

信用评级公告

联合〔2022〕8199号

联合资信评估股份有限公司通过对沈阳地铁集团有限公司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“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN001”“20 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN002”“21 沈阳地铁 GN001”和“21 沈阳地铁 GN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年八月二十六日

沈阳地铁集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|----------------|------|------|------|------|
| 沈阳地铁集团有限公司 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 17 沈阳地铁 MTN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 18 沈阳地铁 MTN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 20 沈阳地铁 GN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 20 沈阳地铁 MTN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 20 沈阳地铁 GN002 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 21 沈阳地铁 GN001 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 21 沈阳地铁 GN002 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |

跟踪评级债项概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|----------------|-------|-------|------------|
| 17 沈阳地铁 MTN001 | 15 亿元 | 15 亿元 | 2027/12/21 |
| 18 沈阳地铁 MTN001 | 10 亿元 | 10 亿元 | 2028/05/31 |
| 20 沈阳地铁 GN001 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2030/04/24 |
| 20 沈阳地铁 MTN001 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2025/07/01 |
| 20 沈阳地铁 GN002 | 10 亿元 | 10 亿元 | 2025/09/17 |
| 21 沈阳地铁 GN001 | 10 亿元 | 10 亿元 | 2024/04/08 |
| 21 沈阳地铁 GN002 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2024/11/29 |

注：上述债券仅包括由联合资信受托评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“17 沈阳地铁 MTN001”和“18 沈阳地铁 MTN001”期限为 5+5 年，表中到期兑付日系投资人不行使回售选择权的到期日；“20 沈阳地铁 MTN001”系永续期中票，表中到期兑付日系首个续期行权日

评级时间：2022 年 8 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|-------------------------|-------------|
| 城市基础设施投资企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

评级观点

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位。跟踪期内，沈阳市经济和财政实力保持增长，公司继续获得沈阳市政府在资金注入和财政补贴等方面的大力支持，公司资产总额和所有者权益均保持增长。2021 年，公司营业总收入同比有所增长，但受到投资收益等非经常性收益减少的影响，公司利润总额由正转负。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，由于地铁项目建设周期长、资金需求大并具有较强的公益性，公司整体债务负担较重、未来资本支出压力较大和营业利润率持续为负等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

地铁是城市居民出行的重要交通工具，是各地政府倡导绿色出行理念的重要载体，发展空间广阔，并有望持续得到政府的大力支持，随着沈阳地铁路网建设的持续推进，公司的收入规模有望不断提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN001”“20 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN002”“21 沈阳地铁 GN001”和“21 沈阳地铁 GN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**2021 年，沈阳市地区生产总值为 7249.7 亿元，较上年增长 7.0%；完成一般公共预算收入 773.02 亿元，较上年增长 5.0%。
- 公司业务保持专营优势。**公司是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面保持专营地位。
- 持续获得有力的外部支持。**2021 年，沈阳市政府以拨付建设专项资金和地方政府债券资金、拨付公交车补贴等形式增加公司资本公积 30.63 亿元，拨付财政补贴 0.10 亿元。

本次评级模型打分表及结果:

| 指示评级 | aa | 评级结果 | | AAA |
|---------|------|-------|---------|------|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | A | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 1 |
| | | | 企业管理 | 1 |
| | | | 经营分析 | 1 |
| 财务风险 | F3 | 现金流 | 资产质量 | 4 |
| | | | 盈利能力 | 5 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | 3 | |
| | | 偿债能力 | 3 | |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 外部支持 | | | | +2 |

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 刘沛伦 杨晓薇

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

关注

1. 公司债务规模保持增长, 债务负担较重。2021 年底, 公司全部债务 496.04 亿元, 较上年底增长 18.11%。2022 年 3 月底, 公司全部债务 512.82 亿元, 全部债务资本化比率为 58.68%。
2. 公司未来面临较大的投资压力。公司在建的地铁项目待投资 836.44 亿元, 且规划中还有多条待投资的地铁线路。
3. 公司业务盈利能力弱。公司营业利润率持续为负, 2021 年营业利润率为-11.53%; 2021 年公司利润总额由正转负, 为-2.22 亿元。

主要财务数据:

| 项目 | 合并口径 | | | |
|-----------------|------------|--------|---------|------------|
| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 现金类资产 (亿元) | 46.00 | 67.05 | 69.05 | 68.72 |
| 资产总额 (亿元) | 707.89 | 790.05 | 895.51 | 920.75 |
| 所有者权益 (亿元) | 261.38 | 324.04 | 350.87 | 361.09 |
| 短期债务 (亿元) | 51.43 | 43.75 | 56.39 | 64.36 |
| 长期债务 (亿元) | 350.33 | 376.23 | 439.65 | 448.46 |
| 全部债务 (亿元) | 401.76 | 419.98 | 496.04 | 512.82 |
| 营业总收入 (亿元) | 10.57 | 10.39 | 11.65 | 1.60 |
| 利润总额 (亿元) | 0.17 | 5.71 | -2.22 | -1.33 |
| EBITDA (亿元) | 1.90 | 11.52 | -1.42 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -2.26 | -3.08 | -2.22 | -2.49 |
| 营业利润率 (%) | -9.18 | -17.97 | -11.53 | -62.13 |
| 净资产收益率 (%) | 0.04 | 1.75 | -0.64 | -- |
| 资产负债率 (%) | 63.08 | 58.99 | 60.82 | 60.78 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 60.58 | 56.45 | 58.57 | 58.68 |
| 流动比率 (%) | 204.73 | 268.77 | 248.52 | 238.68 |
| 速动比率 (%) | 134.74 | 206.64 | 195.89 | 187.82 |
| 现金收入比 (%) | 97.31 | 86.31 | 111.83 | 168.86 |
| 经营现金流动负债比 (%) | -2.35 | -3.43 | -2.12 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.89 | 1.53 | 1.22 | 1.07 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 0.30 | 1.00 | -3.56 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 211.52 | 36.45 | -349.16 | -- |
| 项目 | 公司本部 (母公司) | | | |
| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
| 资产总额 (亿元) | 661.98 | 742.09 | 841.16 | 865.68 |
| 所有者权益 (亿元) | 212.22 | 273.23 | 299.54 | 309.53 |
| 全部债务 (亿元) | 401.76 | 419.98 | 496.04 | 512.82 |
| 营业总收入 (亿元) | 7.07 | 6.06 | 7.00 | 1.18 |
| 利润总额 (亿元) | 0.05 | 4.23 | -2.76 | -1.19 |
| 资产负债率 (%) | 67.94 | 63.18 | 64.39 | 64.24 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 65.44 | 60.58 | 62.35 | 62.36 |
| 流动比率 (%) | 160.77 | 218.08 | 212.32 | 204.62 |
| 经营现金流动负债比 (%) | -0.68 | -4.16 | -2.77 | -- |

注: 1. 将长期应付款有息部分纳入长期债务计算; 2. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计
资料来源: 联合资信根据审计报告、财务报表及公司提供资料整理

评级历史：

| 债项简称 | 债项等级 | 主体等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|--|------|------|------|------------|------------------|---|----------------------|
| 21 沈阳地铁 GN002 | AAA | AAA | 稳定 | 2021/11/15 | 刘沛伦 汪宜徽 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 17 沈阳地铁 MTN001、 18 沈阳地铁 MTN001、 20 沈阳地铁 GN001、 20 沈阳地铁 MTN001、 20 沈阳地铁 GN002、 21 沈阳地铁 GN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2021/07/27 | 张宁 刘沛伦 汪宜徽 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 21 沈阳地铁 GN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2021/03/24 | 张宁 刘沛伦 汪宜徽 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 20 沈阳地铁 GN002 | AAA | AAA | 稳定 | 2020/09/10 | 王治 郑重 吕泽峰 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 20 沈阳地铁 MTN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2019/12/24 | 张龙景 马晓驭 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 20 沈阳地铁 GN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2019/12/24 | 张龙景 马晓驭 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 | 阅读全文 |
| 18 沈阳地铁 MTN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2018/03/29 | 张龙景 王治 | 城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年） | 阅读全文 |
| 17 沈阳地铁 MTN001 | AAA | AAA | 稳定 | 2017/10/26 | 张龙景 王治 | 基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年） | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受沈阳地铁集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

沈阳地铁集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内,公司股权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月底,公司注册资本和实收资本均为 86483 万元,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”)持有公司 88.73% 股权,国开发展基金有限公司(以下简称“国开基金”)持有公司 11.27% 股权¹;公司实际控制人是沈阳市国资委。

跟踪期内,公司经营范围未发生变化,部门设置有所调整。截至 2022 年 3 月底,公司本部内设 26 个部门(详见附件 1-1)。

截至 2021 年底,公司资产总额 895.51 亿元,所有者权益 350.87 亿元(含少数股东权益 1.03 亿元);2021 年,公司实现营业总收入 11.65 亿元,利润总额-2.22 亿元。

截至 2022 年 3 月底,公司资产总额 920.75 亿元,所有者权益 361.09 亿元(含少数股东权益 1.00 亿元);2022 年 1—3 月,公司实现营业总收入 1.60 亿元,利润总额-1.33 亿元。

公司注册地址:沈阳市沈河区大西路 338 号。
法定代表人:巴放。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 8 月 19 日,公司由联合资信评级的存续债券情况如表 1 所示,债券余额共计 60.00 亿元。跟踪期内,除“21 沈阳地铁 GN002”尚未到首个付息日之外,其他债券均已按期支付当期利息。

