信用等级公告

联合[2018]1313 号

联合资信评估有限公司通过对成都轨道交通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，确定维持成都轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“14 蓉城地铁 MTN001”、“15 蓉城地铁 MTN001”、“16 蓉城地铁 MTN001”、“16 蓉城地铁 MTN002”、“16 蓉铁可续期 01/16 蓉铁 01”、“17 蓉轨可续期 01/17 蓉轨 Y1”、“17 蓉城地铁 MTN001”、“17 蓉城地铁 MTN002” 的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

成都轨道交通集团有限公司
跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
14 蓉城地铁 MTN001	10.00 亿元	2019/7/16	AAA	AAA
15 蓉城地铁 MTN001	5.00 亿元	2020/6/23	AAA	AAA
16 蓉城地铁 MTN001	5.00 亿元	2021/2/17	AAA	AAA
16 蓉城地铁 MTN002	5.00 亿元	2021/5/19	AAA	AAA
16 蓉铁可续期 01/16 蓉铁 01	10.00 亿元	2021/6/17	AAA	AAA
17 蓉轨可续期 01/17 蓉轨 Y1	20.00 亿元	2022/8/10	AAA	AAA
17 蓉城地铁 MTN001	20.00 亿元	2020/8/1	AAA	AAA
17 蓉城地铁 MTN002	20.00 亿元	2020/8/18	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	119.16	107.10	156.21	186.05
资产总额(亿元)	856.09	1087.46	1479.24	1574.50
所有者权益(亿元)	342.03	439.89	568.40	599.15
短期债务(亿元)	1.90	0.00	2.09	2.09
长期债务(亿元)	395.85	504.94	684.90	737.55
全部债务(亿元)	397.75	504.94	686.98	739.63
营业收入(亿元)	11.10	14.71	22.47	6.89
利润总额(亿元)	0.69	0.47	0.68	0.06
EBITDA(亿元)	0.98	0.73	1.06	--
经营性净现金流(亿元)	1.70	1.01	0.92	-0.04
营业利润率(%)	3.72	-18.68	2.23	1.60-
净资产收益率(%)	0.15	0.08	0.09	--
资产负债率(%)	60.05	59.53	61.57	61.95
全部债务资本化比率(%)	53.77	53.44	54.72	55.25
流动比率(%)	214.60	195.12	166.91	180.17
经营现金流动负债比(%)	1.75	0.86	0.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	405.13	695.18	650.66	

注：2018 年一季度财务数据未经审计；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。

[1] 可续期企业债和含权中票所列到期兑付日按第一次行权日计算。

评级观点

跟踪期内，成都市区域经济较快发展，财政实力稳步增强，成都轨道交通集团有限公司（以下简称“成都轨道集团”或“公司”）是成都市地铁项目投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有较强区域专营优势，并持续获得成都市政府轨道建设专项资金、运营补贴等方面支持，公司资产和权益规模快速增长，地铁运营线路增加，运营收入大幅增长。同时，联合资信也关注到，公司其他应收款规模大、盈利能力弱、债务规模快速增长以及未来融资需求大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力，但成都市政府对公司支持明确，对地铁项目建设投入和还本付息形成了良好保障，另外成都市财政实力强，有助于支撑公司整体信用水平。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“14 蓉城地铁 MTN001”、“15 蓉城地铁 MTN001”、“16 蓉城地铁 MTN001”、“16 蓉城地铁 MTN002”、“16 蓉铁可续期 01/16 蓉铁 01”、“17 蓉轨可续期 01/17 蓉轨 Y1”、“17 蓉城地铁 MTN001”、“17 蓉城地铁 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，成都市经济保持增长、财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是成都市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有区域垄断地位。跟踪期内公司得到成都市政府在项目资本金、运营补贴等方面的持续支持。

3. 跟踪期内，受益于多条地铁线路开通，运行里程显著增加以及票价上调，公司地铁运营收入大幅增长。

分析师

张龙景　　辛纯璐

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. 成都市地铁路网尚未形成规模，公司地铁运营尚未盈利，利润总额对财政补贴依赖高，盈利能力弱。
2. 跟踪期内，公司其他应收款快速增长，对公司资金形成一定占用。
3. 随地铁建设持续投入，公司有息债务规模快速增长。未来在建地铁线路投资规模大，公司面临较大的融资需求。

声　明

一、本报告引用的资料主要由成都轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

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。

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。

成都轨道交通集团有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于成都轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为成都市国资委。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为67.00亿元，成都市国资委持股82.09%、国开基金持股17.91%。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司本部内设财务部、目标与计划管理部、投资发展部、合约法务部、规划与技术部、质量安全监督管理部以及资产与档案管理部等13个职能部门。公司下设全资子公司5家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额1479.24亿元，所有者权益568.40亿元；2017年，公司实现营业收入22.47亿元，利润总额0.68亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额1574.50亿元，所有者权益599.15亿元；一季度公司实现营业收入6.89亿元，利润总额0.06亿元。

