

沈阳地铁集团有限公司

2024 年度第六期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7572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 年度第六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 年度第六期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年八月五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

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 年度第六期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/05

债项概况

本期债项基础发行金额 0.00 亿元，发行金额上限 15.00 亿元，分两个品种发行。其中，品种一初始发行规模不超过 7.50 亿元，期限为 5+N（5）年；品种二初始发行规模不超过 7.50 亿元，期限为 7+N（7）年。两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。本期债项于沈阳地铁集团有限公司（以下简称“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；按年付息，根据发行条款约定赎回时还本；募集资金将用于偿还公司有息债务。本期债项本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，并具有公司可赎回、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，认为本期债项赎回条款设置使本期债项赎回的可能性大，但对利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，将导致本期债项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。

评级观点

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。2021—2023 年，沈阳市经济持续增长，公司外部发展环境良好，且持续获得有力的外部支持。公司建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全，主要管理人员从业经历和管理经验丰富。经营方面，2021—2023 年，公司地铁客运量和营业总收入均波动增长；在建及拟建地铁项目投资规模大，未来资本支出压力大。财务方面，2021—2023 年，公司资产规模持续增长，固定资产、在建工程和应收类款项占比高，受行业特点影响，公司资产流动性弱；随着项目建设专项资金和补贴款的注入，公司所有者权益逐年增长；债务规模持续增长，整体债务负担较重；利润总额及经营活动净现金流持续为负；公司盈利指标表现弱，整体偿债指标表现一般，间接融资渠道通畅。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入和财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

随着地铁建设的持续推进，沈阳市地铁路网效应将进一步增强，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司所在区域经济和财政实力出现大幅下滑，公司外部发展环境恶化，政府对公司支持程度减弱；公司再融资环境恶化，出现流动性危机。

优势

- **外部发展环境良好。**作为辽宁省省会城市，沈阳市 2021—2023 年经济持续增长，同时沈阳市加快推进城市轨道交通建设，为公司持续发展奠定了良好基础。
- **业务专营优势突出。**公司是沈阳市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。**沈阳市政府持续以拨付建设专项资金、地方政府债券资金、公交车补贴等形式充实公司资本，截至 2024 年 3 月底，公司资本公积增至 434.66 亿元。

关注

- **债务规模持续增长，债务负担较重。**公司有息债务持续增长，截至 2024 年 3 月底，公司全部债务为 742.57 亿元，全部债务资本化比率为 61.79%。
- **盈利指标表现弱，未来投资压力大。**地铁运营业务具有准公益性和定价非市场化的特点，2021—2023 年，公司营业利润率、利润总额及经营活动净现金流持续为负。截至 2024 年 3 月底，公司在建的地铁项目待投资金额 655.40 亿元，且规划中还有多条待投资的地铁线路，未来投资压力大。

■ **本期债项为永续期公司债券，条款具有一定的特殊性。**本期债项具有公司可赎回、票面利率重置和利息递延累积等条款。本期债项未设置递延利息罚则，利息支付的约束力较弱，存在利息递延风险。若公司选择行使相关权利，导致本期债项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。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。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	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				aa ⁻
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

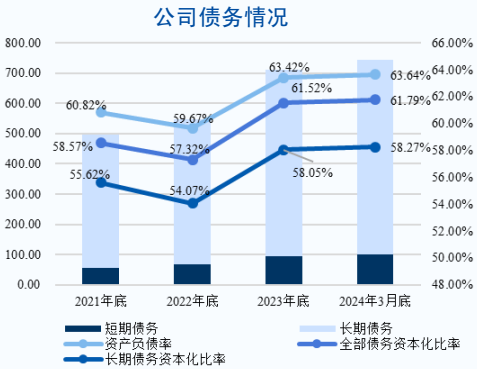
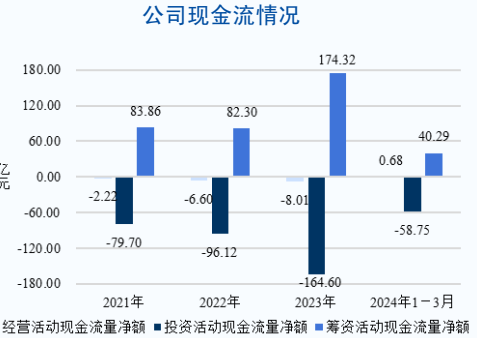
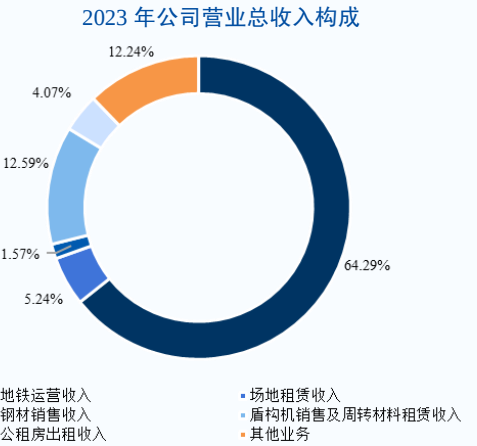
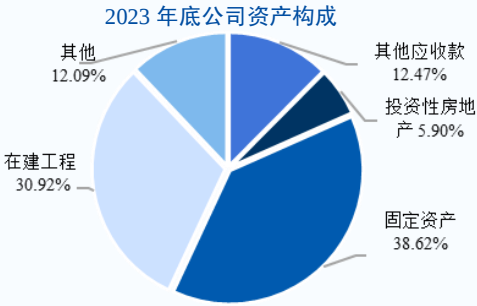
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	69.05	48.58	50.10	32.32
资产总额（亿元）	895.50	1008.97	1214.49	1263.00
所有者权益（亿元）	350.84	406.88	444.25	459.20
短期债务（亿元）	56.39	67.50	95.70	101.41
长期债务（亿元）	439.65	478.95	614.68	641.16
全部债务（亿元）	496.04	546.45	710.38	742.57
营业总收入（亿元）	11.65	9.63	13.10	2.85
利润总额（亿元）	-2.22	-0.14	-0.50	-0.14
EBITDA（亿元）	-1.42	18.61	20.25	--
经营性净现金流（亿元）	-2.22	-6.60	-8.01	0.68
营业利润率（%）	-11.52	-54.73	-23.22	-35.22
净资产收益率（%）	-0.65	-0.01	-0.16	--
资产负债率（%）	60.82	59.67	63.42	63.64
全部债务资本化比率（%）	58.57	57.32	61.52	61.79
流动比率（%）	248.43	225.72	182.76	171.96
经营现金流流动负债比（%）	-2.12	-5.37	-5.16	--
现金短期债务比（倍）	1.22	0.72	0.52	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.13	0.78	0.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	-349.51	29.36	35.09	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	841.16	947.06	1153.33	1198.84
所有者权益（亿元）	299.51	355.24	393.27	408.26
全部债务（亿元）	496.04	546.45	710.38	742.57
营业总收入（亿元）	7.00	6.57	9.68	2.50
利润总额（亿元）	-2.76	0.23	0.37	-0.01
资产负债率（%）	64.39	62.49	65.90	65.95
全部债务资本化比率（%）	62.35	60.60	64.37	64.52
流动比率（%）	212.27	177.04	158.60	168.09
经营现金流流动负债比（%）	-2.77	17.13	-4.94	--

