

信用评级公告

联合〔2021〕6430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“16 沈阳地铁 MTN001”“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN001”“20 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN002”和“21 沈阳地铁 GN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

沈阳地铁集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
沈阳地铁集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 沈阳地铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
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 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 沈阳地铁 GN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 沈阳地铁 GN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 沈阳地铁 MTN001	2 亿元	2 亿元	2021/09/07
17 沈阳地铁 MTN001	15 亿元	15 亿元	2027/12/21
18 沈阳地铁 MTN001	10 亿元	10 亿元	2028/05/31
20 沈阳地铁 GN001	5 亿元	5 亿元	2030/04/24
20 沈阳地铁 MTN001	5 亿元	5 亿元	2025/07/01
20 沈阳地铁 GN002	10 亿元	10 亿元	2025/09/17
21 沈阳地铁 GN001	10 亿元	10 亿元	2024/04/08

注：上述债券仅包括由联合资信受托评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“17 沈阳地铁 MTN001”和“18 沈阳地铁 MTN001”期限为 5+5 年，表中到期兑付日系投资人不行使回售选择权的到期日；“20 沈阳地铁 MTN001”系永续期中票，表中到期兑付日系首个续期行权日

评级时间：2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营地位。跟踪期内，沈阳市经济和财政收入保持稳定，公司继续获得沈阳市政府在资金注入和财政补贴方面的大力支持；受益于转让子公司股权，公司获得较大规模的投资收益，2020年利润总额大幅增长。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，受疫情防控影响公司营业收入有所下降，且由于地铁项目建设周期长、资金需求大并具有较强的公益性，公司整体债务负担较重、未来资本支出压力较大和营业利润率为负等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

地铁项目具有较强的准公共产品特征和良好的社会效益，公司有望持续获得较大力度的政府专项支持。伴随地铁路网不断丰富，公司营业收入和盈利能力有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“16 沈阳地铁 MTN001”“17 沈阳地铁 MTN001”“18 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN001”“20 沈阳地铁 MTN001”“20 沈阳地铁 GN002”和“21 沈阳地铁 GN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**2020年，沈阳市地区生产总值为6571.6亿元，完成一般公共预算收入736.08亿元，均较上年增长0.8%。
- 公司业务保持专营优势。**公司是沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面保持专营地位。
- 持续获得有力的外部支持。**2020年，沈阳市政府以拨付建设专项资金和地方政府债券资金等形式增加公司资本公积54.20亿元，拨付财政补贴0.12亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张宁 刘沛伦 汪宜徽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司债务规模保持增长，债务负担较重。2020 年底，公司全部债务 419.98 亿元，较上年底增长 4.54%。2021 年 3 月底，公司全部债务 442.06 亿元，全部债务资本化比率为 57.77%。
2. 公司未来面临较大的投资压力。公司在建的地铁项目 2021—2023 年分别计划投资 91.15 亿元、101.47 亿元和 99.96 亿元，拟建的地铁兴华地下商业街项目、地铁滂江街地块项目等项目计划总投资 30.81 亿元，公司未来投资压力较大。
3. 公司收入下降，业务盈利能力弱。2020 年，公司营业收入同比下降 1.66%，营业利润率为-17.97%，较上年的-9.18%继续下降。

财务数据

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	39.66	46.00	67.05	66.79
资产总额(亿元)	649.22	707.89	790.05	807.08
所有者权益(亿元)	254.56	261.38	324.04	323.14
短期债务(亿元)	20.59	51.43	43.75	49.31
长期债务(亿元)	324.24	350.33	376.23	392.75
全部债务(亿元)	344.83	401.76	419.98	442.06
营业收入(亿元)	10.73	10.57	10.39	1.97
利润总额(亿元)	-1.44	0.17	5.71	-0.95
EBITDA(亿元)	0.36	1.90	11.52	--
经营性净现金流(亿元)	-0.71	-2.26	-3.08	-1.62
营业利润率(%)	-12.58	-9.18	-17.97	-33.34
净资产收益率(%)	-0.58	0.04	1.75	--
资产负债率(%)	60.79	63.08	58.99	59.96
全部债务资本化比率(%)	57.53	60.58	56.45	57.77
流动比率(%)	274.91	204.73	268.77	266.24
速动比率(%)	182.18	134.74	206.64	204.98
现金收入比(%)	110.04	97.31	86.31	139.72
经营现金流动负债比(%)	-1.06	-2.35	-3.43	--
现金短期债务比(倍)	1.93	0.89	1.53	1.35
EBITDA利息倍数(倍)	0.07	0.30	1.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	960.05	211.52	36.45	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	592.76	661.98	742.09	759.05
所有者权益(亿元)	200.65	212.22	273.23	272.00
全部债务(亿元)	345.56	401.76	419.98	442.06
营业收入(亿元)	6.43	7.07	6.06	1.06
利润总额(亿元)	-1.11	0.05	4.23	-0.86
资产负债率(%)	66.15	67.94	63.18	64.17
全部债务资本化比率(%)	63.27	65.44	60.58	61.91
流动比率(%)	200.88	160.77	218.08	216.75
经营现金流动负债比(%)	-0.50	-0.68	-4.16	--

注：公司长期应付款中的有息债务已纳入债务统计；2021年一季报未经审计

评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 沈阳地铁 GN001	AAA	AAA	稳定	2021/3/24	张宁 刘沛伦 汪宜徽	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 沈阳地铁 GN002	AAA	AAA	稳定	2020/9/10	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
16 沈阳地铁 MTN001、17 沈阳地铁 MTN001、18 沈阳地铁 MTN001、20 沈阳地铁 GN001 和 20 沈阳地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/7/24	王治 郑重 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 沈阳地铁 MTN001	AAA	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
20 沈阳地铁 GN001	AAA	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	AAA	稳定	2018/3/29	张龙景 王治	城市基础设施投资企业信用评级方法 (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	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
16 沈阳地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/10/27	--	--	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2016/5/24	王治 姚玥	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由沈阳地铁集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

沈阳地铁集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为86483万元，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”）持有公司88.73%股权，国开发展基金有限公司持有公司11.27%股权；公司实际控制人是沈阳市国资委。

跟踪期内，公司经营范围变更为：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）

跟踪期内，公司转让全资子公司沈阳城建天和置业有限公司（以下简称“天和置业”）70%股权，公司合并范围内减少1家子公司；截至2021年3月底，公司拥有纳入合并范围的子公司8家。

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

截至2021年3月底，公司资产总额807.08亿元，所有者权益323.14亿元（含少数股东权益0.97亿元）；2021年1-3月，公司实现营业收入1.97亿元，利润总额-0.95亿元。

公司注册地址：沈阳市沈河区大西路338号。
法定代表人：卢春峰。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券情况如表1所示。跟踪期内，“20沈阳地铁GN002”和“21沈阳地铁GN001”尚未到首个付息日，其他债券均已按期支付利息。

