



# 2023 年度郑州地铁集团有限公司 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20233880M-01

---

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 10 月 31 日至 2024 年 10 月 31 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

## 跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就該事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 10 月 31 日

<b>评级对象</b>	郑州地铁集团有限公司
<b>主体评级结果</b>	AAA/稳定
<b>评级观点</b>	中诚信国际认为郑州市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力很强；郑州地铁集团有限公司（以下简称“郑州地铁”或“公司”）在推进郑州轨道交通投资、建设和运营中发挥重要作用，对郑州市政府的重要性高，与郑州市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，郑州地铁在郑州市轨道交通业务重要地位较为稳定，业务持续性很强，待开发项目规模较大，备用流动性充足；同时，需关注债务增长、地铁运营业务持续亏损、补贴资金到位情况及运行机制和内部控制制度建设仍有待加强对其经营和整体信用状况造成的影响。
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，郑州地铁集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 不适用。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，流动性压力骤升等。

### 正面

- **地位重要性高。**公司为郑州市轨道交通投资、建设和运营的唯一主体，公司对郑州市人民政府的重要性高，与郑州市政府关联度高度紧密。
- **业务持续性很强。**公司在建及拟建轨道交通项目、沿线及站点周边综合开发项目数量充足，投资规模较大，业务持续性很强。
- **备用流动性充足。**公司未使用授信额度较为充裕，给公司提供了充足的备用流动性。

### 关注

- **债务规模增长较快。**随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，目前财务杠杆已处于相对较高水平，资本结构有待优化。
- **地铁运营持续亏损，补贴资金到位情况需持续关注。**因地铁业务具有较强的公益性，加之外部不利因素影响，2022年公司营业亏损程度进一步加大，毛利率降至-679.19%，同时受债务规模持续较快增长以及地铁线路相继进入运营期使得相关利息支出开始费用化影响，公司财务费用显著增长并严重侵蚀利润，经营性业务利润规模很小。公司利润主要来源于运营补贴，未来自身盈利能力及相关补贴资金实际到位情况值得关注。
- **运行机制及内部控制制度建设仍有待加强。**2021年，在郑州市“720”特大暴雨突发事件中，公司运营的地铁5号线发生重大安全事故，相关人员受到相应处罚。此次事件反映出公司运行机制和内部控制制度建设仍有待加强，中诚信国际将对公司后续整改情况保持关注。

项目负责人：桂兰杰 ljgui@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 诚 chchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

郑州地铁（合并口径）	2020	2021	2022	2023.6/2023.1-6
资产总计（亿元）	1,671.82	2,014.29	2,147.04	2,265.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	525.55	583.10	587.51	589.19
负债合计（亿元）	1,146.27	1,401.20	1,498.03	1,609.37
总债务（亿元）	1,031.64	1,287.68	1,426.72	1,534.85
营业总收入（亿元）	9.47	9.56	6.00	5.38
经营性业务利润（亿元）	-0.41	0.70	0.30	-0.04
净利润（亿元）	0.93	0.61	1.03	-0.07
EBITDA（亿元）	18.06	83.27	56.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-9.62	-11.80	53.84	-5.53
总资本化比率(%)	66.25	68.83	70.83	72.26
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.37	1.29	0.89	--

注：1、中诚信国际根据郑州地铁提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年半年度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年半年度财务数据采用了 2022 年审计报告和 2023 年半年度财务报表期末数；2、中诚信国际分析时，将公司“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算；将“长期应付款”及“混合型证券-其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务计算；3、公司未提供 2023 年半年度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 评级历史关键信息

郑州地铁集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2023/7/26	桂兰杰、章毅	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2019/10/28	高哲理、李文、李春辉	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2014/2/28	--	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI_140200_2014_01</a>	--

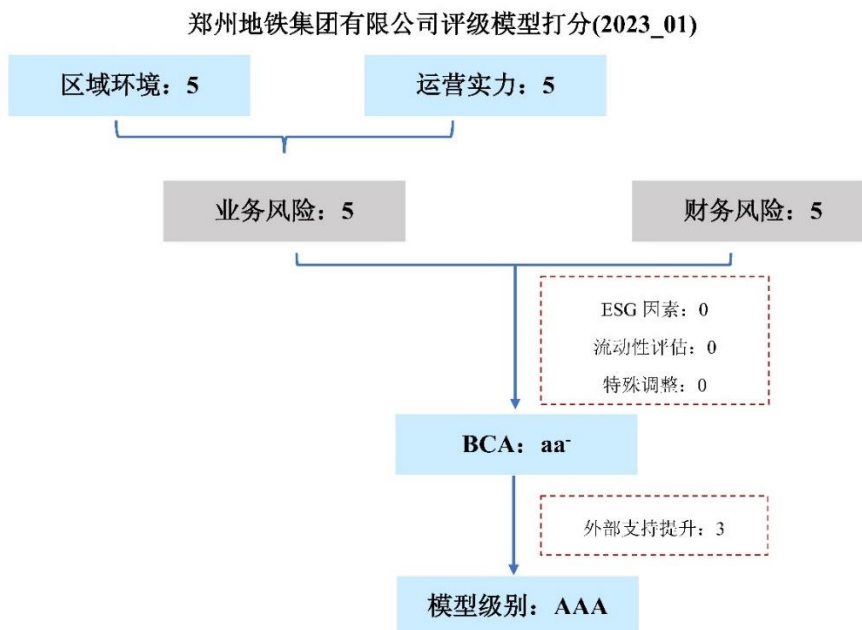
## 同行业比较（2022 年数据）

项目	郑州地铁	武汉地铁	长沙轨道	西安轨交
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	郑州市	武汉市	长沙市	西安市
GDP（亿元）	12,934.69	18,866.43	13,966.11	11,486.51
一般公共预算收入（亿元）	1,130.00	1,504.74	1,201.80	834.09
轨道运营里程（公里）	233.80	460.76	142.62	202.71
经调整的所有者权益合计（亿元）	587.51	1,066.35	679.24	700.38
总资本化比率（%）	70.83	72.91	58.70	58.12
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.89	0.15	0.79	0.70

注：武汉地铁系“武汉地铁集团有限公司”的简称，长沙轨道系“长沙市轨道交通集团有限公司”的简称，西安轨交系“西安市轨道交通集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险：

中诚信国际认为，郑州地铁的轨道交通建设运营业务重要性高，具备很强的业务竞争力，业务稳定性和可持续性很强。但是，受制于地铁业务公益性较强，且叠加疫情等因素影响，地铁运营业务持续亏损，运营补贴资金到位情况需持续关注。

### ■ 财务风险：

中诚信国际认为，郑州地铁所有者权益持续增长，具备极强的资本实力。但是，公司资产主要为轨道交通建设及运营形成的相关资产，资产流动性较弱，但资产收益性尚可；EBITDA 对利息的覆盖水平于 2022 年度有所下降；同时，郑州地铁债务规模增长较快，资本结构有待优化。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对郑州地铁个体基础信用等级无影响，郑州地铁具有aa-的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持：

中诚信国际认为，郑州市政府有很强的支持能力和强的支持意愿，主要体现在郑州市的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；郑州地铁系郑州市轨道交通投资、建设和运营的唯一主体，成立以来持续获得政府在资本金注入、运营补贴等方面的大力支持，具备高的重要性及与政府的很强关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 评级对象概况

郑州地铁成立于 2008 年 3 月，初始注册资本为 1.00 亿元，后经过多次增资和股权变更，截至 2023 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为 27.79 亿元，郑州发展投资集团有限公司（以下简称“郑州发投”）、郑州市预算绩效评价中心<sup>1</sup>和国开发展基金有限公司分别对公司持股 64.77%、23.25% 和 11.98%，郑州发投和郑州市财政局分别为公司控股股东及实际控制人。公司业务涉及轨道交通项目的建设建设和运营、围绕地铁沿线及站点周边进行综合开发等，是郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体。

