

沈阳地铁集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

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〔2025〕6131 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持沈阳地铁集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN001”“20 沈阳地铁 GN002”“24 沈阳地铁 MTN002”“24 沈阳地铁 MTN003”“24 沈阳地铁 MTN004”“24 沈阳地铁 MTN005”“24 沈阳地铁 MTN006A”“24 沈阳地铁 MTN006B”“24 沈阳地铁 MTN007”“24 沈阳地铁 MTN008（绿色）”“25 沈阳地铁 MTN002A”和“25 沈阳地铁 MTN002B”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

二〇二五年七月九日

声 明

一、本报告是联合资信评估股份有限公司（以下简称“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，因此联合资信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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

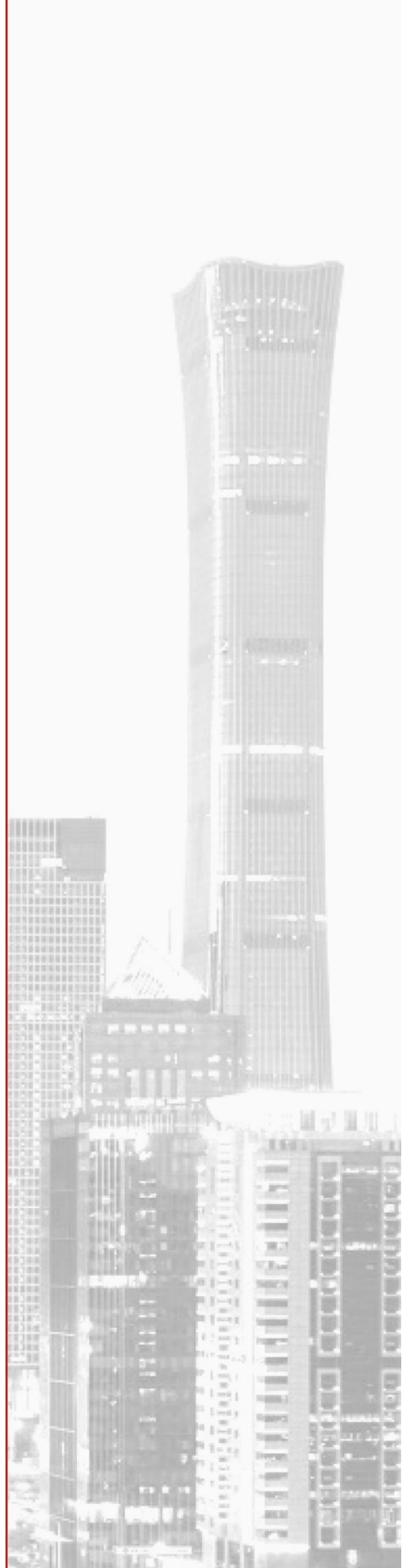
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
沈阳地铁集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/09
17 沈阳地铁 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
18 沈阳地铁 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
20 沈阳地铁 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
20 沈阳地铁 GN002	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN006A	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN006B	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 沈阳地铁 MTN008（绿色）	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 沈阳地铁 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 沈阳地铁 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，沈阳地铁集团有限公司（以下简称“公司”）仍是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，在沈阳市地铁线路投资建设、运营管理和资源开发方面专营优势突出。2024年，沈阳市经济总量和一般公共预算收入均保持同比增长，城市轨道交通建设规划明确，为公司发展提供了良好的外部环境，公司继续获得有力的外部支持。跟踪期内，公司董事长、法定代表人及部分外部董事发生变更；公司在治理结构、内部管理体系等方面均未发生重大变化。经营方面，2024年，公司地铁客运量同比增长带动营业总收入同步增长，公司地铁线路逐步完善，路网效应进一步提升，但应收票价补贴款回款进度滞后；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，截至2024年底，公司资产总额较上年底保持增长，其中固定资产、在建工程和应收类款项占比高，伴随地铁3号线（西段）的正式运营，公司资产质量不断夯实；随着项目建设专项资金、补贴款的注入以及可续期债券的发行，公司所有者权益较上年底保持增长；全部债务较上年底保持增长，整体债务负担较重；营业利润及经营活动净现金流继续为负，补贴对利润总额贡献程度高；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。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面继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；公司职能定位发生变化，核心资产被划出；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 2024 年经济总量和一般公共预算收入均保持同比增长，同时沈阳市城市轨道交通建设规划明确，为公司持续发展提供了良好基础。
- **业务区域专营优势突出。**跟踪期内，公司仍是沈阳市地铁项目投资建设及运营管理主体，在沈阳市地铁线路投资建设、运营管理和资源开发方面专营优势突出。

- **继续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面继续获得有力的外部支持。截至 2025 年 3 月底，公司资本公积增至 437.02 亿元。另外，公司将 2024 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”。
- **地铁线路逐步完善，路网效应进一步提升。**截至 2025 年 3 月底，随着地铁 3 号线（西段）的正式运营，公司运营地铁线路长度增至 187.33 公里。

关注

- **债务规模继续增长，债务负担较重。**跟踪期内，公司全部债务继续增长，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务为 857.89 亿元，全部债务资本化比率为 63.32%。
- **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，2024 年及 2025 年一季度，公司营业利润及经营活动净现金流继续为负。截至 2025 年 3 月底，公司在建的地铁项目待投资金额 535.30 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。
- **应收票价补贴款回款进度滞后。**截至 2025 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 133.28 亿元，款项回收进度滞后。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	6
			现金流量	1
		资本结构		3
		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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