表1 跟踪债券概况（单位：亿元、%、年）

债券简称	余额	票面利率	期限	起息日	到期日	特殊条款	募集资金用途
16 沈阳地铁 MTN001	2.00	3.68	5	2016/09/07	2021/09/07	--	全部用于地铁各线路及配套项目建设
17 沈阳地铁 MTN001	15.00	6.00	5+5	2017/12/21	2027/12/21	调整票面利率，回售	全部用于地铁各线路及配套项目建设
18 沈阳地铁 MTN001	10.00	5.80	5+5	2018/05/31	2028/05/31	调整票面利率，回售	6亿元用于补充营运资金，4亿元用于地铁线路及配套项目

							建设
20 沈阳地铁 GN001	5.00	4.51	10	2020/04/24	2030/04/24	--	1 亿元用于补充绿色项目配套流动资金, 4 亿元用于偿还绿色项目金融机构借款本金及利息
20 沈阳地铁 MTN001	5.00	4.80	5+N	2020/07/01	2025/07/01	调整票面利率, 延期, 持有人救济, 赎回, 利息递延权	全部用于偿还有息债务
20 沈阳地铁 GN002	10.00	4.50	5	2020/09/17	2025/09/17	--	3 亿元补充绿色项目配套流动资金, 7 亿元偿还绿色项目金融机构借款本金及利息
21 沈阳地铁 GN001	10.00	4.78	3	2021/04/08	2024/04/08	--	全部用于偿还绿色项目金融机构借款本金及利息
合计	57.00	--	--	--	--	--	--

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

“17 沈阳地铁 MTN001”和“18 沈阳地铁 MTN001”附第五年末投资人回售选择权和公司调整票面利率选择权; “20 沈阳地铁 MTN001”系永续中票, 清偿顺序等同其他待偿还债务融资工具, 公司可以无条件递延支付债券利息及其孳息。

截至 2021 年 4 月底, “20 沈阳地铁 GN002”募集资金剩余 2.68 亿元未使用, “21 沈阳地铁 GN001”的募集资金 10.00 亿元尚未使用, 其他债券募集资金均已按约定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。在此背景下, 2020 年我国经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30% (本文中 GDP 增长均为实际增速, 下同), 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次

成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度, 我国经济运行持续恢复, 宏观政策整体保持了连贯性, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置; 积极的财政政策提质增效, 推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度, 我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00% (文中使用的两年平均增长率均是以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率), 低于往年同期水平, 主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看, 三大产业中第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间。具体看, 第二产业增加值两年平均增长 6.05%, 已经接近疫情前正常水平 (5%~6%), 第二产业恢复情况良好, 其中工业生产恢复良好, 工业企业盈利改善明显; 而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%, 增速略微低于疫情前正常水平; 第三产业两年平均增长 4.68%, 较 2019 年同期值低 2.52 个百分点, 第三产业仍有恢复空间, 主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度	一季度近两年平均增速
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30	5.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50	6.80
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60	2.90

社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90	4.20
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70	--
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30	--
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70	4.50
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20	--
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长

47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫

苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据 2020 年 11 月 1 日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为 10 类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至 2020 年底，中国大陆地区¹城轨交通运营线路中共有 8 种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为 78.8%、10.2%、5.8% 和 2.7%，其余 4 种制式运营线路长度占比较小。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业概况

¹ 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共14.12亿人，其中城镇人口9.02亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为63.89%。从人口地区分布来看，东部地区人口占39.93%，与2010年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升2.15个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升0.22个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

经过多年的发展，截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路244条，建成投运线路总长度达7969.7公里。2020年，城轨交通累计完成客运量175.9亿人次，较上年减少61.1亿人次，同比下降25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有11个城市全部或部分线路停运。2020年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成建设投资6286亿元，同比增长5.5%，在建项目的可研批复投资累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里。

（2）行业发展

在城轨交通项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运

营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一由政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

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

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

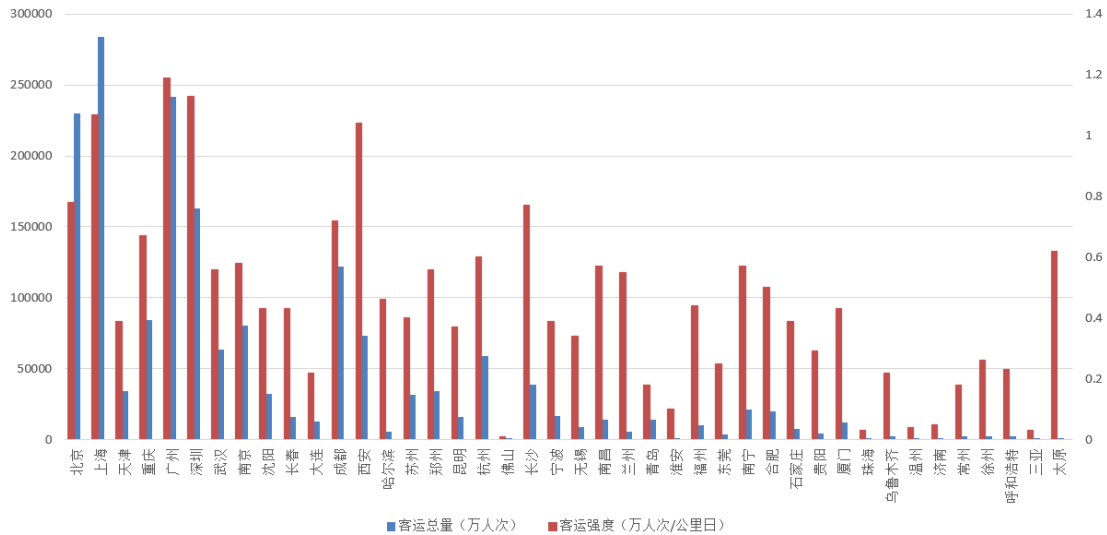
图1 2012—2020年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

4月11日—6月30日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3 2020年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

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

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

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

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

（4）行业政策

城轨交通行业具有投资规模大、专业技术要求较高、对城市发展影响重大等特点，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

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

表3 近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	发布单位	发布日期
1	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09

4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅 2018 年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规划与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。除城轨交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入占比不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

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

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心

城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足1小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

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

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的带动下，中国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁。“十四五”时期，中国城轨交通将继续推动智慧城轨建设，并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。同时，政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期，中国已进入城轨交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，但经济发达地区

的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至 2020 年底，全国城轨交通运营线路已达近 8000 公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，中国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

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

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

2. 区域经济环境

跟踪期内，沈阳市经济和财政收入保持稳定，财政自给能力尚可，政府债务负担重。

公司主要从事沈阳市轨道交通投资建设和运营，沈阳市经济状况对公司可持续发展有重

要影响。沈阳市位于辽宁省中部，位于东北亚经济圈和环渤海经济圈的中心，现系辽宁省行政中心、副省级市、沈阳都市圈核心城市，具备较强的区位优势。

根据《2020 年沈阳市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年沈阳市地区生产总值（GDP）6571.6 亿元，按可比价计算，较上年增长 0.8%。其中，第一产业增加值 303.6 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 2160.4 亿元，增长 2.9%；第三产业增加值 4107.6 亿元，下降 0.6%。三次产业结构由上年的 4.4: 33.7: 61.9 调整为 4.6: 32.9: 62.5。

