

信用评级公告

联合〔2024〕1705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2024年度第三期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2024年度第三期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

二〇二四年三月二十一日

沈阳地铁集团有限公司

2024 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10.00 亿元

本期中期票据发行期限：3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定赎回时还本

偿付顺序：本期中期票据的本金和利息在公司破产清算时的清偿顺序劣后于公司的普通债务

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2024 年 3 月 21 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	7
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：政府支持			+3	
评级结果			AAA	

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“公司”）是辽宁省沈阳市地铁项目的投资建设及运营管理主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发等方面具有专营地位。2020 年以来，沈阳市经济保持增长，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，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 2021 年以来利润持续为负、经营活动净现金流持续流出、整体债务负担较重、未来资本支出压力大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

沈阳地铁集团有限公司 2024 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为其可能对债券持有人的利益带来不利影响。

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

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**2020—2023 年，沈阳市分别实现地区生产总值 6571.6 亿元、7249.7 亿元、7695.8 亿元和 8122.1 亿元，按可比价计算，分别较上年增长 0.8%、7.0%、3.5% 和 6.1%；完成一般公共预算收入 736.08 亿元、773.02 亿元、713.67 亿元和 800.9 亿元。
- 公司业务的专营优势突出。**公司是沈阳地铁项目投资建设及运营管理主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发等方面具备专营地位。
- 持续获得有力的外部支持。**2020—2022 年，沈阳市政府以拨付建设专项资金和地方政府债券资金、拨付公交车补贴等形式增加公司资本公积 54.20 亿元、30.63 亿元和 59.12 亿元。

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年/2022 年底			
所属区域	沈阳市	南京市	天津市	青岛市
GDP (亿元)	7695.8	16907.9	16311.3	14920.8
一般公共预算收入 (亿元)	713.67	1558.2	1846.6	1273.2
资产总额 (亿元)	1002.99	2747.77	2694.47	2682.75
所有者权益 (亿元)	401.82	886.05	1100.14	1049.41
营业总收入 (亿元)	9.55	24.50	6.23	46.78
利润总额 (亿元)	-6.59	3.50	9.23	6.02
资产负债率 (%)	59.94	67.75	59.17	60.88
全部债务资本化比率 (%)	57.58	65.69	55.52	57.10
全部债务/EBITDA (倍)	-87.89	75.83	83.18	25.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	-0.65	0.31	0.25	1.18

注: 公司 1 为南京地铁集团有限公司, 公司 2 为天津市地下铁道集团有限公司, 公司 3 为青岛地铁集团有限公司
资料来源: 公开资料整理

分析师: 王 爽 (项目负责人)

潘跃升

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。**2020 年以来, 公司全部债务持续增长, 截至 2023 年 9 月底, 公司全部债务为 670.91 亿元, 全部债务资本化比率为 62.27%。
2. **公司业务盈利能力弱, 经营活动净现金流持续流出。**2020—2022 年, 公司营业利润率和经营活动净现金流持续为负, 自 2021 年以来利润总额持续为负。
3. **未来公司投资压力大。**截至 2023 年 9 月底, 公司在建的地铁项目待投资 693.45 亿元, 且规划中还有多条待投资的地铁线路。
4. **本期中期票据条款具有一定特殊性。**本期中期票据具有公司可赎回、票面利率重置和利息递延累积等特点。若公司选择行使相关权利, 将导致本期中期票据本息支付时间不确定, 可能对债券持有人的利益带来不利影响。在公司发生破产清算时, 本期中期票据在清偿顺序方面劣后于公司的普通债务, 债券持有人可能面临回收损失。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
现金类资产 (亿元)	67.05	69.05	48.58	57.86
资产总额 (亿元)	790.05	895.50	1002.99	1142.48
所有者权益 (亿元)	324.04	350.84	401.82	406.51
短期债务 (亿元)	43.75	56.39	67.50	74.60
长期债务 (亿元)	376.23	439.65	477.88	596.31
全部债务 (亿元)	419.98	496.04	545.37	670.91
营业总收入 (亿元)	10.39	11.65	9.55	8.80
利润总额 (亿元)	5.71	-2.22	-6.59	-3.04
EBITDA (亿元)	11.52	-1.42	-6.21	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.08	-2.22	-6.60	-4.09
营业利润率 (%)	-17.97	-11.52	-56.98	-17.42
净资产收益率 (%)	1.75	-0.65	-1.62	--
资产负债率 (%)	58.99	60.82	59.94	64.42
全部债务资本化比率 (%)	56.45	58.57	57.58	62.27
流动比率 (%)	268.77	248.43	216.28	234.32
速动比率 (%)	206.64	195.83	150.90	156.18
现金收入比 (%)	86.31	111.81	113.79	98.55
经营现金流动负债比 (%)	-3.43	-2.12	-5.36	--
现金短期债务比 (倍)	1.53	1.22	0.72	0.78
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.00	-0.13	-0.65	--
全部债务/EBITDA (倍)	36.45	-349.51	-87.89	--
公司本部 (母公司)				

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
资产总额（亿元）	742.09	841.16	941.09	1080.66
所有者权益（亿元）	273.23	299.51	350.20	355.19
全部债务（亿元）	420.10	496.16	545.49	670.91
营业总收入（亿元）	6.06	7.00	6.49	6.32
利润总额（亿元）	4.23	-2.76	-6.23	-2.54
资产负债率（%）	63.18	64.39	62.79	67.13
全部债务资本化比率（%）	60.58	62.35	60.90	65.38
流动比率（%）	218.08	212.27	166.86	174.99
经营现金流动负债比（%）	-4.16	-2.77	17.11	--

注：1. 公司 2023 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 将长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；3. 公司 2021 年度财务数据为差错更正后数据

资料来源：联合资信根据审计报告、财务报表及公司提供资料整理

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	2024/02/22	王爽 杨晓薇	城市基础设施投资企业信用评级方法（V4.0.202208） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	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号

声 明

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

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

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

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

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

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

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

沈阳地铁集团有限公司

2024 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

沈阳地铁集团有限公司(以下简称“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年分别向公司增资,累计增资额21.50亿元,投资期限为20年。自2020年起,公司开始逐年归还部分国开基金公司投资本金¹。截至2023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%,国开基金公司持股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2023年9月底,公司拥有纳入合并范围的一级子公司9家,其中全资子公司8家、非全资控股子公司1家;公司本部内设27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(详见附件1-2)。

截至2022年底,公司资产总额1002.99亿元,所有者权益401.82亿元(含少数股东权益0.98亿元);2022年,公司实现营业总收入9.55亿元,利润总额-6.59亿元。

截至2023年9月底,公司资产总额1142.48亿元,所有者权益406.51亿元(含少数股东权益1.01亿元);2023年1-9月,公司实现营业总收入8.80亿元,利润总额-3.04亿元。

公司注册地址:沈阳市沈河区大西路338号。
法定代表人:巴放。

¹ 截至2023年9月底,国开基金公司对公司出资额15.91亿元,其中计入实收资本的投资额为0.9749亿元,计入资本公积的投资额为14.9351亿元。国开基金有权选择通过沈阳市政府股权回购、减资或市场化退出方式实现投资回收,投资期限内平均年化收益率不超过1.2%。

二、本期中期票据概况

公司已获批准注册金额 50.00 亿元的中期票据，本期拟在注册额度内发行 2024 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 10.00 亿元，募集资金将用于偿还公司有息债务。本期中期票据在条款设置上具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据期限为 3+N（3）年期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。根据发行条款，每个票面利率重置日为赎回日，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率通过集中簿记建档方式确定，并在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如公司选择不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司的普通债务。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指：在本期中期票据付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，

且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得向普通股股东分红或者减少注册资本。如发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

①从清偿顺序角度分析，本期中期票据在破产清算时的清偿顺序劣后于公司的普通债务。

②本期中期票据若在首个赎回日不赎回，则从第 4 个计息年度起每 3 年重置一次票面利率，以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在本期中期票据赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

③本期中期票据在除发生向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期中期票据的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回、票面利率重置和利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析认为，赎回条款设置使本期中期票据赎回的可能性较大，但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，将导致本期中期票据本息支付时间不确定。此外，公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。在公司发生破产清算时，本期中期票据在清偿顺序方面劣后于公司的普通债务，债券持有人可能面临回收损失。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出

稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5% 左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5% 左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年年报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确

目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

2020—2023 年，沈阳市经济保持增长，财政实力非常强，政府债务负担重。2022 年，沈阳市常住人口呈净流入状态，城镇化水平较高。

沈阳市，系辽宁省辖地级市、省会、副省级市、特大城市、沈阳都市圈核心城市，是国务院批复确定的中国东北地区的中心城市、中国重要的工业基地和先进装备制造业基地。截至 2022 年底，全市下辖 10 个区、2 个县，代管 1 个县级市，总面积 12860 平方千米，年末全市常住人口 914.7 万人（2021 年末为 911.8 万人），其中城镇人口占 84.99%。

根据沈阳市统计局公布的《沈阳市国民经济与社会发展统计公报》，2020—2022 年，沈阳市分别实现地区生产总值（GDP）6571.6 亿元、7249.7 亿元和 7695.8 亿元，按可比价计算，分别较上年增长 0.8%、7.0% 和 3.5%。产业结构方面，2022 年，沈阳市第一产业增加值 335.2 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 2885.5 亿元，增长 3.7%；第三产业增加值 4475.1 亿元，增长 3.5%。三次产业结构为 4.4:37.5:58.1。2022 年沈阳市全市人均 GDP 为 84268 元，比上年增长 3.1%。

2022 年，沈阳市固定资产投资比上年增长 6.1%，其中建设项目投资增长 47.9%、房地产开发投资下降 23.1%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年下降 37.4%，第二产业投资增长 30.0%，第三产业投资增长 0.5%。基础设施投资增长 71.1%。

根据《沈阳市“十四五”综合交通运输发展规划》，“十三五”时期，沈阳综合交通运输体系建设取得了长足的进展，但对标国内交通发达城市仍然有较大差距，地铁建设相对滞后。“十

四五”时期，沈阳市将加快城市轨道交通建设，续建完成第三期轨道线路，“十四五”期末轨道交通运营里程达到 257 公里；编制并申报第四轮轨道交通建设规划，研究启动地铁快线，加密普线，强化轨道交通对城市发展的支撑与引领；探索新型中低运量轨道交通应用，以交通需求和产业发展为导向，引进新型轨道交通制式，打造多层次轨道交通体系。

根据沈阳市财政局公布的沈阳市财政决算数据，2020—2022 年，沈阳市分别完成一般公共预算收入 736.08 亿元、773.02 亿元和 713.67 亿元，同口径分别增长 0.8%、5.0%和 1.3%；其中税收收入分别为 601.13 亿元、612.43 亿元和 529.37 亿元。2020—2022 年，沈阳市分别完成一般公共预算支出 1074.05 亿元、1032.31 亿元和 1053.59 亿元，财政自给率分别为 68.53%、74.88%和 67.74%，财政自给程度一般。2020—2022 年，沈阳市完成政府性基金收入 583.01 亿元、512.10 亿元和 137.13 亿元，2022 年受房地产形势影响，土地出让市场不景气，国有土地使用权出让收入同比下降 77.3%。2020—2022 年，沈阳市分别完成上级补助收入（一般公共预算上级补助收入+政府性基金上级补助收入）421.17 亿元、318.52 亿元和 398.64 亿元，综合财力（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）分别为 1740.25 亿元、1603.64 亿元和 1249.44 亿元。截至 2022 年底，沈阳市全市政府债务余额 1907.7 亿元，其中一般债务余额为 980.3 亿元，专项债务余额为 927.4 亿元。2022 年底，沈阳市政府债务率（政府债务余额/综合财力*100%）为 152.68%，政府债务负担重。

根据沈阳市统计局公布的《2023年全年沈阳市地区生产总值统一核算结果》，2023年，沈阳市实现地区生产总值8122.1亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%。根据沈阳市财政局公布的《关于沈阳市2023年预算执行情况和2024年预算草案的报告》，2023年，沈阳市一般公共预算收入完成800.9亿元，较上年同期增长12.2%，其中地方税收收入完成608.9亿元，较上年同期增长15%；一般公共预算支出1082.1亿元，较上年

同期增长2.7%；财政自给率74.01%；综合财力1353.5亿元。截至2023年底，沈阳市地方政府债务余额2275.3亿元，其中一般债务余额1091.9亿元，专项债务余额1183.4亿元；政府债务率168.10%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2023 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分别持股 88.73%和 11.27%，沈阳市国资委是公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司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。公司在沈阳地铁线路投资运营和沿线资源开发方面具有专营地位。

3. 人员素质

公司高级管理人员从业经历和管理经验丰富，综合素质较高，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 2023 年 9 月底，公司拥有高级管理人员 2 名，包括总经理 1 名，副总经理 1 名。

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科员、工程项目部主任、工程处副处长、第三项目部主任、工程二处副处长、办公室副主任、工程一处副处长、

工程一处处长、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（以下简称“盾构公司”）董事长，沈阳市地铁建设指挥部总经济师，公司党委副书记、总经理人选；现任公司党委书记、董事长。

高云胜先生，本科学历，中共党员，教授级高级工程师；历任沈阳市市政工程设计研究院工程师、高级工程师，沈阳市地铁建设指挥部总工办高级工程师、副主任、主任，沈阳市地铁建设指挥部副总工程师、总工程师、党组成员，公司总工程师、党委委员、党委副书记，公司总经理人选；现任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2023 年 9 月底，公司合并口径在职人员共有 12065 人，其中硕士及以上员工占总人数的 1.79%，本科学历员工占总人数的 41.35%，专科及以下学历的员工占总人数的 56.86%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告（授信机构版）》（中征码2101030000235945），截至2024年3月13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2023年底，公司存在1笔涉案金额超过500.00万元的未决诉讼。2022年12月，赵强以其系沈阳市地铁二号线浑南停车场土建工程实际施工人为由起诉公司，请求判令公司支付工程欠款（含质保金）0.96亿元及利息，沈阳市浑南区人民法院尚未作出一审判决。联合资信将对上述未决诉讼及可能对公司的影响保持关注。

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

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（以下简称“沈阳中院”），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。沈阳中院一审判决后，公司提起上诉。后经沈阳中院、辽宁省高级人民法院（以下简称“辽宁高院”）数次审理。2023 年 12 月 6 日，辽宁高院作出判决，驳回上诉，维持一审判决（判令公司给付金城公司 7611.53 万元及利息）。该案件已执行完毕。截至 2024 年 3 月 20 日，除与金城公司诉讼事项产生的被执行记录外，联合资信未发现公司被列入失信被执行人的记录。

六、管理分析

公司建立了较完善的法人治理结构。

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如下职权：委派和更换非由职工代表担任的董事、监事及其他由沈阳市国资委任免的公司高级管理人员，决定有关董事、监事的报酬事项；指定监事会主席；建议任免或选聘公司高级管理人员；了解公司经营状况和财务状况，决定公司的战略发展规划或经营方针；审批公司重大事项的报告，批准公司重大投资计划；建立公司负责人业绩考核制度，并对公司负责人进行年度考核和任期考核；审批董事会的报告；审批监事会的报告；审批公司的年度财务预算方案、决算方案，以及公司的利润分配方案和亏损弥补方案的报告；对公司增加或减少注册资本做出决定；对公司发行债券做出决定；对公司合并、分立、解散、清算或变更公司形式做出决定；批准由董事会制订、修改的公司章程草案；决定与审核公司国有股权转让方案，按有关规定批准不良资产处置方案等。

公司董事会成员为 7 人，其中董事长 1 人，董事长为公司的法定代表人。非职工董事由沈阳市国资委任免，职工董事由职工代表大会选举产生，董事长、副董事长由沈阳市国资委任免。董事任期每届 3 年，任期届满，连派连选可以连任。董事会行使下列职权：召集股东会会议，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司的年度财务预算方案、

决算方案；制订公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案；拟定公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项；制定公司的基本管理制度等；批准公司融资计划等。