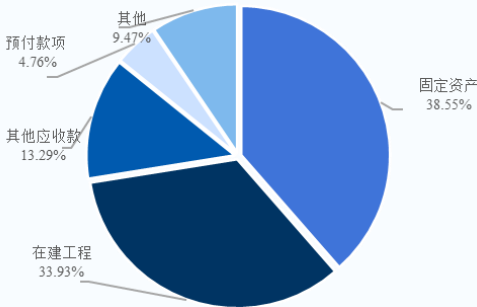
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	48.58	50.11	24.86	24.29
资产总额（亿元）	1008.97	1209.15	1380.58	1414.80
所有者权益（亿元）	406.88	445.04	497.47	496.89
短期债务（亿元）	67.50	110.69	122.96	108.00
长期债务（亿元）	478.95	598.54	700.23	749.89
全部债务（亿元）	546.45	709.23	823.19	857.89
营业总收入（亿元）	9.63	13.08	14.69	3.61
利润总额（亿元）	-0.14	0.34	0.41	-0.16
EBITDA（亿元）	18.61	21.44	19.76	--
经营性净现金流（亿元）	-6.60	-8.07	-3.87	-2.51
营业利润率（%）	-54.73	-22.74	-43.60	-46.52
净资产收益率（%）	-0.01	0.03	0.06	--
资产负债率（%）	59.67	63.19	63.97	64.88
全部债务资本化比率（%）	57.32	61.44	62.33	63.32
流动比率（%）	225.72	182.75	172.27	192.24
经营现金流动负债比（%）	-5.37	-4.89	-2.12	--
现金短期债务比（倍）	0.72	0.45	0.20	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	0.78	0.76	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.36	33.07	41.65	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	947.06	1152.90	1321.47	1355.99
所有者权益（亿元）	355.24	394.12	445.74	445.26
全部债务（亿元）	546.45	709.23	822.96	857.89
营业总收入（亿元）	6.57	9.66	12.24	3.10
利润总额（亿元）	0.23	1.25	-0.39	-0.01
资产负债率（%）	62.49	65.81	66.27	67.16
全部债务资本化比率（%）	60.60	64.28	64.87	65.83
流动比率（%）	177.04	140.81	152.59	171.18
经营现金流动负债比（%）	17.13	-4.49	-5.23	--

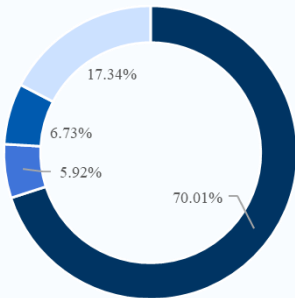
注：1. 2022 年和 2023 年财务数据分别取自 2023 年及 2024 年审计报告期初（间）数，为追溯调整数据；2024 年财务数据取自 2024 年审计报告期末（间）数；2. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告合并口径及本部口径已将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务数据及公司提供资料整理

2024 年底公司资产构成

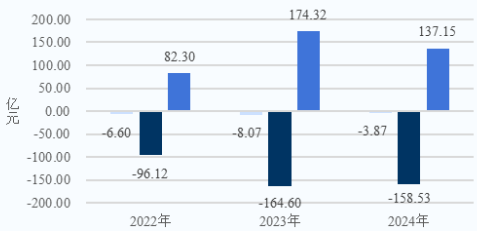


2024 年公司营业总收入构成



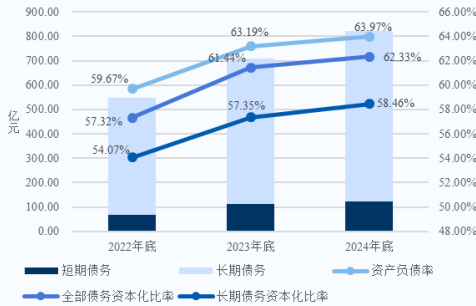
■ 地铁运营收入
 ■ 盾构机销售及周转材料租赁收入
 ■ 其他业务
 ■ 场地租赁收入

公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额
 ■ 投资活动现金流量净额
 ■ 筹资活动现金流量净额

公司债务情况



■ 短期债务
 ■ 长期债务
 ■ 全部债务资本化比率
 ■ 资产负债率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
25 沈阳地铁 MTN002B	8.00	8.00	2035/06/20	出售/转移重大资产，交叉保护
25 沈阳地铁 MTN002A	2.00	2.00	2030/06/20	交叉保护，出售/转移重大资产
24 沈阳地铁 MTN008（绿色）	5.00	5.00	2029/11/27	回售，调整票面利率，交叉保护，出售/转移重大资产
24 沈阳地铁 MTN007	5.00	5.00	2034/10/23	交叉保护，出售/转移重大资产
24 沈阳地铁 MTN006B	5.00	5.00	2031/08/21	赎回，调整票面利率，利息递延权，交叉保护，出售/转移重大资产，持有人救济，延期
24 沈阳地铁 MTN006A	10.00	10.00	2029/08/21	交叉保护，出售/转移重大资产，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济，延期
24 沈阳地铁 MTN005	10.00	10.00	2027/06/13	赎回，延期，调整票面利率，利息递延权，持有人救济，交叉保护，出售/转移重大资产
24 沈阳地铁 MTN004	10.00	10.00	2034/04/24	交叉保护，出售/转移重大资产
24 沈阳地铁 MTN003	10.00	10.00	2027/04/03	延期，出售/转移重大资产，交叉保护，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
24 沈阳地铁 MTN002	15.00	15.00	2027/03/08	延期，交叉保护，赎回，调整票面利率，出售/转移重大资产，利息递延权，持有人救济
20 沈阳地铁 GN002	10.00	10.00	2025/09/17	交叉保护，出售/转移重大资产
20 沈阳地铁 GN001	5.00	5.00	2030/04/24	交叉保护，出售/转移重大资产
18 沈阳地铁 MTN001	10.00	0.20	2028/05/31	事先约束，交叉保护，调整票面利率，回售
17 沈阳地铁 MTN001	15.00	1.20	2027/12/21	交叉保护，调整票面利率，回售

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.“24 沈阳地铁 MTN002”“24 沈阳地铁 MTN003”“24 沈阳地铁 MTN005”“24 沈阳地铁 MTN006A”“24 沈阳地铁 MTN006B”为永续债券，“24 沈阳地铁 MTN008（绿色）”设投资人回售选择权，所列到期兑付日为下一行权日
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 沈阳地铁 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/05	王 爽 潘跃升	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
25 沈阳地铁 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/05	王 爽 潘跃升	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
24 沈阳地铁 MTN008（绿色）	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/31	王 爽 潘跃升	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
24 沈阳地铁 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/09/27	王 爽 潘跃升	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
24 沈阳地铁 MTN006B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/05	王 爽 潘跃升	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
24 沈阳地铁 MTN006A	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/05	王 爽 潘跃升	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
17 沈阳地铁 MTN001、 18 沈阳地铁 MTN001、 20 沈阳地铁 GN001、 20 沈阳地铁 GN002、 24 沈阳地铁 MTN002、 24 沈阳地铁 MTN003、 24 沈阳地铁 MTN004、 24 沈阳地铁 MTN005	AAA/稳定	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
24 沈阳地铁 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/28	王 爽 潘跃升 卢奕	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
24 沈阳地铁 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/11	王 爽 潘跃升	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
24 沈阳地铁 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/21	王 爽 潘跃升	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
24 沈阳地铁 MTN002	AAA/稳定	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

20 沈阳地铁 GN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/09/10	王 治 郑 重 吕 泽 峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 沈阳地铁 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/12/24	张龙景 马晓驭	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
18 沈阳地铁 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2018/03/29	张龙景 王 治	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
17 沈阳地铁 MTN001	AAA/稳定	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

