

信用评级公告

联合〔2021〕10333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拟发行的 2021 年度第二期绿色中期票据的信用状况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 2021 年度第二期绿色中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十一月十五日

沈阳地铁集团有限公司

2021 年度第二期绿色中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：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 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还绿色项目金融机构借款本息、补充绿色项目配套运营资金

评级时间：2021 年 11 月 15 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	评价结果	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	4
			现金流量	2
		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“沈阳地铁”或“公司”）是辽宁省沈阳市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。自成立以来，公司持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；2018年以来，公司资产规模和所有者权益保持增长。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，公司未来投资压力较大、整体债务负担较重以及经营活动现金流量净额持续为负等因素对其经营和信用水平可能带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年度第二期绿色中期票据（以下简称“本期中期票据”）发行规模不大，对公司现有债务的影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

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。

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，公司的主体长期信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

- 经营环境良好。**2018—2020年，沈阳市地区生产总值分别为6292.4亿元、6470.3亿元和6571.6亿元，一般公共预算收入分别为720.6亿元、730.3亿元和736.1亿元，均保持增长。
- 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。**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2021年9月底，公司累计收到地铁专项资金205.07亿元，收到公共租赁住房专项资金46.05亿元。根据沈阳市财政局文件，公司将收到的36.93亿元政府债券资金计入“所有者权益”科目。

分析师：刘沛伦 汪宜徽

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. 公司未来面临较大的投资压力。公司在建的地铁项目2022—2024年计划分别投入建设资金199.49亿元、195.20亿元和138.80亿元，拟建项目计划总投资30.81亿元。
2. 公司债务规模持续增长，债务负担较重。2018—2020年底，公司全部债务年均复合增长9.86%；2021年9月底，全部债务较2020年底增长12.81%。截至2021年9月底，公司全部债务473.77亿元，全部债务资本化比率为57.76%。
3. 公司经营活动现金流量净额持续为负。2018—2020年，公司经营活动现金流量净额分别为-0.71亿元、-2.26亿元和-3.08亿元，经营活动对现金的需求主要依赖筹资活动现金流入。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
现金类资产（亿元）	39.66	46.00	67.05	80.71
资产总额（亿元）	649.22	707.89	790.05	864.52
所有者权益（亿元）	254.56	261.38	324.04	346.41
短期债务（亿元）	20.59	51.43	43.75	55.95
长期债务（亿元）	327.36	350.33	376.23	417.82
全部债务（亿元）	347.95	401.76	419.98	473.77
营业收入（亿元）	10.73	10.57	10.39	8.26
利润总额（亿元）	-1.44	0.17	5.71	-2.53
EBITDA（亿元）	0.36	1.90	11.52	--
经营性净现金流（亿元）	-0.71	-2.26	-3.08	-3.11
现金收入比率（%）	110.04	97.31	86.31	103.69
营业利润率（%）	-12.58	-9.18	-17.97	-19.73
净资产收益率（%）	-0.58	0.04	1.75	--
资产负债率（%）	60.79	63.08	58.99	59.93
全部债务资本化比率（%）	57.75	60.58	56.45	57.76
流动比率（%）	274.91	204.73	268.77	261.73
速动比率（%）	182.18	134.74	206.64	206.45
经营现金流动负债比（%）	-1.06	-2.35	-3.43	--
现金短期债务比（倍）	1.93	0.89	1.53	1.44
全部债务/EBITDA（倍）	968.73	211.52	36.45	--
EBITDA利息倍数（倍）	0.07	0.30	1.00	--

公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	592.76	661.98	742.09	815.71
所有者权益（亿元）	200.65	212.22	273.23	295.67
全部债务（亿元）	345.56	401.76	419.98	423.21
营业收入（亿元）	6.43	7.07	6.06	4.51
利润总额（亿元）	-1.11	0.05	4.23	-2.58
资产负债率（%）	66.15	67.94	63.18	63.75
全部债务资本化比率（%）	63.27	65.44	60.58	58.87
流动比率（%）	200.88	160.77	218.08	218.65
经营现金流动负债比（%）	-0.50	-0.68	-4.16	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中的有息债务已调整计入债务计算；3. 2021 年三季度财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供的资料

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	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
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	2016/05/24	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编号

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，联合资信评估股份有限公司（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、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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2021 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“沈阳地铁”或“公司”）的前身是沈阳地铁有限公司，成立于2004年4月，出资人是沈阳地铁建设指挥部（以下简称“指挥部”），公司初始注册资本为1.00亿元。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2021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%。公司实际控制人是沈阳市国资委。

公司经营范围：许可项目：各类工程建设活动，城市公共交通，特种设备安装改造修理，职业中介活动（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：物业管理，工程和技术研究和试验发展，以自有资金从事投资活动，机械设备租赁，非居住房地产租赁，住房租赁，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，普通机械设备安装服务，企业管理咨询，软件开发，铁路运输辅助活动，教育咨询服务（不含涉许可审批的教育培训活动），技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广，安全咨询服务，工程管理服务，信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务），人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务），社会经济咨询服务，信息技术咨询服务，互联网安全服务，信息系统集成服务，会议及展览服务，科技中介服务，市场营销策划，教育教学检测和评价活动，软件销售，信息系统运行维护服务，礼仪服务，从事科技培训的营利性民办培训机构（除面向中小学生开展的学科类、语言类文化教育培训）（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至2021年9月底，公司拥有纳入合并范围的子公司8家，其中全资子公司7家、非全资控股子公司1家；公司本部内设26个部门，包括工程一部、工程二部、工程三部、设备管理部、质量监督管理部、规划与设计管理部、前期工作部、行政办公室、财务部、合约部和计划统计部等。

截至2020年底，公司资产总额790.05亿元，所有者权益324.04亿元（含少数股东权益0.98亿元）；2020年，公司实现营业收入10.39亿元，利润总额5.71亿元。

截至2021年9月底，公司资产总额864.52亿元，所有者权益346.41亿元（少数股东权益0.98亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入8.26亿元，利润总额-2.53亿元。

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. 本期中期票据概况

公司于2020年4月3日注册总金额为30.00亿元的绿色债务融资工具（中市协注〔2020〕GN9号注册通知书），并陆续成功发行“20沈阳地铁GN001”“20沈阳地铁GN002”和“21沈阳地铁GN001”，共计25.00亿元，公司本次计划在注册额度内发行2021年度第二期绿色中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模5.00亿元，期限3年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金部分用于偿还绿色项目（地铁项目）产生的金融机构借款本金及利息，剩余部分用于补充绿色项目配套运营资金。

2. 本期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2021年度第二期绿色中期票据发行前独立评估认证报告》，本期中期票据募投项目包括沈阳地铁1号线一期、2号线一期、2号线南延线、3号线一期、4号线一期、9号线一期和10号线（丁香公园至张沙布段）共计7个工程项目（以下简称“募投项目”），均为“城市轨道交通”类绿色产业项目。对照《绿色债券支持项目目录》（2015年版），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。

募投项目总投资为1164.61亿元，本期中期票据募集资金金额为5.00亿元，根据项目总投资额及募集资金使用比例进行折算，本期中期票据募集资金对应的CO₂减排量为801.86吨/年，标煤节约量为405.88吨/年，氮氧化物减排量为1.14吨/年，PM₁₀减排量为0.02吨/年。

联合赤道环境评价有限公司认定本次绿色中期票据募投项目属于绿色低碳产业领域，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）、《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》（中国人民银行、证监会公告〔2017〕第20号）、《绿色债券支持项目目录》（2021年版）和《绿色产业指导目录（2019年版）》等相关要求。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%（文中GDP增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021年前三季度，我国国内生产总值82.31万亿元，累计同比增长9.80%，两年平均增长5.15%（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，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓2.90个和0.16个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.82%和5.64%，均高于疫情前2019年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为4.85%，远未达到2019年同期7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 增幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 增幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇登记失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨

是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税

等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方

政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 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（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据 2020 年 11 月 1 日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为 10 类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至 2020 年底，中国大陆地区¹城轨交通运营线路中共有 8 种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为 78.8%、10.2%、5.8% 和 2.7%，其余 4 种制式运营线路长度占比较小。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。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共 14.12 亿人，其中城镇人口 9.02 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 63.89%。从人口地区分布来看，东部地区人

¹ 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

口占39.93%，与2010年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升2.15个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升0.22个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，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，国家首次把发展城轨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2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路244条，建成投运线路总长度达7969.7公里。2020年，城轨交通累计完成客运量175.9亿人次，较上年减少61.1亿人次，同比下降25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有11个城市全部或部分线路停运。2020年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成建设投资6286亿元，同比增长5.5%，在建项目的可研批复投资累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里。

（2）行业发展

在城轨交通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，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%，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）筹措另外部分资金，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。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票款补贴。

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来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”期间，全国城轨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”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度4351.7公里，年均新增运营线路长度870.3公里，较“十二五”年均投运线路长度403.8公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》（以下简称《城轨分析报告》），截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路，其中2020年新增天水、三亚、太原等5市。全国共计开通244条运营线路，其中2020年新增运营线路36条。全国城轨交通建成投运线路总长度达7969.7公里，较上年底增长18.31%。

图1 2012—2020年中国城市轨道交通运营里程



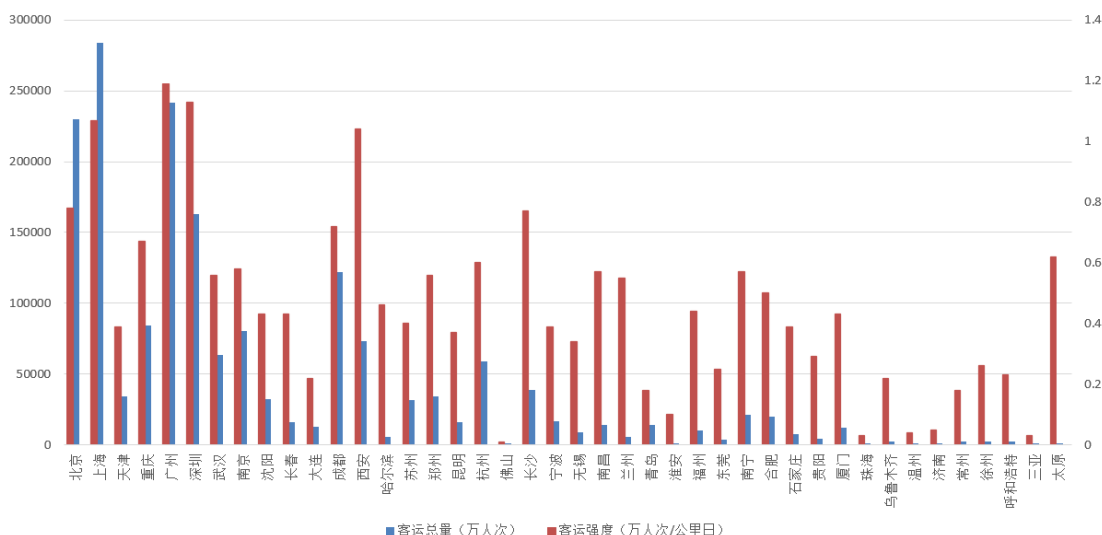
资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城轨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

年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长,增幅为3.36%,主要系厦门推出了4月11日—6月30日法定节假日和休息

日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3 2020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

2020年，全国城轨交通平均运营成本同比有所上升，平均单位车公里运营收入有所下降。受新冠疫情影响，全国平均运营收支比下降明显，总运营收入有所下降。

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（该部分计入35个城市数据，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），2020年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本24.6元，同比增加1.2元。平均单位人公里运营成本0.74元，同比增加0.05元。平均单位车公里运营收入15.9元，同比减少0.8元。平均单位人公里运营收入0.48元，同比增加0.01元。总体看，单位车公里运营收入和单位人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、贵阳、徐州、温州、厦门和北京6市，均为资源经营收入较高的城市。

2020年，受新冠疫情影响客流减少，全国城轨交通平均运营收支比为65%，同比下降7.7

个百分点。总运营收入同比下降10.5%，其中，票款收入下降26.1%，资源经营收入下降7.2%。同期，总运营支出同比增长31.5%，主要由于总电能耗随着新建线路增加同比增长12.9%，此外，新冠肺炎疫情期间，城轨交通运营企业主动采取降低满载率、延长运营时间，加强通风、消毒、保障防疫物资等措施，保障乘客出行安全，故增加了人工及防疫物资等方面的成本支出。

(4) 行业政策

城轨交通行业具有投资规模大、专业技术要求较高、对城市发展影响重大等特点，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规模大，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	发布单位	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
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位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）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅 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》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 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。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 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、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。除城轨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占比不得低于 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。

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》，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。

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已

经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足1小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

2021年2月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，该纲要指明了中国城轨交通到2035年的发展目标，即基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达）。构建完善的国家综合立体交通网，连接全国所有县级及以上行政区、边境口岸、国防设施、主要景区等。加快构建6条主轴、7条走廊、8条通道，建设高效率国家综合立体交通网主骨架。

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革

的带动下，中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。“十四五”时期，中国城轨交通将继续推动智慧城轨建设，并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。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，中国已进入城轨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轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至 2020 年底，全国城轨交通运营线路已达近 8000 公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，中国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

2021 年是“十四五”的开局之年，为谋划好“十四五”期间乃至 2035 年的发展规划，中国城市轨道交通协会开展了《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》研究，指明了城轨交通的发展方向和发展途径。“十四五”期间，城轨交通将以技术智能化、装备自主化、网络功能化、发展持续化、行业标准化、区域差异化、制式多样化、运输协同化、运营精准化、站城一体化、建运绿色化、市场国际化等作为发展战略，在发展市域快轨、推进多网融合以及推动智慧城轨建设等方面取得突破进展。

同时，考虑到随着网络规模的不断扩张及投运时间的不断推移，城轨交通运营企业的运维支出压力将不断加大，应采取多种措施保障城轨交通财务可持续发展。2021 年政府工作报告提出，2021 年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优化债券资金使用，优先支持在建工程，合理扩大使用范围，中央预算内投资安排 6100 亿元，重点支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。总体看，政

府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，契合了高质量发展的需要，为城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济环境

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。2018-2020 年，沈阳市一般公共预算收入持续增长，财政自给能力较好，但债务负担重。

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，位于东北亚经济区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。2021年,东北振兴省部联席落实推进工作机制正式建立,国家发改委印发了《东北全面振兴“十四五”实施方案》,提出深化国资国企改革、构建高质量发展的区域动力系统、完善基础设施补齐民生短板等重点任务。

