

沈阳地铁集团有限公司 2026 年度 第四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〔2026〕7608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 2026 年度第四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 2026 年度第四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

二〇二六年八月二十六日

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。

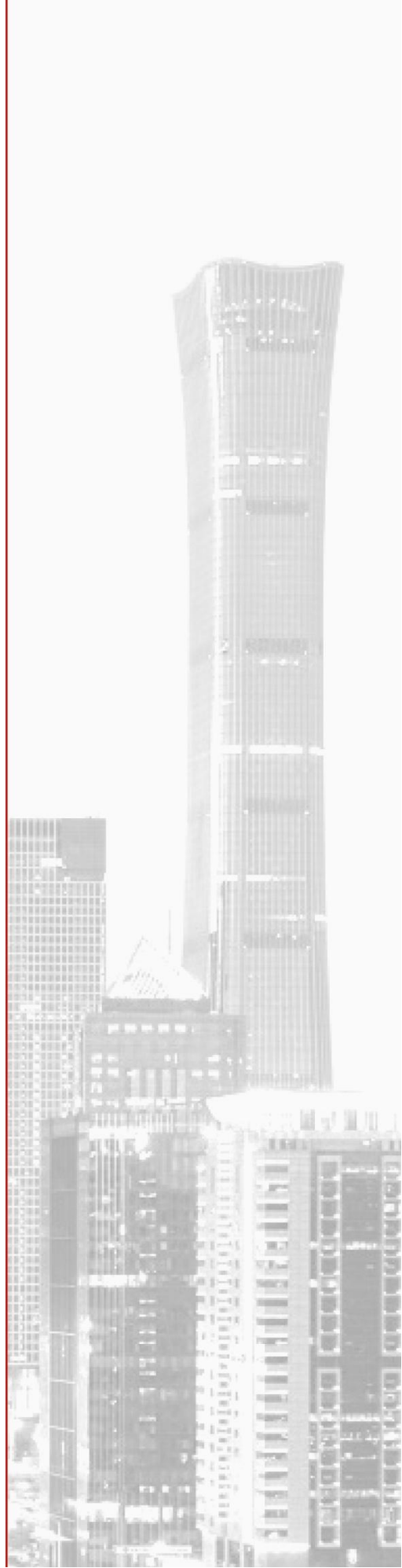
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

2026 年度第四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	2026/08/26

债项概况

“沈阳地铁集团有限公司 2026 年度第四期中期票据”（以下简称“本期债项”）发行基础金额为 0.00 亿元，发行金额上限为 15.00 亿元，期限为 5+N（5）年。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；募集资金拟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。

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。公司地铁客运量和营业总收入均持续增长，房地产收入成为新的收入增长点，但需关注补贴拨付进度滞后、房地产销售业务去化等情况。公司资产中固定资产、在建工程和应收类款项占比高，因地铁运营业务具有公益性强和定价非市场化的特点，营业利润率及经营活动净现金流持续为负，整体盈利指标表现弱；公司全部债务持续增长，整体债务负担较重，但偿债指标表现尚可，备用流动性充足。

个体调整：无。

外部支持调整：沈阳市是辽宁省省会城市，经济总量及财政实力位居辽宁省下辖地级市前列，人口持续净流入，城市轨道交通建设规划明确，沈阳市政府支持能力极强。公司作为沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，业务区域专营优势突出。公司与政府关联度高，区域地位重要，在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续获得有力的政府支持。

联合资信评估股份有限公司（以下简称“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较大，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。以 2025 年底财务数据为基础测算，并按本期债项发行金额上限测算，本期债项的发行对公司现有债务规模和结构影响小。2025 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。

评级展望

依托沈阳市明确的城市轨道交通建设规划，公司有望继续享受良好的外部经营环境和政府的有力支持。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，加之房地产项目建设、完工、销售去化，公司信用状况有望保持稳定。

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。**沈阳市作为辽宁省省会城市，战略地位重要，2023—2025 年，沈阳市经济总量持续增长，人口持续净流入，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。**公司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。
- **持续获得有力的外部支持。**沈阳市人民政府持续以拨付建设专项资金、政府债券资金、资产划拨等形式充实公司资本，截至 2026 年 3 月底，公司资本公积增至 438.87 亿元。2023—2025 年公司持续收到高校毕业生社保补贴、稳岗补贴、运营补贴等补贴。

关注

- **债务规模持续增长，债务负担较重。**公司全部债务持续增长，若将永续期债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，2026 年 3 月底公司调整后资产负债率和全部资本化比率分别为 71.68%和 70.67%。
- **盈利指标表现弱，未来投资压力大。**地铁运营业务具有公益性强和定价非市场化的特点，2023—2025 年，公司营业利润率及经营活动净现金流持续为负，补贴拨付进度滞后。截至 2026 年 3 月底，公司在建的地铁项目以及在建和拟建的房地产项目待投资金额分别为 408.64 亿元和 46.81 亿元，且地铁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、模型及结果

评级方法与模型					城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）				
债项评级方法					永续债信用评级方法（V3.0.202004）				
评价内容		评价结果		风险因素		评价要素		结果档次	
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		3	
						盈利能力		6	
						现金流量		2	
				资本结构		3			
						偿债能力		3	
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	
模型级别								AAA	

个体信用状况和外部支持调整变动说明：公司指示评级、个体调整情况、外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

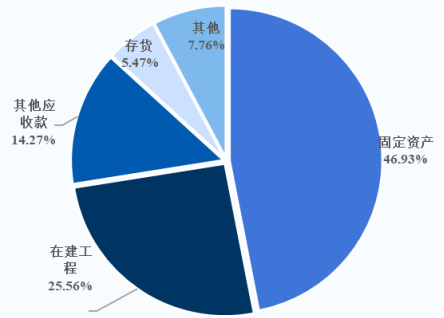
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	50.11	24.86	17.49	32.28
资产总额（亿元）	1209.15	1380.72	1518.23	1566.56
所有者权益（亿元）	445.04	497.62	553.87	568.61
短期债务（亿元）	110.69	122.96	137.34	111.01
长期债务（亿元）	598.54	700.23	771.57	832.99
全部债务（亿元）	709.23	823.19	908.92	944.00
营业总收入（亿元）	13.08	14.69	20.09	5.54
利润总额（亿元）	0.34	0.29	1.08	0.24
EBITDA（亿元）	21.44	19.79	21.29	--
经营性净现金流（亿元）	-8.07	-3.87	-19.02	-1.97
净资产收益率（%）	0.03	0.03	0.17	--
资产负债率（%）	63.19	63.96	63.52	63.70
全部债务资本化比率（%）	61.44	62.32	62.14	62.41
现金短期债务比（倍）	0.45	0.20	0.13	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.68	0.69	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1152.90	1321.74	1458.03	1505.20
所有者权益（亿元）	394.12	446.02	501.58	516.13
全部债务（亿元）	709.23	822.96	908.73	943.84
营业总收入（亿元）	9.66	12.24	13.67	2.95
利润总额（亿元）	1.25	-0.39	0.45	-0.01
资产负债率（%）	65.81	66.26	65.60	65.71
全部债务资本化比率（%）	64.28	64.85	64.43	64.65
现金短期债务比（倍）	0.39	0.16	0.09	0.24