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 5 人，其中沈阳市国资委任命监事会主席 1 人，职工代表大会选举产生职工监事 4 人。监事任期每届 3 年，任期届满可连选连任。监事会行使下列职权：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大会会议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；提议召开临时股东大会会议，在董事会不履行《公司法》规定的召集和主持股东大会会议职责时召集和主持股东大会会议；向股东大会会议提出议案；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼；列席董事会会议等。

公司设经理，对董事会负责，由董事会聘任或者解聘，并依据《公司法》和公司章程行使职权。经理行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；制定公司基本管理制度；拟订公司的具体规章；提请聘任或解聘公司副总经理、财务负责人；决定聘任或解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员；董事会授予的其他职权；列席董事会会议。

截至 2024 年 3 月 20 日，除监事会缺位 2 人外，公司其余董事、监事、高级管理人员均已到位。

七、经营分析

1. 经营概况

公司核心业务为地铁建设和地铁运营。2020—2022 年，公司营业总收入及综合毛利率波动下降，地铁业务持续亏损。2023 年 1—9 月，公司地铁运营业务收入和毛利率大幅提升，带动综合毛利率提升。

公司是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，主要业务包括地铁建设运营、广告等地铁相关经营性业务，并根据沈阳市政府的安排开展公租房建设运营等经营性业务。2020—2022 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 4.14%。2021 年及之前，地铁运营和钢材销售是公司主要收入来源，但由于公司对地铁建设施工单位使用的钢材质量监督方式由甲供调整为甲控，从 2022 年初开始公司不再开展钢材销售业务，其后确认的钢材销售收入均来自早期合同的执行。2022 年，公司收入主要来源于地铁运营和其他业务。2020—2022 年，公司地铁客运量有所波动，地铁运营业务收入波动增长；其他收入规模相对较大，主要是公司对延期到账的股权转让款收取一定利息，其中 2022 年其他收入中除上述利息之外，还包括 1.48 亿元的盾构机销售及周转材料租赁收入，对公司营业总收入贡献较大。

从各业务板块毛利率看，2020—2022 年，公司核心业务地铁运营持续亏损，其中 2022 年亏损规模扩大；2021 年之前，由于公司将部分地铁线路及机器设备折旧费列入广告成本，自 2021 年起公司不再对地铁线路及相关机器设备计提折旧，广告业务收入毛利率大幅提升；2021 年地铁线路决算时调整了合并抵消方式导致 2021 年物业管理业务的毛利率较高，2022 年公司物业管理业务仍沿用之前的内部抵消方式，故毛利率大幅下降。

2023 年 1—9 月，公司营业总收入 8.80 亿元，相当于 2022 年营业总收入的 92.19%，其中地铁客运收入 5.91 亿元，已超过该业务 2022 年全年收入；公司综合毛利率为-16.53%，较 2022 年大幅回升，主要系受益于客运量增长，地铁运营业务毛利率（-19.54%）显著提升所致。

表1 公司各业务板块收入情况和毛利率

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
地铁运营	4.57	43.98	-56.80	5.89	50.56	-54.93	5.39	56.44	-125.89
钢材销售	1.49	14.34	10.72	2.24	19.19	8.20	0.20	2.10	100.00
设备租赁	0.29	2.79	86.63	0.77	6.64	51.27	0.24	2.52	51.16
广告业务	0.15	1.44	-757.80	0.36	3.08	58.39	0.17	1.75	97.63
物业管理	0.97	9.34	0.61	0.14	1.21	54.31	0.15	1.62	-192.75
场地租赁	0.44	4.23	57.86	0.63	5.44	69.19	0.43	4.46	58.09
公租房出租	0.49	4.72	10.19	0.52	4.49	32.00	0.53	5.54	23.47
其他	1.99	19.15	60.78	1.09	9.39	45.70	2.44	25.57	37.32
合计	10.39	100.00	-17.34	11.65	100.00	-10.85	9.55	100.00	-55.64

注：1. 2021年营业收入经过差错更正；2. 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

2020-2022 年，公司客运量和地铁运营成本波动下降。2023 年前三季度，公司地铁客运量和客运收入显著回升，并且伴随地铁 2 号线南延线和地铁 4 号线的正式运营，公司地铁线路逐步完善，路网效应进一步提升。

截至 2023 年 9 月底，公司运营地铁线路包括地铁 1 号线、地铁 2 号线（含 2 号线一期、北延线和南延线）、地铁 9 号线、地铁 10 号线（北段）以及地铁 4 号线，线路长度合计 163.88 公里。2023 年 9 月，地铁 2 号线南延线和地铁 4 号线正式运营，公司地铁线路逐步完善，路网效应进一步提升。

表2 截至 2023 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)	线路 长度	线路 状态	起终点	车站数	开通时间
地铁 1 号线	117.66	27.72	运营	十三号街站—黎明广场站	22	2010/09/27
地铁 2 号线 (含 2 号线一期、北延线和南延线)	223.40	45.96	运营	桃仙机场站—蒲田路站	33	一期：2012/01/08 北延线： 2018/04/08 南延线： 2023/09/29
地铁 9 号线	189.50	28.99	运营	怒江公园站—建筑大学站	23	2019/05/25
地铁 10 号线 (北段)	190.46	27.21	运营	丁香湖站—张沙布站	21	2020/04/29
地铁 4 号线	210.31	34.00	运营	创新路站—正新路站	23	2023/09/29
合计	931.33	163.88	--	--	122 座车站（其中 11 座换乘站）	--

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

2020-2022 年，公司年度客运量和客运收入波动下降。2023 年 1-9 月，公司地铁客运量和客运收入分别相当于 2022 年的 119.13%和 118.44%。

表3 公司地铁运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-9 月
年度客运量（万人次）	31006.81	38378.36	28802.48	34311.88
日均客运量（万人次）	84.72	105.15	84.22	125.68

客车开行列次	442366	495376	443828	379928
日均客车开行列次	1209.00	1357.19	1297.74	1391.68
运营里程（万公里）	7427.77	8290.22	7436.00	6384.01
客运收入（亿元）	5.87	7.05	4.99	5.91
平均票价（元）	1.89	1.84	1.73	1.72
网络正点率（%）	99.98	99.98	99.97	99.97
运行图兑现率（%）	100.00	100.00	99.99	100.00

注：客运收入包含试运行线路的票务收入，票务收入冲减试运行线路的在建工程成本，加上票款补贴为最后的地铁运营收入，故与表1地铁运营收入存在差异

资料来源：公司提供

2020—2022年,公司地铁运营网络正点率、运行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。

公司地铁运营业务的成本包括固定资产折旧及运营成本。2021年之前,公司对地铁线路及地铁站按预计使用寿命100年计提折旧;2021年起,公司暂不对运营地铁线路相关资产计提折旧。

2020—2022年,公司地铁运营成本波动下降,其中人员费用为主要的成本费用,占比分别为51.52%、53.33%和59.40%。2020—2022年,公司人员费用波动增长,电费及物业管理费持续增长。2020年和2021年,地铁线路维护费规模较大,主要是地铁线路一般在开通运营后第10年左右需要进行大规模的维修和保养,地铁1号线和地铁2号线分别在2020年和2021年进入运营第10年,在附近年份的维护开支规模较大。2022年,公司地铁线路维护费有所下降。

表4 公司地铁运营成本构成(单位:万元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
人员费用	64267.24	76655.14	73615.84	46031.10
电费	12554.26	14307.93	15064.25	12209.65
物业管理费	16511.44	16711.41	17794.05	11856.61
地铁线路维护费	12534.14	18260.03	10218.14	6294.05
其中:1号线维护费	7576.37	7103.86	4911.32	2025.37
2号线维护费	4125.09	9762.68	3008.04	2036.35
9号线维护费	610.63	799.95	1234.93	1216.12
10号线维护费	222.05	593.54	1063.85	1016.21
其他费用项目	18868.08	17790.40	7248.14	11885.01
合计	124735.16	143724.91	123940.42	88276.42

注:部分开支系支付给予子公司,合并报表中予以抵消
资料来源:公司提供

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2023年9月底,公司应收沈阳市财政局利息补贴款78.32亿元。

