

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(2020)100993】

**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+/2020 年 7 月 17 日

**前次跟踪:** 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                      | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年<br>第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元              |        |        |        |                |
| <b>母公司口径数据:</b>          |        |        |        |                |
| 货币资金                     | 0.03   | 0.21   | 0.39   | 1.18           |
| 刚性债务                     | 5.02   | 7.03   | 4.30   | 4.32           |
| 所有者权益                    | 13.74  | 14.11  | 14.36  | 14.42          |
| 经营性现金净流入量                | -0.04  | -2.27  | -9.38  | 0.81           |
| <b>合并口径数据及指标:</b>        |        |        |        |                |
| 总资产                      | 25.77  | 27.33  | 27.76  | 28.11          |
| 总负债                      | 11.12  | 12.56  | 12.84  | 12.95          |
| 刚性债务                     | 10.29  | 11.64  | 11.81  | 11.84          |
| 所有者权益                    | 14.65  | 14.77  | 14.91  | 15.15          |
| 营业收入                     | 7.52   | 7.52   | 6.59   | 0.71           |
| 净利润                      | 0.52   | 0.31   | 0.73   | 0.23           |
| 经营性现金净流入量                | -0.33  | 1.13   | -6.03  | 1.10           |
| EBITDA                   | 1.79   | 1.49   | 1.62   | —              |
| 资产负债率[%]                 | 43.14  | 45.94  | 46.28  | 46.08          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 142.37 | 126.86 | 126.30 | 127.95         |
| 流动比率[%]                  | 51.80  | 65.85  | 241.81 | 239.13         |
| 现金比率[%]                  | 3.47   | 32.46  | 92.39  | 117.58         |
| 利息保障倍数[倍]                | 2.96   | 2.03   | 5.06   | —              |
| 净资产收益率[%]                | 3.57   | 2.08   | 4.91   | —              |
| 经营性现金净流入量与<br>流动负债比率[%]  | -3.30  | 9.56   | -47.45 | —              |
| 非筹资性现金净流入量<br>与负债总额比率[%] | -14.21 | 11.92  | -12.40 | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 4.86   | 3.76   | 6.49   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.20   | 0.14   | 0.14   | —              |

注: 根据申通地铁经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

刘睿杰 lrj@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 2019 年以来申通地铁在股东背景、融资成本、主业经营及财务杠杆等方面所保持的优势,同时也反映了公司在资金类业务的扩张及风控等方面面临的压力。

#### 主要优势:

- **股东背景良好。**申通地铁的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。得益于申通集团的支持,公司银行授信充足,融资成本较低。
- **主业经营风险较低。**申通地铁的轨道交通运维服务、基金投资、融资租赁及商业保理等业务均主要面向申通集团及上海本地大中型国有或国有控股企业,经营风险较低。
- **财务杠杆水平合理。**申通地铁的资产负债率及现金比率等指标均处于合理水平,债务偿付安全性很强。

#### 主要风险:

- **信用质量高度依赖于申通集团。**申通地铁经营规模相对较小,信用质量对申通集团依赖度高。
- **资金类业务存在扩张及风控压力。**申通地铁的基金投资、融资租赁及保理业务占用资金规模相对较大。虽然历史回报情况良好且未发生逾期等损失情况,但随着业务的拓展扩张,公司风控压力或因客户信用质量下沉而上升。

➤ 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<sup>+</sup>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<sup>+</sup>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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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。

截至 2019 年末，该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 年末公司存续期内债务融资工具概况**

| 债项名称         | 发行金额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 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

“18 申通 MTN001”募集资金全部用于补充该公司及其下属子公司流动资金。截至 2020 年 3 月末，“18 申通 MTN001”募集资金使用情况正常。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状况。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

### 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，2019 年全国（不含港澳台地区）城市轨道交通新增运营里程 968.77 公里，较上年的 734 公里有明显提升。截至 2019 年，我国内地累计有 40 个城市开通城市轨道交通运营路线，线路总长达 6730.27 公里，其中地铁占比 77.07%。总体而言，城市轨道交通已成为大型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，盲目投资或对财力相对较弱的地方政府造成压力。

为强化城市轨道交通投资管理，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》，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），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。2019年6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅规定“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，通过进一步扩大专项债的适用范围为轨道交通投资提供强有力的支持。

在提高项目申报标准、规范资金来源的同时，2019年我国政府出台了一系列鼓励扶持政策大力倡导发展城市轨道交通行业。9月，中共中央、国务院印发的《交通强国建设纲要》要求“建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展，完善城市群快速公路网络，加强公路与城市道路衔接”。11月国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发[2019]26号），明确对补短板的基础设施项目可适当降低资本金最低比例不超过5个百分点；基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过50%比例的资本金。此次是国家又一次下调部分基础设施项目最低资本金比例，意味着铁路、公路、城市轨道交通等交通项目最低资本金比例有可能降至15%左右。

### 竞争格局/态势

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（2019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          | 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   | 209.90      | 31.90        | 4,227.90     | 35.23        | 1.21        | 213.20        |
| 杭州市地铁集团有限公司   | 66.99       | 38.39        | 1,790.75     | 53.14        | 1.69        | -31.91        |
| 南京地铁集团有限公司    | 28.63       | -80.44       | 1,936.14     | 64.63        | 1.49        | 2.35          |
| 西安市轨道交通集团有限公司 | 22.50       | 7.96         | 914.73       | 47.21        | 1.01        | 20.16         |
| 上海申通地铁股份有限公司  | <b>6.59</b> | <b>12.89</b> | <b>27.76</b> | <b>46.28</b> | <b>2.42</b> | <b>-6.03</b>  |
| 苏州市轨道交通集团有限公司 | 52.75       | 34.79        | 1,097.99     | 64.00        | 0.65        | 25.96         |

资料来源：Wind

### 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。**随着网络化和运营的不断深入，轨道交通运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

近年来,我国融资租赁行业市场参与者和业务规模逐年扩大。2020年6月,银保监会下发了《融资租赁公司监督管理暂行办法》,明确了融资租赁公司业务具体监管要求,有助于行业规范发展。

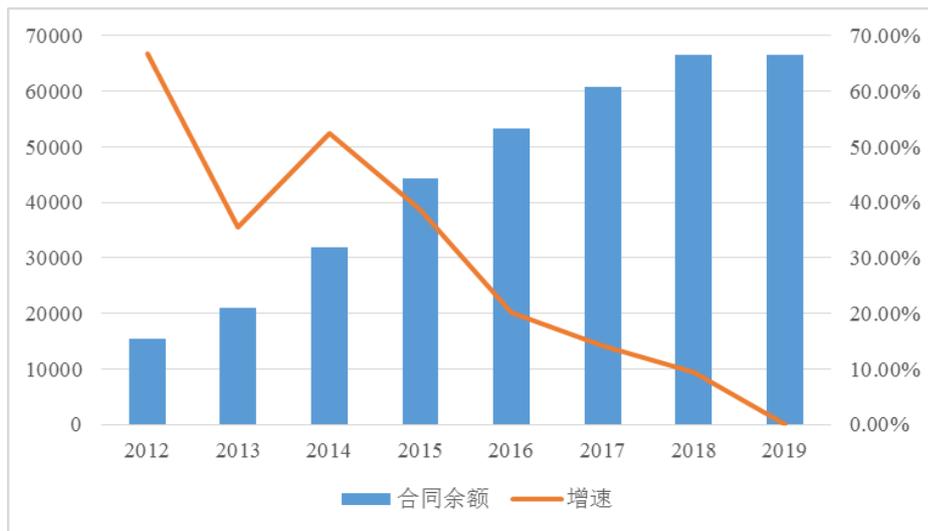
目前,我国融资租赁公司业务以售后回租为主,具有较为明显的类信贷特点,各类融资租赁公司之间竞争较为激烈。租赁公司投放资产的行业分布较为广泛,客户集中度普遍较高,不利于风险的分散。资金融通方面,我国融资租赁公司的资金主要来源于银行借款,但因金融租赁公司是持牌金融机构,其融资渠道更为广泛。随着政策层面的放开和资本市场的成熟,融资租赁公司逐步通过发行债券、资产证券化产品在资本市场进行直接融资。融资租赁公司的融资成本因信用资质的不同分化较为明显。