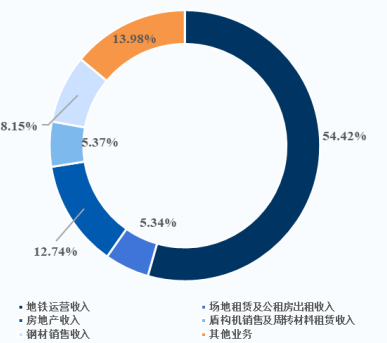
注：1. 2023 年和 2024 年财务数据分别取自 2024 年及 2025 年审计报告期初数，为追溯调整数据，2025 年财务数据取自 2025 年审计报告期末（间）数；2. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告合并口径及本部口径已将其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季度财务数据及公司提供资料整理

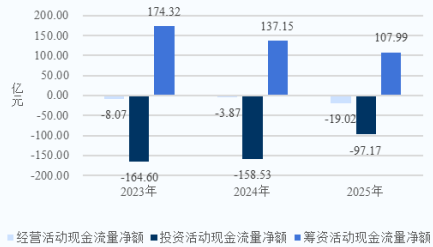
2025 年底公司资产构成



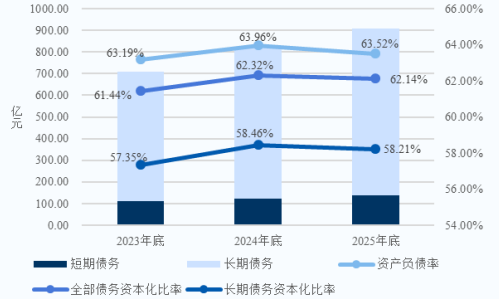
2025 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



同业比较（截至 2025 年底/2025 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（%）	现金短期债务比（倍）	EBITDA 利息倍数（倍）
公司	AAA	沈阳市	9100.3	794.23	1518.23	553.87	20.09	1.08	63.52	62.14	0.13	0.69
南京地铁	AAA	南京市	19428.78	1620.91	3602.97	1230.10	38.96	4.06	65.86	/	/	/
天津地铁	AAA	天津市	18539.82	2221.73	2745.73	1233.09	6.22	16.59	55.09	49.74	0.03	0.46
青岛地铁	AAA	青岛市	17560.67	1340.72	3617.55	1190.42	51.83	3.88	67.09	/	/	/

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；上述债务指标均以调整后数据为基础进行测算；“/”表示数据未获取

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	2026/08/04	王 爽 潘跃升	城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）	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、历史评级项目的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无版本编号

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，出资人是沈阳市地铁建设指挥部（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 2026 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 2026 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 11 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 1518.23 亿元，所有者权益 553.87 亿元（含少数股东权益 1.20 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 20.09 亿元，利润总额 1.08 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 1566.56 亿元，所有者权益 568.61 亿元（含少数股东权益 1.18 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.54 亿元，利润总额 0.24 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。

二、本期债项概况

公司已获批注册金额 100.00 亿元的中期票据（注册通知书文号：中市协注〔2025〕MTN631 号），本期拟在注册额度内发行沈阳地铁集团有限公司 2026 年度第四期中期票据（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行金额为 0.00 亿元，发行金额上限为 15.00 亿元，募集资金拟用于偿还公司有息债务。

债券期限及赎回条款

本期债项期限为 5+N（5）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。第 5 个计息年度末为首个票面利率重置日，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站（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站（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 2026 年 3 月底，国开基金公司对公司出资额 13.3175 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 12.3426 亿元。国开基金公司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%。

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。

利息递延支付及持有人救济条款

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，且不受到任何利息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。如公司选择利息递延支付，则于付息日前 10 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

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，则从第 6 个计息年度起每 5 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。联合资信评估股份有限公司（以下简称“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

2026 年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，国民经济整体运行在合理区间，上半年 GDP 同比增长 4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降 5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义 GDP 增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）》](#)。

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。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时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，整体呈现收紧态势。2025 年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026 年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，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；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2026 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

沈阳市战略地位重要，人口持续净流入，经济总量持续增长，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。

沈阳市系辽宁省省会，亦是沈阳都市圈核心城市、东北亚国际化中心城市、国家历史文化名城、国际性综合交通枢纽城市，是中国连接欧亚大陆桥的重要节点和面向东北亚方向的战略前沿。沈阳市耕地面积和粮食产量位居辽宁省之首，粮食安全保障地位突出，并且产业基础扎实，工业体系门类齐全。截至 2025 年底，沈阳市下辖 10 个区、1 个县级市、2 个县，总面积 12860 平方千米，全市常住人口 927.6 万人，人口持续净流入，城镇化率为 85.87%。

图表 1 • 沈阳市主要经济和财力指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	8624.74	9032.5	9100.3
GDP 增速（%）	6.2	5.2	2.0
固定资产投资增速（%）	1.51	4.0	-24.9
三产结构	3.9:35.1:61.0	3.6:35.1:61.3	4.1:32.8:63.1
人均 GDP（万元）	9.40	9.79	9.83
一般公共预算收入（亿元）	800.85	825.58	794.23
一般公共预算收入增速（%）	12.2	4.0	-3.8
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	76.02	66.32	64.24
财政自给率（%）	73.88	70.97	76.97
政府性基金收入（亿元）	104.02	171.64	103.64
地方政府债务余额（亿元）	2275.25	2401.91	2684.81