表 1：截至 2023 年 6 月末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2023 年 6 月末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
郑州市轨道交通置业有限公司	轨道置业	100.00	31.21	21.38	31.50	0.36	0.04
郑州市轨道交通设计研究院有限公司	设计院	51.00	0.28	0.25	10.71	0.11*	0.007*
郑州地铁集团颐嘉实业有限公司	颐嘉实业	100.00	0.43*	0.21*	51.16*	0.22	-0.07

注：1、设计院的营业总收入和净利润的数据期间为 2023 年 1-6 月；2、颐嘉实业的总资产、净资产和资产负债率数据时间节点均为截至 2022 年末。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济与行业政策

2023 年以来中国经济延续复苏态势，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，其中三季度同比增长 4.9%，环比增长、两年复合增长相较二季度分别加快 0.8、1.1 个百分点至 1.3% 与 4.4%。因二季度经济出现修复节奏的暂时放缓，前三季度经济整体呈现出“波浪式”复苏，但产出缺口逐季收窄，服务业与最终消费的增长贡献率持续处于高位，宏观经济筑底回升的趋势得以巩固。

中诚信国际认为，服务消费的回暖，基建投资的支撑，以及出口降幅的收窄是推动三季度经济筑底回升的主要原因。但是，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，全球地缘冲突进一步加剧，欧美加息的紧缩效应并未完全释放，外部环境更加严峻复杂；从供需结构看，供需失衡的格局依然延续，且短期内较难纠正；从微观主体看，居民部门风险偏好整体偏低，企业部门利润收缩幅度依然较大；从债务压力看，宏观债务风险持续处于高位，地方政府的结构性、区域性债务压力依然突出。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政相较常态水平仍有一定缺口，资产负债表的复苏并不能一蹴而就。

中诚信国际认为，今年 7 月以来稳增长政策组合拳先后落实，一揽子化债方案逐步落地，国债增发与赤字率上调措施及时出台，支撑了经济企稳回升，但内生增长动能依然不足，宏观经济政策仍需保持宽松取向。财政政策仍有“加力提效”空间，财政支出有必要继续加大力度，准财政政策工具仍可形成接续。货币政策更加注重“精准有力”，持续引导实体经济融资成本下行，更好发挥总量和结构双重功能。

<sup>1</sup> 原名为郑州市非税收入管理局，2019 年变更为现名。

综合以上因素，中诚信国际维持 2023 年全年 GDP 增速为 5.3%左右的判断。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10715?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

轨交行业政策方面，“十四五”期间，城轨交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段，城轨交通新开通运营线路里程“十三五”期间呈持续上涨势头，“十四五”各年预计呈现波动变化趋势，各年不均衡，新开通运营线路规模在近年达到峰值后有所回落。轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需以政府为主导的投融资模式。近年来轨道交通行业虽然持续快速发展，但轨道交通的建设需求依旧很大，规划、在建线路数量和里程均较大，未来面临一定的投资压力。同时，地铁相关的广告、商贸、地下空间、房地产开发等相关资源开发业务到成熟运营尚需较长一段时间，需关注其为轨道交通线路盈利补充的释放节奏。城轨交通公司企业偿债较大程度依赖财政支持，经济下行及房地产市场低迷将加大城轨交通行业的偿债压力。

## 区域环境

郑州市地处中原腹地，是河南省省会城市，是全省政治、经济、文化、金融、科教中心。郑州市现辖 6 区 5 市 1 县及郑州航空港实验区（郑州新郑综合保税区）、郑东新区、郑州经济技术开发区（国家级经开区）、郑州高新技术产业开发区（国家级高新区）。全市总面积 7,446.2 平方公里，其中市区面积 1,055.27 平方公里。根据第七次全国人口普查结果，郑州市常住人口为 1,260.1 万人，常住人口数量位居全国第 10 位。同时，郑州市交通区位优势明显，是全国重要的铁路、航空、高速公路、电力、邮政电信枢纽城市，其中，2019 年郑阜高铁、郑万高铁（河南段）正式开通运营、郑合高铁进入试运行阶段，“米”字形铁路网初步成型。2018 年 11 月，国务院发布《中共中央、国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，明确指出以重庆、成都、武汉、郑州、西安等为中心，引领成渝、长江中游、中原、关中平原等城市群发展，带动相关板块融合发展，确立了郑州市在“中原城市群”中的核心地位。2019 年 9 月 11 日，国家发展改革委、交

通运输部联合印发《关于做好 2019 年国家物流枢纽建设工作的通知》，明确在郑州市建立空港型国家物流枢纽，系批复的唯一空港型国家物流枢纽，加快构建联通内外、交织成网、高效便捷的“通道+枢纽+网络”物流运作体系，为郑州市经济发展提供良好的机遇。

郑州市已形成汽车及装备制造、电子信息、现代食品制造、生物医药、新型材料和铝加工制品为主的六大主导产业。近年来郑州市主要经济财政指标均排在河南省首位，2022 年，郑州市实现地区生产总值（GDP）12,934.69 亿元，同比增长 1.0%，GDP 总值遥遥领先于其他地市，居“2022 年全国城市 GDP 百强榜”第 16 位，其中六大主导产业增加值增长 5.9%。2023 年上半年，郑州市实现 GDP7,008.60 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.3%。其中，第一产业增加值 75.80 亿元，同比增长 1.2%；第二产业增加值 2,845.60 亿元，同比增长 8.4%；第三产业增加值 4,087.20 亿元，同比增长 5.1%。

表 2：2022 年河南省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
河南省全省	61,345.05	--	6.21	--	4,261.60	--
<b>郑州市</b>	<b>12,934.69</b>	<b>1</b>	<b>10.09</b>	<b>2</b>	<b>1,130.00</b>	<b>1</b>
洛阳市	5,800.00	2	8.20	5	395.40	2
南阳市	4,555.40	3	4.73	13	256.87	3
许昌市	3,746.80	4	8.55	3	203.90	4
周口市	3,616.99	5	4.09	17	177.00	5
新乡市	3,463.98	6	5.61	10	227.03	6
商丘市	3,262.68	7	4.22	16	201.60	7
驻马店市	3,257.36	8	4.71	14	204.48	8
信阳市	3,196.23	9	5.17	12	136.96	9
平顶山市	2,839.33	10	5.72	9	223.76	10
开封市	2,657.11	11	5.56	11	198.58	11
安阳市	2,500.00	12	4.61	15	219.90	12
焦作市	2,234.80	13	6.34	8	169.60	13
濮阳市	1,889.54	14	2.10	18	116.72	14
漯河市	1,812.90	15	7.64	6	131.90	15
三门峡市	1,676.37	16	8.23	4	139.04	16
鹤壁市	1,107.04	17	7.04	7	81.14	17
济源市	806.22	18	11.04	1	66.80	18

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为郑州市财政实力形成了有力的支撑，但近年来郑州市财政状况亦面临较大挑战。受水灾等不利因素影响，近年来郑州市一般公共预算收入增速持续放缓，2020~2022 年，郑州市一般公共预算收入同比分别增长 3.0%、0.3%和-3.7%，且税收占比呈下滑趋势；政府性基金收入是郑州市地方政府财力的重要补充，受房地产市场调控等因素影响，郑州市土地出让规模下降，政府性基金收入呈逐年下降趋势。2023 年上半年郑州市实现一般公共预算收入 710.00 亿元，同比增长 1.8%；一般公共预算支出 832.90 亿元，同比增长 3.9%。再融资环境方面，郑州市广义债务率水平较高，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标亦有一定占比，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 3：近年来郑州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.6
GDP（亿元）	12,003.00	12,691.02	12,934.69	7,008.60
GDP 增速（%）	3.00	4.70	1.00	6.30
人均 GDP（万元）	9.61	10.01	10.09	-
固定资产投资增速（%）	3.60	-6.20	-8.50	0.20
一般公共预算收入（亿元）	1,259.21	1,223.63	1,130.00	710.00
政府性基金收入（亿元）	1,059.40	896.06	521.10	-
税收收入占比（%）	69.10	68.14	64.10	-
公共财政平衡率（%）	73.20	75.33	78.04	85.24
政府债务余额（亿元）	2,173.68	2,503.82	2,943.40	-