### 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。

近年来,在产业升级、城镇化进程的积极推进下,公共基础设施、医疗教育和交通运输等投资需求旺盛,我国租赁行业经历高速增长,2010年至2017年7年间,融资租赁合同余额年复合增速达到36.18%。但2018年以来,受行业监管体制和会计准则即将发生重大变化等因素影响,融资租赁企业数量、注册资本和租赁业务合同余额的增速明显减缓,为2006年以来的最低。根据中国租赁联盟、联合租赁研发中心和天津滨海融资租赁研究院统计,截至2019年末,全国融资租赁企业(不含单一项目公司、分公司、SPV公司和收购海外的公司)总数约为12130家,注册本金33255.00亿元,融资租赁业务合同余额66540.00亿元。

图表 3. 全国融资租赁业合同余额及增速（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。经过近年来的快速发展，我国融资租赁行业已经取得了较大的发展成就，行业参与主体的数量和市场容量均大幅上升，但相较于我国的总投资额而言，租赁业务的体量仍处于较低水平。与发达国家相比，国内融资租赁行业的发展仍处在初级阶段，这突出体现在两个方面，一个方面是市场渗透率较低，另一方面是业务层次不高。根据世界租赁报告的统计，截至 2017 年末，绝大部分发达国家融资租赁渗透率均超过 10%，美国长期维持在 20% 以上。然而，截至 2017 年底，我国融资租赁渗透率为 6.8%，与发达国家 15%-30% 的租赁渗透率相比，仍有较大的发展空间。

### 政策环境

相较于银行、证券、保险等传统金融机构，融资租赁行业监管体系建设相对滞后，可以分为多头监管和统一监管两个阶段。在 2018 年 4 月之前，我国租赁行业的监管呈现出“一个市场、两套监管体系、三种企业准入标准”的特征，其中银保监会负责金融租赁公司监管；商务部负责内资试点融资租赁公司（以下简称“内资租赁公司”）和外商投资融资租赁公司（以下简称“外商租赁公司”）的管理。两大监管体系的监管思路和监管措施呈现出明显的差异。金融租赁公司的监管主要依据是《金融租赁公司管理办法》，对内资和外资融资租赁的监管的法律依据主要是商务部 2013 年 9 月 18 日发布的《融资租赁企业监督管理办法》（商流通发[2013]337 号）。相较银监会监管系统而言，商务部对各类融资租赁公司的监管相对宽松，且随着“简政放权”的推进，相关审批流程不断简化，准入标准相应下降。

为了有效防范和化解融资租赁行业风险隐患，减少监管套利空间，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

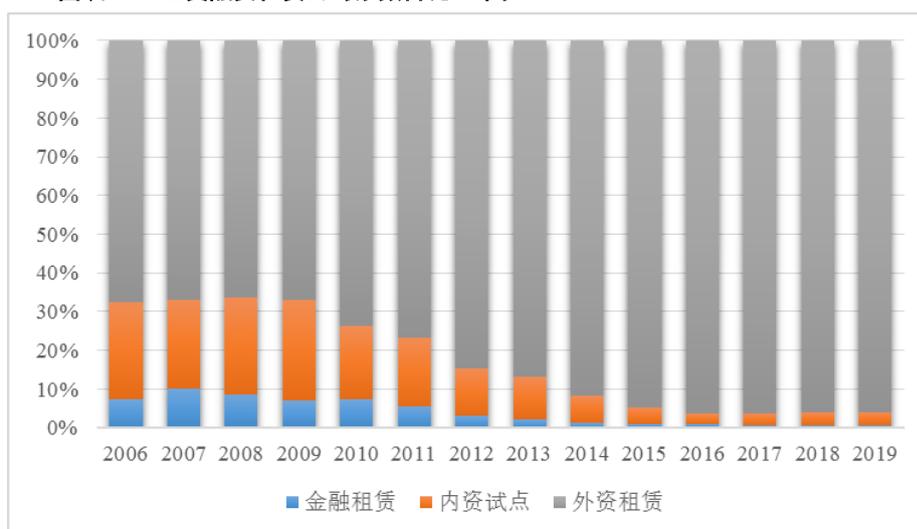
于监管效率和成本上的考虑，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。

为落实监管责任，规范监督管理，引导融资租赁公司合规经营，促进融资租赁行业规范发展，2020年6月，银保监会下发《暂行办法》，对融资租赁公司的业务开展范围、制度完善和监管指标制定了相应的监管要求。在业务开展方面，《暂行办法》规定了融资租赁公司的业务范围、租赁物范围、负面清单。其要求融资租赁物需要“权属清晰、真实存在且能够产生收益”，并通过负面清单禁止融资租赁公司开展“发放或受托发放贷款”、“通过网络借贷信息中介机构、私募投资基金融资或转让资产”等业务。在制度完善方面，《暂行办法》明确了对关联交易、资产质量分类和准备金等方面的建制要求。

### 竞争格局/态势

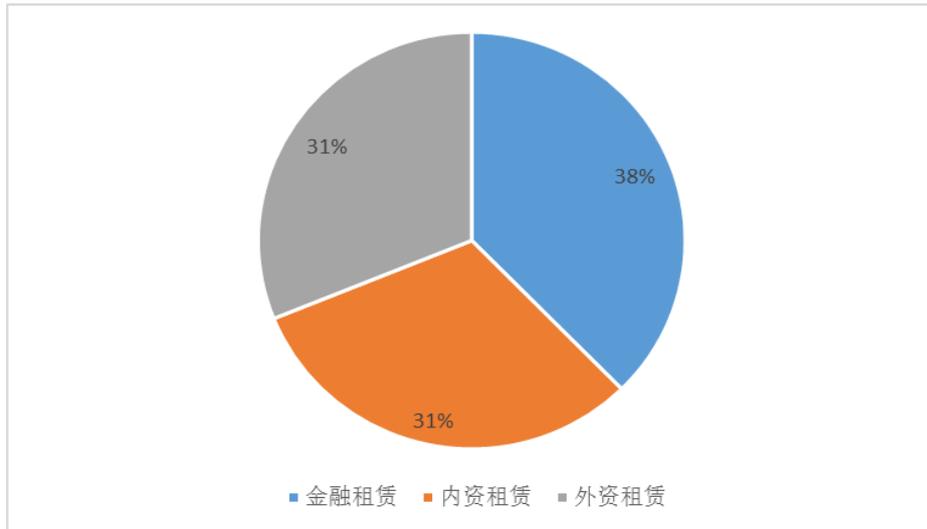
由于设立门槛与监管要求存在一定差异，目前各类租赁公司发展存在一定的不均衡性。其中，金融租赁公司数量较少，且由于审批较严，增速相对较慢。内资租赁公司增速较为平稳，2017年以来，随着相关审批权限的下放，数量增幅较为明显。外商租赁公司由于设立门槛相对较低，数量占比最高，发展速度最快；但部分企业也存在无实际开展业务、违法经营等问题。截至2019年末，金融租赁公司、内资租赁公司和外商租赁公司数量占比分别为0.58%、3.37%和96.04%。然而在实际业务量方面，金融租赁公司业务规模占比却最高，外商租赁公司的业务规模占比并未因公司数量的大幅增长而提升。以租赁合同余额为例，截至2019年末，金融租赁、内资租赁和外商租赁三类租赁公司租赁合同余额占比分别为37.62%、31.27%和31.11%。整体来看，租赁公司竞争格局呈现出金融租赁公司数量少但业务体量较大、外商租赁公司数量和业务量占比明显不匹配的特点。