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号
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 panys@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于沈阳地铁集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8.65 亿元，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”）持股 88.73%，国开发展基金有限公司（以下简称“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。

跟踪期内，公司组织结构及主营业务未发生变化。公司仍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 2025 年 3 月底，公司本部设企业管理部、资产管理部、融资财务部（资金结算中心）、计划统计部等职能部门。同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 9 家。

截至 2024 年底，公司资产总额 1380.58 亿元，所有者权益 497.47 亿元（含少数股东权益 1.06 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 14.69 亿元，利润总额 0.41 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 1414.80 亿元，所有者权益 496.89 亿元（含少数股东权益 1.03 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.61 亿元，利润总额-0.16 亿元。

公司注册地址：辽宁省沈阳市沈河区大西路 338 号；法定代表人：宁兴华。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 7 月 2 日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1，除“25 沈阳地铁 MTN002B”账户中 1.89 亿元暂未使用外，其余存续债券募集资金均已按指定用途使用完毕。跟踪期内，除“24 沈阳地铁 MTN006A”“24 沈阳地铁 MTN006B”“24 沈阳地铁 MTN007”“24 沈阳地铁 MTN008（绿色）”“25 沈阳地铁 MTN002A”和“25 沈阳地铁 MTN002B”未到付息期外，公司已按期支付其余跟踪评级债券的利息，公司过往付息情况良好。

图表 1 • 截至 2025 年 7 月 2 日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
25 沈阳地铁 MTN002B	8.00	8.00	2025/06/20	10 年
25 沈阳地铁 MTN002A	2.00	2.00	2025/06/20	5 年
24 沈阳地铁 MTN008（绿色）	5.00	5.00	2024/11/27	5+5 年
24 沈阳地铁 MTN007	5.00	5.00	2024/10/23	10 年
24 沈阳地铁 MTN006B	5.00	5.00	2024/08/21	7+N 年
24 沈阳地铁 MTN006A	10.00	10.00	2024/08/21	5+N 年
24 沈阳地铁 MTN005	10.00	10.00	2024/06/13	3+N 年
24 沈阳地铁 MTN004	10.00	10.00	2024/04/24	10 年
24 沈阳地铁 MTN003	10.00	10.00	2024/04/03	3+N 年
24 沈阳地铁 MTN002	15.00	15.00	2024/03/08	3+N 年
20 沈阳地铁 GN002	10.00	10.00	2020/09/17	5 年
20 沈阳地铁 GN001	5.00	5.00	2020/04/24	10 年
18 沈阳地铁 MTN001	10.00	0.20	2018/05/31	10 年
17 沈阳地铁 MTN001	15.00	1.20	2017/12/21	10 年
合计	120.00	96.40	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、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。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投投融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《[2025 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2 区域环境分析

沈阳市经济总量及一般公共预算收入均保持同比增长，城市轨道交通建设规划明确，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 2024 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 924.3 万人（2023 年末为 920.4 万人），其中城镇人口占 85.55%。

图表 2 • 沈阳市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	8122.1	9027.1
GDP 增速（%）	6.1	5.2
固定资产投资增速（%）	1.5	4.0
三产结构	4.1:36.4:59.5	3.6:35.1:61.3
人均 GDP（万元）	8.85	9.79

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。2024 年，沈阳市地区生产总值（GDP）同比增长 5.2%。同期，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，2024 年，沈阳市规模以上工业增加值同比增长 4.5%，其中装备制造业增加值同比增长 3.8%，占规模以上工业增加值的比重为 69.4%。固定资产投资方面，2024 年，沈阳市固定资产投资增速同比提升 2.5 个百分点，其中房地产开发投资同比下降 16.4%，基础设施投资增长 6.0%。

图表 3 • 沈阳市主要财力指标

项目	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	800.9	825.6
一般公共预算收入增速（%）	12.2	4.0
税收收入（亿元）	608.9	547.5
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	76.03	66.32
一般公共预算支出（亿元）	1084.1	1160.7
财政自给率（%）	73.88	71.13
政府性基金收入（亿元）	104	171.6
地方政府债务余额（亿元）	2275.3	2401.9

注：2023 年为财政决算数据，2024 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《关于沈阳市 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案的报告》，2024 年，沈阳市一般公共预算收入同比增长 4.0%，税收收入占比有所下降但仍较高，收入实现质量及财政自给能力均较好；受土地市场行情回暖影响，沈阳市政府性基金收入同比增长。2024 年，沈阳市一般公共预算收入在辽宁省排名第 1 位。截至 2024 年底，沈阳市政府债务余额 2401.9 亿元，其中一般债务余额 1086.4 亿元、专项债务余额 1315.5 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，2025 年一季度，沈阳市实现地区生产总值 2121.8 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.6%。分产业看，第一产业增加值 38.0 亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值 661.7 亿元，同比增长 2.7%；第三产业增加值 1422.1 亿元，同比增长 5.5%。2025 年一季度，沈阳市一般公共预算收入 256.7 亿元，同比增长 2.1%；税收收入完成 146.6 亿元，占一般公共预算收入的 57.11%；一般公共预算支出 282.1 亿元，同比下降 3.7%。同期，沈阳市政府性基金收入和支出分别为 9.0 亿元和 76.6 亿元，分别同比下降 37.8%和同比增长 131.7%。

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 年将完善城市基础设施建设，确保 1 号线东延线开通运营、3 号线东段实现洞通轨通。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2025 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。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司职能定位及主营业务未发生变化，在沈阳市地铁线路投资建设、运营管理和资源开发方面专营优势突出。

3 信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良和关注类信贷记录，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91210100760062562U），截至 2025 年 5 月 9 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重大行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事长、法定代表人及部分外部董事发生变更；公司在治理结构、内部管理体系等方面均未发生重大变化。

公司于 2024 年 12 月 19 日发布了《沈阳地铁集团有限公司关于董事长变动的公告》（以下简称“公告 1”）。公告 1 称，根据相关任免通知，巴放不再担任公司党委书记、董事长、董事职务，由宁兴华任公司党委书记、董事长。公告 1 另称，本次相关人事变动不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生重大不利影响，不会对公司董事会及其他内部有权决策机构已作出决策的有效性产生影响。截至本报告出具日，上述事项已完成工商变更。