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,公司资本支出压力大。

公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体,由于地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性强等特点,沈阳市政府根据具体地铁项目投资规模按一定比例提供项目建设资本金,剩余建设资金主要由公司通过贷款及其他融资方式筹措。2020年以来,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2023年9月底,公司主要在建地铁项目包括地铁3号线、地铁1号东延线、地铁6号线、地铁9号线二期工程和地铁10号线工程(张沙布—丁香街),计划总投资832.97亿元,已完成投资139.52亿元,待投资693.45亿元。公司计划2024—2026年分别投资151.67亿元、148.11亿元和121.44亿元用于地铁项目建设。

根据2019年发布的《沈阳市城市轨道交通远景线网规划(2017版)》,沈阳市地铁线网由“七横、七纵、两弦线”共16条线组成,总长度630公里。2023年2月,沈阳市自然资源局编制的《沈阳市轨道交通线网规划(修编)》(草案)中,对中心城区的轨道交通网络规划了20条地铁线路,总长880公里。结合沈阳市已正式运营的地铁线路长度(163.88公里)和建设中的地铁线路长度(124.97公里)看,沈阳市地铁建设未来待投资规模很大。

表5 截至2023年9月底公司主要地铁在建项目情况（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	已投资额	投资进度
地铁3号线	2019—2025年	41.28	30	282.28	40.00%	67.66	23.97%
地铁1号线东延线	2020—2025年	16.21	10	101.48	40.00%	31.48	31.02%
地铁6号线	2020—2027年	35.26	30	262.39	40.00%	40.38	15.39%
地铁9号线二期工程	2023—2028年	7.72	5	43.29	40.00%	0.00	0.01%
地铁10号线工程（张沙布—丁香街）	2023—2029年	24.50	16	143.53	40.00%	0.00	0.00%
合计	--	124.97	91	832.97	--	139.52	--

注：截至2023年9月底，地铁9号线二期工程已投资额为34.44万元，地铁10号线工程（张沙布—丁香街）已投资额为0.15万元；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
资料来源：公司提供

截至2023年9月底，公司共完成了3个地铁配套工程，合计已投资19.59亿元，工程已完工未决算（将与相关地铁线路一并进行决算）；公司共有2个拟建的地铁站一体化开发项目，计划总投资5.93亿元，未来通过出售、出租实现投资回报。

表6 2023年9月底公司拟建的地铁站一体化开发项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建筑内容	计划工期	计划投资额
塔湾站一体化开发	71396	商业、写字楼、住宅、车库	2023—2027年	5.08
皇姑屯站一体化开发	15625	住宅	2023—2026年	0.85
合计	87021	--	--	5.93

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，主要包括设备租赁、广告及物业管理等。设备租赁业务来源及回款较有保障，广告业务主要采用外包模式，物业管理以沈阳地铁内部业务为主。

设备租赁

公司设备租赁业务主要是子公司盾构公司对外租赁盾构机。公司现有盾构设备可用于市政地铁隧道、铁路隧道、公路隧道、城市地下管廊、引水隧洞等多个工程领域，业务范围不限于沈阳市地铁建设。2022年，公司设备租赁收入同比下降，但取得1.48亿元的盾构机销售及周转材料租赁收入，对公司营业总收入贡献较大。

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。2020—2022年，公司外包广告业务收入波动下降。

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差。

（3）场地租赁及公租房运营

受宏观经济等因素影响，2020—2022年，沈阳国际展览中心租赁业务收入波动下降；公司承接的公租房项目建设资金全部来自沈阳市财政预算安排，大部分项目已建设完成并交付入住，公租房出租收入波动不大。

场地租赁

公司场地租赁业务收入主要来自沈阳国际展览中心，该展览中心坐落于沈阳市苏家屯区，建筑面积16.60万平方米，整体规模位居国内第五位、东北首位；主展区展览面积为10.52万平方米。沈阳国际展览中心以举办国内外大型综合展会和专业博览会为主，可提供商务、办公、运输、仓储、搭建、广告、会议、住宿、餐饮等配

套服务。公司按照有关租赁合同或协议约定的租金确认收入；成本主要为展具、场馆运营服务费、特装搭建费、导示楣板制作费、地毯铺装费等。2020—2022 年，沈阳国际展览中心租赁业务收入波动下降。

公租房建设及运营

公司子公司沈阳地铁房地产开发有限公司（以下简称“房开公司”）受沈阳市政府委托建设公租房，项目资金由沈阳市政府全额拨付。会计核算方面，公司将公租房项目投入计入“存货”科目，待项目建成决算后计划转为“固定资产”并按年限平均法计提折旧；同时，公司将沈阳市政府拨付的公租房建设资金计入“资本公积”。沈阳市政府按工程进度拨付保障房项目建设资金，公司不垫资。

从实际工程建设进度看，公司开发的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 2023 年 9 月底，公司已建设完工的公租房基本处于已出租状态，仍有部分家庭符合申请标准，等待轮候。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。

表7 截至2023年9月底公司公租房建设情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设进度
地铁惠生新城工程	10.97	8.00	已完工入住
地铁丽水新城工程一期	11.32	10.14	已完工入住
地铁丽水新城二期工程	1.69	0.91	已完工入住
地铁丽水新城三期工程	4.73	2.81	已完工入住
地铁凤凰新城工程	6.73	5.35	已完工入住
地铁惠民新城工程	5.10	4.15	已完工入住
克俭小区一期	7.91	7.76	克俭一期建设完成，工程结算过程中
克俭小区二期	0.71	0.46	克俭二期正在装修改造中，工程形象进度已完成 46.38%
丁香湾	0.59	0.0018	已完成装修、家具等招标，尚未开始装修改造
合计	49.75	39.58	--

资料来源：公司提供

2022 年，公司通过“招拍挂”竞得 8 宗住宅土地，均位于沈阳市，成交总价 42.96 亿元。截至 2023 年 9 月底，公司已完成土地出让金的全额缴纳，对竞得地块暂无明确的开发计划。

表8 公司2022年购入土地情况

宗地编号	成交楼面价（元/m²）	成交总价（万元）	地块区域
TX2021-05	7700	19318	铁西区
2022-006	5100	27323	沈河区
JK2021-003	4000	32089	铁西区
2022-004	5500	72145	大东区
2022-005	5300	62873	沈河区
2022-003	4500	53952	于洪区
2022-007	5300	55439	沈河区
CB2022-1	6500	106467	和平区
合计	--	429606	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年度财务报表，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论²。公司提供的2023年前三季度财务数据未经审计。

截至 2023 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 9 家。2021 年，公司新增 1 家一级子公司，系投资新设的全资子公司沈阳地铁酒店管理有限公司；2022 年和 2023 年前三季度，

² 公司 2022 年审计报告对 2021 年部分数据进行差错更正，涉及报表科目影响金额不大。

公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2022 年底，公司资产总额 1002.99 亿元，所有者权益 401.82 亿元（含少数股东权益 0.98 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 9.55 亿元，利润总额-6.59 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司资产总额 1142.48 亿元，所有者权益 406.51 亿元（含少数股东权益 1.01 亿元）；2023 年 1—9 月，公司实现营业总收入 8.80 亿元，利润总额-3.04 亿元。

2. 资产质量

2020年以来，随着地铁项目建设推进，公司资产规模保持增长，固定资产和在建工程占比大，资产流动性较弱、盈利能力弱，公司资产质量一般。

2020—2022年底，公司资产总额持续增长，年均复合增长12.67%。2022年底，公司资产总额较上年底增长12.00%，主要系固定资产大幅增加所致。公司资产以非流动资产为主，资产结构整体变化不大。

表 9 公司资产主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 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 (%)
流动资产合计	240.71	30.47	260.34	29.07	266.19	26.54	310.31	27.16
货币资金	67.05	8.49	68.99	7.70	48.58	4.84	57.86	5.06
其他应收款	86.57	10.96	95.47	10.66	119.44	11.91	129.50	11.33
存货	55.65	7.04	55.13	6.16	80.46	8.02	103.49	9.06
非流动资产合计	549.34	69.53	635.17	70.93	736.80	73.46	832.17	72.84
固定资产	200.87	25.43	323.87	36.17	456.29	45.49	457.11	40.01
在建工程	337.76	42.75	299.41	33.43	268.75	26.79	363.46	31.81
资产总额	790.05	100.00	895.50	100.00	1002.99	100.00	1142.48	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020—2022年底，公司流动资产持续小幅增长。2022年底，公司流动资产较上年底增长2.25%，主要系其他应收款和存货增加所致。