注：1. 2021 年和 2022 年财务数据分别取自 2022 年及 2023 年审计报告期初数，为追溯调整数据；2. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告已将其其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务数据及公司提供资料整理



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	所属区域	GDP（亿元）	一般公共预算收入（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA 利息倍数（倍）
公司	AAA	沈阳市	8122.10	800.85	1214.49	444.25	13.10	-0.50	63.42	61.52	35.09	0.73
南京地铁	AAA	南京市	17421.40	1619.98	3043.79	1009.07	35.04	4.25	66.85	65.05	69.68	0.70
天津地铁	AAA	天津市	16737.30	2027.34	2795.91	1132.65	8.21	17.56	59.49	55.76	44.45	0.63
青岛地铁	AAA	青岛市	15760.34	1337.80	3070.38	1087.67	46.29	5.64	64.58	61.72	26.85	1.28

注：南京地铁集团有限公司简称为南京地铁，天津市地下铁道集团有限公司简称为天津地铁，青岛地铁集团有限公司简称为青岛地铁
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/07/09	杨晓薇 王 爽	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：上述评级方法/模型、历史评级报告通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 爽 echo.wang@lhratings.com

项目组成员：潘跃升 panyys@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“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，为沈阳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进行两次货币注资，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，累计增资金额 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 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8.65 亿元，沈阳市国资委持股 88.73%，国开基金公司持股 11.27%；公司控股股东和实际控制人均为沈阳市国资委。

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及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。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设运营管理中心、资产管理部、财务部（资金结算中心）部等职能部门；公司纳入合并范围内一级子公司共 9 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 1214.49 亿元，所有者权益 444.25 亿元（含少数股东权益 1.06 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 13.10 亿元，利润总额-0.50 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1263.00 亿元，所有者权益 459.20 亿元（含少数股东权益 1.06 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.85 亿元，利润总额-0.14 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。

二、本期债项概况

公司已获批准注册金额 50.00 亿元的中期票据（注册通知书文号：中市协注〔2023〕MTN1331 号），本期拟在注册额度内发行 2024 年度第六期中期票据（以下简称“本期债项”），基础发行金额 0.00 亿元，发行金额上限 15.00 亿元，募集资金将用于偿还公司有息债务。本期债项分两个品种发行，品种一初始发行规模不超过 7.50 亿元，品种二初始发行规模不超过 7.50 亿元，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。本期债项在条款设置上具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期债项品种一期限为 5+N（5）年，品种二期限为 7+N（7）年。本期债项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）赎回本期债项。此外，若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将此类中期票据由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期债项进行赎回。公司有权在本期债项由权益重分类为金融负债之日的年度末行使赎回权。

利率

本期债项品种一前 5 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 5 个计息年度内保持不变。前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。如公司选择不赎回本期债项，则从第 6 个计息年度开始，每 5 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 5 个计息年度内保持不变。初始基准利率为集中簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日在中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

¹ 截至 2024 年 3 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%

本期债项品种二前 7 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 7 个计息年度内保持不变。前 7 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 8 个计息年度起，每 7 年重置一次票面利率。如公司选择不赎回本期债项，则从第 8 个计息年度开始，每 7 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 7 个计息年度内保持不变。初始基准利率为集中簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 7 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日在中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 7 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

清偿顺序

本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，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：在本期债项付息日前 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（按规定上缴国有资本收益除外）；（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（按规定上缴国有资本收益除外）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，本期债项的主承销商、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，本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司的普通债务。

②本期债项若在首个赎回日不赎回，则品种一从第 6 个计息年度起每 5 年重置一次票面利率，品种二从第 8 个计息年度起每 7 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，公司在本期债项赎回日具有赎回权，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本期债项的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，仍可按照当期票面利率累计计息，实际利息支付约束力较弱。

综合以上分析，本期债项具有公司可赎回、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，本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司的普通债务，票面利率重置的设置使公司选择赎回的可能性较大，本期债项未设置递延利息罚则，利息支付的约束力较弱，存在利息递延风险。若公司选择行使相关权利，将导致本期债项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。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。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

沈阳市经济持续增长，城市轨道交通建设不断推进，为公司发展提供了良好的外部环境。

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 2023 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，全市常住人口 920.4 万人（2022 年末为 914.7 万人），其中城镇人口占 85.12%。

图表 1 • 沈阳市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	7249.7	7659.8	8122.1
GDP 增速（%）	7.0	3.5	6.1
固定资产投资增速（%）	4.1	6.1	1.5
三产结构	4.5:35.5:60.0	4.4:37.5:58.1	4.1:36.4:59.5
人均 GDP（万元）	7.97	8.43	8.85

资料来源：联合资信根据公开资料整理

沈阳市推进高端装备、集成电路、航空、食品、汽车及零部件、生物医药及医疗装备、新一代信息技术、新能源及节能环保产业链等八大重点产业链发展，通过规划升级、规模扩大、项目落地、链主培育、断点突破、链式招商、园区建设、四链融合等工作构建具有沈阳特色的现代化产业体系。2021—2023 年，沈阳市地区生产总值（GDP）持续增长。2023 年，沈阳市 GDP 在辽宁省排名第 2 位，人均 GDP 排名第 3 位。产业结构方面，2023 年，沈阳市规模以上工业增加值同比增长 6.2%，其中装备制造业增加值增长 8.9%，占规模以上工业增加值的比重为 66.7%。固定资产投资方面，2021—2023 年，沈阳市固定资产投资增速（不含农户）波动下降，其中 2023 年，房地产开发投资下降 34.8%，基础设施投资增长 34.8%。

图表 2 • 沈阳市主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	773.02	713.67	800.85
一般公共预算收入增速（%）	5.0	1.3	12.2
税收收入（亿元）	612.43	529.37	608.84
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	79.23	74.18	76.02

一般公共预算支出（亿元）	1032.31	1053.59	1082.14
财政自给率（%）	74.88	67.74	74.01
政府性基金收入（亿元）	512.10	137.13	104.02
地方政府债务余额（亿元）	1801.88	1907.73	2275.25