公司于 2025 年 7 月 8 日发布了《沈阳地铁集团有限公司关于董事变动的公告》（以下简称“公告 2”）。公告 2 称，根据《关于赵程涛等同志职务任免的通知》，聘任赵程涛为公司外部董事；免去梁杰、张晨公司外部董事职务。公告 2 另称，本次相关人事变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无实质性影响，不会对公司董事会、监事会决议有效性造成不利影响。截至本报告出具日，上述事项暂未完成工商变更。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入同比有所增长，地铁运营业务亏损导致综合毛利率继续为负。

2024 年，公司营业总收入同比有所增长；公司收入主要来源于地铁运营、场地租赁及公租房出租收入和盾构机销售及周转材料租赁收入。2024 年，公司客运量同比增长带动地铁运营收入同比增长；受盾构机租售比例变化影响，盾构机销售及周转材料租赁收入同比有所下降；场地租赁和公租房收入同比略有增长；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。

从毛利率看，2024 年，公司核心业务地铁运营继续亏损，导致综合毛利率继续为负。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2024 年营业总收入的 24.54%，综合毛利率为-45.42%。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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 (%)
地铁运营收入	8.41	64.26	-59.95	10.28	70.01	-80.68	2.44	67.71	-95.81
场地租赁及公租房出租收入	0.79	6.01	45.73	0.87	5.92	43.30	0.24	6.79	39.77
盾构机销售及周转材料租赁收入	1.82	13.93	17.18	0.99	6.73	29.90	0.12	3.21	52.24
其他收入	2.07	15.80	73.15	2.55	17.34	54.04	0.80	22.30	67.61
合计	13.08	100.00	-21.83	14.69	100.00	-42.55	3.61	100.00	-45.42

资料来源：公司提供

(1) 地铁建设与运营

① 地铁运营

伴随地铁 3 号线（西段）的正式运营和客运规模的扩大，公司地铁客运量同比增长。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 2025 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）、地铁 4 号线以及地铁 3 号线（西段），线路长度合计 187.33 公里。2023 年 9 月，地铁 2 号线南延线和地铁 4 号线正式运营；2024 年 12 月，地铁 3 号线（西段）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 5 • 截至 2025 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：2011/12/30 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
地铁 3 号线（西段）	/	23.45	运营	李达站—南李官站	14	2024/12/30
合计	931.33	187.33	--	--	136 座车站（其中 12 座换乘站）	--

注：地铁 3 号线（西段）为地铁 3 号线一期中的一个标段，无法获取其总投资（概算），用“/”表示，故总投资（概算）合计数不含地铁 3 号线（西段）情况
资料来源：公司提供

2024 年，公司年度客车开行列次及客运量均同比增长，客运收入随之保持增长，网络正点率及运行图兑现率维持在高水平，运行情况良好。跟踪期内，地铁票价未发生变化。

图表 6 • 公司地铁运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
客运量（万人次）	50092.39	65416.34	15733.78
日均客运量（万人次）	137.24	178.73	174.81
客车开行列次	551304	696954	185411
日均客车开行列次	1510.42	1904.24	2060.12
运营里程（万公里）	9483.03	12524.83	3237.66
客运收入（亿元）	8.42	10.28	2.44
平均票价（元）	1.68	1.58	1.55
网络正点率（%）	99.97	99.97	99.99
运行图兑现率（%）	100.00	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 4 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。2024 年，随着地铁 3 号线（西段）的正式运营，公司地铁运营成本同比增长，其中人员费用为主要的成本费用，占比为 47.29%。2024 年，公司人员费用、电费以及物业管理费均同比增长。

图表 7 • 公司地铁运营成本构成（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
人员费用	81875.86	85557.32	19580.76
电费	17274.48	23608.68	6127.69
物业管理费	16705.39	20894.56	5783.73
地铁线路维护费	12905.36	19970.76	3402.04

其中：1 号线维护费	3639.48	4748.04	603.16
2 号线维护费	3619.23	3199.64	467.08
3 号线维护费	--	--	67.03
4 号线维护费	0.40	452.42	102.97
9 号线维护费	3558.04	8275.38	1982.02
10 号线维护费	2088.22	3295.28	179.78
其他费用项目	20000.66	30904.99	10258.47
合计	148761.75	180936.31	45152.69

注：1.部分开支系支付给子公司，合并报表中予以抵消；2.“--”表示 2023 年和 2024 年 3 号线暂未开始运营，故未产生维护费
 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¹》（以下简称“成本规制办法”），地铁成本规制标准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 2025 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 133.28 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，但在建及拟建地铁项目投资规模大，公司资本支出压力大。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建地铁项目包括地铁 3 号线一期、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 837.35 亿元，已完成投资 302.05 亿元，待投资 535.30 亿元。公司计划 2025—2027 年分别投资 103.75 亿元、125.44 亿元和 96.90 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大。

图表 8 • 截至 2025 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	工程完工进度
地铁 3 号线一期	2019—2026 年	41.28	30	282.28	40.00%	141.26	50.04%
地铁 1 号线东延线	2020—2025 年	16.21	10	101.48	40.00%	62.57	61.66%
地铁 6 号线	2020—2027 年	35.26	30	271.90	40.00%	82.25	30.25%
地铁 9 号线二期工程	2023—2027 年	7.72	5	42.04	40.00%	5.82	13.44%
地铁 10 号线工程（张沙布—丁香街）	2023—2027 年	24.50	16	139.65	40.00%	10.15	7.07%
合计	--	124.97	91	837.35	--	302.05	--

注：1. 地铁 3 号线一期中西段已投入运营；2. 地铁 9 号线二期工程和地铁 10 号线工程（张沙布—丁香街）概算总投资核减
 资料来源：公司提供

（2）场地租赁及公租房运营

2024 年，场地租赁业务收入同比略有增长；公司承接的公租房项目大部分已建设完成并交付入住，公租房出租收入同比略有增长。

① 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，

¹ 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。

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。2024 年，公司场地租赁业务收入由 2023 年的 0.25 亿元增至 0.30 亿元。

②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。2024 年，公租房出租收入由 2023 年的 0.54 亿元增至 0.57 亿元。

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 2025 年 3 月底，公司已出租 14305 套（较 2024 年 9 月底增加 155 套），剩余可配租 2762 套。

（3）盾构机销售及周转材料租赁业务

2024 年，受盾构机租售比例变化影响，公司盾构机销售及周转材料租赁业务收入同比下降。

公司子公司沈阳盾构设备工程有限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、2 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。2024 年，公司盾构机销售及周转材料租赁收入同比下降，主要系盾构机租售比例变化所致。