2020 年，沈阳市固定资产投资比上年增长 4.1%。从三大领域看，制造业投资增长 10.0%，房地产开发投资增长 5.2%，基础设施投资增长 1.0%。

2020 年底，沈阳市全市户籍人口 762.2 万人；2020 年人口自然增长率为-3.34%，同比降低 3.38 个百分点。2020 年城镇居民人均可支配收入 47413 元，比上年增长 1.3%；人均消费支出 31562 元，下降 7.5%。

根据沈阳市统计局公布的《2021 年 1—3 月份主要经济指标》，2021 年一季度，沈阳市地区生产总值 1523.3 亿元，同比增长 15.5%。规模以上工业增加值同比增长 36.5%，固定资产投资同比增长 17.6%，其中工业固定资产投资同比下降 16.9%、房地产开发投资同比增长 42.1%。

根据《2020 年沈阳市预算执行情况和 2021 年沈阳市预算草案》，2020 年沈阳市一般公共预算收入 736.08 亿元，同比增长 0.8%。其中，税收收入 601.13 亿元，较上年增长 2.5%，占当期一般公共预算收入的 81.67%；一般公共预算支出 1074.11 亿元，沈阳市财政自给率为 68.53%。2020 年，沈阳市获上级财政补助收入 407.86 亿元；完成政府性基金收入 583.01 亿元，较上年增长 17.1%，其中土地出让收入 525.65 亿元，增长 18.8%。

截至 2020 年底，沈阳市地方政府债务余额 1778.30 亿元，其中一般债务余额 964.87 亿元、

专项债务余额 813.43 亿元，整体债务负担重。

根据沈阳市财政局公布的《2021 年 1—6 月沈阳市财政收支执行情况》，2021 年上半年，沈阳市一般公共预算收入完成 407.7 亿元，增长 16.0%；其中地方税收收入完成 323.5 亿元，增长 12.9%。沈阳市政府性基金收入完成 302.7 亿元，增长 35.1%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司定位未发生变化，在资金注入及财政补贴方面继续获得有力的外部支持。

公司是沈阳市地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体。2020 年，公司收到沈阳市政府拨付的地铁建设资金 25.43 亿元、公租房建设资金 0.24 亿元和公交车补贴 1.60 亿元，将上述拨款计入“资本公积”；根据沈阳市政府相关文件，公司将当期及前期收到的地方政府债券资金中的 26.93 亿元转计入“资本公积”；公司收到政府拨付的高校毕业生社保补贴等多种补贴款 0.12 亿元，计入“其他收益”。

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 2020 年底，公司应收沈阳市财政局利息补贴款 41.16 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：2101030000235945），截至 2021 年 6 月 13 日，公司本部未结清和已结清的信贷记录中无不良或关注类信贷记录，过往履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高管人员方面无重大变化，公司部门名称有所调整。

截至 2021 年 6 月底，公司本部内设 14 个部门，分别是工程一部、工程二部、工程三部、设备管理部、安全生产监督管理部、质量监督部、规划与设计管理部、前期工作部、行政办公室、财务部、合约部、企业发展部、计划统计部和保卫部。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以地铁建设、运营为主业，辅以钢材销售、广告、场地租赁等业务。跟踪期内，受新冠肺炎疫情等因素影响，公司营业收入和毛利率均有所下降，主营业务亏损程度有所加大。

公司目前主要业务包括地铁建设运营、钢材销售、物业管理、场地租赁、广告等，其中地铁运营和钢材销售是公司主要收入来源。跟踪期内，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司营业收入和毛利率均有所下降。

从具体业务板块看，2020 年，公司地铁运营收入同比下降 25.64%，主要是新冠肺炎疫情防控下，市民减少出行所致；钢材销售收入同比下降 10.16%，主要由于地铁 10 号线试运营后公司在建项目对钢材需求下降；受疫情防控影响，公司场地租赁和广告业务收入也有所下降；跟踪期内公司物业管理和设备租赁收入有所增长，物业管理收入增长主要由于商铺出租面积和公租房物业管理面积增加，设备租赁收入增长主要是由于市场上对盾构机租赁需求上升。公司其他业务收入主要来自餐饮服务、公租房租赁和利息收入等，2020 年其他业务收入大幅增加 1.33 亿元，主要是盾构机出售和利息收入增长所致。

2020 年地铁运营毛利率为 -56.80%，同比下降 40.00 个百分点，主要系在营业收入下降的情况下，地铁运营的固定成本相对较高且 2020 年新增防疫成本开支所致；钢材销售毛利率为 10.72%，同比上升 7.81 个百分点，系钢材销售的市场价格上升所致；物业管理毛利率为 0.61%，同比下降 4.15 个百分点，毛利率很低；公司广

告业务收入毛利率为负值主要系公司将部分地铁线路及机器设备折旧费列入广告成本所致，跟踪期内公司广告收入大幅减少导致其毛利率继续下降。

2021年1-3月，公司实现营业收入1.97亿元，相当于2020年营业收入的18.92%。当期，公司营业毛利率为-32.27%。

表4 公司各业务板块收入、占比和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
地铁运营	61507.92	58.21	-16.80	45739.85	44.02	-56.80	9018.95	45.87	-92.83
钢材销售	16580.93	15.69	2.91	14895.89	14.33	10.72	3322.38	16.90	11.25
物业管理	4612.16	4.36	4.76	9733.94	9.37	0.61	2216.47	11.27	-18.70
场地租赁	7349.06	6.95	68.58	4382.60	4.22	57.86	531.95	2.71	14.27
设备租赁	1540.93	1.46	60.25	2880.62	2.77	86.63	1494.24	7.60	13.17
广告业务	2540.39	2.40	-387.54	1461.02	1.41	-757.80	1253.42	6.38	58.77
其他业务	11538.13	10.92	49.90	24821.05	23.89	49.73	1823.90	9.28	58.12
合计	105669.51	100.00	-7.34	103914.96	100.00	-17.34	19661.32	100.00	-32.27

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

跟踪期内，公司试运营地铁10号线，客车开行列次和运营里程同比明显增长，但由于疫情防控下市民减少出行，公司地铁客运量和客运收入均有所下降，公司地铁运营亏损程度有所加重。

跟踪期内，沈阳地铁10号线开通试运营，运行长度27.40千米，开通车站21座，构成了沈阳地铁组合环线的北环和东环。

截至2021年3月底，公司运营线路包括地铁1号线、地铁2号线、地铁2号线北延线、地铁9号线以及地铁10号线，开通长度116.38公里；其中地铁9号线和地铁10号线仍有部分站点尚未通车运营，项目工程未转入固定资产。

表5 截至2021年3月底公司运营地铁线路情况（单位：亿元、公里、个）

线路名称	总投资（概算）	已投资	开通长度	起终点	车站数	开通时间
地铁1号线	117.66	108.12	27.72	黎明广场站—十三号街站	22	2010/09/27
地铁2号线	74.00	81.78	21.86	三台子站—全运路站	19	2011/12/30
地铁2号线北延线	53.00	39.52	10.40	三台子站—蒲田路站	7	2018/04/08
地铁9号线	189.50	124.58	29.00	怒江公园—建筑大学站	23	2019/05/25
地铁10号线	297.10	126.39	27.40	丁香湖—桑林子村	21	2020/04/29
合计	731.26	480.39	116.38	--	92	--