注：财政自给率（%）=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据沈阳市统计年鉴及沈阳市国民经济和社会发展统计公报，2023—2025 年，沈阳市地区生产总值（GDP）持续增长，增速持续下降。受制造业投资和房地产开发投资同比下降影响，2025 年沈阳市固定资产投资增速转负。沈阳市是我国重要的老工业基地，工业体系完备、门类齐全、产业链条完整，已形成涵盖 36 个工业大类、137 个中类、320 个小类的完整工业体系。从产业结构看，2025 年规模以上工业增加值中，装备制造业占比高达 68.0%，其中电气机械和器材制造业同比增长 15.4%，铁路、船舶、航空航天及其他运输设备制造业增长 3.1%，新动能支撑作用增强。全市重点打造“10+1”产业集群，包括机器人及智能制造、航空、工业母机 3 个国家先进制造业集群，以及高端装备、汽车及零部件等多个千亿级集群。

根据沈阳市 2023—2024 年财政决算报告和 2025 年预算执行情况报告，2023—2025 年，沈阳市一般公共预算收入波动下降，税收收入占比较高，质量尚可；其中 2025 年一般公共预算收入同比明显回落，主要受汽车等传统制造业税收大幅下滑拖累。2023—2025 年，沈阳市政府性基金收入波动下降。截至 2025 年底，沈阳市地方政府债务余额 2684.81 亿元，政府债务规模大。

根据沈阳市统计局公布的数据，2026 年 1—6 月，沈阳市地区生产总值 4430.1 亿元，同比增长 2.2%；规模以上工业增加值同比下降 3.1%；固定资产投资同比下降 26.8%。同期，沈阳市一般公共预算收入完成 469.9 亿元，同比增长 0.7%；一般公共预算支出完成 529.5 亿元，同比下降 1.6%。

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。截至 2026 年 3 月底，公司地铁运营线路 6 条，总运营里程超 200 公里。

五、基础素质分析

1 企业地位

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。

公司的主要任务和经营范围包括（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。

2 领导层素质

公司高级管理人员管理经验丰富，董事长拥有政府任职经历。

截至本报告出具日，公司拥有董事长及高级管理人员共 8 名，其中高级管理人员包括总经理 1 名、副总经理 6 名。

宁兴华先生，硕士研究生学历，中共党员；历任辽宁省沈阳市委组织部干部一处处长，沈阳市铁西区常委、组织部长，沈阳市铁西区人民政府副区长，沈阳经济技术开发区（中德（沈阳）高端装备制造产业园）党工委副书记、管委会副主任，沈阳市委副秘书长；现任公司党委书记、董事长。

赵凯先生，博士研究生学历，中共党员；历任沈阳市委办公厅综合三处副处长，公司运营分公司副总经理、纪委书记、党委副书记，沈阳市重要技术创新研发与科技成果转化中心党组成员、副主任；现任公司党委副书记、总经理。

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（统一社会信用代码：91210100760062562U），截至 2026 年 6 月 1 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。

六、管理分析

公司建立了完善的法人治理结构及健全的管理体系，能够保障地铁建设及日常经营工作的正常运行，截至本报告出具日，尚有 1 名董事、2 名监事和 1 名财务总监缺位。

1 法人治理

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。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，除董事缺位 1 人、监事缺位 2 人、财务总监缺位 1 人外，公司其余董事、高级管理人员均已到位。公司监事缺位期间，由公司内设纪检监察部负责纪检监察工作，内设审计风控部负责专项审计、风险管理等工作。

2 管理水平

公司内部管理体系健全，建立了包括资金管理、工程管理、重大投融资决策、担保、关联交易、对下属子公司的管理、安全生产管理、突发应急事件处理等方面的制度，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

2023—2025 年，公司营业总收入持续增长。2023 年以来，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，2025 年公司新增房地产和钢材销售收入。2023—2025 年，公司客运量持续增长，地铁运营收入随之持续增长；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波动下降；场地租赁收入持续增长；受部分公租房收入上缴财政冲减影响，2025 年公租房收入降幅较大；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。

从毛利率看，2023—2025 年，公司核心业务地铁运营持续亏损，导致综合毛利率持续为负。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2025 年营业总收入的 27.58%，综合毛利率为-34.79%。

图表 2 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年			2026 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	收入	占比	毛利率
地铁运营收入	8.41	64.26	-59.95	10.28	70.01	-80.68	10.93	54.42	-101.53	2.54	45.83	-86.08
场地租赁及公租房出租收入	0.79	6.01	45.73	0.87	5.92	43.30	1.07	5.34	27.09	0.31	5.61	29.54
房地产收入	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	2.56	12.74	12.32	1.04	18.84	14.36
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	1.08	5.37	32.75	0.08	1.36	50.81
钢材销售收入	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	1.64	8.15	3.39	1.06	19.12	2.18
其他收入	2.07	15.80	87.06	2.55	17.34	54.04	2.81	13.98	86.08	0.51	9.24	-8.77
合计	13.08	100.00	-21.83	14.69	100.00	-42.55	20.09	100.00	-38.17	5.54	100.00	-34.79

注：“--”表示当期未产生房地产和钢材销售收入，毛利率无法计算
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 3 号线（西段）以及地铁 1 号线东延线的正式运营，公司地铁客运量持续增长。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 2026 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、地铁 3 号线（西段）以及地铁 1 号线东延线，线路长度合计 203.54 公里。2024 年 12 月，地铁 3 号线（西段）正式运营；2025 年 6 月，地铁 1 号线东延线正式运营。公司地铁线路逐步完善，路网效应进一步提升。

图表 3 • 截至 2026 年 3 月底公司运营地铁线路情况（单位：亿元、公里、个）

项目名称	总投资（概算）	线路长度	线路状态	起终点	车站数	开通时间
地铁 1 号线	117.66	27.72	运营	十三号街站—黎明广场站	22	2010/09/27
地铁 2 号线（含 2 号线一期、北延线和南延线）	223.40	45.96	运营	桃仙机场站—蒲田路站	33	一期：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
地铁 1 号线东延线	101.48	16.21	运营	新惠街站—双马站	10	2025/06/30
合计	1032.81	203.54	--	--	146 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

2023—2025 年，公司年度客车开行列次及客运量均持续增长，客运收入随之持续增长，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 4 • 公司地铁运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
客运量（万人次）	50092.39	65416.34	69747.85	16559.44
日均客运量（万人次）	137.24	178.73	191.09	183.99
客车开行列次	551304	696954	786328	184069
日均客车开行列次	1510.42	1904.24	2154.00	2045.00
运营里程（万车公里）	9483.03	12524.83	14203.70	3401.54
客运收入（亿元）	8.42	10.28	10.93	2.54
平均票价（元）	1.68	1.58	1.57	1.53
网络正点率（%）	99.97	99.97	99.98	100.00
运行图兑现率（%）	100.00	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 2 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 1 月起，公司对已决算的地铁 1、2 号线线路资产根据不同的资产类别，按照 5 年至 100 年的折旧年限计提折旧。