表1 跟踪评级债券概况(单位:亿元、年)

| 债项简称 | 余额 | 起息日 | 期限 | 票面利率 | 特殊条款/增信情况 | 募集资金用途 |
|----------------|--------------|------------|-----|-------|--------------------------|---|
| 17 沈阳地铁 MTN001 | 15.00 | 2017/12/21 | 5+5 | 6.00% | 调整票面利率,回售 | 全部用于地铁各线路及配套项目建设 |
| 18 沈阳地铁 MTN001 | 10.00 | 2018/05/31 | 5+5 | 5.80% | 调整票面利率,回售 | 6 亿元用于补充营运资金,4 亿元用于地铁线路及配套项目建设 |
| 20 沈阳地铁 GN001 | 5.00 | 2020/04/24 | 10 | 4.51% | -- | 1 亿元用于补充绿色项目配套流动资金,4 亿元用于偿还绿色项目金融机构借款本金及利息 |
| 20 沈阳地铁 MTN001 | 5.00 | 2020/07/01 | 5+N | 4.80% | 调整票面利率,延期,持有人救济,赎回,利息递延权 | 全部用于偿还本息债务 |
| 20 沈阳地铁 GN002 | 10.00 | 2020/09/17 | 5 | 4.50% | -- | 3 亿元补充绿色项目配套流动资金,7 亿元偿还绿色项目金融机构借款本金及利息 |
| 21 沈阳地铁 GN001 | 10.00 | 2021/04/08 | 3 | 4.78% | -- | 全部用于偿还绿色项目金融机构借款本金及利息 |
| 21 沈阳地铁 GN002 | 5.00 | 2021/11/29 | 3 | 4.18% | -- | 2 亿元用于补充绿色项目配套运营资金,3 亿元用于偿还绿色项目金融机构借款本金及利息, |
| 合计 | 60.00 | -- | -- | -- | -- | -- |

资料来源:联合资信根据公开资料整理

¹ 截至 2021 年底,公司实收资本中国开基金的投资额为 0.97 亿元、资本公积中其投资额为 17.53 亿元。国开基金有权选择通过沈阳市政府股权回购、减资或市场化退出方式实现投资回

收,投资期限内平均年化收益率不超过 1.2%。

“17 沈阳地铁 MTN001”和“18 沈阳地铁 MTN001”附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权，跟踪期内未进入行权期。“20 沈阳地铁 MTN001”系永续中票，清偿顺序等同其他待偿还债务融资工具，公司可以无条件递延支付债券利息及其孳息。

截至 2021 年底，“21 沈阳地铁 GN002”的募集资金剩余 2.70 亿元尚未使用，其他债券募集资金均已按约定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压

力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速²（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 2 中国主要经济数据

| 项目 | 2021 年 二季度 | 2021 年 三季度 | 2021 年 四季度 | 2022 年 一季度 | 2022 年 二季度 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| GDP 总额（万亿元） | 28.15 | 28.99 | 32.42 | 27.02 | 29.25 |
| GDP 增速（%） | 7.90(5.47) | 4.90(4.85) | 4.00(5.19) | 4.80 | 0.40 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 15.90(6.95) | 11.80(6.37) | 9.60(6.15) | 6.50 | 3.40 |
| 固定资产投资增速（%） | 12.60(4.40) | 7.30(3.80) | 4.90(3.90) | 9.30 | 6.10 |
| 房地产投资（%） | 15.00(8.20) | 8.80(7.20) | 4.40(5.69) | 0.70 | -5.40 |
| 基建投资（%） | 7.80(2.40) | 1.50(0.40) | 0.40(0.65) | 8.50 | 7.10 |
| 制造业投资（%） | 19.20(2.00) | 14.80(3.30) | 13.50(4.80) | 15.60 | 10.40 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 23.00(4.39) | 16.40(3.93) | 12.50(3.98) | 3.27 | -0.70 |
| 出口增速（%） | 38.51 | 32.88 | 29.87 | 15.80 | 14.20 |
| 进口增速（%） | 36.79 | 32.52 | 30.04 | 9.60 | 5.70 |
| CPI 涨幅（%） | 0.50 | 0.60 | 0.90 | 1.10 | 1.70 |
| PPI 涨幅（%） | 5.10 | 6.70 | 8.10 | 8.70 | 7.70 |
| 社融存量增速（%） | 11.00 | 10.00 | 10.30 | 10.60 | 10.80 |
| 一般公共预算收入增速（%） | 21.80 | 16.30 | 10.70 | 8.60 | -10.20 |
| 一般公共预算支出增速（%） | 4.50 | 2.30 | 0.30 | 8.30 | 5.90 |
| 城镇调查失业率（%） | 5.00 | 4.90 | 5.10 | 5.80 | 5.50 |
| 全国居民人均可支配收入增速（%） | 12.00(5.14) | 9.70(5.05) | 8.10(5.06) | 5.10 | 3.00 |

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何

平均增长率，下同。

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022年上半年社会消费品零售总额21.04万亿元，同比下降0.70%。其中，餐饮收入同比下降7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14万亿元，同比增长6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022年上半年中国货物进出口总额3.08万亿美元，同比增长10.30%。其中，出口1.73万亿美元，同比增长14.20%；进口1.35万亿美元，同比增长5.70%；贸易顺差3854.35亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022年上半年，CPI累计同比增长1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI累计同比增长7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年PPI-CPI剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022年上半年，新增社融规模21万亿元，同比多增3.26万亿元；6月末社融规模存量同比增长10.80%，增速较上年末高0.50个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增2.20万亿元，人民币贷款同比多增6329亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增3913亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。2022年上半年，全国一般公共预算收入10.52万亿元，按自然口径计算同比下降10.20%，主要是由于留

抵退税冲减了1.84万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长3.30%。支出方面，2022年上半年全国一般公共预算支出12.89万亿元，同比增长5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长17.30%，农林水支出增长11.00%，卫生健康支出增长7.70%，教育支出增长4.20%，社会保障和就业支出增长3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。

2022年上半年，全国城镇调查失业率均值为5.70%，高于上年同期0.50个百分点，未来稳就业压力较大。2022年上半年，全国居民人均可支配收入1.85万元，实际同比增长3.00%；全国居民人均消费支出1.18万元，实际同比增长0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。2022年7月28日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。2022年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以4月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、

不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

五、行业分析

1. 城市轨道交通行业

(1) 行业概况

依据中国城市轨道交通协会于2020年发布生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）系统制式分为10类，分别为地铁、轻轨、市域快轨、磁浮交通、跨座式单轨、悬挂式单轨、自导向轨道、有轨电车、导轨式胶轮和电子导向胶轮系统。截至2021年底，中国大陆地区³城轨交通运营线路包含9种制式（无悬挂式单轨），以地铁制式为主，地铁运营线路长度占比达78.3%。城轨交通具有快速、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，城轨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。

(2) 行业建设与运营

近年来，全国城轨交通运营线路规模稳步增长。2021年，全国城轨交通完成客运量及日均客运总量均恢复性增长。同期，全国平均客运强度同比增长，但未恢复至疫情前水平；全国平均运营收支比有所上升，运营收支缺口主要依赖政府票款补贴。

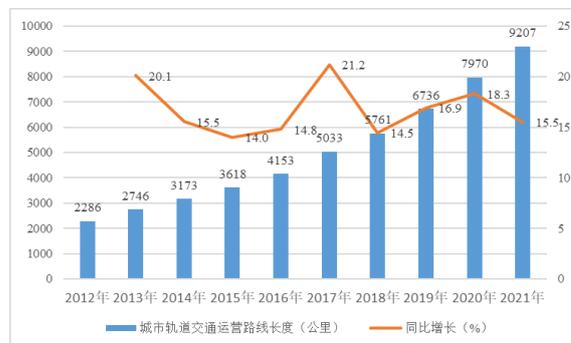
城轨交通项目投资体量大，建设资金来源包括：政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、发行债券和资产票据等方式筹集部分资金，或者通过运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措部分资金。未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的

正常建设和运营。近年来，为减轻建设期内地方政府财政投资压力，城轨交通行业投资逐步由单一的政府投资转变为引入社会资本多元化投资。

根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通2021年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），2021年，全国城轨交通完成投资5859.8亿元，在建项目的可研批复投资累计45553.5亿元，在建线路总长6096.4公里，在建线路规模与年度完成投资额同比均略有回落。2021年当年，共有3个城市新一轮城轨交通建设规划获国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）批复并公布，获批项目中涉及新增线路长度314.6公里，新增计划投资2233.54亿元。

截至2021年底，中国大陆地区共有50个城市开通城轨交通运营线路283条，运营线路总长度9206.8公里，较上年底增长15.5%；2021年新增运营线路长度1237.1公里。其中，地铁运营线路7209.7公里，占比78.3%；其他制式城轨交通运营线路1997.1公里，占比21.7%。

图1 2012-2021年中国城市轨道交通运营里程

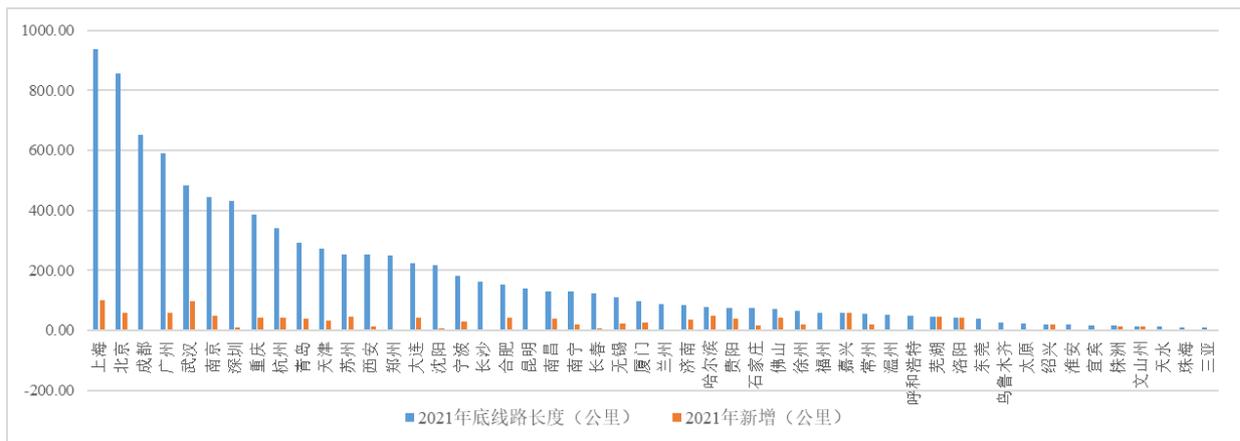


资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

从2021年累计运营线网规模看，共计24个城市的线网规模达到100公里及以上。其中，上海936.2公里，北京856.2公里，运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角城市群开通运营线路80条，运营线路长度2737.5公里，占比29.74%，长三角城市群开通运营城市和运营线网分布最为密集。