注：表中地铁1号线和地铁2号线已投资额为提交最终决算数

资料来源：公司提供

2020年，由于地铁10号线的开通试运营，公司客车开行列次和运营里程同比分别增长32.98%和30.19%；但受疫情防控影响，市民出行量有所下降，且出行时对公共交通的青睐度降低，公司年度客运量和客运收入分别下降

15.66%和14.18%。2021年1月，沈阳市疫情防控再度加严，加之春节假期影响，2021年一季度公司客运指标未见明显好转。2021年一季度，公司客运量6954.53万人次，相当于2020年客

运量的 22.43%；客运收入 1.21 亿元，相当于 2020 年客运收入的 20.61%。

表6 公司地铁运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
年度客运量 (万人次)	36765.25	31006.81	6954.53
日均客运量 (万人次)	100.73	84.72	77.27
客车开行列次	332654	442366	121145
日均客车开行列次	911	1209	1346
运营里程 (万公里)	5705.15	7427.77	2022.88
客运收入 (亿元)	6.84	5.87	1.21
平均票价 (元)	1.86	1.89	1.74
网络正点率 (%)	99.96	99.98	99.98
运行图兑现率 (%)	99.99	100.00	99.99

注：该表中地铁运营收入含公益人群乘车补贴，与表3客运收入存在差异

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司地铁运营网络正点率、运营图兑现率维持在高水平；票价未发生变化，仍沿用 2019 年调整后的阶梯票价，即：0~6（含，以下类同）公里，票价 2 元；6~10 公里，票价 3 元；10~14 公里，票价 4 元；14~21 公里，票价 5 元；21~28 公里，票价 6 元；28 公里以上，每增加 10 公里，增加 1 元，目前实行最高票价 7 元封顶优惠。

地铁运营业务的成本包括固定资产折旧及运营成本。2020 年，公司固定资产中地铁 1 号线和 2 号线共计提折旧 1.22 亿元；9 号线和 10 号线尚未转入固定资产。公司地铁运营业务的运营成本仍主要由人员费用、电费、物业管理费和地铁维护费构成，2020 年上述费用分别占运营成本的 51.52%、10.06%、13.24% 和 10.05%。由于运营线路里程增加，2020 年地铁运营成本同比增长 25.76%。其中，人员费用、电费和物业管理费均有所增长；地铁线路维护费同比下降 8.76%，主要由于 2019 年地铁 2 号线进行车辆定期架修导致维护费较高。2021 年 1-3 月，公司地铁运营成本中 2 号线维护费相对较高，系增购车辆维修所致。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。

表7 公司地铁运营业务的运营成本构成

(单位：万元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
人员费用	51580.21	64267.24	16476.97
电费	10593.89	12554.26	3557.31
物业管理费	10315.13	16511.44	4081.53
地铁线路维护费	13737.62	12534.14	3213.76
其中：1 号线维护费	6093.66	7576.37	496.22
2 号线维护费	7461.10	4125.09	2616.65
9 号线维护费	182.86	610.63	89.61
10 号线维护费	--	222.05	11.28
其他费用项目	12957.95	18868.08	4193.07
合计	99184.80	124735.16	31522.64

注：部分开支系支付给子公司，合并报表中予以抵消

资料来源：公司提供

② 地铁项目建设

公司在建地铁项目有序推进，但在建及拟建项目投资规模大，公司面临较大的资本支出压力。

公司是沈阳地铁投资建设、运营管理和资源开发的实施主体，由于地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性强等特点，沈阳市政府根据具体地铁项目投资规模按一定比例提供项目建设资本金，剩余建设资金由公司通过贷款及其他融资方式筹措。

截至 2021 年 3 月底，公司在建地铁项目主要为地铁 10 号线、4 号线、地铁 2 号线南延线、9 号线和 3 号线，总投资 1059.44 亿元，已完成投资 316.66 亿元。2021 年、2022 和 2023 年，公司在建地铁项目分别计划投资 91.15 亿元、101.47 亿元和 99.96 亿元。公司拟建项目主要有地铁兴华地下商业街项目、地铁滂江街地块项目、地铁北大营地块项目、塔湾站一体化开发工程项目、皇姑屯站一体化开发项目，合计总投资 30.81 亿元。公司在建及拟建项目投资规模大，未来面临较大的资本支出压力。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况 (单位: 公里、个、亿元、%)

项目	计划建设工期	总里程	站点数	计划总投资	市财政投资比例	截至 2021 年 3 月底实际已完成投资
地铁 9 号线	2013—2019	37.20	28.00	189.50	30.00	124.58
地铁 10 号线	2013—2020	48.50	36.00	297.10	30.00	126.39
地铁 4 号线	2015—2023	34.13	23.00	210.31	40.00	46.25
地铁 3 号线	2019—2025	41.27	30.00	266.13	40.00	7.23
地铁 2 号线南延线	2019—2024	14.20	7.00	96.40	40.00	12.21
小计	--	175.30	124.00	1059.44	--	316.66
市府广场地铁配套工程	2010—2013	--	--	9.25	20.00	10.62
沈阳南站地铁配套工程	2011—2013	--	--	7.11	25.00	6.70
桃仙机场地铁配套工程	2012—2013	--	--	4.00	25.00	2.90
合计	--	--	--	1079.80	--	336.88

注: 1. 地铁 10 号线分为北段和南段, 北段计划投资 190.46 亿元, 南段计划投资 106.64 亿元, 目前南段尚未投资建设; 2. 上表中配套工程虽完工, 但由于沈阳市建委流程仍在处理中, 均未决算, 故仍在在建工程中列示

资料来源: 公司提供

(2) 钢材销售

公司钢材主要供应于地铁建设单位, 依照订单进行采购, 地铁 10 号线投入试运营后公司在建项目对钢材需求下降, 导致公司钢材销售收入下降。

公司钢材销售业务由子公司沈阳地铁经营有限公司经营。钢材销售采用自营业务模式, 以销定购, 即获得下游客户的订单后再向钢材供应商采购相应数量的钢材, 价格以钢铁网价为基础加价。钢材采购区域均来自沈阳, 销售区域均为在建的沈阳地铁各施工标段, 客户大部分为从事公司地铁建设业务的施工单位, 销售渠道较有保障。

由于 2020 年 4 月地铁 10 号线投入试运营, 公司正在施工的项目仅剩地铁 4 号线收尾工程, 对钢材需求下降。跟踪期内, 公司钢材全部采购自辽宁伟豪商贸有限公司, 销售对象主要是承接地铁 4 号线不同标段的建设单位。2020 年, 公司钢材销售收入 1.49 亿元, 同比下降 10.16%; 毛利率为 10.72%, 同比上升 7.81 个百分点。2021 年 1—3 月, 公司实现钢材销售收入 0.33 亿元, 毛利率为 11.25%。

(3) 市场化经营业务

公司市场化经营业务主要包括广告业务、设备租赁、场地租赁及物业管理等。跟踪期内,

受疫情影响, 公司广告业务和场地租赁收入大幅下降; 由于盾构机租赁需求上升, 公司设备租赁收入有所增长; 由于商铺出租及公租房完工运营的面积增加, 公司物业管理收入明显增长。

公司广告业务主要是地铁周边平面户外广告, 包括 ATM 机广告、车身广告、地铁卡冠名、车站广告等。公司广告业务运营模式分为外包、自营两种, 车站、列车车贴、自动售货机和自动售纸机等广告采用外包模式, 外包合同方主要以招标竞价方式获得, 一次性竞价招标, 期限 10 年, 根据双方合同约定定期支付费用。票卡、进出口导向、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 年, 公司确认广告收入 1461.02 万元, 同比下降 42.49%, 主要是疫情防控影响下, 公司自营广告收入大幅减少所致; 广告业务毛利率为 -757.80%, 亏损同比进一步加重。2021 年 1—3 月, 公司广告收入 1253.42 万元, 相当于 2020 年广告收入的 85.79%, 收入有所好转, 主要是公司与参股公司沈阳地铁易为传媒有限公司签署了外包广告协议, 确认收入 943.40 万元。

公司场地租赁业务收入仍主要来自沈阳国际展览中心, 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。2020年，公司实现场地租赁收入4382.60万元，同比下降40.37%，毛利率下降至57.86%。2021年1—3月，公司实现场地租赁收入531.95万元，相当于2020年场地租赁收入的12.14%。

公司设备租赁业务主要是子公司沈阳盾构设备工程有限公司（以下简称“盾构公司”）对外租赁盾构机。盾构公司由公司、北方重工集团有限公司和沈阳工业国有资产经营有限公司分别持股40%、30%和30%，是东北地区专业从事盾构设备租赁、销售和技术服务为一体的国有公司，其股东之一北方重工集团有限公司具有设计和生产盾构机的能力。公司现有盾构设备可用于市政地铁隧道、铁路隧道、公路隧道、城市地下管廊、引水隧洞等多个工程领域，业务范围不限于沈阳市地铁建设。2020年，公司设备租赁收入2880.62万元，同比增长86.94%；2021年1—3月，公司设备租赁收入1494.24万元，相当于2020年设备租赁收入的51.87%。

公司物业管理服务运作主体是沈阳地铁物业管理有限公司，业务分为对内和对外。对内业务主要是针对集团内部各所属公司的物业服务，包括地铁线路的保安、保洁，集团公司和沈阳国际展览中心办公楼物业服务等；对外业务主要是针对地铁沿线及地铁站点的配套商铺物业等的租赁及物业服务。对内业务形成的收入规模

相对较大，在公司合并报表中与其他业务成本抵消，但成本仍列支为物业管理成本，故公司物业管理业务盈利水平低。2020年，公司物业管理收入0.97亿元，同比增长111.05%，系商铺租赁和公租房物业管理面积增加所致；毛利率为0.61%，同比下降4.15个百分点。2021年1—3月，公司物业管理收入2216.47万元。

（4）公租房项目建设

公司公租房项目建设资金来自财政安排，目前大部分项目已建设完成并交付入住。

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，公司将建好的公租房项目计入“存货”科目，将沈阳市政府拨付的公租房建设资金计入“资本公积”。沈阳市政府按工程进度拨付保障房项目建设资金，公司不进行垫资。

截至2021年3月底，公司在建公租房项目主要包括克俭小区、丁香湾、惠生新城等，计划总投资49.75亿元，累计已完成投资39.58亿元。从实际工程建设进度看，公租房项目大部分已建设完成并交付入住，跟踪期内丽水三期项目完工投入使用。2020年公司实现公租房收入4777.49万元；2021年1—3月，公司实现公租房收入1227.14万元。

表9 截至2021年3月底公司已建公租房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划投资额	已完成投资	目前工程进度
丽水三期	7.25	4.73	2.81	已完工入住
克俭小区一期	9.25	7.91	7.76	克俭一期建设完成，工程结算过程中
克俭小区二期	2.72	0.71	0.46	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	10.52	0.59	0.00	已完成装修、家具等招标，尚未开始装修改造
丽水一期	29.12	11.32	10.14	已完工入住
丽水二期	3.36	1.69	0.91	已完工入住
凤凰新城	16.21	6.73	5.35	已完工入住
惠生新城	25.13	10.97	8.00	已完工入住
惠民新城	11.55	5.10	4.15	已完工入住
合计	115.11	49.75	39.58	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来,公司计划重点做好工程建设、运营管理、多种经营等方面的工作,地铁工程建设、运营为主导,多种经营协调发展。工程建设方面,公司要求确保10号线稳定运营,4号线土建施工形象进度完成40%,全力推进2号线南延线、3号线一期工程开工建设。运营管理方面,公司要求落实网络化运营各项管理制度,提升客运组织、安全监控、应急响应、服务管理水平;及时做好车辆架大修、轨道维修等工作,提升设备设施维修保障能力。

九、财务分析

公司提供了2020年财务报告,中准会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行审计,并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

2020年,公司转让子公司天和置业70%股权,不再将天和置业纳入合并范围;2021年1-3月,公司合并范围未发生变化。天和置业2019年底资产总额13.27亿元(几乎全部是土

地资产)、净资产为负,2019年营业收入0.00元、净利润-151.24万元。整体来看,天和置业资产和收入规模小,公司财务数据可比性强。

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

截至2021年3月底,公司资产总额807.08亿元,所有者权益323.14亿元(含少数股东权益0.97亿元);2021年1-3月,公司实现营业收入1.97亿元,利润总额-0.95亿元。

1. 资产质量

跟踪期内,公司资产总额保持增长,固定资产和在建工程占比大,资产流动性较弱,资产质量一般。

截至2020年底,公司资产总额790.05亿元,较上年底增长11.61%,主要系货币资金、其他应收款和在建工程增长所致。公司资产以非流动资产为主,2020年底非流动资产占69.53%,较上年底下降2.69个百分点。

表10 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.00	6.50	67.05	8.49	66.79	8.28
其他应收款	53.75	7.59	86.57	10.96	89.07	11.04
存货	67.22	9.50	55.65	7.04	55.73	6.91
流动资产	196.63	27.78	240.71	30.47	242.24	30.01
固定资产	200.33	28.30	200.87	25.43	200.82	24.88
在建工程	300.09	42.39	337.76	42.75	352.74	43.71
非流动资产	511.26	72.22	549.34	69.53	564.84	69.99
资产总额	707.89	100.00	790.05	100.00	807.08	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至2020年底,公司流动资产240.71亿元,较上年底增长22.42%,主要系货币资金和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占27.86%)、预付款项(占6.29%)、其他应收款(占35.97%)、存货(占23.12%)和其他流动资产(占6.00%)构成。

截至2020年底,公司货币资金67.05亿元,较上年底增长45.77%,主要因筹资活动现金净流入规模较大。公司货币资金中受限资金0.43亿元,系因司法冻结而受限,受限金额小。

