

信用等级公告

联合〔2019〕3650号

联合资信评估有限公司通过对沈阳地铁集团有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估, 确定沈阳地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA, 沈阳地铁集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月二十四日



沈阳地铁集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5.00 亿元

本期中期票据期限：公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续

偿还方式：每年付息一次，于赎回日一次性兑付本金

募集资金用途：用于偿还公司有息债务

评级时间：2019 年 12 月 24 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均已在联合资信官网公开披露

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	2		
财务 风险	F3	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	7		
			现金流量	1		
			资本结构	2		
			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

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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位，能够持续获得政府资金支持。同时，联合资信也关注到地铁项目建设周期长、资金需求大，并具有较强的公益性，公司债务规模不断增长、盈利能力弱、未来资本支出压力较大等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，本期中期票据重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

为应对东北地区经济下行压力，国务院发布“推进实施新一轮东北振兴战略”有关意见，国家发改委印发《东北振兴“十三五”规划的通知》，启动《东北地区培育和发展新兴产业三年行动计划》，同时推出了东北地区与东部地区部分省市对口合作以及建立产业转型升级示范区等重要举措，近年来东北新兴产业培育取得一定成效。沈阳市具备较强的区位优势，近年经济呈现稳中有进、企稳向好的趋势，为公司发展提供了良好的外部环境。同时，伴随地铁运营里程增加以及地铁票价调整，公司营业收入将有所增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 沈阳市经济呈现出稳中有进、企稳向好趋势，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面保持专营地位，外部支持力度较大。
3. 伴随地铁运营里程增加以及地铁票价调整，公司营业收入将有所增长。

关注

1. 由于地铁项目建设周期长，投资规模大，公司债务规模持续增长，调整后全部债务负担较重。
2. 沈阳市地铁路网尚未形成规模，各项运营成本不断上涨，

分析师：张龙景 马晓驭

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

公司盈利能力弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	38.85	53.46	39.66	44.50
资产总额(亿元)	496.03	563.60	649.22	697.48
所有者权益(亿元)	233.72	242.74	254.56	260.97
短期债务(亿元)	2.59	12.47	20.59	20.53
长期债务(亿元)	187.39	238.04	298.46	313.68
全部债务(亿元)	189.98	250.51	319.04	334.21
营业收入(亿元)	10.24	10.03	10.73	7.13
利润总额(亿元)	-0.77	-1.34	-1.44	-0.52
EBITDA(亿元)	0.96	0.40	0.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.38	0.37	-0.71	-0.20
营业利润率(%)	-0.24	-5.87	-12.58	1.27
净资产收益率(%)	-0.36	-0.59	-0.58	--
资产负债率(%)	52.88	56.93	60.79	62.58
全部债务资本化比率(%)	44.84	50.79	55.62	56.15
流动比率(%)	428.94	352.90	274.91	269.60
经营现金流动负债比(%)	-1.16	0.77	-1.06	--
现金收入比(%)	99.95	112.11	110.04	103.13
现金短期债务比(倍)	14.98	4.29	1.93	2.17
EBITDA 利息倍数(倍)	0.24	0.08	0.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	196.93	628.38	888.26	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	439.99	508.36	592.76	644.34
所有者权益(亿元)	180.51	187.86	200.65	206.26
全部债务(亿元)	187.99	250.51	319.04	334.21
营业收入(亿元)	5.89	5.97	6.43	4.58
利润总额(亿元)	-1.01	-1.52	-1.11	-0.57
资产负债率(%)	58.97	63.03	66.15	67.99
全部债务资本化比率(%)	51.02	57.14	61.39	61.84
流动比率(%)	310.84	258.53	200.88	214.16
经营现金流动负债比(%)	1.44	-1.51	-0.50	--

注：2019 年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/24	张龙景 王治	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
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
AA ⁺	稳定	2016/5/24	王治 姚玥	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号

声 明

一、本报告引用的资料主要由沈阳地铁集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。2019 年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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

沈阳地铁集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）的前身是沈阳地铁有限公司，成立于2004年4月，初始注册资本1.00亿元，原出资人为沈阳地铁建设指挥部（以下简称“指挥部”）。指挥部成立于2001年7月，为市直属局级自收自支事业单位，公司代表指挥部全面履行沈阳市快速轨道交通建设甲方业主职能和运营管理职能。2013年6月，根据《市国资委关于变更沈阳地铁集团有限公司出资人事宜的复函》（沈国资函〔2013〕6号），公司出资人由指挥部变更为沈阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“沈阳市国资委”）。2013年12月13日和2013年12月31日，根据《关于地铁集团增加注册资本的批复》（沈国资发〔2013〕104号和沈国资发〔2013〕109号），股东沈阳市国资委对公司两次货币注资，增资后的公司注册资本及实收资本均为7.67亿元；依据公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）、沈阳市人民政府签订的国家发展基金投资合同，国开基金公司于2015年、2016年分别向公司投入货币资金0.70亿元、0.27亿元。截至2019年9月底，公司注册资本和实收资本均为8.65亿元，沈阳市国资委持股88.73%，国开发展基金有限公司持股11.27%。公司实际控制人为沈阳市国资委。

公司经营范围：地铁、轻轨工程建设；地铁、轻轨运营管理、物业管理服务；地铁、轻轨综合技术开发、产业投资及投资管理，机械设备租赁，房屋场地租赁，设计、制作、发布、代理国内外各类广告，机电设备安装、调试等。

截至2019年9月底，公司并表子公司9家，其中全资子公司8家、参股子公司1家。公司本部内设计划处、总工办、设备处、财务

处等18个职能部门。

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

截至2019年9月底，公司资产总额697.48亿元，所有者权益合计260.97亿元（含少数股东权益0.92亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入7.13亿元，利润总额-0.52亿元。

公司注册地址：沈阳市沈河区大西路338号；法定代表人：卢春峰。

二、本期中期票据概况

公司计划于2020年注册中期票据30.00亿元，其中2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额5.00亿元，资金用于偿还公司有息债务。

本期中期票据在条款设置上具有以下特点：

存续期限与赎回权

本期中期票据为永续中票，在公司依据发行条款赎回前长期存续。每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息），每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期永续中票；若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将此类永续中票由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期中期票据进行赎回，赎回日为该年度12月31日（如遇法定节假日或休息日，则赎回日为该年度最后一个工作日）。

票面利率

本期中期票据前5个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前5个计息年度内保持不变。前5个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。如果公司不行使赎回权，则从第6个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点，在第6个计息年度至第10个计息年度内保持不变。此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的违约行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。付息日前12个月内，公司若向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本则不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司直至将已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本。

总体看，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过

对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；本期中期票据重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

² 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值。

进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅(3.4%)远低于支出同比增幅(10.7%)，财政赤字(1.6 万亿元)较上年同期(7261 亿元)大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，

同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月(8.3%)略有回升，较上年同期(9.4%)有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，我国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速(3.9%)较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了 38.9

