2.00	2.00
其他中长期刚性债务	1.60	4.93	3.35	4.42	2.77	2.80
刚性债务合计	5.98	9.94	7.44	10.29	11.64	13.32
综合融资成本（年化，%）	3.91	4.41	3.65	4.15	3.60	-

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2016~2018年末，该公司刚性债务分别为7.44亿元、10.29亿元和10.77亿元，随融资租赁业务及保理业务规模扩张而增长。2018年末公司短期刚性债务和长期刚性债务分别为6.01亿元和4.77亿元，在刚性债务中占比分别为55.73%和44.27%。公司短期刚性债务主要由银行借款、应付短期融资券和其他短期刚性债务构成。2018年末，公司短期借款为5.96亿元，利率区间为4.35%-5.20%，全部由信用借款构成；应付短期融资券已全部偿付；其他短期刚性债务全部为应付利息。公司长期刚性债务主要由应付债券和应付融资租赁款构成（计入长期应付款），其中应付债券余额2.00亿元，为2018年9月发行的“18申通MTN001”，期限3年，票面利率4.60%；同期末应付融资租赁款2.77亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业周期（天）	1.36	1.67	2.50	2.89	3.55
营业收入现金率（%）	103.90	100.99	101.72	102.41	101.87
业务现金收支净额（亿元）	1.59	0.94	1.13	1.04	0.89
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.52	-0.80	0.77	-1.38	0.24
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-2.93	0.14	1.90	-0.33	1.13
EBITDA（亿元）	2.40	2.02	1.75	1.79	1.49
EBITDA/刚性债务（倍）	0.40	0.25	0.20	0.20	0.14
EBITDA/全部利息支出（倍）	10.27	5.74	5.53	4.86	3.76

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司核心主业轨道交通业务实行先买票后上车的付费制度及定期结算的票务制度，不产生应收账款，加上公司存货规模小，因此营业周期很短，2016-2018年分别为2.50天、2.89天和3.55天。同期，营业收入现金率分别为101.72%、102.41%和101.87%，获现能力尚可。2014年以来，公司开展融资租赁业务，产生大笔融资租赁款项支出，使得近年来公司经营性现金流量波动明显，2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.90亿元、-0.33亿元和1.13亿元。其中业务现金收支净额持续为正，同期分别为1.13亿元、1.04亿元和0.89亿元；其他因素现金收支净额波动明显，同期分别为0.77亿元、-1.38亿元和0.24亿元，公司收到或支付其他与经营活动有关的现金分别为收回或支付的商业保理和租赁业务现金。

该公司EBITDA主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。其中，利润总额占比高，EBITDA受利润总额波动幅度影响较大。2016-2018年公司EBITDA分别为1.75亿元、1.79亿元和1.49亿元。受地铁一号线营业利润下滑影响，2018年EBITDA有所下滑，EBITDA对利息支出和刚性债务的覆盖程度有所下降，但总体看仍处于较高水平。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
回收投资与投资支付净流入额	0.00	-3.33	0.28	-1.10	0.28
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	1.60	3.44	-0.01	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	1.60	0.11	0.27	-1.10	0.28

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

近年来该公司投资活动净现金流波动较大，2016-2018年，公司投资环节产生的现金流净额分别为0.27亿元、-1.10亿元和0.28亿元。同期收回投资与投资支付的现金净额分别为0.28亿元、-1.10亿元和0.28亿元。其中2017年，公司投资支付的现金1.38亿元，主要为增加上实保理股权⁸投资支付的现金。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
权益类净融资额	-0.39	-0.19	-0.09	-0.08	-0.17
债务类净融资额	-0.74	0.25	-1.22	1.47	-0.15
其中：现金利息支出	0.23	0.35	0.32	0.37	0.28

⁸ 增资后，公司持有上实保理股权比例27.5%；上实租赁持股45%，为控股股东。2017年上实保理实现营业收入197.84万元，净利润134.80万元；同期末资产总额5.02亿元，净资产5.01亿元。