图表 4. 三类融资租赁公司家数占比（单位：%）



资料来源：中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海融资租赁研究院，新世纪评级整理

图表 5. 2019 年末三类融资租赁合同余额占比（单位：%）



资料来源：中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海融资租赁研究院，新世纪评级整理

### 风险关注

**资金融通风险。**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、做大做强，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

2019 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 3.82 万亿元，同比增长 6.0%。其中第一产业增加值 103.88 亿元，同比下降 5.0%；第二产业增加值 1.03 万亿元，同比增长 0.5%；第三产业增加值 2.78 万亿元，同比增长 8.2%。全年战略性新兴产业增加值 0.61 万亿元，同比增长 8.5%，占全市地区生产总值的比重为 16.1%。截至 2019 年末，上海市常住人口为 2,428.14 万人，较上年末增加 4.36 万人。

2019 年，上海市规模以上工业实现总产值 3.44 万亿元，同比下降 0.3%。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 2.33 万亿元，同比增长 0.1%，占全市规模以上工业总产值的比重达 67.6%。全年城市基础设施建设投资同比下降 2.6%。其中，市政建设投资增长 23.9%，交通运输投资下降 13.5%。

## 2. 业务运营

跟踪期内该公司完成重大资产重组，核心业务由低毛利的上海地铁一号线运营变更为盈利状况相对较好的轨道交通运营维护服务，经营收益状况得到改善。同时，公司在融资租赁及商业保理业务、光伏发电、对外投资等方面保持了一定的投资力度。重组后公司主要业务仍围绕申通集团及部分上海市属企业展开，经营风险相对较小。

2001 年 7 月，该公司从上海申通地铁集团有限公司（简称“申通集团”）获得上海地铁一号线（莘庄—上海火车站）经营权。2012 年，公司将一号线地铁列车等资产及其业务注入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”）。由于长时间的运营，一号线公司核心资产中成新率偏低的地铁列车占比高，车辆更新的资本支出压力大。同时，大架修费用的上升加大了一号线公司未来盈利压力。基于上述原因，2019 年公司进行了重大资产重组：（1）于 6 月以 17.67 亿元的交易对价置出一号线公司 100% 股权给申通集团，自 7 月 1 日起不再将一号线公司纳入合并范围；（2）于 9 月以 0.53 亿元的交易对价从申通集团下属的上海申通轨道交通研究咨询有限公司（简称“咨询公司”）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，自 10 月 1 日起将申凯公司纳入合并范围<sup>1</sup>。截至 2019 年末，申通集团及公司均已现金支付了上述资产重组形成的股权转让款及过渡期损益，公司核

<sup>1</sup> 一号线公司 2019 年上半年的业绩利润留在公司；咨询公司将归属于自己的申凯公司 2019 年前三季度业绩利润让渡给公司。因此，公司 2019 年利润表包含了一号线公司 2019 年上半年及申凯公司 2019 年全年数据。

心业务已由上海地铁一号线经营变更为轨道交通运营维护管理服务。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司营业收入分别为 7.52 亿元、7.52 亿元、6.59 亿元和 0.71 亿元。

**图表 6. 公司主业收入及毛利率情况（亿元，%）**

| 主导产品或服务           | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年<br>第一季度 | 2019 年<br>第一季度 |
|-------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计            | 7.52    | 7.52    | 6.59    | 0.71           | 1.93           |
| 其中：（1）轨道交通（地铁一号线） | 6.97    | 6.89    | 3.55    | -              | 1.76           |
| 在营业收入中所占比重        | 92.69%  | 91.62%  | 53.82%  | -              | 91.19%         |
| （2）运营维护管理         | -       | -       | 2.09    | 0.47           | -              |
| 在营业收入中所占比重        | -       | -       | 31.76%  | 65.18%         | -              |
| （3）融资租赁及商业保理      | 0.55    | 0.60    | 0.86    | 0.24           | 0.17           |
| 在营业收入中所占比重        | 7.31%   | 7.98%   | 13.10%  | 33.21%         | 8.81%          |
| （4）新能源            | -       | -       | 0.03    | 0.01           | -              |
| 在营业收入中所占比重        | -       | -       | 0.44%   | 1.54%          | -              |
| 毛利率（%）            | 10.86%  | 5.95%   | 12.89%  | 31.06%         | 22.58%         |
| 其中：（1）轨道交通（%）     | 5.57%   | -0.84%  | -1.18%  | -              | 15.77%         |
| （2）运营维护管理（%）      | -       | -       | 11.03%  | 13.28%         | -              |
| （3）融资租赁及商业保理（%）   | 78.65%  | 79.73%  | 67.81%  | 64.10%         | 93.03%         |
| （4）新能源（%）         | -       | -       | 61.07%  | 68.14%         | -              |

资料来源：申通地铁

### （1）主业运营状况/竞争地位

#### A. 轨道交通

作为上海地铁一号线莘庄站至上海火车站站的经营主体，一号线公司自 2019 年 7 月 1 日起因重大资产重组不再纳入该公司合并范围，因此公司 2019 年核算口径只体现其上半年业绩情况。2019 年上半年，上海地铁一号线（莘庄—上海火车站）客流量较上年同期增长了 1.4%，换乘入比例进一步升至 53%，主要是 2018 年末五号线南延伸段东川路站至奉贤新城站的开通运营为一号线带来了新增换乘客流。

**图表 7. 2017-2018 年及 2019 年上半年一号线公司运营情况**

| 项目         | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年上半年 |
|------------|--------|--------|-----------|
| 平均票价（元/人次） | 2.07   | 2.05   | 2.17      |
| 开行列次（万列次）  | 21.60  | 21.80  | 10.32     |
| 客流量（亿人次）   | 3.47   | 3.47   | 1.72      |

注：根据申通地铁提供的数据绘制

#### B. 运营维护管理

该公司轨道交通运营维护服务业务集中于 2019 年 10 月 1 日新纳入合并范围的申凯公司。但由于咨询公司将归属于自己的申凯公司 2019 年前三季度业绩利润让渡给公司，因此申凯公司 2019 年全年经营业绩体现于公司当年利润表。申凯公司采用轻资产运营模式，业务涵盖传统地铁、全自动无人驾驶

地铁以及有轨电车等多模式公共交通工具的运维管理，具体内容主要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。申凯公司运营线路中的车辆、电气设备、轨道等均为客户资产，前期无需承担大规模的固定资产投入，因此业务可复制性较强，经营规模进一步扩张可期。

### 业务规模

截至 2019 年末，申凯公司负责运营的项目有上海地铁浦江线、浦东机场捷运线和松江有轨电车三个。其中，上海地铁浦江线隶属于申通集团，北起沈杜公路站，途经上海市浦江镇，南止汇臻路站，全长 6.64 公里，是上海市第一条胶轮无人驾驶地铁系统。浦东机场捷运线作为上海浦东国际机场内部的旅客捷运系统隶属于上海机场（集团）有限公司，东线连接 T2 及 S2 航站楼，段长 1652 米；西线连接 T1 及 S1 航站楼，段长 1861 米。松江有轨电车隶属于上海松江交通投资运营集团有限公司，是上海市第一个成网有轨电车系统，截至 2019 年末已投入运营的一期 T1 线及二期 T2 线连接了松江新老城区及周边重要商圈。

目前申凯公司在运营项目有两种盈利模式：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 8. 2019 年末申凯公司在营运营项目情况表（单位：亿元）

| 项目名称     | 盈利模式  | 线路正式运营时间       | 服务合同有效期         | 合同价           |
|----------|-------|----------------|-----------------|---------------|
| 上海地铁浦江线  | 固定总包价 | 2018 年 3 月     | 2018.3-2038.3   | 前五年 3.99 亿元/年 |
| 浦东机场捷运项目 | 固定总包价 | 2019 年 9 月     | 2019.9-2037.9   | 前三年 3 亿元/年    |
| 松江有轨电车项目 | 成本加成  | 一期 2018 年 12 月 | 2018.12-2023.12 | 成本的 110%      |
|          |       | 二期 2019 年 8 月  |                 |               |

注：根据申通地铁提供的数据绘制

### 成本控制

截至 2019 年末，该公司与凯奥雷斯分别持有申凯公司 51% 和 49% 股权。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。在日常经营过程中，申凯公司充分借鉴凯奥雷斯的技术经验，对标国际领先的行业管理理念和管理标准，通过扁平化管理、高度岗位复合、成熟的运维流程以实现运营和采购成本的体系化管控。

申凯公司三个在运营项目中有两个采用了固定总报价模式，因此其经营业绩更易受成本变化的影响。目前申凯公司的营业成本中约 60% 为人工成本，剩余部分主要来自车辆维修保养、基地使用、运营用品等。随着国内人力成本的不断上升，申凯公司盈利压力或将逐步加大。

该公司收购申凯公司后，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。根据上会会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《上海申通地铁股份有限公司重大资产重组业绩承诺实现情况专项审核报告》（上会师报字（2020）第 2365 号），申凯公司经审计的 2019 年度净利润为 960.74 万元，达到了当年的业绩承诺标准。

### C. 融资租赁及商业保理

该公司融资租赁及商业保理业务主要集中于全资子公司上海地铁融资租赁有限公司（简称“地铁租赁公司”）。其中融资租赁业务的交易对手一般为申通集团内关联企业，以售后回租作为主要的租赁形式，期限为 3-10 年不等。商业保理业务主要包括申通集团上游企业应收账款的商业保理、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商业保理、以及部分优质企业的应收工程款商业保理业务。

#### 业务规模

2019 年地铁租赁公司积极开拓轨交产业上下游以及市属大型国企客户，当年新签定 11 份融资租赁及商业保理合同，新投放资金 14.04 亿元，较上年增长 91.80%。截至 2019 年末，公司在手融资租赁项目合同金额总计 14.30 亿元，借款本金余额为 12.39 亿元，资金主要来源于自有资金和银行借款。

图表 9. 截至 2019 年末公司在手融资租赁项目情况<sup>2</sup>（单位：亿元、%）

|           | 交易资产               | 原持有者           | 交易对象            | 合同金额  | 借款本金余额 | 年利率  | 合同期限            |
|-----------|--------------------|----------------|-----------------|-------|--------|------|-----------------|
| 作为出租方融出资金 | 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  | 0.63   | 4.90 | 2014.09-2024.08 |
|           | 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  | 3.10   | 6.90 | 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      | 1.00  | 0.98   | 7.50 | 2018.06-2021.07 |
|           | 一号线地铁列车            | 一号线公司          | 上海申通地铁一号线发展有限公司 | 1.45  | 1.44   | 4.90 | 2019.06-2026.06 |
|           | 一号线地铁列车及屏蔽门（安全门）   | 一号线公司          | 上海申通地铁一号线发展有限公司 | 6.25  | 6.24   | 4.90 | 2019.06-2025.12 |
|           | 合计                 |                |                 | 14.30 | 12.39  | -    | -               |

注：根据申通地铁提供的数据绘制

截至 2019 年末，该公司在手商业保理项目余额为 2.74 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

<sup>2</sup> 自 2019 年 8 月 1 日起，一号线公司在融资租赁合同中的所有权利与义务由申通集团履行（三方签订了补充协议）。

通集团上游供应商、上海大型国有企业下属子公司和上实租赁。

**图表 10. 2019 年公司保理业务主要客户明细表（单位：万元）**

| 项目名称                        | 业务类型 | 余额            | 投放日        | 期限<br>(月) | 年利率   | 还款周期 | 风控措施                   |
|-----------------------------|------|---------------|------------|-----------|-------|------|------------------------|
| 上海嘉成五号线应收账款保理业务             | 有追明保 | 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 |
| 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 | 542           | 2018/9/3   | 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 | 553           | 2018/9/26  | 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南车保理业务     | 有追明保 | 103           | 2018/10/26 | 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 <sup>3</sup> | 有追明保 | 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        |
| 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 | 165           | 2019/5/24  | 24        | 9.00% | 随借随还 | 买方确权、中登登记、共管账户         |
| 上海嘉成十四号线应收账款保理业务            | 有追明保 | 12,000        | 2019/7/5   | 24        | 7.50% | 每三个月 | 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 | 9,000         | 2019/7/23  | 6         | 7.80% | 每三个月 | 中登登记、实控人和大股东担保         |
| 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 | 647           | 2019/8/23  | 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 | 2,600         | 2019/10/29 | 6         | 7.80% | 每三个月 | 中登登记、实控人和大股东担保         |
| <b>合计</b>                   |      | <b>49,433</b> | -          | -         | -     | -    | -                      |

注：根据申通地铁提供的数据绘制

### 风险管理

地铁租赁公司的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。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。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、自身性价比对比等方法进行分析以确认租赁物价格认定的合理性。

截至 2019 年末，该公司融资租赁及保理业务均未出现逾期或坏账等情况，业务风控整体情况较好。

### 资本实力

地铁租赁公司资本规模较小，2019 年末所有者权益合计 6.15 亿元，含资本金 5.60 亿元。同期末，地铁租赁公司负债总额为 11.56 亿元，主要包括 7.51 亿元的刚性债务和 3.99 亿元的其他应付款。其中，刚性债务主要为 7.39 亿元的长期借款；其他应付款主要为申通地铁本部给予的拆借款。

<sup>3</sup> 该笔保理业务会在季末回收，来月月初重新放款。因此 2019 年末余额不含此项目。

得益于申通集团的支持以及较为合理的融资成本，2019 年地铁租赁公司业务规模快速扩张。虽然杠杆水平和风险资产放大倍数显著上升，但目前其业务主要面向申通集团及上海本地大中型国有或国有控股企业，风险总体可控。