注：2021 年和 2022 年为财政决算数据，2023 年为财政预算执行数据
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据年度财政决算报告及预算执行情况报告，2021—2023 年，沈阳市一般公共预算收入波动增长，税收收入占比较高，收入实现质量较好，财政自给能力较好；受土地市场行情影响，沈阳市政府性基金收入持续下降。2023 年，沈阳市一般公共预算收入在辽宁省排名第 1 位。截至 2023 年底，沈阳市政府债务余额 2275.25 亿元，其中一般债务余额 1091.88 亿元、专项债务余额 1183.37 亿元，沈阳市政府债务负担重。

根据沈阳市人民政府网站披露的数据，2024 年一季度，沈阳市实现地区生产总值 1830.5 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%。分产业看，第一产业增加值 45.6 亿元，同比增长 5.6%；第二产业增加值 544.2 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 1240.7 亿元，同比增长 5.5%。2024 年一季度，沈阳市一般公共预算收入完成 252.9 亿元，同比增长 7.5%。其中：地方税收收入完成 157.5 亿元，同比下降 5.4%。同期，沈阳市一般公共预算支出完成 293.1 亿元，同比增长 1.7%；政府性基金收入完成 14.5 亿元，同比增长 185.6%。

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《沈阳市政府工作报告》，沈阳市 2024 年将着力推进地铁项目建设，加快建设地铁 6 号线、10 号线，确保 1 号线东延线洞通轨通、3 号线西段试运行。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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。

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）管理和运营地铁设施；（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。公司在沈阳地铁线路投资运营和沿线资源开发方面具有专营地位。

2 人员素质

公司高级管理人员从业经历和管理经验丰富，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 2024 年 3 月底，公司拥有高级管理人员 2 名，包括总经理 1 名，财务副总监 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 2024 年 3 月底，公司在职员工 12432 人，从学历构成看，硕士及以上学历人员占 1.81%，本科学历人员占 43.89%，专科及以下人员占 54.30%。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91210100760062562U），截至2024年7月19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。

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，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了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；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等职权。

公司设董事会，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。董事会主要决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，对公司的生产经营活动实施监督管理，监事会成员为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。监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。

公司设经理，经理对董事会负责，由董事会聘任或者解聘。经理拥有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等职权。

截至本报告出具日，除监事会缺位2人、财务总监缺位1人外，公司其余董事、监事、高级管理人员均已到位。

2 管理水平

公司管理体系健全，能够保障地铁建设及日常经营工作的正常运行。

公司内部管理体系健全，建立了包括资金管理及工程管理等制度，对公司重大事项进行决策和管理。

（1）资金管理

公司制订了《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。公司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公司批准。

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，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，报公司领导审批后，形成集团公司的资金使用计划。

（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，在规定时间内，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

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，地铁运营业务持续亏损导致综合毛利率持续为负。

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长。2021 年，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 年以来，公司收入主要来源于地铁运营、盾构机销售及周转材料租赁收入。2021—2023 年，公司客运量波动增长，地铁运营收入随之波动增长；盾构机销售及周转材料租赁收入有所增长，对公司营业总收入贡献较大；其他业务主要包括广告业务、物业、设备租赁、保安服务、餐饮服务、手续费等业务以及对延期到账的股权转让款收取一定利息，其他业务收入对营业总收入形成补充。

从各业务板块毛利率看，2021—2023 年，公司核心业务地铁运营持续亏损，2023 年伴随客流量的提升，业务亏损规模收窄。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2023 年营业总收入的 21.76%，综合毛利率为-34.00%。

图表 3 • 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	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 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
地铁运营收入	5.89	50.57	-54.93	5.39	56.44	-125.89	8.42	64.29	-60.72	2.36	82.80	-48.30
场地租赁收入	0.63	5.44	69.19	0.43	4.46	58.09	0.69	5.24	71.91	0.06	2.09	14.79
钢材销售收入	2.24	19.19	8.20	0.20	2.10	100.00	0.21	1.57	100.00	--	--	--
盾构机销售及 周转材料租赁 收入	1.02	8.77	18.72	1.65	17.27	11.10	1.65	12.59	8.51	0.06	2.04	59.04
公租房出租收 入	0.52	4.49	32.00	0.53	5.54	23.47	0.53	4.07	19.96	0.13	4.55	28.40
其他收入	1.34	11.53	73.66	1.36	14.19	52.92	1.60	12.23	77.79	0.24	8.52	37.39
合计	11.65	100.00	-10.86	9.55	100.00	-54.55	13.10	100.00	-22.30	2.85	100.00	-34.00

注：2022 年数据未经追溯调整，与财务分析部分的数据存在差异
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

伴随地铁 2 号线南延线和地铁 4 号线的正式运营和客运情况的恢复，公司地铁客运量波动增长。公司地铁线路逐步完善，路网效应进一步提升。公司应收票价补贴款规模较大，回款进度滞后。

截至 2024 年 3 月底，公司运营地铁线路包括地铁 1 号线、地铁 2 号线（含 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。

图表 4 • 截至 2024 年 3 月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)	--
----	--------	--------	----	----	-----------------------------	----

资料来源：公司提供

2021—2023 年，公司年度客车开行列次及客运量均波动上升，客运收入随之波动增长，网络正点率及运行图兑现率维持在高水平，运行情况良好。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。

图表 5 • 公司地铁运营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
年度客运量（万人次）	38378.36	28802.48	50092.39	14996.68
日均客运量（万人次）	105.15	84.22	137.24	164.80
客车开行列次	495376	443828	551304	166726
日均客车开行列次	1357.19	1297.74	1510.42	1832.15
运营里程（万车公里）	8290.22	7436.00	9483.03	3010.05
客运收入（亿元）	7.05	5.39	8.42	2.36
平均票价（元）	1.84	1.87	1.68	1.58
网络正点率（%）	99.98	99.97	99.97	99.97
运行图兑现率（%）	100.00	99.99	100.00	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，故与图表 3 地铁运营收入存在差异
资料来源：公司提供

公司地铁运营业务的成本包括固定资产折旧及运营成本。公司地铁运营固定资产折旧主要包含房屋及建筑物、机械设备、电子设备、运输设备、其他设备等折旧。2021 年之前，公司对地铁线路及地铁站按预计使用寿命 100 年计提折旧；2021 年起，公司暂不对运营地铁线路相关资产计提折旧。

2021—2023 年，公司地铁运营成本波动上升，其中人员费用为主要的成本费用，占比分别为 53.33%、54.87%和 55.04%。2021—2023 年，公司人员费用波动增长，电费持续增长，物业管理费小幅波动。