根据沈阳市政府发布的国民经济和社会发展统计公报,2018—2020年,沈阳市地区生产总值(GDP)分别为6292.4亿元、6470.3亿元和6571.6亿元,按可比价计算,增幅分别为5.4%、4.2%和0.8%。2020年三次产业结构为4.6:32.9:62.5。2018—2020年,沈阳市全年固定资产投资分别增长15.3%、13.2%和4.1%。截至2020年底,沈阳市全市户籍人口762.2万人;2020年人口自然增长率为-3.34%,同比降低3.38个百分点。2020年城镇居民人均可支配收入47413元,比上年增长1.3%;人均消费支出31562元,下降7.5%。根据第七次全国人口普查结果,2020年11月1日零时沈阳市常住人口907.01万人。

根据沈阳市统计局公布的《2021年1—9月份主要经济指标》,2021年1—9月,沈阳市地区生产总值5181.7亿元,同比增长8.0%。其中第一产业增加值187.4亿元,同比增长6.1%;第二产业增加值1801.8亿元,同比增长8.6%;第三产业增加值3192.5亿元,同比增长7.8%。固定资产投资同比增长5.9%,其中工业固定资产投资同比增长31.8%,房地产开发投资同比增长1.9%。

根据沈阳市公布的财政决算报告,2018—2020年,沈阳市一般公共预算收入持续增长,分别为720.6亿元、730.3亿元和736.1亿元。2020年,沈阳市实现税收收入601.1亿元,较上年增长2.5%,占当期一般公共预算收入的81.67%;一般公共预算支出1074.1亿元,沈阳市财政自给率为68.53%。2020年,沈阳市获上级财政补助收入408.1亿元;完成政府性基金收入583.0亿元,较上年增长17.1%,其中土地

出让收入550.0亿元,增长19.0%。

根据沈阳市财政局公布的《2021年1—9月沈阳市财政收支执行情况》,2021年1—9月,沈阳市一般公共预算收入完成603.2亿元,增长10.3%,其中地方税收收入完成472.9亿元,增长4.9%;沈阳市政府性基金收入完成399.5亿元,下降5.6%。

截至2020年底,沈阳市地方政府债务余额1778.30亿元。其中一般债务余额964.87亿元,专项债务余额813.43亿元,整体债务负担重。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021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分别持股88.73%和11.27%,沈阳市国资委是公司实际控制人。

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等方面拥有专营优势。

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

员基本素质能够满足公司经营需要。

截至 2021 年 9 月底，公司高级管理人员 3 名，包括总经理 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。

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 2021 年 9 月底，公司合并口径在职人员共有 11389 人，其中具有中、高级职称的人员占总人数的 13.91%，本科以上学历人员占总人数的 37.98%，本科以下学历的员工占总人数

的 62.01%。

4. 外部支持

针对地铁、公租房项目建设和公交车业务，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土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。2018—2020 年，公司分别收到该专项资金 13.18 亿元、8.70 亿元和 25.43 亿元。2021 年 1—9 月，公司收到专项资金 9.41 亿元，计入“资本公积”科目。截至 2021 年 9 月底，公司累计收到地铁专项资金 205.07 亿元。

（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，用于偿还到期政府债券。2020 年，公司将当期及前期收到的用于偿还到期政府债券的地方政府债券资金 26.93 亿元计入“资本公积”；将收到的 10.00 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”。2021 年 1—9 月，公司收到地方政府债券资金共计 16.40 亿元，计入“资本公积”。

（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”）接受沈阳市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”。2018—2020年，公司分别获得公租房建设资金1.06亿元、0.77亿元和0.24亿元。

（4）公交车补贴

公司接受政府委托代为经营部分公交车业务。2020年，公司收到政府公交车补贴1.60亿元，计入“资本公积”。

（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9月底，公司应收沈阳市财政局利息补贴款48.68亿元。

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（授信机构版）》（中征码2101030000235945），截至2021年11月11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2021年9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。

截至本报告出具日，联合资信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7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。股东会行使的职权包括决定公司的经营计划和投资方案、决定公司内部管理机构的设置、制定公司的基本管理制度等。

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。监事会职权包括检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者公司股东会会议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。公司章程约定监事会成员为5名，暂缺位1名。

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。经理职权包括主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

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办法》，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。沈阳地铁对下属子公司的资金施行集中管理，下属子

公司投融资需经沈阳地铁批准。

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

公司制订了《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方法》《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合约部。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，合约部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，由合约部办理

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，营业收入主要来自地铁运营和钢材销售。2018—2020 年，公司营业收入持续下降，毛利率波动下降；2021 年 1—9 月，公司营业收入同比有所回升，但毛利率有所下降。

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。地铁运营和钢材销售是其主要收入来源，2020 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受让款收取一定利息所致。2018—2020 年，公司营业收入持续下降，毛利率波动下降，主要系疫情防控影响下地铁运营收入减少、线路增加导致维护成本增长所致。

2018—2020 年，公司地铁运营收入波动下降。由于新开通线路及票价调升，公司 2019 年地铁运营收入同比增长 16.03%，但 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情导致地铁客运量大幅下降，2020 年公司地铁运营收入同比下降 25.64%，低于 2018 年收入水平。2018—2020 年，公司钢材销售收入持续下降。公司钢材销售客户系公司地铁线路建设的施工方，故钢材销售收入与地铁建设周期关联度高。由于 2019 年主要在建线路完工，公司地铁建设对钢材需求下降，导致当年钢材销售收入同比下降 39.62%；由于疫情防控影响下建设施工量减少，地铁建设项目对钢材需求进一步下降，2020 年公司钢材销售收入同比下降 10.16%。

2018—2020 年，公司地铁运营持续亏损且毛利率波动下降。2019 年地铁运营毛利率同比提高 14.36 个百分点，主要系地铁票价提高所致；2020 年地铁运营收入大幅下降但地铁运营的固定成本及维修开支较大，导致毛利率大幅

下降至-56.80%。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或大于上述指标。2018—2020 年，公司钢材销售毛利率保持上升，2020 年同比提高 7.81 个百分点，系钢材市场价格变动所致。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.26 亿元，同比增长 41.81%，相当于 2020 年营业收入的 79.52%。当期，公司营业毛利率为-19.01%，较 2020 年继续下降，主要系钢材销售毛利率下降所致。

表 3 公司各业务板块收入情况和毛利率（单位：亿元）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	5.30	49.42%	-31.16%	6.15	58.21%	-16.80%	4.57	44.02%	-56.80%	3.92	47.46%	-50.34%
钢材销售	2.75	25.60%	2.81%	1.66	15.69%	2.91%	1.49	14.33%	10.72%	1.65	19.97%	2.10%
设备租赁	0.04	0.36%	100.00%	0.15	1.46%	60.25%	0.29	2.77%	86.63%	0.66	7.95%	26.21%
广告业务	0.93	8.64%	-31.63%	0.25	2.40%	-387.54%	0.15	1.41%	-757.80%	0.40	4.79%	-79.80%
物业管理	0.18	1.70%	-2.62%	0.46	4.36%	4.76%	0.97	9.37%	0.61%	0.59	7.14%	-6.36%
场地租赁	0.68	6.39%	75.65%	0.73	6.95%	68.58%	0.44	4.22%	57.86%	0.26	3.21%	-83.01%
其他	0.85	7.89%	21.50%	1.15	10.92%	49.90%	2.48	23.89%	49.73%	0.78	9.48%	98.33%
合计	10.73	100.00%	-10.57%	10.57	100.00%	-7.34%	10.39	100.00%	-17.34%	8.26	100.00%	-19.01%

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

① 地铁运营

2018 年以来，沈阳地铁 9 号线、10 号线相继开通，公司地铁运营里程快速增长，但由于疫情防控下市民减少出行，2020 年地铁客运量同比下降，2021 年前三季度地铁客运情况有所恢复，但未恢复至疫情爆发前水平。2019 年，沈阳市对地铁票制票价进行改革和调整，同时

