信用等级公告

联合〔2020〕1550 号

联合资信评估有限公司通过对芜湖市交通投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持芜湖市交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十二日

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
http://www.lhratings.com

芜湖市交通投资有限公司 2020 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
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01	AA+	稳定	AA+	稳定
16 芜湖交投专项债 02//PR 芜交 02	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01	14.00 亿元	8.40 亿元	2023/04/28
16 芜湖交投专项债 02//PR 芜交 02	14.00 亿元	11.20 亿元	2023/09/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 12 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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

芜湖市交通投资有限公司（以下简称“公司”）是芜湖市重要的城市交通基础设施建设主体，主要负责芜湖市的国道、省道等道路建设、出租车及停车场运营等业务。跟踪期内，芜湖市经济稳步增长，财政实力不断增强，公司持续得到当地政府在股权划转和财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到政府对道路建设的回款较慢、公司在建及拟建项目投资规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着芜湖市经济持续发展，公司承接公路建造业务的持续推进及运营停车场数量的逐步增多，公司资产和收入规模有望保持增长，综合实力将进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA+，“16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内，芜湖市经济稳步发展，财政实力不断增强，2019 年芜湖市实现地区生产总值 3618.26 亿元，同比增长 8.2%；实现一般公共预算收入 321.8 亿元，同比增长 1.2%。
2. 公司是芜湖市重要的城市交通基础设施建设主体，跟踪期内继续得到当地政府在股权划转和财政补贴方面的大力支持。
3. “16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”设置的分期还款安排在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

分析师：薛琳霞　章 进

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. 公司资产中土地和应收类款项占比较高，受限资产规模较大，资产流动性较弱。
2. 公司资金回收受政府回款进度影响大，较大规模的应收账款对公司资金形成占用。
3. 公司在建及拟建项目尚需投资规模大，面临较大的资本支出压力。
4. 受拆迁和规划影响，存续债券的募投项目建设进展缓慢，联合资信将持续关注募投项目进展情况。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	11.18	8.46	12.07
资产总额（亿元）	180.18	177.68	174.64
所有者权益（亿元）	95.01	98.61	100.67
短期债务（亿元）	0.00	6.51	7.11
长期债务（亿元）	59.00	48.08	49.03
全部债务（亿元）	59.00	54.59	56.14
营业收入（亿元）	11.41	6.65	3.28
利润总额（亿元）	3.85	4.02	2.92
EBITDA(亿元)	5.20	5.23	4.19
经营性净现金流（亿元）	-3.80	5.17	0.86
现金收入比（%）	44.45	193.10	44.02
营业利润率（%）	13.45	13.18	14.02
净资产收益率(%)	2.94	3.08	2.16
资产负债率(%)	47.27	44.50	42.36
全部债务资本化比率(%)	38.31	35.63	35.80
流动比率(%)	797.68	829.38	535.07
速动比率(%)	797.64	829.36	535.06
经营现金流动负债比(%)	-33.61	50.69	6.23
现金短期债务比(倍)	*	1.30	1.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.81	1.99	1.55
全部债务/EBITDA(倍)	11.35	10.44	13.40
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	171.65	170.10	167.24
所有者权益(亿元)	94.70	98.27	100.08
全部债务(亿元)	54.05	50.18	48.55
营业收入(亿元)	10.89	6.21	2.87
利润总额(亿元)	3.74	3.94	2.84
资产负债率(%)	44.83	42.23	40.16
全部债务资本化比率(%)	36.34	33.80	32.67
流动比率(%)	703.96	685.47	445.22
经营现金流动负债比(%)	-35.01	48.49	5.98

注：1.一年内到期的债务调整至短期债务计算，其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务计算；2.*表示数据项数据过大

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
16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01 16 芜湖交投专项债 02/16 芜交 02	AA+	AA+	稳定	2019/06/12	赵传第 马　颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 芜湖交投专项债 02/16 芜交 02	AA+	AA+	稳定	2016/08/18	李苏磊 陈　茜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 芜湖交投专项债 01/16 芜交 01	AA+	AA+	稳定	2015/11/19	李苏磊 陈　茜	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芜湖市交通投资有限公司（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，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。

芜湖市交通投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于芜湖市交通投资有限公司（以下简称“公司”）及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，公司的股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 55.00 亿元，芜湖市国有资产监督管理委员会（以下简称“芜湖市国资委”）为公司唯一股东和实际控制人。

截至2019年底，公司本部设有财务融资部、资产运营部、工程投资部、审计监察部、纪检监察室和办公室共6个职能部门，拥有纳入合并范围内子公司共4家。

截至 2019 年底，公司资产总额 174.64 亿元，所有者权益 100.67 亿元（含少数股东权益 0.30 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 3.28 亿元，利润总额 2.92 亿元。

公司注册地址：芜湖市鸠江区皖江财富广场A1号楼502室；法定代表人：戴松柏。

三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“16芜湖交投专项债01/PR芜交01”及“16芜湖交投专项债02/PR芜交02”，债券余额合计19.60亿元。跟踪期内，公司已按时足额支付存续债券利息，并按计划分期偿还债券本金合计5.60亿元。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01	8.40	2016/04/28	7	4.50
16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02	11.20	2016/09/23	7	3.58
合计	**19.60**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

“16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”募集资金均用于芜湖中心城区的停车场项目建设（合计 10.00 亿元）和收购已建停车场（合计 9.00 亿元）及补充营运资金（合计 9.00 亿元）。

截至 2019 年底，上述债券募集资金已按计划用途使用 19.20 亿元，其中，收购已建停车场 6.29 亿元，用于芜湖中心城区停车场项目建设 3.91 亿元，补充营运资金 9.00 亿元。

芜湖中心城区停车场项目建设计划总投资 14.68 亿元，项目施工受拆迁和规划影响，建设进度较慢，截至 2019 年底，已完成投资约 4.24 亿元；收购已建停车场计划总投资 27.91 亿元，截至 2019 年底，公司共收购停车场 2 个，支付收购款 6.29 亿元，上述收购停车场 2019 年停车费收入约 1110.35 万元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据

以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
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，GDP 为不变价规模
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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），

工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个

基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、

供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的

城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，芜湖市经济稳步增长，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。

公司经营与投资的项目主要位于安徽省芜湖市，其发展直接受芜湖市经济增长、城市建设影响，并与城市规划密切相关。

根据《2019 年芜湖市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年，芜湖市实现地区生产总值 3618.26 亿元，比上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 146.57 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 1756.87 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 1714.82 亿元，增长 7.1%。按常住人口计算，人均生产总值 96154 元。三次产业增加值比例由上年的 4.0：52.2：43.8 调整为 4.0：48.6：47.4。

2019 年，芜湖市完成固定资产投资比上年增长 9.6%。固定资产投资中，第一产业投资增长 8.5%；第二产业投资增长 15.9 %，其中工业投资增长 15.9%；第三产业投资增长 4.4%，其中房地产开发投资下降 1.8%。

2019 年，芜湖市公路客运量 2061 万人，公路货运量 8400 万吨。截至 2019 年底，芜湖市民用汽车拥有量 58.25 万辆，比上年增长 8.6%，其中私人汽车拥有量 54.12 万辆，增长 9.3%。截至 2019 年底，芜湖市公路里程 10933 公里，其中等级公路 10846 公里。在等级公路中，高速公路 292 公里，一级公路 351 公里，二级公路 642 公里。

根据《关于芜湖市 2019 年预算执行情况和2020年预算草案的报告》及公司提供数据，2019 年，芜湖市财政总收入完成621.0亿元，增长 3.0%；其中地方一般公共预算收入321.8亿元，增长1.2%，税收占一般公共预算收入比重为 84.56%；芜湖市一般公共预算支出502.5亿元，

增长10.0%，财政自给率为64.04%。2019年，芜湖市上级税收返还及补助收入157.7亿元。同年，芜湖市实现政府性基金收入139.6亿元。政府债务方面，2019年底芜湖市政府债务余额727.54亿元，其中，一般债务余额366.65亿元，专项债务余额360.89亿元。

六、基础素质分析

公司是芜湖市重要的城市交通基础设施建设主体，跟踪期内持续得到当地政府在股权划转和财政补贴方面的大力支持。

公司主要负责以国道、省道建设为主的公路建造、出租车和停车场运营等业务；公司在芜湖市城市交通设施建设方面具有一定的业务专营优势。

政府支持方面，2019年，芜湖市公路管理局将持有安徽环宇公路沥青材料有限责任公司（以下简称“环宇沥青公司”）20%股权划转至公司，增加资本公积0.16亿元；芜湖市国有资产管理有限公司将持有芜湖中燃城市燃气发展有限公司（以下简称“芜湖中燃”）10%股权无偿划转至公司，增加资本公积0.89亿元；根据财资〔2019〕172号文，将安徽省长江航运服务中心整体移交至公司，同时根据芜交投资〔2019〕78号文将安徽省长江航运服务中心整体移交至子公司芜湖市旅游投资有限公司，增加资本公积0.13亿元。2019年，公司获得财政补贴1.07亿元，系芜湖市政府对公司城市基础设施建设项目和国省干线公路建设项目给与的补贴，计入“其他收益”科目。

根据公司提供的《企业信用报告》（银行专业版）（统一社会信用代码为91340208796405010W），截至2020年5月12日，公司本部已结清信贷记录中有1笔关注类短期借款，根据交通银行芜湖分行出具的说明，该笔贷款系2007年2月16日产生，因公司成立于2006年，当年未产生销售收入，根据交通银行贷款分类规定，将该笔贷款列为关注类，公司已按时还本付息，无其他逾期及欠息记录。公司无未结清不良贷款记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事以国道、省道建设为主的公路建造业务、出租车和停车场运营等。2019年，公司营业收入同比大幅下降，综合毛利率同比有所上升。

2019年，公司实现营业收入3.28亿元，同比下降50.68%，主要源于公路建造业务收入的下降，公路建造业务是公司主要的收入来源，收入占比为85.92%。2019年，公司公路建造业务收入2.82亿元，同比下降53.55%，主要系部分公路建造项目由于征地拆迁等原因工程进度缓慢；公司实现出租车运营收入0.20亿元，同比小幅增长；公司其他业务包括平台车运营和停车场运营等，收入规模较小。

由于公路建造业务毛利率小幅提高，2019年，公司整体毛利率较上年提高3.88个百分点至21.63%。其中，公路建造毛利率为16.88%。

表4 公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公路建造	6.05	91.06	15.48	2.82	85.92	16.88
出租车运营	0.18	2.77	58.47	0.20	6.00	51.38
其他业务	0.41	6.17	32.89	0.26	8.08	49.98
合计	**6.65**	**100.00**	**17.75**	**3.28**	**100.00**	**21.63**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）公路建造业务

跟踪期内，公司公路建造业务收入大幅下降，毛利率有所上升，公司资金回收受政府回款进度影响大，较大规模的应收账款对公司资金形成明显占用。

公司与芜湖市交通运输局签订了《委托建设合同》，公司自筹项目建设资金，资本金部分通过国省干线补助等方式取得，其他部分主要通过银行贷款方式获取；待承建工程移交后，双方结算工程款，工程款按照工程结算成本（包括施工建设成本、融资成本、其他成本等）加成20%毛利方式确定。实际经营中，公司按照工程完工百分比法每年结转成本并加成确认收入。2019年，受部分公路建造项目征地拆迁等原因影响，工程进度缓慢，公司公路建造收入大幅下降。

2015 年 10 月，芜湖市人民政府出具《芜湖市人民政府关于芜湖市交通投资有限公司应收款项情况和解决措施说明的函》，承诺对公司账面留存的应收账款和对芜湖市公路管理局等单位存在的往来垫款等其他应收款项进行逐步偿还，自 2015 年末起，每年偿还不少于 4.5 亿元，分 5 年支付完毕。2016—2019 年，公司分别收到芜湖市政府支付的回购款项 3.17 亿元、4.34 亿元、12.45 亿元和 0.90 亿，冲减了对芜湖市政府的应收账款。截至 2019 年底，公司应收账款中有 35.99 亿元政府部门欠款，对公司资金形成明显占用。

表 5 公司公路建造业务收入构成情况（单位：万元）

项目名称	总投资	确认收入金额	
		2018 年	2019 年
G205 峨山路东延立交工程	46914.09	232.33	235.35
G205 国道改造工程	79400.00	1546.01	22.41
G205 南陵渡桥及弋江路快速化黄山东路立交工程	17149.90	7.00	1.66
G205 弋江路北延线工程	45992.00	1531.65	686.39
S104 芜屯路芜湖段	5931.00	923.00	344.33
和谐大道	59460.67	519.25	1294.91
S321 一级公路改造工程	78518.00	282.23	3988.28
通江大道城建段	29490.24	2220.15	0.00
G205 弋江路快速化钱桥立交工程	35194.20	144.28	3201.44
G205 峨山路快速化改造芜石路立交工程	6775.25	106.83	2023.78
S319 二坝至无为段改建工程（市区段）	41123.00	1078.10	932.40
G205 弋江路赤铸山路立交	44350.03	447.47	1553.98
G329 二坝（长安）互通立交改建工程	44669.00	9703.09	3735.15
G236 芜湖市澹港闸（桥）工程	63298.00	17727.76	709.26
G205/马塘立交	54009.39	19638.60	2608.78
G205/米市口立交工程	28999.33	4022.34	6292.67
G236/沿江高速峨山路互通立交	10307.06	402.27	544.72
G205/弋江路快速化交通设施提升工程	668.82	9.84	0.00
合计	**692249.98**	**60542.20**	**28175.51**

资料来源：公司提供

（2）出租车运营及其他业务

公司出租车运营业务由芜湖寅运出租汽车有限责任公司（以下简称“芜湖寅运”）负责，截至2019年底，芜湖寅运拥有475辆出租车。2019年，公司出租车运营收入为1969.19万元，该板块收入规模相对稳定，毛利水平较高，对公司盈利水平构成有益补充。

公司其他业务收入主要来自平台车运营、停车场运营和车辆检测收入。公司平台车业务运营主体为孙公司芜湖市直机关车辆管理服务

有限责任公司（以下简称“车辆管理公司”），截至2019年底，车辆管理公司共有车辆65辆。2019年，车辆管理公司实现收入358.14万元。

停车场运营业务方面，截至2019年底，公司拥有停车场16个，停车总面积29.09万平方米，较上年有所增长。2019年，公司实现停车费收入1110.35万元，毛利率47.25%。

（3）在建及拟建项目

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力，自营项目未来预期收益实现情况受项目建设及运营等因素影响大。