³ 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

图2 截至2021年底中国各城市轨道交通运营线路长度



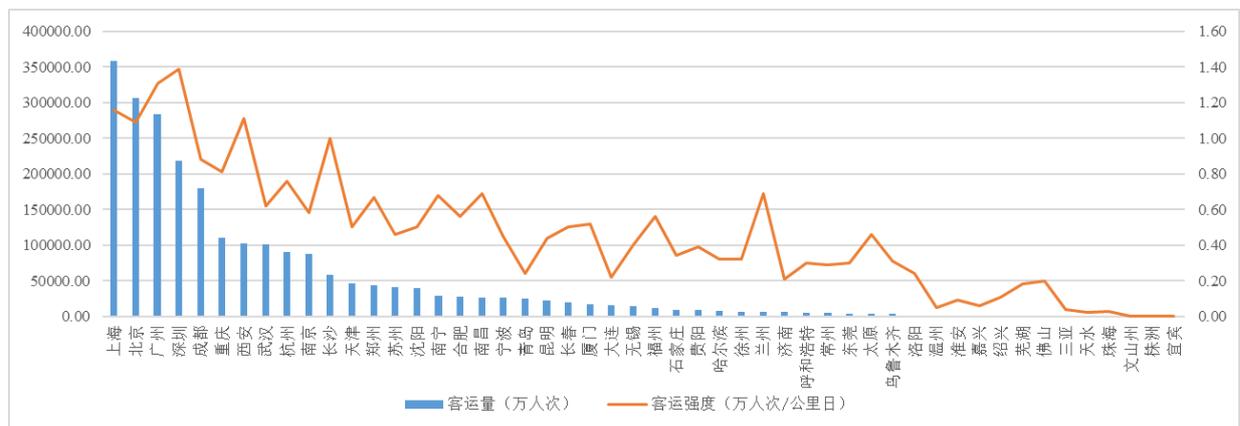
资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2021年，全国城轨交通完成客运量236.9亿人次，同比增加61亿人次，增长34.7%，接近疫情前2019年的237.1亿人次水平。各城市客运量水平有升有降，上海、北京、广州、深圳和成都5市稳居前列。2021年，全国城市日均客运总量达到6711.3万人次，较上年增加1579.6万人次，增长30.8%，比2019年增长1.1%；完成客运进站量146.3亿人次，比上年增加37亿人次，同比增长33.7%，比2019年下降2%；完成客运周转量1981.8亿人次公里，比

上年同期增长33.3%，比2019年下降1.1%。

2021年，全国城轨交通平均客运强度为0.48万人次/公里日，增幅6.7%，但与疫情前的2019年全国平均客运强度相比减少0.3万人次/公里日，下降32.4%，主要是受疫情散发影响叠加新线路投运初期客流较少以及有轨电车、市域快轨等线路的开通拉低平均水平所致。2021年，客运强度排在前五位的城市分别为深圳、广州、上海、西安和北京。

图3 2021年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（据可统计可对比的37市数据且同比数据做同口径调整），2021年全国城轨交通平均每车公里运营收入13.27元，同比增加0.73元。每车公里运营收入和每人公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南11市，均为资源经

营收入较高的城市。

2021年，全国城轨交通平均每车公里运营成本23.6元，同比下降0.42元。同期全国平均运营收支比为68.7%，同比增长3.7个百分点。城轨交通行业公益性较强，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，主要依赖政府给予的包括票款补贴在内的可行性缺口补助维持收支平衡。

(3) 行业政策 促进城市轨道交通行业的持续健康发展提供了支持和保障。
近年来,国家陆续出台相关政策,为规范和

表3 2018年以来城市轨道交通行业相关的主要政策

| 名称 | 发布单位 | 发布时间 |
|---|------------------------------|---------|
| 《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) | 国务院 | 2018.07 |
| 《城市轨道交通线网规划标准》 | 住建部 | 2018.08 |
| 《交通强国建设纲要》 | 国务院 | 2019.09 |
| 《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》 | 中国城市轨道交通协会 | 2020.03 |
| 关于推动都市圈市域(郊)铁路加快发展意见的通知(国办函〔2020〕116号) | 发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司 | 2020.12 |
| 《国家综合立体交通网规划纲要》 | 国务院 | 2021.02 |
| 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 国务院 | 2021.03 |
| 国家发展改革委关于印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》的通知(发改规划〔2021〕493号) | 发改委 | 2021.04 |
| 国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知(国发〔2021〕27号) | 国务院 | 2022.01 |

资料来源:联合资信整理

2021年3月,经两会授权发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出,“十四五”期间,我国城轨交通运营里程数将新增3000公里,预计“十四五”累计客运量将突破十亿人次。

2022年1月,根据国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知(国发〔2021〕27号),超大特大城市轨道交通加快成网,构建以轨道交通为骨干的快速公交网络,科学有序发展城市轨道交通,推动轨道交通、常规公交、慢行交通网络融合发展。

(4) 未来发展

“十四五”时期,以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化,城轨交通行业仍有较大发展空间,并持续获得政府的政策和资金支持。

“十四五”时期,城轨交通将由重建设转变为建设、运营并重阶段,随着现代综合交通运输体系的发展,以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化。“十四五”时期,城市群、都市圈轨道交通快速发展,城市群、都市圈规划中所批复的一批市域快轨将逐步建成开通,市域快轨潜在发展空间较大。

此外,城轨交通行业依托在国内大循环中形成的规模优势、技术优势、制度优势和后发优势,

加快“走出去”步伐,承接的越南首条城市轻轨项目、欧洲首个地铁项目先后通车,承接的“一带一路”项目正稳步推进。

作为大型基础设施项目,城轨交通的建设牵扯面广、投资规模大、工期长、技术和质量要求高,对土地利用、居民出行、城市发展的影响重大,关乎国计民生,其社会效益大于经济效益,政府给予的政策及资金支持力度大,城轨交通行业整体风险较小。

2. 区域经济环境

2021年,沈阳市经济和财政实力保持增长,政府性基金收入同比有所下降;常住人口呈净流入状态,人均GDP有所增长。

根据沈阳市统计局公布的《2021年沈阳市国民经济与社会发展统计公报》,2021年沈阳市实现地区生产总值(GDP)7249.7亿元,按可比价计算,较上年增长7.0%。其中,第一产业增加值326.3亿元,增长4.2%;第二产业增加值2570.3亿元,增长7.8%;第三产业增加值4353.0亿元,增长6.7%。三次产业结构为4.5:35.5:60.0。截至2021年底,沈阳市常住人口911.8万人,较第七次全国人口普查结果(907.01万人)增加4.79万人(增幅为0.53%),其中城镇人口占84.97%。按常住人口计算,2021年沈阳市全

市人均 GDP 为 79706 元，比上年增长 5.9%。

2021 年，沈阳市固定资产投资比上年增长 4.1%，其中建设项目投资增长 12.6%、房地产开发投资下降 1.1%。在固定资产投资中，第一产业投资下降 24.0%，第二产业投资增长 16.9%，第三产业投资增长 1.8%。工业投资增长 17.6%，其中制造业投资增长 17.3%。高技术产业投资增长 14.2%。基础设施投资增长 13.7%。

根据沈阳市财政局公布的《沈阳市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案》，沈阳市 2021 年完成地方一般公共预算收入 773.02 亿元，同比增长 5.0%，其中税收收入 612.43 亿元，占 79.23%；完成政府性基金收入 512.10 亿元，同比下降 12.2%。2021 年，沈阳市完成上级补助收入 319.14 亿元（一般公共预算上级补助收入 317.30 亿元、政府性基金上级补助收入 1.84 亿元）。2021 年，沈阳市完成一般公共预算支出 1032.50 亿元，财政自给率为 74.87%，财政自给程度一般。截至 2021 年底，沈阳市全市政府债务余额 1801.88 亿元。

根据沈阳市统计局公布的《2022 年 1—3 月主要经济指标》，2022 年 1—3 月，沈阳市地区生产总值 1611.4 亿元，同比增长 3.0%；固定资产投资额同比增长 7.6%；商品房销售面积同比下降 22.4%；地方一般公共预算收入 218.7 亿元，同比增长 6.5%，地方一般公共预算支出同比增长 29.9%。

六、基础素质分析

公司在沈阳市地铁投资建设、运营管理和资源开发等方面拥有专营优势。跟踪期内，公司股权结构、定位和区域地位未发生改变，征信记录保持良好。

1. 股权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8.65 亿元，沈阳市国资委和国开基金分别持股 88.73%和 11.27%，沈阳市国资委是公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司的主要任务和经营范围为以下几项：（1）根据政府授权，履行地铁工程甲方业主职能，实施对沈阳市快速轨道交通建设全面管理，包括总体规划，工程项目前期运作，委托设计、监理、施工、组织验收和交付使用；（2）管理地铁设施和运营；（3）按市场经济运作方式进行筹融资；（4）地铁及城市轨道交通系统沿线（站）及相关地区、地下空间资源的开发及管理；（5）利用地铁沿线地理优势和政府优惠政策进行开发、经营、销售、广告、商贸服务等综合经营开发业务，为地铁建设筹资和弥补运营经费。公司在沈阳地铁线路投资运营和沿线资源开发方面具有专营地位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》（中征码2101030000235945），截至2022年8月4日，公司本部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2022年3月底，公司存在1笔涉及金额超过500.00万元的未决诉讼。2014年6月，因建设工程施工合同纠纷，公司将东北金城建设股份有限公司（以下简称“金城公司”）诉至沈阳市中级人民法院，要求返还工程款等约3681万元；同时，金城公司提出反诉，要求公司支付工程款约1.5亿元。该案件已经沈阳市中级人民法院、辽宁省高级人民法院数次审理，目前公司已诉至最高人民法院，正在重审过程中。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 8 月 18 日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度无重大变化，董事长和总经理发生变更。