**图表 11. 地铁租赁公司资本与杠杆情况（单位：亿元）**

| 项目         | 2017 年末  | 2018 年末   | 2019 年末   |
|------------|----------|-----------|-----------|
| 总资产        | 8.63     | 10.31     | 17.70     |
| 其中：风险资产    | 8.57     | 7.67      | 13.85     |
| 总负债        | 2.64     | 4.24      | 11.56     |
| 其中：银行借款    | 0.24     | 0.09      | 7.51      |
| 融资租赁借款金额   | 1.44     | 0.89      | -         |
| 关联方拆借金额    | 0.71     | 3.20      | 3.99      |
| 资产负债率（%）   | 30.57    | 41.18     | 65.29     |
| 风险资产放大倍数   | 1.43     | 1.64      | 2.46      |
| 融资成本（年化，%） | 4.35-4.9 | 4.35-5.20 | 4.41-4.99 |

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

### 其他

该公司新能源业务体量小，主要集中于 2018 年 12 月成立的全资子公司上海地铁新能源有限公司（简称“新能源公司”），由其围绕申通集团相关资产开展业务。截至 2019 年末，新能源公司在运营项目包括：租赁管理申通集团既有的 10MW 装机容量项目，以及自建 6.6MW 装机容量项目。其中，10MW 项目分布于川杨河基地、金桥基地、治北基地，目前年发电量约为 900 万 kw\*h，2019 年实际发电量约 830 万 kw\*h。该项目于 2017 年 6 月末正式并网，2019 年 7 月 1 日出租给新能源公司，资产租赁费合计约 200 万元/年。6.6MW 项目分布于申通集团的三林基地、富锦路基地、龙阳路基地，于 2019 年 12 月并网发电。2019 年下半年新能源公司实际售电量约 478 万 kw\*h，上网电价为 0.6906 元/kw\*h，实现营业收入 0.03 亿元。

**图表 12. 公司其他权益工具投资情况（单位：亿元）**

| 项目                         | 2018 年末     | 2019 年末     |
|----------------------------|-------------|-------------|
| 上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）       | -           | 7.00        |
| 上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 3.50        | -           |
| 上海爱建集团股份有限公司               | 0.002       | 0.002       |
| 上海城投控股股份有限公司               | 0.02        | 0.02        |
| 上海环境集团股份有限公司               | 0.01        | 0.02        |
| <b>合计：</b>                 | <b>3.54</b> | <b>7.04</b> |

注：根据申通地铁提供的数据绘制

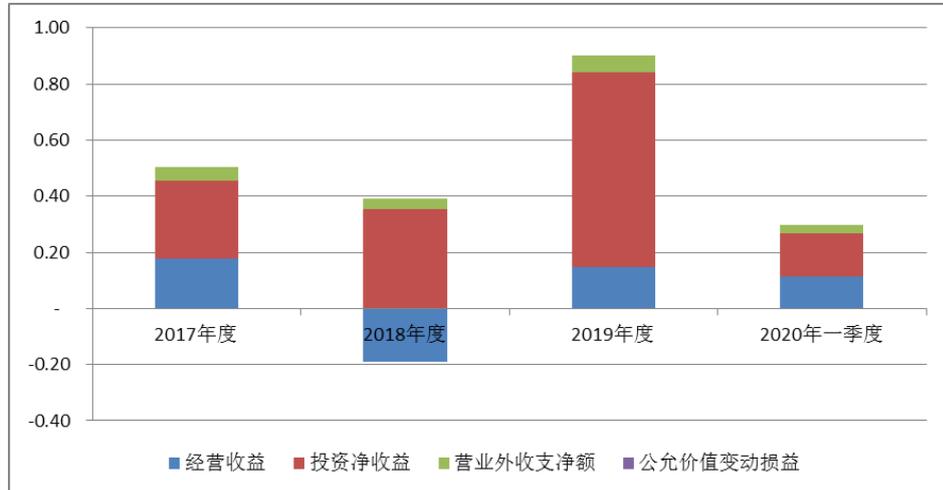
除上述业务外，该公司有一定规模的权益类投资，均于其他权益工具投资科目列示。2019 年 7 月和 9 月，公司分别对上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）<sup>4</sup> 出资 2.37 亿元和 4.63 亿元。9 月，公司向上海申通地铁资产经营管理有限公司到期转让所持有的上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙

<sup>4</sup> 上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）由隧道股份发起，主要投资于建设领域的早期或成熟期 Pre-IPO 项目。

企业（有限合伙）17.5%基金份额，交易对价合计 3.63 亿元。2019 年，公司所持其他权益工具投资产生的股利收入合计 0.45 亿元。

## （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

该公司原有的地铁一号线运营业务具有较强的公用事业属性，且维修成本压力不断加大，2017-2018 年业务毛利率持续下滑，拖累公司整体盈利表现。随着 2019 年重大资产重组的完成，公司核心业务变更为收入规模较小但盈利能力相对较强的轨道交通运营维护服务业务。

图表 14. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构   | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年<br>第一季度 | 2019 年<br>第一季度 |
|------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 7.52    | 7.52    | 6.59    | 0.71           | 1.93           |
| 毛利（亿元）     | 0.82    | 0.45    | 0.85    | 0.22           | 0.44           |
| 期间费用（亿元）   | 0.61    | 0.60    | 0.65    | 0.10           | 0.15           |
| 其中：销售费用    | 0.06    | 0.06    | 0.06    | 0.005          | -              |
| 管理费用       | 0.18    | 0.15    | 0.35    | 0.06           | 0.03           |
| 财务费用       | 0.37    | 0.40    | 0.23    | 0.04           | 0.12           |
| 期间费用率（%）   | 8.14    | 8.04    | 9.84    | 14.21          | 7.97           |
| 资产减值损失（亿元） | -0.00   | -0.00   | -       | -              | 0.00           |
| 信用减值损失（亿元） | -       | -       | 0.02    | 0.004          | -              |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理

2019 年，该公司期间费用较上年略增 0.05 亿元至 0.65 亿元，但核心业务的变化导致管理费用占比显著提升。同时，由于 2019 年下半年刚性债务阶段性回落导致当年利息支出同比下降明显，财务费用规模减至 0.23 亿元。2019 年公司期间费用率为 9.84%，对盈利的侵蚀程度有所提升。

2019 年，该公司信用减值损失为 0.02 亿元，系按账龄组合计提的应收账款坏账准备。公司应收账款主要集中于申凯公司，客户信用质量好，实际坏账

风险很小。

投资收益是该公司整体盈利的重要来源，2019 年实现的 0.70 亿元收益中，0.45 亿元来源于建元基金投资收益，0.16 亿元来源于一号线公司股权处置。同期，公司其他收益为 0.11 亿元，以政府提供的公交扶持资金为主；营业外收入为 0.06 亿元，主要系政府补助。

### (3) 经营规划/经营战略

2020 年，申凯公司计划立足长三角，实施走出去战略，将充分利用股东方在上海地铁行业地缘资源方面以及凯奥雷斯多模式运维经验方面的优势，进一步提升自身地铁运维的核心竞争力，力争成为长三角地区市场化轨道交通的主要运营维护服务供应商。

新能源公司将主要推进共约 12.8MWp 光伏项目的建设（包括中春路基地、陈太路定修段、浦江镇基地、北翟路等基地），并继续推进原有 10MWp 光伏项目和 6.6MWp 项目的运维工作，提高发电系统效率。