2020—2022年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降14.89%。2022年底，公司货币资金较2021年底下降29.59%，包含0.43亿元银行冻结资金。

公司其他应收款主要为应收沈阳市财政局的利息补贴，2020—2022年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长17.46%。2022年底，公司其他应收款较2021年底增长25.11%，主要系应收沈阳市财政局的利息补贴增加10.45亿元所致；除应收沈阳市财政局的利息补贴款之外，公司其他应收款主要是与参股公司、沈阳市其他国有企业的往来款。2022年底，公司其他应收款累计计提坏账准备0.55亿元，计提比例0.46%。

表 10 2022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	66.06	55.06%	1~3 年，3 年以上
沈阳城建天和置业有限公司	5.36	4.47%	2~3 年，3 年以上
沈阳联合产权交易所有限责任公司（商务局）	5.03	4.19%	1 年以内
沈阳恒信国有资产经营集团有限公司	3.50	2.92%	2~3 年，3 年以上
沈阳融瑞置业有限公司	2.80	2.33%	3 年以上
合计	82.75	68.96%	--

注：1. 沈阳城建天和置业有限公司原系公司子公司，2020 变更为公司联营企业，公司对其其他应收款系代其垫付的土地违约金（涉及地块为该公司在公司合并范围内时购买），目前沈阳城建天和置业有限公司与政府协商追回已支付的土地违约金；2. 对沈阳联合产权交易所有限责任公司（商务局）其他应收款系公司取得沈阳市健康驿站项目（保障性租赁住房）特许经营权所支付的保证金；3. 沈阳融瑞置业有限公司系公司联营企业；4. 尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2020—2022年底，公司存货波动增长，年均复合增长20.25%。2022年底，公司存货较2021年底增长45.97%，主要由公租房开发成本和新购入的土地构成，未计提跌价准备。

2020—2022年底，随着地铁项目建设推进，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长15.81%。2022年底，公司非流动资产较上年底增长16.00%，主要是固定资产增加所致。

2020—2022年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长50.72%。2021年底，公司固定资产较2020年底增长61.23%，主要系地铁9号线进入正式运营期后公司对相关线路资产（暂估121.41亿元）转固所致；2022年底，公司固定资产较2021年底增长40.89%，主要系地铁10号线（北段）进入正式运营期后公司对相关线路资产（暂估130.57亿元）转固所致。自2021年起，公司不再计提运营地铁线路相关资产的折旧。截至2022年底，公司固定资产累计计提折旧10.79亿元。

2020—2022年底，公司在建工程持续下降，年均复合下降10.80%，主要系地铁9号线、地铁10号线（北段）线路资产转固所致；在资产转出的同时，2021年和2022年，公司对在建工程分别增加投入85.85亿元和102.92亿元。

2023年9月底，公司资产总额较上年底增长13.91%，主要系在建工程增加94.71亿元（地铁在建项目投入）、存货增加23.02亿元、其他应收款增加10.06亿元、货币资金增加9.29亿元所致，其他资产科目较2022年底变化不大。

2023年9月底，公司受限资产0.43亿元，全部为受限的货币资金，占资产总额的比重为0.04%。此外，公司以部分地铁线路工程项目建成后的全部票款收费权及其项下全部权益（包括但不限于乘客实际支付票款和成本规制补贴票款）作为出

质标的，用于长期借款担保，截至2023年9月底，公司取得质押借款余额171.78亿元；公司以部分地铁线路运营系统作为租赁物与租赁公司开展融资租赁业务，截至2023年9月底，公司融资租赁借款余额92.79亿元。

3. 资本结构

2020 年以来，随着项目建设专项资金和补贴款的注入，公司所有者权益保持增长，资本公积占比高；公司债务规模持续增长，以长期债务为主，公司整体债务负担较重。

（1）所有者权益

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 11.36%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益中资本公积占比很高，2022 年底占比上升至 98.61%。

2020—2022 年底，公司实收资本未发生变化。2022 年底，公司资本公积较 2021 年底增长 17.09%，系受沈阳市政府向公司拨付地铁建设资金 57.27 亿元、公租房建设资金 8023.49 万元、公交车补贴 1.05 亿元，以及公司偿还国开基金投资款 1.30 亿元的共同影响所致。公司其他权益工具系 2020 年发行的 5.00 亿元永续中期票据“20 沈阳地铁 MTN001”，该永续中期票据将于 2025 年进入首个续期选择权行权期。由于业务亏损，公司未分配利润持续减少。

2023年9月底，公司所有者权益较上年底小幅增长1.17%，主要系资本公积增加7.95亿元（收到的地铁项目资本金和再融资债券资金）所致。

表 11 公司所有者权益构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 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	2.67	8.65	2.47	8.65	2.15	8.65	2.13
其他权益工具	5.00	1.54	5.00	1.43	5.00	1.24	5.00	1.23
资本公积	309.06	95.38	338.39	96.45	396.22	98.61	404.17	99.42
未分配利润	0.30	0.09	-2.28	-0.65	-9.09	-2.26	-12.37	-3.04
少数股东权益	0.98	0.30	1.02	0.29	0.98	0.24	1.01	0.25
所有者权益合计	324.04	100.00	350.84	100.00	401.82	100.00	406.51	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

（2）负债

2020—2022年底，公司负债规模持续增长，

年均复合增长13.58%。2022年底，公司负债总额较上年底增长10.38%，主要系长、短期借款和长

期应付款增长所致。公司负债以非流动负债为主，2020—2022年底非流动负债占比变化不大。

表 12 公司主要负债构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 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 (%)
流动负债合计	89.56	19.22	104.79	19.24	123.08	20.47	132.43	17.99
短期借款	43.75	9.39	56.39	10.35	67.50	11.23	74.60	10.14
应付账款	18.00	3.86	19.41	3.56	21.34	3.55	23.32	3.17
其他应付款	25.47	5.47	26.80	4.92	31.60	5.26	32.84	4.46
非流动负债合计	376.45	80.78	439.87	80.76	478.10	79.53	603.54	82.01
长期借款	169.25	36.32	227.25	41.72	284.88	47.39	358.70	48.74
应付债券	161.57	34.67	165.89	30.46	133.52	22.21	131.72	17.90
长期应付款	45.40	9.74	46.51	8.54	59.47	9.89	105.90	14.39
负债总额	466.01	100.00	544.67	100.00	601.18	100.00	735.96	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020—2022 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 17.23%，主要系短期借款、其他应付款增加所致。2022 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。

2020—2022 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 24.21%。2022 年底，公司短期借款较 2021 年底增长 19.71%，全部为信用借款。

2020—2022 年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 11.39%。2022 年底，公司其他应付款较上年底增长 17.94%，主要由往来款（占 64.36%）和押金及保证金（占 30.11%）构成。

2020—2022 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 12.69%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。2022 年底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。

2020—2022 年底，公司长期借款增长较快，年均复合增长 29.74%。2022 年底，公司长期借款较上年底增长 25.36%，到期时间主要在 2045 年及以后，利率范围主要在 3.75%~4.90%。

2020—2022 年底，公司应付债券波动下降，年均复合下降 9.09%。2022 年底，公司应付债券较上年底下降 19.51%，主要系偿还到期的地方政府债券和中期票据所致；公司应付债券中地方

政府债券资金³占 61.65%，以公司作为发行人的中期票据和债权融资计划分别占 30.86%和 7.49%。

2020—2022 年底，公司长期应付款（不含专项应付款）持续增长，年均复合增长 14.45%。2022 年底，公司长期应付款较上年底增长 27.86%，全部为融资租赁款和保险债权计划，本报告已将其纳入长期债务计算。