2021年12月，公司原董事长卢春峰同志退休，

原总经理巴放同志担任董事长，公司法定代表人相应发生变更。2022年6月，沈阳市政府任命高云胜同志任公司总经理，其简历如下。

高云胜，男，1966年9月出生，本科学历，教授级高级工程师；历任沈阳市市政工程研究院（现已更名为“沈阳市市政工程设计研究院有限公司”）工程师、高级工程师，沈阳市地铁建设指挥部总工办高级工程师、副主任、主任，沈阳市地铁建设指挥部副总工程师、总工程师、党组成员，公司总工程师、党委委员、党委副书记。现任公司党委副书记、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍以地铁建设、运营为主业，辅以钢材销售、广告、场地租赁等业务，营业总收入主要来自地铁运营和钢材销售。2021年，公司营业总收入有所增长，毛利率有所提升但仍然为负；2022年初起，公司不再开展对营业总收入和利润贡献较大的钢材销售业务。

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，主要业务包括地铁建设运营、钢材销售、场地租赁、广告等。地铁运营和钢材销售是其主要收入来源，2020年和2021年公司其他收入规模相对较大，主要是公司对延期到账的股权转让款收取一定利息所致。2021年，公司营业总收入同比增长12.10%，主要系地铁运营

和钢材销售收入增长所致；毛利率仍然为负，同比上升6.48个百分点，主要是广告业务扭亏为盈且对综合毛利润贡献较大所致。

从具体业务来看，主要系受到疫情形势有所缓和影响，2021年，除物业管理和其他收入之外，公司各主要业务收入同比均有所增长，其中地铁运营收入同比增长28.79%、钢材销售收入同比增长50.11%。2021年，公司物业管理收入同比下降85.52%，主要系2021年沈阳地铁9号线进入正式运营期，物业公司对相应的内部收入进行合并抵消所致。

2021年，公司地铁运营业务继续亏损，毛利率同比变化不大；2021年之前，由于公司将部分地铁线路及机器设备折旧费列入广告成本，地铁运营的实际亏损程度大于业务毛利率，自2021年起公司不再对地铁线路及相关机器设备计提折旧。2021年，公司钢材销售毛利率同比下降2.52个百分点，主要系受到市场价格变化影响。公司广告业务和物业管理毛利率同比大幅上升，分别系新签广告外包服务生效以及成本较高的内部物业管理收入被合并抵消所致。

2022年1-3月，公司营业总收入相当于2021年营业总收入的13.70%；公司综合毛利率为-60.90%，较2021年大幅下降，主要系受到疫情及春节假期的季度性影响，其次由于公司对地铁建设施工单位使用的钢材质量监督方式由甲供调整为甲控，从2022年初开始不再开展钢材销售业务。

表4 公司各业务板块收入情况和毛利率（单位：亿元）

| 项目 | 2020年 | | | 2021年 | | | 2022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 | 4.57 | 44.02% | -56.80% | 5.89 | 50.57% | -54.93% | 1.12 | 70.17% | -95.50% |
| 钢材销售 | 1.49 | 14.33% | 10.72% | 2.24 | 19.19% | 8.20% | 0.06 | 3.58% | 42.48% |
| 设备租赁 | 0.29 | 2.77% | 86.63% | 0.77 | 6.64% | 51.27% | 0.00 | 0.02% | 16.78% |
| 广告业务 | 0.15 | 1.41% | -757.80% | 0.36 | 3.08% | 58.39% | 0.04 | 2.26% | 93.87% |
| 物业管理 | 0.97 | 9.37% | 0.61% | 0.14 | 1.21% | 54.31% | 0.13 | 8.38% | -35.57% |
| 场地租赁 | 0.44 | 4.22% | 57.86% | 0.63 | 5.44% | 69.19% | 0.03 | 1.81% | -55.96% |
| 其他 | 2.48 | 23.89% | 49.73% | 1.62 | 13.87% | 41.21% | 0.22 | 13.79% | 46.94% |
| 合计 | 10.39 | 100.00% | -17.34% | 11.65 | 100.00% | -10.86% | 1.60 | 100.00% | -60.90% |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 地铁建设与运营

地铁运营

2021年, 受益于疫情防控转入常态化, 公司年度客运量和客运收入同比均有所增长; 公司不再对运营地铁线路相关资产计提折旧; 因地铁1号线和2号线处于维保开支高峰期, 公司地铁运营成本大幅增长, 公司预计2022年地铁线路维护费将有所回落。

跟踪期内, 公司未新增运营地铁线路。截至

2022年3月底, 公司运营地铁线路包括地铁1号线、地铁2号线(含地铁2号线北延线)、地铁9号线以及地铁10号线(北段), 开通长度合计117.04公里。其中, 地铁9号线系于2021年5月从试运营转入正式运营期, 线路资产暂估入账计入“固定资产”; 地铁10号线(北段)于2022年4月转入正式运营期, 故截至2022年3月底地铁10号线(北段)的线路资产仍体现在“在建工程”。

表5 截至2022年3月底公司运营地铁线路情况(单位: 亿元、公里、个)

| 项目名称 | 总投资(概算) | 开通长度 | 线路状态 | 起终点 | 车站数 | 开通时间 |
|------------|---------|---------|------|-------------|----------------|------------|
| 地铁1号线 | 117.66 | 27.925 | 运营 | 十三号街站—黎明广场站 | 22 | 2010/09/27 |
| 地铁2号线 | 127.00 | 32.927 | 运营 | 全运路站—蒲田路站 | 26 | 2011/12/30 |
| 地铁9号线 | 189.50 | 28.997 | 运营 | 怒江公园站—建筑大学站 | 23 | 2019/05/25 |
| 地铁10号线(北段) | 190.46 | 27.187 | 试运营 | 丁香湖站—张沙布站 | 21 | 2020/04/29 |
| 合计 | 624.62 | 117.036 | -- | -- | 85座车站 7座换乘站 | -- |

注: 部分站点暂未达到运营条件, 故已运营站点数、里程数与地铁线路规划存在差异

资料来源: 公司提供

表6 公司地铁运营情况

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1-3月 |
|------------|----------|----------|----------|-----------|
| 年度客运量(万人次) | 36765.25 | 31006.81 | 38378.36 | 7619.72 |
| 日均客运量(万人次) | 100.73 | 84.72 | 105.15 | 96.45 |
| 客车开行列次 | 332654 | 442366 | 495376 | 103803 |
| 日均客车开行列次 | 911.00 | 1209.00 | 1357.19 | 1313.96 |
| 运营里程(万车公里) | 5705.15 | 7427.77 | 8290.22 | 1737.86 |
| 客运收入(亿元) | 6.84 | 5.87 | 7.05 | 1.28 |
| 平均票价(元) | 1.86 | 1.89 | 1.84 | 1.68 |
| 网络正点率(%) | 99.96 | 99.98 | 99.98 | 99.98 |
| 运行图兑现率(%) | 99.99 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注: 客运收入包含试运行线路的票务收入, 试运行线路的票务收入冲减在建工程成本后为最后的地铁运营收入, 故与表3地铁运营收入存在差异

资料来源: 公司提供

2021年, 沈阳市疫情形势整体较2020年有所缓和, 市民出行量同比上升, 公司年度客运量和客运收入同比分别增长23.77%和20.10%。

2022年3月下旬至5月下旬, 受疫情传播有所反复的影响, 沈阳市政府再度要求停运城市公共交通或缩短运营时间, 公司2022年第二季度运营受到较大影响, 2022年第一季度运营受到的

影响相对较小。2022年1-3月, 公司地铁客运量和客运收入分别相当于2021年的19.85%和18.16%。

跟踪期内, 公司地铁运营网络正点率、运行图兑现率维持在高水平; 客运票价标准未发生变化。

2021年之前, 公司对地铁线路及地铁站按预计使用寿命100年计提折旧; 2021年起, 公司暂不对运营地铁线路相关资产计提折旧。

2021年, 公司地铁运营成本同比增长15.22%, 仍主要由人员费用、电费、物业管理费和地铁维护费构成, 2021年上述费用分别占运营成本的53.33%、9.96%、11.63%和12.70%, 占比同比变化不大。

表7 公司地铁运营成本构成(单位: 万元)

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1-3月 |
|---------|----------|----------|----------|-----------|
| 人员费用 | 51580.21 | 64267.24 | 76655.14 | 15655.16 |
| 电费 | 10593.89 | 12554.26 | 14307.93 | 3978.34 |
| 物业管理费 | 10315.13 | 16511.44 | 16711.41 | 4194.42 |
| 地铁线路维护费 | 13737.62 | 12534.14 | 18260.03 | 2082.26 |

| | | | | |
|-----------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|
| 其中：1号线维护费 | 6093.66 | 7576.37 | 7103.86 | 1810.39 |
| 2号线维护费 | 7461.10 | 4125.09 | 9762.68 | 162.88 |
| 9号线维护费 | 182.86 | 610.63 | 799.95 | 67.21 |
| 10号线维护费 | -- | 222.05 | 593.54 | 41.78 |
| 其他费用项目 | 12957.95 | 18868.08 | 17790.40 | 4180.02 |
| 合计 | 99184.80 | 124735.16 | 143724.91 | 30090.20 |

注：部分开支支付予子公司，合并报表中予以抵消
资料来源：公司提供

由于沈阳地铁客车开行列次和运营里程同比有所增长，2021年公司地铁运营成本中的人员费用、电费、物业管理费等与保障列车开行的相关成本均有所增长。2021年，地铁1号线维护费同比有所下降，地铁2号线维护费同比大幅增长，主要是因为地铁线路一般在开通运营后第10年左右需要进行大规模的维修和保养，地铁1号线和地铁2号线分别在2020年和2021年进入运营第10年，在附近年份的维护开支规模较大。地铁1号线已在2021年基本完成大修，公司预计2022年地铁线路维护费将有所下降。