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：郑州市人民政府官网，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，郑州地铁的业务风险较低，首先公司作为郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体，主要承担郑州市轨道交通项目的建设和运营，并围绕地铁沿线及站点周边进行综合开发，具有很强的业务竞争力；同时，除轨道交通类项目外，公司也在市场化领域进行了一定探索，逐渐形成以轨道交通建设、运营及综合开发为主，房地产、租赁、设计服务等为辅的业务布局，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司收入的主要构成地铁运营业务呈严重亏损状态，同时受债务规模持续较快增长以及地铁线路相继进入运营期使得相关利息支出开始费用化影响，公司财务费用显著增长并严重侵蚀利润，经营性业务利润规模很小，利润对运营补贴的依赖程度很高，未来自身盈利能力及相关补贴资金实际到位情况值得关注。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~6 月公司营业收入、毛利率构成情况及盈利能力分析（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~6 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
票款服务	6.16	65.05	-142.73	7.23	75.66	-226.03	4.70	78.26	-882.15	4.13	76.83	-429.66
商品房销售	1.72	18.16	17.96	0.26	2.67	13.56	0.32	5.26	36.47	0.00	0.00	--
租赁服务	0.62	6.55	83.35	0.77	8.07	86.10	0.59	9.87	77.43	0.77	14.28	91.25
设计服务	0.13	1.37	24.28	0.03	0.33	21.83	0.09	1.49	31.34	0.11	2.07	24.46
其他业务	0.84	8.87	63.78	1.27	13.26	55.31	0.31	5.12	22.49	0.37	6.83	46.44
<b>合计/综合</b>	<b>9.47</b>	<b>100.00</b>	<b>-78.10</b>	<b>9.56</b>	<b>100.00</b>	<b>-156.30</b>	<b>6.00</b>	<b>100.00</b>	<b>-679.19</b>	<b>5.38</b>	<b>100.00</b>	<b>-313.41</b>
期间费用率			190.69			322.51			576.12			285.28
经营性业务利润			-0.41			0.70			0.30			-0.04
其中：其他收益			25.32			46.50			75.68			32.17
<b>利润总额</b>			<b>0.93</b>			<b>0.62</b>			<b>1.04</b>			<b>-0.07</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 轨道建设、运营及综合开发板块

公司主要负责郑州市轨道项目的建设及运营等工作，在郑州市轨道交通行业处于垄断地位，业务竞争力很强；近年来公司已开通运营轨道线路不断增加，未来随着更多新线路投入运营，公司地铁客流量和票务收入有望进一步扩大；近年来，受外部环境影响，公司地铁运营收入存在一定波动，2023 年上半年度公司地铁运营业务较上年同期明显好转。同时，公司在建轨道交通及线路沿线综合开发项目数量充足，投资规模较大，业务可持续性很强。但受制于地铁业务公益性较强，公司地铁运营业务持续亏损；根据郑政办（2021）18 号文，公司对已载客运营并正式计入运营成

本的地铁线路确认运营补贴，有利于缓解公司地铁运营亏损状态，但需关注运营补贴实际到位情况。

公司是郑州市政府批准的唯一一家城市轨道交通建设运营公司，主要负责郑州市轨道项目的投资、开发、建设及管理，在郑州市轨道交通行业处于垄断地位。地铁建设方面，根据《郑州市城市轨道交通第三期建设规划（2019—2024 年）》（以下简称“《三期规划》”），郑州市轨道交通远景年线网方案由 21 条线路组成，总长 970.90 公里，其中地铁线 13 条共 505.00 公里、市域快线 8 条共 466.00 公里；2019~2024 年，郑州市计划建设地铁 3 号线二期、6 号线一期、7 号线一期、8 号线一期、10 号线一期、12 号线一期和 14 号线一期共 7 个项目，线路总长 159.60 公里。项目建成后，郑州市将形成总长约 326.54 公里的轨道交通网络。项目资本金方面，公司轨道交通项目资本金比例基本维持 40%，且主要来源于郑州市公共交通基础设施建设发展专项资金。郑州市政府根据工程进度向公司拨付项目资本金，2020~2022 年公司分别收到轨道交通项目资本金 57.76 亿元、57.00 亿元及 5.00 亿元，2020~2021 年公司的项目资本金到位情况较好，2022 年到位有所滞后。

从业务开展情况来看，公司在建轨道交通项目量充足，未来建设空间仍较大，业务可持续性很好。轨道交通项目资本金均由郑州市政府承担，且项目资本金比例整体较高，2022 年公司收到轨道交通项目资本金 5.00 亿元，项目资本金到位情况相对一般。此外，公司轨道交通项目待投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

表 5：截至 2023 年 6 月末公司在建轨道交通项目情况（公里、亿元）

项目名称	全长	资本金比例	总投资	已投资	预计完工时间
郑州市轨道交通 6 号一期工程	43.40	40%	293.20	160.95	2024 年 12 月底
郑州机场至许昌市域铁路工程(郑州段)	33.43	40%	178.69	131.64	2023 年 12 月底
郑州市轨道交通 10 号线一期工程	21.86	40%	150.65	122.56	2023 年 12 月底
郑州市轨道交通 3 号线二期工程	6.32	40%	33.78	28.11	2023 年 12 月底
郑州市轨道交通 7 号线一期工程	29.30	40%	238.96	127.26	2024 年 12 月底
郑州市轨道交通 8 号线一期工程	51.78	40%	322.93	149.41	2024 年 12 月底
郑州市轨道交通 12 号线工程	16.54	40%	126.95	88.81	2023 年 12 月底
合计	202.63	--	1,345.16	808.74	--

注：6 号线一期已部分通车，本表内为 6 号线一期全线数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道运营方面，近年来，公司已开通运营轨道线路不断增加，截至 2023 年 6 月末，公司已完工并实现通车的轨道线路包括地铁 1 号线、2 号线、3 号线一期、4 号线、5 号线、6 号线一期、14 号线一期以及南四环至郑州南站城郊铁路工程，营运里程达 232.55 公里，总投资合计 1,453.04 亿元。地铁票价方面，由于地铁行业公益性较强，其收费标准及价格调整均由政府相关部门确定并经市民听证，收费机制市场化程度较低，政策性较强。截至 2023 年 6 月末，郑州市地铁票价实行分段计价收费票制，起步 2 元可坐 6 公里（含 6 公里），超过 6 公里实行“递远递减”原则，6~13 公里（含 13 公里）里程内 3 元，13~21 公里（含 21 公里）里程内 4 元，21 公里里程以上每递增 9 公里（含）加 1 元。

表 6：截至 2023 年 6 月末公司已通车轨道线路情况（公里、个、亿元）

线路名称	子线路名称	通车时间	线路长度	站点数	总投资
1 号线	1 号线一期	2013.12	41.21	30	228.94
	1 号线二期	2017.01			

2 号线	2 号线一期	2016.08			
	2 号线二期	2019.12	30.90	22	182.93
南四环至郑州南站城郊铁路工程	南四环至郑州南站城郊铁路一期工程	2017.01			
	南四环至郑州南站城郊铁路二期工程	2022.06	40.84	19	185.52
5 号线	5 号线	2019.05	40.43	32	321.39
14 号线一期	14 号线一期	2019.09	7.46	6	56.78
4 号线	4 号线	2020.12	29.22	27	197.43
3 号线一期	3 号线一期	2020.12	25.49	21	206.08
6 号线一期	6 号线一期（西段首通段）	2022.09	17.00	10	73.97
<b>合计</b>		--	<b>232.55</b>	<b>167.00</b>	<b>1,453.04</b>

注：1、本表总投资为概算投资额，非实际投资额；2、6 号线一期首通段总投资按线路长度占比估算。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

地铁客流量和票款收入方面，2021 年，公司全年实现客流量 3.91 亿人次、票务收入 7.23 亿元，同比均有所增长，但受郑州“720”特大暴雨和外部环境影响，公司所运营的轨道交通共停运 53 天<sup>2</sup>，对全年客流量造成较大不利影响<sup>3</sup>。6 号线一期于 2022 年 9 月开通，但受外部环境的影响，2022 年的客流量仍不理想，票务收入亦大幅下降。2023 年上半年公司地铁运营业务较上年同期明显好转，中诚信国际将对后续地铁运营情况保持关注。

表 7：近年来公司地铁客流量和票款收入情况

	2020	2021	2022	2023.1-6
客流量（亿人次）	3.41	3.91	2.93	2.66
票务收入（亿元）	6.16	7.23	4.70	4.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，由于地铁运营业务具有较强的公益性，地铁票价市场化程度较低，公司地铁运营处于持续亏损状态。中诚信国际注意到，根据郑州市人民政府办公厅于 2021 年 3 月下发的《关于印发郑州市轨道交通运营服务成本规制办法（试行）的通知》（郑政办〔2021〕18 号），公司对已载客运营并正式计入运营成本的 1 号线、2 号线一期、5 号线、城郊铁路一期及 14 号线一期等地铁线路确认运营补贴，其中 2020~2022 年分别确认 46.31 亿元、33.26 亿元及 75.61 亿元，有利于缓解公司地铁运营亏损状态，但需关注运营补贴实际到位情况。

轨道交通线路沿线综合开发方面，公司子公司轨道置业经郑州市政府授权对郑州市轨道交通线路沿线及站点周边进行综合一体化开发，由郑州市政府成立相应的管理领导小组，负责轨道交通段（场）及车站毗邻地块的调查，并对有开发价值的地块进行登记，由子公司轨道置业协同管理领导小组对相应地块进行控制、储备。公司根据轨道沿线综合开发筛查情况，对（场）段及站点周边地区进行综合开发一体化设计，对土地储备及综合开发进行成本核算和分析，通过经济测算反导开发量和规划控制要素。根据综合开发一体化设计，对再造土地，按照成本返还、收益反哺轨道交通建设及运营的原则进行市场招拍挂。目前，公司在建项目主要包括颐嘉经纬、黄河路安置房及五龙口上盖物业等 5 个项目，具有安置房、商业、住宅、办公等多种业态，拟主要通过对外

<sup>2</sup> 停运时间为 2021 年 7 月 20 日晚至 2021 年 9 月 11 日，同年 9 月 12 日、9 月 15 日分批次恢复载客运营。

<sup>3</sup> 公司 2021 年客流量较 2019 年低，但票务收入却高于 2019 年，主要系 5 号线、14 号线一期和 2 号线于 2019 年开通后，存在一年的试运营期。在此期间，以上轨道交通线路的客流量计入全年客流量统计范围，但相关票务收入并不计入营业收入中的票务收入统计口径，故造成以上差异。

出租或出售等方式实现资金平衡。

从业务开展情况来看，公司在建及拟建综合开发项目量充足，业务可持续性较好。但受土地分层确权相关政策尚未明确影响，拟建的 8 个综合开发项目目前均未开工建设。未来随着郑州市在建及拟建的地铁线路相继开通以及上盖物业和地下空间的开发，公司将逐渐形成“轨道交通建设+站点上盖物业+地下空间开发+沿线土地资源整理”的一体化综合资源开发模式。对轨道交通附属资源的开发或将产生新的利润增长点，一定程度上可弥补公司轨道交通运营业务的亏损。

**表 8：截至 2023 年 6 月末公司主要在建综合开发项目情况（亿元）**

项目名称	总投资	已投资	主要用途
颐嘉经纬项目	7.54	0.59	安置房、商业
黄河路安置房项目	9.21	5.86	安置房、商业
经纬悦华项目	5.00	4.00	商业
美好未来苑项目	6.95	4.56	住宅
五龙口上盖物业项目	33.91	13.58	住宅、商业
<b>合计</b>	<b>62.61</b>	<b>28.59</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：截至 2023 年 6 月末公司拟建综合开发项目情况（亿元）**

项目名称	总投资
14 号线铁炉西车辆段上盖物业开发项目	85.98
郑大一附院站综合开发项目	68.59
5 号线中州大道车辆段上盖物业开发项目	46.23
2 号线二期开元路停车场上盖物业开发项目	29.00
4 号线关陈车辆段上盖物业综合开发项目	27.99
3 号线贾鲁河停车场上盖物业综合开发项目	25.57
大石桥站站点综合物业开发项目	17.04
古玩城站综合开发项目	14.72
<b>合计</b>	<b>315.12</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他业务板块

公司在轨道交通类项目以外还开展了商业房地产开发业务、设计业务及租赁业务，其中设计业务和租赁业务主要依托于轨道交通建设和运营主业，公司围绕主业积极探索了衍生的市场化业务，丰富了公司的收入结构，一定程度上增强了公司业务的抗风险能力，但需关注公司房地产项目去化情况。

商业房地产开发业务方面，主要由子公司轨道置业承担，2018 年完工并交付了颐嘉园住宅小区项目，该项目位于郑东新区，总建筑面积为 10.63 万平方米，项目总投资 18.80 亿元，截至 2023 年 6 月末已投资 18.23 亿元，累计销售回款 21.00 亿元。美好未来苑项目<sup>4</sup>系 2022 年 3 月至 9 月分批办理了商品房预售许可证，达到预售条件，该项目位于郑州国际文化创意产业园新城北街南、墨香街东及屏华路西，总建筑面积为 9.39 万平方米，项目总投资 6.95 亿元，截至 2023 年 6 月末已投资 4.56 亿元，累计销售回款 0.64 亿元。郑轨风尚西苑项目，位于中原区西三环与中原路交叉口西北角，该项目为轨道置业自持暂无销售计划。项目总建筑面积 2.61 万平方米，截至 2023 年 6 月末已投资 1.79 亿元；项目于 2023 年 2 月完工交付。未来公司房地产项目去化情况值得持续关

<sup>4</sup>美好未来苑项目系公司综合开发业务的在建项目，目前子项目已达到预售条件，确认收入后将计入商品房销售收入中。

注。

设计业务方面，主要由子公司设计院负责运营，其主要从事工程的设计、咨询、项目评估和轨道交通技术研究，现拥有市政行业（轨道交通工程）专业甲级，市政行业（道路工程）乙级、工程咨询资信评价（轨道交通专业）乙级资质证书，是专项服务于轨道交通建设的设计单位。除轨道交通设计外，设计院还能承担施工图审查、建筑设计、道路工程设计、BIM 设计、工程咨询、工程经济咨询等多项业务。租赁业务方面，公司实现收入主要来源于广告租赁和通讯（电缆）租赁收入，其中通讯（电缆）租赁收入为通信系统运营商因租用公司铺设的通信电缆或占用地铁空间铺设通信电缆而向公司按年支付费用。

从业务开展情况来看，公司其他业务整体开展较为稳定，对公司收入形成一定补充，丰富了公司的收入结构，也在一定程度上增强了公司业务的抗风险能力。

## 财务风险

**中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府的大力支持，近年来公司所有者权益持续增长，具备极强的资本实力，经营获现能力良好；但受业务的持续发展及地铁建设投资的持续大规模支出等因素影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平偏高，资本结构有待优化，同时 EBITDA 对利息的保障能力有待提升。**

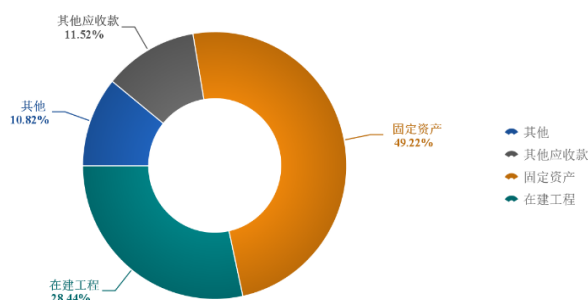
### 资本实力与结构

*公司是郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体，资产规模随着轨道交通建设的推进而保持快速增长趋势，与此同时公司持续获得政府在轨道交通项目资本金等方面的支持，资本实力显著提升；公司资产收益性尚可，但流动性不足，整体资产质量一般；同时，公司财务杠杆率处于较高水平，资本结构仍有待优化。*

作为郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体，公司地位重要，近年来匹配政府战略，服务于市内轨道交通建设规划的布局，资产规模保持快速增长态势。公司目前主要围绕轨道交通项目的建设、运营及综合开发方面积极开展业务，资产主要由上述业务形成的固定资产、在建工程投入等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，近几年其占总资产的比重均超过 80%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。具体来看，近年来公司货币资金规模呈波动下降趋势，但保有量整体较为充裕。公司其他应收款主要系应收郑州市财政局轨道交通专项资金（含运营补贴及往来款），其中 2021 年末同比大幅增长，主要系公司于本期开始为地铁运营直接相关的资产计提折旧和补提以前年度折旧，并将其确认为对郑州市财政局的其他应收款所致；2022 年以来继续大幅增长的原因主要系公司通车线路有所增加，导致运营亏损增加，因此将其应收的运营补贴确认为对轨道交通专项资金的 其他应收款所致。由于目前公司的其他应收款已处于较大规模，需关注公司运营补贴及相关资金的到位情况。其他流动资产主要为待抵扣进项税，2020~2021 年随着轨道交通项目建设的持续推进规模不断扩大；2022 年末，公司其他流动资产规模大幅下降，主要系收到大规模留抵退税资金所致。2020 年末长期股权投资主要系公司对河南省铁路建设投资集团有限公司和河南郑州机场城际铁路有限公司拨付的铁路项目建设资金；2021 年因新执行新金融工具准则，公司以上投资被调整至其他权益工具投资科目核算。公司

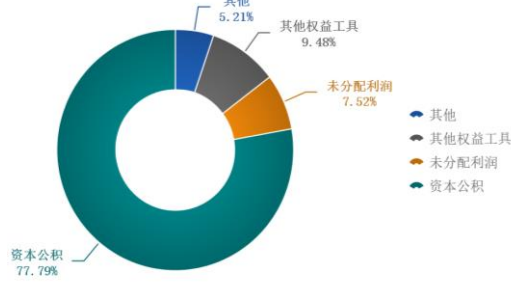
固定资产主要为轨道交通线路相关资产，在建工程主要为轨道交通线路、市政控制性节点工程以及市域铁路等项目的投资成本，近年来随着轨道项目陆续完工转固，公司固定资产规模显著扩大。此外，公司参照国内地铁行业公司采用的会计政策，车站、隧道等地下建筑物不计提折旧；在地铁线路未形成网络化之前，与地铁运营直接相关的车辆、设备类等资产不计提折旧；非生产用固定资产采用平均年限法计提折旧，并以郑轨文〔2016〕3 号文和〔2016〕5 号文向郑州市国资委报备。2021 年，由于主要地铁线路均已开通并形成网络化，公司于当期开始为地铁运营直接相关的资产计提折旧，并补提以前年度折旧，全年共计提 52.22 亿元；2022 年公司地铁线路计提折旧新增 21.74 亿元。公司其他非流动资产主要为预付工程款和代郑州市财政局拨付郑州南站站房及站场高架项目建设资金，其中 2022 年末预付长期资产购置款较上年有所下降主要系当期将线路建设相关应付类款项与预付款项冲抵所致。总体来看，公司资产主要为轨道交通线路建设、运营及开发形成的相关资产，流动性较弱，收益性尚可，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经调整的所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，近年来不断增长。具体来看，近年来公司实收资本维持稳定；资本公积主要系郑州市政府向公司拨入的轨道交通项目资本金，近年来其规模随着轨道交通项目建设的持续推进而逐年扩大；2022 年末未分配利润略有下降。预计未来政府将持续向公司拨付项目建设资本金，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

财务杠杆方面，随着债务规模的不断扩大，公司资产负债率和总资本化比率持续上升，截至 2023 年 6 月末分别为 71.05%和 72.26%，已处于较高水平。随着项目建设的逐步推进，未来公司在政府注资外仍需依赖外部融资满足资金缺口，总债务预计将有所增长，财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.6
资产总额	1,671.82	2,014.29	2,147.04	2,265.06
非流动资产占比	87.59	83.05	84.21	82.80
经调整的所有者权益合计	525.55	583.10	587.51	589.19
资产负债率	68.56	69.56	69.77	71.05
总资本化比率	66.25	68.83	70.83	72.26

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

近年来公司收入获现能力尚可，但经营活动产生的现金流呈大幅波动状态，且持续大规模的对外投资加大资金缺口；公司的经营及投资活动的开展对外部融资存在极强依赖性，因此再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

近年来，受益于公司业务的多元化发展，公司收入保持稳定增长态势，虽然主要收入板块中的地铁运营收入规模受疫情等因素影响存在一定波动，但该业务的获现能力较好，2020~2022 年收现比呈波动上升趋势，且比率始终大于 1。

近三年公司经营活动净现金流呈大幅波动状态，虽然公司销售商品、提供劳务收到的现金流入规模较为稳定，但公司经营活动净现金流受购买商品、接受劳务支付的现金及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。受益于 2022 年收到大规模留抵退税资金，当期经营活动净现金流转为大幅净流入状态。

近年来公司地铁建设业务的持续推进致使其投资活动现金流出规模较大，但投资活动基本未产生现金流入，因此近三年公司投资活动现金流呈大额净流出状态，资金缺口在 130~270 亿元。根据公司的地铁建设业务的发展规划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

整体来看，公司投资活动的资金缺口很大，经营活动产生的现金流波动较大，加之每年还本付息规模较大，公司对外部融资的需求较高。公司主要依赖于银行借款和政府拨付项目资金来弥补资金缺口，同时公司也有通过发行美元债及债权投资计划来拓展融资渠道，但考虑到公司的资金需求较大，仍需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持及发行永续保险债权投资计划，2020 年初至 2023 年 6 月末，公司吸收投资收到的现金合计 189.69 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.6/2023.1~6
经营活动产生的现金流量净额	-9.62	-11.80	53.84	-5.53
投资活动产生的现金流量净额	-268.87	-266.93	-134.29	-64.45
筹资活动产生的现金流量净额	187.44	281.74	61.35	83.14
现金及现金等价物净增加额	-91.05	3.37	-19.09	13.16
收现比 (X)	1.17	1.11	1.22	1.09

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；近年来公司 EBITDA 对利息的覆盖水平波动提升，但经营活动净现金流均无法对利息支出形成有效覆盖。

随着经营业务的持续发展及地铁建设投资的持续大规模支出，公司外部债务融资需求不断推升，

近年来债务规模增长较快。公司债务以银行借款、债券发行为主，其中银行借款以信用借款为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；公司短期债务占比较低，债务以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

**表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务本金到期分布情况（万元）**

	融资成本	金额	2023 年 4~12 月	2024~2025 年	2026~2027 年	2027 年以后
银行贷款	3%~4.85%	12,886,580.69	208,237.04	416,414.94	331,839.27	11,930,089.44
世行贷款	1.17%~3.1%	162,359.12	3,972.50	7,945.00	7,945.00	142,496.62
债券融资-政府专项债券	3.45%~3.97%	625,300.00	0.00	0.00	0.00	625,300.00
债券融资-美元债	1.915%	347,282.73	0.00	347,282.73	0.00	0.00
非标融资-融资租赁	4.08%~5.047%	209,455.53	29,580.53	17,175	11,300	151,400
其他-永续保债	4.55%	300,000.00	0.00	0.00	0.00	300,000
其他-永续信托	4.3%~4.46%	315,000.00	0.00	0.00	315,000	0.00
<b>合计</b>	-	<b>14,845,978.07</b>	<b>241,790.07</b>	<b>788,817.67</b>	<b>666,084.27</b>	<b>13,149,286.06</b>

注：1、上表中统计数据为融资口径，与财务报表口径存在一定差异；2、美元债余额已将美元计量换算为人民币计量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年以来公司开始计提并一次性补提以前年度折旧，EBITDA 同比大幅增长，但此次折旧计提规模较大，后续年度计提折旧规模等因素对 EBITDA 的影响程度尚无法预计，公司 EBITDA 增长态势存在不确定性。同时，债务规模的增长导致公司利息支出上升较快，但近年来公司 EBITDA 对利息的保障能力呈波动提升，且在 2021 年能够实现有效覆盖。此外，近年来公司经营活动净现金流对利息均无法实现有效覆盖。

**表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）**

项目	2020	2021	2022	2023.6/2023.1~6
总债务	1,031.64	1,287.68	1,426.72	1,534.85
短期债务占比	6.84	2.10	2.43	2.85
EBITDA	18.06	83.27	56.21	--
EBITDA 利息保障倍数	0.37	1.29	0.89	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.20	-0.18	0.86	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年 6 月末，公司受限资产系售后回租形成的融资租赁固定资产，账面价值为 55.68 亿元，占当期末总资产的 2.46%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 6 月末，公司无对外担保，没有代偿风险。此外，截至 2023 年 9 月 13 日，公司无重大未决诉讼案件<sup>5</sup>。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的有效期截至 2023 年 8 月的企业征信报告，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

<sup>5</sup> 截至 2023 年 9 月 13 日，公司未决诉讼（仲裁）案件共 5 起，案由包括提著作权权属、侵权纠纷，财产损害赔偿纠纷等，涉及公司赔偿的绝对金额均未超过 1,000 万元，尚无重大未决诉讼。

## 假设与预测<sup>6</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为郑州市轨道交通投资、建设和运营的唯一主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司地铁运营板块收入受客流量恢复等因素影响而有显著提升，运营成本亦有所提升，该业务板块的亏损程度预计有所下降；其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 90~110 亿元，无股权类投资。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资约 60~70 亿元、债务类融资 210~230 亿元。

### 预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	68.83	70.83	64.18~78.45
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.29	0.89	0.40~0.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

近年来公司经营活动净现金流呈波动状态，2023 年 6 月末公司货币资金规模为 67.58 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供较为直接的资金来源。同时，截至 2023 年 6 月末，公司银行授信总额为 2,895.23 亿元，尚未使用授信额度为 1,469.88 亿元，备用流动性较为充足。此外，郑州市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体，可持续获得政府的资金支持；公司往期成功发行过美元债、超短融、PPN 及中期票据，目前公司债券在手批文未使用额度共 55.00 亿元。预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于地铁项目建设运营、地铁沿线及站点周边的综合开发及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于地铁项目建设及站点周边的综合开发，资金需求较大。同时，公司未来两年内债务到期压力不大，截至 2023 年 6 月末，公司未来一年的到期债

<sup>6</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

务约 44 亿元，此外 2023 年上半年公司利息支出已达到 28.05 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>7</sup>

**中诚信国际认为，公司较为注重环境管理、资源管理，并积极履行社会责任；但亦存在运行机制和内部控制制度建设仍有待加强、地铁运营发生过安全事故等问题，整体来看，目前公司 ESG 综合表现水平仍有一定的提升空间，但对公司信用水平及持续经营未构成负面影响。**

环境方面，公司的轨道建设、沿线及站点综合开发业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会及治理方面，郑州地铁战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但公司在 2021 年“720”特大暴雨突发事件中发生重大安全事故<sup>8</sup>，对公司形象造成负面影响，并且出现高管人员因涉嫌严重违纪违法被纪检监察机关立案审查并采取留置措施的情况，反映出公司在规划设计、建设和运营环节均存在不足，运行机制和内部控制制度建设仍有待加强。但考虑到公司在“720”事件后积极整改地铁运营公司，加强内部管控制度，中诚信国际认为公司 ESG 表现尚可，对持续经营和信用风险负面影响较小，但中诚信国际将对其后续整改措施具体落实及改善情况保持关注。

## 外部支持

**中诚信国际认为，郑州市政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

郑州市作为河南省经济中心、第一大城市，近年来人口稳定流入，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，近三年郑州市 GDP、地方一般公共预算收入均稳居省内第 1 位。近年来固定资产投资及城市改造等推升了郑州市政府的资金需求，但亦推动政府融资规模逐年增长，2020~2022 年郑州市地方政府债务余额复合增长率为 16%左右，2022 年政府债务余额仍居全省第一位，远高于第二名南阳市（1,077.81 亿元）；2022 年郑州市政府债务率约 140%，已超过国际 100%警戒标准，但总体来看郑州市债务风险仍相对可控。

**同时，郑州市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性高：公司在郑州市轨道交通建设投资、运营领域处于领导地位，承担了全市范围的轨道交通建设项目，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在郑州市属平台中排名靠前，区域重要性高。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由郑州市财政局间接控股，根据市政府意图承担轨道交通建设运营

<sup>7</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

<sup>8</sup> 根据国务院公开披露的“720”特大暴雨灾害调查报告，郑州地铁 5 号线亡人事件属于责任事件，郑州地铁在规划设计环节、建设环节、运营环节均存在问题。根据调查结果，公司地铁 5 号线五龙口站停车站建设工程设计项目负责人魏平安因涉嫌工程重大安全事故、重大责任事故罪被公安机关立案侦查并依法逮捕，公司副总经理、总工程师、技术管理部部长赵运臣因涉嫌严重违法违纪被纪检监察机关立案审查调查并采取留置措施。

及地铁沿线综合开发项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、税收返还、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出等具有重要支撑。除直接的资金支持外，郑州市政府还以政策、资源配置等形式对公司提供支持。2020~2022 年及 2023 年上半年，公司分别收到郑州市财政局拨付的轨道交通项目资本金 57.76 亿元、57.00 亿元、5.00 亿元和 3.25 亿元，计入“资本公积”中。2020 年，公司收到城际铁路出资补助资金 1.40 亿元，计入“营业外收入”中；2021 年，公司收到城际铁路出资补助资金 8.26 亿元，计入“其他应付款”中；2022 年及 2023 年上半年，公司分别收到增值税留抵退税返还 81.57 亿元和 5.02 亿元，同时冲抵“其他流动资产”。

政策方面，根据《郑州市人民政府关于印发郑州市公共交通基础设施建设发展专项资金筹集使用管理暂行办法的通知》（郑政文〔2015〕113 号）（以下简称“《专项资金管理办法》”），郑州市政府将提取郑州市本级及郑州市内五区等区域每年公共财政预算收入的 7%、以招拍挂的方式出让经营性用地土地出让价款收入的 10%和防空地下室异地建设费的 30%等其他资金作为专项资金，专项用于郑州市地铁系统、城际铁路等重大公共交通基础设施项目资本金投入、建成项目运营补亏和债务资金的还本付息等。

根据《关于印发郑州市轨道交通运营服务成本规制办法（试行）的通知》（郑政办〔2021〕18 号）（以下简称“《成本规制办法》”），根据《成本规制办法》，公司对已载客运营并正式计入运营成本的地铁线路确认年度运营补贴，2020~2022 年和 2023 年上半年，分别确认 24.38 亿元、46.31 亿元、75.61 亿元和 32.13 亿元，计入“其他收益”中，对公司利润形成良好补充。

资源配置方面，郑州市政府根据《关于印发郑州市轨道交通段（场）及沿线站点毗邻区域土地综合开发建设导则（试行）的通知》（郑政办〔2018〕62 号），对轨道交通段（场）及车站毗邻地块开展调查，公司子公司轨道置业协同管理领导小组对相应地块进行控制、储备，并根据轨道沿线综合开发筛查情况，对（场）段及站点周边地区进行综合开发一体化设计。

表 15：2022 年郑州市级主要平台比较（亿元、%）

公司名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
郑州发展投资集团有限公司	郑州市财政局 100.00%	郑州市主要的市政基础设施投融资建设主体，郑州市资产规模最大的国有企业	3,759.63	1,154.34	69.3	99.85	-1.62	89.84 亿元
郑州地铁集团有限公司	郑州发展投资集团有限公司 64.77%	郑州市政府批准的唯一一家城市轨道交通建设运营公司	2,147.04	649.01	69.77	6	1.03	15.00 亿元+5.00 亿美元
郑州城市发展集团有限公司	郑州市国资委 100.00%	郑州市土地一级开发整理、基础设施建设和安置房建设的重要经营主体，郑州市唯一的市级公共租赁住房经营主体	1,634.31	616.52	62.28	89.6	3.58	171.00 亿元+3.50 亿美元
郑州公用事业投资发展集团有限公司	郑州市国资委 100.00%	郑州市重点发展的城市市政公用事业项目建设、运营、管理及投	804.22	217.07	73.01	138.8	10.72	29.70 亿元

		融资主体							
郑州市建设投资集团有限公司	郑州发展投资集团有限公司 100.00%	郑州市重要的基础设施投融资建设及运营主体	520.16	173.62	66.62	26.13	-3.12	20.00 亿元	
郑州城建集团投资有限公司	郑州城市发展集团有限公司 100.00%	主要承担郑州市区四环以内的城区道路和桥梁重点工程项目的建设任务，郑州市重要的基础设施建设主体	503.93	190.3	62.24	8.38	0.35	75.00 亿元+5.50 亿美元	
郑州交通建设投资有限公司	郑州发展投资集团有限公司 100.00%	郑州市交通基础设施投融资建设主体	343.91	174.57	49.24	15.54	-0.27	44.00 亿元	
郑州公共住宅建设投资有限公司	郑州城市发展集团有限公司 100.00%	郑州市城区范围重要的保障性住房建设与运营管理主体	178.75	93.31	47.8	8.93	0.43	42.80 亿元	
郑州市中融创产业投资有限公司	郑州市财政局 100.00% <sup>9</sup>	郑州市委、市政府建设郑州国家中心城市大型产业运作主体和郑州市政府财政性资金基金化改革承接主体	--	--	--	--	--	-	

注：1、上表财务数据均根据 2022 年财务报表计算；2、债券融资余额为截至 2023 年 10 月 23 日本部口径数据；3、郑州地铁集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司存续债券均含境外美元债；4、郑州发展投资集团有限公司是郑州地铁集团有限公司和郑州市建设投资集团有限公司母公司，郑州城市发展集团有限公司是郑州城建集团投资有限公司母公司。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理。

**综上，中诚信国际认为，郑州市政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。**

## 同行业比较

**中诚信国际认为，郑州地铁与武汉地铁、长沙轨道等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。**

首先，郑州市与武汉市、长沙市等的行政地位、经济财政实力基本相当，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。郑州地铁与武汉地铁、长沙轨道均为市国资委或市财政局实际控制的唯一的轨道交通建设、投资及运营主体，当地政府对它们均有强的支持意愿。

其次，郑州地铁的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务稳定性很强。同时公司也存在地铁运营业务持续亏损，存在较大投资压力等问题。

然后，郑州地铁的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模处于比较组中等水平，权益规模低于比较组平均水平，总体资本实力尚可；财务杠杆较高，处于行业偏高水平，但债务结构合理；EBITDA 对利息覆盖能力处于较强水平；近三年直接融资规模较小，但可用银行授信充足，再融资能力较强。

<sup>9</sup> 2023 年 4 月，郑州市中融创产业投资有限公司的唯一股东由郑州市财政局变更为郑州市投资集团有限公司。

表 16: 2022 年同行业对比表

	郑州地铁	武汉地铁	长沙轨道	西安轨交
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	西安市
地区	郑州市	武汉市	长沙市	西安市
GDP (亿元)	12,934.69	18,866.43	13,966.11	11,486.51
GDP 增速 (%)	1.00	4.00	4.50	4.40
人均 GDP (万元)	10.09	13.78	13.40	8.88
一般公共预算收入 (亿元)	1,130.00	1,504.74	1,201.80	834.09
公共财政平衡率 (%)	77.64	67.56	77.61	53.02
政府债务余额 (亿元)	2,943.40	6,295.13	2,869.52	3,625.51
控股股东及持股比例	郑州发展投资集团有限公司 64.77%	武汉市人民政府国有资产监督管理委员会 88.06%	长沙市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	西安市人民政府国有资产监督管理委员会 100%
职能及地位	郑州市唯一的轨道交通投资、建设和运营主体	武汉市唯一的轨道交通建设和运营的主体	长沙市唯一的城市轨道交通项目建设和运营主体 地铁运营	西安市最重要的轨道交通建设和运营主体
核心业务及收入占比	票款服务 78.33%、租赁服务 9.83%	票款收入 30.81%、资源一级开发 53.15%	18.86%、乘客票价补贴 59.34%、土地出让 14.96%、地铁租赁 3.45%	列车运营收入 85.86%、资源开发收入 10.33%
轨道运营里程 (公里)	233.80	460.76	142.62	202.71
总资产 (亿元)	2,147.04	4,365.64	1,815.34	1,672.20
经调整的所有者权益合计 (亿元)	587.51	1,066.35	679.24	680.38
总债务 (亿元)	1,426.72	2,869.71	965.60	906.63
总资本化比率 (%)	70.83	72.91	58.70	57.13
营业总收入 (亿元)	6.00	101.50	43.05	16.65
净利润 (亿元)	1.03	15.63	3.06	0.30
EBITDA (亿元)	56.21	16.87	32.71	22.94
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.89	0.15	0.79	0.70
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	53.84	43.45	60.85	33.61
可用银行授信余额 (亿元)	1,125.28	809.00	515.40	427.23
债券融资余额 (亿元)	15.00 亿人民币 +5.00 亿美元	429.37+7.00 亿美元	149.00	45.00

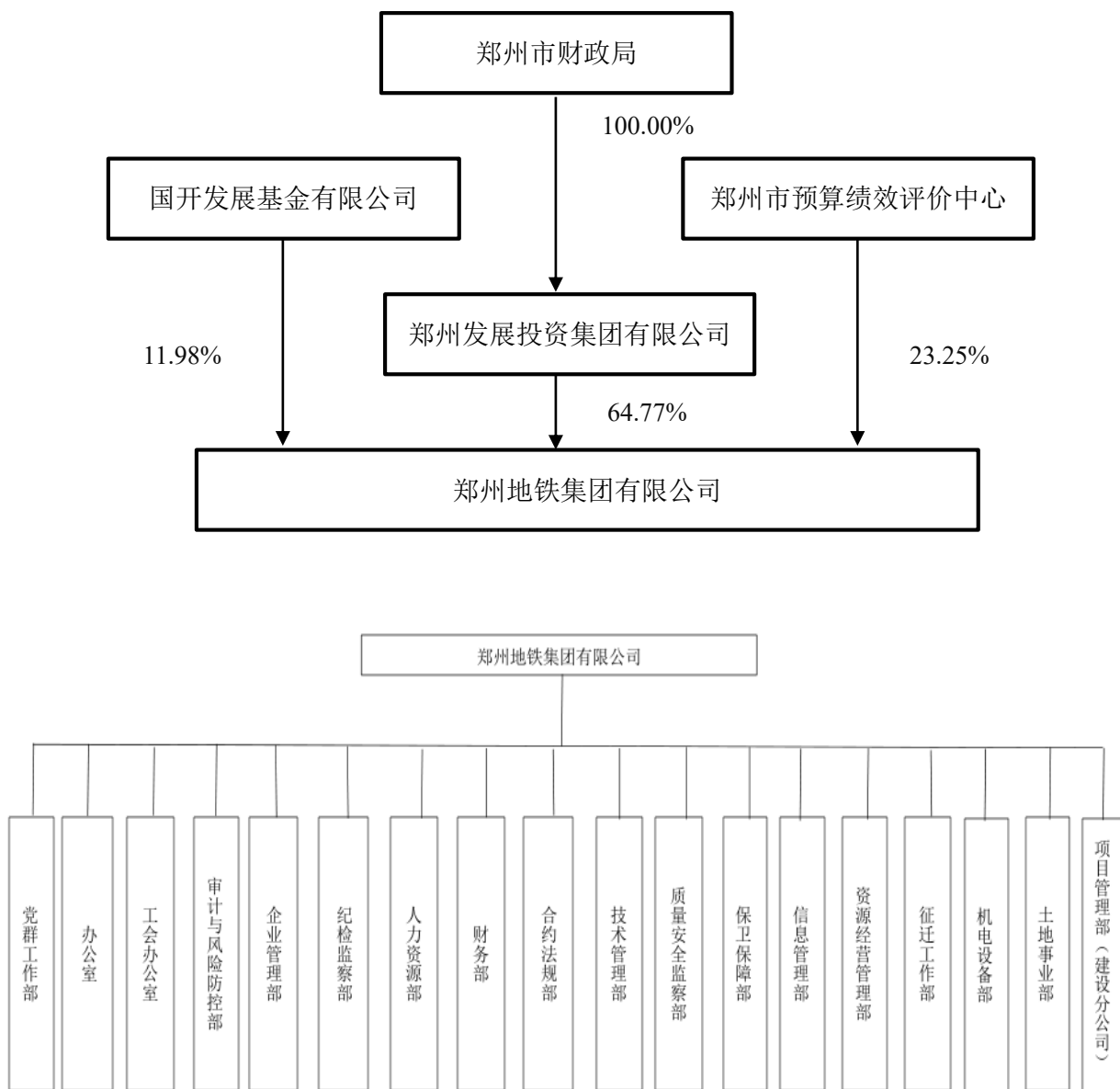
注：1、郑州地铁、武汉地铁、长沙轨道可用银行授信余额系 2023 年 3 月末数据；2、债券融资余额数据为截至 2023 年 10 月 23 日本部口径数据；3、郑州地铁和武汉地铁存续债券包括境外美元债。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定郑州地铁集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：郑州地铁集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2023 年 6 月末)



资料来源：公司提供

## 附二：郑州地铁集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2020	2021	2022	2023.6/2023.1~6
货币资金	701,469.11	735,192.97	544,249.88	675,830.75
非受限货币资金	701,469.11	735,192.97	544,249.88	675,830.75
应收账款	6,990.97	6,008.77	4,172.97	10,082.05
其他应收款	709,065.99	1,723,781.71	2,473,670.49	2,797,955.58
存货	82,989.49	167,237.12	296,755.96	312,785.71
长期投资	738,221.39	737,896.49	740,233.04	740,143.04
在建工程	6,020,075.51	5,696,419.77	6,105,363.01	6,893,588.41
无形资产	8,366.99	8,478.36	8,387.65	8,311.74
资产总计	16,718,185.47	20,142,915.00	21,470,430.49	22,650,556.97
其他应付款	30,609.46	88,880.29	55,648.05	57,579.25
短期债务	705,929.60	270,094.32	346,622.76	437,702.63
长期债务	9,610,489.86	12,606,662.19	13,920,603.66	14,910,747.57
总债务	10,316,419.46	12,876,756.51	14,267,226.42	15,348,450.20
负债合计	11,462,713.73	14,011,973.21	14,980,347.77	16,093,720.28
利息支出	486,236.37	644,126.47	629,287.86	280,478.37
经调整的所有者权益合计	5,255,471.74	5,830,970.09	5,875,111.02	5,891,864.99
营业总收入	94,678.79	95,604.80	60,013.33	53,757.05
经营性业务利润	-4,085.09	6,984.45	2,957.10	-373.29
其他收益	253,234.53	465,013.42	756,755.31	321,677.69
投资收益	-538.41	-324.90	743.55	-
营业外收入	14,188.77	5,491.81	7,078.26	14.10
净利润	9,277.08	6,066.38	10,271.99	-733.88
EBIT	178,042.22	301,022.49	341,303.79	150,164.44
EBITDA	180,628.18	832,697.30	562,127.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金	110,566.74	105,841.35	73,125.52	58,616.35
收到其他与经营活动有关的现金	163,762.30	159,934.91	65,626.04	25,989.29
购买商品、接受劳务支付的现金	91,716.50	185,321.82	246,613.43	62,159.56
支付其他与经营活动有关的现金	175,709.70	97,666.81	36,458.10	22,566.93
吸收投资收到的现金	578,182.00	871,200.00	365,000.00	82,471.05
资本支出	2,578,567.85	2,669,310.37	1,341,304.61	644,595.39
经营活动产生的现金流量净额	-96,230.04	-118,022.75	538,441.99	-55,290.45
投资活动产生的现金流量净额	-2,688,688.68	-2,669,272.20	-1,342,897.61	-644,505.39
筹资活动产生的现金流量净额	1,874,414.15	2,817,428.41	613,509.62	831,376.71
现金及现金等价物净增加额	-910,504.58	33,723.86	-190,943.09	131,580.87
财务指标	2020	2021	2022	2023.6/2023.1~6
营业毛利率(%)	-78.10	-156.30	-679.19	-313.41
期间费用率(%)	190.69	322.51	576.12	285.28
应收类款项占比(%)	4.28	8.59	11.54	12.40
收现比(X)	1.17	1.11	1.22	1.09
资产负债率(%)	68.56	69.56	69.77	71.05
总资本化比率(%)	66.25	68.83	70.83	72.26
短期债务/总债务(%)	6.84	2.10	2.43	2.85
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.20	-0.18	0.86	--
总债务/EBITDA(X)	57.11	15.46	25.38	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	3.08	1.62	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.37	1.29	0.89	--

注：1、中诚信国际根据郑州地铁提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年半年度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年半年度财务数据采用了 2022 年审计报告和 2023 年半年度财务报表期末数；2、中诚信国际分析时，将公司“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算；将“长期应付款”及“混合型证券-其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务计算；3、公司未提供 2023 年半年度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn