

信用等级公告

联合〔2020〕3577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 年度第二期绿色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 年度第二期绿色中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



沈阳地铁集团有限公司

2020 年度第二期绿色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: 10.00 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 于兑付日一次性兑付本金

募集资金用途: 偿还地铁项目借款及补充流动资金

评级时间: 2020 年 9 月 10 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		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

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外部发展环境良好,在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位,并持续获得有力的外部支持。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,公司债务规模快速增长,整体债务负担较重、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。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可。

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。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. 沈阳市经济实力增强,为公司经营发展提供了良好的外部发展环境。2017—2019年沈阳市地区生产总值(GDP)分别为5865亿元、6292.4亿元和6470.3亿元,按可比价计算,增幅分别为3.5%、5.4%和4.2%。

2. 公司业务保持专营优势。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。

3. 持续获得有力的外部支持。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。截至2020年6月底,公司累计收到地铁专项资金202.16亿元;累计收到公共租赁住房专项资金45.96亿元。

4. 受地铁票价上调和客运量增加等综合因素影响,地铁运营收入保持增长,亏损程度有所减轻。2019年,公司地铁运营收入同比增长16.04%。亏损程度有所减轻。

分析师：王治 郑重 吕泽峰

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. **公司债务规模持续增长，债务负担较重。**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，债务负担较重，且未来投资大，仍存在较大的资本支出压力。截至2020年6月底，公司调整后全部债务422.50亿元，调整后全部债务资本化比率60.47%。

2. **公司盈利能力弱。**公司利润总额对财政补贴依赖较大。2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.02%和0.04%，且沈阳市地铁路网尚未形成规模，各项运营成本不断上涨，自身盈利能力弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	53.46	39.66	46.00	52.17
资产总额(亿元)	562.40	649.37	707.89	755.18
所有者权益(亿元)	241.58	254.61	261.38	276.21
短期债务(亿元)	12.47	20.59	51.43	35.53
长期债务(亿元)	238.04	298.46	303.82	337.08
全部债务(亿元)	250.51	319.04	355.25	372.61
营业收入(亿元)	10.03	10.73	10.57	3.17
利润总额(亿元)	-1.36	-1.44	0.17	-1.59
EBITDA(亿元)	0.40	0.26	1.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	-0.71	-2.26	-1.96
营业利润率(%)	-5.87	-12.58	-9.18	-34.02
净资产收益率(%)	-0.60	-0.58	0.04	--
资产负债率(%)	57.05	60.79	63.08	63.42
全部债务资本化比率(%)	50.91	55.62	57.61	57.43
流动比率(%)	350.68	276.24	204.73	237.12
经营现金流动负债比(%)	0.77	-1.05	-2.35	--
现金短期债务比(倍)	4.29	1.93	0.89	1.47
EBITDA 利息倍数(倍)	0.08	0.05	0.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	628.38	1215.72	187.03	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	508.36	592.13	661.98	703.41
所有者权益(亿元)	187.86	200.38	212.22	227.13
全部债务(亿元)	250.51	319.04	355.25	372.61
营业收入(亿元)	5.97	6.43	7.07	1.81
利润总额(亿元)	-1.52	-1.11	0.05	-1.36
资产负债率(%)	63.03	66.16	67.94	67.71
全部债务资本化比率(%)	57.14	61.42	62.60	62.13
流动比率(%)	258.53	214.02	160.77	196.72
经营现金流动负债比(%)	-1.51	-0.50	-0.68	--

注：2020 年半年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	2020/7/24	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
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
AAA	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

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。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。

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 年度第二期绿色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2020年6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2020年6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2019年底，公司（合并）资产总额707.89亿元，所有者权益合计261.38亿元（其中少数股东权益0.93亿元）；2019年，公司合并口径实现营业收入10.57亿元，利润总额0.17亿元。

截至2020年6月底，公司（合并）资产总额755.18亿元，所有者权益合计276.21亿元（含少数股东权益0.93亿元）；2020年1—6月，公司实现营业收入3.17亿元，利润总额-1.59亿元。

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

1. 本期绿色中期票据概况

公司计划于2020年注册总额度为30.00亿元的绿色债务融资工具，本次拟发行沈阳地铁集团有限公司2020年度第二期绿色中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额10.00亿元，期限5年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据2亿元用于补充流动资金，8亿元用于偿还地铁一号线、二号线、四号线、九号线以及十号线（以下简称“募投项目”）建设产生的借款。

2. 本期绿色中期票据募投项目评估情况

根据联合赤道环境评价有限公司出具的《沈阳地铁集团有限公司2020年度绿色中期票据发行前独立评估认证报告》，对照《绿色债券支持项目目录》（2015年版），本次绿色中期票据募投项目均属于“4.清洁交通-4.2城

市轨道交通-4.2.1设施建设运营-城市地铁、轻轨等轨道交通设施建设运营”类；对照《绿色产业指导目录（2019年版）》，募投项目均属于“5.基础设施绿色升级-5.2绿色交通-5.2.7城乡公共交通系统建设和运营”类。募投项目建成运营后，一方面将改善城市交通环境，缓解城市交通压力，提高民众出行效率，提高劳动生产率并减少交通事故；另一方面，对促进沿线城市中心片区、新城区、城市环线及城郊结合地带经济、社会、人文交流等具有重大作用，有助于进一步加快沈阳市城市化进程。同时，募投项目属于典型的非污染类建设项目，项目建设、运行不会导致大气环境污染风险、水环境污染风险以及以生态系统损坏为特征的事故风险。

综上所述，本期绿色中期票据募投项目属于绿色项目，符合《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》（中国银行间市场交易商协会公告〔2017〕10号）、《绿色债券支持项目目录》（2015年版）、《绿色产业指导目录（2019年版）》及中国银行间交易商协会相关自律规则等相关要求。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。

由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年我国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇登记失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。

2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不

含农户)累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设(不含电力)投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1—6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度(993.0亿元)大幅增加，较上年同期(1.21万亿元)略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元(同比增长-1.8%)，对东盟累计进出口额为2.09万亿元(同比增长5.6%)，对美国累计进出口额为1.64万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为1.03万亿元(同比增长0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。

2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较

1—3月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。

2020年上半年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。

2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，

较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。

2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率

从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。

注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，

调整后, 3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%, 再贴现利率为 2%, 进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点, 加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为, 当前我国经济形势仍然复杂严峻, 不稳定性不确定性较大, 遇到的很多问题是中长期的, 必须从持久战的角度加以认识, 加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调, 下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作, 坚持以供给侧结构性改革为主线, 坚持深化改革开放, 牢牢把握扩大内需这个战略基点, 大力保护和激发市场主体活力, 扎实做好“六稳”工作, 全面落实“六保”任务, 推动经济高质量发展。为此, 下半年财政政策要更加积极有为、注重实效, 要保障重大项目建设资金, 注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长, 推动综合融资成本明显下降; 二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下, 下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。

投资方面, 制造业投资上半年下降幅度较大 (-11.7%), 下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复; 基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头; 房地产开发投资也在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续

增长, 将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面, 在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下, 下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放, 以及政府消费支出的适当增加, 商品和服务消费或将较快恢复, 消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面, 未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策, 对我国外需具有较大提振作用; 同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长, 有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高; 但由于全球疫情形势的复杂性和反复性, 以及中美关系的不确定性等因素影响, 外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

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

(1) 行业概况

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, 2019 年中国城镇常住人口 8.48 亿人, 城镇人口占总人口比重 (城镇化率) 为 60.60%, 首次突破 60%, 同时大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。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。

经过多年的发展，截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，全国共计208条运营线路，建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里。2019年全年累计完成客运量237.1亿人次，2019年中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元。

（2）行业发展

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。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，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，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，少数城市由省、市两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投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）筹措其余部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道交通项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场化定价，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票款补贴。

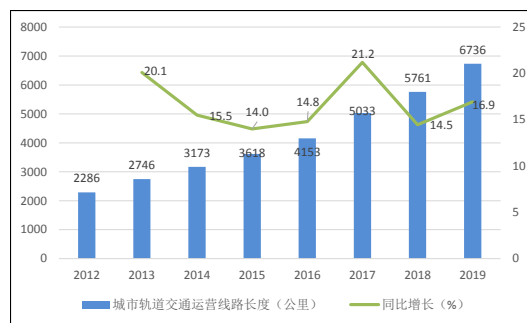
资金需求规模大已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争

机制以提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”四年来，全国城市轨道交通运营线路规模稳步增长。长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著。上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”四年来，全国运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度3118.2公里，年均新增运营线路长度779.6公里。根据《城市轨道交通2019年度统计和分析报告》（以下简称“城轨分析报告”），截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，其中2019年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特5个运营城市。全国共计208条运营线路，其中2019年新增运营线路25条，新增运营线路长度974.8公里。2019年全国城市建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里，同比增长16.90%，其中地铁5180.6公里，占比76.9%，投运车站3928座。

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

从城市群拥有城市交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路54条，运营线路总长度1920公里，占比29%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路33条，运营线路总长度1049公里，占比16%；珠三角5城开通运营线路27条，运营线路总长度892公里，占比13%；成渝城市群2城开通运营线路18条，运营线路总长度群

764公里，占比11%。随着城市群、都市圈、同城化建设的大力推进，市区城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”的需求为城轨交通、市域快轨的发展打开了空间。

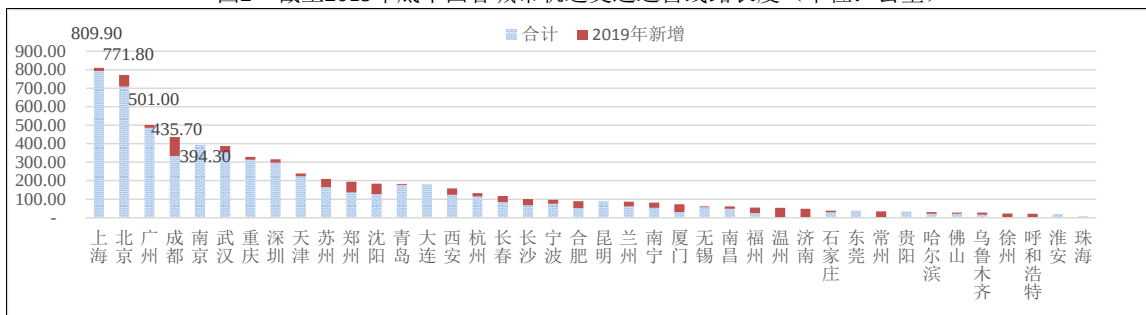
“十三五”四年来，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2019年度完成投资额创历史新高。

“十三五”四年来，共有27个城市新一轮建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约25000亿元。2019年，共有4个城市新一轮城市轨道交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，

线路长度共687.45公里，总投资4926.28亿元。

“十三五”四年来，全国共完成城市轨道交通建设投资19992.7亿元，年均完成建设额接近5000亿元。2019年，中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元，同比增长8.9%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2019年底，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计46430.3亿元，在建线路总里程6902.5公里，同比增长8.3%，其中地铁5942.7公里，仍为主流。我国城轨在建线路规模稳步增长，年度完成投资额创历史新高。

图2 截至2019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

（3）行业运营

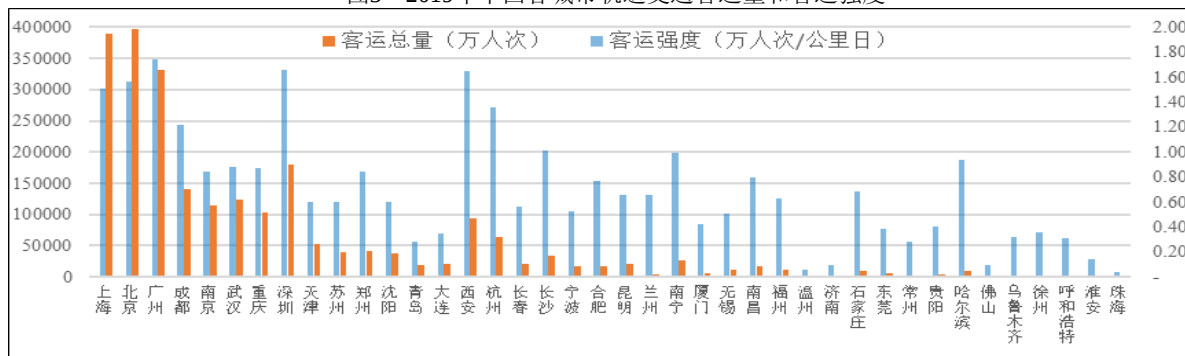
随着新建线路投入运营，全国各城市客运量不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，但各城市之间客运强度变化有所差异。

随着新建线路投入运营，据不完全统计，2019年全国累计完成客运量237.1亿人次，同比增长12.5%；日均6634.1万人次，同比增加772.6万人次；总进站量为149.4亿人次，同比增长12.2%；总客运周转量为2003.1亿人公里，同比

增长13.8%，北京、上海、广州、深圳4市位居前列。

2019年，全国城轨交通平均客运强度为0.71万人次/公里日，同比有所下降。但各城市之间客运强度变化有所差异，北京、成都、沈阳等城市客运强度同比稳中有降，上海、天津、重庆等城市客运强度同比依然增长。2019年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、西安、北京和上海。

图3 2019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

2019年，全国城轨交通平均运营成本和收入同比均有所下降，但入不敷出依然是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

据不完全统计（该部分计入31个城市数，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2019年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本23.4元，同比下降0.4元。平均单位人公里运营成本0.69元，同比下降0.15元。平均单位车公里运营收入16.7元，同比下降0.5元，平均单位人公里运营收入0.47元，同比下降0.01元，车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门5市；平均单位票款收入0.28元/人公里，同比增长0.01元。

2019年，全国平均运营收支比为72.7%，其中，运营收支比超过100%的城市有杭州、深圳、北京、青岛4市，均为资源经营收入较高的城市；其余城市运营收支比均低于100%。整体看，城轨交通运营入不敷出依然是普遍状况，对政府补贴依赖高。

（4）行业政策

因城市轨道交通行业特殊性，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城市轨道交通行业特点是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 近期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	《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
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《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

资料来源：联合资信整理

据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，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。上述政策有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次、0.4万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时3万人次以上、1万人次以上。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，上述规定有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》（以下简称“《纲要》”），从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计。旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

（5）未来发展

随着科技革命和产业变革，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁，同时政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“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，但经济发达地区的城市轨道交通建设投资增速和规模仍较大。到 2020 年底，全国城市轨道交通运营线路预计将达到 7700 公里左右。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《纲要》的发布，给未来城轨交通强国的建设提供了更加明确的目标和方向。“十四五”即将到来，部分经济发达城市地铁在加快新线建设的同时，也将率先全力打造智慧型地铁。

2020年初，受突如其来的新冠疫情影响，在平衡建设进度、安全生产和成本管控等方面，城轨企业将存在较大的压力，2020年整体客流量将可能有所下降。

2020 年政府工作报告提出，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，其中包括加强新基建、加强交通在内的重大工程建设，体现了以民生为导向、支撑内需扩大的重要出发点，契合了高质量发展的需要，给城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济环境

近三年，为振兴东北经济，在中央出台了一系列支持政策下，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。

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。

根据沈阳市统计局公布的数据，2017—2019 年沈阳市地区生产总值(GDP)分别为 5865 亿元、6292.4 亿元和 6470.3 亿元，按可比价计算，增幅分别为 3.5%、5.4%和 4.2%。三次产业增加值占 GDP 的比重由 2017 年 4.6%、38.5%和 56.9%调整为 2019 年 4.4%、33.7%和 61.9%。人均 GDP 由 2017 年 70722 元增长至 2019 年 77777 元。2017—2019 年，沈阳市全年固定资产投资分别增长-9.0%、15.3%和 13.2%。沈阳市城镇居民人均可支配收入由 2017 年 41359 元增长至 2019 年 46786 元。截至 2019 年底，沈阳市常住人口 832.2 万人，比上年底增长 0.07%。

根据沈阳市统计局公布的数据, 2020 年半年度, 沈阳市地区生产总值 2887.7 亿元, 同比减少 5.2%。其中第一产业增加值 103.5 亿元, 同比增长 2.6%; 第二产业增加值 921.1 亿元, 同比减少 6.6%; 第三产业增加值 1863.1 亿元, 同比减少 4.9%。固定资产投资同比减少 1.3%。其中, 工业固定资产投资同比减少 18.9%; 房地产开发投资同比减少 1.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 6 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资融资; (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有限公司经济财务处处长, 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。

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; 现任公司总会计师。

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。

截至 2020 年 6 月底, 公司在职人员共有 10655 人, 其中具有中、高级职称的人员有 1444 人, 占总人数的 13.55%; 本科以上学历人员有 4014 人, 占总人数的 37.67%; 本科以下学历 6641 人, 占总人数的 62.33%。

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 2017 年、2018 年财政决算报告以及 2019 年财政预算执行情况，2017—2019 年，沈阳市一般公共预算收入持续增长，分别为 656.2 亿元、720.64 亿元和 730.3 亿元。2019 年，沈阳市实现税收收入 586.5 亿元，较上年增长 1.5%，占当期一般公共预算收入的 80.31%；一般公共预算支出 1048.2 亿元，沈阳市财政自给率 69.67%，财政自给能力尚可。2019 年，沈阳市获上级财政各项补助收入 380 亿元；政府性实现基金收入 497.9 亿元，较上年增长 21.8%。其中土地出让收入 462.2 亿元，增长 22.2%。截至 2019 年底，沈阳市地方政府债务余额 1745.71 亿元。其中一般债务余额 948.65 亿元，专项债务余额 797.06 亿元，整体债务负担重。

2020 年 1—6 月，沈阳市一般公共预算收入 351.4 亿元，较上年减少 7.6%，其中税收收入 286.5 亿元，较上年减少 6.7%，占当期一般公共预算收入的 81.53%，一般公共预算支出 515.3 亿元，财政自给率 68.19%。

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。2017—2019 年，公司分别收到该专项资金 6.92 亿元、13.18 亿

元和 8.70 亿元。2020 年 1—6 月，公司收到专项资金 6.26 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司累计收到地铁专项资金 202.16 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。2019 年，公司收到地方政府债券资金 5800 万元，已用于偿还到期政府债券。截至 2020 年 6 月底，公司收到地方政府债券资金 10.00 亿元，用于地铁建设资金，计入“资本公积”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”。2017—2019 年，公司分别获得公租房建设资金 1.58 亿元、1.06 亿元和 0.77 亿元，2020 年 1—6 月，公司获得公租房建设资金 0.15 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司累计收到公租房建设资金 45.96 亿元，计入“资本公积”科目。

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 2020 年 8 月 28 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 2020 年 9 月 2 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

公司建立了较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

公司管理制度较健全，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、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，公司营业收入有所波动，受地铁运营维护成本上涨和人员费用、物业管理费以及修理费增加的影响，毛利率波动下降。

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，公司营业收入有所波动，毛利率波动下降，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，公司地铁运营收入持续增长，毛利率虽仍为负但在波动上升。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。2019年地铁运营毛利率同比增长14.36%，主要系地铁调价后客运收入大幅提高所致。公司钢材销售收入2019年下降较快，主要系2019年钢材价格上涨，销量减少所致，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。

2020年1—6月，公司实现营业收入3.17亿元，相当于2019年营业收入的28.38%。当期，公司营业毛利率为-33.31%，较2019年大幅下降，主要系受疫情影响地铁运营收入大幅减少所致。

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	2017年			2018年			2019年			2020年1—6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	51363.58	51.20	-2.23	53012.26	49.42	-31.16	61507.92	58.21	-16.80	15914.08	50.12	-80.18
钢材销售	27278.88	27.19	3.14	27459.30	25.60	2.81	16580.93	15.69	2.91	4536.16	14.29	-2.21
场地租赁	6778.00	6.76	73.66	6849.16	6.39	75.65	7349.06	6.95	68.58	108.44	0.34	-691.19
广告业务	6213.76	6.19	-96.43	9268.40	8.64	-31.63	2540.39	2.40	-387.54	1147.89	3.62	89.08
物业管理	1254.94	1.25	-506.76	1824.14	1.70	-2.62	4612.16	4.36	4.76	4124.20	12.99	-9.36
餐饮服务	516.20	0.51	73.24	352.06	0.33	57.97	376.55	0.36	68.48	97.19	0.31	84.36
其他	6922.57	6.90	48.11	8496.47	7.92	24.96	12702.50	8.61	45.10	5820.84	12.85	41.51
合计	100327.94	100.00	-3.92	107261.79	100.00	-10.57	105669.51	100.00	-7.34	31748.80	100.00	-33.31

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

受地铁票价上调、客运量和运营里程增加等综合因素影响，公司收入保持增长，亏损程度有所减轻，但毛利率仍然为负。随着地铁票价调整效应显现以及运营里程增加，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，2020年4月，地铁10号线开通试运营。截至2020年6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、地铁9号线以及地铁10号线，开通长度116.38公里。

表4 截至2020年6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	27.72	黎明广场站—十三号街站	22	2010.09.27
地铁2号线	74.00	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	7	2018.04.08
地铁9号线	189.50	104.12	31.24	29.00	怒江公园-建筑大学站	23	2019.05.25
地铁10号线	297.10	113.19	33.96	27.40	丁香湖-桑林子村	21	2020.04.29
合计	731.26	447.06	172.51	116.38	--	--	--

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。2019年公司地铁年度客运量为36765.25万人次、运营里程5705.15万公里；网络正点率99.96%，运行图兑现率99.99%。2020年1—6月，公司年度客运量10929.11万人次、运营里程3289.31万公里。

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。2017—2019年，公司客运收入分别为4.92亿元、5.06亿元和6.84亿元。受春节假期和疫情影响，2020年1—6月，公司仅实现客运收入1.59亿元。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 2017—2019年以及2020年1—6月公司地铁运营情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—6月
年度客运量（万人）	30644.72	31602.96	36765.25	10929.11
日均客运量（万人）	83.95	86.58	100.73	60.05

客车开行 列次	244762	258449	332654.00	195119.00
日均客车 开行列次	671.00	708.00	911.00	1072.00
运营里程 (万公里)	3938.82	4442.78	5705.15	3289.31
客运收入 (亿元)	4.92	5.06	6.84	1.96
平均票价 (元)	1.61	1.60	1.86	1.79
网络正点 率(%)	99.95	99.95	99.96	99.99
运行图兑 现率(%)	99.99	99.99	99.99	100.00

注：该表中地铁运营收入含公益人群乘车补贴，与表3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，2019年上述费用分别占总运营成本的52.00%、10.68%、10.40%和13.85%。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%；2019年人员费用5.16亿元，较上年增长37.97%。2020年1—6月，人员费用、电费和物业管理费分别为2.33亿元、0.57亿元和0.77亿元，占地铁运营成本的77.59%。公司已运行线路通过正常的票款收入弥补运营成本，不足部分由地铁沿线广告收入、场地租赁收入等予以弥补，目前沈阳市政府仍只给予公益人群乘车补贴。

表6 公司地铁运营成本构成（单位：万元）

项目	2017	2018年	2019年	2020年1-6月
人员费用	32490.25	37430.84	51580.21	23338.61
电费	7804.27	7895.11	10593.89	5683.58
物业管理费	7390.30	8017.58	10315.13	7702.10
地铁线路维护费	8000.42	12487.09	13737.62	2513.39
其中：1号线维护费	4867.83	5527.80	6093.66	1579.96
2号线维护费	3132.59	6959.29	7461.10	835.41
9号线维护费	--	--	182.86	97.57
10号线维护费	--	--	--	0.45
其他费用项目	8236.14	9320.53	12957.95	2469.67
合计	63921.38	75151.15	99184.80	47261.47

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2020年6月底，公司在建地铁项目主要为地铁10号线、4号线、地铁2号线南延线、9号线和3号线，总投资1059.44亿元，已完成投资262.76亿元，2021年、2022和2023年分别计划投资91.15亿元、101.47亿元和99.96亿元。公司拟建项目主要有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2020年6月底公司主要在建项目情况（单位：公里、个、亿元、%）

项目	计划建设工期	总里程	站点数	计划总投资	市财政投资比例	截至2020年6月底实际已完成
地铁10号线	2013—2020	48.50	36.00	297.10	30.00	113.19
地铁4号线	2015—2023	34.13	23.00	210.31	40.00	32.05
地铁2号线南延线	2019—2024	14.20	7.00	96.40	40.00	3.97
地铁9号线	2013—2019	37.20	28.00	189.50	30.00	112.19
地铁3号线	2019—2025	41.27	30.00	266.13	40.00	1.36
小计	--	175.30	124.00	1059.44	--	262.76
市府广场地铁配套工程	2010—2013	--	--	9.25	20.00	11.02
沈阳南站地铁配套工程	2011—2013	--	--	7.11	25.00	6.69
桃仙机场地铁配套工程	2012—2013	--	--	4.00	25.00	2.02
合计	--	--	--	1079.80	--	282.49

注：1、地铁10号线分为北段和南段，北段计划投资1904600.00万元，南段计划投资1066400.00万元，目前南段尚未投资建设。

2、上表中配套工程虽完工，但由于沈阳市建委流程仍在处理中，均未决算，故仍在在建工程中列示。

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，2019年钢材贸易收入大幅减少，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，2019年前5大客户依次是中铁上海局四号线十四标、中铁一局十号线控制中心、中铁一局四号线四标、中铁

十一局四号线一标、中铁六局四号线三标。2017—2019 年，公司分别实现钢材销售收入 2.73 亿元、2.75 亿元和 1.66 亿元，毛利率波动下降，2019 年为 2.91%。2020 年 1—6 月，公司实现钢材销售收入 0.45 亿元，毛利率为-2.21%。

表 8 钢材销售分品种销售情况

(单位: 吨、元/吨)