截至2019年底，公司在建项目包括公路建造项目、停车场项目及芜湖市车管服务中心和驾驶人考试中心项目，其中公路建造项目总投资金额69.22亿元，已完成投资46.22亿元，尚需投入资金23.00亿元，2020年、2021年和2022年分别计划投资1.64亿元、2.28亿元和13.20亿元；在建停车场项目包括第三中学运动场地下停车场、第十一中学运动场地下停车场、第二中学分部运动场地下停车场、袁泽桥桥下停车场和大小官山地下停车场，总投资金额6.40亿元，已投资金额4.24亿元，后期通过停车场服务收费等平衡投入；芜湖市车管服务中心和驾驶人考试中心项目总投资3.90亿元，公司自筹资金建设，未来由公司运营，项目建设地点为安徽省芜湖市江北产业集中区大龙湾片区的西部，占地面积约250亩，该项目包括路面科目三电子路考建设、配套考试设备和路面附属设施，驾驶人考试技术服务楼包括行政楼及服务大厅和机动车查验区及用房，机动车待检区域建设信息化、道路、绿化等，将提供地面泊车位不少于1000个，地下泊车位不少于500个。

截至 2019 年底，公司拟建项目包括峨山路东延伸（沿江高速-芜宣高速）等公路建造项目和芜湖市中心城区停车场建设项目等，总投资金额 29.67 亿元。其中，峨山路东延伸（沿江高速-芜宣高速）公路建造项目暂时未与政府签订委托代建协议，政府每年会给予相应补贴；该项目西端起点接峨山路东延伸一期工程已建路段，终点接入芜宣高速，路线全长约 9.5 公里。

表 6　截至 2019 年底公司主要在建公路建造项目及停车场项目情况（单位：万元、%）

项目名称	子项目名称	总投资金额	建设进度	截至 2019 年底累计完成投资	投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
G205 芜湖段工程建设	G205/峨山路东延立交工程	46914.09	49.66	23299.36	3035.28	506.09	10112.22
	G205/峨山路快速化改造芜石路立交工程	6775.25	63.94	4332.40	50.00	44.33	2348.52
	G205/国道改造工程	79400.00	55.95	44423.11	2500.00	5809.89	15524.55
	G205/米市口立交工程	28999.33	102.36	29684.94	0.00	0.00	0.00
	G205/南陵渡桥及弋江路快速化黄山东路立交工程	17149.90	72.43	12421.31	1400.00	1517.26	1804.54
	G205/弋江路北延线工程	45992.00	78.63	36161.30	110.17	120.81	8855.74
	G205/弋江路赤铸山路立交	44350.03	70.87	31430.25	2200.00	2184.15	8125.25
	G205/弋江路快速化钱桥立交工程	35194.20	49.83	17537.10	1033.23	0.00	13261.45
	G205/马塘立交	54009.39	90.63	48948.57	2977.23	0.00	0.00
	G205/弋江路快速化交通设施提升工程	668.82	65.32	436.88	20.00	75.04	125.07
G236 芜湖段工程建设	G236/S321 一级公路改造工程	78518.00	49.42	38807.30	0.00	651.60	19421.42
	G236/芜湖市澛港（闸）桥工程	63298.00	67.20	42536.92	400.00	4973.04	15077.70
	G236/沿江高速峨山路互通立交	10307.06	79.65	8209.99	1702.00	0.00	178.15
G329 芜湖段一级公路工程建设	G329/S319 二坝至无为段	41123.00	36.84	15148.74	0.00	1168.34	13432.88
	G329/二坝（长安）互通	44669.00	92.34	41248.85	1000.00	961.46	1458.69
	G329/和谐大道	59460.67	78.06	46415.99	0.00	2244.66	10420.23
	G329/通江大道城建段	29490.24	52.37	15443.89	0.00	2409.52	11626.73

	G329/芜屯路路面大修（原 S104）	5931.00	95.59	5669.55	0.00	97.81	205.16
小计		**692249.98**	**-**	**462156.45**	**16427.91**	**22764.00**	**131978.30**
袁泽桥桥下停车场		337.5	90.80	306.45	23.68	0.00	0.00
第三中学运动场地下停车场		16093.00	20.05	3226.32	5637.89	478.37	0.00
第二中学分部运动场地下停车场		2372.00	67.74	1606.71	773.28	0.00	0.00
第十一中学运动场地下停车场		10179.00	90.32	9193.52	774.97	0.00	0.00
大小官山停车场		35000.00	80.29	28100.92	4663.00	2236.00	0.00
小计		**63981.50**	**-**	**42433.92**	**11872.82**	**2714.37**	**0.00**
芜湖市车管服务中心和驾驶人考试中心项目（一期和二期）		39000.00	11.28	4400.00	15600.00	19000.00	0.00
合计		**795231.48**	**-**	**508990.37**	**43900.73**	**44478.37**	**131978.3**