地铁 1 号线和 2 号线进入维保开支高峰期，公司预计 2022 年地铁线路维护费将有所回落。

截至 2021 年 9 月底，公司运营地铁线路包括地铁 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，开通长度合计 116.38 公里；其中地铁 9 号线和地铁 10 号线处于试运营期，线路资产体现在“在建工程”，尚未开始计提折旧，待试运营期结束且完成决算后资产转入“固定资产”。

表 4 截至 2021 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	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	108.12	27.72	转固	黎明广场站—十三号街站	22	2010/09/27
地铁 2 号线	74.00	81.78	21.86	转固	三台子站—全运路站	19	2011/12/30
地铁 2 号线北延线	53.00	39.52	10.40	转固	三台子站—蒲田路站	7	2018/04/08
地铁 9 号线	189.50	112.19	29.00	试运营	怒江公园-建筑大学站	23	2019/05/25
地铁 10 号线	297.10	113.19	27.40	试运营	丁香湖-桑林子村	21	2020/04/29
合计	731.26	454.80	116.38	--	--	92	--

资料来源：公司提供

受益于地铁 9 号线和地铁 10 号线陆续开通试运营，2018—2020 年公司地铁客车开行列次和运营里程快速增长，年均复合增长率分别

为 30.83%和 29.30%。但受 2019 年末爆发的新冠肺炎疫情影响，市民出行量有所下降，且出行时对公共交通的青睐度降低，公司 2020 年客

运量和客运收入同比分别下降 15.66% 和 14.18%。2021 年 1—9 月，公司地铁客运量和客运收入分别相当于 2020 年的 88.57% 和 81.77%、相当于 2019 年的 74.70% 和 70.18%，公司客运指标较 2020 年有所好转但仍未达疫情前的水平。

表5 公司地铁运营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
年度客运量（万人次）	31602.96	36765.25	31006.81	27462.89
日均客运量（万人次）	86.58	100.73	84.72	100.60
客车开行列次	258449	332654	442366	371092
日均客车开行列次	708	911	1209	1359
运营里程（万公里）	4442.78	5705.15	7427.77	6209.14
客运收入（亿元）	5.06	6.84	5.87	4.80
平均票价（元）	1.60	1.86	1.89	1.91
网络正点率（%）	99.95	99.96	99.98	99.98
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	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

2018—2020 年，公司地铁运营网络正点率、运营图兑现率维持在高水平。票价方面，根据《关于调整沈阳地铁票制票价的通知》（沈发改发〔2019〕53 号），沈阳地铁票价采用阶梯票价：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。该票价系 2010 年沈阳地铁 1 号线开通运营后首次调整，由“区间计价制”改为“里程计价制”。区间分段计价是按照乘坐车站数量计价，不考虑乘坐距离长短；里程分段计价是按照乘坐距离的长短计价，不受地铁线网变化影响。

地铁运营业务的成本包括固定资产折旧及运营成本。2020 年，公司固定资产中地铁 1 号线和 2 号线共计提折旧 1.22 亿元；9 号线和 10 号线尚未转入固定资产。公司地铁运营业务的运营成本主要由人员费用、电费、物业管理费

和地铁维护费构成，2020 年上述费用分别占运营成本的 51.52%、10.06%、13.24% 和 10.05%。

表6 公司地铁运营成本构成（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
人员费用	37430.84	51580.21	64267.24	48445.17
电费	7895.11	10593.89	12554.26	10975.98
物业管理费	8017.58	10315.13	16511.44	12267.32
地铁线路维护费	12487.09	13737.62	12534.14	10824.11
其中：1 号线维护费	5527.80	6093.66	7576.37	4023.16
2 号线维护费	6959.29	7461.10	4125.09	6287.61
9 号线维护费	--	182.86	610.63	345.22
10 号线维护费	--	--	222.05	168.11
其他费用项目	9320.53	12957.95	18868.08	11921.05
合计	75151.15	99184.80	124735.16	94433.63

注：部分开支系支付给子公司，合并报表中予以抵消

资料来源：公司提供

由于地铁客车开行列次和运营里程快速增长，2018—2020 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保持快速增长。同期，地铁线路维护费波动增长，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，在近年份的维护开支规模较大且不具备稳定性。2021 年 1—9 月，地铁 2 号线的维护费仍然处于较高水平，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 9 月底，公司应收沈阳市财政局利息补贴款 48.68 亿元。

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，剩余建设资金主要由公司通过贷款及其他融资方式筹措，2020年和2021年，沈阳市政府向公司拨付地方政府专项债资金用于指定地铁线路的建设，作为项目资本金之外的建设资金支持。

截至2021年9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9号线和地铁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1423.31亿元，已完成投资295.01亿元，2022—2024年计划分别投入建设资金199.49亿元、195.20亿元和138.80亿元。

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2021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	项目资本金比例	截至2021年9月底实际已完成	工程完工进度
地铁9号线	2013—2019	37.20	28	189.50	30.00%	112.19	100.00%
地铁10号线	2013—2020	48.50	36	297.10	30.00%	113.19	北段100%
地铁4号线	2015—2023	34.13	23	210.31	40.00%	46.25	21.99%
地铁3号线	2019—2025	41.27	30	266.13	40.00%	7.23	2.56%
地铁2号线南延线	2019—2024	14.20	7	96.40	40.00%	12.21	12.16%
地铁1号线东延线	2020—2025	16.21	10	101.48	40.00%	0.62	0.61%
地铁6号线	2020—2027	35.26	30	262.39	40.00%	3.32	1.27%
小计	--	226.77	164	1423.31	--	295.01	--
市府广场地铁配套工程	2010—2013	--	--	9.25	20.00%	11.02	100.00%
沈阳南站地铁配套工程	2011—2013	--	--	7.11	25.00%	6.69	100.00%
桃仙机场地铁配套工程	2012—2013	--	--	4.00	25.00%	2.90	100.00%
合计	--	--	--	1443.67	--	315.62	--

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，目前南段尚未投资建设；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；另由于工程账目在持续核算中，地铁9号线和10号线项目已完成投资额小于已披露的2021年3月底数据；3. 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）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。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，由于公司合作的广告商违约，2019年和2020年公司广告业务出现一定停滞，

2020年末公司已与新的广告商达成合作；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。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上浮1.00%~1.50%。公司钢材采购均来自沈阳，采购

供应商主要包括辽宁伟豪商贸有限公司、中铁东北物资集团有限公司；销售区域均为在建的沈阳地铁各施工标段，客户大部分是从事公司地铁建设业务的施工单位，销售渠道较有保障。因公司每月与施工单位结算施工工程款，施工单位支付钢材款的资金来源较有保障。由于2020年4月地铁10号线投入试运营，2020年公司在建项目对钢材采购需求下降。2020年，公司钢材全部采购自辽宁伟豪商贸有限公司，销售对象主要是承接地铁4号线不同标段的建设单位。

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。盾构公司由公司、北方重工集团有限公司（以下简称“北方重工”）和沈阳工业国有资产经营有限公司分别持股40%、30%和30%，是东北地区首家专业从事盾构设备租赁、销售和技术服务为一体的国有公司，其股东之一北方重工具有设计和生产盾构机的能力。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。

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、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年，公司与大象广告股份有限公司签订1、2号线广告外包合同，外包期限10年，承包费一共7.00亿元，分年度支付。2017年和2018年，公司实现相关收益；2019年，大象广告违约，未按合同支付相应费用，导致公司广告收入大幅减少。2020年四季度，公司与省广易为（上海）文化传媒有限公司达成合作，分别