产品名称	2019 年		2020 年 1—6 月	
	数量	均价	数量	均价
三级螺纹 12	4817	4245	--	--
三级螺纹 14	4904	4236	885	3595
三级螺纹 16	5064	4078	618	3592
三级螺纹 18	4550	4054	1292	3592
三级螺纹 20	10340	4062	1462	3594
三级螺纹 22	9834	4063	1275	3594
三级螺纹 25	17486	4080	3943	3595
三级螺纹 28	10267	4223	1702	3593
三级螺纹 32	4752	4207	1379	3595
高线 6.5	371	4146	126	3594
高线 8	1358	4152	227	3594
高线 10	4406	4128	--	--

资料来源: 公司提供

(3) 广告业务、场地租赁及物业管理

受签约外包商违约影响，2019 年公司广告业务收入大幅减少；场地租赁及物业管理业务经营稳定向好。

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。2017—2019 年，公司广告业务收入波动下降，2017 年已招标确定了新的广告代理商大象广告股份有限公司，签订 1、2 号线广告外包合同，金额 7 亿元，期限 10 年，2017 年、2018 年已开始实现相关收益。2019 年，

大象广告违约，因此广告收入大幅减少。2020 年 1—6 月，公司实现广告业务收入 1147.89 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。2017—2019 年，公司分别实现场地租赁收入 6778.00 万元、6849.16 万元和 7349.06 万元。2020 年 1—6 月，公司实现场地租赁收入 108.44 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。2017—2019 年，公司分别物业管理收入 1254.94 万元、1824.14 万元和 4612.16 万元。公司物业管理以服务集团内部为主，故盈利能力较低。2020 年 1—6 月，公司实现物业管理收入 4124.20 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并完工入住。

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 2020 年 6 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 49.75 亿元，累计已完成

投资 38.63 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并完工入住。2019 年公司实现公租房收入 4726.59 万元；2020 年 1—6 月，公司实现公租房收入 2249.94 万元。

表9 截至2020年6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	2.77	建设完成，正在进行正式电接入、消防验收、竣工验收等工作
克俭小区一期	9.25	7.91	7.56	克俭一期建设完成，工程结算过程中
克俭小区二期	2.72	0.71	0.09	正在装修改造，工程形象进度已完成 25%
丁香湾	10.52	0.59	0.0018	已完成装修、家具等招标
丽水一期	29.12	11.32	10.14	已完工入住
丽水二期	3.36	1.69	0.89	已完工入住
凤凰新城	16.21	6.73	5.31	已完工入住
惠生新城	25.13	10.97	7.72	已完工入住
惠民新城	11.55	5.10	4.15	已完工入住
合计	115.11	49.75	38.63	--

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，地铁工程建设、运营为主导，多种经营协调发展。工程建设方面，公司要求确保 10 号线稳定运营，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 2017—2019 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 2020 年半年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 年及 2020 年 1—6 月，公司合并范围无变化。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，2017—2019 年，公司资产总额年均复合增长 12.19%。截至 2019 年底，公司资产总额 707.89 亿元，较上年底增长 9.01%，主要系货币资金、其他应收款、其他流动资产和在建工程增加所致。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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	金额	金额	占比
货币资金	53.46	9.49	39.66	6.11	46.00	6.50	52.17	6.91
预付款项	13.82	2.45	7.64	1.18	16.35	2.31	14.68	1.94
其他应收款	50.60	8.98	64.11	9.88	53.75	7.59	68.40	9.06
存货	46.25	8.21	62.28	9.59	67.22	9.50	68.27	9.04
其他流动资产	5.13	0.91	9.08	1.40	11.58	1.64	12.64	1.67
流动资产	171.04	30.35	184.62	28.44	196.63	27.78	217.82	28.84
固定资产	207.82	36.87	207.78	32.00	200.33	28.30	200.29	26.52
在建工程	180.20	31.97	244.37	37.64	300.09	42.39	326.33	43.21
非流动资产	392.56	69.65	464.60	71.56	511.26	72.22	537.36	71.16
资产总额	563.60	100.00	649.22	100.00	707.89	100.00	755.18	100.00

资料来源: 公司审计报告, 2020 年半年度报表未经审计

2017—2019 年, 公司流动资产快速增长, 年均复合增长 7.60%。截至 2019 年底, 公司流动资产 196.63 亿元, 较上年底增长 4.70%, 主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年, 公司货币资金波动下降。截至 2019 年底, 公司货币资金 46.00 亿元, 较上年底增长 15.97%, 主要系银行存款的增加。其中因银行冻结而受限的资金 0.43 亿元, 因农民工工保函保证金而受限的资金 0.27 亿元。

2017—2019 年, 公司预付款项波动增长, 年均复合增长 8.78%。截至 2019 年底, 公司预付款项 16.35 亿元, 较上年底下降 15.21%, 主要系预付工程款减少所致。从账龄看, 一年以内占比 42.25%, 1~2 年的占比 18.64%, 2 年以上的占比 39.12%。

2017—2019 年, 公司其他流动资产快速增长, 年均复合增长 50.20%。截至 2019 年底, 公司其他流动资产 11.58 亿元, 较上年底增长 27.61%, 主要为留抵税额增加所致。

2017—2019 年, 公司其他应收款有所增长, 年均复合增长 3.07%。截至 2019 年底, 公司其他应收款 53.75 亿元, 较上年底增长 2.04%, 主要系与政府单位或其下属企业形成的往来款增加所致。公司前五大欠款单位合计欠款 37.39 亿元, 占比 69.55%, 集中度高。

表 11 2019 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	25.21	46.89	1~3 年
沈阳地铁巴士有限公司	4.84	9.00	1~3 年
沈阳融瑞置业有限公司	2.80	5.21	1~2 年
大东区人民政府	2.40	4.46	1~2 年
沈阳地铁昱瑞项目管理 有限公司	2.14	3.99	1 年以内
合 计	37.39	69.55	--

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 22.15%。截至 2018 年底, 公司存货 62.28 亿元, 较上年底增长 38.23%, 主要系企业储备的土地及上盖物业用地; 截至 2019 年底, 公司存货 67.22 亿元, 较上年底增长 3.00%, 主要为公租房开发成本。

2017—2019 年, 公司非流动资产不断增长, 年均复合增长 14.12%。截至 2019 年底, 公司非流动资产合计 511.26 亿元, 较上年底增长 10.77%, 主要系在建工程增加所致。

2017—2019 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均复合增长 66.23%。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。截至 2019 年底, 公司长期股权投资 7.45 亿元, 较上年底增加 0.12 亿元, 主要因为当期新增对沈阳地铁科技有限公司、沈阳