资料来源：公司提供

表 7　公司拟建项目情况（单位：万元、天）

项目名称	子项目名称	总投资金额	计划工期	资金平衡方式	投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
G205 八里湾大桥		34747.37	720	暂未确定	7290.53	9494.76	0.00
G205 大茆立交		28102.06	720		9794.31	15347.78	0.00
峨山路东延伸（沿江高速-芜宣高速）		176600.29	810		20727.30	140000.00	5870.01
芜湖市中心城区停车场建设项目	陡门巷立体停车楼	4805.17	300	自建	3844.14	961.03	0.00
	田家炳中学运动场地下停车场	8018.00	400		1618.00	6400.00	0.00
	师大附中运动场地下停车场	6007.00	400		1207.00	4800.00	0.00
	弋矶山医院南部造船厂地块机械停车楼	6000.00	350		3000.00	3000.00	0.00
	九华南路与利民路交叉口停车楼	2000.00	300		1000.00	1000.00	0.00
	申元街（汇金广场后侧）机械停车楼	2020.00	300		1020.00	1000.00	0.00
	柳春园路（灯具街）机械停车楼	3000.00	300		1500.00	1500.00	0.00
	申元街与黄山西路交叉口停车楼	3000.00	300		1500.00	1500.00	0.00
	东郊路机械停车楼	3110.00	300		1500.00	1610.00	0.00
	中天印染地块机械停车楼	2871.00	300		0.00	840.00	2031.00
	天和苑东侧地块机械停车楼	7425.00	300		0.00	2520.00	4905.00
	中燃地块地下停车场	6234.00	400		0.00	1800.00	4434.00
	吉和街道创业园机械停车楼	2810.00	300		0.00	840.00	1970.00
合计		**296749.89**	**-**	**-**	**54001.28**	**192613.57**	**19210.01**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将继续以服务交通基础设施建设为中心，拓宽实业经营渠道；以投资开发道路等市政工程为中心，不断完善业务布局。公司将加快城市停车场及芜湖市车管服务中心和驾驶人考试中心项目建设，并布局交通基础设施产业链，探索砂石开采等资源性产业项目、规划江河清洁能源产业链投资及谋划布局芜湖市加气站业务等，并借此实现自身的多元化经营与市场化运作，丰富收入来源，提高整体竞争力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司拥有合并范围内子公

司 4 家，较上年底减少 1 家子公司（为芜湖市公路广告装潢有限责任公司），该子公司资产、收入规模均不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 174.64 亿元，所有者权益 100.67 亿元（含少数股东权益 0.30 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 3.28 亿元，利润总额 2.92 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，资产中土地和应收类款项占比大，应收类款项对公司资金形成明显占用，且资产受限规模较大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 174.64 亿元，较 2018 年底小幅下降 1.71%，其中非流动资产占 57.87%。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**84.66**	**47.65**	**73.57**	**42.13**
货币资金	8.46	4.76	12.07	6.91
应收账款	34.12	19.20	36.09	20.67
其他应收款	12.35	6.95	13.22	7.57
其他流动资产	27.64	15.56	11.27	6.45
非流动资产	**93.02**	**52.35**	**101.07**	**57.87**
可供出售金融资产	6.58	3.70	6.68	3.83
投资性房地产	78.11	43.96	80.01	45.81
资产合计	**177.68**	**100.00**	**174.64**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 73.57 亿元，较 2018 年底下降 13.10%，主要来自其他流动资产的减少。2019 年底，公司货币资金 12.07 亿元，较 2018 年底增长 42.79%，主要系部分银行理财产品到期赎回资金；货币资金主要由银行存款（占 99.99%）构成，无使用受限资金。2019 年底，公司应收账款 36.09 亿元，较 2018 年底增长 5.78%，主要系应收芜湖市交通运输局款项增加所致；应收账款主要包括应收芜湖市交通运输局款项 32.13 亿元和应收芜湖市水务局款项 3.86 亿元等。

2019 年底，公司其他应收款 13.22 亿元，较 2018 年底增长 7.08%，主要系与芜湖市公路管理局等单位往来款增加所致；其他应收款主要为应收芜湖市政府单位或国有企业的往来款及无息借款，前五大欠款单位欠款合计 10.87 亿元，占其他应收款的 92.24%，集中度高；累计计提坏账准备 0.53 亿元。公司其他应收款回款风险较低，但对资金形成占用。

表 9　2019 年底公司其他应收款前 5 名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
芜湖市公路管理局	5.94	50.39
芜湖市公共交通集团有限责任公司	2.96	25.14
南陵县交通局	0.86	7.31
芜湖城市卡建设有限公司	0.60	5.09
芜湖县交通局	0.51	4.31
合计	**10.87**	**92.24**

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司其他流动资产 11.27 亿元，较 2018 年底下降 59.23%，主要系部分银行理财产品到期赎回所致。

2019 年底，公司非流动资产 101.07 亿元，较 2018 年底增长 8.65%，主要来自在建工程和投资性房地产的增长。2019 年底，公司可供出售金融资产 6.68 亿元，较 2018 年底增长 1.48%，系公司增加对安徽省港口运营集团有限公司股权投资。2019 年底，公司投资性房地产 80.01 亿元，较 2018 年底增长 2.44%，主要系停车场及土地使用权公允价值变动所致；投资性房地产[1]主要包括停车场（占 8.87%）和土地使用权（占 90.81%）。2019 年底，公司在建工程 5.68 亿元，较 2018 年底增长 120.51%，主要来自大小官山停车场、芜湖市车管服务中心和驾驶人考试中心项目投入。

2019 年底，公司受限资产账面价值 29.76 亿元，占资产总额的 17.04%。公司受限资产为投资性房地产中用于抵押借款的土地资产。

[1] 截至 2019 年底，芜湖火车站、弋江站停车场账面价值 2.33 亿元，南陵华亿香榭丽舍、印象剑桥地下停车场账面价值 0.39 亿元，均未办妥产权证

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模小幅增长，以实收资本和资本公积为主；同期，公司债务规模小幅上升，整体债务负担一般。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 100.67 亿元，较 2018 年底增长 2.09%，主要来自资本公积的增长；公司所有者权益主要由实收资本（占 54.80%）、资本公积（占 11.00%）和未分配利润（占 30.43%）构成。