图表 6 • 公司地铁运营成本构成（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
人员费用	76655.14	73615.84	81875.86	19580.76
电费	14307.93	15064.25	17274.48	6127.69
物业管理费	16711.41	17794.05	16705.39	4603.29
地铁线路维护费	18260.03	10231.37	12905.36	796.53
其中：1 号线维护费	7103.86	4924.55	3639.48	264.55
2 号线维护费	9762.68	3008.04	3619.23	299.54
4 号线维护费	--	--	0.40	6.90
9 号线维护费	799.95	1234.93	3558.04	144.21
10 号线维护费	593.54	1063.85	2088.22	81.34
其他费用项目	17790.40	17453.06	20000.66	7116.86
合计	143724.91	134158.56	148761.75	38225.13

注：部分开支支付给子公司，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²》（以下简称“成本规制办法”），地铁成本规制标准

² 地铁运营服务规制总成本由直接运营成本和间接费用构成，具体包括人工成本、外购燃料及动能费、维修费、委外服务费、其他直接运营费、折旧及摊

值与地铁乘客实际支付票款单价的差额，政府按照年度实际客运周转量给予补贴，在扣除其他收益后，统一支付地铁运营服务企业。公司按照成本规制办法计算的票价补贴计为应收轨道交通专项资金。截至 2024 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 107.43 亿元，款项回收进度滞后。

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。2021 年以来，沈阳市政府向公司拨付地方政府债券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 2024 年 3 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 842.48 亿元，已完成投资 187.08 亿元，待投资 655.40 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。

图 7 • 截至 2024 年 3 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%	87.00	30.82%
地铁 1 号线东延线	2020—2025 年	16.21	10	101.48	40.00%	44.08	43.44%
地铁 6 号线	2020—2027 年	35.26	30	271.90	40.00%	54.20	19.93%
地铁 9 号线二期工程	2023—2028 年	7.72	5	43.29	40.00%	0.42	0.97%
地铁 10 号线工程（张沙布—丁香街）	2023—2029 年	24.50	16	143.53	40.00%	1.38	0.96%
合计	--	124.97	91	842.48	--	187.08	--

注：地铁 6 号线概算总投资核增
资料来源：公司提供

此外，公司共完成了 3 个地铁配套工程建设，截至 2024 年 3 月底已投资 19.60 亿元，工程已完工尚未决算（将与相关地铁线路一并进行决算）。

（2）场地租赁及公租房运营

受宏观经济等因素影响，2021—2023 年，沈阳国际展览中心租赁业务收入波动增长；公司承接的公租房项目大部分已建设完成并交付入住，公租房出租收入较为稳定。

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。2021—2023 年，沈阳国际展览中心租赁业务收入波动增长。

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。2021—2023 年，公租房出租收入较为稳定。

销、保险费、管理费用、财务费用、税费等；成本规制标准值=年地铁运营服务规制总成本/年客运周转量，乘客票价补贴单价=成本规制标准值-地铁乘客实际支付票款单价，乘客票价补贴总额=乘客票价补贴单价*年客运周转量-其他应扣除收益

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，公司无拟建公租房项目。截至 2024 年 3 月底，公司已出租 14475 套，剩余可配租 1329 套。

（3）盾构机销售及周转材料租赁业务

公司围绕地铁工程建设开展盾构机销售及周转材料租赁业务，业务收入有所增长。

公司子公司盾构公司围绕沈阳地铁新线各区间建设开展盾构机及列车编组租赁、盾构机销售、周转材料租赁等业务。盾构机销售采用自营业务模式，以销定购，依据市场行情制定价格。此外，围绕地铁线路的建设，施工方租赁盾构机设备开展挖掘里程、隧道贯通等。盾构公司现有 4 台盾构机、12 列运输列车编组、1 台地铁隧道清洗车、1 台钢轨快速打磨设备。公司现有盾构设备可用于市政地铁隧道、铁路隧道、公路隧道、城市地下管廊、引水隧洞等多个工程领域，业务范围不限于沈阳市地铁建设。2021—2023 年，公司盾构机销售及周转材料租赁收入有所增长。

（4）其他业务

公司其他业务范围广泛，对公司收入形成一定补充。2022 年以来，公司拿地规模较大，在当前房地产市场景气度低的情况下，未来开发及去化情况有待关注。

公司其他业务主要包括广告业务、物业、保安服务、餐饮服务、手续费等业务。

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。2021—2023 年，公司广告业务收入分别为 0.36 亿元、0.17 亿元和 0.40 亿元。

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。2021—2023 年，公司物业收入分别为 0.14 亿元、0.15 亿元和 0.13 亿元。

此外，公司 2022 年以来通过“招拍挂”竞得 15 宗住宅土地，均位于沈阳市，成交总价 68.67 亿元，其中 2 宗地公司计划自主开发，其余地块计划进行合作开发，2024 年 3 月底已推进 2 宗地开发。截至 2024 年 3 月底，公司土地出让金已全额缴纳。

图表 8 • 公司 2022 年及 2023 年购入土地情况

年份	宗地编号	成交楼面价 (元/m ²)	成交总价 (万元)	地块区域	年份	宗地编号	成交楼面价 (元/m ²)	成交总价 (万元)	地块区域
2022 年	TX2021-05	7700	19318	铁西区	2023 年	210103013001GB00078	4800	24139	沈河区
2022 年	2022-006	5100	27323	沈河区	2023 年	210104012004GB90040	5500	38858	大东区
2022 年	JK2021-003	4000	32089	铁西区	2023 年	210102003003GB00019*	6400	35234	和平区
2022 年	2022-004	5500	72145	大东区	2023 年	210102003009GB00004*			
2022 年	2022-005	5300	62873	沈河区	2023 年	210114016004GB91024	4500	34864	于洪区
2022 年	2022-003	4500	53952	于洪区	2023 年	210114016004GB91025	4500	19610	于洪区
2022 年	2022-007	5300	55439	沈河区	2023 年	210114016004GB91026	4400	62728	于洪区
2022 年	CB2022-1	6500	106467	和平区	2023 年	210114016004GB91030	4200	41659	于洪区
--	合计	--	429606	--	--	合计	--	257092	--

注：标“*”为同一个合同下的两个项目
资料来源：公司提供

3 未来发展

公司未来仍以地铁工程建设、运营为主导，多种经营协调发展；在建项目建设资金需求大，融资压力大。

公司未来仍以地铁工程建设运营为主导，多种经营协调发展。截至 2024 年 3 月底，公司在建重点项目总投资 842.48 亿元，已完成投资 187.08 亿元，尚需投资 655.40 亿元，投资规模大，外部融资需求强，融资压力较大。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年度合并财务报表，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

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，本报告 2021 年财务数据采用 2022 年审计报告期初数。2023 年，公司进行会计差错更正，其中根据成本规制办法调整相关报表项目的情况对 2022 年报表数产生重大影响，故本报告 2022 年财务数据采用 2023 年审计报告期初数。