2023—2025 年，随着地铁线路逐步开通运营，公司地铁运营成本持续增长，其中人员费用为主要的成本费用，占比分别为 55.04%、51.67%和 51.84%。2023—2025 年，公司人员费用、电费、车站委外服务费和地铁线路维护费均持续增长。

图表 5 • 公司地铁运营成本构成（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
人员费用	81875.86	93481.96	113029.01	25309.21
电费	17274.48	23608.68	26114.04	5526.85
车站委外服务费	20782.87	25529.70	29227.76	7416.01
地铁线路维护费	12905.36	19970.77	26782.92	2474.82
其中：1 号线维护费	3639.48	4748.05	5807.20	650.37
2 号线维护费	3619.23	3199.64	3349.82	726.65
3 号线维护费	--	--	602.10	85.27
4 号线维护费	0.40	452.42	997.66	436.22
9 号线维护费	3558.04	8275.38	9814.74	429.03
10 号线维护费	2088.22	3295.28	6211.40	147.28
其他费用项目	15923.18	18346.87	22878.94	7199.41
合计	148761.75	180937.98	218032.67	47926.30

注：1.车站委外服务费包括安检费、车站安保费、车站保洁费；2.部分开支系支付给子公司，合并报表中予以抵消；3.“--”表示线路暂未开通
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》（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 2026 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 162.70 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

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。

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2026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735.87亿元，已完成投资327.23亿元，待投资408.64亿元。公司计划2026—2028年分别投资82.91亿元、96.90亿元和70.31亿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（203.54公里）和建设中的地铁线路长度（108.76公里）看，沈阳市地铁建设未来待投资规模大。

图表6 • 截至2026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	164.59	58.31%
地铁6号线	2020—2027年	35.26	30	271.90	40.00	119.18	43.83%
地铁9号线二期工程	2023—2027年	7.72	5	42.04	40.00	13.2	31.40%
地铁10号线工程（张沙布—丁香街）	2023—2027年	24.50	16	139.65	40.00	30.26	21.67%
合计	--	108.76	81	735.87	--	327.23	--

注：地铁3号线一期中西段已投入运营
 资料来源：公司提供

（2）场地租赁及公租房运营

2023—2025年，场地租赁业务收入持续增长；公司承接的公租房项目已建设完成并交付入住。

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。2023—2025年，公司场地租赁业务收入分别为0.25亿元、0.30亿元和0.70亿元，持续增长。

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。2023—2025年，公租房出租收入分别为0.54亿元、0.57亿元和0.38亿元，其中2025年公租房出租收入同比下降主要系丽水一期和丁香湾小区未办妥权证，租金收入需上缴财政，2023年及2024年未进行冲减所致。

从实际工程建设进度看，公司开发的公租房项目已建设完成并交付入住，公司无拟建公租房项目。截至2026年3月底，公司已出租13875套（较2025年6月底减少348套），剩余可配租3192套。

（3）房地产销售业务

公司主要已完工房地产项目去化情况一般，房地产销售业务受当地房地产市场行情、房地产政策等因素影响大，需关注未来去化情况。公司在建和拟建房地产项目未来投资规模较大，面临一定资本支出压力。

公司房地产销售业务主要由子公司沈阳地铁集团置业有限公司（以下简称“置业公司”）负责经营，置业公司具有房地产开发二级资质。

公司房地产开发按照市场化方式运作。截至2026年3月底，公司主要已完工房地产项目为云峰樾里项目和星悦里项目。云峰樾里项目总投资3.62亿元，可售面积3.93万平方米，销售去化58.10%，已销售金额3.88亿元。星悦里项目总投资2.40亿元，总可售面积2.17万平方米，销售去化58.28%，已销售金额1.33亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司主要在建房地产项目尚需投资 26.65 亿元。同期末，公司拟建房地产开发项目为富工五街东一体化开发工程项目和高官台街东-2A 一体化开发工程项目，计划总投资合计 20.16 亿元。公司在建和拟建房地产项目未来投资规模较大，面临一定资本支出压力，且房地产销售业务受当地房地产市场行情、房地产政策等因素影响大，需关注未来去化情况。

图表 7 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积
崇山和悦	4.60	3.31	4.70
林和院	2.90	1.82	3.75
悦融和玺	6.65	2.40	7.47
花海和鸣	7.50	2.22	8.90
和悦东方	12.50	4.23	17.86
机电装备	9.90	3.42	10.54
合计	44.05	17.40	53.22

注：上述项目均未开始预售

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（4）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，业务收入波动下降。

公司子公司沈阳盾构设备工程有限公司（以下简称“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、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。2023—2025 年，公司盾构机销售及周转材料租赁收入波动下降，主要系盾构机租售比例变化所致。

（5）钢材销售业务

公司钢材销售业务上下游供应商和客户集中度高，客户均为民营企业，且公司与上游供应商结算方式为预付货款，存在一定交易对手信用风险和垫资风险。

公司钢材销售业务由沈阳地铁经营有限公司负责运营。贸易模式方面，公司采用“以销定采”的业务模式。公司与上游供应商结算时，采用预付部分货款的方式；与下游客户结算时，一般采用先款后货方式。2025 年，公司供应商和客户集中度均高；客户均为民营企业，存在一定交易对手信用风险。

图表 8 • 2025 年公司钢材销售业务供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	金额	占比	是否关联
陕西包钢西北钢铁销售有限公司	1.50	84.17	否
厦门集金供应链有限公司	0.20	11.02	否
成都宝钢西部贸易有限公司	0.09	4.81	否
合计	1.79	100.00	--

资料来源：公司提供

图表 9 • 2025 年公司钢材销售业务客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	金额	占比	是否关联
山东嘉锦商贸有限公司	1.65	88.97	否
北京双江物资有限责任公司	0.20	11.03	否
合计	1.85	100.00	--

注：上表客户均为民营企业

资料来源：公司提供

（6）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。

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。2023—2025 年，公司广告业务收入分别为 0.40 亿元、0.36 亿元和 93.26 万元，其中 2025 年同比大幅下降主要系当期公司与外包方沈阳地铁经典视线传媒有限公司解除合作，外包模式下广告业务未产生收入所致。需关注公司后续广告业务开展持续性。