融资租赁公司将继续做好轨道交通等领域上下游合作伙伴的业务拓展，着力开发新客户，加深与大型国有企业、上市公司及同业的深度合作，加大业务总体投放量。同时，市场环境的变化要求融资租赁公司在现有制度基础上，积极寻求新的风险识别手段，加强风险管控力度，加强项目管理，积极做好原有项目的贷后管理工作。

## 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。

作为申通集团下属唯一的上市平台，该公司在控股股东资产体系中具有重要地位。公司在业务资源、融资渠道等方面能够得到申通集团的大力支持。2019 年，公司向关联方采购商品/接受劳务的金额合计 2.42 亿元，主要是一号线公司上半年委托申通集团下属各专业公司进行车辆设备维修、运营管理等活动而产生。同期，公司向关联方出售商品/提供劳务的金额合计 0.73 亿元，主要包括申凯公司向上海轨道交通八号线三期发展有限公司提供的浦江线运营管理服务 0.70 亿元。此外，公司作为出租方和承租方，分别从关联方获得租赁收入 0.20 亿元，支出租赁费用 0.48 亿元。截至 2019 年末，公司应收预付关

关联方各类账款账面价值 7.69 亿元，绝大部分系对申通集团的融资租赁款，于长期应收款科目列示。

根据该公司提供的 2020 年 7 月 7 日《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 2020 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。

**图表 15. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

| 信息类别     | 信息来源      | 查询日期      | 控股股东 | 母公司 | 核心子公司 |
|----------|-----------|-----------|------|-----|-------|
| 欠贷欠息     | 中国人民银行征信局 | 2020.7.7  | 不涉及  | 无   | 不涉及   |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露    | 2020.6.30 | 无    | 无   | 无     |

资料来源：根据申通地铁所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

跟踪期内该公司完成重大资产重组，资产结构发生显著变化。置出一号线公司在导致固定资产大幅减少的同时，产生的对价现金净流入为公司投资基金份额等资产提供了支持。2019 年末公司刚性债务规模较年初变化不大，但短期借款大幅减少，长期借款规模快速增长，目前借款主要用于开展融资租赁及商业保理业务。得益于良好的股东背景，公司银行授信充足且融资成本保持在较低水平，其整体偿债压力及偿债能力变化不大。

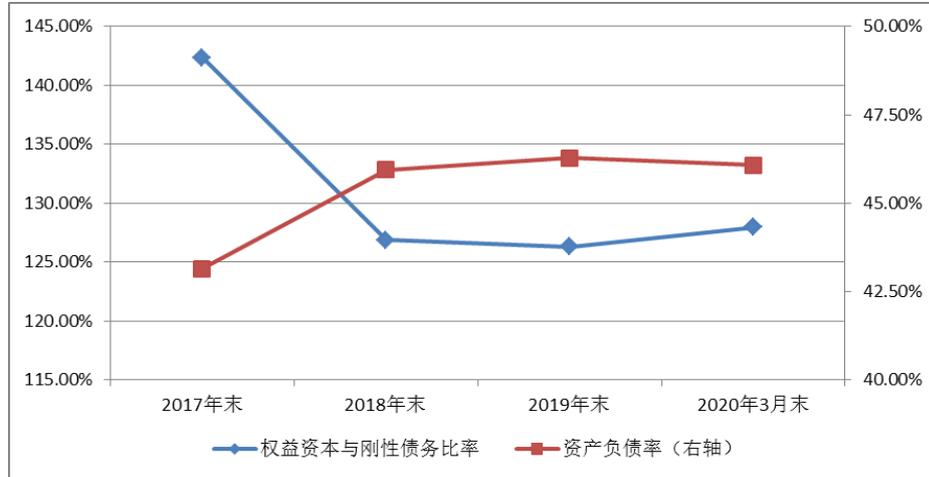
### 1. 数据与调整

上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 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。公司执行财政部颁发的《企业会计准则-基本准则》、具体会计准则和其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。2019 年公司通过同一控制下企业合并的方式获得申凯公司的控股权，处置一号线公司 100% 股权，合并范围发生重大变化。年末公司纳入合并范围的控股子公司共有 3 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 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。

剥离一号线公司后，2019 年末该公司短期借款规模较年初快速下滑。但由于融资租赁业务的扩张，公司长期借款规模迅速攀升，刚性债务和负债总额小幅增长。同时，由于自身经营积累有限，公司所有者权益增速较为缓慢，财务杠杆水平逐年提升。2020 年一季度公司负债规模增幅相对有限，3 月末资产负债率略有下滑。

### (2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务

| 核心债务      | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年 3 月末 |
|-----------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 (亿元) | 10.29   | 11.64   | 11.81   | 11.84       |
| 应付账款 (亿元) | 0.45    | 0.60    | 0.67    | 0.71        |
| 刚性债务占比    | 92.56%  | 92.74%  | 91.92%  | 91.44%      |
| 应付账款占比    | 4.09%   | 4.81%   | 5.27%   | 5.50%       |

资料来源：根据申通地铁所提供数据绘制。

2017-2019 年末，该公司长短期债务比分别为 66.38%、61.40%、273.36% 和 264.96%。2019 年重大资产重组后，公司非流动负债占比显著提升。截至 2019 年末，公司负债余额为 12.84 亿元，主要由刚性债务和应付账款构成，其中应付账款主要由轨道交通运营维护服务业务及光伏发电项目工程等产品产生。2019 年 3 月末，公司负债总额略增至 12.95 亿元，结构较年初没有显著变化。

### (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成

| 刚性债务种类           | 2017 年末     | 2018 年末     | 2019 年末     | 2020 年 3 月末 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>  | <b>5.87</b> | <b>6.88</b> | <b>2.42</b> | <b>2.45</b> |
| 其中：短期借款          | 4.84        | 5.96        | 2.33        | 2.27        |
| 一年内到期的非流动负债      | -           | 0.87        | 0.06        | 0.06        |
| 应付短期债券           | 1.00        | -           | -           | -           |
| 其他短期刚性债务         | 0.03        | 0.04        | 0.03        | 0.12        |
| <b>中长期刚性债务合计</b> | <b>4.42</b> | <b>4.77</b> | <b>9.39</b> | <b>9.39</b> |
| 其中：长期借款          | -           | -           | 7.39        | 7.39        |
| 应付债券             | -           | 2.00        | 2.00        | 2.00        |
| 其他中长期刚性债务        | 4.42        | 2.77        | -           | -           |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理

截至 2019 年末，该公司刚性债务余额为 11.81 亿元。其中短期借款余额为 2.33 亿元，公司本部作为借款主体承担的部分为 2.27 亿元。一年内到期的非流动负债余额为 0.06 亿元，为一年内到期的长期借款。其他短期刚性债务余额为 0.03 亿元，系应付利息。长期借款余额为 7.39 亿元，借款主体系地铁租赁公司，资金主要用于开展融资租赁和商业保理业务。公司应付债券余额 2.00 亿元，为 2018 年 9 月发行的“18 申通 MTN001”。其它中长期刚性债务（于长期应付款科目列示）由年初的 2.77 亿元降至 0 亿元，主要系通过融资租赁渠道筹措资金的一号线公司不再纳入公司并表范围所致。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额略增至 11.84 亿元，结构较年初变化不大。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标           | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年<br>一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 营业收入现金率（%）        | 102.41 | 101.87 | 98.18% | 76.48%        |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 1.04   | 0.89   | 1.52   | 0.08          |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | -1.38  | 0.24   | -7.55  | 1.02          |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | -0.33  | 1.13   | -6.03  | 1.10          |
| EBITDA（亿元）        | 1.79   | 1.49   | 1.62   | -             |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.20   | 0.14   | 0.14   | -             |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 4.86   | 3.76   | 6.49   | -             |