图表 9 • 会计差错更正对 2022 年报表数绝对金额影响在 5000 万元以上的情况（单位：亿元）

报表项目	报表数	影响金额	调整后报表数	更正事项
其他应收款	119.44	11.25	130.69	影响金额中的 11.17 亿元系根据成本规制办法调整
在建工程	268.75	-5.34	263.41	根据成本规制办法调整
长期应付款	59.59	1.07	60.66	根据成本规制办法调整
未分配利润	-9.09	5.04	-4.05	成本规制办法调整等
财务费用	0.03	17.42	17.45	根据成本规制办法调整
其他收益	0.18	23.69	23.88	根据成本规制办法调整

资料来源：公司 2023 年审计报告

合并范围方面，截至 2024 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 9 家。2021 年，公司投资新设 1 家一级子公司；2022 年、2023 年及 2024 年一季度合并范围一级子公司未发生变化。公司 2023 年对期初数进行追溯调整，2022 年及 2023 年财务数据可比性强。

1 资产质量

2021—2023 年末，随着地铁项目建设推进，公司资产规模持续增长，资产中固定资产、在建工程和应收类款项占比高，资产流动性弱。伴随地铁 2 号线南延线和地铁 4 号线的正式运营，公司资产质量有所提升。

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，主要系地铁项目建设持续推进，形成的资产及应收类款项增加所致。

图表 10 • 公司资产主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 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	260.34	29.07	277.45	27.50	283.90	23.38	279.30	22.11
其他应收款	95.47	10.66	130.69	12.95	151.47	12.47	163.59	12.95
非流动资产	635.17	70.93	731.52	72.50	930.59	76.62	983.70	77.89
投资性房地产	2.12	0.24	2.09	0.21	71.62	5.90	72.39	5.73
固定资产	323.87	36.17	456.29	45.22	468.99	38.62	469.01	37.13
在建工程	299.41	33.43	263.41	26.11	375.54	30.92	400.48	31.71
资产总额	895.50	100.00	1008.97	100.00	1214.49	100.00	1263.00	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季报整理

（1）流动资产

截至 2023 年底，公司货币资金 50.10 亿元，主要由银行存款构成，其中受限金额为 0.24 亿元。同期末，公司其他应收款较上年底增长 15.90%，主要系应收轨道交通专项资金增加所致，累计计提坏账准备 0.04 亿元；公司将应收轨道交通专项资金以及关联方往来款等划入低风险组合（账面余额 140.41 亿元），未对该组合计提减值准备；公司期末余额前五名的其他应收款占比高，账龄较长。截至 2023 年底，公司存货 60.41 亿元（主要由公租房开发成本和购入的土地构成），较上年底下降 24.93%，主要系公司将部分土地转入投资性房地产所致；公司未计提存货跌价准备。

图表 11 • 2023 年底公司其他应收款前五大欠款单位情况（单位：亿元）

关键财务数据	是否为关联方	款项性质	期末余额	占其他应收款总额的比例	账龄
沈阳市财政局利息补贴	否	政府补助	102.09	67.50%	1~3 年，3 年以上
沈阳城建天和置业有限公司	是	往来款	5.36	3.54%	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）	否	往来款	5.03	3.32%	1~2 年
沈阳恒信国有资产经营集团有限公司	否	往来款	3.50	2.31%	3 年以上
沈阳润电热力有限公司	否	往来款	3.09	2.04%	1 年以内
合计	--	--	119.07	78.72%	--

注：1. 沈阳城建天和置业有限公司（以下简称“天和置业”）原系公司子公司，2020 变更为公司联营企业，公司对其形成的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），由于政府未能如期提供净地，天和置业与政府协商追回已支付的土地违约金；截至 2024 年 4 月底，天和置业票据逾期余额为 418.29 万元；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. 沈阳润电热力有限公司部分股权被冻结，标的金额 509.17 万元，冻结期间为 2024 年 4 月 15 日至 2027 年 4 月 14 日

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）非流动资产

截至 2023 年底，公司投资性房地产较上年底增加 69.53 亿元，主要系土地资产增加所致；投资性房地产按照成本进行初始计量，采用成本模式进行后续计量。公司在建工程主要为地铁项目，伴随项目建设推进，2023 年底在建工程较上年底大幅增长 42.57%。公司固定资产主要为地铁资产，地铁十号线 2022 年暂估入账价值 130.57 亿元；自 2021 年起公司不再计提运营地铁线路相关资产的折旧，公司固定资产累计计提折旧 10.85 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较 2023 年底增长 3.99%，规模及资产结构较上年底变化不大。公司长期股权投资较上年底增加 27.40 亿元至 36.31 亿元，新增投资分别为沈阳财瑞汽车产业发展合伙企业（有限合伙）21.40 亿元、沈阳空铁同创企业管理合伙企业（有限合伙）3.00 亿元和沈阳财瑞投资有限公司 3.00 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司受限资产 0.38 亿元，全部为受限货币资金，占资产总额的比重很低。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 2024 年 3 月底，公司取得质押借款余额 229.29 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 2024 年 3 月底，公司融资租赁借款余额 114.38 亿元。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年末，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，所有者权益稳定性较好。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，主要系政府注入资金及补贴、政府专项债券及一般债券调整导致资本公积增长所致。

资本公积变化方面，2022 年，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，同时公司偿还国开基金投资款 1.30 亿元。2023 年，政府向公司拨付地铁建设资金 4.00 亿元、公租房建设资金 3031.01 万元，同时，公司偿还国开基金投资款 1.30 亿元；此外，由于地方政府一般债券转入以及地方政府专项债券重分类至专项应付款导致公司资本公积净增加 35.32 亿元。公司资本公积主要由地铁项目资本金、政府债券、公交车补贴资金、国开发展基金资本溢价等构成。公司其他权益工具为永续债券“20 沈阳地铁 MTN001”，期限 5+N（5）年。公司利润持续为负，未分配利润累积亏损规模逐年扩大。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较 2023 年底增长 3.37%，主要系公司发行 15 亿元永续债券“24 沈阳地铁 MTN002”所致。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	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	2.47	8.65	2.13	8.65	1.95	8.65	1.88
其他权益工具	5.00	1.43	5.00	1.23	5.00	1.13	20.00	4.36
资本公积	338.39	96.45	396.23	97.38	434.56	97.82	434.66	94.66
未分配利润	-2.28	-0.65	-4.05	-0.99	-5.07	-1.14	-5.22	-1.14

归属于母公司所有者权益合计	349.82	99.71	405.89	99.76	443.19	99.76	458.14	99.77
少数股东权益	1.02	0.29	0.99	0.24	1.06	0.24	1.06	0.23
所有者权益合计	350.84	100.00	406.88	100.00	444.25	100.00	459.20	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季报整理