（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。2024 年，公司购买土地规模较大，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车站平面广告、列车车贴广告、列车语音广告、导向广告、电子显示屏广告等。公司广告业务运营模式为外包、自营两种。车站平面广告、列车车贴广告、列车语音广告、导向广告、电子显示屏等广告采用外包模式，外包合同方主要以产交所挂牌方式确认；票卡广告采用自营模式，自营收费标准由公司自行制定。2024 年，公司广告业务收入为 0.36 亿元，同比略有下降。

公司物业管理服务运营主体是沈阳地铁物业管理有限公司，业务划分为对内和对外。对内业务涵盖了为公司内部各所属企业提供的全方位物业服务，包括地铁线路的保安、保洁，车辆段的综合物业管理，以及为丽水新城、凤凰新城、惠生新城、惠民新城、安图小区、克俭小区以及丁香湾公租房等 7 个小区及商业用房提供物业管理服务。对外业务方面，公司主要管理沈阳视达广电网络传输有限责任公司的物业服务项目，该项目服务已于 2025 年 1 月终止。2024 年，公司物业收入为 0.13 亿元，同比变化不大。

此外，公司 2024 年以来通过“招拍挂”竞得 3 宗住宅土地，均位于沈阳市，成交总价 7.20 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司尚有约 2 亿元的土地出让金未缴纳。

图表 9 • 公司 2024 年购入土地情况

宗地编号	成交楼面价（元/平方米）	成交总价（万元）	地块区域
SYTJ202403007	4500	10713	铁西区
SYTJ202410010	3910	20611	沈阳经济技术开发区
SYTJ202305008	3800	40633	大东区
合计	12210	71957	--

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司未来仍围绕现有主业发展；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 2025 年 3 月底，公司在建地铁项目尚需投资 535.30 亿元，投资规模大，外部融资需求强，融资压力大。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务数据未经审计。

2024 年，公司进行会计差错更正，部分数据调整对 2023 年报表数产生重大影响，故本报告 2023 年财务数据采用 2024 年审计报告期初数。

图表 10 • 会计差错更正对 2023 年报表数绝对金额影响在 1.00 亿元以上的情况（单位：亿元）

报表项目	调整前报表数	影响金额	调整后报表数	更正事项
预付款项	9.77	60.56	70.33	1、将“投资性房地产”中未交付土地 69.10 亿元转入；2、公租房项目满足可使用状态，将 1.49 亿元转至“固定资产”；3、款项重分类至“其他非流动资产”以及“其他应收款”转入
其他应收款	151.47	-1.18	150.28	1、根据成本规制办法调整；2、款项重分类至“预付款项”
存货	60.41	-41.48	18.92	公租房项目满足可使用状态，转至“固定资产”
债权投资	2.70	-2.70	0.00	款项重分类至“其他非流动资产”
投资性房地产	71.62	-69.10	2.53	将“投资性房地产”中未交付土地 69.10 亿元转至“预付款项”
固定资产	468.99	58.41	527.41	1、公租房项目转入；2、将“在建工程”中已运营线路转入
在建工程	375.54	-20.53	355.01	1、已运营线路转至“固定资产”；2、不满足资本化条件的利息、融资承销费转出
其他非流动资产	0.00	9.72	9.72	将部分“预付款项”“债权投资”“其他应收款”转入
应付账款	24.02	-21.90	2.12	款项重分类至“其他应付款”
其他应付款	32.71	16.76	49.47	1、“应付账款”转入；2、调整项目资金净额，调减“其他应付款”
一年内到期的非流动负债	0.00	14.99	14.99	将一年内到期的应付债券转入
应付债券	41.40	-15.21	26.19	1、一年内到期部分转至“一年内到期的非流动负债”；2、调减在建工程挂账承销费

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

合并范围方面，截至 2025 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司 9 家。2024 年及 2025 年一季度合并范围一级子公司未发生变化。公司 2024 年对期初数进行追溯调整，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

随着地铁项目建设推进，截至 2024 年底，公司资产总额较上年底保持增长，资产结构中固定资产、在建工程和应收类款项占比高，资产流动性弱。伴随地铁 3 号线（西段）的正式运营，公司资产质量不断夯实。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长 14.18%，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 11 • 公司资产主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	301.85	24.96	314.41	22.77	322.09	22.77
预付款项	70.33	5.82	65.69	4.76	64.50	4.56
其他应收款	150.28	12.43	183.44	13.29	189.36	13.38
非流动资产	907.31	75.04	1066.17	77.23	1092.71	77.23
固定资产	527.41	43.62	532.27	38.55	532.45	37.63
在建工程	355.01	29.36	468.42	33.93	496.04	35.06
资产总额	1209.15	100.00	1380.58	100.00	1414.80	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务数据整理

① 流动资产

截至 2024 年底，公司货币资金 24.86 亿元，主要由银行存款构成，其中受限金额为 0.24 亿元；货币资金较上年下降 50.39%，主要系投资活动现金净流出所致。公司预付款项主要为预付土地出让金，其中账龄超过一年的暂未取得土地证书的预付土地出让金规模为 58.59 亿元，占比较高。同期末，公司其他应收款较上年增长 22.07%，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 0.06 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 158.01 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 2024 年底，公司存货 18.86 亿元（主要为地产项目投入），未计提存货跌价准备。

图表 12 • 2024 年底公司其他应收款前五大欠款单位情况（单位：亿元）

企业名称	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（轨道交通专项资金）	否	政府补助	127.12	69.27%	3 年以内
沈阳诚信发展集团有限公司	否	往来款	7.00	3.81%	1 年以内
沈阳城建天和置业有限公司	是	往来款	5.36	2.92%	2~3 年，3 年以上
沈阳恒信国有资产经营集团有限公司	否	往来款	3.50	1.91%	3 年以上
沈阳润电热力有限公司	否	往来款	3.29	1.79%	2 年以内
合计	--	--	146.27	79.70%	--

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 年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（涉及地块为天和置业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，由于产生违约金的地块系天和置业在公司合并范围内时购买，故经公司与天和置业协商一致，由公司先行垫付土地违约金；截至 2025 年 6 月底，天和置业的票据逾期余额为 72.92 万元；另外，天和置业存在被执行案件；2. 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

公司在建工程主要为地铁项目，伴随项目建设推进，截至 2024 年底，公司在建工程较上年增长 31.95%。同期末，公司固定资产较上年增加 4.87 亿元，主要为地铁资产；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 13.24 亿元。截至 2024 年底，公司新增其他非流动金融资产 24.40 亿元，主要系新增对沈阳财瑞汽车产业发展合伙企业（有限合伙）等公司的权益投资。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较 2024 年底增长 2.48%，规模及资产结构较上年变化均不大。