个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

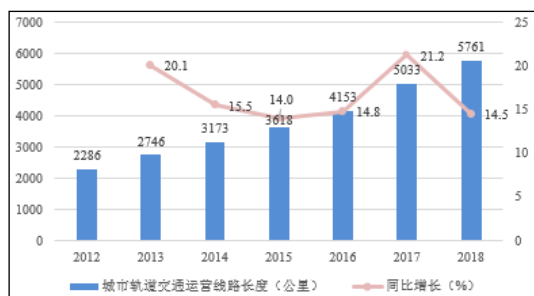
城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018年中国城镇常住人口8.31亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，截至2018年底，中国内地累计有35个城市建成投运城市轨道交通线路，共计185条线路，运营线路总长度达5761.4公里，共有7种制式同时在运营。其中，地铁4354.3公里，占比75.6%；轻轨255.4公里，占比4.4%；单轨98.5公里，占比1.7%；市域快轨656.5公里，占比11.4%；现代有轨电车328.7公里，占比5.7%；磁浮交通57.9公里，占比1.0%；APM10.2公里，占比0.2%。

图1 2012—2018年中国城市轨道交通运营里程

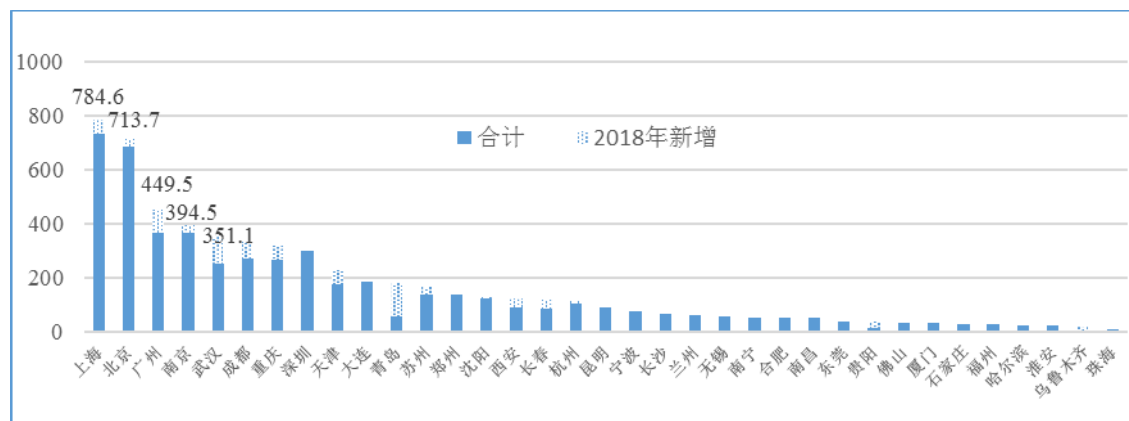


资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长

度为2143.4公里，年均新增线路长度为714.5公里。2018年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐1个运营城市；全国新增运营线路长度728.7公里、新增运营线路20条。2018年全年累计完成客运量210.7亿人次，同比增长14%。截至2018年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6公里）、北京（713.7公里）、广州（449.5公里）、南京（394.5公里）和武汉（351.1公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%。其中，北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市）。其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路）。其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车

里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元。预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口

规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30%~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的

补贴。

（4）行业关注

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

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

(5) 行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨

道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

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

资料来源：联合资信整理

(6) 行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在国内外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水

平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

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

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地

铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次和 0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济环境

沈阳市经济呈现出稳中有进、企稳向好趋势，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司主要从事沈阳市轨道交通投资建设和运营，沈阳市经济状况对公司可持续发展有重要影响。

沈阳市位于辽宁省中部，位于东北亚经济圈和环渤海经济圈的中心，现系辽宁省行政中心、副省级市、沈阳都市圈核心城市，具备较强的区位优势。

根据沈阳市统计局公布的数据，2016—2018 年沈阳市地区生产总值(GDP)分别为 5460 亿元、5865 亿元和 6292.4 亿元，按可比价计算，增幅分别为-5.8%、3.5%和 5.4%。三次产业增加值占 GDP 的比重由 2016 年 4.9%、39.1%和 56.0%调整为 2018 年 4.1%、37.8%和 58.1%。人均 GDP 由 2016 年 65851 元增长至 2018 年 75766 元。2016—2018 年，沈阳市全年固定资产投资分别

增长-69.4%、-9.0%和 15.3%。沈阳市城镇居民人均可支配收入由 2016 年 39135 元增长至 2018 年 44054 元。截至 2018 年底，沈阳市常住人口 831.6 万人，比上年底增长 0.3%。

根据沈阳市统计局公布的数据，2019 年前三季度，沈阳市地区生产总值 4721.7 亿元，同比增长 4.2%。其中第一产业增加值 174.9 亿元，同比增长 2.8%；第二产业增加值 1684.7 亿元，同比增长 2.8%；第三产业增加值 2862.0 亿元，同比增长 5.1%。固定资产投资同比增长 9.3%。其中，工业固定资产投资同比增长 10.6%；房地产开发投资同比增长 15.8%。

近年为振兴东北经济，中央出台了一系列支持政策。2016 年 11 月，国务院印发《关于深入推进实施新一轮东北振兴战略加快推动东北地区经济企稳向好若干重要举措的意见》，提出推进行政管理体制、全面深化国有企业改革、加快民营经济发展等十四条意见；2016 年 12 月，经国务院批准，国家发改委印发了《东北振兴“十三五”规划》，围绕制约东北发展面临的突出问题，提出了深化改革、创新发展、结构优化、协调发展等 10 个方面的重点任务；2017 年 3 月，国务院办公厅印发《东北地区与东部地区部分省市对口合作工作方案》，该方案明确了辽宁省与江苏省、沈阳市与北京市建立对口合作关系，明确了推进对口合作 4 个方面 18 项具体任务，计划到 2020 年东北地区与东部地区部分省市建立起横向联动、纵向衔接、定期会商、运转高效的工作机制；2017 年 4 月，国家发展改革委、科技部等五部门联合印发了《关于支持首批老工业城市和资源型城市产业转型升级示范区建设的通知》，支持辽宁中部（沈阳-鞍山-抚顺）建设首批产业转型升级示范区；2017 年 7 月，国务院批复了《沈阳市城市总体规划（2011—2020 年）》，要求进一步完善公路、铁路、机场等交通基础设施，加强城市内外交通衔接，发展轨道交通，建立以公共交通为主体，各种交通方式相结合的多层次、多类型的城市综合交通体系。经过一年多实践，

东北地区新兴产业规模不断壮大，辐射带动作用进一步增强，地区经济新活力有所增加。

总体来看，受国内经济增速放缓，区域内传统产业衰退等因素影响，沈阳市经济呈现不景气，各经济指标较弱，但在中央振兴东北战略布局下，沈阳市经济企稳向好，未来区域经济发展状况或有望改善。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 9 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公司出资占比分别为 88.73% 和 11.27%，沈阳市国资委为公司实际控制人。

2. 公司规模与竞争力

公司在沈阳市地铁投资建设、运营管理和资源开发方面专营优势显著，具备很强的竞争力。

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。公司在沈阳地铁投资运营业务方面具有专营地位。

3. 人员素质

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，有利于公司的长远发展；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足公司经营需要。

公司高级管理人员 4 名，包括董事长 1 名，总经理 1 名，副总经理 2 名。公司高管人员全部具有本科及以上学历，具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

卢春峰先生，本科学历，中共党员，高级工程师；历任沈阳市建委城投公司副经理，沈阳市房地产开发企业管理办公室经济财务处处长，沈阳市规划和国土资源局副局长兼任沈阳土地整理经营有限公司法人代表，沈阳地铁建设指挥部总指挥等职务；现任公司董事长。