2019 年底，公司资本公积 11.04 亿元，较 2018 年底增长 15.75%，主要系公司获得环宇沥青公司 20%股权、芜湖中燃 10%股权及安徽省长江航运服务中心整体移交至公司，相应增加公司资本公积。

负债

2019 年底，公司负债总额 73.98 亿元，较 2018 年底下降 6.44%，其中非流动负债占 81.41%，公司负债仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 13.75 亿元，较 2018 年底增长 34.70%，主要来自一年内到期的非流动负债的增长。2019 年底，公司新增短期借款 0.60 亿元，为信用借款。2019 年底，公司其他应付款 1.84 亿元，较 2018 年底下降 65.93%，系公司将应付芜湖市建设投资有限公司（以下简称“芜湖建投”）有息借款调整至其他非流动负债中核算。2019 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 6.51 亿元，包括一年内到期的长期借款 0.91 亿元和一年内到期的应付债券 5.60 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 60.23 亿元，较 2018 年底下降 12.54%，主要系应付债券的减少。2019 年底，公司长期借款 20.53 亿元，较 2018 年底下降 7.90%，包括质押借款（质押物为公路收费权及其项下全部收益等）和保证借款。2019 年底，公司应付债券 16.73 亿元，较 2018 年底下降 40.02%，系“16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”偿还部分本息及部分调整至一年内到期的非流动负债核算。2019 年底，公司长期应付款 1.36 亿元，为公司 2018 年获得的政府债务置换资金（公司不承担还本付息义务）；专项应付款 3.59 亿元，主要为财政拨付的公路建造项目补助资金。2019 年，公司其他非流动负债 11.77 亿元，较 2018 年底增长 54.48%，为子公司芜湖市旅游投资有限公司、芜湖市城市泊车建设管理有限公司获得的增资款项和应付芜湖建投有息借款，本报告已将其他非流动负债中有息部分调整至有息债务核算。

2019 年底，公司全部债务 56.14 亿元，较 2018 年底增长 2.84%；其中，长期债务占比 87.34%，公司有息债务以长期债务为主。

表 10 公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
短期债务	6.51	7.11
长期债务	48.08	49.03
全部债务	54.59	56.14
长期债务资本化比率	32.78	32.75
全部债务资本化比率	35.63	35.80
资产负债率	44.50	42.36

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标来看，2019 年底，公司资产负债率较上年底有所下降，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率基本稳定，分别为 42.36%、32.75%和 35.80%。

有息债务到期分布方面，公司将于 2020 年、2021 年和 2022 年到期的债务规模分别为 7.11 亿元、7.79 亿元和 7.79 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入下降明显，非经常性损益对公司利润贡献大。

2019 年，公司实现营业收入 3.28 亿元，同比下降 50.68%，主要系公路建造业务收入下降；营业成本 2.57 亿元，同比下降 53.00%；营业利润率为 14.02%，同比上升 0.84 个百分点。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	6.65	3.28
营业成本	5.47	2.57
公允价值变动损益	0.86	1.91
投资收益	1.05	0.64
其他收益	2.30	1.07
利润总额	4.02	2.92
营业利润率	13.18	14.02
总资本收益率	2.72	2.10
净资产收益率	3.08	2.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2019 年为 1.02 亿元，同比下降 3.31%，主要系财务费用下降。受营业收入下降影响，2019 年公司期间费用占营业收入的比例较上年上升 15.27 个百分点至 31.17%。

2019 年，公司实现投资收益 0.64 亿元，主要为理财产品收益；公允价值变动收益 1.91 亿元，为投资性房地产评估增值；其他收益 1.07 亿元，主要是政府对公司城市基础设施建设项目和国省干线公路建设项目进行的补贴。2019 年，公司利润总额 2.92 亿元，非经常性损益对公司利润贡献大。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率为 2.10%，净资产收益率为 2.16%，同比分别下降 0.62 个和 0.92 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，受公路建造业务回款减少影响，公司经营活动现金流入大幅下降，收入实现质量较差；投资活动受购买及赎回理财产品影响波动较大，2019 年投资活动现金流量净额由负转正；公司融资规模不断下降，受偿还债务影响，筹资活动现金净流出规模扩大。

经营活动现金流方面，2019 年公司经营活动现金流入 3.29 亿元，同比大幅下降 81.45%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 1.44 亿元，同比大幅下降 88.76%，主要系公路建造业务回款减少所致；收到其他与经营活动有关的现金 1.84 亿元，同比下降 62.21%，主要为收到的往来款减少所致。2019 年公司经营活动现金流出 2.43 亿元，同比下降 80.62%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 0.78 亿元，同比下降 89.96%，主要系工程款支付减少所致；支付其他与经营活动有关的现金 1.21 亿元，主要为往来款支出。2019 年，公司经营活动现金净流量为 0.86 亿元。