截至2020年底,公司其他应收款86.57亿元,较上年底增长61.05%。公司其他应收款主

要由利息补贴资金和与政府单位或其下属企业的往来款构成，利息补贴资金和往来款的增加对2020年底公司其他应收款增加的影响各占约50%。公司将地铁运营发生的财务费用计为应收沈阳市财政局的利息补贴，2020年利息补贴金额变化与账务调整有关。公司前五大欠款单位合计欠款61.14亿元，占比合计70.62%，集中度高。

表11 2020年底公司其他应收款前五大欠款单位
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
沈阳市财政局利息补贴	41.16	47.54	1~3年以上
沈阳市皇姑区人民政府	6.82	7.87	1~3年以上
沈阳地铁巴士有限公司	4.84	5.59	1~3年以上
沈阳城建天和置业有限公司	4.83	5.58	1年以内、1~2年
沈阳恒信国有资产经营集团有限公司	3.50	4.04	1年以内
合计	61.14	70.62	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司存货55.65亿元，较上年底下降17.22%，主要是天和置业不再纳入公司合并范围后开发成本下降所致。公司存货目前主要由公租房开发成本构成，2020年底在存货中占98.63%；未计提跌价准备。

截至2020年底，公司其他流动资产14.45亿元，较上年底增长24.80%。公司其他流动资产几乎全部是留抵税额。

截至2020年底，公司非流动资产549.34亿元，较上年底增长7.45%，主要来自在建工程的增长。公司非流动资产主要由固定资产（占36.57%）和在建工程（占61.49%）构成。

截至2020年底，公司固定资产200.87亿元，较上年底变化不大，2020年的增加额和折旧额分别为2.09亿元和1.55亿元，截至2020年底累计计提折旧10.66亿元。公司固定资产主要为一号线、二号线和二号线北延线，地铁线路及地铁站按使用寿命100年计提折旧。截至2020年底，公司在建工程337.76亿元，较上年底增长12.55%，主要系地铁项目建设投入增加所致。

截至2021年3月底，公司资产总额807.08亿元，较上年底增长2.16%，主要源自在建工程增加，公司其他资产科目较上年底变化不大。

受限资产方面，截至2021年3月底，公司货币资金受限8558.99万元；公司9号线一期、10号线以及4号线一期工程项目票款收费权及其项下全部权益和收益已被质押，用于公司长期借款担保。

2. 资本结构

跟踪期内，随着项目建设专项资金和地方政府债资金的注入，公司所有者权益保持增长，资本公积占比高。

截至2020年底，公司所有者权益合计324.04亿元，较上年底增长23.97%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益主要由资本公积构成，2020年底占95.38%。

跟踪期内，公司实收资本未发生变化；2020年底资本公积较上年底增加52.50亿元，新增部分主要由地方政府债券资金26.93亿元、地铁建设资金25.43亿元以及公交车补贴和公租房建设资金构成。2020年，公司新发行5.00亿元永续中票“20沈阳地铁MTN001”，计入“其他权益工具”。

表12 公司主要所有者权益构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.65	3.31	8.65	2.67	8.65	2.68
其他权益工具	0.00	0.00	5.00	1.54	5.00	1.55
资本公积	256.55	98.15	309.06	95.38	309.12	95.66
所有者权益合计	261.38	100.00	324.04	100.00	323.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至2021年3月底，公司所有者权益合计323.14亿元，较上年底下降0.28%，主要系未分配利润减少所致。

跟踪期内，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。

截至2020年底，公司负债总额466.01亿元，较上年底增长4.37%，主要系长短期借款和应付债券增长所致。公司负债以非流动负债为主，2020年底非流动负债占比为80.78%，较上年底略有提升。

表13 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.56	6.17	43.75	9.39	49.31	10.19
应付账款	16.51	3.70	18.00	3.86	16.60	3.43
其他应付款	25.34	5.67	25.47	5.47	24.13	4.99
一年内到期的非流动负债	23.87	5.35	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	96.04	21.51	89.56	19.22	90.99	18.80
长期借款	154.19	34.53	169.25	36.32	185.89	38.41
应付债券	149.63	33.51	161.57	34.67	161.57	33.39
长期应付款	46.51	10.42	45.40	9.74	45.28	9.36
非流动负债	350.47	78.49	376.45	80.78	392.95	81.20
负债合计	446.51	100.00	466.01	100.00	483.94	100.00

注：其他应付款不包含应付利息和应付股利，长期应付款不含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至2020年底，公司流动负债89.56亿元，较上年底下降6.75%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占48.85%）、应付账款（占20.10%）和其他应付款（占28.44%）构成。

表14 2020年底公司其他应付款前五大欠款单位
(单位:亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
沈阳市土地储备服务中心	7.97	31.29	1年以内、1-2年
盛京通充值款	1.69	6.62	1年以内
盛京通卡押金	1.29	5.06	1年以内
公租房建设资金	1.20	4.72	1年以内、1-2年
中铁四局集团有限公司	1.03	4.03	1-3年以上
合计	13.17	51.72	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司短期借款43.75亿元，较上年底增长58.75%，全部为信用借款。应付账款18.00亿元，较上年底增长9.07%，主要系应付工程款增加所致。其他应付款25.47亿元，

较上年底变化不大。公司其他应付款主要由往来款（占58.03%）和押金及保证金（占40.11%）构成。

截至2020年底，公司非流动负债376.45亿元，较上年底增长7.42%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占44.96%）、应付债券（占42.92%）和长期应付款（占12.06%）构成。

截至2020年底，公司长期借款169.25亿元，较上年底增长9.77%，主要系新增信用借款所致。公司长期借款包括质押借款89.76亿元和信用借款79.49亿元，质押借款利率范围为3.30%~4.90%，质押物为地铁项目票款收费权及其项下全部权益和收益，信用借款利率范围主要为4.41%~4.90%。截至2020年底，公司应付债券161.57亿元，较上年底增长7.98%，主要系新发中期票据所致；公司应付债券中地方政府债券资金（系公司收到的政府债资金，用于偿还建设地铁1号线和2号线形成的存量债务；2020年公司收到政府债资金23.87亿元，转出26.93亿元至资本公积）占74.01%，以公司作为

发行人的中期票据占 25.99%。截至 2020 年底，公司长期应付款 45.40 亿元，较上年底变化不大，全部为融资租赁款。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 483.94 亿元，较上年底增长 3.85%，主要系长期借款增加所致，其他负债科目较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 419.98 亿元，较上年底增长 4.54%。其中，短期债务占 10.42%，长期债务占 89.58%，长期债务占比较上年底上升 2.38 个百分点。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为 58.99%、56.45% 和 53.73%，较上年底分别下降 4.09 个、4.14 个和 3.54 个百分点。如将永续债调入长期债务，公司 2020 年底全部债务增至 424.98 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.62%、57.12% 和 54.44%，较调整前分别上升 0.63 个、0.67 个和 0.71 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 442.06 亿元，较上年底增长 5.26%；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上升至 59.96%、57.77% 和 54.86%。如将永续债调入长期债务，公司 2021 年 3 月底全部债务增至 447.06 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.58%、58.42% 和 55.56%。总体看，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