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。

该公司原有的地铁一号线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，因此营业收入现金率处于较好水平。2019 年核心业务变更后，公司应收账款规模显著提升，当年营业收入现金率下滑至 98.18%。2019 年公司经营环节现金净流出 6.03 亿元，主要系租赁业务规模扩张导致“支付其他与经营活动有关的现金”快速增长所致。

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，其中利润总额占比最大。受盈利回升等因素影响，2019 年公司 EBITDA 有所好转，EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度适中。

## (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标                      | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年<br>一季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | -1.10  | 0.28   | -3.59  | -             |
| 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 | -0.004 | -0.002 | -0.05  | -0.003        |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | -      | -      | 8.09   | -             |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -1.10  | 0.28   | 4.45   | -0.003        |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

2019 年该公司投资环节现金净流入 4.45 亿元。其中，回收投资与投资支付净流出 3.59 亿元，主要包括：（1）因转让所持有的上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业（有限合伙）17.5% 的基金份额收回投资 3.50 亿元，（2）对上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）出资 7.00 亿元。其他因素对投资环节现金流量影响净额 8.09 亿元，主要为资产重组过程中现金对价的差额减去标的子公司账面货币资金产生。

## (3) 筹资环节

近年来该公司整体经营规模缓慢扩张，运营及投资环节的现金补充需求主要通过银行借款或债务融资工具等渠道满足。2017-2019 年公司筹资环节现金净流量分别为 0.91 亿元、0.88 亿元和 2.11 亿元。

## 4. 资产质量

近年来该公司经营规模缓慢扩张，2017-2019 年末资产总额分别为 25.77 亿元、27.33 亿元和 27.76 亿元，其结构以非流动资产为主。截至 2019 年末，公司流动资产为 8.32 亿元，其中现金类资产、应收账款、其他流动资产和一年内到期的非流动资产分别为 3.18 亿元、0.48 亿元、1.22 亿元和 3.37 亿元。现金类资产全部为货币资金，含不可动用的货币资金 0.01 亿元。应收账款主要集中在申凯公司，应收对象信用质量好、坏账风险小。其他流动资产及一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的应收商业保理款和融资租赁款。

**图表 21. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）**

| 主要数据及指标            | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年<br>3 月末 |
|--------------------|---------|---------|---------|----------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%）  | 3.46    | 5.12    | 8.32    | 8.49           |
|                    | 13.43%  | 18.74%  | 29.97%  | 30.19%         |
| 其中：现金类资产           | 0.23    | 2.53    | 3.18    | 4.17           |
| 应收账款               | 0.06    | 0.09    | 0.48    | 0.58           |
| 其他流动资产             | 2.13    | 2.27    | 1.22    | 0.37           |
| 一年内到期的非流动资产        | 0.99    | 0.16    | 3.37    | 3.18           |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 22.31   | 22.21   | 19.44   | 19.62          |
|                    | 86.57%  | 81.26%  | 70.03%  | 69.81%         |
| 其中：固定资产            | 12.43   | 11.74   | 0.34    | 0.33           |
| 可供出售金融资产           | 3.56    | 3.54    | -       | -              |
| 其他权益工具投资           | -       | -       | 7.04    | 7.04           |
| 长期股权投资             | 1.38    | 1.45    | 1.50    | 1.52           |
| 其他非流动资产            | -       | 0.38    | 1.26    | 1.45           |
| 长期应收款              | 4.88    | 5.01    | 9.28    | 9.27           |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司非流动资产为 19.44 亿元，其中固定资产、其他权益工具投资、长期股权投资、其他非流动资产和长期应收款分别为 0.34 亿元、7.04 亿元、1.50 亿元、1.26 亿元和 9.28 亿元。公司固定资产大幅减少，主要系持有车站屏蔽门、检票系统和电视监控系统等资产的一号线公司划出所致。其他权益工具投资主要包括对上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资 7.00 亿元，以及所持少量爱建股份、城投控股和上海环境上市公司的股权。长期股权投资主要是对上实商业保理有限公司和上海申通鉴衡轨道交通检测认证有限公司这两家合营联营企业的股权投资，余额分别为 1.47 亿元和 0.04 亿元。其他非流动资产和长期应收款分别为剩余期限在一年以上的应收商业保理款和融资租赁款（含未实现收益）。2020 年 3 月末，公司资产略增至 28.11 亿元，结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 7.69 亿元。

**图表 22. 2019 年末公司资产受限情况（单位：亿元）**

| 受限资产  | 2019 年末余额 | 受限原因  |
|-------|-----------|-------|
| 货币资金  | 0.01      | 保函保证金 |
| 长期应收款 | 7.69      | 保理及质押 |
| 合计    | 7.69      | —     |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

## 5. 流动性/短期因素

由于重大资产重组，2019 年该公司流动资产显著增长，而流动负债大幅减少，流动性指标显著改善。

**图表 23. 公司资产流动性指标**

| 主要数据及指标  | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年 3 月末 |
|----------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 51.80   | 65.85   | 241.81  | 239.13      |
| 速动比率 (%) | 50.96   | 64.86   | 240.31  | 238.17      |
| 现金比率 (%) | 3.47    | 32.46   | 92.39   | 117.58      |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理。

## 6. 表外事项

截至 2019 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

该公司经营性主业务主要集中在子公司，管理及投融资职能集中在本部。公司本部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。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 0.39 亿元；刚性债务余额为 4.30 亿元，包括短期借款余额 2.27 亿元、应付债券余额 2 亿元、以及应付利息 0.03 亿元。2019 年度，公司本部实现营业收入 0.06 亿元，实现净利润 0.82 亿元。

## 外部支持因素

**图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

| 机构类别             | 综合授信  | 其中：<br>贷款授信 | 放贷规模/余<br>额 |
|------------------|-------|-------------|-------------|
| 全部（亿元）           | 28.40 | 26.40       | 11.90       |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | 5.00  | 5.00        | 5.00        |
| 工农中建交五大商业银行（亿元）  | 4.00  | 4.00        | 0.00        |

资料来源：根据申通地铁所提供数据整理（截至 2019 年末）。

得益于良好的股东背景，该公司已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，授信额度充足。截至 2019 年末，公司已获得的银行授信额度为 28.40 亿元，尚有 16.50 亿元授信额度未使用。

## 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。

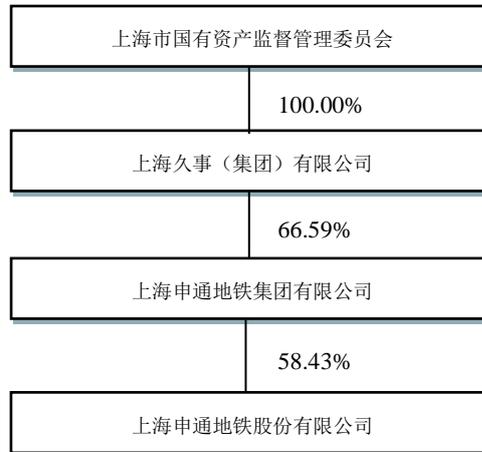
跟踪期内该公司完成重大资产重组，核心业务由低毛利的上海地铁一号线运营变更为盈利状况相对较好的轨道交通运营维护服务，经营收益状况得到改善。同时，公司在融资租赁及商业保理业务、光伏发电、对外投资等方面保持了一定的投资力度。重组后公司主要业务仍围绕申通集团及部分上海