巴放先生，硕士研究生，中共党员，高级工程师；历任沈阳市地铁建设指挥部工程项目部主任，沈阳市地铁建设指挥部工程处副处长、第三项目部主任，沈阳市地铁建设指挥部工程二处副处长，沈阳市地铁建设指挥部办公室副主任，沈阳市地铁建设指挥部工程一处副处长，沈阳市地铁建设指挥部工程一处处长，沈阳市地铁建设指挥部工程二处处长，沈阳市地铁建设指挥部副总工程师兼工程一处处长、沈阳盾构设备工程有限公司董事长，沈阳市地铁建设指挥部总经济师；现任公司总经理。

张锐先生，硕士研究生，中共党员，高级工程师；历任沈阳市地铁建设指挥部计划处处长，沈阳地铁有限公司运营处处长，沈阳市地铁运营机构筹建办公室副主任，兼沈阳地铁运营有限公司副董事长、常务副总经理，沈阳市地铁建设指挥部副总指挥、党组成员；现任公司副总经理。

岳红旗先生，本科学历，中共党员，高级会计师；历任沈阳市服务业管理局科员，沈阳市财政局商财处科员、副主任科员，企业处主任科员、助理调研员，沈阳市地铁建设指挥部办公室副主任、主任、计划处处长、总经济师；现任公司副总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司在职人员共有 10794 人，其中具有中、高级职称的人员有 1203 人，占总人数的 11.15%；本科以上学历人员有 3881 人，占总人数的 35.96%；本科以下学历 6913 人，占总人数的 64.04%。

4. 外部支持

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

根据沈阳市 2016 年、2017 年财政决算报告以及 2018 年沈阳市预算执行情况，2016—2018 年，沈阳市一般公共预算收入持续增长，分别为 620.9 亿元、656.2 亿元和 720.64 亿元。2018 年，沈阳市税收收入 578.1 亿元，较上年增长 7.9%，占当期一般公共预算收入的 80.22%；一般公共预算支出 964.9 亿元，沈阳市财政自给率 74.68%。2018 年，沈阳市获上级财政各项补助收入 367.9 亿元；政府性基金收入 408.8 亿元，较上年增长 92.6%。其中土地出让收入 378.2 亿元，增长 98.7%。截至 2018 年底，沈阳市地方政府债务余额 1685.4 亿元。其中一般债务余额 921.6 亿元，专项债务余额 763.8 亿元。总体看，沈阳市一般公共预算收入保持增长，但整体债务负担重。

针对地铁、公租房项目建设，沈阳市政府持续给予公司较大力度的资金支持。

(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。2016—2018 年，公司分别收到该专项资金 12.44 亿元、6.92 亿元和 13.18 亿元。2019 年 1—9 月，公司收到专项资金 6.41 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。2016—2018 年，

公司分别收到地方政府债券资金 5.33 亿元、82.92 亿元和 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。

(3) 公租房项目建设专项资金

公司子公司沈阳地铁房地产开发有限公司（以下简称“房开公司”）接受政府委托建设公租房，项目资金由政府全额拨款建设。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。2016—2018 年，公司分别获得公租房建设资金 3.68 亿元、1.58 亿元和 1.06 亿元，计入“资本公积”科目。2019 年 1—9 月，公司获得公租房建设资金 0.76 亿元。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告（银行专业版）》（机构信用代码为 G1021010300748770P），截至 2019 年 11 月 11 日，由于银行系统操作原因，公司存在 5 笔欠息记录（最近结清日期 2017 年 9 月 22 日），公司已结清和未结清信贷信息中，无不良或关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 11 月 11 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的法人治理结构，运行情况良好。

公司股东会由全体股东组成，国开基金公司不向本公司委派董事、监事和高级管理人员，沈阳市国资委单独享有审批公司重大事项的报告，批准公司重大投资、融资计划，审批公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司董事会成员为 4 人，其中董事长 1 人，由沈阳市国资委依法从董事会成员中指定，董事长为公司的法定代表人。董事任期每届 3 年，任期届满，连派连选可以连任。

公司设监事会，对公司的生产经营活动实施监督管理，成员为 4 人，由沈阳市国资委任命 1 人和职工监事 3 人组成。其中，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届 3 年，任期届满可连选连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。

2. 管理体制

公司管理制度健全，能够保障地铁建设及日常经营工作的正常运行。

公司本部内设计划处、总工办、设备处、财务处等 18 个职能部门，并建立了较完善的内部控制制度，包括财务管理、投融资管理、资金管理以及招投标管理等体系，对公司重大事项进行决策和管理。

(1) 资金管理

公司制定了《沈阳地铁工程参建单位财务管理规定》，用于规范公司本部及其控股子公司的会计核算和资金管理工作。

公司的资金管理本着集中管理，统筹安排，专户存储，专款专用四项原则来进行。地铁集团对下属子公司的资金施行集中管理，下属子公司投融资需经地铁集团批准。

地铁项目的资金计划编制是以各条地铁线工程筹划为基础，在地铁项目实施前，计划处组织各业务处室编制每个地铁项目的工程总筹划，进而编制各处室的年度资金使用计划。计划处汇总、平衡各业务处室资金使用计划，报集团公司领导审批后，形成集团公司的资金使用计划。

各参建单位对于公司拨付的地铁工程建设资金应实行计划预算管理制，必须根据施工计划和工程进度编制财务收支计划，每月 25 日将上月工程实际完成进度量和下月工程计划报表分别报送公司各部门，每月 5 日前，需向地铁资金管理处报送“地铁工程施工单位资金使用情况报表”。

公司费用支出和成本管理方面，各参建单位以项目经理负责制为基础，对项目进行有效地计划、组织、协调和控制，做好项目成本控制工作。

(2) 工程管理

公司列示了《沈阳地铁工程项目合同管理办法（暂行）》《沈阳地铁工程分包审批和备案办法》《沈阳地铁工程招标工作管理规定（试行）》《沈阳地铁土建工程固定总价合同计量与支付管理办法》等多项工程管理规定细则，来保证项目规范建设。

公司招标归口管理部门为预算合同处。招标需求部门对需要招标的项目，填写招标计划申请表报送计划部门，并由计划部门根据各处室编制的招标计划综合平衡，形成招标总计划，报经理办公会议审定。根据审定的项目招标方案，由预算合同处委托招标代理向相关招标监管部门备案，发布招标公告并发售招标文件。招标公告在指定媒体发布，公告期为 5 天，公告期截止，报名竞标人数少于 3 家则继续组织开展招标工作。开标会由招标代理主持，开标后，由抽取的评审专家及业主代表组成评标委员会，经理办公会听取评标情况汇报并定标。公司在指定媒体对中标结果进行公示，无投诉后，由预算合同处办理中标通知书。

七、经营分析

1. 经营概况

公司以地铁建设、运营为主业，辅以钢材销售、广告、场地租赁等业务。近三年，公司营业收入波动增长，受地铁运营维护成本上涨，是毛利率持续下降。

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，目前主要业务包括地铁建设运营、钢材销售、场地租赁、广告等，其中地铁运营、钢材销售是其主要收入来源。近三年，公司营业收入波动增长，但毛利率持续下降，主要系地铁线路运营、维护成本增加所致。