公司注册地址：成都市金牛区蜀汉路158号；法定代表人：胡庆汉。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评公司存续债券尚需偿还债券余额95.00亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额支付债券利息，既往付息情况良好。

截至2018年3月底，联合资信所评公司存续债券中除“17蓉轨可续期01/17蓉轨Y1”尚有1.60亿未使用外，其他债券募集资金均已按约定用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 蓉城地铁 MTN001	10.00	10.00	2014/7/16	5 年
15 蓉城地铁 MTN001	5.00	5.00	2015/6/23	5 年
16 蓉城地铁 MTN001	5.00	5.00	2016/2/17	5+3N
16 蓉城地铁 MTN002	5.00	5.00	2016/5/19	5 年
16 蓉铁可续期 01/16 蓉铁 01	10.00	10.00	2016/6/17	5+5N
17 蓉轨可续期 01/17 蓉轨 Y1	20.00	20.00	2017/8/10	5+5N
17 蓉城地铁 MTN001	20.00	20.00	2017/8/1	3+3N
17 蓉城地铁 MTN002	20.00	20.00	2017/8/18	3+3N
合计	**95.00**	**95.00**	-	-

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮（APM）等7种制式。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）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，

城市人口的也相应增长，2017年中国城镇化率已达58.52%，城镇化人口达8.13亿元，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。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。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展，近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2017年度统计和分析报告》，截至2017年底，中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通，共计165条线路，运营线路总长度达5033公里。其中，地铁3884公里，占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高，达879.9公里，同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次，同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年，中国城市轨道交通完成投资4762亿元，同比大幅增长23.8%，截至2017年底，中国共有62个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的18个城市），规划线路总长达7424公里，已批复规划线路总投资38756亿元。未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。十三五期间，全国有100多个城市规划了建设线路，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2 万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密集度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，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，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、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专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，轨道交通运营要在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

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的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。引入社会资本的多种模式得到了尝试，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以提高项

目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4） 行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不超过15%，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁，水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

（5）行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

在快速发展过程中，线路新建申报要求将更加严格和全面，以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济

公司主要从事成都市地铁投资建设和运营，成都市经济状况和地铁综合开发规划对公司发展有重要意义。

成都市作为西南地区的交通枢纽城市，跟踪期内，区域经济较快发展，固定资产投资保持快速增长，为公司营造了良好的外部环境。

成都市地处四川省中部，是四川省省会和中国15个副省级城市之一，是国务院确定的西南地区科技、商贸、金融中心和交通、通信枢纽。

2017年成都市实现地区生产总值（GDP）13889.39亿元，按可比价格计算，同比增长8.1%。分产业看，第一产业实现增加值500.87亿元，同比增长3.9%；第二产业实现增加值5998.19亿元，同比增长7.5%；第三产业实现增加值7390.33亿元，同比增长8.9%。三次产业结构为3.6:43.2:53.2。

2017年成都市完成固定资产投资9404.2亿元，同比增长12.3%。分产业看，第一产业完成投资233.7亿元，增长30.3%；第二产业完成投资3023.8亿元，同比增长34.4%；第三产业完成投资6146.8亿元，同比增长3.5%。全年新增固定资产4256.7亿元，同比增长17.8%。全年房地产开发投资完成2487.9亿元，比上年下降5.7%。

同期，成都市居民收入水平随经济发展稳步提高。据统计公报显示，2017年成都市城镇居民人均可支配收入38918元，同比增长8.4%；农村居民人均可支配收入20298元，同比增长9.1%。收入的增加有力地促进城市居民消费水平，2017年成都市全年实现社会消费品零售总额6403.5亿元，同比增长11.5%。

成都市大力推进城市轨道交通建设，随着

城市发展需求的变化，成都市轨道交通建设规划随之调整，轨道交通建设规模不断扩大，行业前景良好。

根据2013年2月国务院批准的《成都市城市快速轨道交通近期建设规划（2013-2020年）》，到2020年，成都将在已开通和开工建设的1-4号线的基础上新建9个轨道交通项目，线路总长约183.3公里，项目总投资1038.33亿元。建设规划新增项目包括：1号线三期，3号线二期、三期，4号线二期，5号线一期、二期，6号线一期，7号线及10号线一期工程。

根据国家发改委2015年5月6号批复的《国家发展改革委关于成都市城市轨道交通近期建设规划（2013~2020年）调整方案的批复》（发改基础【2015】958号），同意在现有线路的基础上新增新机场线（18号线）、6号线二期工程、4号线二期工程延伸工程线路，和同意3号线三期工程中的三河站至红星村站约7公里线路采用地下敷设方式，增设桂林路站等调整方案，调整后新增线路长度79.1公里，预计2020年成都市城市轨道交通运营里程将达到383公里；因规划建设方案调整共增加投资467.2亿元。