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，包括部分地铁线路的保安、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。2023—2025 年，公司物业收入分别为 0.13 亿元、0.13 亿元和 0.13 亿元。

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。截至 2026 年 3 月底，公司在建的地铁项目以及在建和拟建的房地产项目待投资金额分别为 408.64 亿元和 46.81 亿元，投资规模大。

八、财务分析

公司提供了 2023—2025 年度合并财务报告，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年财务报告进行审计，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年和 2025 年财务报告进行审计，上述机构均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2024 年及 2025 年，公司进行会计差错更正，部分数据调整对 2023 年及 2024 年报表数产生一定影响，故本报告 2023 年及 2024 年财务数据采用 2024 年及 2025 年审计报告期初数。

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

影响数据所在年份	报表项目	调整前报表数	影响金额	调整后报表数	更正事项
2023 年	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、根据成本规划办法调整；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

注：会计差错更正对 2024 年报表数无绝对金额影响在 1.00 亿元以上的情况

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 2026 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 11 家。2023—2024 年，公司合并范围一级子公司未发生变化；2025 年，公司合并范围新增一级子公司 3 家，均为投资设立；2026 年 1—3 月，公司合并范围减少一级子公司 1 家，系股权层级下降。公司 2024 年和 2025 年分别对期初数进行追溯调整，财务数据可比性强。

1 资产质量及其盈利能力

随着地铁项目建设推进，公司资产总额持续增长，资产结构中固定资产、在建工程和应收类款项占比高，符合轨道交通行业特征；因地铁运营业务具有公益性强和定价非市场化的特点，公司期间费用对利润侵蚀严重，政府补贴对利润总额贡献大但拨付进度滞后，公司整体盈利指标表现弱。

2023—2025 年末，公司资产总额持续增长，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 11• 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	301.85	24.96	314.49	22.78	350.15	23.06	375.07	23.94
预付款项	70.33	5.82	65.69	4.76	2.53	0.17	2.50	0.16
其他应收款（合计）	150.28	12.43	183.51	13.29	216.72	14.27	225.68	14.41
存货	18.92	1.57	18.86	1.37	83.11	5.47	82.78	5.28
非流动资产	907.31	75.04	1066.23	77.22	1168.07	76.94	1191.49	76.06
固定资产	527.41	43.62	532.47	38.56	712.52	46.93	712.20	45.46
在建工程	355.01	29.36	468.42	33.93	388.09	25.56	413.79	26.41
资产总额	1209.15	100.00	1380.72	100.00	1518.23	100.00	1566.56	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年一季度财务数据整理

截至 2025 年底，公司货币资金 17.49 亿元，其中受限金额为 1.06 亿元。公司预付款项较上年底大幅下降 96.14%，主要系预付出让金的土地权证办理完成，转入存货核算所致；同期末，存货较上年底大幅增加 64.25 亿元尚未开发的土地储备，另外存货中还包括开发成本 16.29 亿元（主要为地产项目投入）。同期末，公司其他应收款较上年底增长 18.10%，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 0.08 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 189.35 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；2 年以上账龄的其他应收款余额占比 67.31%，账龄较长。

图表 12• 2025 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	154.94	71.52	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上
沈阳诚信发展集团有限公司	否	往来款	7.00	3.23	1~2 年
沈阳城建天和置业有限公司	是	往来款	5.36	2.47	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	1.62	3 年以上
沈阳润电热力有限公司	否	往来款	3.39	1.56	3 年以内
合计	--	--	174.18	80.40	--

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 2026 年 7 月底，天和置业票据逾期余额为 72.92 万元；另外，天和置业被列为失信被执行人；2. 沈阳润电热力有限公司被列为被执行人

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司在建工程主要为地铁项目投入，固定资产主要为地铁资产，伴随项目建设推进及完工转固，2023—2025 年末公司固定资产持续增长；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 16.00 亿元。公司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 2026 年 3 月底，公司资产总额较 2025 年底增长 3.18%，主要系应收轨道交通专项资金增加以及地铁项目建设持续投入导致其他应收款和在建工程增长所致；资产结构较 2025 年底变化不大。

截至 2026 年 3 月底，公司受限资产 0.62 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 2026 年 3 月底公司取得质押借款余额 317.53 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 2026 年 3 月底公司融资租赁借款余额 116.91 亿元。

资产盈利能力方面，公司地铁运营业务带来了稳定的营业收入，随着地铁线路陆续投入运营、地铁客流量的增长，未来公司收入或将有所增加；但因业务具有公益性强和定价非市场化的特点，导致营业利润率持续为负。2023—2025 年公司财务费用规模大，期间费用率分别为 175.24%、129.09%和 102.42%，期间费用对利润侵蚀严重；公司其他收益主要为轨道交通专项资金等各类补贴，补贴对利润总额贡献程度高，但拨付进度滞后。盈利指标方面，由于地铁运营收入占比高且毛利润持续亏损，公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，整体盈利指标表现弱。

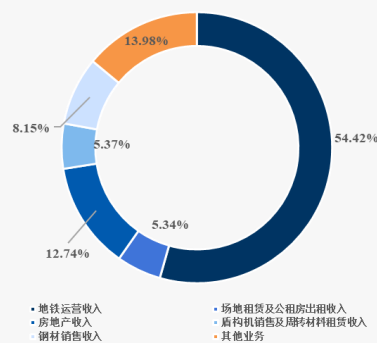
图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	13.08	14.69	20.09	5.54
营业成本	15.94	20.94	27.76	7.47
期间费用	22.92	18.97	20.57	6.69
其中：财务费用	19.76	16.22	17.04	6.11
其他收益	25.24	23.98	27.97	7.77
利润总额	0.34	0.29	1.08	0.24
营业利润率	-22.74	-43.58	-39.18	-36.01
总资本收益率	1.81	1.28	1.24	--
净资产收益率	0.03	0.03	0.17	--