从具体业务板块看，公司地铁运营收入较稳定，但毛利率持续下降。2018 年地铁运营毛利率大幅下降，主要原因：一是 2017 年公司将部分地铁运营成本计入到了物业管理成本中，2018 年调至地铁运营成本中；二是当期地铁架修、维护成本大幅增加。公司钢材销售收入近两年有所减少，毛利率水平低。公司广告业务收入毛利率为负值，主要系公司将部分地铁线

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

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 7.13 亿元，相当于 2018 年营业收入的 66.44%。当期，公司营业毛利率为 2.05%，较 2018 年有所上升，主要系部分成本费用四季度集中支出，前三季度未能体现所致。

表 3 公司各业务板块收入、占比和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	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	51923.19	50.69	6.82	51363.58	51.20	-2.23	53012.26	49.42	-31.16	42417.35	59.52	-4.15
钢材销售	30072.18	29.36	4.79	27278.88	27.19	3.14	27459.3	25.60	2.81	12663.79	17.77	2.77
场地租赁	9510.43	9.29	80.20	6778.00	6.76	73.66	6849.16	6.39	75.65	4239.98	5.95	65.72
广告业务	4197.50	4.10	-197.12	6213.76	6.19	-96.43	9268.40	8.64	-31.63	2112.00	2.96	-173.59
物业管理	1023.94	1.00	-584.51	1254.94	1.25	-506.76	1824.14	1.70	-2.62	3036.42	4.26	1.38
餐饮服务	432.55	0.42	100.00	516.20	0.51	73.24	352.06	0.33	57.97	253.38	0.36	62.81
其他	5266.87	5.14	58.25	6922.57	6.90	48.11	8496.47	7.92	24.96	6536.82	9.17	54.35
合计	102426.66	100.00	1.80	100327.94	100.00	-3.92	107261.79	100.00	-10.57	71259.75	100.00	2.05

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）地铁建设与运营

① 地铁运营

公司地铁运营稳定，年度客运量逐年增加。未来随着地铁票价调整以及运营里程增加，公司地铁运营效益或将有所改善。

近两年，公司陆续开通了地铁 2 号线北延线、地铁 9 号线，截至 2019 年 9 月底，公司运营线路包括地铁 1 号线、地铁 2 号线、地铁 2 号线北延线以及地铁 9 号线，开通长度 87.60 公里。

表 4 截至 2019 年 9 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）	已投资	已到位资本金	开通长度	起终点	车站数	开通时间
地铁 1 号线	117.66	108.02	54.01	27.14	黎明广场站—十三号街站	22	2010.09.27
地铁 2 号线	94.99	91.48	45.74	21.86	三台子站—全运路站	19	2011.12.30
地铁 2 号线北延线	53.00	30.25	7.56	10.40	三台子站—蒲田路站	8	2018.04.08
地铁 9 号线	189.50	104.12	31.24	28.20	怒江公园-建筑大学站	22	2019.05.25
合计	455.15	333.87	138.55	87.60	--	--	--

资料来源：公司提供

近三年，公司地铁运营年度客运量、运营里程持续增长，网络正点率、运营图兑现率维持在高水平。2018 年公司地铁年度客运量为 31602.96 万人次、运营里程 4442.78 万公里；

网络正点率 99.95%，运行图兑现率 99.99%。2019 年 1—9 月，公司年度客运量 25848.25 万人次、运营里程 4093.99 万公里。

根据《关于调整沈阳地铁票制票价的通知》（沈发改发〔2019〕53号），目前沈阳地铁票价起步价为2元6公里，每增加1元，可继续乘坐4、4、7、7、10、10公里。即：0~6（含，以下类同）公里，票价2元；6~10公里，票价3元；10~14公里，票价4元；14~21公里，票价5元；21~28公里，票价6元；28公里以上，每增加10公里，增加1元。线网实行最高票价7元封顶优惠。2016—2018年，公司客运收入分别为5.05亿元、4.92亿元和5.06亿元。随着地铁票价的调整以及地铁9号线、10号线开通运营，公司地铁运营效益或将有所改善。

表5 2016—2018年以及2019年1—9月公司地铁运营情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
年度客运量（万人次）	29917.89	30644.72	31602.96	25848.25
日均客运量（万人次）	81.74	83.95	86.58	94.68
客车开行列次	222035	244762	258449	237628
日均客车开行列次	607	671	708	870
运营里程（万公里）	3575.53	3938.82	4442.78	4093.99
客运收入（亿元）	5.05	4.92	5.06	4.64
平均票价（元）	1.79	1.61	1.60	1.80
网络正点率（%）	99.96	99.95	99.95	99.95
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99	100

注：表3中地铁运营收入含公益人群乘车补贴与该表客运收入存在差异

资料来源：公司提供

目前沈阳地铁运营线路路网效应尚不显著，单位运营成本较高且增长较快。公司地铁运营成本仍主要由人员费用、电费、物业管理费和地铁维护费构成，2018年上述费用分别占总运营成本的49.81%、10.51%、10.67%和16.62%。近三年，公司各项费用持续增长，其中2018年地铁线路维护费1.25亿元，较上年增长56.08%。公司已运行线路通过正常的票款收入弥补运营

成本，不足部分由地铁沿线广告收入、场地租赁收入等予以弥补，目前沈阳市政府仍只给予公益人群乘车补贴。

表6 公司地铁运营成本构成（单位：万元）

项目	2016	2017年	2018年	2019年1—9月
人员费用	29579.83	32490.25	37430.84	22312.92
电费	8046.49	7804.27	7895.11	6198.19
物业管理费	6037.04	7390.30	8017.58	5794.82
地铁线路维护费	6044.51	8000.42	12487.09	7436.95
其中：1号线维护费	4389.87	4867.83	5527.80	2597.01
2号线维护费	1654.65	3132.59	6959.29	4839.94
其他费用项目	8334.28	8236.14	9320.53	5827.40
合计	58042.15	63921.38	75151.15	47570.23

资料来源：公司提供

② 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，公司面临较大的资本支出压力。

公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，由于地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性强等特点，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，剩余建设资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措。

截至2019年9月底，公司在建地铁项目主要为地铁10号线、4号线和地铁2号线南延线，总投资588.50亿元，已完成投资124.74亿元，2020年、2021年分别计划投资82.93亿元、81.33亿元。公司拟建项目主要有地铁3号线，目前可研批复投资金额275.80亿元，目前处于前期准备阶段；地铁兴华地下商业街项目、地铁滂江街地块项目、地铁北大营地块项目、塔湾站一体化开发工程项目、皇姑屯站一体化开发项目，合计总投资30.81亿元。公司在建及拟建

项目投资规模大，未来面临较大的资本支出压力。

表 7 截至 2019 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：公里、个、亿元、%）

项目	计划建设工期	总里程	站点数	计划总投资	市财政投资比例	已完成投资额
地铁 10 号线	2013—2019	48.50	36	297.10	30.00	98.93
地铁 4 号线	2015—2020	34.13	23	191.00	40.00	25.03
地铁 2 号线南延线	2019—2024	13.70	7	100.40	40.00	0.78
小计	--	96.33	66	588.50	--	124.74
市府广场地铁配套工程	2010—2013	--	--	9.25	20.00	6.41
沈阳南站地铁配套工程	2011—2013	--	--	7.11	25.00	4.41
桃仙机场地铁配套工程	2012—2013	--	--	4.00	25.00	2.02
合计	--	--	--	20.36	--	12.84

资料来源：公司提供

（2）钢材销售

公司钢材主要供应于地铁建设单位，依照订单进行采购，近三年钢材贸易收入有所减少，毛利率水平低。

公司钢材销售业务由子公司沈阳地铁经营有限公司经营。钢材销售采用自营业务模式，以销定购，即获得下游客户的订单后再向钢材供应商采购相应数量的钢材，价格以钢铁网网价为基础加价。钢材采购区域均来自沈阳，销售区域均为在建的沈阳地铁各施工标段，客户大部分为从事公司地铁建设业务的施工单位，销售渠道较有保障。公司钢材采购供应商主要为辽宁伟豪商贸有限公司、中铁东北物资集团有限公司。销售客户较分散，前 5 大客户依次是中铁七局、中铁三局、中铁五局、中铁十一局、中铁十八局。2016—2018 年，公司分别实现钢材销售收入 3.01 亿元、2.73 亿元和 2.75 亿元，毛利率持续下降，2018 年为 2.81%。

表 8 钢材销售分品种销售情况

（单位：吨、元/吨）

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

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

资料来源：公司提供

（3）广告业务、场地租赁及物业管理

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

公司广告业务主要是地铁周边平面户外广告，包括 ATM 机广告、车身广告、地铁卡冠名、车站广告等。公司广告业务运营模式分为外包、自营两种，车站、列车车贴、自动售货机和自动售纸机等广告采用外包模式，外包合同方主要以招标竞价方式获得，一次性竞价招标，期限 10 年，根据双方合同约定定期支付费用。票卡、出入口导向、列车到站广播、视讯以及展台广告采用自营模式，自营收费标准由公司自行制定。2016—2018 年，公司广告业务收入持续增长，主要系签约外包合同金额增加。截至 2019 年 9 月底，公司主要签约客户包括：沈阳地铁报业传媒股份有限公司，签约金额 1.01 亿元，签约期限 2016 年 6 月 12 日至 2021 年 4 月 12 日；成都智元汇文化传媒股份有限公司，签约金额 0.41 亿元，签约期限 2016 年 8

月 31 日至 2025 年 10 月 31 日。2019 年 1—9 月，公司实现广告业务收入 2112.00 万元。

公司场地租赁业务收入主要来自沈阳国际展览中心，根据沈阳市国资委《关于划转沈阳国际展览中心管理有限公司国有股权的复函》（沈国资函〔2011〕1 号），公司取得其 100% 股权。该展览中心坐落于沈阳市苏家屯区，建筑面积达 16.60 万平方米，整体规模位居国内第五位、东北首位。展馆主体按照国际先进技术-大跨度无柱钢结构设计建设，主展区共分八大展馆，展览面积为 10.52 万平方米。沈阳国际展览中心以举办国内外大型综合展会和专业博览会为主，可提供商务、办公、运输、仓储、搭建、广告、会议、住宿、餐饮等配套服务。2016—2018 年，公司分别实现场地租赁收入 9510.43 万元、6778 万元和 6849.16 万元。2019 年 1—9 月，公司实现场地租赁收入 4239.98 万元。

公司物业管理服务分为对内和对外，对内主要是针对集团内部各所属公司的物业服务，包括地铁 1、2 号线保安、保洁项目；集团公司、沈阳国际展览中心办公楼物业服务项目等；对

外主要针对地铁沿线及地铁站点的配套商铺物业等的租赁及物业服务。2016—2018 年，公司分别物业管理收入 1023.94 万元、1254.94 万元和 1824.14 万元。公司物业管理以服务集团内部为主，毛利率为负值。2019 年 1—9 月，公司实现物业管理收入 3036.42 万元。

（4）公租房项目建设

公司公租房项目建设资金主要来自财政，目前大部分项目已建设完成。

公司子公司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，公司将公租房项目建设投入资金计入“存货”科目，待工程建成后转为“固定资产”，将沈阳市政府拨付的公租房建设资金计入“资本公积”。沈阳市政府按工程进度拨付保障房项目建设资金，公司不进行垫资。

截至 2019 年 9 月底，公司在建公租房项目主要包括丽水三期、克俭小区、丁香湾、惠生新城等，计划总投资 49.04 亿元，累计已完成投资 38.33 亿元。从实际工程建设进度看，公租房项目大部分已建设完成。

表9 截至2019年9月底公司在建公租房项目情况 （单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划投资额	已完成投资	目前工程进度
丽水三期	7.25	4.73	2.73	建设完成，正在进行正式电接入、消防验收、竣工验收等工作
克俭小区	9.25	7.91	7.53	克俭一期建设完成，工程结算过程中
丁香湾	10.52	0.59	--	已完成装修、家具等招标
丽水一期	29.12	11.32	10.07	建设完成，工程结算过程中
丽水二期	3.36	1.69	0.88	建设完成，工程结算过程中
凤凰新城	16.21	6.73	5.26	建设完成，工程结算过程中
惠生新城	25.13	10.97	7.72	建设完成，工程结算过程中
惠民新城	11.55	5.10	4.14	建设完成，工程结算过程中
合计	112.39	49.04	38.33	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司计划重点做好工程建设、运营管理、多种经营等方面的工作。工程建设方面，公司要求确保 10 号线试运营，4 号线土建施工形象进度完成 40%，全力推进 2 号线南延线、3

号线一期工程开工建设。运营管理方面，公司要求落实网络化运营各项管理制度，提升客运组织、安全监控、应急响应、服务管理水平；及时做好车辆架大修、轨道维修等工作，提升设备设施维修保障能力。多种经营方面，公司

要求加快推进城建天和项目，启动滂江街、北大营街上盖物业综合开发，完成塔湾街一体化项目招拍挂；推进兴华街、市府广场地下商业项目合作运营，力争完成九、十号线车站广告招商。

八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2017 年，公司合并范围较 2016 年无变化；2018 年公司注销沈阳地铁乒乓球俱乐部有限公司，原孙公司沈阳城建天和置

业有限公司调整为子公司。2019 年三季度合并范围无变化。公司注销子公司资产、收入规模小，公司合并口径财务数据可比性强。

1. 资产质量

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

随着地铁项目建设不断推进，公司资产总额持续增长，2016—2018 年，公司资产总额年均复合增长 14.40%。截至 2018 年底，公司资产总额 649.22 亿元，较上年底增长 15.19%，主要系其他应收款、存货、固定资产和在建工程增加。公司资产仍以非流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况 （单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	金额	金额	占比	金额	金额	金额	占比
货币资金	38.85	7.83	53.46	9.49	39.66	6.11	44.50	6.38
预付款项	10.98	2.21	13.82	2.45	7.64	1.18	6.00	0.86
其他应收款	42.38	8.54	50.60	8.98	64.11	9.88	67.08	9.62
存货	44.19	8.91	46.25	8.21	62.28	9.59	64.80	9.29
流动资产	141.38	28.50	171.04	30.35	184.62	28.44	195.05	27.97
固定资产	180.54	36.40	207.82	36.87	207.78	32.00	206.93	29.67
在建工程	169.70	34.21	180.20	31.97	244.37	37.64	282.94	40.57
非流动资产	354.65	71.50	392.56	69.65	464.60	71.56	502.43	72.03
资产总额	496.03	100.00	563.60	100.00	649.22	100.00	697.48	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度报表