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
筹资环节产生的现金流量净额	-1.15	-0.30	-1.82	0.91	0.88

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

筹资环节，该公司权益类融资净额全部表现为分配股利支付的现金，2016-2018年分别为0.09亿元、0.08亿元和0.17亿元。债务融资环节，同期，公司债务融资净额分别为-1.22亿元、1.47亿元和-0.15亿元，其中2016年公司净偿还银行借款。同期，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-1.82亿元、0.91亿元和0.88亿元。

总体看，该公司2018年经营性现金流净额由负转正，投资环节无重大投资流出，筹资环节压力不大。但随着公司融资租赁及保理业务规模扩大，加之地铁新能源业务的开展，未来公司筹资环节压力或将有所加大。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	0.46	0.46	0.94	3.46	5.12	7.85
	2.24	1.86	4.01	13.43	18.74	26.22
其中：现金类资产（亿元）	0.43	0.42	0.77	0.25	2.55	3.50
应收款项（亿元）	0.03	0.04	0.06	0.06	0.09	0.11
其他流动资产	-	0.01	0.12	2.13	2.27	4.11
一年内到期的非流动资产（亿元）	-	-	-	0.99	0.16	0.07
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	20.11	24.37	22.49	22.31	22.21	22.10
	97.76	98.14	95.99	86.57	81.26	73.78
其中：固定资产（亿元）	14.57	13.84	13.12	12.43	11.74	11.57
在建工程（亿元）	0.04	0.07	-	-	-	-
可供出售金融资产（亿元）	0.04	3.62	3.60	3.56	3.54	3.55
长期股权投资（亿元）	-	-	-	1.38	1.45	1.49
无形资产（亿元）						
长期应收款（亿元）	5.40	6.52	5.69	4.88	5.01	5.05
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.60	5.05	4.72	4.53	4.33	2.80
受限资产账面余额/总资产（%）	7.78%	20.34%	20.15%	17.58%	15.84%	9.35%

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

2016-2018年末，该公司资产总额分别为23.42亿元、25.77亿元和27.33亿元。从构成上看，公司资产以非流动资产为主，同期末占比分别为98.14%、95.99%和86.57%。

2018年末，该公司流动资产5.12亿元，主要由现金类资产、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成，分别为2.55亿元、0.16亿元和2.27亿元。其中现金类资产全部为货币资金，含不可动用的货币资金0.02亿元。一年内到期的非流动资产全部为一年内到期的融资租赁款构成。其他流动资产主要为一年内应收保理业务款构成。

该公司资产以非流动资产为主，主要包含固定资产、可供出售金融资产、长期应收款和长期股权投资款构成。2018 年末，公司固定资产账面价值 11.74 亿元，成新率 53.97%，其中地铁车辆账面价值为 10.69 亿元，其余部分主要为车站屏蔽门、检票系统和电视监控系统等。同期末，公司可供出售金融资产 3.54 亿元，维持上年水平，主要由公司持有的上盖物业股权构成。2018 年末，公司长期应收款 5.01 亿元，全部系应收融资租赁款。同期末，长期股权投资款 1.45 亿元，主要由当年参股的上实保理公司股权构成。2019 年 3 月末，公司非流动资产余额与年初持平，为 22.10 亿元，结构无显著变化。

图表 24. 公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	2018 年末余额	受限原因
货币资金	0.02	保理业务保证金
固定资产	4.31	融资租赁抵押
合计	4.33	—

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

截至 2018 年末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 4.33 亿元，占公司资产总额的 15.85%，其中受限固定资产占固定资产总额的 36.73%，对公司资产流动性或再融资能力产生一定负面影响。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率（%）	8.67	7.94	16.42	51.80	65.85	78.70
速动比率（%）	8.63	7.87	16.39	50.96	64.86	77.93
现金比率（%）	8.11	6.92	13.17	3.47	32.46	34.82