表 15 公司债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	51.43	43.75	49.31
长期债务	350.33	376.23	392.75
全部债务	401.76	419.98	442.06
资产负债率	63.08	58.99	59.96
全部债务资本化比率	60.58	56.45	57.77
长期债务资本化比率	57.27	53.73	54.86

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从公司 2020 年底债务看，2021—2024 年，公司需偿还的债务本金分别为 43.75 亿元、43.85 亿元、40.14 亿元和 31.34 亿元。

3. 盈利能力

受疫情影响，2020 年公司营业收入略有下降，营业成本有所增长，营业利润率同比下降；主要受益于出售天和置业股权后产生的投资收益规模较大，公司 2020 年利润总额明显增长。

2020 年，公司实现营业收入 10.39 亿元，同比下降 1.66%；营业成本 12.19 亿元，同比增长 7.51%。2020 年，公司营业利润率为-17.97%，同比下降 8.79 个百分点。

表 16 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	10.57	10.39
期间费用	1.28	5.17
投资收益	0.22	12.61
其他收益	0.04	0.12
利润总额	0.17	5.71
营业利润率	-9.18	-17.97
总资本收益率	0.02	1.31
净资产收益率	0.04	1.75

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年，公司期间费用总额为 5.17 亿元，同比增长 302.98%，主要系财务费用大幅增加所致。期间费用主要由管理费用和财务费用构成，分别占 18.67% 和 77.25%。2020 年，公司财务费用 3.99 亿元，同比增加 4.02 亿元，主要系公司对利息支出的记账方式进行梳理和调整，将原计为对沈阳市财政局应收利息的部分支出统一调整至财务费用。2020 年，公司期间费用率为 49.71%，同比上升 37.58 个百分点，公司费用控制能力很弱。

2020 年，公司投资收益 12.61 亿元，同比增长 5671.47%，主要系出售天和置业 70% 股权后形成的投资收益规模较大所致；投资收益占营业利润比重为 221.57%，对营业利润贡献大。天和置业主要从事房地产开发，2011 年竞得长青湾公园南地块一直未开发；2020 年 6 月，沈阳市碧桂园房地产开发有限公司的全资子公司以 33.83 亿元公开竞得天和置业 70% 股权和债权。

2020年，公司利润总额5.71亿元，同比增加5.54亿元。

从盈利指标看，2020年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.31%和1.75%，同比分别提高1.29个和1.71个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入1.97亿元，相当于2020年全年的18.92%；利润总额-0.95亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模略有扩大，投资活动现金净流出量仍保持在较大规模，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年，公司经营活动现金流入16.25亿元，同比下降14.83%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金下降幅度较大。公司销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金分别为8.97亿元和7.27亿元，同比分别下降12.78%和8.38%，后者主要为往来单位借款。公司2020年现金收入比为86.31%，同比下降11个百分点。2020年，公司经营活动现金流出19.33亿元，同比下降9.43%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金7.73亿元，同比变化不大；支付其他与经营活动有关的现金6.42亿元，同比下降33.00%，主要为往来单位还款。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.08亿元，净流出规模同比略有扩大。

投资活动现金流方面，2020年，公司投资活动现金流入28.34亿元，同比增长167.81%，主要系当年处置子公司收到的现金规模较大。公司处置子公司及其他营业单位收到的现金净额和收到其他与投资活动有关的现金分别为11.94亿元和16.36亿元，后者主要为收到的公租房建设资金和同地铁建设单位往来款。2020年，公司投资活动现金流出63.41亿元，同比增长27.76%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增长所致。公司购建固定资产、无形资产和

其他长期资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金分别为42.89亿元和19.68亿元，后者主要系偿还同地铁建设单位往来款。2020年，公司投资活动现金净流出35.07亿元，净流出规模同比下降10.19%。

筹资活动现金流方面，2020年，公司筹资活动现金流入101.51亿元，同比增长4.01%，主要由吸收投资收到的现金33.01亿元和取得借款及发行债券收到的现金59.18亿元构成。公司吸收投资收到的现金以政府拨付的地铁建设资金为主，取得借款及发行债券收到的现金中包括政府拨付的政府债资金。2020年，公司筹资活动现金流出42.03亿元，同比下降16.95%，主要系用于偿还债务本息。公司支付其他与筹资活动有关的现金13.85亿元，主要为偿还的融资租赁款项。2020年，公司筹资活动现金净流入59.48亿元，同比增长26.58%。

表17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
经营活动现金流入量	19.09	16.25
经营活动现金流出量	21.34	19.33
经营活动现金流量净额	-2.26	-3.08
投资活动现金流量净额	-39.05	-35.07
筹资活动现金流量净额	46.99	59.48
现金收入比	97.31	86.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年1—3月，公司经营活动现金流净额为-1.62亿元；投资活动现金流主要是流出用于地铁项目建设，净额为-15.99亿元；筹资活动主要是借款及偿付本息，净额为17.34亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产充足，短期偿债能力指标较好，长期偿债能力指标有所改善但仍较弱。考虑到公司所属行业性质以及沈阳市政府对地铁项目建设支持明确，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的204.73%和134.74%提高至268.77%和206.64%；

2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为266.24%和204.98%，较上年底略有下降。2020年公司经营活动净现金流为负，对流动负债无保障能力。2020年底和2021年3月底，公司现金短期债务比分别为1.53倍和1.35倍。整体看，公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为11.52亿元，同比增长506.68%，主要由于投资收益的增加带动利润总额大幅增长。公司EBITDA利息倍数由上年的0.30倍提高至1.00倍，全部债务/EBITDA由上年的211.52倍下降至36.45倍。整体看，公司长期债务偿债能力指标有所改善但仍然较弱。

截至2021年3月底，公司共取得金融机构授信额度1271亿元，其中未使用授信额度891亿元，融资渠道畅通。

截至2021年3月底，公司无对外担保事项。

考虑到公司所属行业性质以及沈阳市政府对地铁项目建设的支持，上述指标未能充分体现公司长期偿债能力，公司实际偿债能力极强。

6. 母公司财务概况

公司资产、负债集中在母公司，母公司债务负担较重。

截至2020年底，母公司资产总额742.09亿元，相当于合并口径的93.93%；母公司负债总

额468.86亿元，相当于合并口径的100.61%。母公司资产、负债的构成与合并口径相差不大。

截至2020年底，母公司所有者权益为273.23亿元，较上年底增长28.75%，母公司所有者权益相当于合并口径的84.32%。主要由实收资本为8.65亿元（占3.17%）和资本公积258.91亿元（占94.76%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率63.18%，全部债务资本化比率60.58%。

2020年，母公司营业收入为6.06亿元，利润总额为4.23亿元，分别相当于合并口径的58.33%和74.18%。

现金流方面，2020年母公司经营活动现金流净流出3.85亿元；投资活动现金净流出33.99亿元；筹资活动现金净流入58.98亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司将于2021年底前到期的债券余额不大，现金类资产对其保障能力很强；公司2020年经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力一般。

截至本报告出具日，公司存续债券余额（不含政府债）57.00亿元，其中2.00亿元将于2021年到期，2022年和2025年各有15.00亿元到期，系存续债券未来本金偿付峰值。