(2) 负债

2021—2023 年末，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重，债务结构较好，2024 年集中偿债压力尚可。

2021—2023 年末，公司负债总额持续增长，主要系融资规模扩大所致。

图表 13 • 公司主要负债情况

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 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	104.79	19.24	122.92	20.42	155.34	20.17	162.42	20.21
短期借款	56.39	10.35	67.50	11.21	82.70	10.74	88.41	11.00
非流动负债	439.87	80.76	479.17	79.58	614.90	79.83	641.38	79.79
长期借款	227.25	41.72	284.88	47.32	389.47	50.56	412.03	51.26
应付债券	165.89	30.46	133.52	22.18	41.40	5.37	46.40	5.77
长期应付款	46.63	8.56	60.66	10.08	183.93	23.88	182.86	22.75
负债总额	544.67	100.00	602.09	100.00	770.24	100.00	803.81	100.00

注：长期应付款包含专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季报整理

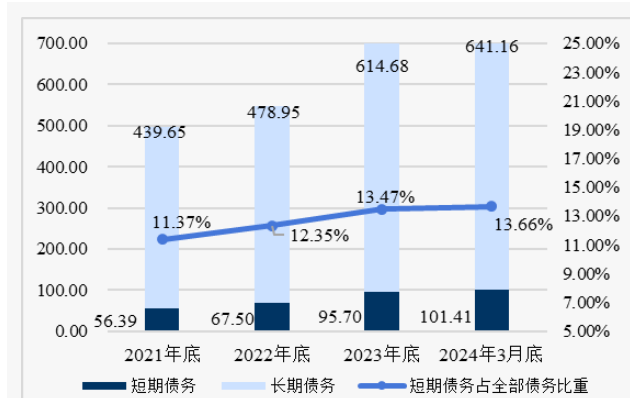
截至 2023 年底，公司经营性负债主要为应付工程款形成的应付账款及往来款形成的其他应付款。

截至 2023 年底，公司有息债务占负债总额的 92.23%。同期末，公司专项应付款 56.06 亿元，其中地方政府专项债券 55.94 亿元；其他流动负债 13.00 亿元，系公司 2023 年发行的 13.00 亿元短期融资券。2023 年，公司将 82.32 亿元地方政府一般债券从应付债券转入资本公积，导致年底应付债券较上年底大幅下降；融资租赁规模大幅增长以及政府专项债由资本公积调整至专项应付款，导致期末长期应付款大幅增长。

有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，长期债务占比保持在 85.00%以上，债务结构较好。从债务指标来看，2021—2023 年末，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均小幅波动，整体变化不大。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，2023 年底公司调整后资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.83%、61.96%和 58.52%。整体看，公司债务负担较重。截至 2023 年底，公司有息债务中银行贷款、债券和非标融资占比分别为 66.45%、15.55%和 18.00%，融资结构尚可。同期末，公司 2024 年到期债务中有 82.70 亿元银行贷款，其余为债券；总体看，公司 2024 年集中偿债压力尚可。

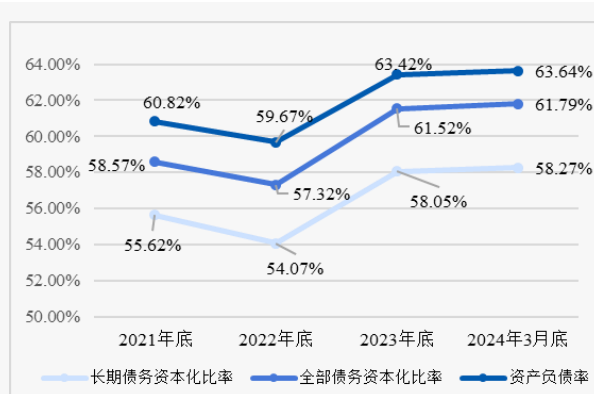
截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 4.36%，主要系有息债务增长所致；公司债务指标较上年底进一步提升。

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，利润持续亏损，整体盈利指标表现弱。公司期间费用对盈利侵蚀严重，利润总额对补贴依赖大。

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，主要系 2022 年钢材销售业务模式变更以及 2023 年地铁客运收入增长所致；同期公司利润持续亏损。

根据成本规制办法，公司对利息支出及轨道专项资金进行调整，受此影响，2022 年和 2023 年财务费用及其他收益规模大。2021—2023 年，公司期间费用率分别为 17.03%、199.11%和 171.64%，期间费用对盈利侵蚀严重。公司其他收益主要为轨道交通专项资金（2022—2023 年分别为 23.69 亿元和 24.86 亿元）等各类补贴，利润总额对补贴依赖大。

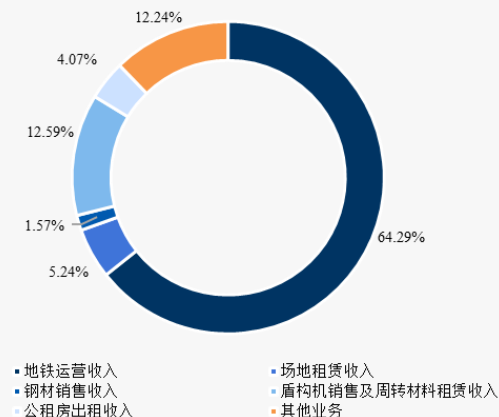
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入相当于 2023 年的 21.79%。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	11.65	9.63	13.10	2.85
营业成本	12.91	14.76	16.02	3.82
期间费用	1.98	19.17	22.48	4.50
其中：财务费用	0.34	17.45	19.39	4.00
其他收益	0.10	23.88	24.93	0.10
利润总额	-2.22	-0.14	-0.50	-0.14
营业利润率（%）	-11.52	-54.73	-23.22	-35.22
总资本收益率（%）	-0.22	1.94	1.70	--
净资产收益率（%）	-0.65	-0.01	-0.16	--

注：期间费用率=期间费用*100%/营业总收入
资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表 17 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金持续净流出，收入实现质量好，投资活动现金净流出量保持较大规模，公司地铁建设对筹资活动现金流入需求大。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	17.81	47.25	18.55	8.16
经营活动现金流出小计	20.03	53.85	26.56	7.47
经营活动现金流量净额	-2.22	-6.60	-8.01	0.68
投资活动现金流入小计	13.44	0.58	0.80	0.06
投资活动现金流出小计	93.14	96.70	165.40	58.81
投资活动现金流量净额	-79.70	-96.12	-164.60	-58.75
筹资活动前现金流量净额	-81.92	-102.72	-172.61	-58.07
筹资活动现金流入小计	125.26	164.79	257.05	64.61
筹资活动现金流出小计	41.40	82.49	82.74	24.32
筹资活动现金流量净额	83.86	82.30	174.32	40.29
现金收入比	111.81%	112.87%	98.27%	108.44%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