注：“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026年一季度财务数据及公司提供资料整理

图表 14 • 2025 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

2 现金流

2023—2025 年，公司经营活动现金持续净流出，收入实现质量好；随着地铁建设的持续投入，投资活动现金净流出保持较大规模，公司对外部筹资需求大。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	18.54	30.02	27.43	7.09
经营活动现金流出小计	26.61	33.89	46.45	9.07
经营活动现金流量净额	-8.07	-3.87	-19.02	-1.97
投资活动现金流入小计	0.80	0.16	8.24	1.95
投资活动现金流出小计	165.40	158.69	105.41	26.61
投资活动现金流量净额	-164.60	-158.53	-97.17	-24.66
筹资活动前现金流量净额	-172.67	-162.40	-116.19	-26.64
筹资活动现金流入小计	257.05	256.38	235.53	62.96
筹资活动现金流出小计	82.74	119.23	127.54	21.54
筹资活动现金流量净额	174.32	137.15	107.99	41.42
现金收入比	98.39	99.92	105.59	104.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年一季度财务数据整理

从经营活动来看，2023—2025 年，公司经营活动现金净流出规模有所波动，其中 2023 年和 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；2025 年净流出规模较大主要系当期经营业务收支及往来款收支均转为净流出并叠加大额支付给职工以及为职工支付的现金所致。2023—2025 年，公司业务回款持续增长，现金收入比持续上升，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2023—2025 年，公司地铁项目建设持续推进，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金维持较大规模；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，其中 2025 年净流出规模下降主要系地铁项目投资规模小幅下降叠加到期收到处置子公司沈阳丰湖置业有限公司和沈阳靖湖置业有限公司到的现金净额 7.03 亿元综合影响所致。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金主要包括收到及偿还的政府拨付的地铁建设发展专项资金、政府债资金、银行借款资金、债券融资资金以及非标融资资金。2023—2025 年，公司筹资活动现金持续大额净流入，但规模持续下降。

2026 年 1—3 月，公司投资活动现金仍维持大额净流出，导致筹资活动前现金流量净额继续为负且资金缺口仍大，筹资活动现金保持大额净流入。

3 资本结构和偿债能力

随着项目建设专项资金、国债资金、项目建设资金的注入以及可续期债券的发行，公司所有者权益持续增长，所有者权益结构稳定性较好。公司全部债务持续增长，整体债务负担较重。公司整体偿债指标表现尚可，备用流动性充足。

2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，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资产以及拨付国债资金、公租房项目建设资金分别为 0.18 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。2025 年，政府向公司无偿转入房产、拨付地铁专项资金以及国债资金、公租房项目建设资金分别为 0.04 亿元、2.00 亿元、1.29 亿元和 0.10 亿元；公司增购沈阳地铁科技有限公司 2.00% 股权并形成控制，评估增值 0.01 亿元；另外，公司发行永续债承销费 0.21 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 年和 2025 年可续期债新增发行影响，其他权益工具持续大幅增长。公司未分配利润持续为负，金额有所波动。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益较 2025 年底增长 2.66%，主要系公司发行可续期债券所致；所有者权益结构较 2025 年底变动不大。

图表 16 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.65	1.94	8.65	1.74	8.65	1.56	8.65	1.52
其他权益工具	5.00	1.12	55.00	11.05	110.00	19.86	125.00	21.98
资本公积	434.51	97.63	436.93	87.80	438.88	79.24	438.87	77.18
未分配利润	-4.23	-0.95	-4.07	-0.82	-4.93	-0.89	-5.14	-0.90
归属于母公司所有者权益合计	443.98	99.76	496.56	99.79	552.66	99.78	567.43	99.79
少数股东权益	1.06	0.24	1.06	0.21	1.20	0.22	1.18	0.21
所有者权益合计	445.04	100.00	497.62	100.00	553.87	100.00	568.61	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年一季度财务数据整理

图表 17 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

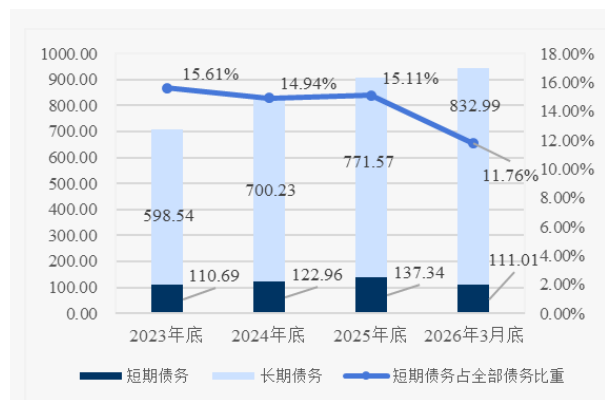
项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	165.17	21.62	182.50	20.67	192.46	19.96	163.77	16.41
短期借款	82.70	10.82	102.98	11.66	104.86	10.87	111.01	11.12
其他应付款（合计）	49.47	6.47	53.57	6.07	48.25	5.00	47.83	4.79
一年内到期的非流动负债	14.99	1.96	19.99	2.26	32.48	3.37	0.00	0.00
非流动负债	598.95	78.38	700.59	79.33	771.90	80.04	834.18	83.59
长期借款	389.47	50.97	495.76	56.14	534.60	55.44	582.22	58.34
应付债券	26.19	3.43	30.96	3.51	55.87	5.79	55.89	5.60
长期应付款（合计）	182.99	23.95	173.33	19.63	180.98	18.77	195.82	19.62
负债总额	764.11	100.00	883.09	100.00	964.36	100.00	997.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年一季度财务数据整理

截至 2026 年 3 月底，公司经营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。同期末，公司全部债务 944.00 亿元，长期债务占比保持在 80.00% 以上，债务期限结构较好；公司全部债务中银行贷款、债券和非标融资占比分别为 75.54%、5.92% 和 18.54%。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所上升。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，2026 年 3 月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 71.68%、70.67% 和 68.35%。整体看，公司债务负担较重。

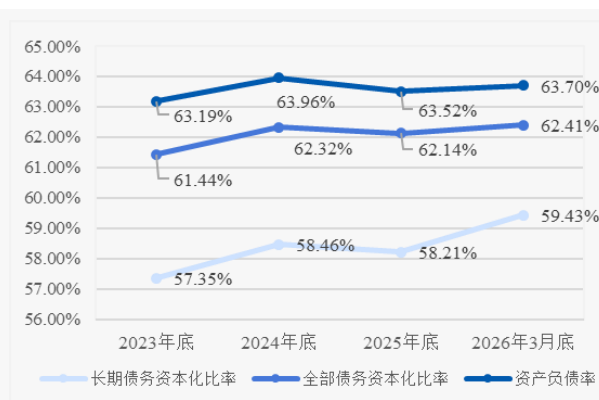
从偿债指标看，2026 年 3 月底，公司一年以内到期债务 111.01 亿元，占全部债务的 11.76%，均为银行贷款，债务偿还资金主要来自银行再融资，现金短期债务比为 0.29 倍，公司短期偿债压力较大。截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信额度 1966.04 亿元，尚未使用额度 1277.24 亿元，备用流动性充足。2023—2025 年，公司 EBITDA 略有波动，EBITDA 对利息支出的覆盖程度指标表现较好，公司长期偿债能力指标表现较好。