表18 截至报告出具日公司存续债券本金到期时间分布情况（单位：年、亿元）

债券简称	发行期限	当前余额	到期日	下一行权日	2021年到期规模	2022年到期规模	2023年到期规模	2024年到期规模	2025年到期规模	2030年到期规模
16 沈阳地铁 MTN001	5	2.00	2021-09-07	--	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
17 沈阳地铁 MTN001	5+5	15.00	2027-12-21	2022-12-21	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
18 沈阳地铁 MTN001	5+5	10.00	2028-05-31	2023-05-31	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
20 沈阳地铁 GN001	10	5.00	2030-04-24	--	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00
20 沈阳地铁 MTN001	5+N	5.00	2025-07-01	2025-07-01	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	0.00
20 沈阳地铁 GN002	5	10.00	2025-09-17	--	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00
21 沈阳地铁 GN001	3	10.00	2024-04-08	--	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00
合计	--	57.00	--	--	2.00	15.00	10.00	10.00	15.00	5.00

注：针对含有回售选择权的债券，上表中将下一行权日作为偿还时间
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021年3月底，公司现金类资产66.79亿元，对2021年到期债券本金的覆盖倍数为33.40倍。2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为16.25亿元、-1.62亿元和11.52亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司现金类资产对2021年到期债券余额保障能力很强，经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力一般。

表19 截至本报告出具日公司存续债券保障情况
(单位：亿元、倍)

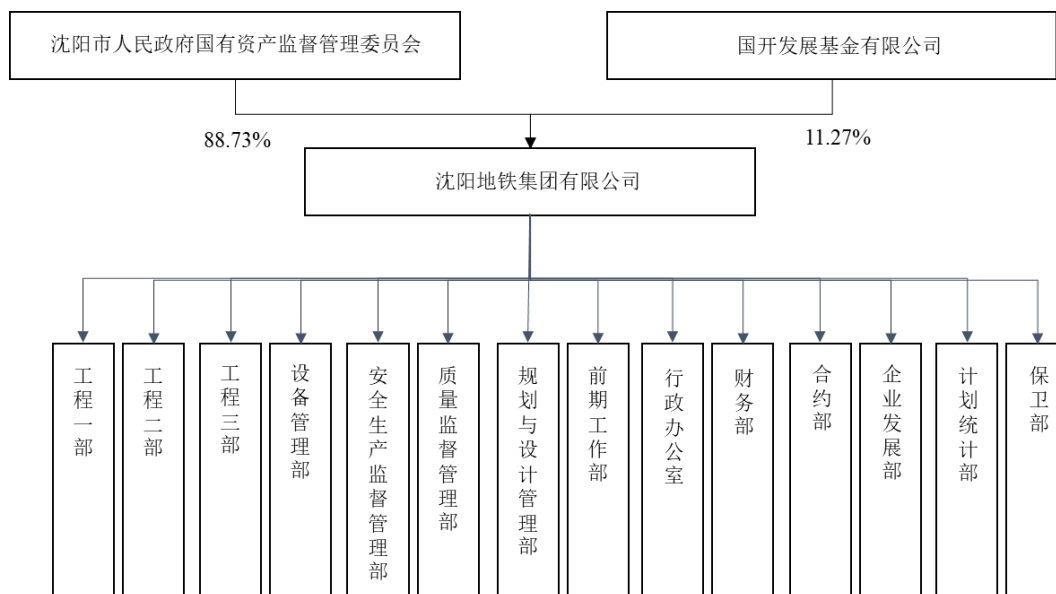
项目	指标值
2021年到期债券本金	2.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
2021年3月底资金类资产/2021年到期债券本金	33.40
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.08
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.11
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.77

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“16沈阳地铁MTN001”“17沈阳地铁MTN001”“18沈阳地铁MTN001”“20沈阳地铁GN001”“20沈阳地铁MTN001”“20沈阳地铁GN002”和“21沈阳地铁GN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2021 年 6 月底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

(单位: 万元、%)

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

资料来源: 公司提供

附件 3-1 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	39.66	46.00	67.05	66.79
资产总额（亿元）	649.22	707.89	790.05	807.08
所有者权益（亿元）	254.56	261.38	324.04	323.14
短期债务（亿元）	20.59	51.43	43.75	49.31
长期债务（亿元）	324.24	350.33	376.23	392.75
全部债务（亿元）	344.83	401.76	419.98	442.06
营业收入（亿元）	10.73	10.57	10.39	1.97
利润总额（亿元）	-1.44	0.17	5.71	-0.95
EBITDA（亿元）	0.36	1.90	11.52	--
经营性净现金流（亿元）	-0.71	-2.26	-3.08	-1.62
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.93	5.91	5.84	--
存货周转次数（次）	0.22	0.18	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	110.04	97.31	86.31	139.72
营业利润率（%）	-12.58	-9.18	-17.97	-33.34
总资本收益率（%）	-0.24	0.02	1.31	--
净资产收益率（%）	-0.58	0.04	1.75	--
长期债务资本化比率（%）	56.02	57.27	53.73	54.86
全部债务资本化比率（%）	57.53	60.58	56.45	57.77
资产负债率（%）	60.79	63.08	58.99	59.96
流动比率（%）	274.91	204.73	268.77	266.24
速动比率（%）	182.18	134.74	206.64	204.98
经营现金流动负债比（%）	-1.06	-2.35	-3.43	--
现金短期债务比（倍）	1.93	0.89	1.53	1.35
EBITDA 利息倍数（倍）	0.07	0.30	1.00	--
全部债务/EBITDA（倍）	960.05	211.52	36.45	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款中的有息债务已调整计入债务核算；3. 2021 年一季度未经审计

附件 3-2 公司主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.74	41.19	62.06	62.08
资产总额（亿元）	592.76	661.98	742.09	759.05
所有者权益（亿元）	200.65	212.22	273.23	272.00
短期债务（亿元）	20.59	51.43	43.75	49.31
长期债务（亿元）	324.97	350.33	376.23	392.75
全部债务（亿元）	345.56	401.76	419.98	442.06
营业收入（亿元）	6.43	7.07	6.06	1.06
利润总额（亿元）	-1.11	0.05	4.23	-0.86
经营性净现金流（亿元）	-0.34	-0.68	-3.85	-1.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	122.17	161.44	246.72	--
存货周转次数（次）	18.30	16.99	14.07	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比率（%）	108.68	91.87	87.42	111.00
营业利润率（%）	-28.14	-19.68	-39.15	-68.90
总资本收益率（%）	-0.20	0.01	0.61	--
净资产收益率（%）	-0.55	0.02	1.55	--
长期债务资本化比率（%）	61.83	62.28	57.93	59.08
全部债务资本化比率（%）	63.27	65.44	60.58	61.91
资产负债率（%）	66.15	67.94	63.18	64.17
流动比率（%）	200.88	160.77	218.08	216.75
速动比率（%）	200.14	160.26	217.32	215.90
经营现金流动负债比（%）	-0.50	-0.68	-4.16	--
现金短期债务比（倍）	1.78	0.80	1.42	1.26

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 其他流动负债和长期应付款中的借款已调整计入债务核算；3. 2021 年一季报未经审计

附件 4 主要指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

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