从经营活动来看，2021—2023 年，公司经营活动现金净流出规模持续扩大，其中 2022 年主要系公司缴纳土地出让金规模大、2023 年主要系当期未收到大额税费返还（2022 年收到税费返还 26.40 亿元）所致；同期，公司主营业务回款波动下降，现金收入比波动下降，整体看，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2021—2023 年，公司地铁项目建设持续推进，导致购建长期资产支付的现金规模逐年增加，投资活动现金净流出规模持续扩大。同期，公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口大。

筹资活动现金流方面，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，2021—2023 年分别为 21.79 亿元、30.11 亿元和 4.30 亿元；取得借款收到的现金持续增长，分别为 92.53 亿元、112.29 亿元和 154.02 亿元。公司收到及支付其他与筹资活动有关的现金主要为非标融资收到及偿还支付的现金，2021—2023 年收支净额分别为-1.28 亿元、10.43 亿元和 66.58 亿元。2023 年，受净融资规模大幅增加影响，公司筹资活动净现金流同比大幅增长。

5 偿债指标

公司整体偿债指标表现一般，间接融资渠道通畅，或有负债风险相对可控。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	248.43	225.72	182.76	171.96
	速动比率（%）	195.83	160.25	143.87	134.54
	现金短期债务比（倍）	1.22	0.72	0.52	0.32
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-1.42	18.61	20.25	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-349.51	29.36	35.09	--
	EBITDA 利息支出（倍）	-0.13	0.78	0.73	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动比率、速动比率、现金短期债务比均持续下降。截至 2024 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.32 倍，现金类资产对短期债务保障程度较低。

从长期偿债能力指标来看，公司 EBITDA 自 2022 年由负转正，且规模较大；2022—2023 年，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度低，对利息支出的保障程度较高。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司存在 1 笔涉案金额超过 500.00 万元的未决诉讼，涉案金额约 0.96 亿元（未含利息），公司为被告。截至报告出具日，沈阳市浑南区人民法院未对该案件作出一审判决。

截至 2024 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 1790.15 亿元，尚未使用授信额度 1217.47 亿元，公司间接融资渠道通畅。

6 公司本部财务分析

公司资产、负债、所有者权益和收入主要来自公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异不大。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，履行作为国有企业的社会责任，治理结构完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司地铁建设施工需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，公司能源及排放物相关信息披露少。截至目前，联合资信未发行公司发生安全责任事故和存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资建设及运营管理的地铁项目具有较强的公益性，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，且建立了完善的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

公司在沈阳市的地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位，地铁运营具有较强的公益性，并在拨付建设专项资金、地方政府债券资金、公交车补贴等方面持续获得有力的外部支持。

沈阳市为辽宁省省会城市，2021—2023 年经济保持增长，财政实力非常强。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。

地铁专项资金支持

沈阳市政府于 2017 年 7 月正式下发了《市政府关于做好城市轨道交通业项目建设专项资金管理工作的通知》（沈政发〔2017〕39 号）。根据该通知，沈阳市政府为保证地铁项目建设及偿债资金需求，确保项目建设顺利推进，决定通过统筹全市部分经营性用地出让收入和部分基础设施配套费收入等方式设立地铁建设发展专项资金，用于地铁项目建设资本金、贷款的还本付息及其他建设支出。2021 年和 2023 年，公司分别收到该专项资金 12.02 亿元和 4.00 亿元，计入“资本公积”科目。

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。2021—2023 年，公司收到的政府债券资金分别为 16.98 亿元、57.27 亿元和 17.36 亿元。其中，政府专项债券资金分别为 8.30 亿元、28.70 亿元和 8.90 亿元。公司将 2021 年和 2022 年收到的政府债券资金计入“资本公积”。2023 年，政府专项债券资金计入“专项应付款”，其他政府债券资金计入“资本公积”。

公租房项目建设专项资金

公司公租房建设资金由政府全额拨款建设。目前收到的政府相关公租房建设资金计入“资本公积”。2021—2023 年，公司获得公租房建设资金 413.52 万元、8023.49 万元和 3031.01 万元。

财政补贴

公司接受政府委托代为经营部分公交车业务。2021—2022 年，公司收到公交车补贴 1.59 亿元和 1.05 亿元，计入“资本公积”。此外，公司将 2021—2023 年收到的高校毕业生社保补贴、稳岗补贴、运营补贴等补贴计入“其他收益”。

地铁运营成本补贴

公司将根据成本规制办法确认的票价补贴计入应收轨道交通专项资金，截至 2024 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 107.43 亿元。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司现有债务规模和结构影响较小。2023 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债项发行后公司长期债务的保障指标表现弱。

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项发行金额上限为 15.00 亿元，分别占 2023 年底公司长期债务和全部债务的 2.44% 和 2.11%，对公司现有债务结构影响较小。

以 2023 年底财务数据为基础，本期债项按上限金额发行后，不考虑其他因素，本期债项发行后，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 63.42%、61.52% 和 58.05% 上升至 63.87%、62.02% 和 58.63%，公司债务负担有所加重。但考虑到本期债项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 本期债项偿还指标分析

从指标上看，2023 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债项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对发行后公司长期债务无保障能力。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

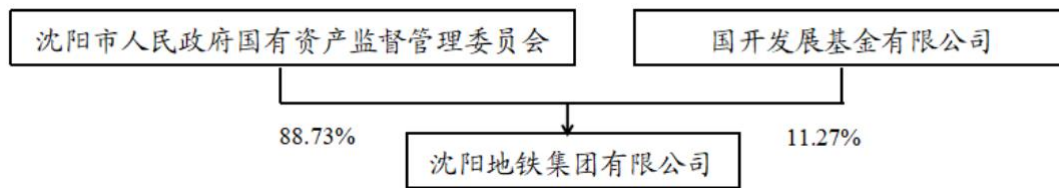
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	629.68
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.03
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.01
发行后长期债务/EBITDA（倍）	31.10