出资30%和70%设立沈阳地铁易为传媒有限公司，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。

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，故公司物业管理业务盈利水平低。2020年，公司商铺租赁和公租房物业管理面积有所增加。

（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，受疫情影响，2020年沈阳市举办的展览数量大幅减少。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2019年开始实现租金收入。

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，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。受疫情影响，2020年举办的展览数量大幅减少。

公租房建设及运营

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 2021 年 9 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。公司暂无拟建的公租房建设项目。

2019 年、2020 年和 2021 年 1—9 月,公司分别实现公租房租赁收入 4726.59 万元、4777.49 万元和 1840.71 万元。

表 8 截至 2021 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	2.81	已完工入住
克俭小区一期	9.25	7.91	7.76	建设完成,工程结算过程中
克俭小区二期	2.72	0.71	0.46	正在装修改造中,工程形象进度已完成 46.38%
丁香湾	10.52	0.59	0.00	已完成装修、家具等招标,尚未开始装修改造
丽水一期	29.12	11.32	10.14	已完工入住
丽水二期	3.36	1.69	0.91	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	8.00	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	39.54	--

资料来源:公司提供

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。

八、财务分析

公司提供了 2018—2020 年财务报告,中准会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报

告进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年三季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 9 月底,公司拥有纳入合并范围的子公司 8 家。2019 年,公司合并范围未发生变化;2020 年,公司转让全资子公司沈阳城建天和置业有限公司(以下简称“天和置业”)70%股权,不再将天和置业纳入合并范围;2021 年 1—9 月,公司合并范围未发生变化。2019 年底天和置业资产总额 13.27 亿元(以土地资产为主)、所有者权益为负,2019 年营业收入 0.00 元、净利润-151.24 万元。整体来看,天和置业资产和收入规模小,公司财务数据可比性强。

截至 2020 年底,公司资产总额 790.05 亿元,所有者权益 324.04 亿元(少数股东权益 0.98 亿元);2020 年,公司实现营业收入 10.39 亿元,利润总额 5.71 亿元。

截至 2021 年 9 月底,公司资产总额 864.52 亿元,所有者权益 346.41 亿元(少数股东权益

0.98 亿元)；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.26 亿元，利润总额 -2.53 亿元。

1. 资产质量

2018 年以来，随着地铁项目建设推进，公司资产总额持续增长，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。

随着地铁项目建设不断推进，公司资产总额持续增长，2018—2020 年底，公司资产总额年均复合增长 10.31%，主要系货币资金、其他应收款和在建工程增长所致。2018—2020 年底，公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比均在 70%左右。

表 9 公司主要资产构成情况

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	39.66	6.11	46.00	6.50	67.05	8.49	80.71	9.34
其他应收款	64.11	9.88	53.75	7.59	86.57	10.96	89.76	10.38
存货	62.28	9.59	67.22	9.50	55.65	7.04	55.32	6.40
流动资产合计	184.62	28.44	196.63	27.78	240.71	30.47	261.89	30.29
固定资产	207.78	32.00	200.33	28.30	200.87	25.43	201.06	23.26
在建工程	244.37	37.64	300.09	42.39	337.76	42.75	389.63	45.07
非流动资产合计	464.60	71.56	511.26	72.22	549.34	69.53	602.63	69.71
资产总额	649.22	100.00	707.89	100.00	790.05	100.00	864.52	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

2018—2020 年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长 14.18%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2018—2020 年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长 30.02%，主要是政府拨付的项目资金尚未投入使用，以及公司融资增加。2020 年底，公司货币资金中受限资金 0.43 亿元，系因司法冻结而受限，受限金额小。

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》，公司将地铁运营发生的财务费用计为应收沈阳市财政局的利息补贴，公司其他应收款主要由利息补贴资金和与政府单位或其下属企业的往来款构成。2018—2020 年底，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 16.20%。2019 年底，公司其他应收款较 2018 年底下降 16.16%，主要系与政府单位或其下属企业形成的往来款减少所致。2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底增长 61.05%，主要来自利息补贴资金和往来款的增加。截至 2020 年底，

公司前五大欠款单位合计欠款 61.14 亿元，占比合计 70.62%，集中度高。

表 10 2020 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	41.16	47.54%	1~3 年以上
沈阳市皇姑区人民政府	6.82	7.87%	1~3 年以上
沈阳地铁巴士有限公司	4.84	5.59%	1~3 年以上
沈阳城建天和置业有限公司	4.83	5.58%	1 年以内、1~2 年
沈阳恒信国有资产经营集团有限公司	3.50	4.04%	1 年以内
合 计	61.14	70.62%	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2018—2020 年底，公司存货波动下降，年均复合下降 5.47%。2019 年底，公司存货较 2018 年底增长 7.93%，主要是公租房开发成本增加所致。2020 年底，公司存货较 2019 年底下降 17.22%，主要是天和置业不再纳入公司合并范围后开发成本下降所致。公司存货目前主要由

公租房开发成本构成，2020 年底在存货中占 98.63%；未计提跌价准备。

公司其他流动资产主要是留抵税额。截至 2020 年底，公司其他流动资产 14.45 亿元，较上年底增长 24.80%。

2018—2020 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 8.74%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。

2018—2020 年底，公司固定资产保持相对稳定，年均复合下降 1.68%。2020 年公司固定资产增加额和折旧额分别为 2.09 亿元和 1.55 亿元，截至 2020 年底累计计提折旧 10.66 亿元。公司固定资产主要为地铁一号线、二号线和二号线北延线，地铁线路及地铁站按使用寿命 100 年计提折旧。

2018—2020 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 17.57%，主要系地铁项目建设投入增加所致。2020 年底，公司在建工程主要系地铁项目工程，包括土建工程投资 167.30 亿元、待摊财务费用 56.06 亿元、待摊投资 59.81 亿元、设备投资 37.53 亿元和安装工程投资 16.71 亿元等。公司在建工程未计提减值准备。

2018—2020 年底，公司长期股权投资变化不大，2020 年底为 8.42 亿元，主要包括对沈阳中建管廊建设发展有限公司和沈阳融瑞置业有限公司的投资。前者系公司与中国建筑股份有限公司合作投资设立的公司，主要从事综合管廊的建设、运营管理、租赁及设施维护等；后者系公司 2018 年以土地出资与民营企业合作进行房地产开发而设立的公司，其开发的民安·海逸康城项目预计于 2022 年 8 月交房。2020 年，公司投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益为-0.18 亿元；处置长期股权投资

(天和置业 70%股权)产生的投资收益为 12.79 亿元。

2021 年 9 月底，公司资产总额较 2020 年底增长 9.43%，主要系货币资金和在建工程增加所致。公司货币资金较 2020 年底增加 13.66 亿元，主要系沈阳市财政局注入资本金、公司发行债券和增加借款所致；在建工程较 2020 年底增加 51.87 亿元，主要系对地铁项目建设继续投入所致；其他资产科目较 2020 年底变动较小。

截至 2021 年 9 月底，公司受限资产 0.83 亿元，全部系货币资金受限，主要是诉讼冻结款项和农民工保函保证金；受限资产占总资产比重为 0.10%，受限比例低。此外，公司 9 号线一期、10 号线、4 号线一期票款收费权及其项下全部权益和收益被质押用于公司长期借款担保，截至 2021 年 9 月底贷款余额为 165.05 亿元；公司以部分地铁线路运营系统作为租赁物，向融资租赁公司开展融资租赁业务，截至 2021 年 9 月底借款余额为 50.56 亿元。