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 14.28%。截至 2018 年底，公司流动资产 184.62 亿元，较上年底增长 7.94%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 39.66 亿元，较上年底下降 25.81%。其中，受限货币资金 490.63 万元。

2016—2018 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 16.55%。截至 2018 年底，公司

预付款项 7.64 亿元，较上年底下降 44.69%，主要系预付工程款减少所致。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 9.08 亿元，主要为留抵税额。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 22.99%。截至 2018 年底，公司其他应收款 64.11 亿元，较上年底增长 26.71%，主要系往来款增加所致。公司前五大欠款单位合计欠款 30.29 亿元，占比 47.24%，集中度高。

表11 2018年底公司其他应收款前五大欠款单位
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
沈阳市财政局利息补贴	244548.64	38.14	1年以内; 2-3年
沈阳地铁巴士有限公司	43708.68	6.82	1年以内; 2-3年
沈阳市城建房地产开发集团有限公司	10000.00	1.56	3年以上
沈阳城市通有限公司	4342.00	0.68	1年以内
沈阳蒲河新城会计核算中心	277.20	0.04	1年以内
合 计	302876.52	47.24	--

资料来源: 公司审计报告

2016—2018年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 18.71%。截至 2018 年底, 公司存货 62.28 亿元, 较上年底增长 34.65%, 主要系购地支出增加所致。其中, 在产品 40.30 亿元, 主要为公租房项目; 自制半成品 21.48 亿元, 主要为购地支出。

2016—2018年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长 14.46%。截至 2018 年底, 公司非流动资产合计 464.60 亿元, 较上年底增长 18.35%, 主要系长期股权投资、投资性房地产及在建工程增加所致。

截至 2018 年底, 公司长期股权投资 7.33 亿元, 较上年底增加 4.63 亿元, 主要因当期新增对沈阳融瑞置业有限公司的投资。

2018年, 公司新增投资性房地产 3.33 亿元, 主要为公租房配套的商业房产。

2016—2018 年, 公司固定资产波动增长, 年均复合增长 7.28%。截至 2018 年底, 公司固定资产 207.78 亿元, 较上年底变动较小, 固定资产主要为一号线、二号线和二号线北延线。

2016—2018 年, 公司在建工程快速增长, 年均复合增长 20.00%。截至 2018 年底, 公司

在建工程 244.37 亿元, 较上年底增长 35.61%, 主要系地铁项目建设投入增加所致。

截至 2019 年 9 月底, 公司资产总额 697.48 亿元, 较 2018 年底增长 7.43%, 主要系在建工程增加所致。公司货币资金 44.50 亿元, 较 2018 年底增长 12.18%; 其他应收款 67.08 亿元, 较 2018 年底增长 4.63%, 主要系往来款增加; 在建工程 282.94 亿元, 较 2018 年底增长 15.78%, 主要系地铁项目建设投入增加。其他科目较 2018 年底变动较小。

受限资产方面, 截至 2019 年 9 月底, 公司 9 号线一期、10 号线以及 4 号线一期工程项目票款收费权及其项下全部权益和收益已被质押; 部分地铁线路运营系统(账目价值 95.00 亿元) 已用于借款质押。

2. 资本结构

随项目建设专项资金的注入, 公司所有者权益持续增长, 资本公积占比高, 所有者权益稳定性强。

2016—2018 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 4.36%。截至 2018 年底, 公司所有者权益合计 254.56 亿元, 较上年底增长 4.87%, 主要系资本公积增加。公司所有者权益主要由资本公积构成, 所有者权益稳定性强。

2016—2018 年, 公司资本公积年均复合增长 5.43%。截至 2018 年底, 公司资本公积 249.63 亿元, 较上年底增长 6.16%, 主要系公司收到沈阳市财政局拨付的地铁建设资金和公租房建设资金所致。公司资本公积主要由财政拨付的地铁、公租房项目建设资金和国开基金公司投资款构成。

表 12 公司主要所有者权益构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	金额	金额	占比	金额	金额	金额	占比
实收资本	8.65	3.70	8.65	3.56	8.65	3.40	8.65	3.31
资本公积	224.59	96.09	235.15	96.87	249.63	98.06	256.80	98.40
少数股东权益	0.96	0.41	0.95	0.39	0.95	0.37	0.92	0.35
所有者权益	233.72	100.00	242.74	100.00	254.56	100.00	260.97	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度报表

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 260.97 亿元，较 2018 年底增长 2.52%，主要系公司收到财政拨款的地铁建设专项资金，资本公积增加所致。其他科目较 2018 年底变动小。

近三年，公司债务规模快速增长，长期债务占比高，整体债务负担较重。

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 22.66%。截至 2018 年底，公司负债合计 394.66 亿元，较上年底增长 23.00%，主要系短期借款、其他应付款和应付债券增加所致。公司非流动负债占 82.98%，负债结构以非流动负债为主。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.60	0.23	10.00	3.12	20.00	5.07	20.53	4.70
其他应付款	26.83	10.23	32.14	10.02	43.55	11.04	49.49	11.34
流动负债	32.96	12.57	48.47	15.10	67.16	17.02	72.35	16.57
长期借款	170.90	65.15	123.59	38.52	125.54	31.81	140.18	32.11
应付债券	16.49	6.29	114.44	35.67	172.91	43.81	173.50	39.75
长期应付款	41.84	15.95	34.24	10.67	28.90	7.32	50.36	11.54
非流动负债	229.35	87.43	272.40	84.90	327.50	82.98	364.16	83.43
负债合计	262.30	100.00	320.86	100.00	394.66	100.00	436.51	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度报表

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 42.74%。截至 2018 年底，公司流动负债 67.16 亿元，较上年底增长 38.57%，主要系短期借款和其他应付款增长。

截至 2018 年底，公司短期借款 20.00 亿元，较上年底增加 10.00 亿元，全部为信用借款。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 27.42%。截至 2018 年底，公司其他应付款 43.55 亿元，较上年底增长 35.49%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要由往来款（占 39.86%）、押金及保证金（占 58.89%）构成。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 19.50%。截至 2018 年底，公司非流动负债 327.50 亿元，较上年底增长 20.23%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 14.29%。截至 2018 年底，公司长期借款 125.54 亿元，较上年底增长 1.58%，其中质押借款占 60.24%、信用借款占 39.76%。

2016—2018 年，公司应付债券大幅增长，年均复合上升 223.81%。截至 2017 年底，公司应付债券 114.44 亿元，较 2016 年底增加 97.95 亿元，主要系应付地方政府债券资金增加所致。截至 2018 年底，公司应付债券 172.91 亿元，较上年底增长 51.09%，主要系应付地方政府债券资金增加所致。其中，地方政府债券资金占 84.38%，中期票据占 15.23%。

2016—2018 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降 16.88%。截至 2018 年底，公司长期应付款 28.90 亿元，较上年底下降 15.58%，主要为应付融资租赁款项，系有息债务。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 436.51 亿元，较 2018 年底增长 10.60%，主要系长期借款、长期应付款增加所致。公司长期借款 140.18 亿元，较 2018 年底增长 11.66%；长期应付款 50.36 亿元，较 2018 年底增长 74.23%，主要系融资租赁借款增加。其他科目较 2018 年底变动较小。

从有息债务来看，若将公司长期应付款中有息债务计入全部债务核算后，2016—2018 年，

公司调整后全部债务逐年增长，年均复合增长 21.36%，2018 年底调整后全部债务为 347.95 亿元，其中短期债务、长期债务分别占比 5.92%、94.08%。2020 年、2021 年和 2022 年，公司到期债务（含分期支付的融资租赁款和存续债务利息）分别为 20.43 亿元、17.08 亿元和 19.24 亿元。2016—2018 年，公司调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率逐年上升，2018 年底分别为 56.25%、57.75%。

截至 2019 年 9 月底，公司调整后全部债务合计 384.57 亿元，调整后全部债务资本化比率、资产负债率分别为 59.57%、62.58%。总体看，公司债务规模快速增长，债务负担较重。

3. 盈利能力

近三年，公司营业收入波动增长，但由于各项成本费用持续上涨以及受限于地铁运营公益性特点，公司持续亏损，整体盈利能力弱。

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 2.33%。2018 年，公司实现营业收入 10.73 亿元，同比增长 6.91%。2016—2018 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 8.59%。2018 年，公司营业成本 11.86 亿元，同比增长 13.75%。近三年，公司营业利润持续为负值。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用波动下降，2018 年公司期间费用合计 0.75 亿元，主要为管理费用；期间费用率 7.00%，较 2017 年略有下降。公司期间费用控制能力尚可。

2016—2018 年，公司营业外收入快速增长，分别为 0.25 亿元、0.02 亿元和 0.71 亿元。2018 年，公司营业外收入主要为地铁 1 号线拆迁补偿。2016-2018 年，公司利润总额分别为-0.77 亿元、-1.34 亿元和-1.44 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司各项盈利指标均为负值。2018 年，公司营业利润率、净资产收益率、总资本收益率分别为-12.58%、-0.58%和-0.24%。公司盈利能力弱。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 7.13 亿元，相当于 2018 年全年的 66.45%；当期，利润总额-0.52 亿元。

4. 现金流分析

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

经营活动现金流方面，2016—2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金小幅增长，年均复合增长 7.37%，2018 年为 11.80 亿元。同期，公司现金收入比分别为 99.95%、112.11%和 110.04%，收现质量较好。公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，2018 年为 5.95 亿元，主要为往来单位借款。2016—2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金较快增长，年均复合增长 10.40%，2018 年为 7.40 亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，年均复合增长 25.94%，2018 年为 7.01 亿元，主要为往来款项。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.38 亿元、0.37 亿元和-0.71 亿元。

投资活动现金流方面，2016—2018 年，公司收到其他与投资活动有关的现金大幅增长，年均复合上升 119.88%，2018 年为 11.32 亿元，构成以收到的公租房建设资金和同地铁建设单位往来款为主。2016—2018 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金较快增长，2018 年为 66.48 亿元；同期，公司支付其他与投资活动有关的现金大幅增长，年均复合增长 196.78%，2018 年为 18.64 亿元，主要是同地铁建设单位往来款。2016—2018 年，公司投资活动现金净流出持续扩大，2018 年投资活动产生的现金流量净额为-78.47 亿元。

筹资活动现金流方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 28.55%，2018 年为 127.62 亿元，以取得借款收到的现金和收到的地方政府债券资金为主。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出大幅增

长, 年均复合增长 63.25%, 以偿还债务支付的现金为主。公司支付其他与筹资活动有关的现金主要为偿还的融资租赁款项。2016—2018 年, 公司筹资活动现金净流入持续增加, 2018 年筹资活动产生的现金流量净额为 65.35 亿元。

2019 年 1—9 月, 公司经营活动现金流入 13.76 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 7.35 亿元; 公司经营活动现金流出为 13.96 亿元, 其中购买商品、接受劳务支付的现金 4.70 亿元; 支付其他与经营活动有关的现金 5.70 亿元。公司经营活动现金流量金额-0.20 亿元。2019 年 1—9 月, 公司投资活动现金流入为 6.72 亿元, 构成以沈阳地铁建设指挥部往来款为主, 投资活动现金流出 39.64 亿元, 其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 37.58 亿元。当期, 公司投资活动现金流量净额-32.92 亿元。2019 年 1—9 月, 公司筹资活动现金流入 60.12 亿元, 主要为取得借款收到的现金(包含融资租赁借款); 筹资活动现金流出 22.17 亿元, 主要为偿付债务和利息支付的现金; 当期, 筹资活动现金净流入 37.96 亿元。

5. 偿债能力

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

从短期偿债指标来看, 2016—2018 年, 公司流动比率和速动比率持续下降, 2018 年底分别为 274.91%和 182.18%。截至 2019 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率较年初略有下降, 分别为 269.60%和 180.04%。2016—2018 年, 公司经营现金流动负债比分别为-1.16%、0.77%和-1.06%, 经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。截至 2019 年 9 月底, 公司短期债务 20.53 亿元, 现金类资产 44.50 亿元。公司现金类资产充足, 短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看, 2016—2018 年, 公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 244.88 倍、720.72 倍和 968.73 倍。公司 EBITDA 对全部债

务的保障能力很弱。截至 2019 年 9 月底, 公司共取得金融机构授信额度 857.46 亿元, 其中已使用授信额度 202.17 亿元, 未使用授信额度 655.29 亿元。

截至2019年9月底, 公司无对外担保事项。

考虑到公司所属行业性质以及沈阳市政府对地铁项目建设的支持, 上述指标未能充分体现公司长期偿债能力, 公司实际偿债能力极强。

6. 母公司财务概况

公司资产、负债集中在母公司; 母公司债务负担较重, 盈利能力弱。

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

截至2018年底, 母公司所有者权益合计 200.65亿元, 母公司所有者权益主要由资本公积构成。

截至2018年底, 母公司负债合计392.11亿元, 占合并报表负债总额的99.35%。母公司负债构成同合并口径, 主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。截至2018年底, 母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 66.15%、61.39%, 债务负担较重。

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

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

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行金额5.00亿元, 相当于2018年底公司调整后长期债务和调整全部债务的1.53%和1.44%, 对公司现有债务影响小。

截至2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为60.79%、57.75%和56.25%。以公司2018年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至61.09%、58.10%和56.63%，公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务，本期中期票据发行后，公司债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额的0.19倍、0.08倍和0.07倍，EBITDA对本期中期票据发行金额覆盖能力很弱。2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额的2.73倍、3.63倍和3.55倍，对本期中期票据发行金额的覆盖能力尚可；公司经营活动现金流量净额规模小，无法覆盖本期中期票据发行金额。

综上，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力尚可，考虑到公司外部支持力度较大，本期中期票据到期不能偿还风险极低。

十、结论

公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具备显著的区域专营地位，持续获得政府资金支持。近三年，公司各项业务运营较稳定，营业收入波动增长，在建地铁线路有序推进，但面临较大的资本支出压力。财务方面，公司资产总额、所有者权益持续增长，由于地铁运营公益性特征，公司盈利能力弱，地铁项目建设对外部筹资依赖大，公司目前债务负担较重。