图表 18 • 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、2026 年一季度财务数据及公司提供资料整理

图表 19 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季度财务数据及公司提供资料整理

图表 20 • 公司偿债指标（单位：亿元、倍）

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 3 月（末）
现金短期债务比	0.45	0.20	0.13	0.29
EBITDA	21.44	19.79	21.29	--
EBITDA 利息倍数	0.76	0.68	0.69	--

注：“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季度财务数据及公司提供资料整理

截至 2026 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作为被告方的重大未决诉讼。

4 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，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。2023—2025 年及 2026 年 1—3 月，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公益性强，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。2023—2025 年及 2026 年 1—3 月，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。

十、外部支持

公司实际控制人为沈阳市国资委，沈阳市政府支持能力极强，公司作为沈阳地铁项目投资建设及运营管理的主体，在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续获得政府的有力支持。

1 支持能力

公司实际控制人为沈阳市国资委，沈阳市是辽宁省省会城市，亦是沈阳都市圈核心城市、东北亚国际化中心城市、国家历史文化名城、国际性综合交通枢纽城市，是中国连接欧亚大陆桥的重要节点和面向东北亚方向的战略前沿，经济总量及财政实力位居辽宁省下辖地级市前列，人口持续净流入，城市轨道交通建设规划明确。整体看，沈阳市政府支持能力极强。

2 支持可能性

沈阳市国资委是公司实际控制人，其对公司“三重一大”事项、经营战略及业务运营等方面具有绝对的控制权，公司作为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，区域地位重要，公司与政府关联度高。

公司在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续获得有力的政府支持。

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。2023 年和 2025 年，公司分别收到该专项资金 4.00 亿元和 2.00 亿元，计入“资本公积”科目。

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，公司收到沈阳市政府给予公司地方政府债券资金支持以及超长期特别国债支持。2023 年和 2025 年，公司收到的政府债券资金分别为 17.36 亿元和 11.50 亿元；其中，政府专项债券资金分别为 8.90 亿元和 11.50 亿元。2024—2025 年和 2026 年 1—3 月，公司分别收到超长期特别国债 3.62 亿元、1.29 亿元和 0.03 亿元。2023 年以来，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”。2023—2025 年，公司获得公租房建设资金 3031.01 万元、1769.85 万元和 1044.91 万元。

资产划拨

2024—2025 年，公司分别收到无偿转入的房产等资产 0.18 亿元和 0.04 亿元，计入“资本公积”。

财政补贴

公司将 2023—2025 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 2026 年 3 月底，公司应收轨道交通专项资金 162.70 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小。2025 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

本期债项基础发行金额为 0.00 亿元，发行金额上限为 15.00 亿元，以发行规模上限计算（下同），分别相当于 2025 年底公司长期债务和全部债务的 1.94% 和 1.65%。

本期债项在公司依照条款的约定赎回之前长期存续，公司拟在会计初始确认时将本期债项计入所有者权益。若将本期债项计入长期债务，以 2025 年底财务数据为基础，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 63.52%、62.14%和 58.21%上升至 63.88%、62.52%和 58.68%；考虑到本期债项募集资金拟用于偿还公司有息债务，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，2025 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，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 21 • 本期债项偿还能力测算

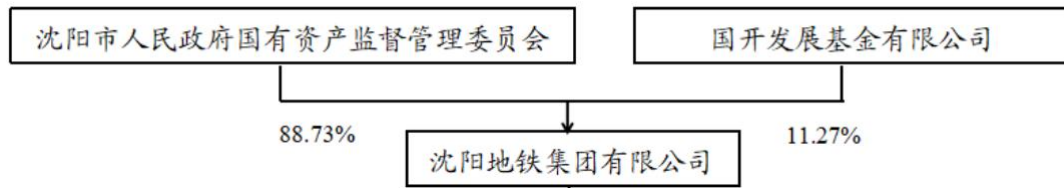
项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	786.57
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.03
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.02
发行后长期债务/EBITDA（倍）	36.94

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的截至 2025 年底长期债务总额，经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

十二、评级结论

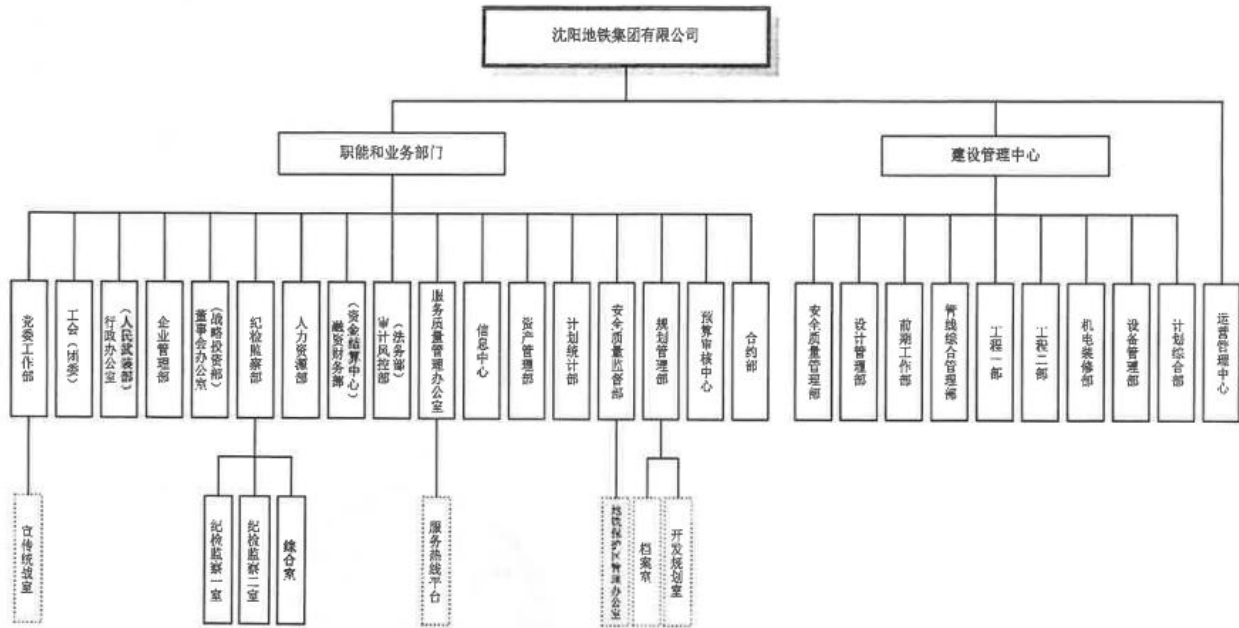
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围一级子公司情况（截至 2026 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%	--
沈阳地铁集团产业投资有限公司	资产管理服务、企业管理	100.00%	--
沈阳地铁集团商业经营管理有限公司	商业综合体管理服务	100.00%	--
沈阳地铁集团置业有限公司	房地产开发经营	100.00%	--