根根据国家发改委2016年7月批复的《国家发展改革委关于成都市城市轨道交通第三期建设规划（2016~2020年）的批复》（发改基础【2016】1493号），预计2020年成都市城市轨道交通线网由11条线组成，总长度约460公里；远景年线网由18条线路组成，总长度904公里。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为成都市国资委。

2. 外部支持

成都市财政收入持续增长，财政实力较强。跟踪期内，公司持续获得成都市政府在地铁投资建设、运营方面的资金支持。

2017年成都市一般公共预算收入1275.5亿元，同口径增长11.3%，增幅高于预算目标3.8个百分点，高于全省增幅1.8个百分点；一般公共预算支出完成1759.6亿元，增长10.3%，财政自给率72.49%。全市政府性基金收入1360.4亿元，增长70.9%；政府性基金支出完成1237.7亿元，增长48.4%。

为保障成都市轨道交通建设运营及偿债资金需求，确保建设项目顺利推进，成都市政府按照“政府引导、市区共担、企业筹资”原则，设立了轨道交通专项资金，筹资资金专项用于2025年建成投运的成都市964公里城市轨道交通项目以及国铁干线556公里和国铁公交化改造项目建设及运营补贴等。

截至2018年3月底，公司共收到资本金491.01亿元，其中已开通线路到位资本金359.85亿元、在建线路到位资本金131.16亿元。2017年，公司获市财政局运营补贴1.29亿元，记入“其他收益”科目。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1051010600314070M），截至2018年6月8日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2018年5月14日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理制度方面无重大变化，但部分董事、监事以及公司副总有所调整。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，随着地铁运营线路增加以及票

价上调，公司地铁运营收入和资源开发收入大幅增长，综合毛利率由负转正。同时，在建地铁线路有序推进。

2017年，公司新增3条运营线路，增加运营里程69.69公里，同时票价上调。公司当期营业收入22.47亿元，同比增长52.77%。其中，地铁运营收入16.63亿元，同比增长55.60%，资源开发收入4.11亿元，同比增长47.50%。公司综合毛利率由负转正，升至3.42%

2018年1~3月，公司新增2条运营线路，增加运营里程16.99公里，实现地铁运营收入5.50亿元，资源开发收入1.06亿元。2018年1~3月，公司综合毛利率下降至2.89%。

表 2　公司各业务板块收入占比及毛利率构成情况（单位：万元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 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
1．主营业务收入小计	140612.57	95.60	-20.89	217280.84	96.70	1.34	67675.10	98.24	1.75
地铁运营收入	**106885.25**	**72.67**	**-52.46**	**166308.33**	**74.01**	**-21.37**	**55043.25**	**79.90**	**-15.43**
资源开发收入	**27845.26**	**18.93**	**85.48**	**41071.76**	**18.28**	**85.28**	**10555.82**	**15.33**	**76.64**
其中：资源许可权业务	4829.17	3.28	100.00	4005.32	1.78	100.00	1108.66	1.61	100.00
广告刊播	3783.56	2.57	53.39	3964.00	1.76	59.32	633.12	0.92	51.70
广告资源	16159.57	10.99	97.53	27635.17	12.30	98.52	7029.27	10.20	100.00
租赁	1937.79	1.32	93.79	2067.94	0.92	93.06	693.05	1.01	92.83
物业管理	1135.16	0.77	-54.88	3399.33	1.51	-14.20	1091.72	1.58	-10.85
其他	**5882.07**	**4.00**	**49.39**	**9900.75**	**4.41**	**34.55**	**2076.03**	**3.01**	**33.29**
2．其他业务小计	6471.07	4.40	59.38	7422.53	3.30	64.27	1213.50	1.76	66.43
总计	**147083.65**	**100.00**	**-17.35**	**224703.37**	**100.00**	**3.42**	**68888.60**	**100.00**	**2.89**

注：主营业务收入中“其他”指服务、材料采购管理、特种门厂等收入。“其他业务”指写字楼及天府广场物业出租、停车费收入、站厅商业租金等。
资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）地铁运营

跟踪期内，公司运营线路增加，网络运营效应逐步显现，客流量大幅度提高，同时票价上调，公司票务收入大幅增加。

跟踪期内，公司新增运营线路地铁4号线二期工程、地铁10号线一期工程、地铁7号线工程、地铁1号线三期首期工程、地铁1号线三期南段工程，初步形成南北和东西十字状网络，网络运营长度已达到192.03公里。