市属企业展开，经营风险相对较小。

2019 年该公司资产结构发生显著变化，置出一号线公司在导致固定资产大幅减少的同时，产生的对价现金净流入为公司投资基金份额等资产提供了支持。2019 年末公司刚性债务规模较年初变化不大，但短期借款大幅减少，长期借款规模快速增长，目前借款主要用于开展融资租赁及商业保理业务。得益于良好的股东背景，公司银行授信充足且融资成本能够保持在较低水平，其整体偿债压力及偿债能力变化不大。

附录一：

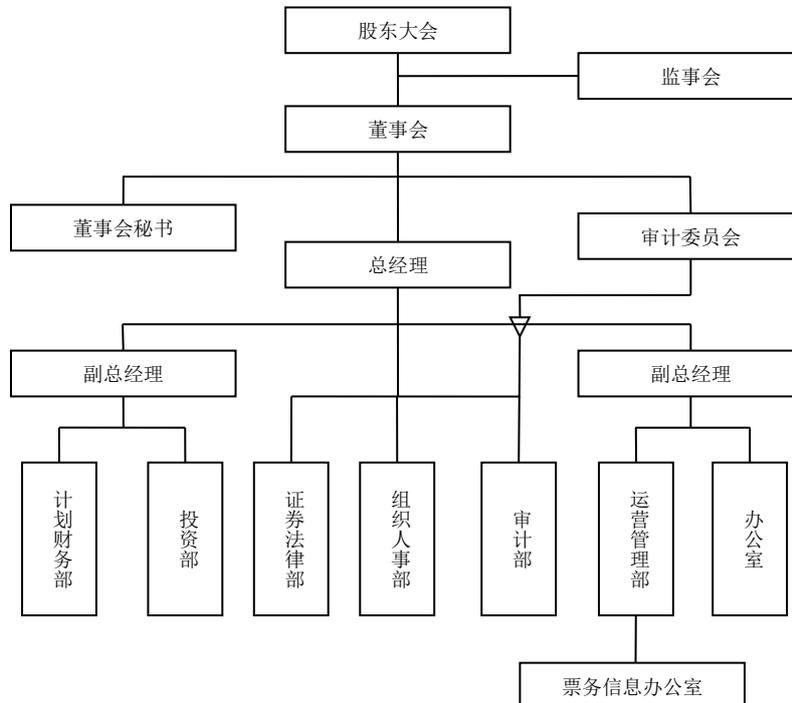
公司与实际控制人关系图



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        | 2019 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 |
| 上海申通地铁股份有限公司本部   | 本部     | —     | —           | 地铁经营及相关综合开发 | 4.30                | 14.36 | 0.06 | 0.82 | -9.38      |
| 上海申凯公共交通运营管理有限公司 | 申凯公司   | 子公司   | 51.00%      | 轨道交通运营维护    | -                   | 0.21  | 2.09 | 0.10 | 0.03       |
| 上海地铁融资租赁有限公司     | 地铁租赁公司 | 子公司   | 100.00%     | 融资租赁业务      | 7.51                | 6.15  | 0.86 | 0.45 | -5.48      |

注：根据申通地铁 2019 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]      | 2017年  | 2018年  | 2019年   | 2020年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|---------|---------------|
| 资产总额 [亿元]            | 25.77  | 27.33  | 27.76   | 28.11         |
| 货币资金 [亿元]            | 0.23   | 2.53   | 3.18    | 4.17          |
| 刚性债务[亿元]             | 10.29  | 11.64  | 11.81   | 11.84         |
| 所有者权益 [亿元]           | 14.65  | 14.77  | 14.91   | 15.15         |
| 营业收入[亿元]             | 7.52   | 7.52   | 6.59    | 0.71          |
| 净利润 [亿元]             | 0.52   | 0.31   | 0.73    | 0.23          |
| EBITDA[亿元]           | 1.79   | 1.49   | 1.62    | —             |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | -0.33  | 1.13   | -6.03   | 1.10          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -1.10  | 0.28   | 4.45    | 0.00          |
| 资产负债率[%]             | 43.14  | 45.94  | 46.28   | 46.08         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 142.37 | 126.86 | 126.30  | 127.95        |
| 流动比率[%]              | 51.80  | 65.85  | 241.81  | 239.13        |
| 现金比率[%]              | 3.47   | 32.46  | 92.39   | 117.58        |
| 利息保障倍数[倍]            | 2.96   | 2.03   | 5.06    | —             |
| 担保比率[%]              | —      | —      | —       | —             |
| 营业周期[天]              | —      | —      | 17.21   | —             |
| 毛利率[%]               | 10.86  | 5.95   | 12.89   | 31.06         |
| 营业利润率[%]             | 8.96   | 4.84   | 14.48   | 38.72         |
| 总资产报酬率[%]            | 4.42   | 3.01   | 4.58    | —             |
| 净资产收益率[%]            | 3.57   | 2.08   | 4.91    | —             |
| 净资产收益率*[%]           | 3.57   | 2.08   | 4.93    | —             |
| 营业收入现金率[%]           | 102.41 | 101.87 | 98.18   | 76.48         |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -5.38  | 15.65  | -107.41 | —             |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -23.16 | 19.52  | -28.07  | —             |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 4.86   | 3.76   | 6.49    | —             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.20   | 0.14   | 0.14    | —             |

注：表中数据申通地铁经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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<br>资<br>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<br>机<br>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<br>资<br>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<br>机<br>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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

|        | 一级要素       | 二级要素      | 风险程度 |
|--------|------------|-----------|------|
| 个体信用   | 业务风险       | 宏观环境      | 1    |
|        |            | 行业风险      | 3    |
|        |            | 市场竞争      | 1    |
|        |            | 盈利能力      | 9    |
|        |            | 公司治理      | 1    |
|        | 财务风险       | 财务政策风险    | 1    |
|        |            | 会计政策与质量   | 1    |
|        |            | 现金流状况     | 4    |
|        |            | 负债结构与资产质量 | 1    |
|        |            | 流动性       | 3    |
|        | 个体风险状况     |           | 3    |
|        | 个体调整因素调整方向 |           | 不调整  |
|        | 调整后个体风险状况  |           | 3    |
| 外部支持   | 支持因素调整方向   |           | 上调   |
| 主体信用等级 |            |           | AA+  |

附录七：

发行人历史评级情况

| 评级类型 | 评级情况分类 | 评级时间       | 评级结果   | 评级分析师   | 所使用评级方法和模型的名称及版本  | 报告（公告）链接             |
|------|--------|------------|--------|---------|---|----------------------|
| 主体评级 | 历史首次评级 | 2010年7月1日  | AA+/稳定 | 覃斌、李兰希  | -   | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 前次评级   | 2019年7月25日 | AA+/稳定 | 韩浩、王云霄  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a>   | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 本次评级   | 2020年7月17日 | AA+/稳定 | 黄蔚飞、刘春杰 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a> | -                    |
| 债项评级 | 历史首次评级 | 2018年8月29日 | AA+    | 武嘉妮、王云霄 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a>   | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 前次评级   | 2019年7月25日 | AA+    | 韩浩、王云霄  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a>   | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 本次评级   | 2020年7月17日 | AA+    | 黄蔚飞、刘春杰 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a> | -                    |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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本息的约定偿付日有效。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。