截至 2025 年 3 月底，公司受限资产 0.19 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 2025 年 3 月底，公司取得质押借款余额 296.34 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 2025 年 3 月底，公司融资租赁借款余额 102.54 亿元。

（2）资本结构

① 所有者权益

随着项目建设专项资金、补贴款的注入以及可续期债券的发行，截至 2024 年底，公司所有者权益较上年保持增长，资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年增长 11.78%，主要系资本公积及其他权益工具增长所致。

资本公积变化方面，2024 年，政府向公司无偿转入房产、资产以及拨付国债资金、公租房项目建设资金分别为 0.15 亿元、0.03 亿元、3.62 亿元和 0.18 亿元；另外，公司调整采购项目结余资金 0.11 亿元以及偿还国开基金公司投资款 1.30 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可续期债券，受 2024 年可续期债新增发行影响，其他权益工具较上年底大幅增加 50.00 亿元。公司未分配利润继续为负。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较 2024 年底变动不大。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	8.65	1.94	8.65	1.74	8.65	1.74
其他权益工具	5.00	1.12	55.00	11.06	55.00	11.07

资本公积	434.51	97.63	436.93	87.83	437.02	87.95
未分配利润	-4.23	-0.95	-4.22	-0.85	-4.86	-0.98
归属于母公司所有者权益合计	443.98	99.76	496.41	99.79	495.86	99.79
少数股东权益	1.06	0.24	1.06	0.21	1.03	0.21
所有者权益合计	445.04	100.00	497.47	100.00	496.89	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务数据整理

②负债

截至 2024 年底，公司全部债务较上年底保持增长，整体债务负担较重，债务融资结构和期限结构均较好。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 15.57%，主要系融资规模扩大所致。同期末，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。

图表 14 • 公司负债主要构成情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	165.17	21.62	182.51	20.67	167.54	18.25
短期借款	82.70	10.82	102.98	11.66	108.00	11.77
其他应付款	49.47	6.47	53.44	6.05	53.65	5.85
一年内到期的非流动负债	14.99	1.96	19.99	2.26	0.00	0.00
非流动负债	598.95	78.38	700.59	79.33	750.37	81.75
长期借款	389.47	50.97	495.76	56.14	515.26	56.13
应付债券	26.19	3.43	30.96	3.51	65.83	7.17
长期应付款	182.99	23.95	173.33	19.63	169.00	18.41
负债总额	764.11	100.00	883.10	100.00	917.91	100.00

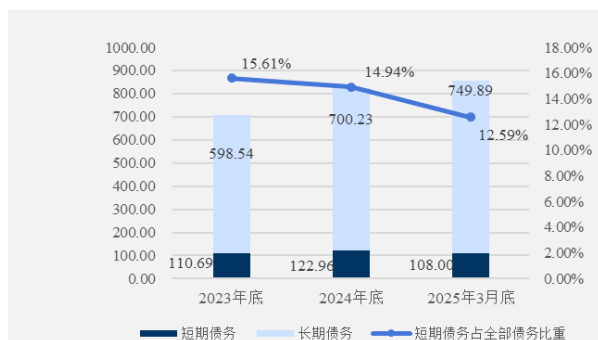
注：长期应付款包含专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务数据整理

全部债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 16.07%，长期债务占比增至 85.06%。从债务指标来看，截至 2024 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分别较上年底提升 0.77 个百分点、0.89 个百分点和 1.11 个百分点。若将永续期债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，2024 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 68.18%、66.75%和 63.36%。整体看，公司债务负担较重。截至 2024 年底，公司全部债务中银行贷款、债券和非标融资占比分别为 72.73%、12.98%和 14.29%，公司债务融资结构较好。同期末，公司 2025 年到期债务 122.96 亿元，占全部债务的 14.94%，其中银行贷款占比 83.75%，债务期限结构较好。

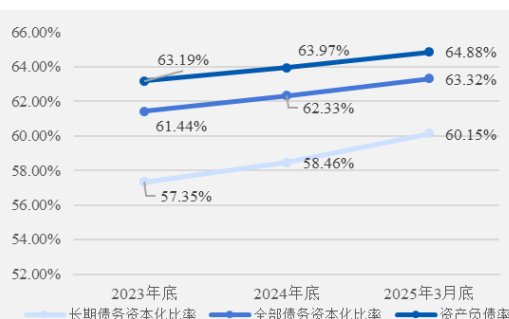
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.94%，主要系全部债务增长所致；公司债务指标较上年底进一步攀升。

图表 15 • 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、2025 年一季报及公司提供资料整理

图表 16 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季报及公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比保持增长，营业利润继续为负，整体盈利指标表现弱。公司期间费用对盈利侵蚀严重，补贴对利润总额贡献程度高。

2024 年，公司营业总收入同比增长 12.29%，主要系地铁客运收入增长所致；同期公司营业利润继续为负。地铁运营业务具有准公益性和定价非市场化的特点，公司整体盈利指标表现弱。

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，2024 年公司财务费用及其他收益规模仍大。同期，公司期间费用率为 129.11%，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（2024 年收到 23.90 亿元）等各类补贴，补贴对利润总额贡献程度高。

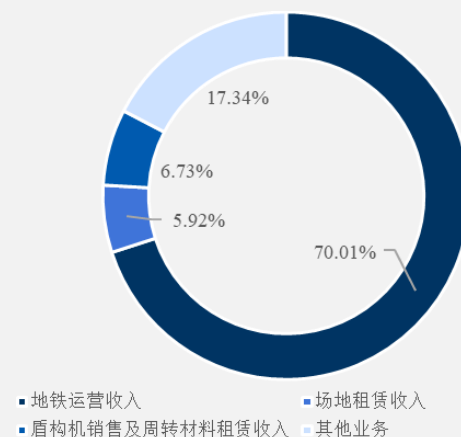
2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入相当于 2024 年的 24.54%。

图表 17• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	13.08	14.69	3.61
营业成本	15.94	20.94	5.24
期间费用	22.92	18.96	4.76
其中：财务费用	19.76	16.22	4.10
其他收益	25.24	23.97	6.20
利润总额	0.34	0.41	-0.16
营业利润率（%）	-22.74	-43.60	-46.52
总资本收益率（%）	1.81	1.29	--
净资产收益率（%）	0.03	0.06	--

注：期间费用=销售费用+管理费用+研发费用+财务费用；期间费用率=期间费用/营业总收入*100%
资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务数据整理

图表 18• 2024 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

2024 年，公司经营活动现金净流出规模同比有所下降，收入实现质量好；受地铁建设及权益投资规模较大影响，投资活动现金净流出仍保持较大规模，公司地铁建设及投资活动对外部筹资需求大。

图表 19• 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	18.54	30.02	5.94
经营活动现金流出小计	26.61	33.89	8.45
经营活动现金流量净额	-8.07	-3.87	-2.51
投资活动现金流入小计	0.80	0.16	2.27
投资活动现金流出小计	165.40	158.69	27.20
投资活动现金流量净额	-164.60	-158.53	-24.93
筹资活动前现金流量净额	-172.67	-162.40	-27.44
筹资活动现金流入小计	257.05	256.38	45.98
筹资活动现金流出小计	82.74	119.23	19.11
筹资活动现金流量净额	174.32	137.15	26.87
现金收入比（%）	98.39	99.95	121.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务数据整理

从经营活动来看，2024 年，公司经营活动现金净流出规模同比有所下降，其中 2023 年净流出规模同比增长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），2024 年净流出主要系支付给职工以及为职工支付的现金规模较大所致；同期，公司主营业务回款同比增长，现金收入比同比提升，整体看，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2024 年，公司地铁项目建设继续推进，购建长期资产支付的现金仍维持较大规模；另外 2024 年投资支付的现金 29.42 亿元，主要为权益投资支出；投资活动现金净流出规模较大。同期，公司筹资活动前现金流量净额继续为负且资金缺口仍大。

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债资金为主（2024 年为 3.62 亿元）；取得借款收到的现金同比增至 239.34 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，2024 年收支净额同比由正转负。2024 年，受债务本息偿还规模增长影响，公司筹资活动净现金流同比有所下降。

2025 年 1—3 月，公司投资活动现金流仍维持大额净流出，导致筹资活动前现金流量净额继续为负且资金缺口仍大，筹资活动现金流保持大额净流入。

2 偿债指标变化

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 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	182.75	172.27	192.24
	速动比率（%）	171.29	161.94	180.02
	现金短期债务比（倍）	0.45	0.20	0.22
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	21.44	19.76	--
	全部债务/EBITDA（倍）	33.07	41.65	--
	EBITDA 利息支出（倍）	0.76	0.68	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务数据整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底均有所下降。截至 2025 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.22 倍，现金类资产对短期债务保障程度指标表现较弱。

从长期偿债指标来看，2024 年，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度指标表现差，对利息支出的保障程度指标表现较好。

截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保。同期末，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 1810.65 亿元，尚未使用授信额度 1208.83 亿元，公司间接融资渠道通畅。

3 公司本部主要变化情况

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。

（五）ESG 方面

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，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。跟踪期内，联合资信未发现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。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司在沈阳市地铁线路投资建设、运营管理和资源开发方面专营优势突出，地铁运营具有较强的公益性，公司在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面继续获得有力的外部支持。

沈阳市为辽宁省省会城市，2024 年，沈阳市经济总量和一般公共预算收入均保持同比增长，城市轨道交通建设规划明确。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。

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”。2024 年，公司获得公租房建设资金 1769.85 万元。

资产划拨

2024 年，公司收到无偿转入的房产等资产 0.18 亿元，计入“资本公积”。

财政补贴

公司将 2024 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”。

此外，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 2025 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 133.28 亿元。

八、债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续永续债为“24 沈阳地铁 MTN002”“24 沈阳地铁 MTN003”“24 沈阳地铁 MTN005”“24 沈阳地铁 MTN006A”“24 沈阳地铁 MTN006B”为永续债券，余额合计 50.00 亿元。

从指标上看，2024 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对将永续债计入的长期债务保障能力均弱，经营活动现金流量净额对其不具备保障能力。

图表 21 • 公司长期债务偿还能力指标

项目	2024 年
长期债务（亿元）	750.23
经营活动现金流入/长期债务（倍）	0.04
经营活动现金净额/长期债务（倍）	-0.01
长期债务/EBITDA（倍）	37.96

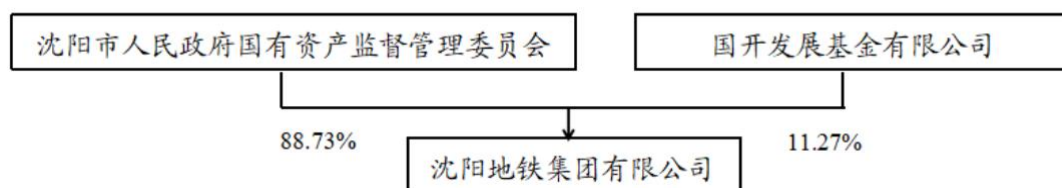
注：长期债务为将永续债计入后的金额

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

九、跟踪评级结论

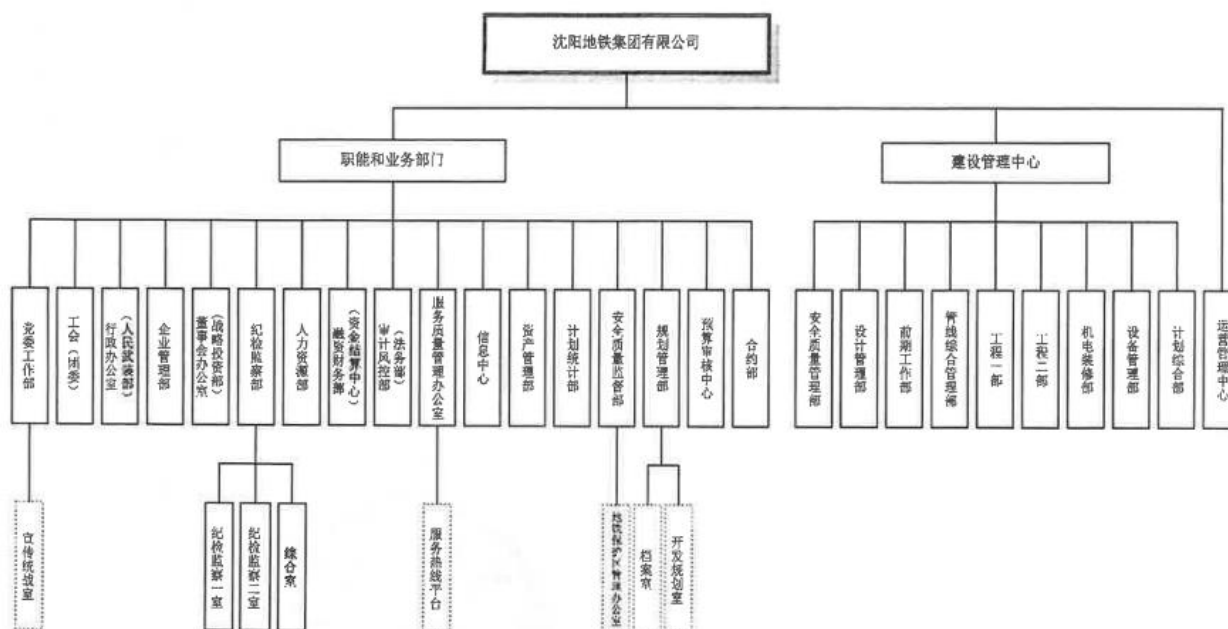
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN001”“20 沈阳地铁 GN002”“24 沈阳地铁 MTN002”“24 沈阳地铁 MTN003”“24 沈阳地铁 MTN004”“24 沈阳地铁 MTN005”“24 沈阳地铁 MTN006A”“24 沈阳地铁 MTN006B”“24 沈阳地铁 MTN007”“24 沈阳地铁 MTN008（绿色）”“25 沈阳地铁 MTN002A”和“25 沈阳地铁 MTN002B”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并口径一级子公司情况（截至 2025 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%	--