表 3　截至 2018 年 3 月底公司已运营地铁线路情况（单位：亿元、公里、座）

项目名称	总投资（概算）	已投资	已到位资本金	开通长度	起终点	车站数	开通时间
地铁 1 号线一期工程	80.00	73.58	37.00	17.55	升仙湖站－世纪城站	17	2010 年 9 月
地铁 1 号线南延线工程	40.07	41.39	13.00	5.37	世纪城站-广都站	5	2015 年 7 月
地铁 2 号线一期工程	115.00	92.61	47.50	21.86	行政学院站－茶店子客运站	20	2012 年 9 月
地铁 2 号线西延线工程	42.88	31.26	18.45	8.82	犀浦站-茶店子客运站	6	2013 年 6 月
地铁 2 号线东延线工程	35.48	28.79	14.40	10.99	龙泉驿站-成都行政学院	6	2014 年 10 月
地铁 4 号线一期工程	125.30	95.13	32.00	21.24	非遗博览园站-万年场站	16	2015 年 12 月
地铁 3 号线一期工程	120.01	123.56	33.00	19.52	军区总医院站-太平园站	17	2016 年 7 月
地铁 4 号线二期工程	92.07	76.80	31.00	21.11	东延线：万年场-西河 西延线：万盛-非遗	14	2017 年 6 月
地铁 10 号线一期工程	55.24	41.70	21.00	9.98	太平园-双流机场 2 航站楼站	6	2017 年 9 月
地铁 7 号线工程	270.11	220.70	80.00	38.60	7 号线地下环线	31	2017 年 12 月

地铁 1 号线三期首期工程	70.68	35.29	21.50	1.52	升仙湖站-韦家碾站	1	2018 年 3 月
地铁 1 号线三期南段工程	24.65	15.19	11.00	15.47	主线：四河站-科学城站 支线：广都站-五根松站	12	2018 年 3 月
合计	**1071.49**	**876.00**	**359.85**	**192.03**		**151**	

注：开通线路的已投资额按照该线路的固定资产和在建工程账面值统计加总得出，因部分工程款总承包单位尚未办理支付申请而未予支付，故与最终竣工决算的投资额会有出入。
资料来源：公司提供

2017年，公司地铁运营年度客运量、运营里程分别为7.82亿乘次，1939.46万列公里，较上年显著提升。2017年正点率99.99%、运行图兑现率均100%，保持较好的运行效率。

2018年1~3月，公司地铁实现客运量2.52亿乘次，运营总里程669.58万列公里，正点率99.99%，运行图兑现率100%

表 4　成都轨道地铁线路运营情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	942.80	1552.74	1939.46	669.58
车站数量(座)	70	87	138	151
年度客运量（亿乘次）	3.39	5.62	7.82	2.52
日均客运量（万人次）	92.97	153.6	214.28	280.09
票务收入（亿元）	7.88	11.85	18.44	6.11
正点率（%）	99.97	99.98	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00

注：上述票务收入为含税价格统计，营业收入中地铁运营收入为不含税收入。
资料来源：公司提供

成都市交委于2017年5月27日发布公告，对成都地铁自 2017 年 6 月 2 日起执行里程计价票制的有关事宜进行了说明。具体为：2 元起价，可乘坐 4 公里，之后按照递远递减原则，4 至 12 公里范围内，每递增 4 公里增加 1 元；12 至 24 公里范围内，每递增 6 公里增加 1 元；24 至 40 公里范围内，每递增 8 公里增加 1 元；40 至 50 公里范围内，每递增 10 公里增加 1 元。超过 50 公里之后，每递增 20 公里增加 1 元。自此成都地铁票制由之前区间计价制改为里程计价制。

（2）地铁建设

跟踪期内公司规划建设地铁线路有序推进，未来三年将是公司地铁线路建设集中投资期，公司面临较大的资金需求。

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点，目前成都市地铁建设投资的主要运营模式为依托“成都市轨道交通建设发展专项资金”实现地铁建设、运营的资金平衡，专款专用和充足的资本金有利于保障工程项目的顺利进展，并缓解公司的融资压力。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司主要在建及拟建地铁、有轨电车线路投资情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	建设长度	总投资	资金筹措方案	资本金到位情况	累计投资情况	2018 年投资计划	2019 年投资计划	2020 年投资计划
1	3 号线二、三期	30.09	169.01	资本金 30%、贷款 70%	27.20	88.31	80.7	0.00	0.00
2	5 号线一、二期	49.00	359.89	资本金 30%、贷款 70%	37.30	124.21	97	138.68	0.00
3	6 号线一、二期	47.40	368.07	资本金 20%、贷款 80%	17.5	64.49	73.6	91.99	137.99
4	8 号线一期	28.80	233.35	资本金 20%、贷款 80%	5.62	28.11	50.5	61.90	92.84
5	10 号线二期	27.07	140.46	资本金 20%、贷款 80%	7.10	35.48	46.3	23.47	35.21