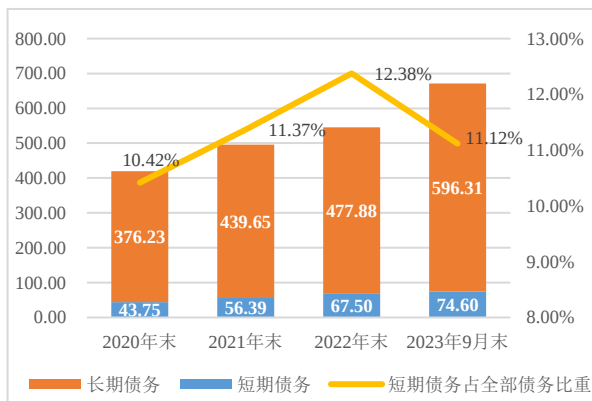
2023 年 9 月底，公司负债总额较上年底增长 22.42%，主要系长期借款、长期应付款和短期借款增加所致，其他负债科目较上年底变化不大。其中，公司长期借款较上年底增加 73.82 亿元，系地铁建设借款增加；长期应付款较上年底增加 46.43 亿元，系新增融资租赁借款所致。

有息债务方面，2020—2022 年底，公司有息债务总额持续增长，年均复合增长 13.95%；债务期限结构以长期债务为主，短期债务占比较低，2022 年底占比为 12.38%。截至 2022 年底，公司全部债务较上年底增长 9.95%至 545.37 亿元，其中短期借款、长期借款、应付债券和其他类债务（融资租赁借款、债权融资计划、保险债权融资计划等）分别占 12.38%、52.24%、24.48%和 10.90%。2020—2022 年底，公司资产负债率、全

³ 系公司收到的政府债券资金，用于偿还建设地铁 1 号线和 2 号线形成的存量债务，2022 年沈阳市政府通过发行政府再融资债券置换 28.57 亿元，应付债券减少的同时公司相应增加资本公积。

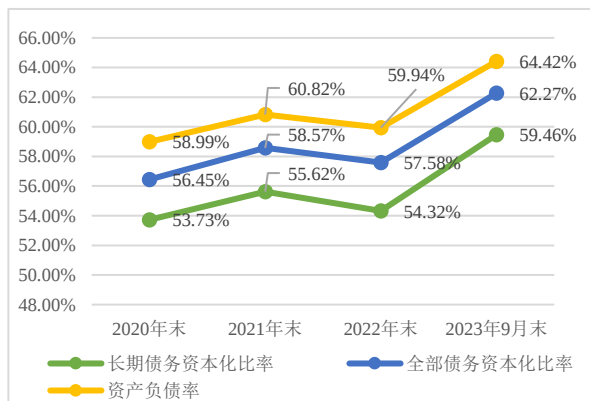
部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动上升。

图1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

图2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

2023年9月底，公司全部债务较上年底增长23.02%至670.91亿元，主要来自长期借款和融资租赁借款的增长；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升4.48个百分点、4.69个百分点和5.14个百分点。如将永续债调入长期债务，公司2023年9月底全部债务增至675.91亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前分别上升0.44个、0.46个和0.50个百分点。总体看，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

从2023年9月底来看，公司估算2024年、2025年和2026年需偿还的债务本息之和分别为105.10亿元、109.00亿元和92.00亿元。

截至2024年3月20日，公司存续债券69.40亿元，2024年将有28.00亿元债券本金待偿还。

表13 截至2024年3月20日公司存续债券情况

债券简称	发行期限(年)	债券余额(亿元)	到期日	下一行权日
21 沈阳地铁 GN001	3	10.00	2024/4/8	--
23 沈阳地铁 SCP001(绿色)	0.7377	5.00	2024/5/27	--
23 沈阳地铁 SCP002	0.7377	8.00	2024/6/16	--
21 沈阳地铁 GN002	3	5.00	2024/11/29	--
20 沈阳地铁 MTN001	5+N	5.00	--	2025/7/1
20 沈阳地铁 GN002	5	10.00	2025/9/17	--

24 沈阳地铁 MTN002	3+N	15.00	--	2027/3/8
17 沈阳地铁 MTN001	5+5	1.20	2027/12/21	--
18 沈阳地铁 MTN001	5+5	0.20	2028/5/31	--
24 沈阳地铁 MTN001	3+2	5.00	2029/1/19	2027/1/19
20 沈阳地铁 GN001	10	5.00	2030/4/24	--
合计	--	69.40	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 盈利能力

2020—2022年，公司营业总收入波动下降，利润总额由正转负，整体盈利能力弱。

2020—2022年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降4.14%；营业利润率持续为负。2022年，公司营业总收入同比下降18.04%，营业成本同比增长15.07%，营业利润率同比大幅下降45.46个百分点。

公司期间费用主要包括管理费用、财务费用和销售费用，2020—2022年，公司费用总额大幅下降，其中2021年财务费用较上年大幅下滑，一是由于上年公司对历史利息支出的记账方式进行梳理和调整导致2020年财务费用高；二是根据《沈阳市地铁运营服务成本规制和乘客票价补贴管理办法》，公司将每年地铁正式运营发生的相关财务费用全部计为对沈阳市财政局的应收利息补贴，2021年相关财务费用支出未在利润表列示。2022年，公司期间费用以管理费用为

主(占 85.96%), 财务费用同比减少 0.31 亿元; 公司期间费用率为 18.25%, 同比变化不大, 公司费用控制能力有待提高。

2020—2022 年, 公司利润总额由正转负; 其中 2022 年亏损额同比大幅扩大, 除业务经营亏损扩大之外, 当年投资收益同比减少 1.12 亿元并由正转负。2020 年, 公司投资收益规模较大, 主要系出售子公司股权后形成的投资收益; 2021 年公司投资收益主要包括 1.14 亿元的股权转让收益。2020—2022 年, 公司其他收益规模相对较小, 为政府补贴。

从盈利指标看, 2020—2022 年, 公司总资本收益率和净资产收益率均持续下滑。

表 14 公司盈利能力情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
营业总收入(亿元)	10.39	11.65	9.55	8.80
营业成本(亿元)	12.19	12.91	14.86	10.26
期间费用(亿元)	5.17	1.98	1.74	1.57
其他收益(亿元)	0.12	0.10	0.18	0.06
投资收益(亿元)	12.61	1.07	-0.05	0.00
利润总额(亿元)	5.71	-2.22	-6.59	-3.04
营业利润率(%)	-17.97	-11.52	-56.98	-17.42
总资本收益率(%)	1.31	-0.22	-0.67	--
净资产收益率(%)	1.75	-0.65	-1.62	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2023 年 1—9 月, 公司营业总收入相当于 2022 年的 92.19%, 营业利润率仍然为负, 但较 2022 年大幅上升。

5. 现金流

2022 年以来, 公司经营活动现金持续净流出, 投资活动现金净流出量保持在较大规模, 公司地铁建设对筹资活动现金流入依赖度高。

从经营活动来看, 2020—2022 年, 公司经营活动现金流入量和流出量均持续增长, 其中 2022 年同比增幅较大。2022 年, 公司经营活动现金流入量同比增加 29.44 亿元, 主要是由于收到 26.40 亿元税费返还, 公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 2.16 亿元。同期, 公司经营活动现金流出量同比增加 33.82 亿元, 其中

购买商品、接受劳务支付的现金 35.18 亿元, 同比大幅增加 26.08 亿元, 主要系缴纳的土地出让金; 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分别为 8.31 亿元、9.62 亿元。2020—2022 年, 公司经营活动产生的现金流量保持净流出; 现金收入比持续提升, 收入实现质量好。

投资活动现金流方面, 2020—2022 年, 公司投资活动现金流入量持续下降, 其中 2020 年投资活动现金流入主要为处置子公司股权收到的现金, 2021 年主要为收到的公租房建设资金和与地铁建设单位的往来款。同期, 公司投资活动现金流出量持续增长, 主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。公司投资活动现金流量保持净流出, 且净流出额持续扩大。

筹资活动现金流方面, 2020—2022 年, 公司筹资活动现金流入量持续增长; 2022 年, 公司筹资活动现金流入量同比增加 39.53 亿元, 包括吸收投资收到的现金 30.11 亿元、取得借款及发行债券收到的现金 112.29 亿元、收到其他与筹资活动有关的现金(融资租赁款及保险债权计划) 22.39 亿元。公司吸收投资收到的现金以政府拨付的地铁建设发展专项资金和政府专项债券资金为主(地方政府再融资债券资金直接用于偿还到期的政府债券, 未体现在公司现金流量表)。2020—2022 年, 公司筹资活动现金流出量波动增长, 主要系偿还债务本息支出。公司筹资活动现金流保持大额净流入。

表 15 公司现金流量情况(单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
经营活动现金流入量	16.25	17.81	47.25	13.65
经营活动现金流出量	19.33	20.03	53.85	17.74
经营活动现金流量净额	-3.08	-2.22	-6.60	-4.09
投资活动现金流入量	28.34	13.44	0.58	0.08
投资活动现金流出量	63.41	93.14	96.70	103.76
投资活动现金流量净额	-35.07	-79.70	-96.12	-103.68
筹资活动现金流入量	101.51	125.26	164.79	185.36
筹资活动现金流出量	42.03	41.40	82.49	68.31
筹资活动现金流量净额	59.48	83.86	82.30	117.06
现金收入比(%)	86.31	111.81	113.79	98.55

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2023年1—9月，公司对地铁项目建设保持大规模投入，资金仍主要来自外部筹资。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现尚可，2021 年及 2022 年 EBITDA 持续为负，对长期债务无保障能力；公司融资渠道通畅，无对外担保。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
短期偿债能力	流动比率（%）	268.77	248.43	216.28	234.32
	速动比率（%）	206.64	195.83	150.90	156.18
	经营现金流动负债比（%）	-3.43	-2.12	-5.36	-3.09
	现金短期债务比（倍）	1.53	1.22	0.72	0.78
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	11.52	-1.42	-6.21	--
	全部债务/EBITDA（倍）	36.45	-349.51	-87.89	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	-0.13	-0.65	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供的资料整理

从短期偿债能力指标看，2020—2022 年底，公司流动比率和速动比率持续下降。2022 年底，公司流动比率和速动比率均大于 100%，分别较 2021 年底下降 32.16 个和 44.93 个百分点；2023 年 9 月底，上述两个指标较 2022 年底有所回升。公司经营活动净现金流持续为负，对流动负债无保障能力。2020—2022 年底，公司现金短期债务持续下降；2023 年 9 月底，公司现金短期债务比较 2022 年底有所回升，但仍低于 1.00 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标来看，2020—2022 年，公司 EBITDA 快速下降并由正转负；2021—2022 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出无保障能力。

截至 2023 年 9 月底，公司及下属子公司共取得金融机构授信额度 1790.15 亿元，其中未使用授信额度 1284.35 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 9 月底，公司无对外担保。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司资产、负债和权益主要集中在公司本

部，子公司对公司营业总收入有一定贡献。2020 年以来，公司本部资产和所有者权益规模均持续增长，债务负担较重；公司本部现金类资产对短期债务的保障能力一般。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 941.09 亿元（相当于合并口径的 93.83%），较上年底增长 11.88%，构成与合并口径的资产相近；公司本部所有者权益 350.20 亿元（相当于合并口径的 87.15%），较上年底增长 16.92%，其中资本公积占 98.58%，未分配利润为-8.73 亿元；公司本部负债总额 590.89 亿元（相当于合并口径的 98.29%），较上年底增长 9.09%，构成与合并口径的负债相近。公司本部 2022 年底资产负债率为 62.79%，较上年底下降 1.60 个百分点。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 545.37 亿元，其中长期债务占 87.62%，全部债务资本化比率为 60.90%，债务负担较重。

2022 年，公司本部营业总收入 6.49 亿元，相当于公司合并口径的 68.00%；利润总额为-6.23 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司本部资产总额 1080.66 亿元，所有者权益 355.19 亿元，公司本部资产负债率 67.13%；全部债务 670.91 亿元，全部债务资本化比率 65.38%。2023 年 1—9 月，公司本部营业收入 6.32 亿元，利润总额-2.54 亿元。

2022 年底和 2023 年 9 月底，公司本部现金短期债务比分别为 0.65 倍和 0.71 倍，现金类资产对公司本部短期债务的保障能力一般。

九、外部支持

沈阳市政府支持能力非常强。公司在沈阳市的地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位，地铁运营具有较强的公益性，沈阳市政府持续给予公司大力支持。

1. 支持能力

2020—2023 年，沈阳市分别实现地区生产总值（GDP）6571.6 亿元、7249.7 亿元、7695.8 亿元和 8122.1 亿元；沈阳市分别完成一般公共预算收入 736.08 亿元、773.02 亿元、713.67 亿

元和 800.9 亿元，综合财力分别为 1740.25 亿元、1603.64 亿元、1249.44 亿元和 1353.5 亿元。沈阳市经济及财政实力非常强，其支持能力非常强。

2. 支持可能性

公司的国资背景、区域地位及业务的公益性特征有利于其获得政府支持。

(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。2020 年和 2021 年，公司分别收到该专项资金 25.43 亿元和 12.02 亿元，计入“资本公积”科目。

(2) 地方政府债券资金

因地铁项目建设资金需求大、周期长，为保障地铁项目建设的顺利进行，沈阳市政府给予公司地方政府债券资金支持。公司 2020—2022 年收到的用于偿还到期政府债券的地方政府债券资金分别为 26.93 亿元、8.68 亿元和 28.57 亿元，2021 年及 2022 年收到的用于地铁项目建设的政府专项债券资金分别为 8.30 亿元和 28.70 亿元，公司将收到的上述资金计入“资本公积”。2023 年 1—9 月，公司收到地方政府债券资金共计 7.00 亿元，暂计入“专项应付款”。

(3) 公租房项目建设专项资金

公司公租房建设资金由政府全额拨款建设。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。2020—2022 年，公司获得公租房建设资金 2441.80 万元、413.52 万元和 8023.49 万元。

(4) 财政补贴

公司接受政府委托代为经营部分公交车业务。2020—2022 年，公司收到公交车补贴 1.60 亿元、1.59 亿元和 1.05 亿元，计入“资本公积”。

2020—2022 年，公司其他收益分别为 1150.86 万元、1049.94 万元和 1830.60 万元，主要为收到的高校毕业生社保补贴、稳岗补贴、运营补贴等。

(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 2023 年 9 月底，公司应收沈阳市财政局利息补贴款 78.32 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构影响较小。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模为 10.00 亿元，分别占 2023 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.68% 和 1.49%，对公司现有债务结构影响较小。

以 2023 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 64.42%、62.27% 和 59.46% 上升至 64.73%、62.62% 和 59.86%，公司债务负担有所加重。但考虑到本期中期票据募集资金用于偿还有息债务，公司实际债务负担或将低于测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

从指标上看，2022 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行后公司长期债务的保障能力弱，经营活动现金流量净额及 EBITDA 对发行后公司长期债务无保障能力。考虑到政府对公司的有力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

表 17 本期中期票据偿还能力测算

项目	2022 年/2022 年底
发行后长期债务（亿元）	487.88
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.10

经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	-0.01
发行后长期债务/EBITDA（倍）	-78.62

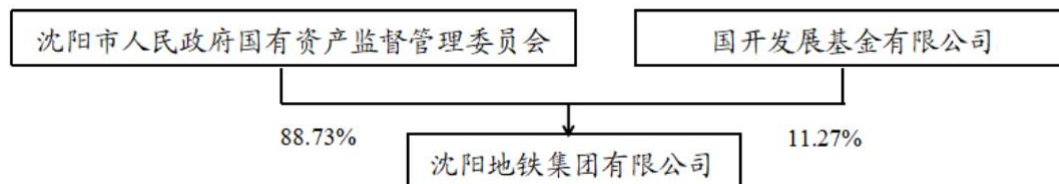
注：经营现金为经营活动所得现金净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、 结论

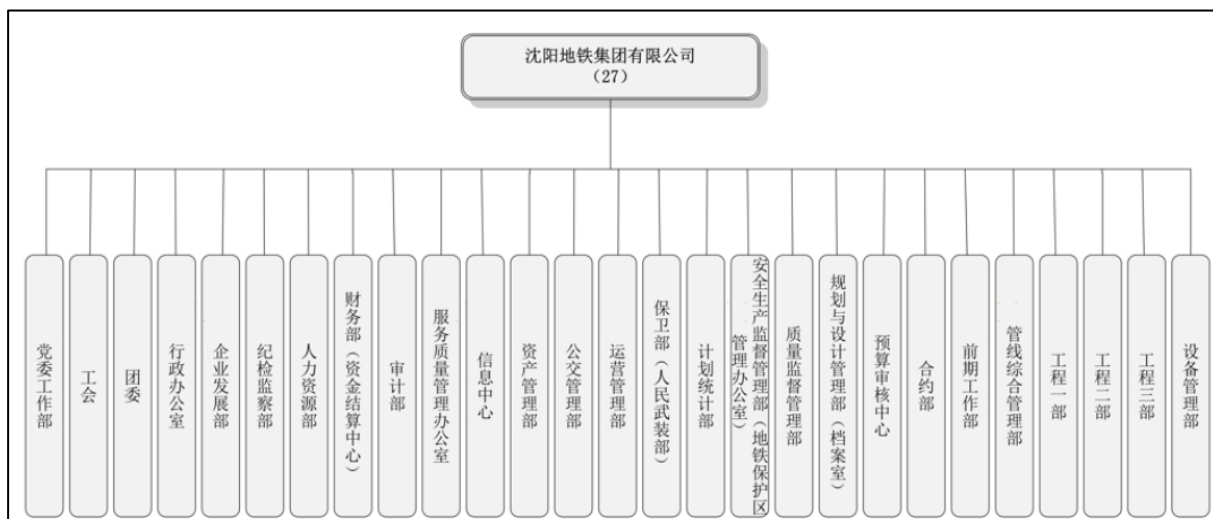
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析和评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 9 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	经营范围	实收资本 (万元)	持股比例
1	沈阳地铁物业管理有限公司	物业管理服务, 房地产经纪与代理, 绿化工程设计、施工及花木租售, 搬家服务, 装饰装修, 停车场服务, 日用百货, 建筑材料, 五金交电, 蔬菜水果销售, 家政服务, 场地租赁, 设计、制作、代理、发布国内处各类广告等	1000	100.00%
2	沈阳国际展览中心管理有限公司	餐饮服务, 展览展示服务; 会议服务; 房屋租赁; 商业展具租赁; 设计、制作、发布、代理广告业务、仓储服务	100	100.00%
3	沈阳地铁保安服务有限公司	门卫巡逻、守护、随身护卫、安全检查、安全技术防	120	100.00%
4	沈阳地铁房地产开发有限公司	房地产开发, 商品房销售, 自有房屋租赁	4000	100.00%
5	沈阳盛京通有限公司	许可经营项目: 代理意外伤害保险(航空意外险除外)业务; 一般经营项目: 城市一卡通智能卡的发行、充值、清算、销售及代售, 城市一卡通智能卡集成系统及其设备的投资建设与运行管理, 电子产品销售、现场维修, 设计、发布、代理国内外各类广告	5000	100.00%
6	沈阳地铁经营有限公司	投资、建设、运营地铁项目运用地铁设施场所经营非运营项目及地铁沿线、站点周边房地产开发, 设计、制作、发布代理国内外各类广告, 展览、展示服务, 建筑材料销售、房屋租赁、停车场服务、物业服务广告销售等	20000	100.00%
7	沈阳盾构设备工程有限公司	盾构设备(含配套设备)租赁、销售及备品配件销售; 盾构设备技术服务、现场保养维护; 盾构法隧道施工、技术服务及咨询等	20000	40.00%
8	沈阳市综合管廊建设管理有限公司	综合管廊的建设、运营管理、租赁及设施维护、实业投资、设计、制作、发布、代理国内外各类广告等	5000	100.00%
9	沈阳地铁酒店管理有限公司	许可项目: 住宿服务, 餐饮服务, 食品互联网销售, 烟草制品零售, 酒类经营, 食品经营, 城市配送运输服务(不含危险货物); 一般项目: 酒店管理, 餐饮管理, 物业管理, 企业管理, 企业管理咨询, 会议及展览服务, 礼仪服务, 办公服务, 停车场服务, 组织文化艺术交流活动, 以自有资金从事投资活动, 自有资金投资的资产管理服务, 棋牌室服务, 健身休闲活动, 工艺美术品及礼仪用品销售(象牙及其制品除外), 食品互联网销售(销售预包装食品), 食品经营(仅销售预包装食品), 互联网销售(除销售需要许可的商品), 广告发布(非广播电台、电视台、报刊出版单位), 广告制作, 广告设计、代理, 普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目), 外卖递送服务, 住房租赁, 非居住房地产租赁, 洗烫服务, 洗染服务, 家政服务, 专业保洁、清洗、消毒服务, 包装服务, 粮食收购, 初级农产品收购, 谷物销售, 豆及薯类销售, 食用农产品零售, 农业专业及辅助性活动, 食用农产品批发, 粮油仓储服务, 油料种植, 含油果种植, 谷物种植, 蔬菜种植, 新鲜水果批发, 新鲜水果零售, 农产品的生产、销售、加工、运输、贮藏及其他相关服务, 新鲜蔬菜批发, 新鲜蔬菜零售, 食用农产品初加工	1000	100.00%

注: 公司对沈阳盾构设备工程有限公司持股比例为 40%, 经沈阳市国资委同意, 公司对该公司拥有经营决策权, 故将其纳入合并报表范围
 资料来源: 公司审计报告及公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	67.05	69.05	48.58	57.86
资产总额（亿元）	790.05	895.50	1002.99	1142.48
所有者权益（亿元）	324.04	350.84	401.82	406.51
短期债务（亿元）	43.75	56.39	67.50	74.60
长期债务（亿元）	376.23	439.65	477.88	596.31
全部债务（亿元）	419.98	496.04	545.37	670.91
营业总收入（亿元）	10.39	11.65	9.55	8.80
利润总额（亿元）	5.71	-2.22	-6.59	-3.04
EBITDA（亿元）	11.52	-1.42	-6.21	--
经营性净现金流（亿元）	-3.08	-2.22	-6.60	-4.09
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.84	6.86	7.78	--
存货周转次数（次）	0.20	0.23	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	86.31	111.81	113.79	98.55
营业利润率（%）	-17.97	-11.52	-56.98	-17.42
总资本收益率（%）	1.31	-0.22	-0.67	--
净资产收益率（%）	1.75	-0.65	-1.62	--
长期债务资本化比率（%）	53.73	55.62	54.32	59.46
全部债务资本化比率（%）	56.45	58.57	57.58	62.27
资产负债率（%）	58.99	60.82	59.94	64.42
流动比率（%）	268.77	248.43	216.28	234.32
速动比率（%）	206.64	195.83	150.90	156.18
经营现金流动负债比（%）	-3.43	-2.12	-5.36	--
现金短期债务比（倍）	1.53	1.22	0.72	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	-0.13	-0.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	36.45	-349.51	-87.89	--

注：1. 将长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；2. 2023 年 1-9 月财务数据未经审计；3. 公司 2021 年度财务数据为经过差错更正后数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	62.06	63.87	43.88	53.05
资产总额（亿元）	742.09	841.16	941.09	1080.66
所有者权益（亿元）	273.23	299.51	350.20	355.19
短期债务（亿元）	43.75	56.39	67.50	74.60
长期债务（亿元）	376.23	439.65	477.88	596.31
全部债务（亿元）	419.98	496.04	545.37	670.91
营业总收入（亿元）	6.06	7.00	6.49	6.32
利润总额（亿元）	4.23	-2.76	-6.23	-2.54
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-3.85	-2.83	19.31	-4.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	246.72	272.75	248.22	--
存货周转次数（次）	14.07	13.05	14.62	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	87.42	112.74	95.38	98.18
营业利润率（%）	-39.15	-36.36	-90.01	-29.72
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	1.55	-0.92	-1.74	--
长期债务资本化比率（%）	57.93	59.48	57.71	62.67
全部债务资本化比率（%）	60.58	62.35	60.90	65.38
资产负债率（%）	63.18	64.39	62.79	67.13
流动比率（%）	218.08	212.27	166.86	174.99
速动比率（%）	217.32	211.52	166.05	174.13
经营现金流动负债比（%）	-4.16	-2.77	17.11	--
现金短期债务比（倍）	1.42	1.13	0.65	0.71
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 将长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；2. 2023 年 1-9 月财务数据未经审计；3. 因未获取数据，部分指标无法计算，用“/”表示

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 沈阳地铁集团有限公司 2024 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。