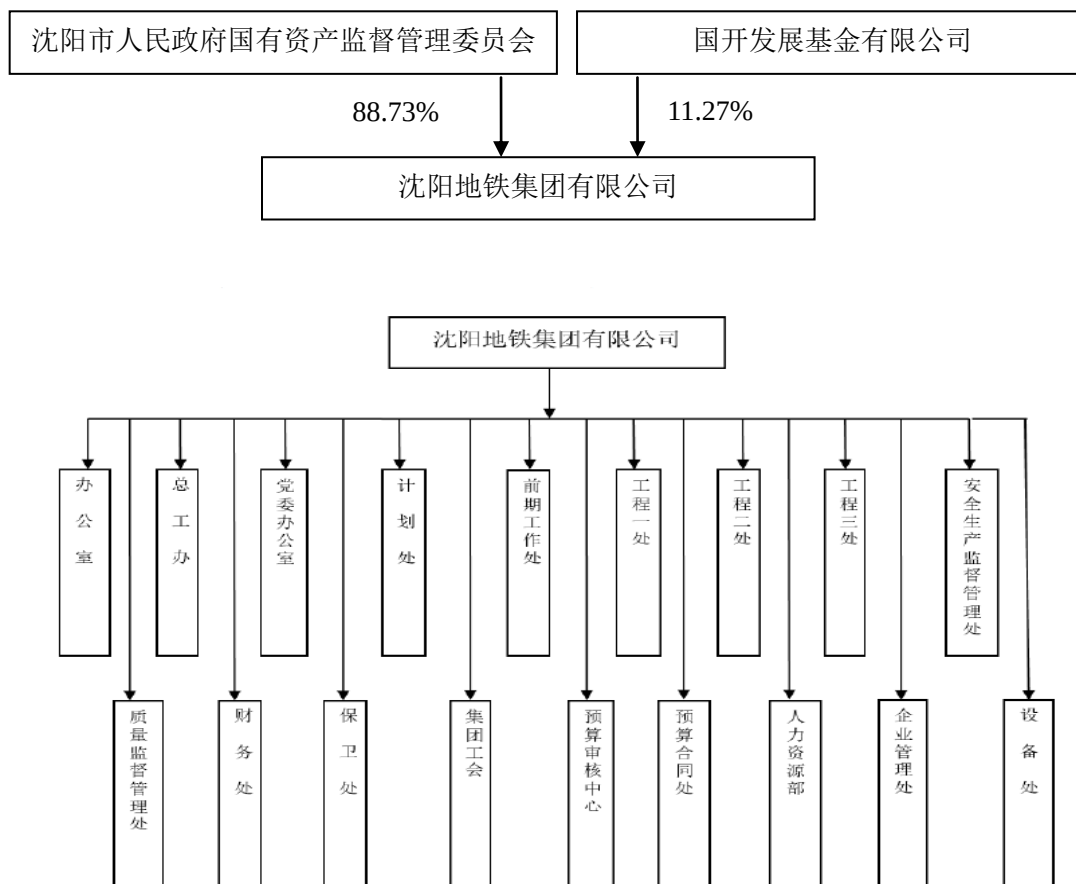
本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于

其他普通债券/债务工具，同时，本期中期票据重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

沈阳市经济呈现出稳中有进、企稳向好趋势，为公司发展提供了良好的外部环境。伴随地铁运营里程增加及地铁票价调整，公司盈利水平或将有所提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底公司股权及组织结构图



附件 2 截至 2018 年底公司主要子公司情况

(单位: 万元、%)

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

资料来源: 公司 2018 年审计报告

附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.85	53.46	39.66	44.50
资产总额(亿元)	496.03	563.60	649.22	697.48
所有者权益(亿元)	233.72	242.74	254.56	260.97
短期债务(亿元)	2.59	12.47	20.59	20.53
长期债务(亿元)	187.39	238.04	298.46	313.68
调整后长期债务(亿元)	233.64	274.85	327.36	364.04
全部债务(亿元)	189.98	250.51	319.04	334.21
调整后全部债务(亿元)	236.23	287.32	347.95	384.57
营业收入(亿元)	10.24	10.03	10.73	7.13
利润总额(亿元)	-0.77	-1.34	-1.44	-0.52
EBITDA(亿元)	0.96	0.40	0.36	--
经营性净现金流(亿元)	-0.38	0.37	-0.71	-0.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.57	5.43	5.93	--
存货周转次数(次)	0.23	0.23	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	99.95	112.11	110.04	103.13
营业利润率(%)	-0.24	-5.87	-12.58	1.27
总资本收益率(%)	-0.20	-0.29	-0.24	--
净资产收益率(%)	-0.36	-0.59	-0.58	--
长期债务资本化比率(%)	44.50	49.51	53.97	54.59
调整后长期债务资本化比率(%)	49.99	53.10	56.25	58.25
全部债务资本化比率(%)	44.84	50.79	55.62	56.15
调整后全部债务资本化比率(%)	50.27	54.20	57.75	59.57
资产负债率(%)	52.88	56.93	60.79	62.58
流动比率(%)	428.94	352.90	274.91	269.60
速动比率(%)	294.86	257.47	182.18	180.04
经营现金流动负债比(%)	-1.16	0.77	-1.06	--
现金短期债务比(倍)	15	4.29	1.93	2.17
EBITDA 利息倍数(倍)	0.24	0.08	0.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	196.93	628.38	888.26	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	244.88	720.72	968.73	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.27	51.08	36.74	40.94
资产总额(亿元)	439.99	508.36	592.76	644.34
所有者权益(亿元)	180.51	187.86	200.65	206.26
短期债务(亿元)	0.60	12.47	20.59	20.53
长期债务(亿元)	187.39	238.04	298.46	313.68
全部债务(亿元)	187.99	250.51	319.04	334.21
营业收入(亿元)	5.89	5.97	6.43	4.58
利润总额(亿元)	-1.01	-1.52	-1.11	-0.57
EBITDA(亿元)	0.24	-0.28	0.14	--
经营性净现金流(亿元)	0.43	-0.73	-0.34	-1.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	277.84	124.66	122.17	--
存货周转次数(次)	36.85	18.91	18.30	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	103.36	106.09	108.68	103.03
营业利润率(%)	-12.10	-20.70	-28.14	-9.69
总资本收益率(%)	-0.27	-0.35	-0.21	--
净资产收益率(%)	-0.56	-0.81	-0.55	--
长期债务资本化比率(%)	50.94	55.89	59.80	60.33
全部债务资本化比率(%)	51.02	57.14	61.39	61.84
资产负债率(%)	58.97	63.03	66.15	67.99
流动比率(%)	310.84	258.53	200.88	214.16
速动比率(%)	309.66	257.70	200.14	213.33
经营现金流动负债比(%)	1.44	-1.51	-0.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	779.36	-892.68	2223.28	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计

附件 5 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
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%
现金类资产/短期债务	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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 沈阳地铁集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

沈阳地铁集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

沈阳地铁集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对沈阳地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，沈阳地铁集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注沈阳地铁集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现沈阳地铁集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对沈阳地铁集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如沈阳地铁集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对沈阳地铁集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与沈阳地铁集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。