6	有轨电车蓉 2 号线	39.00	57.45	资本金 50%、项目贷款 50%	15.37	30.74	11.8	5.96	8.95
7	9 号线一期	22.70	187.98	资本金 20%（其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%）、贷款 80%	2.00	33.06	58.3	38.65	57.97
8	11 号线一期	22.00	165.09	资本金 20%、贷款 80%	4.54	22.69	31.5	44.36	66.54
9	17 号线一期	25.80	166.03	资本金 20%（其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%）、贷款 80%	2.00	30.91	51.5	33.45	50.17
10	18 号线一期	41.40	210.79	资本金 20%（其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%），贷款 80%	11.53	61.20	62.2	34.96	52.43
11	18 号线二期	25.66	51.84	资本金 20%（其中成都轨道集团占比 30%，社会资本方占比 70%）、贷款 80%	1.00	16.15	24.5	4.91	7.37
合计		**358.92**	**2109.96**	--	**131.16**	**535.35**	**587.9**	**478.33**	**509.47**

注：在建线路的累计投资情况按照工程形象进度计量得出。

（3）地铁沿线资源开发

跟踪期内，随运行线路增加，公司地铁广告资源收入大幅增长，沿线土地开发整理业务推进缓慢。

公司资源许可权业务主要由全资子公司成都地铁运营有限公司负责，业务内容为多媒体资源、站厅商铺资源和自助设备资源等许可权业务，公司通过招标方式委托其他商业主体经营，公司向其收取空间使用费，形成资源许可权业务收入。

广告刊播业务主要由成都地铁传媒有限公司负责，业务内容为媒体广告经营，具体广告媒体形式包括《新城快报》和地铁PIS广告系统（地铁电视频道），以上媒体广告经营为公司自营。

租赁业务主要由全资子公司成都地铁运营有限公司负责，主要业务内容为经营站厅租赁和银行设备场地占用等。物业管理主要由子公司成都地铁安捷通物业管理有限公司负责，业务内容主要为成都轨道OCC办公大楼（不含地铁沿线站厅商业）的物业租赁，安全、保卫、消防、设备设施管理，公司开发的物业形态以商业、写字楼、停车场为主。

公司土地开发整理业务主要由全资子公司成都地铁实业有限公司负责。跟踪期内，公司开发地块仍为红花堰地块、互助村地块，合计1661亩，其中可用于出让、开发用地合计为653亩，跟踪期内，投资金额略有增加。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司土地开发整理情况

名称	总面积（亩）	可出让面积（亩）	用途	截至 2018 年 3 月底已投资
红花堰地块	825	315	住宅、商业	土地整理投入 5.24 亿元
互助村地块	836	338	住宅、商业	土地整理投入 6.47 亿元
合计	1661	653	--	11.71

资料来源：公司提供。

3. 未来发展

公司未来的投资规划仍将以地铁线路投资建设为主，资金筹措方式主要以资本金投入（地铁专项资金拨付）和银行贷款为主，并通过发行债券、权益性融资等多形式筹集资金弥补阶段性缺口。此外，为减少融资压力，公司拟对地铁9号线一期、17号线一期、18号线一期、18号线二期等线路通过PPP模式开展建设。截至2018年3月底，公司主要在建/拟建项目已完成投资535.35亿元，未来尚需投入的资金约1574.61亿元。公司未来投资规模大，对外融资需求强。

八、财务分析

公司提供了2017年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）四川分所对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018年1~3月财务数据未经审计。另外，公司2017年财务报告对2016年财务数据有小幅调整，本次跟踪评级报告以调整后的2016年财务数据为准。

2017年及2018年1~3月对公司合并范围无变化，公司财务数据可比性强。截至2018年3月底，纳入公司合并报表范围的子公司共6家，分别为成都地铁运营有限公司、成都安捷通物业管理有限公司、成都地铁实业有限公司、成都地铁传媒有限公司、成都维创轨道交通特种设备有限责任公司和成都现代有轨电车有限公司，其中成都地铁传媒有限公司持股51%，其余5家子公司持股均为100%。

1. 资产质量

跟踪期内，公司流动资产中货币资金占比较高，非流动资产以地铁建设形成的固定资产和在建工程为主。公司资产结构合理，资产质量尚可。

2017年底，公司资产总额1479.24亿元，同比增长36.08%，主要是由货币资金、其他应收款、固定资产的增长所致；从资产构成看，公司流动资产占比21.69%，非流动资产占比78.31%，较上期变动较小，公司资产结构仍以非流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107.10	9.85	156.19	10.56	186.05	11.82
其他应收款	95.94	8.83	124.15	8.39	131.62	8.36
流动资产	**229.55**	**21.12**	**320.78**	**21.69**	**368.23**	**23.39**
固定资产	478.46	44.01	826.91	55.90	826.86	52.52
在建工程	350.90	32.28	300.34	20.30	346.70	22.02
非流动资产	**857.52**	**78.88**	**1158.46**	**78.31**	**1206.27**	**76.61**
资产总额	**1087.07**	**100.00**	**1479.24**	**100.00**	**1574.50**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理。