注：1.公司持有沈阳盾构设备工程有限公司 40%股权，但该公司董事长、总经理均由公司任命，公司对其形成实质控制，故纳入合并范围；2.公司持有沈阳地铁房屋租赁有限公司 100%股权，该公司 2025 年及以前未发生经营业务，财务报表各项金额为零，因此未在合并审计报告中单独体现户名；公司持有部分公交相关企业股权，沈阳市政府就公交相关企业归属问题，多次开会协调研究将全市公交相关公司合并归属其他单位，因其归属问题尚未明确，因此未将公交相关企业纳入公司合并范围

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	50.11	24.86	17.49	32.28
应收账款（亿元）	1.07	0.87	0.37	0.75
其他应收款（亿元）	150.28	183.51	216.72	225.68
存货（亿元）	18.92	18.86	83.11	82.78
长期股权投资（亿元）	9.82	9.93	23.34	23.52
固定资产（亿元）	527.41	532.47	712.52	712.20
在建工程（亿元）	355.01	468.42	388.09	413.79
资产总额（亿元）	1209.15	1380.72	1518.23	1566.56
实收资本（亿元）	8.65	8.65	8.65	8.65
少数股东权益（亿元）	1.06	1.06	1.20	1.18
所有者权益（亿元）	445.04	497.62	553.87	568.61
短期债务（亿元）	110.69	122.96	137.34	111.01
长期债务（亿元）	598.54	700.23	771.57	832.99
全部债务（亿元）	709.23	823.19	908.92	944.00
营业总收入（亿元）	13.08	14.69	20.09	5.54
营业成本（亿元）	15.94	20.94	27.76	7.47
其他收益（亿元）	25.24	23.98	27.97	7.77
利润总额（亿元）	0.34	0.29	1.08	0.24
EBITDA（亿元）	21.44	19.79	21.29	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.87	14.68	21.21	5.80
经营活动现金流入小计（亿元）	18.54	30.02	27.43	7.09
经营活动现金流量净额（亿元）	-8.07	-3.87	-19.02	-1.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-164.60	-158.53	-97.17	-24.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	174.32	137.15	107.99	41.42
财务指标				
现金收入比（%）	98.39	99.92	105.59	104.66
营业利润率（%）	-22.74	-43.58	-39.18	-36.01
总资本收益率（%）	1.81	1.28	1.24	--
净资产收益率（%）	0.03	0.03	0.17	--
长期债务资本化比率（%）	57.35	58.46	58.21	59.43
全部债务资本化比率（%）	61.44	62.32	62.14	62.41
资产负债率（%）	63.19	63.96	63.52	63.70
流动比率（%）	182.75	172.32	181.93	229.02
速动比率（%）	171.29	161.99	138.75	178.48
经营现金流动负债比（%）	-4.89	-2.12	-9.88	--
短期债务占比（%）	15.61	14.94	15.11	11.76
现金短期债务比（倍）	0.45	0.20	0.13	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.68	0.69	--

注：1. 2023 年和 2024 年财务数据分别取自 2024 年及 2025 年审计报告期初数，为追溯调整数据，2025 年财务数据取自 2025 年审计报告期末（间）数；2. 2026 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告已将其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. “--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季度财务数据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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	42.91	19.42	12.08	26.24
应收账款（亿元）	0.01	0.03	0.02	0.01
其他应收款（亿元）	169.76	225.72	253.98	260.32
存货（亿元）	1.18	1.51	1.33	1.33
长期股权投资（亿元）	79.26	85.80	95.47	96.92
固定资产（亿元）	482.28	487.77	667.68	667.08
在建工程（亿元）	354.14	467.87	386.40	412.04
资产总额（亿元）	1152.90	1321.74	1458.03	1505.20
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）	394.12	446.02	501.58	516.13
短期债务（亿元）	110.69	122.91	137.29	111.01
长期债务（亿元）	598.54	700.06	771.44	832.83
全部债务（亿元）	709.23	822.96	908.73	943.84
营业总收入（亿元）	9.66	12.24	13.67	2.95
营业成本（亿元）	13.58	18.75	22.28	5.20
其他收益（亿元）	25.19	23.93	27.91	7.76
利润总额（亿元）	1.25	-0.39	0.45	-0.01
EBITDA（亿元）	22.06	18.58	19.85	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.26	11.82	13.43	3.04
经营活动现金流入小计（亿元）	9.71	12.61	15.29	3.20
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.18	-9.19	-8.09	-2.96
投资活动现金流量净额（亿元）	-167.62	-151.92	-106.92	-24.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	174.02	137.62	107.86	41.42
财务指标				
现金收入比（%）	95.94	96.59	98.23	102.97
营业利润率（%）	-40.83	-53.61	-63.27	-76.33
总资本收益率（%）	1.98	1.28	1.25	--
净资产收益率（%）	0.29	-0.09	0.09	--
长期债务资本化比率（%）	60.30	61.08	60.60	61.74
全部债务资本化比率（%）	64.28	64.85	64.43	64.65
资产负债率（%）	65.81	66.26	65.60	65.71
流动比率（%）	140.81	152.64	160.40	204.25
速动比率（%）	140.07	151.78	159.69	203.40
经营现金流动负债比（%）	-4.49	-5.23	-4.37	--
短期债务占比（%）	15.61	14.93	15.11	11.76
现金短期债务比（倍）	0.39	0.16	0.09	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.78	0.64	0.65	--

注：1. 2023 年和 2024 年财务数据分别取自 2024 年及 2025 年审计报告期初数，为追溯调整数据；2. 2026 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中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. “--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 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	
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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

沈阳地铁集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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