2. 资本结构

2018 年以来，主要受益于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，公司资本公积大部分是地铁建设项目资本金及公租房建设拨款；公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

(1) 所有者权益

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 12.82%，主要系资本公积增加所致，公司所有者权益主要是资本公积（占 95.38%）。2020 年 4 月，公司发行永续中票“20 沈阳地铁 MTN001”5.00 亿元，计入“其他权益工具”，在 2020 年底所有者权益中占 1.44%。

表 11 公司主要所有者权益构成情况

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	8.65	3.40	8.65	3.31	8.65	2.67	8.65	2.50
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	1.54	5.00	1.44

资本公积	249.63	98.06	256.55	98.15	309.06	95.38	334.09	96.44
少数股东权益	0.95	0.37	0.93	0.36	0.98	0.30	0.98	0.28
所有者权益合计	254.56	100.00	261.38	100.00	324.04	100.00	346.41	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

2018—2020 年底，公司实收资本均为 8.65 亿元；资本公积保持增长，年均复合增长 11.27%。2019 年底，公司资本公积较 2018 年底增长 2.77%，主要系收到地铁专项资金支持 8.70 亿元所致；2020 年底，公司资本公积较 2019 年底增长 20.46%，主要是收到地方政府债券资金 26.93 亿元、地铁建设资金 25.43 亿元以及公交车补贴和公租房建设资金所致。公司资本公积大部分为地铁项目资本金及公租房建设拨款，2020 年底公司资本公积具体构成如下表所示。

表12 2020年底公司资本公积构成（单位：万元）

项目	金额	占比	取得方式
地铁建设项目资本金	1956620.19	63.31%	财政投入
地方政府债券（专项债）	100000.00	3.24%	财政投入
地方政府债券（置换债）	269278.85	8.71%	财政投入
公交车补贴资金	70690.10	2.29%	沈阳市国资委拨付
接收国际展览中心股权	100.00	0.00%	沈阳市国资委划拨
接收经营公司股权	2200.00	0.07%	沈阳市国资委划拨
地铁房屋租赁公司	2000.00	0.06%	沈阳市国资委拨付
国开发展基金资本溢价	188238.50	6.09%	国开基金公司投入
管廊项目资金	25463.00	0.82%	沈阳市国资委划拨
公租房资本金	460453.52	14.90%	财政投入、沈阳市建委拨款
国际展览中心房产等	16558.00	0.54%	沈阳市国资委划拨
收购子公司影响	-1022.76	-0.03%	沈阳市国资委划拨
合计	3090579.40	100.00%	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益较 2020 年底增加 22.38 亿元，主要系收到沈阳市财政局拨付的地铁建设专项资金和地方政府债等资金后资本公积增加 25.04 亿元所致。

（2）负债

2018—2020年底，公司负债总额持续增长，年均复合增长8.66%，主要系债务规模扩张所致。2018—2020年底，公司负债以非流动负债为主，非流动负债占比均在80%左右。

表13 公司主要负债构成情况

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	20.00	5.07	27.56	6.17	43.75	9.39	55.95	10.80
应付账款	1.26	0.32	16.51	3.70	18.00	3.86	17.15	3.31
其他应付款	40.51	10.27	25.34	5.67	25.47	5.47	25.99	5.02
一年内到期的非流动负债	0.59	0.15	23.87	5.35	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	67.16	17.02	96.04	21.51	89.56	19.22	100.06	19.31
长期借款	125.54	31.81	154.19	34.53	169.25	36.32	205.78	39.72
应付债券	172.91	43.81	149.63	33.51	161.57	34.67	161.48	31.17
长期应付款	28.90	7.32	46.51	10.42	45.40	9.74	50.57	9.76

非流动负债合计	327.50	82.98	350.47	78.49	376.45	80.78	418.05	80.69
负债总额	394.66	100.00	446.51	100.00	466.01	100.00	518.10	100.00

注：其他应付款不包含应付利息和应付股利

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 15.48%。2019 年底，公司流动负债较 2018 年底增长 43.01%，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；2020 年底，公司流动负债较 2019 年底下降 6.75%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。2020 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。

2018—2020 年底，公司短期借款快速增长，年均复合增长 47.90%，公司短期借款均为银行流动贷款。

2018—2020 年底，公司应付账款快速增长，年均复合增长 277.43%。2019 年底，公司应付账款较 2018 年底增加 15.25 亿元，2020 年底较 2019 年底增加 1.50 亿元，均主要系应付工程款增加。

2019 年底，公司其他应付款较 2018 年底下降 37.46%，主要系往来款的减少所致；2020 年底，公司其他应付款较 2019 年底变化不大。2020 年底，公司其他应付款主要由往来款（占 58.03%）和押金及保证金（占 40.11%）构成。

2018—2020 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 7.21%，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。

2018—2020 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 16.11%。公司长期借款主要是地铁建设项目贷款，其中质押借款占 53.04%、信用借款占 46.96%。质押借款利率范围为 3.30%~4.90%，质押物为地铁项目票款收费权及其项下全部权益和收益，信用借款利率范围主要为 4.41%~4.90%。

2018—2020 年底，公司应付债券波动下降，年均复合下降 3.33%。2019 年底，公司应付债券较上年下降 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。2020 年底，公司应付债券较 2019 年底增长 7.98%，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资金，用于偿还建设地铁 1 号线和 2 号线形成的存量债务；2020 年公司收到政府债资金 23.87 亿元，转出 26.93 亿元至资本公积）占 74.01%，以公司作为发行人的中期票据占 25.99%。

2018—2020 年底，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 25.34%，公司长期应付款全部为融资租赁借款，利率以 5.3% 左右为主。2019 年底，公司长期应付款较 2018 年底大幅增长 60.91%；2020 年底，公司长期应付款较 2019 年变化不大。本报告将公司长期应付款纳入长期债务计算。

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额较 2020 年底增长 11.18%，主要系银行借款和融资租赁借款增加所致；公司其他负债科目较 2020 年底变动较小。

表14 公司债务指标情况

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 9 月底
短期债务（亿元）	20.59	51.43	43.75	55.95
长期债务（亿元）	327.36	350.33	376.23	417.82
全部债务（亿元）	347.95	401.76	419.98	473.77
资产负债率（%）	60.79	63.08	58.99	59.93
全部债务资本化比率（%）	57.75	60.58	56.45	57.76
长期债务资本化比率（%）	56.25	57.27	53.73	54.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 9.86%。公司债务以长期债务为主，2020 年底短期债务占 10.42%，长期债务占 89.58%。2020 年底，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 2019 年底分别下降 4.09 个、4.14 个和 3.54 个百分

点。如将 2020 年发行的永续中票调入长期债务，公司 2020 年底全部债务增加至 424.98 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分别为 59.62%、57.12%和 54.44%，较调整前分别上升 0.63 个、0.67 个和 0.71 个百分点。

截至 2021 年 9 月底，公司全部债务较 2020 年底增长 12.81%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高 0.94 个、1.32 个和 0.95 个百分点。如将永续中票调入长期债务，公司 2021 年 9 月底全部债务增至 478.77 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分别为 60.51%、58.37%和 55.33%。

3. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，营业利润率持续为负，受投资收益等非经常性损益影响，公司利润总额快速增长。2021 年前三季度，公司利润总额为负。

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 1.57%；公司营业成本波动增长，年均复合增长 1.40%；公司营业利润率波动下降且持续为负，2020 年，公司营业利润率为-17.97%。