地铁昱瑞项目管理有限公司、沈阳融瑞置业有限公司的投资。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 1.51 亿元，较上年底新增 0.65 亿元，主要为公租房配套的商业房产。

2017—2019 年，公司固定资产保持相对稳定，年均复合下降 1.82%。截至 2019 年底，公司固定资产 200.33 亿元，较上年底变动较小，计提折旧合计 9.12 亿元，固定资产主要为一号线、二号线和二号线北延线。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 29.05%。截至 2019 年底，公司在建工程 300.09 亿元，较上年底增长 23.17%，主要系地铁项目建设投入增加所致。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 755.18 亿元，较 2019 年底增长 6.68%，主要系货币资金、其他应收款和在建工程增加所致。公司货币资金 52.17 亿元，较 2019 年底增长 13.41%；其他应收款 68.40 亿元，较 2019 年底增长 27.24%，主要系往来款增加所致；在建工程 326.33 亿元，较 2019 年底增长 8.74%，主要系地铁项目建设投入增加。其他科目较 2019 年底变动较小。

受限资产方面，截至 2020 年 6 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，用于公司长期借款担保，截至 2020 年 6 月底，贷款余额 158.58 亿元。

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。

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.02%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 261.38 亿元，较上年底增长 2.66%，主要系资本公积增加所致。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。

2017—2019 年，公司资本公积有所增长，年均复合增长 4.45%。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。截至 2019 年底，公司资本公积 256.55 亿元，较上年底增长 2.77%，主要系 2019 年收到地铁专项资金支持 8.7 亿元，计入“资本公积”所致。

表 12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	金额	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.65	3.56	8.65	3.40	8.65	3.31	8.65	3.13
资本公积	235.15	96.87	249.63	98.06	256.55	98.15	272.97	98.83
少数股东权益	0.95	0.39	0.95	0.37	0.93	0.36	0.93	0.34
所有者权益	242.74	100.00	254.56	100.00	261.38	100.00	276.21	100.00

资料来源：公司审计报告及 2020 年半年度报表

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益 276.21 亿元，较 2019 年底增长 5.68%，主要系公司收到财政拨付的地铁建设专项资金，资本公积增加所致。其他科目较 2019 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。

2017—2019 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 17.97%。截至 2019 年底，公司负债合计 446.51 亿元，较上年底增长 13.11%，主要系短期借款、长期借款和长期应付款增加所致。公司非流动负债占 80.82%，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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.00	3.12	20.00	5.07	27.56	6.17	35.53	7.42
应付账款	1.12	0.35	14.69	3.72	16.51	3.70	17.49	3.65
其他应付款	33.66	10.49	43.55	11.04	25.73	5.76	30.45	6.36
一年内到期的非流动负债	2.47	0.77	0.59	0.15	23.87	5.35	--	--
流动负债	48.43	15.10	67.16	17.02	96.04	21.51	91.86	19.18
长期借款	123.59	38.52	125.54	31.81	154.19	34.53	158.58	33.11
应付债券	114.44	35.67	172.91	43.81	149.63	33.51	178.50	37.27
长期应付款	34.24	10.67	28.90	7.32	46.63	10.44	50.01	10.44
非流动负债	272.40	84.90	327.50	82.98	350.47	78.49	387.11	80.82
负债合计	320.83	100.00	394.66	100.00	446.51	100.00	478.97	100.00

资料来源:公司审计报告,2020 年半年度报表未经审计

2017—2019 年,公司流动负债快速增长,年均复合增长 40.82%。截至 2019 年底,公司流动负债 96.04 亿元,较上年底增长 41.27%,主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017—2019 年,公司短期借款快速增长,年均复合增长 66.01%。截至 2019 年底,公司短期借款 27.56 亿元,较上年底增加 7.56 亿元,全部为信用借款。

2017—2019 年,公司应付账款快速增长,年均复合增长 283.10%。截至 2019 年底,公司应付账款 16.51 亿元,较上年底增长 12.36%,主要系应付工程款增加所致。

2017—2019 年,公司其他应付款不断下降,年均复合下降 12.56%。截至 2019 年底,公司其他应付款 25.73 亿元,较上年底下降 16.88%,主要系往来款的减少所致。公司其他应付款主要由往来款(占 55.34%)、押金及保证金(占 42.23%)构成。

2017—2019 年,公司一年内到期的非流动负债波动增长,年均复合增长 210.88%。截至 2019 年底,公司一年内到期的非流动负债 23.87

亿元,较上年底大幅增长,主要系地方政府债券资金转入一年内到期的非流动负债所致。

表14 2019年底公司其他应付款前五大欠款单位
(单位:亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
沈阳市土地储备服务中心	7.38	29.13	1 年以内
中铁四局集团有限公司	1.03	4.06	1~3 年
中铁隧道局集团有限公司	0.87	3.43	1~3 年
中铁五局集团有限公司	0.70	2.77	1~3 年
中铁一局集团有限公司	0.57	2.24	1~3 年
合 计	10.55	41.62	--

资料来源:公司审计报告

2017—2019 年,公司非流动负债不断增长,年均复合增长 13.43%。截至 2019 年底,公司非流动负债 350.47 亿元,较上年底增长 7.25%,主要系长期借款和长期应付款增加所致。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。

2017—2019 年,公司长期借款不断增长,年均复合增长 11.69%。截至 2019 年底,公司长期借款 154.19 亿元,较上年底增长 22.82%,

其中质押借款占 56.98%、信用借款占 43.02%。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 14.34%。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%。截至 2019 年底，应付债券 149.63 亿元，较上年底下降 13.47%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。公司应付债券中地方政府债券资金占 81.96%，中期票据占 18.04%。

2017—2019 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 16.70%。截至 2019 年底，公司长期应付款 46.63 亿元，较上年底增长 64.80%，主要为应付融资租赁款项，系有息债务。

截至 2020 年 6 月底，公司负债合计 478.97 亿元，较 2019 年底增长 7.27%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。公司应付债券 178.50 亿元，较 2019 年底增长 19.29%，主要系 2020 年 4 月发行了 5.00 亿元的绿色中期票据和新增 23.87 亿元的地方政府债券资金所致；长期应付款 50.01 亿元，较 2019 年底增长 7.25%，主要系融资租赁借款增加。其他科目较 2019 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，2017—2019 年，公司调整后全部债务逐年增长，年均复合增长 18.78%。截至 2019 年底，公司调整后全部债务为 401.76 亿元，较上年底增长 16.51%，其中调整后长期债务 350.33 亿元，较上年底增长 8.04%，占比 87.20%。2020—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 16.63 亿元、21.02 亿元和 70.60 亿元。2017—2019 年，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率逐年上升，截至 2019 年底分别为 63.08%、57.27%和 60.58%。

截至 2020 年 6 月底，公司调整后全部债务合计 422.50 亿元，较 2019 年底增长 5.16%；调

整后全部债务资本化比率和资产负债率分别为 60.47%和 63.42%。总体看，公司债务规模快速增长，整体债务负担较重。

3. 盈利能力

近三年，公司营业收入有所波动，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。

2017—2019 年，公司营业收入有所波动，年均复合增长 2.63%。2019 年，公司实现营业收入 10.57 亿元，同比下降 1.48%；2017—2019 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 4.30%。2019 年，公司营业成本 11.34 亿元，同比下降 3.58%。近三年，公司营业利润率波动下降且持续为负，2019 年，公司营业利润率为 -9.18%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 29.83%。2019 年公司期间费用合计 1.28 亿元，主要为管理费用；期间费用率 12.13%，较 2018 年有所增长。公司期间费用控制能力一般。

2017—2019 年，公司营业外收入快速增长，分别为 0.02 亿元、0.71 亿元和 2.10 亿元。2019 年，公司营业外收入主要为地铁周边沿线土地整理的收入。2017—2019 年，公司利润总额分别为 -1.36 亿元、-1.28 亿元和 0.17 亿元。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率持续为负，总资本收益率和净资产收益率由负转正。2019 年，公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率分别为 -9.18%、0.04%和 0.02%。公司盈利能力弱。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 3.17 亿元，相当于 2019 年全年的 29.99%；当期，利润总额 -1.59 亿元。

4. 现金流分析

公司经营活动产生的现金流由正转负，收现质量尚可，但无法满足地铁建设资金需求，

随着项目的持续投入，公司仍存在较大的融资需求。

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，年均复合下降 4.39%，2019 年为 10.28 亿元，同比下降 12.89%，主要为票款及钢材销售收入。同期，公司现金收入比分别为 112.11%、105.79%和 97.31%，收现质量尚可。公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，2019 年为 7.93 亿元，同比增长 33.39%，主要为往来单位借款。2017—2019 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金保持相对稳定，年均复合增长 2.06%，2019 年为 7.59 亿元，同比增长 2.55%。主要为地铁运营及钢材采购支出；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 21.96%，2019 年为 9.58 亿元，同比增长 36.78%，主要为往来单位还款。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.37 亿元、-0.71 亿元和-2.26 亿元。

投资活动现金流方面，2017—2019 年，公司收到其他与投资活动有关的现金波动增长，年均复合增长 86.96%，2019 年为 10.23 亿元，同比减少 1.09 亿元，主要为收到的公租房建设资金和同地铁建设单位往来款。2017—2019 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金波动增长，年均复合增长 9.21%，2019 年为 46.22 亿元，同比下降 30.47%；同期，公司支付其他与投资活动有关的现金波动下降，年均复合下降 7.24%，2019 年为 3.37 亿元，同比减少 15.27 亿元，主要系偿还同地铁建设单位往来款所致。2017—2019 年，公司投资活动现金净流出持续为负，2019 年投资活动产生的现金流量净额为 -39.05 亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入快速下降，年均复合下降 19.70%，2019 年为 97.60 亿元。其中，吸收投资收到现金 10.88 亿元，主要为财政拨付的地铁项目资本金 8.70 亿元、公租房专项资金 0.83 亿元以及公交车补贴 1.35 亿元；取得借款收到

的现金 58.25 亿元，主要为银行借款取得现金；收到其他与筹资活动有关的现金 28.47 亿元，主要为收到租赁公司的融资租赁款。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出快速下降，年均复合下降 27.86%，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。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5412 亿元、65.35 亿元和 46.99 亿元。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金流入 7.71 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 2.99 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 4.72 亿元；公司经营活动现金流出为 9.67 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 2.93 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 3.77 亿元。公司经营活动现金流量净额-1.96 亿元。2020 年 1—6 月，公司投资活动现金流入为 11.39 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 29.52 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 17.06 亿元，支付其他与投资活动有关的现金 12.46 亿元。当期，公司投资活动现金流量净额-18.13 亿元。2020 年 1—6 月，公司筹资活动现金流入 42.62 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 16.36 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 26.26 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，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率持续下降，截至 2019 年底分别为 204.73%和 134.74%。截至 2020 年 6 月底，公司流动比率和速动比率较上年底略有上升，分别为 237.12%和 162.79%。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 0.77%、-1.05%和-2.35%，经营活动现金流量净额对流

动负债无保障能力。截至 2020 年 6 月底，公司短期债务 35.53 亿元，现金类资产 52.17 亿元，现金短期债务比 1.47 倍，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，2017—2019 年，公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 714.27 倍、1313.99 倍和 211.52 倍。公司 EBITDA 对全部债务的保障能力很弱，长期偿债能力弱。

截至 2020 年 6 月底，公司共取得金融机构授信额度 1252.82 亿元，其中已使用授信额度 287.22 亿元，未使用授信额度 894.50 亿元，融资渠道畅通。

截至2020年6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2019年底，母公司资产总额661.98亿元，占合并报表资产总额的93.51%，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2019年底，母公司所有者权益合计212.22亿元，母公司所有者权益主要由资本公积构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 449.76 亿元，占合并报表负债总额的 100.73%。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 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 67.94%、62.60%，债务负担较重。

2019 年，母公司实现营业收入 7.07 亿元，占合并报表营业收入的 66.89%；利润总额为 0.05 亿元，母公司盈利能力弱。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为-0.68 亿元；投资活动产生的现金流量净

额为-45.31 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 49.75 亿元。

九、 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据对公司现有债务影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额的覆盖能力尚可。

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10.00亿元，相当于2019年底公司调整后长期债务和调整全部债务的2.85%和2.49%，对公司现有债务影响较小。

截至2019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63.08%、60.58%和57.27%。以公司2019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63.59%、61.17%和57.96%，公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金部分用于偿还存量融资，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

2017—2019年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额的0.04倍、0.03倍和0.19倍，EBITDA对本期中期票据拟发行金额覆盖能力很弱。2017—2019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1.82倍、1.78倍和1.91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且由正转负，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。

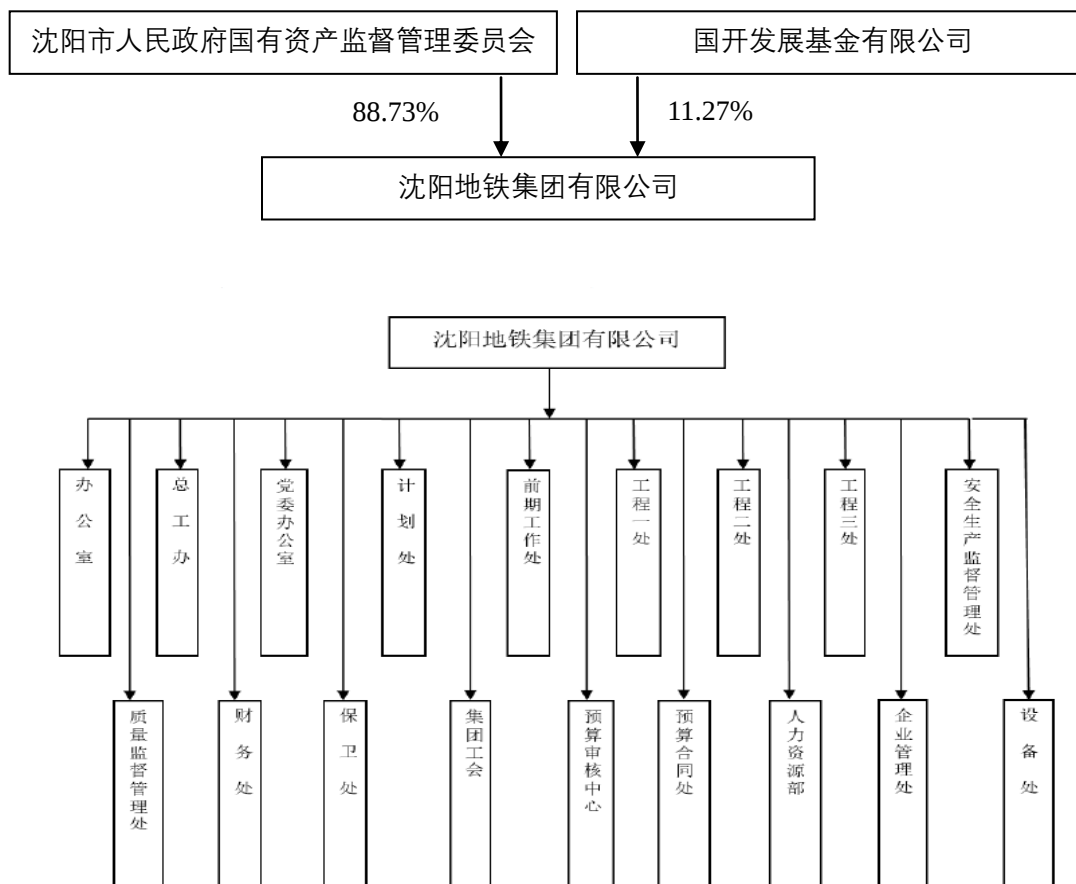
十、结论

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，能够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。

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。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。

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 2020 年 6 月底公司股权及组织结构图



附件 2 截至 2020 年 6 月底公司主要子公司情况

(单位: 万元、%)

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

资料来源: 公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	53.46	39.66	46.00	52.17
资产总额(亿元)	562.40	649.37	707.89	755.18
所有者权益(亿元)	241.58	254.61	261.38	276.21
短期债务(亿元)	12.47	20.59	51.43	35.53
长期债务(亿元)	238.04	298.46	303.82	337.08
调整后长期债务(亿元)	272.28	324.24	350.33	386.97
全部债务(亿元)	250.51	319.04	355.25	372.61
调整后全部债务(亿元)	284.75	344.83	401.76	422.50
营业收入(亿元)	10.03	10.73	10.57	3.17
利润总额(亿元)	-1.36	-1.44	0.17	-1.59
EBITDA(亿元)	0.40	0.26	1.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	-0.71	-2.26	-1.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.43	5.93	5.91	3.75
存货周转次数(次)	0.23	0.22	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	0.01
现金收入比(%)	112.11	110.04	97.31	94.19
营业利润率(%)	-5.87	-12.58	-9.18	-34.02
总资本收益率(%)	-0.29	-0.25	0.02	--
调整后总资本收益率(%)	-0.27	-0.24	0.02	--
净资产收益率(%)	-0.60	-0.58	0.04	--
长期债务资本化比率(%)	49.63	53.96	53.75	54.96
调整后长期债务资本化比率(%)	52.99	56.01	57.27	58.35
全部债务资本化比率(%)	50.91	55.62	57.61	57.43
调整后全部债务资本化比率(%)	54.10	57.53	60.58	60.47
资产负债率(%)	57.05	60.79	63.08	63.42
流动比率(%)	350.68	276.24	204.73	237.12
速动比率(%)	257.65	180.26	134.74	162.79
现金短期债务比(倍)	4.29	1.93	0.89	1.47
经营现金流动负债比(%)	0.77	-1.05	-2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	628.38	1215.72	187.03	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	714.27	1313.99	211.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.08	0.05	0.30	--

注：公司 2020 年半年报财务数据未经审计；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 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.08	36.74	41.19	48.13
资产总额(亿元)	508.36	592.13	661.98	703.41
所有者权益(亿元)	187.86	200.38	212.22	227.13
短期债务(亿元)	12.47	20.59	51.43	35.53
长期债务(亿元)	238.04	298.46	303.82	337.08
全部债务(亿元)	250.51	319.04	355.25	372.61
营业收入(亿元)	5.97	6.43	7.07	1.81
利润总额(亿元)	-1.52	-1.11	0.05	-1.36
EBITDA(亿元)	-1.52	-1.11	0.05	--
经营性净现金流(亿元)	-0.73	-0.34	-0.68	-2.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	124.66	122.17	161.44	179.32
存货周转次数(次)	18.91	18.30	16.99	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	106.09	108.68	91.87	104.89
营业利润率(%)	-20.70	-28.14	-19.68	-59.97
总资本收益率(%)	-0.35	-0.21	0.01	--
净资产收益率(%)	-0.81	-0.55	0.02	--
长期债务资本化比率(%)	55.89	59.83	58.88	59.74
全部债务资本化比率(%)	57.14	61.42	62.60	62.13
资产负债率(%)	63.03	66.16	67.94	67.71
流动比率(%)	258.53	214.02	160.77	196.72
速动比率(%)	257.70	213.29	160.26	196.02
经营现金流动负债比(%)	-1.51	-0.50	-0.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	-164.41	-287.86	7670.64	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：2020 年半年度财务数据未经审计

附件 4 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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 沈阳地铁集团有限公司 2020 年度第二期绿色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。