2017年底，公司流动资产320.78亿元，同比增长39.75%，主要是由货币资金和其他应收款的增长所致。货币资金156.19亿元，同比增长45.84%，主要为银行存款，受限货币资金0.66亿元。预付款项16.33亿元，同比下降11.41%，主要为预付工程款。其他应收款124.15亿元，同比增长29.41%，主要为应收开通运营地铁项目专项资金借款利息。

2017年底，公司非流动资产1158.46亿元，同比增长35.09%，主要系固定资产增加。可供出售金融资产保持稳定，为22.65亿元，主要为对成都市域铁路有限责任公司的少量股权投资。固定资产账面价值合计826.91亿元，同比增长72.83%，系完工项目转入固定资产。公司在建工程300.34亿元，同比减少14.41%，主要系完工项目转入固定资产。其他非流动资产5.25亿元，主要由市政工程中医学院立交桥项目等工程项目组成。

截至2017年底，公司受限资产账面价值合计621.11亿元，占总资产41.99%，其中固定资产451.68亿元、在建工程168.76亿元。公司资产受限比例高。

截至2018年3月底，公司资产总额1574.50亿元，较2017年底增长6.44%，主要是由于货币资金和在建工程的增长所致。公司资产结构仍以非流动资产为主。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，稳定性较好；债务规模快速增长，债务负担重。

2017年底，公司所有者权益568.40亿元，同比增长29.22%，主要是由于资本公积和其他

权益工具的增长所致。实收资本67.00亿元，同比增长21.83%，主要系当期国家开发基金有限公司向公司增资12.00亿元。资本公积424.62亿元，同比增长15.22%，主要是由于收到地铁建设项目资金。公司其他权益工具74.78亿元，其中可续期公司债29.95亿元，含权中票44.84亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计599.15亿元，较年初增长5.41%，主要系收到地铁建设项目资金。所有者权益结构较年初变动较小。

2017年底，公司负债合计910.84亿元，同比增长40.74%，主要是应付账款和长期借款增长所致。负债中流动负债占比21.10%，非流动负债占比78.90%，流动负债比重略有增长，公司负债结构以非流动负债为主，符合公司业务经营特点。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	72.29	6.65	132.71	8.97	144.44	9.17
其他应付款	44.30	4.08	55.99	3.79	56.24	3.57
流动负债	**117.65**	**10.82**	**192.19**	**12.99**	**204.38**	**12.98**
长期借款	471.81	43.40	664.35	44.91	717.00	45.54
应付债券	33.13	3.05	20.54	1.39	20.54	1.30
专项应付款	24.58	2.26	33.75	2.28	33.41	2.12
非流动负债	**529.53**	**48.71**	**718.65**	**48.58**	**770.96**	**48.97**
负债总额	**647.18**	**59.53**	**910.84**	**83.79**	**975.35**	**89.72**
实收资本	54.99	5.06	67.00	4.53	67.00	4.26
资本公积	368.55	33.90	424.63	28.71	455.26	28.91
所有者权益合计	**439.89**	**40.47**	**568.40**	**38.43**	**599.15**	**38.05**
负债和所有者权益合计	**1087.07**	**100.00**	**1479.24**	**100.00**	**1574.50**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理。

2017年底，公司流动负债合计192.19亿元，同比增长63.36%，主要是由于应付账款和其他应付款的增长所致。公司应付账款132.71亿元，同比增长83.60%，主要系应付工程款和征地拆迁款大幅增加。其他应付款55.99亿元，同比增长26.40%，主要由与成都市财政局往来款、审计预留金和质量保证金等构成。

2017年底，公司非流动负债合计718.65亿元，同比增长35.71%，主要是由于长期借款增长所致。长期借款664.35亿元，同比增长40.81%。其中质押借款占30.36%、抵押借款占66.00%、信用借款占3.64%。公司以地铁票款收费权、地铁建设发展专项资金形成的企业收益权进行质押，以地铁在建工程、设备及建成后所形成资产等进行抵押。应付债券20.54亿元，同比减少38%。专项应付款33.75亿元，同比增长37.30%，主要为地铁及轨道交通项目前期工作资金、市政工程拨款、地铁建设专项资金、科研经费和城乡统筹的成都轨道交通研究款等款项。

截至2018年3月底，公司负债合计975.35亿元，较2017年底增长7.08%，主要是应付账款和长期借款增长所致；公司负债结构较2017年底变动较小。

2017年底，公司全部债务为686.98亿元，同比增长36.05%，其中长期债务占比99.70%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率较上期略有上升，分别为61.57%、54.72%和54.65%。

截至2018年3月底，公司全部债务739.63

亿元，较2017年底增长7.66%。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61.95%、55.25%和55.18%，较上年底略有上升。考虑到公司较大规模的永续债券，公司实际债务杠杆高于上述指标值，公司债务负担偏重。