从收入实现质量看，由于公路建造业务回款减少，2019 年，公司现金收入比大幅下降至 44.02%。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	17.71	3.29
经营活动现金流出量	12.54	2.43
经营活动现金流量净额	5.17	0.86
投资活动现金流量净额	-5.10	12.00
筹资活动现金流量净额	-2.80	-9.24
现金收入比	193.10	44.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动现金流方面，2019 年，公司投资活动现金流入 78.33 亿元，主要为赎回理财产品收到的现金以及理财产品取得的投资收益。2019 年，公司投资活动现金流出 66.33 亿元，主要为购买理财产品以及停车场建造支出。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 12.00 亿元。

筹资活动现金流方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 0.68 亿元，主要为公司短期借款获得的资金。由于公司偿还部分银行借款和债券本息，2019 年公司筹资活动现金流出 9.92 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 -9.24 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般。综合考虑公司在芜湖市城市交通基础设施建设中的重要地位以及芜湖市政府给予公司的各项支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为

535.07%和 535.06%。2019 年公司经营现金流动负债比为 6.23%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较弱。2019 年底，公司现金短期债务比为 1.70 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年有所下降，为 4.19 亿元；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.55 倍和 13.40 倍，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司对外担保余额合计 16.39 亿元，担保比率 16.28%。被担保企业包括安徽庐铜铁路有限公司（以下简称“庐铜铁路公司”）和芜湖建投，庐铜铁路公司是铁路庐铜线专营企业，由中国国家铁路集团有限公司、安徽省人民政府和芜湖市人民政府合资组建，截至 2019 年底，公司代表芜湖市人民政府出资，对其持股比例为 15.97%；芜湖建投为芜湖市三大投融资平台之一；庐铜铁路公司和芜湖建投股东综合实力强，其经营风险较小。整体看，公司或有负债风险可控。

表 13　截至 2019 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	担保期限	担保余额
芜湖市建设投资有限公司	2019.06.20-2028.12.20	116560.00
安徽庐铜铁路有限公司	2014.01.25-2044.01.25	47346.00
合计		**163906.00**

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司获得银行授信额度77.48亿元，已使用额度为27.50亿元，未使用额度为49.98亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模小幅下降，所有者权益较为稳定，债务规模有所下降，整体负债水平一般。

2019年底，母公司资产总额167.24亿元，较2018年底小幅下降1.68%，其中非流动资产59.60%。从构成看，流动资产主要由应收账款、其他应收款和其他流动资产构成，非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

2019年底，母公司所有者权益100.08亿元，较2018年底增长1.84%；其中，实收资本55.00亿元、资本公积10.90亿元、未分配利润30.39亿元，所有者权益较为稳定。

2019年底，母公司负债总额67.17亿元，较2018年底下降6.49%，主要由长期借款和应付债券构成；资产负债率为40.16%，较2018年底有所下降，整体负债水平一般。

2019 年，母公司实现营业收入 2.87 亿元，利润总额 2.84 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

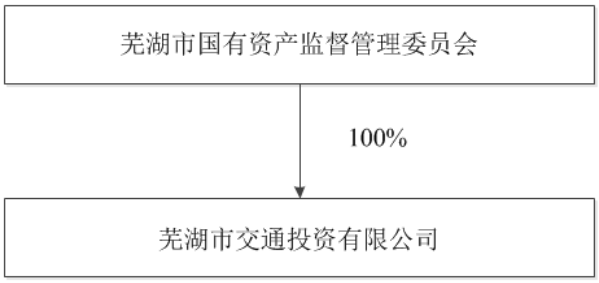
截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券“16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”债券余额合计 19.60 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 4.19 亿元、3.29 亿元和 0.86 亿元，分别为存续债券余额合计的 0.21 倍、0.17 倍和 0.04 倍，为存续债券分期偿还本金（5.60 亿元）的 0.75 倍、0.59 倍和 0.15 倍。总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对存续债券余额、分期偿还本金的保障能力均较弱。

根据《芜湖市中心城区停车场建设项目可行性研究报告》，在债券存续期内第3~7年，停车场项目（含新建与收购）现金流入分别为6.52亿元、7.01亿元、7.65亿元、7.65亿元和7.65亿元，是存续债券分期偿还本金的1.16倍、1.25倍、1.37倍、1.37倍和1.37倍。公司停车场项目现金流入对两期债券分期偿还本金的保障能力尚可。从募投项目的实际进展看，公司芜湖市中心城区停车场建设项目因施工进度受拆迁和规划影响进展缓慢；收购已建停车场方面，目前公司共收购了2个停车场，2019年租金及停车费收入1110.35万元。总体看，募投项目进展缓慢，收益实现情况低于预期。

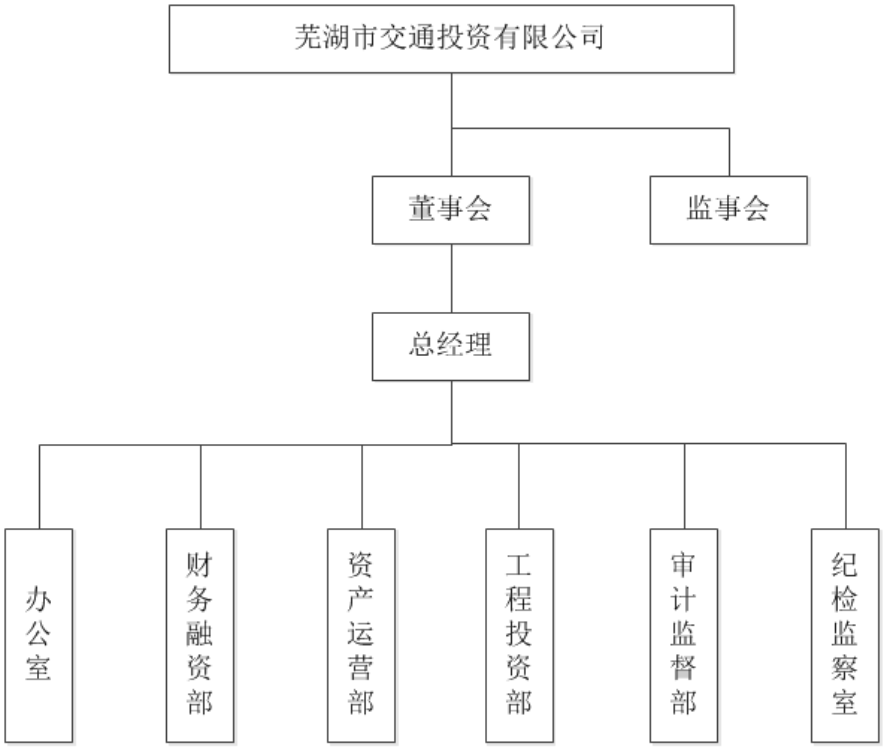
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持芜湖市交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 芜湖交投专项债 01/PR 芜交 01”和“16 芜湖交投专项债 02/PR 芜交 02”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
芜湖市运安机动车检测有限公司	200.00	车辆检测	100.00	--	股权划转
芜湖寅运出租汽车有限责任公司	1000.00	出租车运营	100.00	--	投资设立
芜湖市旅游投资有限公司	104160.00	旅游业务	100.00	--	股权划转
芜湖市城市泊车建设管理有限公司	17700.00	停车场建设	70.00	--	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.18	8.46	12.07
资产总额(亿元)	180.18	177.68	174.64
所有者权益(亿元)	95.01	98.61	100.67
短期债务(亿元)	0.00	6.51	7.11
长期债务(亿元)	59.00	48.08	49.03
全部债务(亿元)	59.00	54.59	56.14
营业收入(亿元)	11.41	6.65	3.28
利润总额(亿元)	3.85	4.02	2.92
EBITDA(亿元)	5.20	5.23	4.19
经营性净现金流(亿元)	-3.80	5.17	0.86
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.31	0.18	0.09
存货周转次数(次)	2598.01	1523.85	1392.73
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.02
现金收入比(%)	44.45	193.10	44.02
营业利润率(%)	13.45	13.18	14.02
总资本收益率(%)	2.61	2.72	2.10
净资产收益率(%)	2.94	3.08	2.16
长期债务资本化比率(%)	38.31	32.78	32.75
全部债务资本化比率(%)	38.31	35.63	35.80
资产负债率(%)	47.27	44.50	42.36
流动比率(%)	797.68	829.38	535.07
速动比率(%)	797.64	829.36	535.06
经营现金流动负债比(%)	-33.61	50.69	6.23
全部债务/EBITDA(倍)	11.35	10.44	13.40
EBITDA 利息倍数(倍)	1.81	1.99	1.55
现金短期债务比(倍)	*	1.30	1.70

注：一年内到期的债务调整至短期债务计算，其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务计算；*表示数据项数据过大

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.12	2.01	7.25
资产总额(亿元)	171.65	170.10	167.24
所有者权益(亿元)	94.70	98.27	100.08
短期债务(亿元)	0.00	0.00	7.11
长期债务(亿元)	54.05	50.18	41.44
全部债务(亿元)	54.05	50.18	48.55
营业收入(亿元)	10.89	6.21	2.87
利润总额(亿元)	3.74	3.94	2.84
EBITDA(亿元)	4.41	5.07	3.97
经营性净现金流(亿元)	-4.07	5.45	0.91
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.27	0.31	0.16
存货周转次数(次)	7718.24	4144.09	1794.65
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.02
现金收入比(%)	41.20	199.77	35.77
营业利润率(%)	12.43	12.16	10.04
总资本收益率(%)	2.29	2.77	2.18
净资产收益率(%)	2.89	3.04	2.12
长期债务资本化比率(%)	36.34	33.80	29.28
全部债务资本化比率(%)	36.34	33.80	32.67
资产负债率(%)	44.83	42.23	40.16
流动比率(%)	703.96	685.47	445.22
速动比率(%)	703.95	685.46	445.21
经营现金流动负债比(%)	-35.01	48.49	5.98
全部债务/EBITDA(倍)	12.26	9.90	12.23
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	1.93	1.56
现金短期债务比(倍)	*	*	1.02

注：其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务计算；*表示数据项数据过大

附件 4　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-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+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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