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

十二、评级结论

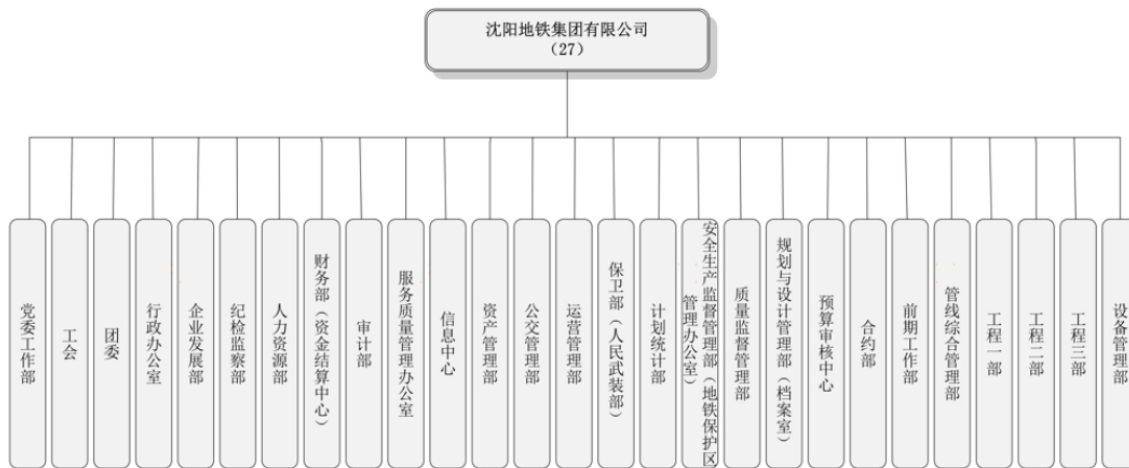
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例	
		直接	间接
沈阳地铁物业管理有限公司	物业管理	100.00%	--
沈阳国际展览中心管理有限公司	展览展示、餐饮服务、会议服务等	100.00%	--
沈阳地铁保安服务有限公司	保安服务	100.00%	--
沈阳地铁房地产开发有限公司	公租房房地产开发经营	100.00%	--
沈阳盛京通有限公司	城市一卡通发行、充值、清算、销售及代理等	100.00%	--
沈阳地铁经营有限公司	房地产开发经营	100.00%	--
沈阳盾构设备工程有限公司	建筑工程机械与设备经营租赁	40.00%	--
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	100.00%	--
沈阳地铁酒店管理有限公司	酒店管理	100.00%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	69.05	48.58	50.10	32.32
应收账款（亿元）	1.50	0.89	1.03	0.91
其他应收款（亿元）	95.47	130.69	151.47	163.59
存货（亿元）	55.13	80.47	60.41	60.78
长期股权投资（亿元）	9.06	8.94	8.91	36.31
固定资产（亿元）	323.87	456.29	468.99	469.01
在建工程（亿元）	299.41	263.41	375.54	400.48
资产总额（亿元）	895.50	1008.97	1214.49	1263.00
实收资本（亿元）	8.65	8.65	8.65	8.65
少数股东权益（亿元）	1.02	0.99	1.06	1.06
所有者权益（亿元）	350.84	406.88	444.25	459.20
短期债务（亿元）	56.39	67.50	95.70	101.41
长期债务（亿元）	439.65	478.95	614.68	641.16
全部债务（亿元）	496.04	546.45	710.38	742.57
营业总收入（亿元）	11.65	9.63	13.10	2.85
营业成本（亿元）	12.91	14.76	16.02	3.82
其他收益（亿元）	0.10	23.88	24.93	5.34
利润总额（亿元）	-2.22	-0.14	-0.50	-0.14
EBITDA（亿元）	-1.42	18.61	20.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	13.03	10.87	12.87	3.10
经营活动现金流入小计（亿元）	17.81	47.25	18.55	8.16
经营活动现金流量净额（亿元）	-2.22	-6.60	-8.01	0.68
投资活动现金流量净额（亿元）	-79.70	-96.12	-164.60	-58.75
筹资活动现金流量净额（亿元）	83.86	82.30	174.32	40.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.86	7.84	13.65	--
存货周转次数（次）	0.23	0.22	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	111.81	112.87	98.27	108.44
营业利润率（%）	-11.52	-54.73	-23.22	-35.22
总资本收益率（%）	-0.22	1.94	1.70	--
净资产收益率（%）	-0.65	-0.01	-0.16	--
长期债务资本化比率（%）	55.62	54.07	58.05	58.27
全部债务资本化比率（%）	58.57	57.32	61.52	61.79
资产负债率（%）	60.82	59.67	63.42	63.64
流动比率（%）	248.43	225.72	182.76	171.96
速动比率（%）	195.83	160.25	143.87	134.54
经营现金流动负债比（%）	-2.12	-5.37	-5.16	--
现金短期债务比（倍）	1.22	0.72	0.52	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.13	0.78	0.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	-349.51	29.36	35.09	--

注：1. 2021 年和 2022 年财务数据分别取自 2022 年及 2023 年审计报告期初数，为追溯调整数据；2. 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告已将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	63.87	43.88	42.91	28.50
应收账款（亿元）	0.04	0.01	0.01	0.01
其他应收款（亿元）	114.90	140.44	167.37	201.69
存货（亿元）	0.76	0.91	1.18	1.20
长期股权投资（亿元）	5.86	32.36	78.35	78.35
固定资产（亿元）	321.89	454.07	466.85	466.84
在建工程（亿元）	296.35	260.06	372.06	397.00
资产总额（亿元）	841.16	947.06	1153.33	1198.84
实收资本（亿元）	8.65	8.65	8.65	8.65
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	299.51	355.24	393.27	408.26
短期债务（亿元）	56.39	67.50	95.70	101.41
长期债务（亿元）	439.65	478.95	614.68	641.16
全部债务（亿元）	496.04	546.45	710.38	742.57
营业总收入（亿元）	7.00	6.57	9.68	2.50
营业成本（亿元）	9.54	12.18	13.67	3.51
其他收益（亿元）	0.09	23.78	24.88	5.34
利润总额（亿元）	-2.76	0.23	0.37	-0.01
EBITDA（亿元）	-2.32	18.67	20.82	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.89	6.19	9.26	2.62
经营活动现金流入小计（亿元）	8.58	34.23	9.71	2.73
经营活动现金流量净额（亿元）	-2.83	19.31	-7.18	-1.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-79.22	-121.70	-167.62	-52.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	83.86	82.40	174.02	40.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	272.75	251.19	853.16	--
存货周转次数（次）	13.05	14.50	13.07	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	112.74	94.25	95.71	104.96
营业利润率（%）	-36.36	-86.18	-41.42	-40.59
总资本收益率（%）	-0.30	2.08	1.87	--
净资产收益率（%）	-0.92	0.10	0.06	--
长期债务资本化比率（%）	59.48	57.42	60.98	61.10
全部债务资本化比率（%）	62.35	60.60	64.37	64.52
资产负债率（%）	64.39	62.49	65.90	65.95
流动比率（%）	212.27	177.04	158.60	168.09
速动比率（%）	211.52	176.23	157.79	167.29
经营现金流动负债比（%）	-2.77	17.13	-4.94	--
现金短期债务比（倍）	1.13	0.65	0.45	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.21	0.78	0.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	-213.40	29.27	34.12	--

注：1. 2021 年和 2022 年财务数据分别取自 2022 年及 2023 年审计报告期初数，为追溯调整数据；2. 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告已将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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

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“贵公司”）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。