3. 盈利能力

跟踪期内，受益于地铁运行里程增加以及票价上调，公司营业收入大幅增长，但由于地铁运营的公益性特点，公司盈利能力弱，对财政补贴依赖性强。

2017年，公司营业收入22.47亿元，同比增长52.77%；营业成本为21.70亿元，同比增长25.73%。公司营业利润率升至2.23%。

2017年，公司期间费用合计1.12亿元，主要由管理费用构成。期间费用占营业收入的比重下降至4.98%。由于政府运营补贴计入其他收益核算，公司营业外收入大幅下降。2017年，公司利润总额0.68亿元，同比增长44.67%。

从盈利指标看，2017年公司总资本收益率、净资产收益率较上期变动较小，分别为0.04%和0.09%。

2018年1~3月，公司实现营业收入6.89亿元，相当于2017年的30.66%，利润总额为0.06亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，伴随着地铁建设推进，投资活动现金净流出规模加大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力，但公司对外部融资仍具有较强依赖性。

从经营活动看，2017年公司经营活动现金流入大幅增长，同比增长30.24%，以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为主。公司销售商品提供劳务收到的现金21.86亿元，同比增长38.41%，现金收入比97.29%，收入实现质量有所下降；收到其他与经营活动有关的现金15.61亿元，同比增20.30%。2017年，公司经营活动现金流出快速增长，同比增长31.66%，以购买商品接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。公司购买商品接受劳务支付的现金为13.39亿元，同比增长34.72%。公司经营活动现金净额0.92亿元，同比下降8.86%。

从投资活动看，2017年，公司收到其他与投资活动有关的现金0.70亿元。公司投资活动现金流出259.11亿元，主要地铁建设项目投资支出。投资活动现金净流量-258.41亿元。

从筹资活动看，公司融资需求进一步增加，2017年公司筹资活动现金流入362.54亿元，同比增长44.13%，主要由取得借款收到的现金和收到的地铁建设专项资金。公司筹资活动现金流出55.59亿元，主要为偿还债务支付的现金和偿付利息支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额306.96亿元，同比增长64.94%。

2018年1~3月，公司销售商品提供劳务收到的现金5.47亿元，现金收入比较2017年有所下降，为79.38%；同期公司经营活动现金流出9.33亿元，经营活动现金净流量-0.04亿元。公司投资活动现金净流量为-43.13亿元，主要为地铁线路建设支出。公司筹资活动现金流入91.12亿元，主要为吸收投资和取得借款收到现金；筹资活动现金流出18.11亿元；筹资活动现金净流量73.01亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模很小，短期偿债能力极强；有息债务规模快速增长，长期偿债能力指标低，但考虑到成都市政府对公司的支持力度大，公司整体偿债风险小。

从短期偿债指标看，公司流动比率和速动比率较好，2017年底分别为166.91%和166.25%，经营现金流动负债比0.48%。2018年3月底，公司流动比率和速动比率上升，分别为180.17%和179.41%。考虑到公司短期债务规模很小、货币资金充裕，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债指标看，2017年，公司EBITDA

为1.06亿元，EBITDA规模小，对公司债务保障程度低。

截至2018年3月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为1848.97亿元，已经使用717元，尚未使用额度1131.97亿元，公司融资渠道畅通，外部资金支持充裕。

截至2017年底，公司对外担保余额33.23亿元，担保比率5.85%。其中为成都城建投资管理集团有限责任公司质押担保29.55亿元，质押物为地铁1号线一期工程和地铁2号线一期工程应收账款；为参股子公司成都市域铁路有限责任公司担保3.68亿元，担保期限较长。公司担保比率低，被担保方为市属国有企业，代偿风险较低。

九、存续债券偿债能力分析

公司一年内到期应付债券规模小，短期偿债压力小，公司现金流对存续期内债券集中偿付本金的保障程度较弱，但考虑到可续期债券、含权中票占比大，成都市政府对公司支持明确，公司对存续期内债券的偿还保障能力较好。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券2亿元，2020年可能将达到存续债券待偿本金峰值45.00亿元[2]。2017年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖程度高；经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额以及EBITDA对公司未来待偿本金峰值覆盖程度低。考虑到可续期债券、含权中票占比大以及成都市政府对公司支持明确，公司对存续期内债券的偿还保障能力较好。

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	45.00
现金类资产/一年内到期债券余额	78.11
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.83
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.02
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.02

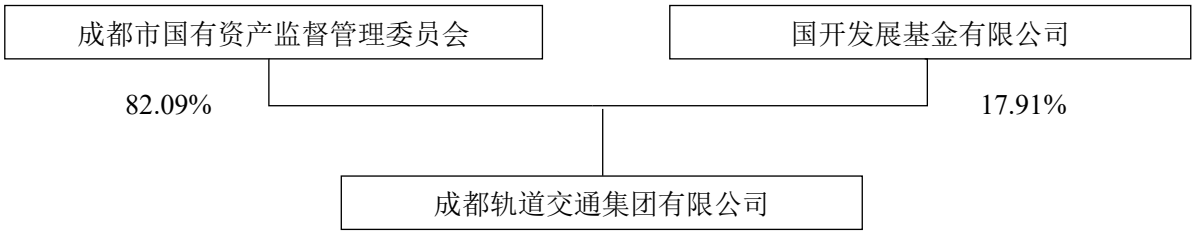
资料来源：根据公司审计报告整理。

[2] 到期债券为“15蓉城地铁MTN001”、“17蓉城地铁MTN001”、“17蓉城地铁MTN002”，其中“17蓉城地铁MTN001”、“17蓉城地铁MTN002”为含权中票，期限3+3N。假设含权中票在2020年赎回。