注：沈阳地铁房地产开发有限公司存在两笔 2020 年之前的被执行案件，执行标的合计 0.12 亿元

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（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	48.58	50.11	24.86	24.29
应收账款（亿元）	0.89	1.07	0.86	0.68
其他应收款（亿元）	130.69	150.28	183.44	189.36
存货（亿元）	80.47	18.92	18.86	20.48
长期股权投资（亿元）	8.94	9.82	10.06	8.79
固定资产（亿元）	456.29	527.41	532.27	532.45
在建工程（亿元）	263.41	355.01	468.42	496.04
资产总额（亿元）	1008.97	1209.15	1380.58	1414.80
实收资本（亿元）	8.65	8.65	8.65	8.65
少数股东权益（亿元）	0.99	1.06	1.06	1.03
所有者权益（亿元）	406.88	445.04	497.47	496.89
短期债务（亿元）	67.50	110.69	122.96	108.00
长期债务（亿元）	478.95	598.54	700.23	749.89
全部债务（亿元）	546.45	709.23	823.19	857.89
营业总收入（亿元）	9.63	13.08	14.69	3.61
营业成本（亿元）	14.76	15.94	20.94	5.24
其他收益（亿元）	23.88	25.24	23.97	6.20
利润总额（亿元）	-0.14	0.34	0.41	-0.16
EBITDA（亿元）	18.61	21.44	19.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	10.87	12.87	14.68	4.37
经营活动现金流入小计（亿元）	47.25	18.54	30.02	5.94
经营活动现金流量净额（亿元）	-6.60	-8.07	-3.87	-2.51
投资活动现金流量净额（亿元）	-96.12	-164.60	-158.53	-24.93
筹资活动现金流量净额（亿元）	82.30	174.32	137.15	26.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.84	13.32	15.16	--
存货周转次数（次）	0.22	0.32	1.11	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	112.87	98.39	99.95	121.11
营业利润率（%）	-54.73	-22.74	-43.60	-46.52
总资本收益率（%）	1.94	1.81	1.29	--
净资产收益率（%）	-0.01	0.03	0.06	--
长期债务资本化比率（%）	54.07	57.35	58.46	60.15
全部债务资本化比率（%）	57.32	61.44	62.33	63.32
资产负债率（%）	59.67	63.19	63.97	64.88
流动比率（%）	225.72	182.75	172.27	192.24
速动比率（%）	160.25	171.29	161.94	180.02
经营现金流动负债比（%）	-5.37	-4.89	-2.12	--
现金短期债务比（倍）	0.72	0.45	0.20	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	0.78	0.76	0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.36	33.07	41.65	--

注：1. 2022 年和 2023 年财务数据分别取自 2023 年及 2024 年审计报告期初（间）数，为追溯调整数据；2024 年财务数据取自 2024 年审计报告期末（间）数；2. 2025 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

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务数据及公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.88	42.91	19.42	19.43
应收账款（亿元）	0.01	0.01	0.03	0.02
其他应收款（亿元）	140.44	169.76	225.65	231.12
存货（亿元）	0.91	1.18	1.50	1.46
长期股权投资（亿元）	32.36	79.26	85.80	85.80
固定资产（亿元）	454.07	482.28	487.58	486.91
在建工程（亿元）	260.06	354.14	467.87	495.61
资产总额（亿元）	947.06	1152.90	1321.47	1355.99
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）	355.24	394.12	445.74	445.26
短期债务（亿元）	67.50	110.69	122.91	108.00
长期债务（亿元）	478.95	598.54	700.06	749.89
全部债务（亿元）	546.45	709.23	822.96	857.89
营业总收入（亿元）	6.57	9.66	12.24	3.10
营业成本（亿元）	12.18	13.58	18.74	4.78
其他收益（亿元）	23.78	25.19	23.93	6.19
利润总额（亿元）	0.23	1.25	-0.39	-0.01
EBITDA（亿元）	18.67	22.00	18.52	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.19	9.26	11.82	2.77
经营活动现金流入小计（亿元）	34.23	9.71	12.61	3.09
经营活动现金流量净额（亿元）	19.31	-7.18	-9.19	-2.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-121.70	-167.62	-151.92	-24.67
筹资活动现金流量净额（亿元）	82.40	174.02	137.62	26.92
财务指标				
销售债权周转次数（次）	251.19	851.09	702.72	--
存货周转次数（次）	14.50	12.98	13.98	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	94.25	95.94	96.59	89.27
营业利润率（%）	-86.18	-40.83	-53.59	-54.55
总资本收益率（%）	2.08	1.98	1.28	--
净资产收益率（%）	0.10	0.29	-0.09	--
长期债务资本化比率（%）	57.42	60.30	61.10	62.74
全部债务资本化比率（%）	60.60	64.28	64.87	65.83
资产负债率（%）	62.49	65.81	66.27	67.16
流动比率（%）	177.04	140.81	152.59	171.18
速动比率（%）	176.23	140.07	151.73	170.27
经营现金流动负债比（%）	17.13	-4.49	-5.23	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.39	0.16	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	0.78	0.78	0.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.27	32.24	44.44	--

注：1. 2022 年和 2023 年财务数据分别取自 2023 年及 2024 年审计报告期初（间）数，为追溯调整数据；2024 年财务数据取自 2024 年审计报告期末（间）数；2. 2025 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
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务数据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	
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