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

2016~2018 年末，该公司流动比率分别为 16.42%、51.80%和 65.85%，速动比率分别为 16.39%、50.96%和 64.86%，资产流动性较差。同期，公司现金比率分别为 13.17%、3.47%和 32.46%。2018 年末，公司现金类资产余额较充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司未对合并范围外企业提供担保，亦不存在作为被告的重大未决诉讼。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司经营主业主要集中在子公司，管理及投融资职能集中在母公司。母公司对子公司授信及融资实行预算管理制度，资金未实行集中归集管理制度。除长期股权投资外（其中子公司投资款 22.62 亿元），母公司资产主要为

可供出售金融资产，2018 年末为 3.54 亿元，主要为持有的上盖物业股权。同期末，母公司货币现金余额为 0.21 亿元，占合并口径货币资金比重 8.16%；刚性债务余额 7.03 亿元，占公司合并口径刚性债务的 60.40%。2018 年，母公司实现营业收入 0.03 亿元，净利润 0.56 亿元，经营活动产生的现金流-2.27 亿元。

外部支持因素

该公司具有良好的银行信用，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，可获得一定的授信额度。截至 2019 年 3 月末，公司已获得的银行授信额度为 35.00 亿元，已使用授信额度 11.15 亿元，尚有 23.85 亿元的授信额度未使用。

跟踪评级结论

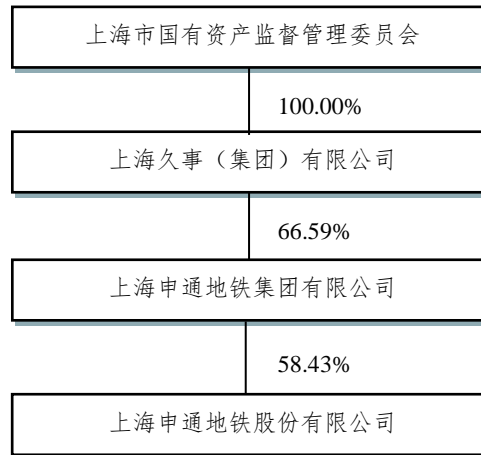
跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，法人治理结构及管理水平没有重大变化。

跟踪期内，该公司主业仍为地铁一号线经营业务和融资租赁业务。公司核心的轨道交通业务收入持续小幅下滑，毛利率受大修成本变动而波动明显，总体盈利水平偏低。由于一号线公司拥有的核心资产部分地铁列车启用年代较早，未来购买更新车辆所需的资本性支出预计较大，且公司大架修费用总体呈上升趋势，一号线公司未来盈利能力不确定性较大。受此影响，公司拟置出一号线经营资产，置入轻资产的申凯公司，目前置出一号线资产已完工成工商登记，置入资产尚存不确定性。地铁租赁公司融资租赁业务开展情况正常，近年来逐步往商业保理业务拓展，收入规模稳步增长，但整体规模较小，对营业总收入贡献有限。

该公司资产流动性差，负债以短期刚性债务为主，即期偿债压力较大。但跟踪期内，公司现金流由负转正，负债经营程度尚属较低水平，外部融资渠道畅通，且期末货币资金尚属充裕，可为即其债务偿付提供一定支撑。