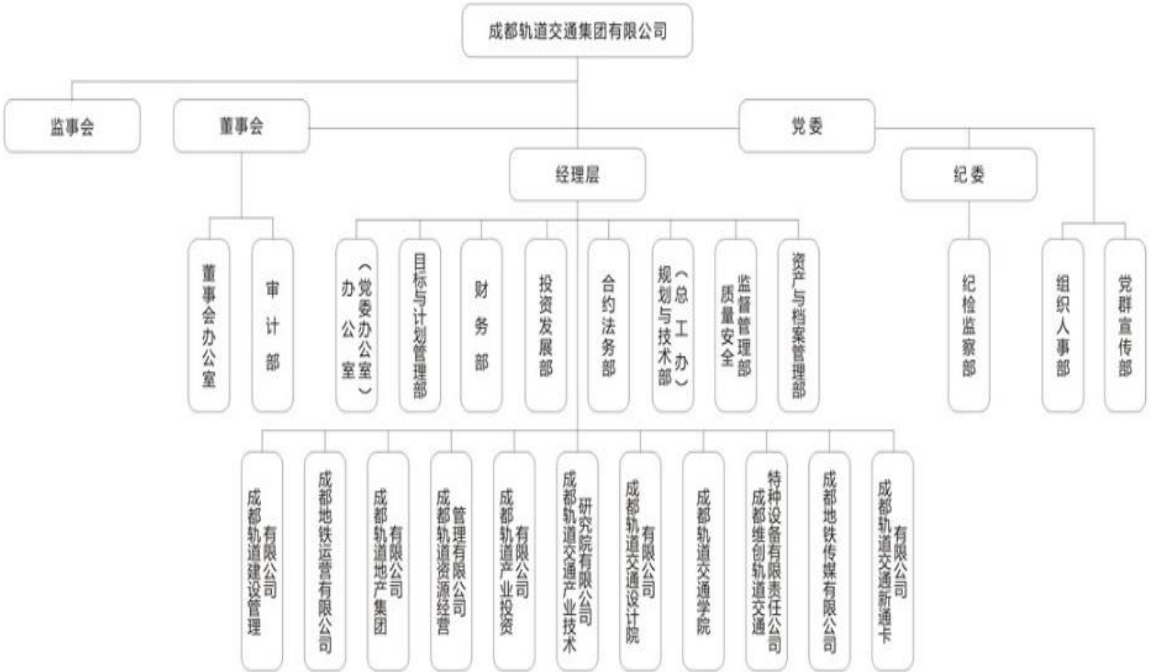
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“14蓉城地铁MTN001”、“15蓉城地铁MTN001”、“16蓉城地铁MTN001”、“16蓉城地铁MTN002”、“16蓉铁可续期01/16蓉铁01”、“17蓉轨可续期01/17蓉轨Y1”、“17蓉城地铁MTN001”、“17蓉城地铁MTN002”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



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	119.16	107.10	156.21	186.05
资产总额(亿元)	856.09	1087.46	1479.24	1574.50
所有者权益(亿元)	342.03	439.89	568.40	599.15
短期债务(亿元)	1.90	0.00	2.09	2.09
长期债务(亿元)	395.85	504.94	684.90	737.55
全部债务(亿元)	397.75	504.94	686.98	739.63
营业收入(亿元)	11.10	14.71	22.47	6.89
利润总额(亿元)	0.69	0.47	0.68	0.06
EBITDA(亿元)	0.98	0.73	1.06	--
经营性净现金流(亿元)	1.70	1.01	0.92	-0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.63	13.89	16.56	--
存货周转次数(次)	27.81	32.41	22.68	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	104.10	107.38	97.29	--
营业利润率(%)	3.72	-18.68	2.23	1.60
总资本收益率(%)	0.07	0.04	0.04	--
净资产收益率(%)	0.15	0.08	0.09	--
长期债务资本化比率(%)	53.65	53.44	54.65	55.18
全部债务资本化比率(%)	53.77	53.44	54.72	55.25
资产负债率(%)	60.05	59.53	61.57	61.95
流动比率(%)	214.60	195.12	166.91	180.17
速动比率(%)	214.17	194.56	166.25	179.41
经营现金流动负债比(%)	1.75	0.86	0.48	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；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。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	
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%

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

附件 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。