表15 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业收入	10.73	10.57	10.39	8.26
期间费用	0.75	1.28	5.17	1.00
投资收益	-0.04	0.22	12.61	0.00
营业外收入	0.71	2.10	0.07	0.07
利润总额	-1.44	0.17	5.71	-2.53
营业利润率	-12.58%	-9.18%	-17.97%	-19.73%
总资本收益率	-0.24%	0.02%	1.31%	--
净资产收益率	-0.58%	0.04%	1.75%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从期间费用看，2018—2020 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 162.38%。2020 年，公司期间费用合计 5.17 亿元，其中财务费

用 3.99 亿元，同比增加 4.02 亿元，主要系公司对利息支出的记账方式进行梳理和调整，将积累的原计为对沈阳市财政局应收利息的部分支出于当年统一调整至财务费用所致；公司期间费用率为 49.71%，较 2018 年和 2019 年明显上升。公司期间费用控制能力有待提升。

2019 年，公司营业外收入 2.10 亿元，主要是地铁周边沿线土地整理的收入，属于偶发性业务收入。2020 年，公司投资收益 12.61 亿元，主要系出售天和置业 70%股权后形成的投资收益规模较大所致；投资收益占营业利润比重为 221.57%，对营业利润贡献大。天和置业主要从事房地产开发，2011 年竞得长青湾公园南地块一直未开发；2020 年 6 月，沈阳市碧桂园房地产开发有限公司的全资子公司以 33.83 亿元公开竞得天和置业 70%股权和债权。受益于上述事项，2018—2020 年，公司利润总额快速增长，2020 年为 5.71 亿元。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率持续上升并由负转正。2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.31%和 1.75%，盈利能力仍为弱。

2021 年 1—9 月，公司营业收入相当于 2020 年全年的 79.52%；利润总额为-2.53 亿元。

4. 现金流分析

2018—2020 年，公司经营活动现金净流出规模持续扩大，投资活动现金净流出量保持在较大规模，地铁建设及运营对筹资活动现金流入依赖度高。

经营活动现金流方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量波动下降，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。公司销售商品、提供劳务收到的现金持续下降，主要由地铁票款及钢材销售收入回款构成；公司现金收入比持续下降，指标表现整体较好。公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，主要是往来单位借款。2018—2020 年，公司经营活动现金流出量

波动增长，主要由购买商品、接受劳务支付的现金、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构成。公司购买商品、接受劳务支付的现金小幅增长，主要是地铁运营及钢材采购支出；支付其他与经营活动有关的现金波动下降，主要是往来单位还款。2018—2020年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，且净流出规模保持增长。

投资活动现金流方面，2018—2020年，公司投资活动现金流入量波动增长。2018—2019年投资活动现金流入以收到其他与投资活动有关的现金为主，主要是公租房建设资金和同地铁建设单位往来款流入；2020年除收到其他与投资活动有关的现金保持较大规模之外，处置子公司及其他营业单位收到的现金净额规模也较大，主要是出让天和置业70%股权后的现金流入。2018—2020年，公司投资活动现金流出量波动增长，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金占比较高；支付其他与投资活动有关的现金主要是地铁建设单位往来款流出。2018—2020年，公司投资活动现金净流出持续为负，净流出规模保持下降。

筹资活动现金流方面，2018—2020年，公司筹资活动现金流入量波动下降，以吸收投资收到的现金、发行债券或取得借款收到的现金为主，吸收投资收到的现金分别为13.43亿元、10.88亿元和33.01亿元，系沈阳市政府拨付的地铁项目资本金、公租房专项资金、公交车补贴等计入公司所有者权益的资金；收到其他与筹资活动有关的现金规模不大，主要是收到租赁公司的融资租赁借款。2018—2020年，公司筹资活动现金流出量保持下降，系对公司债务的还本付息。2018—2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额持续为正，且净流入规模相对较大。

表16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
经营活动现金流入量	17.75	19.09	16.25	15.16

经营活动现金流出量	18.46	21.34	19.33	18.27
经营活动现金流量净额	-0.71	-2.26	-3.08	-3.11
投资活动现金流入量	11.32	10.58	28.34	13.76
投资活动现金流出量	89.79	49.64	63.41	58.94
投资活动现金流量净额	-78.47	-39.05	-35.07	-45.18
筹资活动现金流入量	127.62	97.60	101.51	92.64
筹资活动现金流出量	62.27	50.61	42.03	30.69
筹资活动现金流量净额	65.35	46.99	59.48	61.94
现金收入比	110.04%	97.31%	86.31%	103.69%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021年1—9月，公司经营活动、投资活动和筹资活动的现金流量变化与2020年情况相近，经营活动和投资活动现金流量净额仍保持为负，筹资活动现金流量净流入规模较大。

5. 偿债能力

公司现金类资产充足，短期偿债能力指标表现尚可，长期偿债能力指标表现较弱。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，2018—2020年底，公司流动比率波动下降、速动比率波动上升；2021年9月底，公司流动比率和速动比率较上年底均略有下降，分别为261.73%和206.45%。2018—2020年，公司经营现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力。2020年和2021年9月底，公司现金类资产对短期债务的保障能力尚可。

从长期偿债指标来看，2018—2020年，公司全部债务/EBITDA快速下降、EBITDA利息倍数快速上升。整体来看，EBITDA对利息及全部债务的保障能力均上升。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，公司整体偿债能力极强。

表17 公司偿债能力指标情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	274.91	204.73	268.77	261.73
速动比率(%)	182.18	134.74	206.64	206.45

现金短期债务比(倍)	1.93	0.89	1.53	1.44
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数(倍)	0.07	0.30	1.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	968.73	211.52	36.45	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2021 年 9 月底，公司共取得金融机构授信额度 1681.88 亿元，其中已使用授信额度 625.74 亿元（已偿还贷款仍占用授信）、未使用授信额度 1056.14 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2021年9月底，公司无对外担保事项。

6. 母公司财务概况

公司资产和所有者权益集中在母公司，由于母公司负责沈阳地铁所有的融资工作，母公司债务负担较重；公司营业收入分布在母公司及地铁经营公司，母公司的营业收入来自地铁运营，盈利能力弱。母公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现较弱。

2020年底，母公司资产相当于公司合并口径的93.93%；母公司负债相当于公司合并口径的100.61%；母公司所有者权益相当于公司合并口径的84.32%；母公司全部债务相当于合并口径的100.00%。2020年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为63.18%和60.58%，债务负担较重。

2020年，母公司营业收入相当于合并口径的58.33%；利润总额相当于合并口径的74.18%。母公司营业利润率为-39.15%；利润总额为4.23亿元，主要来自投资收益。

2020 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为-3.85 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-33.99 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 58.98 亿元。

2021 年 9 月底，母公司流动比率和速动比率分别为218.65%和217.87%；2020年底和2021年9月底，母公司现金短期债务比分别为1.42倍和1.35倍；母公司2020年全部债务/EBITDA为43.87倍，较2019年的306.27倍大幅下降。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行规模不大，对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较好。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。

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5.00亿元，分别相当于2021年9月底公司长期债务和全部债务的1.20%和1.06%，对公司现有债务影响小。

以2021年9月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由59.93%、57.76%和54.67%上升至60.16%、58.02%和54.97%，公司负债水平有所上升，债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还公司债务，本期中期票据发行后，公司债务负担或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020年，公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模的0.07倍、0.38倍和2.30倍，EBITDA对本期中期票据的覆盖能力一般。2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模的3.55倍、3.82倍和3.25倍；同期公司经营活动现金流量净额持续为负，对本期中票无保障能力。

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，拥有区域专营优势。2018—2020年，公司开通运营的地铁线路里程不断增长，但受疫情影响，营业收入波动下降。2021年以来，公司地铁运营情况有所好转但仍未恢复至疫情前水平。公司在建地铁线路持续推进，但面临较大的资本支出压力。受益于政府的大力

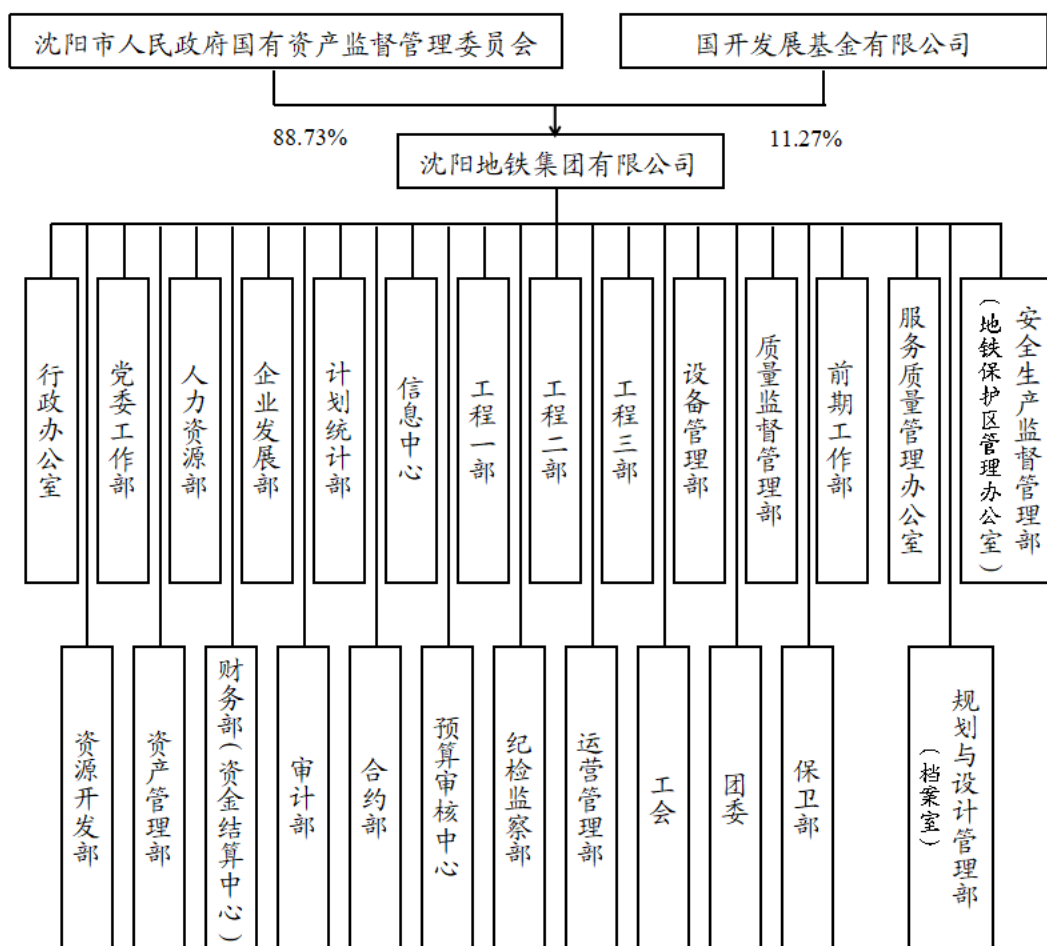
支持，公司资产总额、所有者权益持续增长，由于地铁运营具有公益性特征，公司盈利能力弱，地铁项目建设对外部筹资依赖大，公司债务负担较重。

本期中期票据发行规模不大，对公司现有债务的影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

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。

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，公司的主体长期信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2021 年 9 月底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

(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%
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。	20000	5735.40	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	2000	100.00%

资料来源: 公司提供

附件 3-1 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	39.66	46.00	67.05	80.71
资产总额（亿元）	649.22	707.89	790.05	864.52
所有者权益（亿元）	254.56	261.38	324.04	346.41
短期债务（亿元）	20.59	51.43	43.75	55.95
长期债务（亿元）	327.36	350.33	376.23	417.82
全部债务（亿元）	347.95	401.76	419.98	473.77
营业收入（亿元）	10.73	10.57	10.39	8.26
利润总额（亿元）	-1.44	0.17	5.71	-2.53
EBITDA（亿元）	0.36	1.90	11.52	--
经营性净现金流（亿元）	-0.71	-2.26	-3.08	-3.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.93	5.91	5.84	--
存货周转次数（次）	0.22	0.18	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比率（%）	110.04	97.31	86.31	103.69
营业利润率（%）	-12.58	-9.18	-17.97	-19.73
总资本收益率（%）	-0.24	0.02	1.31	--
净资产收益率（%）	-0.58	0.04	1.75	--
长期债务资本化比率（%）	56.25	57.27	53.73	54.67
全部债务资本化比率（%）	57.75	60.58	56.45	57.76
资产负债率（%）	60.79	63.08	58.99	59.93
流动比率（%）	274.91	204.73	268.77	261.73
速动比率（%）	182.18	134.74	206.64	206.45
经营现金流动负债比（%）	-1.06	-2.35	-3.43	--
现金短期债务比（倍）	1.93	0.89	1.53	1.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.07	0.30	1.00	--
全部债务/EBITDA（倍）	968.73	211.52	36.45	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中的有息债务已调整计入债务计算；3. 2021 年三季度财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供的资料

附件 3-2 公司主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.74	41.19	62.06	75.55
资产总额（亿元）	592.76	661.98	742.09	815.71
所有者权益（亿元）	200.65	212.22	273.23	295.67
短期债务（亿元）	20.59	51.43	43.75	55.95
长期债务（亿元）	324.97	350.33	376.23	367.25
全部债务（亿元）	345.56	401.76	419.98	423.21
营业收入（亿元）	6.43	7.07	6.06	4.51
利润总额（亿元）	-1.11	0.05	4.23	-2.58
经营性净现金流（亿元）	0.14	1.31	9.57	--
财务指标				
销售债权周转次数（次）	122.17	161.44	246.72	--
存货周转次数（次）	18.30	16.99	14.07	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比率（%）	108.68	91.87	87.42	111.34
营业利润率（%）	-28.14	-19.68	-39.15	-47.57
总资本收益率（%）	-0.20	0.01	1.20	--
净资产收益率（%）	-0.55	0.02	1.55	--
长期债务资本化比率（%）	61.83	62.28	57.93	55.40
全部债务资本化比率（%）	63.27	65.44	60.58	58.87
资产负债率（%）	66.15	67.94	63.18	63.75
流动比率（%）	200.88	160.77	218.08	218.65
速动比率（%）	200.14	160.26	217.32	217.87
经营现金流动负债比（%）	-0.50	-0.68	-4.16	--
现金短期债务比（倍）	1.78	0.80	1.42	1.35
全部债务/EBITDA（倍）	2408.06	306.27	43.87	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中的有息债务已调整计入债务计算；3. 由于未获取到母公司利息数据，无法计算 EBITDA 利息倍数；4. 2021 年三季度财务数据未经审计
 资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供的资料

附件 4 主要指标的计算公式

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	
总资产收益率	(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-营业税金及附加) / 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/短期投资+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

联合资信评估股份有限公司关于 沈阳地铁集团有限公司 2021 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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。