附录一：

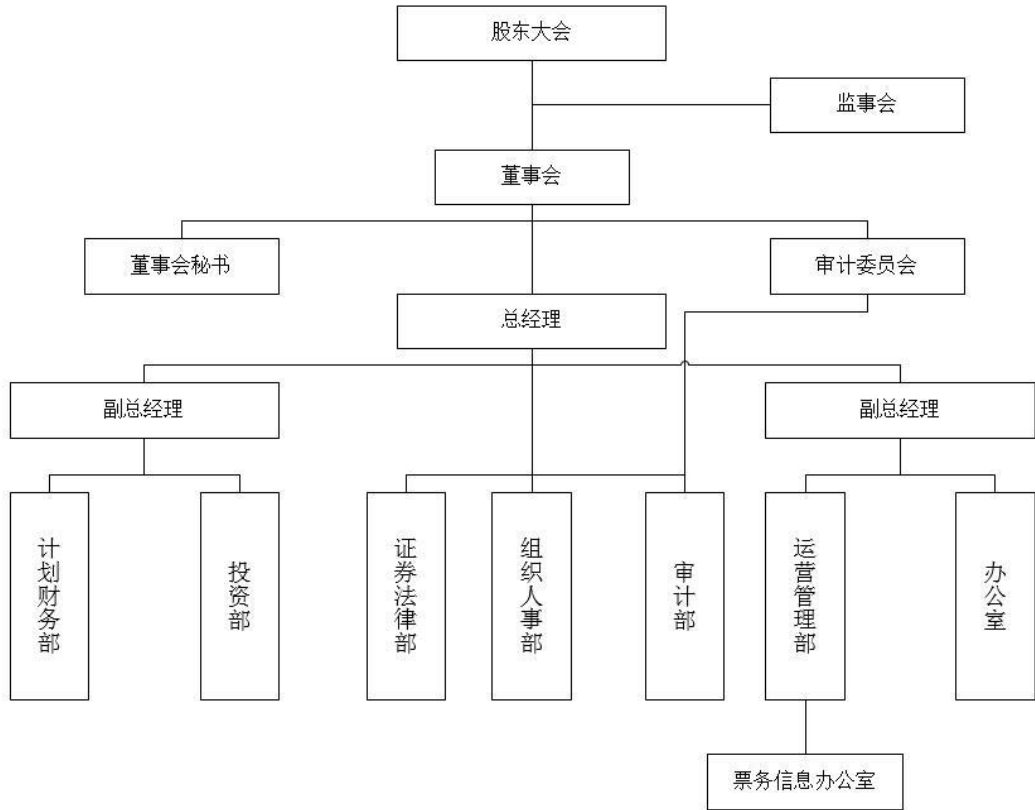
公司与实际控制人关系图



注：根据申通地铁提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据申通地铁提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）					
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA
上海申通地铁股份有限公司本部	申通地铁本部	—	—	地铁经营及相关综合开发	7.03	14.11	0.03	0.56	-2.27	-
上海申通地铁一号线发展有限公司	一号线公司	子公司	100	地铁经营及相关综合开发	3.87	17.51	6.89	0.04	0.63	—
上海地铁融资租赁有限公司	地铁租赁公司	子公司	71.43	融资租赁业务	0.19	6.06	0.60	0.36	3.09	—

注：根据申通地铁 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	23.42	25.77	27.33	29.96
货币资金 [亿元]	0.75	0.23	2.53	3.48
刚性债务[亿元]	7.44	10.29	10.77	10.82
所有者权益 [亿元]	14.33	14.65	14.77	15.17
营业收入[亿元]	7.56	7.52	7.52	1.93
净利润 [亿元]	0.52	0.52	0.31	0.39
EBITDA[亿元]	1.75	1.79	1.49	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.90	-0.33	1.13	1.32
投资性现金净流入量[亿元]	0.27	-1.10	0.28	0.11
资产负债率[%]	38.81	43.14	45.94	49.36
权益资本与刚性债务比率[%]	192.78	142.37	137.11	140.17
流动比率[%]	16.42	51.80	65.85	78.70
现金比率[%]	13.17	3.47	32.46	34.82
利息保障倍数[倍]	3.26	2.96	2.03	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	2.50	2.89	3.55	—
毛利率[%]	6.56	10.86	5.95	22.58
营业利润率[%]	3.20	8.96	4.84	23.69
总资产报酬率[%]	4.29	4.42	3.01	—
净资产收益率[%]	3.66	3.57	2.08	—
净资产收益率*[%]	3.66	3.57	2.08	—
营业收入现金率[%]	101.72	102.41	101.87	99.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.94	-5.38	15.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.86	-14.21	11.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.53	4.86	3.76	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.14	—

注：表中数据申通地铁经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。