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，目前沈阳市政府只给予公益人群乘车补贴。根据《沈阳市地铁运营服务成本规制和乘客票价补贴管理办法》，公司将每年地铁正式运营发生的相关财务费用全部计为对沈阳市财政局的应收利息补贴。截至2021年底，公司应收沈阳市财政局利息补贴款51.61亿元。

地铁项目建设

公司在建地铁项目有序推进，但在建及拟建项目投资规模大，公司资本支出压力大。

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、周期长和公益性强等特点，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，剩余建设资金主要由公司通过贷款及其他融资方式筹措。2021年，沈阳市政府共向公司拨付地铁建设资金29.00亿元，包括新增政府专项债券资金8.30亿元和再融资地方政府债券资金（用于偿还应付债券中的到期政府债券）8.68亿元。2022年1-3月，沈阳市政府向公司拨付政府专项债券资金7.00亿元用于地铁建设。

截至2022年3月底，公司在建地铁项目主要包括地铁4号线、地铁3号线和地铁2号线南延线等；地铁10号线（北段）投入试运营，尚未完成工程决算。上述项目计划总投资1127.17亿元，已完成投资290.73亿元，待投资836.44亿元。

根据2019年发布的《沈阳市城市轨道交通远景线网规划（2017版）》，沈阳市地铁线网由“七横、七纵、两弦线”共16条线组成，总长度630公里。结合沈阳市已正式运营的地铁线路长度（89.85公里）和建设中的地铁线路长度（189.57公里）看，沈阳市地铁建设未来待投资规模很大。

表8 截至2022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 | 项目资本金比例 | 截至2022年3月底实际已完成 | 工程完工进度 |
|------------|------------|---------------|------------|----------------|---------|-----------------|---------|
| 地铁10号线（北段） | 2013—2020年 | 27.19 | 21 | 190.46 | 30.00% | 134.52 | 100.00% |
| 地铁4号线 | 2015—2023年 | 34.13 | 23 | 210.31 | 40.00% | 78.08 | 37.13% |
| 地铁3号线 | 2019—2025年 | 41.27 | 30 | 266.13 | 40.00% | 26.90 | 10.11% |
| 地铁2号线南延线 | 2019—2024年 | 14.20 | 7 | 96.40 | 40.00% | 28.84 | 29.92% |
| 地铁1号线东延线 | 2020—2025年 | 16.21 | 10 | 101.48 | 40.00% | 8.50 | 8.38% |
| 地铁6号线 | 2020—2027年 | 35.26 | 30 | 262.39 | 40.00% | 13.89 | 5.29% |
| 小计 | -- | 168.26 | 121 | 1127.17 | -- | 290.73 | -- |

注：1. 地铁10号线分为北段和南段，北段计划投资190.46亿元，南段计划投资106.64亿元，目前北段已建设完成，但仍有工程尾款需要支付，南段正在编制可研报告，尚未投资建设；2. 已完成投资中包括建设期利息及预付账款，故实际完成投资金额大于“在建工程”科目对应工程余额；3. 公司另有已完工未决算的地铁配套工程，未在表中列示
资料来源：公司提供

(2) 地铁相关经营性业务

公司围绕地铁主业开展相关经营性业务，主要包括钢材销售、设备租赁、广告及物业管理等。钢材销售及设备租赁与地铁建设的下游需求相关，业务来源及回款较有保障，但公司已不再开展钢材销售业务；广告及物业管理与地铁运营环节相关，广告业务主要采用外包模式，物业管理以沈阳地铁内部业务为主。

钢材销售

公司钢材销售业务由子公司沈阳地铁经营有限公司（以下简称“地铁经营公司”）经营。跟踪期内，钢材销售业务仍采用以销定购的业务模式，主要供应商和客户未发生变化。2021年，公司钢铁全部采购自辽宁伟豪经贸有限公司，销售对象大部分是从事公司地铁建设业务的施工单位。受益于钢材市场价格上行，公司2021年钢材销售收入同比有所增长。由于公司对地铁建设施工单位使用的钢材质量监督方式从甲供调整为甲控，公司自2022年初起不再开展钢材销售业务，未来不会产生相关收入。

设备租赁

公司设备租赁业务主要是子公司沈阳盾构设备工程有限公司（以下简称“盾构公司”）对外租赁盾构机。公司现有盾构设备可用于市政地铁隧道、铁路隧道、公路隧道、城市地下管廊、引水隧洞等多个工程领域，业务范围不限于沈阳市地铁建设。2021年，由于盾构机租赁市场需求较2020年有所增加，公司相关收入增长较快。

广告

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确定。票卡、入出口导向、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。

2019年，公司广告业务外包合作方大象广告股份责任有限公司违约，未按合同支付相应费用。2020年四季度，公司与省广易为（上海）文

化传媒有限公司（以下简称“易为公司”）达成合作，分别出资30%和70%设立沈阳地铁易为传媒有限公司（后更名为“沈阳地铁经典视线传媒有限公司”），约定以保底租金加收益分红的方式从事广告运营，公司每年可获得的保底租金0.40亿元。2021年三季度，公司与易为公司的合作因故暂停；截至2022年7月底，公司与易为公司正在商谈新的合作方式，公司预计2022年第三季度将恢复合作。

物业管理

公司物业管理服务运作主体是沈阳地铁物业管理有限公司，业务分为对内和对外。对内业务主要是针对集团内部各所属公司的物业服务，包括地铁线路的保安、保洁，集团公司和沈阳国际展览中心办公楼物业服务等；对外业务主要是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。对内业务形成的收入规模相对较大，在公司合并报表中与其他业务成本抵消，但成本仍列支为物业管理成本，故存在试运营地铁线路时公司物业管理业务盈利水平低。2021年，公司对内业务的成本及收入在合并口径内全部抵消，导致公司物业管理业务毛利率大幅上升。

(3) 场地租赁及公租房运营

公司拥有沈阳国际展览中心的产权，通过承接展会和博览会等获得场地租赁收入，2021年沈阳市举办的展览数量有所回升。公司承接的公租房项目建设资金全部来自沈阳市财政预算安排，大部分项目已建设完成并交付入住，公司2021年确认的公租房租金收入同比有所增长。

场地租赁

公司场地租赁业务收入主要来自沈阳国际展览中心，该展览中心坐落于沈阳市苏家屯区，建筑面积16.60万平方米，整体规模位居国内第五位、东北首位；主展区展览面积为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。2021年，受益于疫情防控转入常态化，沈阳国际展览中心举办的展览数量有所回升。

公租房建设及运营

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”）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，公司将公租房项目投入计入“存货”科目，待项目建成决算后计划转为“固定资产”并按年限平均法计提折旧；同时，公司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。

从实际工程建设进度看，公租房项目大部分已建设完成并交付入住，未完工项目内容主要是装修，公司无拟建公租房项目。截至2022年3月底，公司已建设完工的公租房出租率为100%，配租家庭均已与房开公司签订《沈阳市公共租赁住房租赁合同》，且租金均按时缴付。2020年、2021年和2022年1—3月，公司分别实现公租房租赁收入0.48亿元、0.61亿元和0.15亿元。公司暂无拟建的公租房建设项目。

3. 未来发展

公司目标以地铁工程建设、运营为主导，多种经营协调发展，发挥各类资源协同效应，实现投资融资良性循环。

公司未来将以工程建设、运营管理、多种经营“三位一体”同步发展的经营模式为发展目标。以地铁工程建设、运营为主导，多种经营协调发展，高效整合各类资源，发挥协同效应，实现强有力的多条线路建设、运营组织协调能力和资源整合集成能力。立足沈阳、面向全国，依托专业化地铁建设、品牌化运营管理、集约化资源开发，至“十四五”规划期末力争具备成熟的上市条件，实现资产规模倍增、网络运营高效、经营效益凸

显、投资融资良性循环、社会责任全力完成等主要目标。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年第一季度财务数据未经审计。

截至2022年3月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司9家。2021年，公司新增1家一级子公司，系投资新设的全资子公司沈阳地铁酒店管理有限公司；2022年1—3月，公司合并范围未发生变化。整体来看，公司财务数据可比性强。

截至2021年底，公司资产总额895.51亿元，所有者权益350.87亿元（含少数股东权益1.03亿元）；2021年，公司实现营业总收入11.65亿元，利润总额-2.22亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额920.75亿元，所有者权益361.09亿元（含少数股东权益1.00亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入1.60亿元，利润总额-1.33亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着地铁项目建设推进，公司资产规模保持增长，固定资产和在建工程占比大，资产流动性较弱、盈利能力弱，公司资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额较上年底增长13.35%，主要体现为固定资产大幅增加。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表9 公司资产构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2020 年底 | | 2021 年底 | | 2022 年 3 月底 | |
|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动资产合计 | 240.71 | 30.47% | 260.34 | 29.07% | 264.89 | 28.77% |
| 货币资金 | 67.05 | 8.49% | 68.99 | 7.70% | 68.72 | 7.46% |
| 其他应收款 | 86.57 | 10.96% | 95.47 | 10.66% | 98.12 | 10.66% |
| 存货 | 55.65 | 7.04% | 55.13 | 6.16% | 56.45 | 6.13% |
| 其他流动资产 | 14.45 | 1.83% | 19.92 | 2.22% | 21.41 | 2.33% |

| | | | | | | |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 非流动资产合计 | 549.34 | 69.53% | 635.17 | 70.93% | 655.86 | 71.23% |
| 固定资产 | 200.87 | 25.43% | 323.87 | 36.17% | 323.84 | 35.17% |
| 在建工程 | 337.76 | 42.75% | 299.41 | 33.43% | 320.15 | 34.77% |
| 资产总额 | 790.05 | 100.00% | 895.51 | 100.00% | 920.75 | 100.00% |

数据来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至2021年底，公司流动资产较上年底增长8.16%，主要系其他应收款增加所致。其中，货币资金增长2.89%，包含0.43亿元银行冻结资金，受限比例为0.62%；其他应收款增长10.27%，主要系应收沈阳市财政局的利息补贴增加10.45亿元所致，除应收沈阳市财政局的利息补贴款（占54.04%）之外，公司其他应收款主要是与参股公司、沈阳市其他国有企业的往来款；存货较上年底变化不大，主要是公租房开发成本，未计提跌价准备；其他流动资产主要是待抵扣进项税额，较上年底增长37.85%。

表10 2021年底公司其他应收款前五大欠款单位
(单位：亿元)

| 单位名称 | 金额 | 占比 | 账龄 |
|------------------|-------|--------|------------|
| 沈阳市财政局利息补贴 | 51.61 | 54.04% | 1~3年, 3年以上 |
| 沈阳城建天和置业有限公司 | 5.91 | 6.19% | 1~3年 |
| 沈阳恒信国有资产经营集团有限公司 | 3.50 | 3.67% | 1~2年 |
| 沈阳融瑞置业有限公司 | 2.80 | 2.93% | 3年以上 |
| 沈阳市城建房地产开发集团有限公司 | 1.00 | 1.05% | 3年以上 |
| 合计 | 64.82 | 67.88% | -- |

注：1.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长15.62%，主要是固定资产增加所致。其中，固定资产较上年底增长61.23%，主要系地铁9号线进入正式运营期后公司对相关线路资产（暂估121.41亿元）转固所致，公司固定资产累计计提折旧10.62亿元；在建工程较上年底下降11.36%，主要系地铁9号线线路资产转固所致，在资产转出的同时，2021年公司对于在建工程增加投入

85.85亿元。

截至2021年底，公司受限资产0.43亿元，全部为受限的货币资金，占资产总额的比重为0.05%，公司资产受限比例低。

截至2022年3月底，公司资产总额较上年底增长2.82%，主要系在建工程增加20.74亿元所致，公司其他资产科目较上年底变化不大；资产受限情况较2021年底未发生变化。

3. 资本结构

跟踪期内，随着项目建设专项资金和补贴款的注入，公司所有者权益保持增长，资本公积占比高；公司债务规模保持增长，以长期债务为主，公司整体债务负担较重。

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益较上年底增长8.28%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益中资本公积占比很高，2021年底占比进一步上升至96.44%。

跟踪期内，公司实收资本未发生变化。2021年底，公司资本公积较上年底增加29.34亿元，系受沈阳市政府向公司拨付地铁建设资金29.00亿元（包含地方政府再融资债券资金8.68亿元和专项债券资金8.30亿元）、公租房建设资金413.52万元、公交车补贴1.59亿元，以及公司偿还国开基金投资款1.30亿元的共同影响所致。公司其他权益工具系2020年发行的5.00亿元永续中票“20沈阳地铁MTN001”，将于2025年进入首个续期选择权行权期。

截至2022年3月底，公司所有者权益较上年底增长2.91%，主要系资本公积增加所致。

表11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020年底 | | 2021年底 | | 2022年3月底 | |
|--------|--------|-------|--------|-------|----------|-------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 实收资本 | 8.65 | 2.67% | 8.65 | 2.46% | 8.65 | 2.40% |
| 其他权益工具 | 5.00 | 1.54% | 5.00 | 1.43% | 5.00 | 1.38% |

| | | | | | | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 资本公积 | 309.06 | 95.38% | 338.39 | 96.44% | 349.95 | 96.91% |
| 少数股东权益 | 0.98 | 0.30% | 1.03 | 0.29% | 1.00 | 0.28% |
| 所有者权益合计 | 324.04 | 100.00% | 350.87 | 100.00% | 361.09 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

(2) 负债
截至2021年底，公司负债总额较上年底增长16.87%，主要系长、短期借款增长所致。公司负

债以非流动负债为主，2021年底非流动负债占比
较上年底变化不大。

表 12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 2020 年底 | | 2021 年底 | | 2022 年 3 月底 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动负债合计 | 89.56 | 19.22% | 104.76 | 19.23% | 110.98 | 19.83% |
| 短期借款 | 43.75 | 9.39% | 56.39 | 10.35% | 64.36 | 11.50% |
| 应付账款 | 18.00 | 3.86% | 19.41 | 3.56% | 18.36 | 3.28% |
| 其他应付款 | 25.47 | 5.47% | 26.80 | 4.92% | 27.36 | 4.89% |
| 非流动负债合计 | 376.45 | 80.78% | 439.87 | 80.77% | 448.68 | 80.17% |
| 长期借款 | 169.25 | 36.32% | 227.25 | 41.73% | 241.41 | 43.14% |
| 应付债券 | 161.57 | 34.67% | 165.89 | 30.46% | 161.71 | 28.89% |
| 长期应付款 | 45.40 | 9.74% | 46.51 | 8.54% | 45.34 | 8.10% |
| 负债总额 | 466.01 | 100.00% | 544.63 | 100.00% | 559.66 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 16.97%，主要系短期借款增加所致。其中，短期借款增长 28.88%，全部为信用借款；应付账款较上年底增长 7.83%，主要系应付工程款增加所致；其他应付款较上年底增长 5.21%，主要由往来款(占 67.39%)和押金及保证金(占 31.69%)构成。

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底增长 16.85%，主要系长期借款和应付债券增长所致。其中，长期借款较上年底增长 34.27%，到期时间主要在 2045 年及以后，利率范围主要在 3.30%~4.90%；应付债券较上年底增长 2.67%，主要系新发中期票据所致；公司应付债券中地方政府债券资金(系公司收到的政府债券资金，用于偿还建设地铁 1 号线和 2 号线形成的存量债务，2021 年沈阳市政府通过发行政府再融资债券置换 8.68 亿元，应付债券减少的同时公司相

应增加资本公积)占 66.85%，以公司作为发行人的中期票据占 33.15%；长期应付款较上年底增长 2.44%，全部为融资租赁款，本报告已将其纳入长期债务计算。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.76%，主要系长、短期借款增加所致，其他负债科目较上年底变化不大。

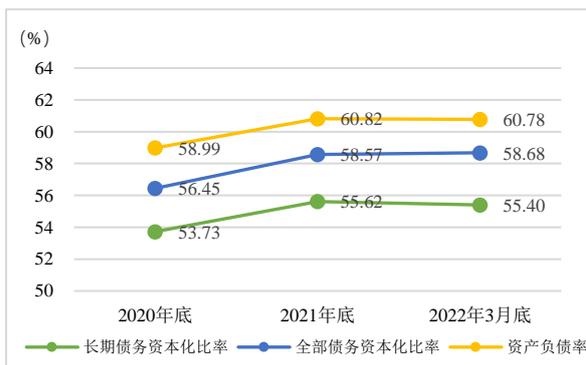
截至 2021 年底，公司全部债务较上年底增长 18.11%，以长期债务为主，长期债务占比较上年底下降 0.95 个百分点至 88.63%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升 1.83 个、2.12 个和 1.89 个百分点。如将永续债调入长期债务，公司 2021 年底全部债务增至 501.04 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前分别上升 0.56 个、0.59 个和 0.63 个百分点。

图4 公司债务结构(单位:亿元)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

图5 公司债务杠杆水平



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2022年3月底,公司全部债务较上年底增长3.38%;资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降0.04个百分点、上升0.11个百分点和下降0.22个百分点。如将永续债调入长期债务,公司2022年3月底全部债务增至517.82亿元,资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前分别上升0.54个、0.57个和0.62个百分点。总体看,公司债务规模持续增长,整体债

务负担较重。

从2021年底公司债务来看,2022—2025年,公司需偿还的债务本金分别为56.39亿元、54.42亿元、38.77亿元和31.20亿元。

截至2022年7月底,公司存续债券60.00亿元,若考虑投资人行使回售权,2022年和2023年将分别有15.00亿元和10.00亿元债券本金待偿还。

表13 截至2022年7月底公司存续债券情况(单位:年、亿元)

| 债券简称 | 发行期限 | 当前余额 | 到期日 | 下一行权日 | 2022年到期规模 | 2023年到期规模 |
|----------------|------|-------|------------|------------|-----------|-----------|
| 17 沈阳地铁 MTN001 | 5+5 | 15.00 | 2027/12/21 | 2022/12/21 | 15.00 | 0.00 |
| 18 沈阳地铁 MTN001 | 5+5 | 10.00 | 2028/05/31 | 2023/05/31 | 0.00 | 10.00 |
| 20 沈阳地铁 GN001 | 10 | 5.00 | 2030/04/24 | -- | 0.00 | 0.00 |
| 20 沈阳地铁 MTN001 | 5+N | 5.00 | 2025/07/01 | 2025/07/01 | 0.00 | 0.00 |
| 20 沈阳地铁 GN002 | 5 | 10.00 | 2025/09/17 | -- | 0.00 | 0.00 |
| 21 沈阳地铁 GN001 | 3 | 10.00 | 2024/04/08 | -- | 0.00 | 0.00 |
| 21 沈阳地铁 GN002 | 3 | 5.00 | 2024/11/29 | -- | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | -- | 60.00 | -- | -- | 15.00 | 10.00 |

注:针对含有回售选择权的债券,表中将下一行权日作为本金兑付日
资料来源:联合资信根据公开资料整理

4. 盈利能力

2021年公司营业总收入同比增长,营业利润率有所上升但仍然为负;主要由于投资收益等非经常性收益下降,公司利润总额同比由正转负。

2021年,公司营业总收入同比增长12.10%,营业成本同比增长5.91%,营业利润率同比上升6.44个百分点但仍然为负。

2021年,公司期间费用同比下降61.59%,主要系财务费用大幅下降所致。2021年,公司期间费用以管理费用为主(占71.29%),财务费用同比下降91.57%。公司财务费用同比大幅下降一是由于上年公司对历史利息支出的记账方式进行梳理和调整导致2020年财务费用高;二是根据《沈阳市地铁运营服务成本规制和乘客票价

补贴管理办法》，公司将每年地铁正式运营发生的相关财务费用全部计为对沈阳市财政局的应收利息补贴，2021 年相关财务费用支出未在利润表列示。2021 年，公司期间费用率为 17.03%，同比下降 32.68 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2021 年，公司利润总额由正转负，主要是公司营业利润率持续为负的情况下，投资收益等非经常性收益下降所致。2021 年，公司投资收益 1.07 亿元，同比下降 91.51%，主要系上年出售子公司股权后形成的投资收益规模较大导致比较基数较大，2021 年公司实现的投资收益系上年出售子公司股权的后续进度款；其他收益 0.10 亿元，均为政府补贴，同比下降 8.77%。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.53 个和 2.39 个百分点。

表 14 公司盈利能力情况

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-3 月 |
|-----------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入（亿元） | 10.39 | 11.65 | 1.60 |
| 营业成本（亿元） | 12.19 | 12.91 | 2.57 |
| 期间费用（亿元） | 5.17 | 1.98 | 0.35 |
| 投资收益（亿元） | 12.61 | 1.07 | 0.00 |
| 利润总额（亿元） | 5.71 | -2.22 | -1.33 |
| 营业利润率（%） | -17.97 | -11.53 | -62.13 |
| 总资本收益率（%） | 1.31 | -0.22 | -- |
| 净资产收益率（%） | 1.75 | -0.64 | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2021 年的 13.70%，营业利润率较 2021 年全年水平大幅下降，利润总额为负。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模有所缩小，投资活动现金净流出量仍保持在较大规模，地铁建设对筹资活动现金流入依赖度高。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入量同比增长 9.54%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长 45.25%所致；公司经营活动现金流入主要来自业务回款（13.03 亿元，占 73.16%）。公司 2021 年现金收入比同比上升

25.52 个百分点，收入实现质量好。2021 年，公司经营活动现金流出量同比增长 3.60%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 9.10 亿元，同比增长 17.76%；支付给职工以及为职工支付的现金、支付其他与经营活动有关的现金分别为 5.55 亿元、4.98 亿元。2021 年，公司经营活动产生的现金流量保持净流出，净流出规模同比略有缩小。

投资活动现金流方面，2021 年，公司投资活动现金流入量同比下降 52.57%，主要系上年处置子公司股权收到的现金规模较大所致，2021 年公司投资活动现金流入以收到其他与投资活动有关的现金 12.17 亿元为主，主要是收到的公租房建设资金和与地铁建设单位的往来款。2021 年，公司投资活动现金流出量同比增长 46.88%，主要系地铁建设投入力度加大所致。2021 年，公司投资活动现金流量保持净流出，净流出额同比增长 127.24%。

筹资活动现金流方面，2021 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 23.39%，主要由吸收投资收到的现金 21.79 亿元和取得借款及发行债券收到的现金 92.53 亿元构成。公司吸收投资收到的现金以政府拨付的地铁建设发展专项资金和政府专项债券资金为主（地方政府再融资债券资金直接用于偿还到期的政府债券，未体现在公司现金流量表）。2021 年，公司筹资活动现金流出量同比变化不大，主要系用于偿还债务本息。公司收到与支付其他与筹资活动有关的现金均主要为融资租赁款。2021 年，公司筹资活动现金流保持大额净流入，净流入额同比增长 40.98%。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-3 月 |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流入量 | 16.25 | 17.81 | 4.73 |
| 经营活动现金流出量 | 19.33 | 20.03 | 7.23 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -3.08 | -2.22 | -2.49 |
| 投资活动现金流入量 | 28.34 | 13.44 | 0.36 |
| 投资活动现金流出量 | 63.41 | 93.14 | 19.88 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -35.07 | -79.70 | -19.51 |
| 筹资活动现金流入量 | 101.51 | 125.26 | 31.14 |
| 筹资活动现金流出量 | 42.03 | 41.40 | 9.41 |

| | | | |
|---------------|-------|--------|--------|
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 59.48 | 83.86 | 21.73 |
| 现金收入比 (%) | 86.31 | 111.83 | 168.86 |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2022年1—3月，公司对地铁项目建设保持大规模投入，资金主要来自取得借款收到的现金（24.14亿元）和沈阳市政府拨付的政府专项债券资金（7.00亿元）。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现大幅下滑；公司融资渠道通畅，无对外担保。

表 16 公司偿债能力指标

| 项目 | 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|--------|-----------------|--------|---------|------------|
| 短期偿债能力 | 流动比率 (%) | 268.77 | 248.52 | 238.68 |
| | 速动比率 (%) | 206.64 | 195.89 | 187.82 |
| | 经营现金流动负债比 (%) | -3.43 | -2.12 | -2.25 |
| | 现金短期债务比 (倍) | 1.53 | 1.22 | 1.07 |
| 长期偿债能力 | EBITDA (亿元) | 11.52 | -1.42 | -- |
| | 全部债务/EBITDA (倍) | 36.45 | -349.16 | -- |
| | EBITDA 利息倍数 (倍) | 1.00 | -3.56 | -- |

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供的资料整理

从短期偿债能力指标看，2021 年底，公司流动比率和速动比率均大于 100%，分别较 2020 年底下降 20.26 个和 10.74 个百分点；2022 年 3 月底，上述两个指标较 2021 年底均继续略有下降。2021 年公司经营活动净现金流仍然为负，对流动负债无保障能力。2021 年底，公司现金短期债务比较 2020 年底有所下降；2022 年 3 月底，公司现金短期债务比较 2021 年底继续下降，但仍大于 1.00 倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力好。

从长期偿债能力指标来看，2021 年，公司 EBITDA 同比大幅下降至负值，对全部债务和利息支出无保障能力。

截至 2022 年 3 月底，公司及下属子公司共取得金融机构授信额度 1986 亿元，其中已使用授信额度 294 亿元、未使用授信额度 1692 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

公司资产、负债和权益主要集中在母公司，子公司对公司营业总收入有一定贡献。跟踪期内，母公司资产和负债均有所增长，资产负债率略有上升，债务负担较重，母公司现金类资产对短期债务的保障能力尚可。

截至 2021 年底，母公司资产总额 841.16 亿元（相当于合并口径的 93.93%），较上年底增长 13.35%，构成与合并口径的资产相近；母公司所有者权益 299.54 亿元（相当于合并口径的 85.37%），较上年底增长 9.63%，其中资本公积占 96.22%，未分配利润为-2.37 亿元；母公司负债总额 541.62 亿元（相当于合并口径的 99.45%），较上年底增长 15.52%，构成与合并口径的负债相近。母公司 2021 年底资产负债率为 64.39%，较上年底上升 1.21 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 496.04 亿元，其中长期债务占 88.63%，全部债务资本化比率为 62.35%，债务负担较重。

2021 年，母公司营业总收入为 7.00 亿元，相当于公司合并口径的 60.11%；利润总额为 -2.76 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 865.68 亿元，所有者权益为 309.53 亿元，负债总额 556.15 亿元；母公司资产负债率 64.24%；全部债务 512.82 亿元，全部债务资本化比率 62.36%。2022 年 1—3 月，母公司营业总收入 1.18 亿元，利润总额 -1.19 亿元。

2021 年底和 2022 年 3 月底，母公司现金短期债务比分别为 1.13 倍和 0.99 倍，现金类资产对母公司短期债务的保障能力尚可。

十、外部支持

公司在沈阳市的地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位，业务具有较强的公益性，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业项目建设专项资

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,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。2021年,公司收到该专项资金12.02亿元,计入“资本公积”科目。

(2) 地方政府债券资金

因地铁项目建设资金需求大、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。2017—2018年,公司分别收到地方政府债券资金82.92亿元、59.06亿元,用于偿还地铁1号线和2号线建设存量债务,计入“应付债券”科目。2021年,公司将当期收到的用于偿还到期政府债券的地方政府债券资金8.68亿元计入“资本公积”;将收到的8.30亿元用于地铁项目建设的政府专项债券资金计入“资本公积”。2022年1—3月,公司收到地方政府债券资金共计7.00亿元,计入“资本公积”。

(3) 公租房项目建设专项资金

公司公租房建设资金由政府全额拨款建设。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。2021年,公司获得公租房建设资金413.52万元。

(4) 财政补贴

公司接受政府委托代为经营部分公交车业务。2021年,公司收到公交车补贴1.59亿元,计入“资本公积”。2021年,公司收到高校毕业生社保补贴、稳岗补贴、运营补贴等财政补贴共计0.10亿元,计入“其他收益”。

(5) 地铁运营成本补贴

根据《沈阳市地铁运营服务成本规制和乘客票价补贴管理办法》,公司将每年地铁正式运营发生的相关财务费用全部计为对沈阳市财政局的应收利息补贴,但沈阳市政府目前尚未对该费用做具体财政安排。截至2021年底,公司应收沈阳市财政局利息补贴款51.61亿元。

十一、跟踪债券偿还能力分析

1. 一般债券

截至2022年7月底,公司存续期一般债券包括“17沈阳地铁MTN001”“18沈阳地铁MTN001”“20沈阳地铁GN001”“20沈阳地铁GN002”“21沈阳地铁GN001”和“21沈阳地铁GN002”,合计余额55.00亿元。其中,“17沈阳地铁MTN001”和“18沈阳地铁MTN001”附第5年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权,分别在2022年和2023年进入行权期。

2. 永续债

截至2022年7月底,公司存续期永续债“20沈阳地铁MTN001”,余额5.00亿元,其清偿顺序等同其他待偿还债务融资工具,公司可以无条件递延支付债券利息及其孳息。“20沈阳地铁MTN001”将于2025年进入首个续期选择权行权期。

公司债务规模较大,若将“20沈阳地铁MTN001”纳入公司长期债务,公司2021年经营活动现金流入量对公司长期债务保障水平很低,经营活动产生的现金流量净额和EBITDA为负,对长期债务不具备保障能力。

表 17 公司永续债券偿还能力指标

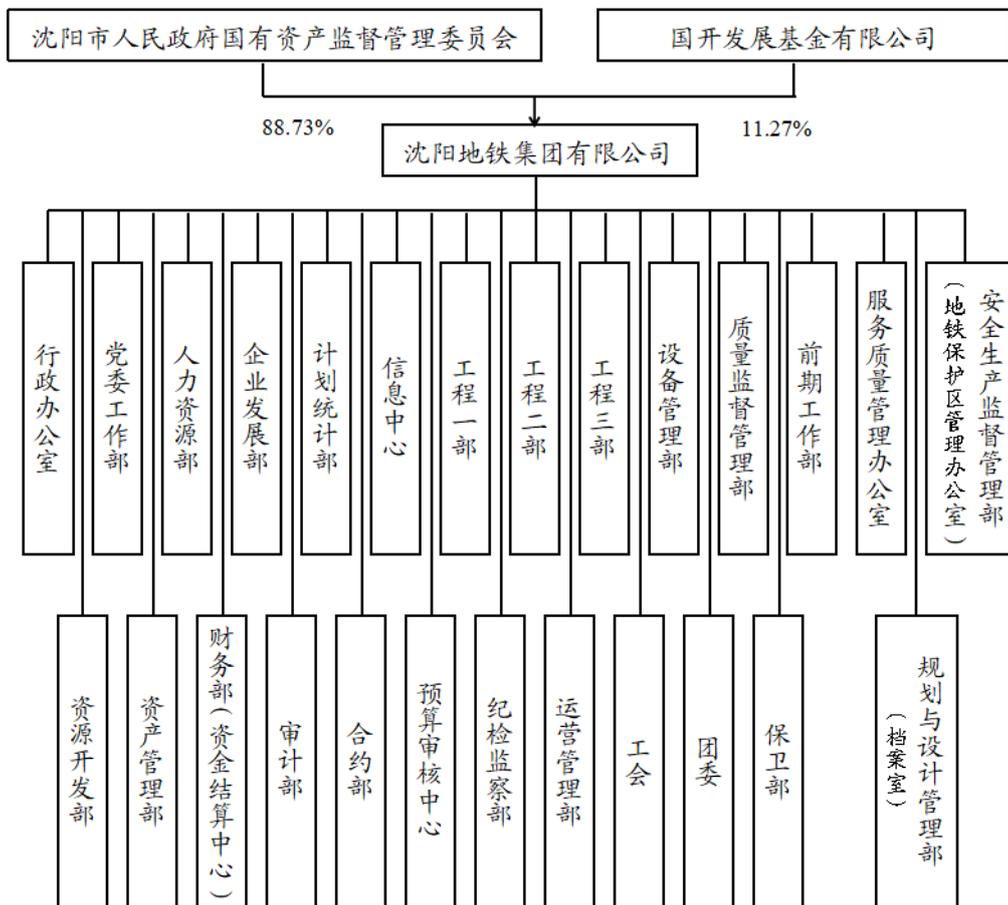
| 项目 | 2021年 |
|-----------------------|---------|
| 长期债务*(亿元) | 444.65 |
| 经营活动现金流入量/长期债务(倍) | 0.04 |
| 经营活动产生的现金流量净额/长期债务(倍) | 0.00 |
| 长期债务/EBITDA(倍) | -312.99 |

注:上表中的长期债务为将永续债计入后的金额
资料来源:联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,“17沈阳地铁MTN001”“18沈阳地铁MTN001”“20沈阳地铁GN001”“20沈阳地铁MTN001”“20沈阳地铁GN002”“21沈阳地铁GN001”和“21沈阳地铁GN002”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构及组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

| 序号 | 子公司名称 | 经营范围 | 实收资本 (万元) | 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 | 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 | 100.00% |
| 3 | 沈阳地铁保安服务有限公司 | 门卫巡逻、守护、随身护卫、安全检查、安全技术防 | 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 | 100.00% |
| 5 | 沈阳盛京通有限公司 | 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 | 100.00% |
| 6 | 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 | 100.00% |
| 7 | 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 | 14500 | 40.00% |
| 8 | 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 | 100.00% |
| 9 | 沈阳地铁酒店管理有限公司 | 许可项目: 住宿服务, 餐饮服务, 食品互联网销售, 烟草制品零售, 酒类经营, 食品经营, 城市配送运输服务(不含危险货物); 一般项目: 酒店管理, 餐饮管理, 物业管理, 企业管理, 企业管理咨询, 会议及展览服务, 礼仪服务, 办公服务, 停车场服务, 组织文化艺术交流活动, 以自有资金从事投资活动, 自有资金投资的资产管理服务, 棋牌室服务, 健身休闲活动, 工艺美术品及礼仪用品销售(象牙及其制品除外), 食品互联网销售(销售预包装食品), 食品经营(仅销售预包装食品), 互联网销售(除销售需要许可的商品), 广告发布(非广播电台、电视台、报刊出版单位), 广告制作, 广告设计、代理, 普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目), 外卖递送服务, 住房租赁, 非居住房地产租赁, 洗烫服务, 洗染服务, 家政服务, 专业保洁、清洗、消毒服务, 包装服务, 粮食收购, 初级农产品收购, 谷物销售, 豆及薯类销售, 食用农产品零售, 农业专业及辅助性活动, 食用农产品批发, 粮油仓储服务, 油料种植, 含油果种植, 谷物种植, 蔬菜种植, 新鲜水果批发, 新鲜水果零售, 农产品的生产、销售、加工、运输、贮藏及其他相关服务, 新鲜蔬菜批发, 新鲜蔬菜零售, 食用农产品初加工 | 1000 | 100.00% |

资料来源: 公司审计报告及公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 46.00 | 67.05 | 69.05 | 68.72 |
| 资产总额 (亿元) | 707.89 | 790.05 | 895.51 | 920.75 |
| 所有者权益 (亿元) | 261.38 | 324.04 | 350.87 | 361.09 |
| 短期债务 (亿元) | 51.43 | 43.75 | 56.39 | 64.36 |
| 长期债务 (亿元) | 350.33 | 376.23 | 439.65 | 448.46 |
| 全部债务 (亿元) | 401.76 | 419.98 | 496.04 | 512.82 |
| 营业总收入 (亿元) | 10.57 | 10.39 | 11.65 | 1.60 |
| 利润总额 (亿元) | 0.17 | 5.71 | -2.22 | -1.33 |
| EBITDA (亿元) | 1.90 | 11.52 | -1.42 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -2.26 | -3.08 | -2.22 | -2.49 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 5.91 | 5.84 | 6.86 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 0.18 | 0.20 | 0.23 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.02 | 0.01 | 0.01 | -- |
| 现金收入比 (%) | 97.31 | 86.31 | 111.83 | 168.86 |
| 营业利润率 (%) | -9.18 | -17.97 | -11.53 | -62.13 |
| 总资本收益率 (%) | 0.02 | 1.31 | -0.22 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 0.04 | 1.75 | -0.64 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 57.27 | 53.73 | 55.62 | 55.40 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 60.58 | 56.45 | 58.57 | 58.68 |
| 资产负债率 (%) | 63.08 | 58.99 | 60.82 | 60.78 |
| 流动比率 (%) | 204.73 | 268.77 | 248.52 | 238.68 |
| 速动比率 (%) | 134.74 | 206.64 | 195.89 | 187.82 |
| 经营现金流流动负债比 (%) | -2.35 | -3.43 | -2.12 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.89 | 1.53 | 1.22 | 1.07 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 0.30 | 1.00 | -3.56 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 211.52 | 36.45 | -349.16 | -- |

注: 1. 将长期应付款纳入长期债务计算; 2. 2022 年一季度财务数据未经审计
资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 41.19 | 62.06 | 63.87 | 63.80 |
| 资产总额 (亿元) | 661.98 | 742.09 | 841.16 | 865.68 |
| 所有者权益 (亿元) | 212.22 | 273.23 | 299.54 | 309.53 |
| 短期债务 (亿元) | 51.43 | 43.75 | 56.39 | 64.36 |
| 长期债务 (亿元) | 350.33 | 376.23 | 439.65 | 448.46 |
| 全部债务 (亿元) | 401.76 | 419.98 | 496.04 | 512.82 |
| 营业总收入 (亿元) | 7.07 | 6.06 | 7.00 | 1.18 |
| 利润总额 (亿元) | 0.05 | 4.23 | -2.76 | -1.19 |
| EBITDA (亿元) | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -0.68 | -3.85 | -2.83 | -2.24 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 161.44 | 246.72 | 272.75 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 16.99 | 14.07 | 13.05 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | -- |
| 现金收入比 (%) | 91.87 | 87.42 | 112.74 | 164.09 |
| 营业利润率 (%) | -19.68 | -39.15 | -36.36 | -85.70 |
| 总资本收益率 (%) | 0.01 | 1.20 | -0.30 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 0.02 | 1.55 | -0.92 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 62.28 | 57.93 | 59.48 | 59.16 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 65.44 | 60.58 | 62.35 | 62.36 |
| 资产负债率 (%) | 67.94 | 63.18 | 64.39 | 64.24 |
| 流动比率 (%) | 160.77 | 218.08 | 212.32 | 204.62 |
| 速动比率 (%) | 160.26 | 217.32 | 211.57 | 203.88 |
| 经营现金流流动负债比 (%) | -0.68 | -4.16 | -2.77 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.80 | 1.42 | 1.13 | 0.99 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | / | / | / | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | / | / | / | -- |

注: 1. 将长期应付款纳入长期债务计算; 2. 2022 年一季度财务数据未经审计; 3. 因未获取数据, 部分指标无法计算, 用“/”表示

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

| 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 | |
| 营业总收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业总收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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 | (营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100% |
| 债务结构指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 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，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 不能偿还债务 |

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义 |
|------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 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，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |