

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】B95P号

## 徐州市公共交通集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对拟发行的“徐州市公共交通集团有限公司 2021 年度第一期绿色资产支持票据”信用状况进行综合分析和评估，评定优先级资产支持票据信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年八月六日

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与徐州市公共交通集团有限公司（以下简称“徐州公交”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与徐州公交不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评对象的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



## 徐州市公共交通集团有限公司2021年度第一期绿色 资产支持票据信用评级报告

资产支持票据	信用等级	发行规模 (万元)	规模占比 (%)	期限 (年)
优先级	AAA <sub>sf</sub>	50000.00	95.24	3+3+3
次级	NR	2500.00	4.76	3+3+3
合计	-	52500.00	100.00	-

注：NR 为未评级。

### 交易概览

基础资产类型	客运收费收益权	载体形式	资产支持票据
委托人/发起机构/资产服务机构/回售和赎回承诺人	徐州市公共交通集团有限公司 (以下简称“徐州公交”)	主承销商	中国民生银行股份有限公司
受托人/管理人	安徽国元信托有限责任公司	监管银行/托管银行	中国民生银行股份有限公司南京分行
出质人/差额支付承诺人/流动性支持承诺人	徐州市交通控股集团有限公司 (以下简称“徐州交控”)	登记托管机构	银行间市场清算所股份有限公司

### 评级观点

本期资产支持票据基础资产公交客票运营收入相对稳定，各兑付日扣除税费后基础资产预期现金流入对优先级资产支持票本息覆盖倍数较高，有助于保障本期资产支持票据兑付。增信方徐州交控是徐州市主要的交通基础设施建设主体，综合实力极强，其为本期资产支持票据提供差额支付具有很强的增信作用。

但同时，委托人徐州公交的公交客运业务持续亏损，疫情对其影响较大，且所有者权益为负，自身偿债能力较弱。徐州公交的《道路运营许可性》有效期未能覆盖本期资产支持票据存续期，并且其所拥有的部分公交车存在权利受限的情况。

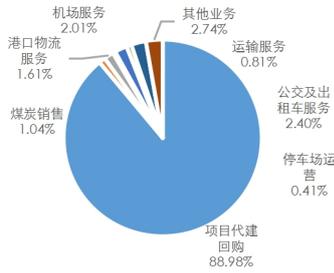
### 评级关键要素

交易结构	资金归集	按半年归集现金流，发生权利完善事件或违约事件情况下，收款账户回收款直接划至信托账户。			预测期间 现金流入	2021年1月1日~2029年3月31日 预期现金流入 97050.00 万元
	本息兑付	优先级资产支持票据按半年付息，按半年分期还本			现金流及 压力测试	基准情景 对于每个兑付日，扣除税费后预期基础资产现金流入对优先级资产支持票据的本息覆盖倍数均在 1.40 以上
基础资产	委托人于特定期间内因从事公共交通运输业务而取得的特定的公交收入的权利及从权利，包括现金票款收入、支付宝收入、IC卡票款收入、银联收入等。					
	项目	2017年	2018年	2019年	压力情景	对于每个兑付日，扣除税费后预期基础资产现金流入对优先级资产支持票据的覆盖倍数均在 1.05 以上
	公交客运收入 (万元)	33000.35	31766.76	30008.78	内部增信	优先/次级、现金流超额覆盖、质押担保、信用触发机制
				增信措施	外部增信	徐州交控 (AAA/稳定) 差额支付承诺及流动性支持承诺

特别提示：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。本报告是基于委托方于2020年8月6日及之前提供的相关资料所出具的售前评级报告。东方金诚将根据资产支持票据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整，在发生重大变化的情况下确认评级报告的评级结果有可能与本报告不一致。

差额支付承诺人徐州交控主要数据及指标

2019 年收入构成



截至 2020 年 3 月末债务结构



主要数据和指标

项目	2017	2018	2019	2020.3
资产总额 (亿元)	204.57	212.47	438.98	457.66
所有者权益 (亿元)	116.48	117.74	263.30	272.25
全部债务 (亿元)	74.01	80.98	135.34	138.79
营业收入 (亿元)	12.15	7.95	44.36	8.05
利润总额 (亿元)	2.96	1.94	6.23	0.54
经营性净现金流 (亿元)	3.30	4.09	7.81	2.63
营业利润率 (%)	14.04	13.10	9.48	-
净资产收益率 (%)	1.78	1.07	1.76	-
资产负债率 (%)	43.06	44.59	40.02	40.51
全部债务资本化比率 (%)	38.85	40.75	33.95	33.77
流动比率 (%)	474.15	505.34	329.17	302.92
全部债务/EBITDA (倍)	18.11	28.02	15.26	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.91	0.56	2.14	-

注：表中数据来源于徐州交控 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 委托人徐州公交是徐州市最重要的从事公交客运业务的公司，其公交客运业务具有很强区域专营性，有助于保障基础资产现金流的持续稳定；
- 本期资产支持票据各兑付日扣除税费后基础资产预期现金流入对优先级资产支持票据本息的覆盖倍数均在 1.40 倍以上，对优先级资产支持票据本息兑付提供较强的保障；
- 增信方徐州交控是徐州市主要的交通基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面得到徐州市政府的大力支持，其为本期资产支持票据提供的差额支付承诺具有很强的增信作用。

关注

- 徐州公交客运业务处于持续亏损状态，所有者权益为负，偿债能力很弱，且面临本期资产支持票据集中回售的压力；
- 新冠疫情的爆发对徐州公交的公交客运业务造成了较大的负面影响，2020 年一季度公交客运收入同比下降 62.14%，随着徐州疫情趋于稳定，徐州公交客运收入缓慢恢复，但能否恢复至前期水平，仍面临一定不确定性；
- 徐州公交持有的《道路运输经营许可证》有效期不足以覆盖本期资产支持票据的存续期，面临一定的许可证续办风险；
- 徐州公交存在融资租赁借款致使所持有 431 公交客车所有权发生转让，若徐州公交未能按时还款，将对徐州公交持续运营产生不利影响。

评级日期

2020/8/6

评级组长

李睿

评级成员

陈寒

评级方法及模型

《东方金诚国际信用评估有限公司非金融企业资产支持票据(收益权类)信用评级方法及模型 (RTFB004201909) 》

历史评级信息

资产支持票据	信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-



徐州公控出具《差额支付承诺函》，徐州公交作为本期资产支持票据的差额支付承诺人，承诺截至任何一个兑付日前7个工作日，信托账户内可供分配的资金不足以支付信托计划当期应付的税费、当期应付的信托费用、当期应付的优先级资产支持票据的预期收益和当期应付的未偿本金承担差额支付义务。

为保障差额支付人徐州交控《差额支付承诺函》和本信托《主定义表》等信托文件项下主债权的实现，根据《徐州市公共交通集团有限公司2021年度第一期绿色资产支持票据之质押合同》，出质人徐州公交以约定的特定期间从事公共交通运输业务取得的特定的公交收入的权利及从权利，包括现金票款收入、支付宝收入、IC卡票款收入、银联收入等作为质押财产质押给国元信托为其在本信托合同项下全部义务的履行提供质押担保，并将其作为信托贷款的主要还款来源。根据中威正信（北京）资产评估有限公司（以下简称“中威评估”）出具的《徐州市公共交通集团有限公司发行资产支持票据现金流预测分析咨询报告》（以下简称“现金流预测分析咨询报告”），特定期间从事公共交通运输业务取得的特定的公交收入为97050.00万元。

根据《监管协议》，中国民生银行股份有限公司南京分行（以下简称“民生银行南京分行”）作为监管银行，为本期资产支持票据提供资金监管服务；根据《托管协议》，民生银行南京分行同时作为托管人，本期资产支持票据资金提供托管服务。

## 基础资产

本期资产支持票据基础资产系指委托人徐州公交于信托计划成立日转让给资产支持票据信托的，特定期间和特定区间<sup>1</sup>内因从事公共交通运输业务而取得的特定的公交收入的权利及从权利，包括现金票款收入、支付宝收入、IC卡票款收入、银联收入等。

具体系指截至2020年3月31日公交集团本部（含3个分公司）及5家子公司合计运营166条公交及包车线路，提供公交客运服务而享有的要求购票人支付票款的经营收费收益权。

本期资产支持票据设立后，若徐州公交本部及子公司新增加公交及客运线路、存量线路增加车辆、调增公交及客运票价、增加公交及客运票款结算方式的，则新增加公交及客运线路、存量线路增加车辆、调增公交及客运票价、新增加的公交及客运票款结算方式形成的票款收入亦在公交、客运经营范围内，属于基础资产。

根据中威评估出具的《现金流预测分析咨询报告》，本期资产支持票据于特定期间（2021年1月1日至2029年3月31日期间的每年第一季度和第三季度）产生的现金流入合计为9.71亿元。

## 资产支持票据

本期资产支持票据资产支持票据目标募集规模52500.00万元，采用优先/次级的结构化设计。其中，优先级资产支持票据目标募集规模合计50000.00万元；次级资产支持票据目标募集规模2500.00万元，由委托人全额认购。

本期资产支持票据预期期限为9年，同时设置了回购、利率调整、回售以及赎回安排。回

<sup>1</sup> 特定期间：第一期资产支持票据的特定期间系指2021年1月1日至2029年3月31日期间的每年一季度和三季度。特定区间：徐州市中心城区、贾汪区及铜山新区。

购方面，委托人徐州公交每三年可享有一次选择回购全部或者同比例回购部分优先级资产支持票据的权利。若委托人徐州公交未决定回购优先级资产支持票据的，则徐州公交有权在票面利率调整期内决定在优先级资产支持票据初始票面利率基础上调整后续3年的票面利率。在回购及利率调整事项之后，优先级资产支持票据持有人每3年也可选择于回售登记期内将所持有的届时尚未到期的优先资产支持票据全部或部分回售给发起机构。在回售登记期后，优先级资产支持票据的剩余本金规模之和（不包括已经办理回售确认手续的优先级资产支持票据份额）低于信托设立时优先级资产支持票据初始本金规模之和的20%（含20%），则委托人徐州公交有权赎回优先级资产支持票据的所有剩余份额。

还本付息方面，优先级资产支持票据采用固定利率计息，按半年付息，按半年偿还本金（还本安排详见附件二）。次级资产支持票据不设预期收益率，参与期间分配。在违约事件发生前优先级资产支持票据的预期收益及当期到期本金得到足够偿付后，信托账户内的剩余资金全部支付于次级资产支持票据持有人。在违约事件发生后，信托账户内的资金在足够偿付全部优先级资产支持票据的本金及预期收益前，不向次级资产支持票据持有人分配收益。

图表 2：资产支持票据基本要素（单位：万元、%、年）

资产支持票据	发行规模	规模占比	本金及利息支付	期限
优先级	50000.00	95.24	按半年付息还本	3+3+3
次级	2500.00	4.76	违约事件发生前参与期间分配	-
合计	52500.00	100.00	-	-

## 交易结构分析

### 结构化安排

#### 1. 优先/次级结构和预期现金流超额覆盖

本期资产支持票据基础资产产生的现金流入扣除相关税费后对优先级资产支持票据本息流出形成一定的超额覆盖，覆盖倍数均在1.40倍以上，为优先级资产支持票据本息的按期足额兑付提供了一定的信用保障。

#### 2. 差额支付承诺

本期资产支持票据设置了差额支付机构，即发生差额支付启动事件时，徐州交控依据《差额支付承诺函》的约定为任何一个兑付日信托账户内可供分配的资金不足以支付信托计划当期应付的税费、当期应付的信托费用、当期应付的优先级资产支持票据的预期收益和当期应付的未偿本金承担差额支付义务。

徐州交控的信用状况详见本报告“差额支付承诺人”部分。东方金诚认为，徐州交控是徐州市主要的交通基础设施建设主体，交通基础设施建业务具有很强的区域专营性，其为本期资产支持票据提供的差额支付承诺具有很强的增信作用。

#### 3. 质押担保

根据《质押合同》，出质人徐州公交以约定的特定期间从事公共交通运输业务取得的特定

的公交收入的权利及从权利，包括现金票款收入、支付宝收入、IC卡票款收入、银联收入等作为质押财产质押给国元信托为其在《信托合同》项下全部义务的履行提供质押担保。

根据中威评估出具的《现金流预测分析咨询报告》，标的资产预测期间产生的现金流总额为97050.00万元，正常情境下，在当期资产支持票据每个兑付日，基础资产产生的现金流入扣除当期资产支持票据的应付税费后，对优先级资产支持票据本金及利息的覆盖倍数均在1.40倍以上，对当期资产支持票据保障程度较高。

#### 4.信用触发机制

本期资产支持票据设置了权利完善事件、违约事件、提前终止事件（详见附件一）等信用触发机制。

若发生权利完善事件，本期资产支持票据的现金流归集路径将发生改变。资产服务机构徐州公交应将归集的客票运营收入自收款账户直接划付至信托账户。

若发生违约事件，本期资产支持票据的现金流分配机制将发生改变。在每个兑付日，信托账户内的资金将优先用于偿还全部优先级资产支持票据的全部本金及利息。在全部优先级本金及利息得到足额偿付前，信托财产不向次级分配。

若发生提前终止事件，本期资产支持票据将提前终止，并进入清算程序。

东方金诚认为，本期资产支持票据信用触发机制的安排能够在一定程度上缓解风险事件的不利影响，进而为优先级资产支持票据本息偿付提供保障。

### 现金流归集与现金流支付机制

#### 1.账户设置

(1) 收款账户：系指徐州公交用于归集客票运营收入的账户，该账户仅能收取客票运营收入。

(2) 监管账户/归集账户：系指资产服务机构徐州公交在监管银行开立的用于归集基础资产所产生的现金流回款的人民币资金账户。

(3) 资产支持票据信托账户/信托账户：系指国元信托以受托人名义为资产支持票据信托在保管银行民生银行南京分行开立的独立人民币银行结算账户。资产支持票据信托的一切货币收支活动，包括但不限于接收募集资金、支付信托利益及资产支持票据信托费用，均必须通过该账户进行。

#### 2.现金流归集

本期资产支持票据的现金流入主要来自于收款账户归集的基础资产回收款、由管理人按约定方式进行合格投资所产生的收益以及其他根据交易文件属于本期资产支持票据的资产。

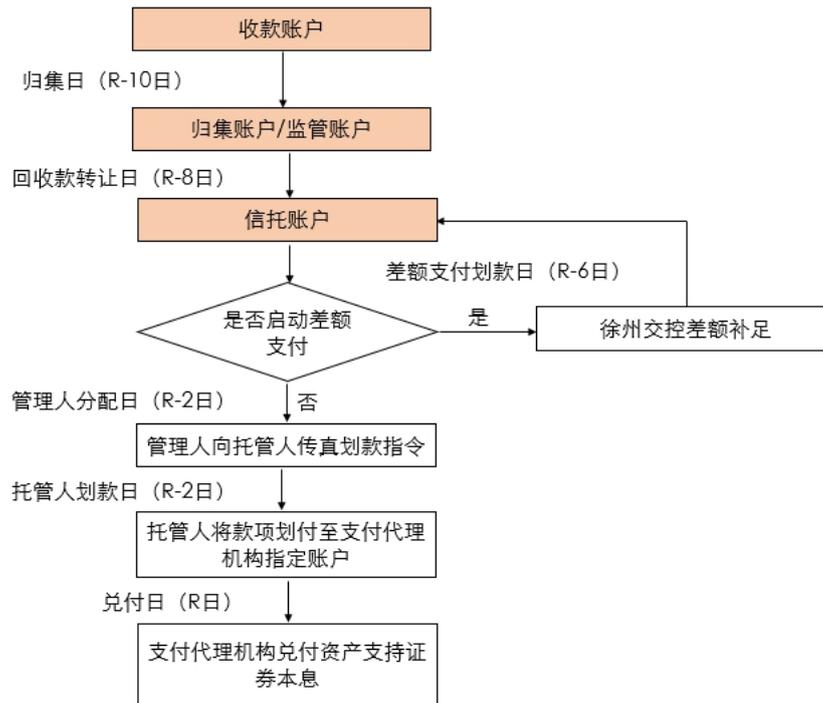
根据交易结构安排，在未发生权利完善事件的情形下，资产服务机构徐州公交应在归集日（R-10日）将收款账户中的客票运营收入全部划转至其在监管银行开立的归集账户。在未发生权利完善事件或违约事件的情形下，资产服务机构徐州公交应根据《资产服务合同》和《资金监管协议》的约定将归集账户中的归集资金在回收款转让日（R-8日）转付至信托账户。

若发生权利完善事件，基础资产回款归集路径发生改变。在此情形下，资产服务机构徐州

公资金应将收款账户中归集的全部客票运营收入在归集日 (R-10 日) 全部直接转付至信托账户, 无需经过监管账户。若发生违约事件, 则资产服务机构徐州公交应按照受托人的指标将归集账户中的全部归集资金及时转付至信托账户。

为促使资金及时归集、收益如期支付, 本期资产支持票据在《标准条款》中规定了本期资产支持票据收益的具体归集和分配流程, 如图表 3 所示。

图表 3: 现金流归集和支付流程图



注: R 日为兑付日, R-n 日为 R 日前第 n 个工作日。

### 3. 现金流支付

在每一个兑付日, 受托人应当将届时信托账户内的资金按照如下顺序进行分配 (若同一顺序的多笔款项不能足额分配时, 按各项金额的比例支付, 且不足部分在下一期支付):

在违约事件发生前, 信托账户项下的资金按照下述顺序分配: 支付与信托相关的税收; 同顺序支付资产支持票据相关费用; 支付该兑付日应支付的优先级资产支持票据的利息; 支付该兑付日应支付的优先级资产支持票据的本金; 剩余资金作为次级资产支持票据收益支付给次级资产支持票据持有人; 如该期对应的兑付日为次级资产支持票据的预期到期日, 则支付次级资产支持票据的本金, 直至次级资产支持票据的全部剩余本金清偿完毕。

在违约事件发生后, 信托账户内的资金按如下顺序分配: 支付与信托相关的税收; 同顺序支付资产支持票据相关费用; 支付优先级资产支持票据的利息, 直至优先级资产支持票据的利息支付完毕; 支付优先级资产支持票据的本金直至各档优先级资产支持票据的本金全部清偿完毕; 剩余现金形式剩余资金作为次级资产支持票据的本金及收益支付给次级资产支持票据持有人, 且非现金信托财产现状分配给次级资产支持票据持有人。

在信托终止后，受托人应于资产支持票据信托终止日将清算所得的信托财产以及信托账户内的其他资金的总和按如下顺序分配：支付由受托人因管理运用信托财产而需要缴纳以及受托人代为缴纳的应由信托财产承担的税收和规费（如有）；支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；支付支付代理机构的当期服务报酬、簿记建档费、主承销商的承销费用；同顺序支付中介机构的服务费用和其他应当由信托财产承担的费用（如有）；支付应支付的优先级资产支持票据未偿本金，直到优先级资产支持票据的全部未偿本金清偿完毕；支付优先级资产支持票据的应付未付利息，直到优先级资产支持票据的应付未付利息清偿完毕；现金形式剩余资金作为次级资产支持票据的本金及收益支付给次级资产支持票据持有人，非现金信托财产现状分配给次级资产支持票据持有人。

## 交易结构风险

### 1. 委托人持续经营风险

本期资产支持票据基础资产为委托人徐州公交因从事公共交通客运业务产生的公交客票运营收入，同时基础资产现金流的实现、归集、转付、赎回及回售优先级资产支持票据等相关义务的履行均依赖于委托人的持续经营。若在本期资产支持票据存续期内，委托人经营财务情况恶化，或将影响基础资产现金流持续稳定的产生，进而影响优先级资产支持票据本息的兑付。

徐州公交是徐州市最重要的城区及周边区县公交运营企业，业务具有很强区域专营性，但由于公交客运业务的公益属性，利润的实现政府对补助及经营补贴依赖较大，盈利能力很弱。委托人的信用状况详见本报告“委托人/资产服务机构/发起机构”部分。

综上所述，东方金诚认为委托人公共交通客运业务公益性较强，持续经营能力很弱，东方金诚将持续关注委托人经营状况和信用水平的变化，并对上述风险做出及时分析。

### 2. 资金混同风险

资金混同风险是指当资产服务机构或受托人履职能力下降或信用状况严重恶化时，基础资产回收款可能与资产服务机构或受托人的其他资金混同，从而造成基础资产的损失。

根据交易结构安排，本期资产支持票据设置有监管账户和信托账户。资产服务机构应按半年将收款账户归集的基础资产回收款转付至监管账户。设立监管账户并定期转付基础资产回收款有利于缓释因资产服务机构信用状况恶化导致的资金混同风险。同时，根据《信托合同》约定，受托人应将信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并与其管理的其他信托财产分别管理、分别记录。本期资产支持票据信托的一切货币收支活动均应通过信托账户进行。

东方金诚认为，上述制度安排能够在一定程度上降低基础资产回收款与资产服务机构其他资金和受托人其他资金相混同的风险。

### 3. 许可证到期续约风险

根据《中华人民共和国道路运输条例》、《道路旅客运输及客运站管理规定》、《江苏省道路运输条例》及《江苏省道路运输行政许可办法（试行）》等相关法规规定，从事道路运输以及相关业务运营活动，应当具备法律、法规和本条例规定的条件，依法取得道路运输许可，按照核定的期限、范围、种类、项目、区域和场所等许可事项从事经营活动；根据《城市公共

汽车和电车客运管理规定》，城市公共汽电车客运按照国家相关规定实行特许经营。

徐州公交持有的《道路运输经营许可证》的有效期为 2019 年 6 月 5 日至 2023 年 6 月 4 日。与此同时，本期资产支持票据预计存续期为 9 年，超过徐州公交持有的《道路运输经营许可证》有效。届时，若徐州公交未能成功申办新的《道路运输许可证》，徐州公交将面临无法合法持续经营的风险，进而影响基础资产产生足额的现金流入。

徐州公交于 2019 年 12 月 25 日完成国有化改制工作，成为徐州交控的全资子公司。同时，徐州公交在徐州当地拥有运营线路最多，企业规模最大，是徐州最重要的公交运营主体，其业务具有很强的区域专营性。公交客运服务具有很强的公益性，若徐州公交未能按时取得经营资质，导致不能正常提供公交客运服务，将对徐州民生造成极为不利的影响。东方金诚认为，出于保障民生的目的，徐州公交未来道路运输许可证到期续约的风险较小。

#### 4.相关资产权利负担风险

委托人徐州公交以自身持有公交客车作为标的向多家融资租赁公司办理售后回租融资租赁业务。截至 2019 年末，徐州公交融资租赁借款余额为 1.41 亿元，所有权转让的公交客车数量 431 辆。由此，作为售后回租标的的车辆存在权利受限的情况。若徐州公交未能正常还款，租赁标的的车辆可能存在被债权人处置用于偿还债务的风险，进而影响徐州公交持续正常运营。

根据《流动性支持承诺函》，徐州交控承诺若徐州公交流动性不足、无法按时足额偿还债务或其他原因影响其持续运营时，徐州交控将为徐州公交提供足够的资金或其他适当方式，使可以如期履行义务。东方金诚后续将持续关注本期资产支持票据解除基础资产相关租赁物的权利限制进展情况。

#### 5.投资人回售风险

优先级资产支持票据持有人，有权在回售登记期将所持有的届时未到期的优先级资产支持票据全部或部分回售给委托人。若投资人行使回售权，本期资产支持票据需支付的优先级资产支持票据本息将超出当期基础资产预期现金流入，从而导致出现一定规模的资金缺口；若出现投资人大量回售，委托人将面临较大的集中偿付压力。

根据交易安排，徐州交控为本期资产支持票据提供差额补足义务。徐州公交盈利能力很弱，其正常经营对外部融资及财政补贴依赖很大，对本期资产支持票据的赎回能力不足。届时赎回资金的支付将主要依赖于徐州交控。东方金诚认为，徐州交控为本期资产支持票据提供的差额支付承诺措施具有较强的增信作用。

#### 6.流动性风险

流动性风险产生于基础资产当期现金流入与资产支持票据本息支付所需现金流出之间的错配。在本期资产支持票据存续期内，受宏观经济及产业政策影响，委托人客运业务的客票价格及客流量存在一定不确定性，进而对现金流产生一定不利影响。徐州交控为本期资产支持票据提供差额支付承诺，能够一定程度地缓释基础资产现金流未达预期和资产支持票据持有人集中回售导致的流动性风险。此外，实际发行利率高于预期发行利率，也将对本期资产支持票据的流动性产生一定不利影响。东方金诚在本报告“现金流分析及压力测试”部分考虑了上述因素对本期资产支持票据的影响。

## 法律完备性

根据江苏义行律师事务所出具的《江苏义行律师事务所关于徐州市公共交通集团有限公司2021年度第一期绿色资产支持票据之法律意见书》，本次发行不违反《合同法》、《公司法》、《信托法》、《人民银行法》、《管理办法》等相关法律、行政法规、规范性文件的相关规定，符合交易商协会制定的《票据指引》等指引性、自律性规则的要求；发起机构已经取得现阶段所需本次发行相关的各项内部批准和授权，具备本次发行的主体资格。本次发行载体管理机构等中介机构具备本法律意见书所述的担任本次发行相关中介机构的主体资格，与发起机构不存在关联关系；本次发行的交易文件不违反中国现行有效的法律、行政法规，在交易文件经相关签署方签署及各自约定的生效条件全部满足后，交易文件即构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的其他相关各方可按照交易文件的条款要求相关方履行，除非该等履行受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；除《募集说明书》和本法律意见书披露的风险以外，截止本法律意见书出具之日，本次发行不存在其他对本次发行构成实质影响的潜在法律风险。

## 基础资产信用质量分析

### 外部经营环境

#### 1. 行业情况

道路客运是与铁路、水路、航空旅客运输并列的四种现代化运输方式之一。2019年末，全国公路总里程501.25万公里，比上年增加16.60万公里；公路密度52.21公里/百平方公里，比上年增加1.73公里/百平方公里。

近年来，随着道路基础设施建设投入力度的加大，道路客运得到了迅猛发展，但由于出行方式的多样化，道路客运需求有所下降。2019年末，全国道路运输行业拥有公路营运汽车1165.49万辆，比上年下降18.8%；拥有载客汽车77.67万辆，比上年下降2.5%，相应客位共计2002.53万个，比上年下降2.2%。2019年，全社会完成营业性公路客运量130.12亿人，比上年下降4.8%，旅客周转量8857.08亿人公里，比上年下降4.6%。

整体而言，近年来我国道路运输基础设施条件持续不断完善，公路运输呈快速发展趋势，但受宏观经济增速放缓、高铁和城际铁路快速发展及私家车保有量增加等因素冲击，我国公路客运量有所下降。

#### 2. 地区经济情况

##### 徐州市

徐州市属于江苏省下辖市，地处江苏省西北部，是国家“一带一路”重要节点城市、长三角北翼重要中心城市、淮海经济区中心城市、亦是江苏省重点规划建设的三大都市圈<sup>2</sup>之一徐州都市圈的核心城市，区位优势明显。截至2019年末，徐州市下辖5区、3县、2个县级市，总面积11258.00平方公里，总人口880.20万人。

徐州市是全国重要的交通枢纽城市，经济总量在江苏省位于中游水平，经济实力很强，为

<sup>2</sup> 三大都市圈分别为南京都市圈、苏锡常都市圈和徐州都市圈。

交通基础设施建设提供了支撑。徐州市地处苏、鲁、豫、皖四省交界处，素有“五省通衢”之称，是全国重要的交通枢纽城市，已初步形成公路、铁路、水运、航空、管道“五通汇流”的立体化交通格局，战略区位优势突出。徐州市地处苏、鲁、豫、皖四省交界处，素有“五省通衢”之称，是全国重要的交通枢纽城市，已初步形成公路、铁路、水运、航空、管道“五通汇流”的立体化交通格局，战略区位优势突出。公路方面，徐州是国家级公路主枢纽，连霍、京福、京沪等国家高速公路主干线交汇于此，截至2019年末，徐州市公路总里程为16792.77公里，同比增长1.1%，其中高速公路463.93公里。铁路方面，徐州是中国第二大铁路枢纽，拥有全国第二大铁路编组站，两大干线在此交汇；2011年京沪高铁开通标志着徐州进入“高铁时代”，徐州东站是京沪高铁七大主要站区之一；根据2016年铁路总公司发布的国内通达高铁城市排名，徐州可以通达181个城市，位列全国第四。截至2019年末，徐盐高速铁路已开通运营，连徐高速铁路即将通车，徐州作为中国铁路枢纽的地位进一步提升。水运方面，徐州港是中国28个内河主要港口之一，中国内河十大港口之一，吞吐量居中国内河港口前十；2019年徐州市水运货运量6707万吨，同比增长3.9%，港口吞吐量4011.47万吨，同比增长27.8%。航空方面，徐州观音国际机场为国家民航干线机场，也是徐州都市圈和淮海经济区的中心机场，2019年完成航空旅客运输量300.59万人，同比增长19.3%。

近年来，徐州市地区生产总值保持增长，增速总体呈下滑态势。2017年~2019年，徐州市地区生产总值分别为6605.95亿元、6755.23亿元和7151.35亿元，增速分别为7.7%、4.2%和6.0%。从产业结构来看，徐州市三次产业结构由2017年的9.1:43.6:47.3调整为2019年的9.5:40.4:50.1，第二产业和第三产业协同推动经济发展。

徐州市以重工业立市，是我国老工业基地，目前已形成装备制造业、能源业、食品与农副产品加工业、煤盐化工业、冶金业和建材业等六大优势产业。2019年，徐州市规模以上工业增加值增速同比增长8.2%。徐州市在推动传统优势产业快速发展的同时，大力发展战略新兴产业。近年来，徐州市新能源产业、信息技术产业、新材料产业、新医药产业、高端装备制造和节能环保产业发展快速。2019年，战略性新兴产业产值占全部规模以上工业总产值比重相比上一年提高2.9个百分点，全市重点发展的四大战略性新兴产业产值增长13.8%。投资方面，2019年，徐州市固定资产投资同比增长7.0%，投资结构有待优化。其中，第三产业投资增长8.1%。徐州市房地产业发展较快，2019年全市房地产开发投资中住宅投资增长21.4%；新开工面积2050.16万平方米，同比下降1.3%；商品房销售额1177.31亿元，同比增长36.4%。2019年，徐州市实现全社会消费品零售总额3246.25亿元，同比增长4.7%；实现进出口总额931.88亿元，同比增长20.4%，其中出口增长21.9%。国内外贸易发展形势良好。

徐州市综合交通网络日趋完善，但客运量有所下降。2019年，徐州市公路总里程16792.77公里，同比增长1.1%。全年公路货运量22613万吨，同比增长6.8%；全年公路旅客运输量9434万人次，公路旅客周转金港国际60.76亿人公里，分别同比下降5.3%和4.6%。

财政方面，受经济下行压力加大以及减税降费政策影响，徐州市财政收入有所减少，支出保持小幅增长。2019年，徐州市实现一般公共预算收入468.32亿元，同比下降11.0%，其中税收收入减少10.3%；实现一般公共预算支出882.21亿元，同比增长0.2%。

总体来看，徐州市以重工业为主，近年来在推动传统优势产业发展的同时加大了新兴产业发展力度，产业投资稳定提升。但受经济下行周期影响，徐州地区经济增长增速总体承压下行，

财政收入有所恶化。徐州市客运量有所下行，将对徐州客运企业经营业绩造成一定不利影响。

## 委托人/回售和赎回承诺人/资产服务机构信用状况

本期资产支持票据的委托人/回售和赎回承诺人/资产服务机构为徐州公交，委托人的经营和财务状况将影响其对本期资产支持票据相关承诺的履行；同时，委托人的内部控制和风险管理水平会对本期资产支持票据基础资产的管理和回收产生一定影响。

### 1. 主体概况

徐州公交成立于1986年，前身为徐州市公共汽车公司，企业类型为全民所有制企业，由徐州市公用事业管理局主管。2004年2月23日，徐州市经济体制改革委员会批复同意对徐州公交实施企业改制方案，由全民所有制改为有限责任公司，股权全部由40名自然人股东持股，注册资本为2108.00万元。2019年12月25日，徐州公交再次实施国有化改制，成为徐州交控的全资子公司，同时更名为现名。自成立以来，徐州公交经历多次股权变更及增资，截至2020年3月末，徐州公交注册资本和实收资本10000万人民币，由徐州交控全资持股。实际控制人为徐州市国资委。

### 2. 业务运营

**徐州公交是徐州市最重要的地区公交运营企业，主要负责徐州市区及周边县市的公交运营，业务具有很强的区域专营性**

徐州公交是徐州市最大也是最重要的地区公交运营企业，主要从事徐州市区以及郊区的公交线路运营。2017~2019年，受徐州经济居民收入水平提高以及出行方式多样化，徐州公交营业收入持续小幅下降，年均降幅为-4.68%。从收入结构来看，徐州公交营业收入主要来自公交客票收入。2019年，徐州公交收入规模为3.23亿元，其中公交客票收入为2.97亿元，占比91.99%；其他业务收入0.26亿元，占比8.01%。徐州公交客运票收入按类型可分为一般公交客运收入和包车业务收入。徐州公交其他业务收入主要指车体广告收入、站台广告收入、房产租赁收入等。2020年1~3月，徐州公交实现营业收入0.34亿元。

截至2020年3月末，徐州公交运营车辆2103台，市区线网密度489公里。徐州公交年客运量约为2.04亿人次，主城区万人拥有公交车15.8标台，日发送班次11000个。同期末，徐州公交拥有3个分公司及5个子公司。各机构独立核算运营，合计运营212条公交线路，运营线路长度达到4718公里。徐州公交运营区域覆盖徐州市主城区及其所属市县全境。

除固定线路的一般公交客运外，徐州公交还从事非固定线路的包车业务。包车客户可向徐州公交承包车辆用于满足客户自身出行需求。徐州公交的包车客户主要为徐州市区范围内的机关和企业事业单位。包车用途主要为上下班通勤。包车客户多位于徐州市新城区、徐州市经济技术开发区等，其通勤距离较远。由于此类客户多为政府单位、徐州当地知名且规模较大的制造企业，具有较强偿付能力。因此包车业务收入较为稳定且随着徐州市制造产业发展而保持小幅增长。2019年，徐州公交包车收入7283.09万元，同比增长14.22%，占营业收入比例22.58%。

### **徐州公交公交客运业务处于持续亏损状态，其持续运营对财政补贴依赖程度很高**

因城市公交属于保障民生的基础服务，具有较强的公益特征。公交客票价格受政府管制、票价较低，难以覆盖公交客运服务的运营成本。由此，徐州公交的公交客运业务处于亏损状态，毛利率为负值。2019年，徐州公交毛利率为-3.06亿元，毛利率为-94.92%。

作为徐州市最重要的公交服务企业，为保障徐州公交的正常运营，徐州市政府每年给予徐州公交较大数据财政补贴，补贴的种类包括油补、车补、购车补贴、政策性亏损补贴、新能源车辆运营补贴等等。2019年，徐州公交收到财政补贴金额3.55亿元，相比2018年减少12.01%。徐州公交利润水平对徐州市政府的补贴款项依赖性较大。

### 3.财务状况

徐州公交提供了2017年~2019年和2020年1~3月合并口径的财务报告。天衡会计师事务所对徐州公交2017年~2019年财务数据进行了联审，并出具了标准无保留意见的审计报告，2020年1~3月的财务数据未经审计。

图表4：徐州公交主要财务数据及指标（单位：亿元、%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额	9.67	7.30	8.40	12.74
所有者权益	-3.48	-3.04	-2.54	-0.42
全部债务	4.23	3.87	3.16	3.46
营业收入	3.55	3.40	3.23	0.34
利润总额	-0.63	0.41	-0.29	0.13
EBITDA	2.11	2.10	1.67	-
营业利润率	-75.73	-84.62	-95.76	-
净资产收益率	18.12	-13.63	11.37	-
资产负债率	136.02	141.71	130.27	103.29
全部债务资本化比率	568.02	469.17	512.20	113.81
流动比率	45.06	28.62	38.96	75.55
EBITDA 利息倍数	2.00	1.48	1.30	-

#### 徐州公交总资产规模波动增长，以非流动资产为主

2017年~2019年，徐州公交总资产规模波动增长，资产结构以非流动资产为主。2019年末，徐州公交总资产为8.40亿元，其中非流动资产占比65.24%。徐州公交流动资产主要以其他应收款和货币资金组成。2019年末，徐州公交其他应收款金额2.45亿元，占流动资产比例83.97%。其他应收款主要为与徐州当地汽车销售和出租公司的往来款以及应收财政补贴等。其他应收款金额占比高，资产流动性较低。货币资金余额为2813.45万元，占流动资产比例9.64%，全部为银行存款和现金。徐州公交非流动资产主要由固定资产和投资性房地产组成。2019年末，徐州公交固定资产规模3.87亿元，占非流动资产比例70.55%，主要由徐州公交所持有的房屋建筑物、运输设备、办公设备等组成。其中运输设备账面价值3.52亿元，占比固定资产规模90.96%。投资性房地产规模1.24亿元，占非流动资产比例22.56%，主要由徐州公交持有房产和土地使用权组成，两者账面价值分别为1.03亿元和0.21亿元。

2017年~2019年，徐州公交所有者权益持续为负值，负值规模有所减少。2019年末，徐州公交所有者权益为-2.54亿元，主要由于徐州公交客运业务长年亏损，导致所有者权益持续为负值。以所有者权益构成来看，2019年末，徐州公司实收资本0.21亿元，未分配利润-3.65亿元，是所有者权益的1.44倍。徐州公交亏损较大，其正常经营对财政补贴和外部融

资的依赖性较大。

#### 徐州公交总负债规模保持小幅波动，负债结构以流动负债为主

2017年~2019年，徐州公交总负债规模保持小幅波动，负债结构以流动负债为主。2019年末，徐州公交总负债10.94亿元，其中流动负债7.49亿元，占比68.49%。徐州公交流动负债主要由其他应付款、短期借款组成，其中其他应付款5.09亿元，主要为与关联方之间往来款。短期借款1.75亿元，全部为保证借款。徐州公交非流动负债主要由递延收益和长期应付款构成，2019年末两者占非流动负债比例为53.18%和40.87%。2019年末，徐州公交递延收益1.83亿元。长期应付款全部为借入的融资租赁款1.41亿元。

#### 徐州公交营业务逐年小幅下降，净利润受补贴款影响波动较大

2017年~2019年，徐州公交营业收入逐年小幅下降。2019年，徐州公交实现营业收入3.23亿元，实现利润总额-2889.72万元，相比去年同期利润总额由正转负，主要系徐州公交于2019年取得财政补贴款相比2018年减少4840.75万元所致。徐州公交公交客运业务持续亏损，且亏损规模较大，对财政补贴依赖很强。徐州市政府对补贴规模的调整将对徐州公交的经营业绩产生很大的影响。

现金流方面，2017年~2019年，徐州公交经营性现金流持有所波动，近两年保持净流入；投资性净现金流持续净流出，但净流出规模较小；筹资性现金流持续净流出，近两年流出规模较保持在1.50亿元以上，净流出规模较大，显示徐州公交面临很大的还本付息压力。2020年1~3月，徐州公交经营性现金流净额为623.46万元，投资性现金流净额488.69万元，筹资性现金流净额为4.14亿元。

#### 由于徐州公交所有者权益为负，徐州公交债务规模较高，偿债能力很弱

有息债务方面，截至2020年3月末，徐州公交有息债务规模3.46亿元，相比2019年初增长9.49%。有息债务结构以短期有息债务为主，规模为2.25亿元，占比65.05%。偿债能力方面，2020年3月末，徐州公交流动比率、速动比率分别为75.55%、75.54%，指标值较低，同时短期有息债务较大，徐州公交面临较大的短期偿债压力。同期末，徐州公司所有者权益为负值，长期处于资不抵债状态，主营业务持续亏损，徐州公交偿债能力很弱。

整体来看，徐州公交为徐州市最重要的从事公交客运业务的公司，近期完成国有化改制，成为徐州市国资委下属企业，其业务具有较强的区域专营性；公交客运具有很强的公益性，作为公交客运公司能够获得徐州市政府较大的财政支持。但同时，徐州公交公交客运业务处于持续亏损状态，其持续稳定运营对财政补贴及外部融资依赖很强；由于长期亏损，徐州公交处于资不抵债状态，其偿债能力很弱。

东方金诚认为，徐州公交作为委托人/资产服务机构业务经验丰富，能够为本期资产支持票据提供合格的服务，但其偿债能力很弱，后续将持续关注其经营和财务状况。

#### 基础资产分析

本期资产支持票据的基础资产为徐州公交特定期间、特定区间内因提供公交客运服务而取得的公交客票运营收入。徐州公交的公交客运业务由徐州公交本部（含三家分公司）以及五家子公司共同运营。截至2019年末，徐州公交现有职工5600余名、市区线网度489公里，年客运量2.04亿人次，主城区万人拥有公交车15.8标台，日发送班次11000个。徐州公交的公交

运营范围基本覆盖徐州市主城区及其同边区县。

### 1. 公交运营业务量

徐州公交每年进行一次徐州市公交出行调研，并以此为依据作为调整或新增公交线路，规划公交线路网络。2017年~2019年，徐州公交营运线路、路线长度、营运里程、运客总量等均保持稳定小幅增长。2019年末，徐州公交营运线路210条、路线长度4681公里、拥有营运车辆2172辆。2019年，徐州公交营运里程9053万公里，运营总量20429.05人次，相比上一年有所增长。2020年一季度，由于受到疫情冲击的影响，徐州公交暂停了大部分车辆运营，导致公交业务量大幅下降。2020年一季度，徐州公交营运里程及运客总量分别为下降至1032万公里、1886万人次。

图表 5：徐州公交客票运业务基本情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
营运线路（条）	197	202	210	212
路线长度（公里）	4092	4291	4681	4718
营运车辆（辆）	2158	2221	2181	2103
营运里程（万公里）	9937	9147	9053	1032
运客总量（万人次）	23800	22300	20429	1886

从公交运营业务量分布来看，2019年，徐州公交下属运营机构中徐州公交本部及子公司徐州新徐巴士有限责任公司客运量最大，分别为7817万人次和3411万人次，分别占年总客运量的38.26%和16.70%。以路线长度来看，徐州兆通客运有限公司和徐州公交本部路线长度最大，分别为1770公里和1268公里，分别占总路线长度的37.81%和27.09%。

图表 6：截至 2019 年末徐州公交客运业务量分布（单位：公里、万人次、条）

名称	路线长度	客运量	公交线路
本部	1268	7817	63
徐州新巴士有限公司	551	3411	28
徐州京徐巴士有限责任公司	467	2930	25
徐州市贾汪公交客运有限公司	187	657	4
徐州兆通客运有限公司	1770	2781	69
徐州城北巴士有限公司	438	2833	21
合计	4681	20429	210

### 2. 公交票价

根据徐州市物价局于2011年7月16日作出的徐价[2011]119号《关于调整空调车收费期的批复》，徐州市政府对中心城区空调公交车票价进行调整。徐州公交可根据徐州天气变化情况，合理优化空调线路收费期，将空调线路收费期调整为冬季12月1日~3月15日和夏季5月16日~9月30日。空调收费期期限为8个月。空调收费期内，徐州公交可按不高于普通车计价标准的2倍执行。其他时期执行普通车计价标准。据此，徐州市区所有公交线路空调豪华公交车票价2元、普通车1元。同时，徐州公交对持有公交IC卡的用户实行优惠票价。徐州市

公交 IC 卡分别为成人 IC 卡（A 卡）、学生 IC 卡（B 卡）、老龄 IC 卡（C 卡）。针对不同的公交 IC 卡类型，具体收费标准如下：

A 卡：市区路线，每次刷卡付费 0.7 元；郊区路线，市区范围内乘车每次刷卡付费 0.7 元，郊区范围内乘车每次刷卡付费 1.05 元。

B 卡：每次刷卡付费 0.3 元。B 卡持有人均为年龄未满 18 周岁的市区在校（高中、中专、中技、职高、初中、小学）学生。

C 卡：每次刷卡付费 0.2 元。C 卡持有人为本市户口，年满 70 周岁及以上的老人。

此外，根据《关于调整空调车收费期的批复》，徐州公交可根据徐州天气变化情况，合理优化空调线路收费期，将空调线路收费期调整为冬季 12 月 1 日~3 月 15 日和夏季 5 月 16 日~9 月 30 日。据此，空调收费期期限为 8 个月。空调收费期内，徐州公交可按不高于普通车计价标准的 2 倍执行。其他时期执行普通车计价标准。

### 3. 公交票价收取方式

徐州公交可支持五种方式公交客票缴付方式，分别为现金投币、IC 卡刷卡、支付宝、银联方式以及 E 行无忧方式。

现金投币为乘客直接上车向车载收款箱投币作为支付公交票价。徐州公交每日由其结算中心回收收款箱，进行清点，并缴存银行。

IC 卡刷卡支付的客票收入进入徐州市市民卡有限公司账户。该公司每三天拨付将款项拨付至徐州公交的账户，同时于每月底清算当月款项并收取 1.95% 的手续费。

支付宝、银联收入以及 E 行无忧均为电子支付方式，其中 E 行无忧为原徐州铜山农村商业银行推出一款普惠性生活服务和金融服务 APP，可用于公交票价支付。支付宝公司于刷码次日将扣除手续费后的公交客票收入转付至徐州公交账户。手续费为每笔一分钱。银联方式下，中国银联于刷卡次日将公交客票收入转入徐州公交账户，不收取其他费用。E 行无忧方式下，徐州铜山农村商业银行于刷卡 15 个工作日后将公交客票收入转付于徐州公交账户，不收取其他费用。

### 4. 包车业务

徐州公交除提供固定线路的公交客运服务以外，还提供非固定线路的客运服务，即包车服务。徐州公交的包车业务主要是向徐州市当地的政府机关及企事业单位提供车辆承包，主要用于客户所属员工上下班通勤。由于徐州公交包车业务的客户主要为徐州市当地政府机构以及徐州当地知名大型企业，其车辆客运需求较为稳定，并且偿付能力较强，因此徐州公交包车业务收入较为稳定。

2019 年，徐州公交包车业务前三大客户分别为徐州市机关事务管理局、江苏天宝汽车电子有限公司和徐州徐工挖掘机械有限公司，其实现客运收入分别为 1186.18 万元、318.45 万元和 222.05 万元，分别占总包车收入比例为 16.29%、4.37% 和 3.05%。徐州公交与包车业务采用后付费的方式，其视客户资质不同，结算账期也有所不同，一般为按月结算，付款方式为公对公转账。

徐州公司包车业务定价方式为，普通公共汽车按每公里运价 6 元，豪华空调车每公里运价

8元。夜间23时至次日晨5时，为夜间运行时段。在夜间运行时段内，包车运价为在相应类型价格基础上加收1元。

图表 7：2019 年前 10 大包车客户明细（单位：万元、%）

序号	客户	实现收入	占比
1	徐州市机关事务管理局	1186.18	16.29
2	江苏天宝汽车电子有限公司	318.45	4.37
3	徐州徐工挖掘机械有限公司	222.05	3.05
4	徐州重型机械有限公司	161.78	2.22
5	徐州综合保税区联合发展有限公司	168.00	2.31
6	徐州钛白化工有限责任公司	141.38	1.94
7	徐州经济技术开发区管理委员会	125.00	1.72
8	中国铁路上海局集团有限公司徐州工务段	122.95	1.69
9	江苏徐工工程机械研究院有限公司	115.04	1.58
10	徐州市中心医院	112.00	1.54
合计		2672.83	36.71

## 5.历史现金流

2017年~2019年，受宏观经济下行压力大，经济活动减弱以及人们出行方式多样化影响，徐州公交的公交客运收入呈现小幅缓慢下降的态势。2019年，徐州公交公交客票运营收入为3.00亿元，相比上年同期下降5.53%。从收类类型分布变动趋势来看，传统的固定线路的公交客票运营收入持续下行，其占总收入的比例随之下行。与此同时，包车收入持续增长，占比也随之增大。2019年，包车业务收入7283.09万元，占比24.27%，占比相比上一年提升4.20个百分点；传统固定线路客票收入，即零票收入与IC卡收入（含电子支付）之合，为22725.69万元，占比75.73%。

2020年1月以来，由于新冠疫情的爆发对徐州公交的公交客运业务造成了较大的负面影响。2020年1~3月，徐州公交的公交客运收入为3160.23万元，同比下降62.14%。疫情期间，由于防疫需要以及公众出行需求减少，徐州公交相应调减了线路班次，公交客运收入大幅减少。2020年5月以后，随着疫情趋于趋定，疫情防控要求逐步放宽，公众的关注重点从疫情防控转变为复工复产，人们出行公交出行需求逐步回升。徐州公交相线应线路班次数量以及公交客运收入缓慢向正常年景的数量级回升。

图表 8：徐州公交客票运营收入情况（单位：万元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
零票收入	16409.78	49.73	13597.06	42.80	10931.08	36.43
IC卡收入（含电子支付）	10731.08	32.52	11793.47	37.13	11794.61	39.30
客运类收入（包车收入）	5859.50	17.76	6376.23	20.07	7283.09	24.27
合计	33000.35	100.00	31766.76	100.00	30008.78	100.00

## 现金流分析及压力测试

### 现金流分析

根据《现金流预测分析咨询报告》，中威评估对徐州公交特定期限内的经营环境、票价、出行方式和运行总里程进行分析，并对未来影响因素做出合理假设的基础上，对本期资产支持票据现金流进行预测。《现金流预测分析咨询报告》的主要预测假设有：

- (1) 假设国家和资产支持票据所在地区的社会、政治、经济环境无重大改变。；
- (2) 假设与基础资产相关的税负、税率政策同目前执行的税负、税率政策一致，且无重大变化。；
- (3) 假设与基础资产相关的运营计划能够于 2020 年底前获得政府行政机关批准，并顺利实施达到预期收益；假设通过审批正常运营的运营车辆平均运输票价与目前票价相当，正常运营稳步实现。根据徐州市政府工作安排，徐州地铁在 2019 年 10 月、2020 年、2021 年分别开通 1、2、3 号线，预计对公交公司的影响比较大，预测公交客运收入每年降低 10%，到第四年开始稳定。2019 年及以后年度，由于政府的城镇化政策以及徐州市旅游事业的发展，估计徐州市城市人口将有所增加，同时交通拥堵情况得到改善，公交出行人数将逐渐上升，随之基础资产收入实现增长。
- (4) 假设未来预测年度（2020 年~2029 年）中票价再次调整的可能性较小，预计未来预测年度将继续执行基准日票价。

基于《现金流预测分析咨询报告》，2021 年 1 月 1 日至 2029 年 3 月 31 日期间每年一季度和三季度，基础资产预计产生的现金流合计为 97050.00 万元。

图表 9：预测期间现金流入情况（万元）

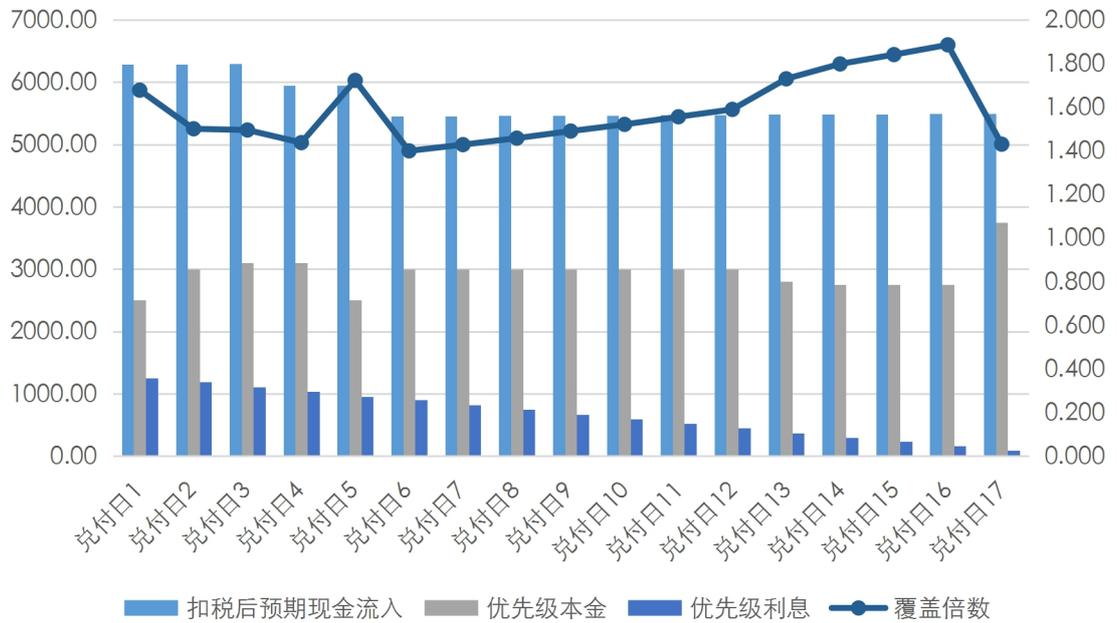
时间	预期基础资产现金流入
2021.1.1~2021.3.31	6350.00
2021.7.1~2021.9.30	6350.00
2022.1.1~2022.3.31	6350.00
2022.7.1~2022.9.30	6000.00
2023.1.1~2023.3.31	6000.00
2023.7.1~2023.9.30	5500.00
2024.1.1~2024.3.31	5500.00
2024.7.1~2024.9.30	5500.00
2025.1.1~2025.3.31	5500.00
2025.7.1~2025.9.30	5500.00
2026.1.1~2026.3.31	5500.00
2026.7.1~2026.9.30	5500.00
2027.1.1~2027.3.31	5500.00
2027.7.1~2027.9.30	5500.00
2028.1.1~2028.3.31	5500.00
2028.7.1~2028.9.30	5500.00
2029.1.1~2029.3.31	5500.00
<b>合计</b>	<b>97050.00</b>

数据来源：《现金流预测分析咨询报告》，东方金诚整理

基于《现金流预测分析咨询报告》对基础资产未来现金流入的预测以及本期资产支持票据

的收益分配安排，正常情境下，在本期资产支持票据每个兑付日，基础资产产生的现金流入扣除本期资产支持票据的应付税费后，对优先级资产支持票据本金及利息的覆盖倍数均在 1.40 倍以上，对本期资产支持票据保障程度较高。

图表 10：正常情况下现金流入与现金流出的匹配情况（单位：万元、倍）



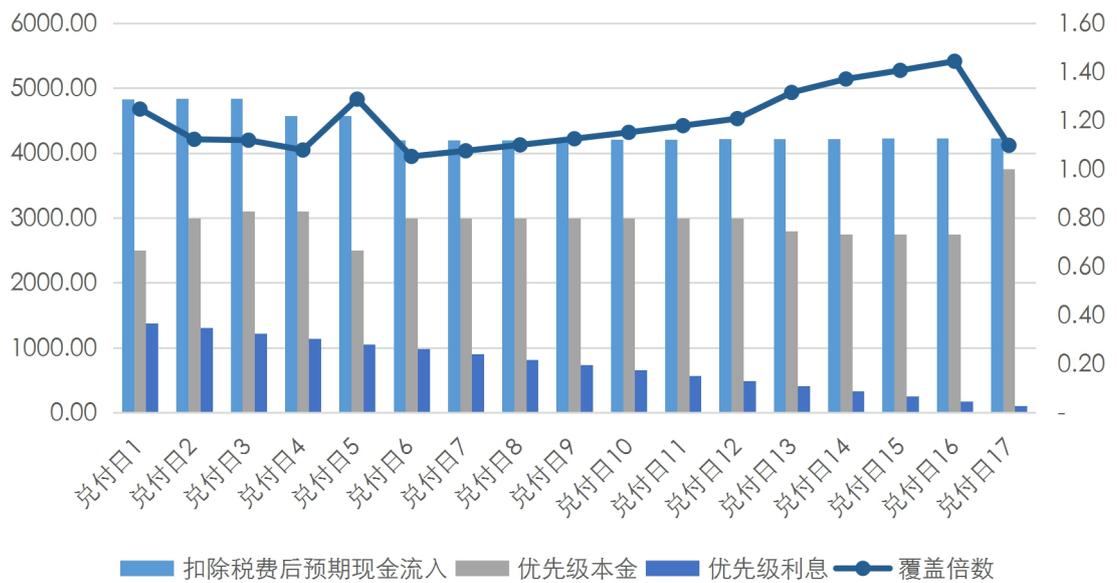
### 压力测试

东方金诚根据本期资产支持票据现金流预期偿付情况构建现金流分析模型，在前述基准情景预期现金流测算基础上，通过加压测试评估压力条件下本期资产支持票据优先级资产支持票据的本息兑付状况。基础资产的现金流入主要受徐州市人口数量、出行方式选择、票价等因素影响。同时，优先级资产支持票据的发行利率将影响本期资产支持票据的现金流出。出于谨慎性考虑，东方金诚设定了以下压力情景对现金流覆盖倍数进行测算。压力条件有：

- (1) 假设由于出行方式变化，公交车出行人次进一步下降 20%；
- (2) 考虑到公交客运的公益性，假设公交客运票价较当前票价下降 3%；
- (3) 假设本期资产支持票据实际发行利率上浮 50 个基点。

在上述压力情景下，假设投资人不行使提前回售权，基础资产预期现金流入对优先级资产支持票据的本金及利息的覆盖倍数情况如下图表所示。在本期资产支持票据的每个兑付日，基础资产预期现金流入除相关税费后，对优先级资产支持票据的覆盖倍数均在 1.05 倍以上，能够有效保障优先级资产支持票据的本息兑付。

图表 11：压力条件下现金流入与现金流出的匹配情况（单位：万元、倍）



根据交易安排，本期资产支持票据投资者于每个回售记日期选择回售全部剩余未到期的优先级资产支持票据。若投资者在每个回售行权日将所有持有的优先级资产支持票据全部回售，基础资产产生的当期现金流入与需兑付的优先级资产支持票据本息之间存在资金缺口。在正常情景下，于本期资产支持票据第 6 个兑付日和第 12 个兑付日，发起机构徐州公交需支付的资金分别为 35800.00 万元和 17800.00 万元，对应的资金缺口分别为 31244.68 万元和 12769.70 万元；在压力情景之下，徐州公交需支付的资金为 35800.00 万元和 17800.00 万元，对应的资金缺口分别为 32590.57 万元和 14074.92 万元。徐州公交长期处于资不抵债状态，其偿债能力很弱，支付上述资金的可能性很低。届时，赎回资金的支付将依赖于差额支付承诺人徐州交控。

图表 12：投资人行使提前回售权所致的资金缺口（单位：万元）

兑付时点	预期现金流入	当期需兑付本金	当期需兑付利息、资管产品增值及相关	当期资金缺口
第 6 个兑付日（正常情形）	5500.00	35800.00	944.68	-31244.68
第 6 个兑付日（压力情形）	4235.00	35800.00	1025.57	-32590.57
第 12 个兑付日（正常情形）	5500.00	17800.00	469.70	-12769.70
第 12 个兑付日（压力情形）	4235.00	17800.00	509.92	-14074.92

2017 年~2019 年及 2020 年 1~3 月，徐州交控经营性净现金流为 3.30 亿元、4.09 亿元、7.81 亿元和 2.63 亿元，经营性现金净流入情况较好。2020 年 3 月末，徐州交控货币资金余额为 22.29 亿元，在手资金充足。

东方金诚认为，综合考虑徐州交控的货币资金、经营性净现金流以及授信情况，徐州交控有能力如期兑付上述资金缺口。

## 参与机构履约能力分析

### 差额支付承诺人/流动性支持机构信用状况

本期资产支持票据的差额支付承诺人/流动性支持承诺人为徐州交控，徐州交控经营和财务状况会影响其对本期资产支持票据相关义务的履行。

#### 1. 主体概况

徐州交控前身为徐州高速铁路投资有限公司（以下简称“高铁公司”），系徐州市财政局于2008年5月出资组建的国有独资公司，初始注册资本为2.00亿元。2009年3月，徐州交控股东由徐州市财政局更为徐州市铁路建设办公室。2010年4月和2011年2月，徐州市人民政府分别将评估价为3.00亿元和1.00亿元的土地使用权注入徐州交控，增加注册资本至6.00亿元。2013年3月，徐州交控股东变更为徐州市国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”）。2018年7月，徐州市政府对市级国有企业进行资产重组，将徐州市广弘交通建设发展有限公司（以下简称“徐州广弘”）和高铁公司合并整合，并将全市交通类（除轨道交通外）的国有资产等一并列入徐州交控。2019年1月，徐州交控更为现名。徐州交控自成立历多次股权变更及增资，截至2020年3月末，徐州交控注册资本和实收资本均为30.00亿元，徐州市国资委全资持股，徐州市人民政府为公司实际控制人。

#### 2. 业务运营

**受徐州广弘等徐州市交通类国有资产划入公司影响，徐州交控主营业务收入增幅显著，收入构成多元化程度大幅增加**

徐州交控是徐州市主要的交通基础设施建设主体，主要从事徐州高铁站区和徐州港顺堤河作业区的交通基础设施建设、徐州市铁路项目的投资建设，以及港口物流服务、煤炭销售和停车场运营等业务。徐州交控的营业收入主要来自于代建回购业务。2019年，徐州市政府进行国有资产重组，将徐州市广弘交通建设发展有限公司（以下简称“徐州广弘”）及其他交通类国资公司划入徐州交控，徐州交控业务范围拓展至除轨道交通以外的徐州市交通基础设施的设资、建设及运营等。受此影响，徐州交控的营业收入大幅增长，同时新增了机场服务、运输服务、公交及出租车服务等业务。徐州交控其他业务涵盖租赁、物业管理等杂项收入。其他业务收入和徐州交控的新增业务营业收入规模较小，对徐州交控收入贡献较低。

从毛利率来看，2017年~2019年，徐州交控毛利率持续下行，主要系徐州广弘项目代建回购业务以及新增业务毛利率低于徐州交控原有水平，使得合并后徐州交控主体毛利率有所下降。

图表 13：徐州交控主营业务收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目代建回购	8.73	71.81	6.21	78.18	39.34	88.97
煤炭销售	2.69	22.13	1.07	13.41	0.46	1.05
港口物流服务	0.37	3.04	0.36	4.59	0.71	1.60
停车场运营	0.15	1.23	0.17	2.14	0.18	0.41
机场服务	-	-	-	-	0.89	2.00
运输服务	-	-	-	-	0.36	0.82
公交及出租车服务	-	-	-	-	1.06	2.40
其他业务	0.22	1.79	0.13	1.68	1.21	2.74
<b>主营业务收入合计</b>	<b>12.15</b>	<b>100.00</b>	<b>7.95</b>	<b>100.00</b>	<b>44.21</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
项目代建回购	1.57	18.03	1.12	18.03	5.63	14.30
煤炭销售	-0.06	-2.32	-0.14	-12.81	0.03	5.59
港口物流服务	0.09	23.70	0.04	10.93	-0.07	-9.35
停车场业务	0.00	0.44	0.01	8.08	0.00	-2.30
机场服务	-	-	-	-	-0.37	-41.91
运输服务	-	-	-	-	-0.01	-2.79
公交及出租车服务	-	-	-	-	-1.13	-106.52
其他业务	0.16	72.59	0.05	36.72	0.38	30.99
<b>合计</b>	<b>1.76</b>	<b>14.46</b>	<b>1.09</b>	<b>13.67</b>	<b>4.45</b>	<b>10.06</b>

数据来源：徐州交控提供，东方金诚整理

2020年1~3月，徐州交控实现营业收入8.05亿元，利润总额0.54亿元。

### 交通基础设施建设

随着徐州广弘并表，徐州交控成为徐州市最重要的交通基础设施建设主体，从事的交通基础设施建设业务由徐州高铁站区基础设施建设和铁路项目建设拓展至除轨道交通以外的徐州市交通基础设施的投资、建设、开发运营，业务范围和区域专营性大幅提升

徐州交控作为徐州市主要的交通基础设施建设主体，主要从事徐州高铁站区内的征地拆迁、道路、市政配套设施等业务；同时作为徐州市铁路项目政府出资方代表，从事铁路项目的投资建设业务。子公司徐州广弘承担徐州市主要交通工程项目的建设任务和融资任务。随着交通类国资公司划入，徐州交控围绕服务交通基础设施建设的功能定位得到强化，区域专营地位得到显著提高。徐州高铁站区核心区规划面积为5.2平方公里，随着2008年京沪高铁开始开工建设，徐州高铁站区建设项目被徐州市政府确定为城建重点工程之一，同年徐州市政府决定成立公司，将徐州交控作为徐州高铁站区唯一的基础设施建设主体。徐州交控采用代建模式进行交通类的基础设施投资建设。根据徐州交控与徐州市政府签订的《关于高铁站区基础设施建设项目工程回购协议》等，徐州交控自筹资金进行项目的建设，项目完工并验收合格后由徐州市人民政府回购，回购金额包括项目建设成本和建设服务费，建设服务费为项目建设成本的22%（2011年之前项目为15%），徐州交控将回购金额确认为收入，项目代建款项在5年内支付完毕。根据

2014年徐州市人民政府出具的《关于对徐州高速铁路投资有限公司项目投资建设与回购协议书的补充说明》，回购协议约定的回购方由徐州市人民政府变更为徐州市铁路建设办公室。

铁路建设方面，徐州交控主要负责国家重点铁路线郑徐客运专线、京沪高铁、徐宿淮盐铁路专线和徐连专线等徐州段的建设，业务模式为铁路局和江苏省确定双方投资资本金后，江苏省徐州境内出资部分由徐州交控与江苏交通控股有限公司按相应比例投资，待项目完工运营后按照实际出资比例享受投资收益。2019年徐州交控将在建工程中的京沪高铁、徐宿淮盐铁路专线、郑徐客运专线、连徐高速铁路和符夹铁路的部分已投资成本转至可供出售金融资产核算。

徐州交控子公司徐州广弘承担的交通基础设施项目主要采用委托代建和PPP两种模式进行建设。在委托代建模式下，徐州市交通运输局进行项目立项，并与徐州广弘签署委托代建协议；徐州广弘负责项目建设，依据徐州市审计局在工程项目竣工各节点审定的金额进行财务决算，确定工程建设成本；徐州市交通局以年为周期，支付徐州广弘工程结算款（包括工程建设成本以及10%~15%的代建管理费）。

为满足徐州交控自身转型需要，徐州广弘交通基础设施建设业务逐渐向PPP模式转变。即徐州广弘作为政府方出资代表，履行政府方资本金出资义务，与中标单位合作成立SPV项目公司，以参股方式参与项目建设。回报机制方面，徐州广弘参与的PPP项目主要为可行性缺口补助方式，即以项目产生的收益补偿社会资本方，不足部分由政府进行差额补偿，政府付费部分将列入预算。截至2019年末，徐州广弘参与PPP项目合计总投资165.88亿元，徐州公控需出资14.20亿元，已全部完成投资。徐州公控及徐州广弘暂无拟参与的PPP项目。

2017年~2019年，徐州交控就京沪高铁徐州站区工程、徐州港区顺堤河作业区疏港公路二期和郑徐客运专线徐州段征地拆迁工程、徐州三环西路高架快速路、徐州三环北路高架快速路和西航道整治一期工程等项目确认回购收入分别为8.73亿元、6.21亿元和39.34亿元，毛利率分别为18.03%、18.03%和14.30%。其中2018年因环保政策影响，徐州交控部分代建项目停工整治导致当期回购项目量减少，项目代建回购业务有所下降。2019年毛利率有所下降，主要是由于徐州广弘代建项目较多且代建管理费比例低于公司本部代建管理费比例。

**资产整合后，徐州交控建设和拟建的交通基础设施项目投资规模大幅增加，对于完善徐州市交通体系具有重要作用，但同时资本支出压力有所增加**

截至2019年末，徐州交控主要在建项目为高铁站区（邱山公园、企业总部、学校、东广场等），顺堤河码头一期工程煤炭码头、徐州顺堤河铁路专用线项目等，项目对于完善徐州市交通体系具有重要作用，在建项目规划总投资合计76.92亿元，已投资56.72亿元，尚需投资20.20亿元。徐州交控拟建项目主要为高速公路投资运营项目，建成后由徐州交控自主运营，包括台儿庄-睢宁高速公路和徐州东部绕越高速公路，计划总投资249.61亿元。整体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

#### 港口物流服务及煤炭销售

**徐州港顺堤河作业区煤炭码头二期铁路专运线正式运营，徐州交控港口物流服务收入增长较快；煤炭销售业务收入持续下降，未来收入具有一定不确定性**

徐州港是全国28个主要内河港口之一，主要承担着“北煤南运”和“西煤东运”的中转任务，是华东地区能源的重要集散地之一。徐州港区有顺堤河、万寨、金山桥和双楼4大作业区。2010年，徐州市政府规划将顺堤河作业区作为徐州港区煤炭业务的唯一集中区，同时徐州市

政府确定徐州交控为顺提河作业区煤炭码头一期工程建设项目的实施和后续经营主体。

徐州港区顺提河作业区煤炭码头建设和后续经营具体由子公司徐州交通控股港务有限公司（以下简称“徐州交控港务”）负责，徐州交控港务投资建设的徐州港顺提河作业区煤炭码头一期工程于2014年开始试运营，公路运输线最多可运输煤炭1400万吨/年。截至2019年末，徐州交控港务投资建设的徐州港顺提河作业区煤炭码头二期铁路专运线正式运营，提升码头900万吨/年运输能力，徐州交控港口物流服务业务收入提升至0.71亿元，毛利率由正转负，主要系折旧成本增长所致。

徐州交控港务依托港口优势对外提供港口货物装卸、洗煤、仓储服务业务。随着顺提河作业区投入运营，徐州交控港口物流服务业务收入逐步增长。2017年~2019年，徐州交控港口物流服务业务收入分别为0.37亿元、0.36亿元和0.71亿元，毛利率分别为23.70%、10.93%和-9.35%。徐州交控港口物流服务毛利率均由正转负，主要系折旧成本增长所致。

除港务物流业务外，徐州交控港务于2014年开始从事煤炭销售业务，徐州交控先从大型煤矿或贸易商处采购煤炭，之后寻找下游客户。徐州煤炭运输主要依靠公路运输。2017年~2019年，公司实现煤炭销售收入分别为2.69亿元、1.07亿元和0.46亿元，收入持续下降，主要系近年来受环保管控、公路治超和煤炭价格波动影响，徐州交控压缩煤炭贸易业务规模所致；同期，毛利率分别为-2.32%、-12.81%和5.59%，2019年以来，徐州交控基本不再从事煤炭贸易业务，销售收入势必会进一步下降，未来收入具有一定不确定性。

### 停车场运营

#### 徐州交控停车场业务收入保持稳定

徐州交控继续负责建设徐州高铁站区的地下停车场项目，是京沪高铁徐州站区的配套设施，用于解决站区周边停车问题。该项目包含西广场地下停车场和东广场地下停车场两部分，其中西广场地下建筑面积66000平方米，项目投资5.20亿元；东广场地下建筑面积86900平方米，东广场客运综合枢纽配套工程项目总投资15.00亿元。截至2019年末，西广场地下停车场部分已完工转入“固定资产”，东广场项目已完成建设，尚未投入使用。2019年徐州交控实现停车场业务收入0.18亿元，收入较为稳定。

### 其他收入

**观音机场划入徐州交通集团，徐州交控新增机场服务业务收入，具有很强的区域专营优势；徐州交控新增了公交及出租车服务业务、新增运输服务业务等，丰富了徐州交控业务多元化程度，但收入规模较小**

受益于徐州市交通类国有公司的划入，徐州交控新增了机场服务、运输服务、公交及出租车服务等。机场服务方面，徐州交控的机场服务收入来源于运营徐州观音机场，该机场于当年划入徐州交控运营。徐州观音机场于1997年11月正式通航。截至2019年末，观音机场已开通航线42条，其中国际航线7条，国内航线35条，机场内运营航空公司12家。2019年，观音机场实现机场服务收入0.89亿元，受管理费用和机场建设维护费用上升影响，机场服务毛利率为负。运输服务方面，徐州交控于运输服务收入主要来源于2019年划入的徐州市汽车运输有限公司（以下简称“徐州汽运”）营业收入。徐州汽运主要从事徐州市内汽车货物运输和长途旅客运输。公交及出租车服务分别由子公司徐州公交和徐州市出租汽车集团有限责任公司（以下简称“出租汽车集团”）、徐州市通利汽车出租有限公司（以下简称“通力出租”）负责。

截至 2019 年末，出租汽车集团和通力出租拥有 1800 余辆出租车，约占徐州市出租车保有量的 45.0%，实现出租车服务收入 0.14 亿元。2019 年，徐州交控取得公交及出租车服务收入 1.06 亿，毛利率为 2.40%，处于微利状态。整体来看，徐州公交新增的交通类相关业务均为徐州市城市公共交通系统的重要组成部分，具有很强的区域专营性。

### 外部支持

徐州交控在政策支持、资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持；徐州广弘及徐州市其他交通类国资公司均划入徐州交通集团，徐州交控业务范围拓展至除轨道交通以外的徐州市交通基础设施的投资、建设、开发运营等，业务的区域专营性显著增强，成为徐州市最重要的交通基础设施建设主体

徐州交控作为徐州市主要的交通基础设施建设主体，主要从事高铁站区和徐州港顺堤河作业区的开发建设业务，同时从事高铁项目的投资建设，得到股东和相关各方在政策支持和财政补贴等方面的有力支持。

政策支持和财政补贴方面，根据《关于高铁徐州站区工程建设项目专项配套资金补贴相关事宜的通知》，为保障公司在高铁站区基础设施项目建设资金需求，徐州市政府将给予公司资金、财政政策等支持，在高铁站区全部工程竣工前，徐州市政府根据施工进度，每年安排不低于 2 亿元专项配套资金补贴。2017 年~2019 年徐州交控收到徐州市财政局拨付的基础设施项目建设补贴款分别为 2.40 亿元、1.76 亿元和 3.97 亿元。

此外，2018 年 7 月，根据《国企改革意见》，徐州市将对市级国资公司重组整合，组建五家集团，另支持三家公司做大规模、做实资产。其中五家集团分别为徐州交通控股集团有限公司（原高铁公司与徐州广弘合并）、徐州市文化旅游集团有限公司（原新盛公司文旅产业部分、国盛公司文旅产业部分合并）、城市建设发展集团（剥离文旅资产后的新盛公司、新水公司）、产业投资集团（原国投集团）和徐州市国盛控股集团有限公司（剥离文旅产业部分的国盛公司），三家公司分别为徐州市城市轨道交通有限责任公司、徐州市新城区国有资产经营有限责任公司和徐州新田投资发展有限责任公司。整合完成后，徐州广弘及徐州市其他交通类国资公司均划入交通控股集团，徐州交控业务范围拓展至除轨道交通以外的徐州市交通基础设施的投资、建设、开发运营等，业务的区域专营性显著增强，成为徐州市最重要的交通基础设施建设主体。

### 3.财务状况

徐州交控提供了 2017 年~2019 年及 2020 年 1~3 月合并口径的财务报告。其中，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年~2018 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。天衡会计师事务所对 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2020 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

图表 14：徐州交控 2017 年~2019 年及 2020 年 1~3 月主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	204.57	212.47	438.98	457.66
所有者权益 (亿元)	116.48	117.74	263.30	272.25
全部债务 (亿元)	74.01	80.98	135.34	138.79
营业收入 (亿元)	12.15	7.95	44.36	8.05
利润总额 (亿元)	2.96	1.94	6.23	0.54
EBITDA (亿元)	4.09	2.89	8.87	-
营业利润率 (%)	14.04	13.10	9.48	-
净资产收益率 (%)	1.78	1.07	1.76	-
资产负债率 (%)	43.06	44.59	40.02	40.51
全部债务资本化比率 (%)	38.85	40.75	33.95	33.77
流动比率 (%)	474.15	505.34	329.17	302.92
全部债务/EBITDA (倍)	18.11	28.02	15.26	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.91	0.56	2.14	-

受政府无偿划拨子公司影响，徐州交控合并范围发生变化，资产总额大幅增加，仍以流动资产为主；但流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱

2017 年~2019 年，徐州交控总资产规模逐年增长，2019 年资产规模大幅增长主要系徐州市政府将徐州广弘等交通类国资公司划拨入徐州交控合并报表所致。2019 年末，徐州交控总资产 438.98 亿元，以流动资产为主，占总资产比例 64.68%。

2019 年末，徐州交控流动资产主要由应收账款、存货、其他应收款组成，三者余额分别为 139.31 亿元、105.21 亿元和 24.18 亿元，分别占流动资产比例为 48.33%、36.50%和 8.39%，合计占比 93.22%。分别来看，应收账款主要为应收项目代建回购款。应收徐州市交通局和徐州市铁路建设办公室款项分别为 72.18 亿元和 64.52 亿元，占应收账款比例分别为 51.77%和 46.28%。存货主要为划拨（储备）地和出让地使用权。其他应收款主要为徐州交控与徐州市其他交通建设公司的往来款。

徐州交控非流动资产主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产构成，2019 年末金额占非流动资产比例分别为 37.49%、24.49%和 15.76%。分别来看，同期末，固定资产规模 56.51 亿元，主要为新划入的观音机场、房屋建筑物和机器设备等。在建工程规模 36.92 亿元，主要为在建的铁路和码头等项目。近年来随着项目投入的增加呈增长趋势。可供出售金融资产规模 23.75 亿元，主要为对徐州市当地铁路、公路等运营公司以及徐州市融资担保公司的投资。

#### 徐州交控总负债规模持续增长，负债结构较为均衡

2017 年~2019 年，徐州交控总负债规模持续增长，负债结构较为均衡。2019 年末，徐州交控总负债 175.68 亿元，其中流动负债 87.57 亿元，占比 49.85%。

徐州交控流动负债主要由短期借款、应交税费、一年内到期的非流动负债以及其他应付款构成，2019 年末四者规模占流动负债比例分别为 27.60%、18.27%、17.85%和 13.43%。分别来看，2019 年末，短期借款规模 24.17 亿元，主要为保证借款和信用借款。应交税费规模 16.00 亿元，主要为应交的企业所得税和营业税。一年内到期的非流动负债规模为 15.63 亿元，主要

为一年内到期的长期借款和应付债券。其他应付款规模 11.76 亿元，主要为与徐州市政府及所属国有企业的往来款。

**受益于国有资产无偿划拨影响，徐州交控所有者权益大幅增长，资本实力显著提升**

2017 年~2019 年，徐州交控所有者权益前两年保持平稳，2019 年大幅增长，主要系徐州市政府划拨徐州广弘所致。2019 年末，徐州交控所有者权益 263.30 亿元，主要由资本公积、实收资本以及未分配利润构成，分别占比 75.98%、11.39%和 8.62%。

**受徐州广弘等子公司划入影响，徐州交控营业收入大幅增长，但利润对政府补贴的依赖程度仍较高，整体盈利能力依然较弱**

2017 年~2019 年，徐州交控营业收入和营业利润波动增长。2018 年营业收入及营业利润有所下降系受环保整治影响，徐州交控代建工程量和煤炭销售下降所致；2019 年收入及利润大幅增长，主要系新增并表子公司所致。同期，徐州交控期间费用波动下降，费用控制能力有所增强。

2017 年~2019 年，徐州财政补贴占利润总额比重分别 81.14%、90.76%和 63.68%，利润对政府补贴的依赖程度较高。从盈利能力指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率很低，均不足 2%，整体盈利能力较弱。

**受合并范围变化影响，徐州交控现金流入及流出均大幅增长，经营性净现金流持续流入，但投资性现金净流出规模有所扩大，资金来源对外部融资的依赖仍然较大**

2017 年~2019 年，徐州交控经营活动现金流持续净流入，投资性现金流持续净流出且流出规模进一步扩大，筹资性现金流持续净流入，且流入规模持续增大，反映徐州交控融资力度逐步加大。徐州交控现金流入主要为工程代建回购、煤炭销售和补贴款等产生的现金流入；现金流出主要为主营业务投资支出及往来款支出。同期间，徐州控投现金收入比逐年增长，经营回购能力有所增强。

**受新拨入交通类公司影响，徐州交控有息债务大幅增长，并且其对外担保规模较大，面临一定代偿风险**

2017 年~2019 年，受新拨入交通类公司影响，徐州交控有息债务大幅增长。截至 2020 年 3 月末，徐州交控有息债务 138.79 亿元，以长期有息债务为主，占比 63.14%。从短期偿债指标来看，徐州交控流动比率及速动比率均较高，但考虑到流动资产中存货和应收账款占比较高，存货主要为土地使用权，两者变现能力均较弱，对短期债务的保障能力不强。截至 2020 年 3 月末，长期有息债务资本化比率为 24.35%，全部债务资本化比率为 33.77%，徐州交控债务负担较小。截至 2019 年末，徐州交控对外担保余额 32.80 亿元，担保比率 12.46%。主要为对徐州市国有公司提供的担保，整体对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

整体来看，徐州交控是徐州市最重要的交通基础设施建设主体，从事的交通基础设施建设业务具有很强的区域专营性；作为重要的交通基础设施建设主体，徐州交控在财政补贴及资产划拨等方面获得徐州市政府的大力支持；但同时，徐州交控在建项目投资规模较大，随着项目投资增加，债务规模及债务率将持续增长；徐州交控流动资产中变现能力较弱的存货及应收账款占比较高，资产流动性较弱，对短期债务保障能力不强；徐州交控筹资性现金流持续净流出，资金来源地外部融资具有较强依赖。

综上，东方金诚评定徐州交控信用等级为 AAA，评级展望为稳定，由其为本期资产支持票

据提供差额支付承诺具有很强的增信作用。

## 受托人/管理人

本期资产支持票据的受托人是国元信托。

国元信托成立于2001年12月20日，由安徽国元金融控股集团有限责任公司发起设立。后经多次股权变更和增资，截至2020年3月末，国元信托注册资本金30亿元。安徽国元金融控股集团有限责任公司持股49.69%；深圳中海投资管理有限公司持股40.38%；安徽皖投资资产管理有限公司持股9.00%，其余股东持有股份不超过1%。国元信托无实际控制人。

国元信托主营业务主要分为信托业务和固有业务两大类。信托业务主要为从事资金信托、财产信托、股权信托、财务顾问等业务。信托品种包括集合资金信托、单一资金信托、财产权信托。固有业务主要为贷款、股权投资和金融产品投资。受宏观经济下行以及信托行业监管加强影响，国元信托信托资产规模有所下行。2019年，国元信托信托资金规模为1779.60亿元，同比减少10.01%。为经济下行带来信用风险上升的挑战，国元信托深入落实监管各项决策部署，围绕提升核心竞争力，在防范化解金融风险的基础上，加快推进业务转型，不断提高资产主动管理能力，推动信托回归本源，服务实体经济和地方建设发展，进而实现国元信托业务持续稳定健康发展。2019年末，国元信托信托资产主要集中于基础产业和实业，两者分别占比47.93%和23.87%。同期末，国元信托自营资产规模75.31亿元，其中主要集中于基础产业和金融业，两者分别占比20.86% 64.06%。

截至2019年末，国元信托总资产75.31亿元，所有者权益71.77亿元。2019年，国元信托实现营业收入6.84亿元，同比增长18.47%；净利润4.39亿元，同比增长19.25%，国元信托经营业绩稳步提升。

风险管理方面，国元信托推进全面风险管理体系建设，构建了由股东会、董事会、监事会和高级管理层级成的分工明确、权责对应、合理制衡的公司治理结构，实现了“三会一层”的治理系规范运作。国元信托董事会下设战略委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与提名委员会、信托委员会四个专业委员会，通过加强长期发展战略、重大投资决策和风险控制、高管任职与考核、信息披露等方的管理和监督，进一步完善治理结构，促进董事会科学高效决策。国元信托内设部门设置健全，职责清晰，建立起多部门联动的内部控制格局和风险隔离机制，加强全流程内控管理，有效防范各类风险。

东方金诚认为，国元信托的综合实力较强，经营较为稳健，风险管理机制能够满足业务需求，能够为本期资产支持票据供合格的管理服务。

## 监管银行/保管银行

本期资产支持票据的监管银行/托管银行为民生银行南京分行。

民生银行是国内首家主要由非公有制企业发起设立的全国性股份制商业银行，成立于1996年2月，分别于2000年和2009年在上海证券交易所和香港联交所上市（股票代码分别为600016.SH和01988.HK）。经过多次增资扩股，截至2020年3月末，民生银行总股本为437.82亿股，其中香港中央结算（代理人）有限公司持股比例18.90%，为民生银行第一大股东。

民生银行的综合实力在全国性股份制商业银行中位居前列，截至2020年3月末，民生银行合并口径资产总额为69619.52亿元，归属于母公司股东权益总额为5373.80亿元，吸收存

款总额 37598.51 亿元，发放贷款和垫款总额 36987.33 亿元；不良贷款率为 1.55%；按照新监管口径计算的期末资本充足率为 13.10%、一级资本充足率为 10.30%、核心一级资本充足率为 8.96%。2019 年及 2020 年 1~3 月，民生银行分别实现营业收入 1804.41 亿元和 493.33 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 538.19 亿元和 166.50 亿元。

民生银行已构建了董事会领导下的职责清晰、分工明确的全面风险管理组织架构。在董事会下设立了风险管理委员会，负责在董事会的授权内，行使全行风险管理重大决策及执行监督的职责。同时，不断推进风险管理技术的开发和应用，深化落实新资本协议，已经建立了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险等的全面风险管理体系，民生银行风险管理能力在不断提升。

在资产托管业务方面，民生银行大力整合内部资源，搭建外部合作平台，积极推进交叉营销，实现资产托管业务跨越式发展。截至 2019 年末，民生银行资产托管规模（含各类资金监管业务）突破 10 万亿元，比上年末增长 14.88%。

综上所述，东方金诚认为民生银行业务发展情况良好，资本实力很强，风险管理制度较为健全，经营和财务风险很低，具备很强的履约能力。

## 结论

东方金诚通过对本期资产支持票据的交易结构、基础资产信用质量、增信措施以及各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流分析及压力测试基础上评定优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，对次级资产支持票据未予评级。

## 附件一：本期资产支持票据涉及的事件定义

### 差额支付启动事件

系指发生下列任一情形：

(a)在信托终止日之前，系指截至任何一个兑付日前7个工作日，信托账户内可供分配的资金不足以支付信托当期应付的税费、当期应付的信托费用、当期应付的优先级资产支持票据的预期收益和当期应付的未偿本金。

(b)在信托终止日之后，系指受托人根据经资产支持票据持有人会议审议通过的清算方案确认信托财产不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、优先级资产支持票据届时未获得支付或分配的所有预期收益和本金。

### 违约事件

系指以下任一事件：

(a)截至任一兑付日，信托账户内可供分配的资金不足以信托计划档期应付的税费、档期应付的信托费用，当期应付的优先级资产支持票据的预期收益和未偿本金；

(b)信托财产灭失；

(c)发生委托人丧失清偿能力事件的；

(d)未经受托人书面同意，基础资产被质押或转让至本信托以外的第三方或设置其他权利负担，或以基础资产为标的进行其他融资；

(e)委托人对基础资产的权属发生变化，发生争议纠纷或发生被查封、扣押、冻结等，对受益人权益有重大不利影响的，资产支持票据持有人会议作出决议宣布构成违约事件；

(f)优先级资产支持票据收益未能按照约定足额支付，资产支持票据持有人会议作出决议宣布构成违约事件；

(g)交易文件的相关方（委托人、受托人、差额支付人、监管银行、保管银行等）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后30日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

### 提前终止事件：

系指以下任一事件：

(a)在资产支持票据存续期内，若公交集团持有的《道路运输经营许可证》被吊销或到期后无法换发；

(b)发生违约事件、资产支持票据持有人会议作出决议提前终止信托的；

(c)连续两个特定期间累计转付至信托账户的车票收入低于该连续两个特定期间对应的评估机构预测值的【50】%。

(d)差额支付承诺人的主体信用评级被下调至【AA】及以下的。

## 权利完善事件

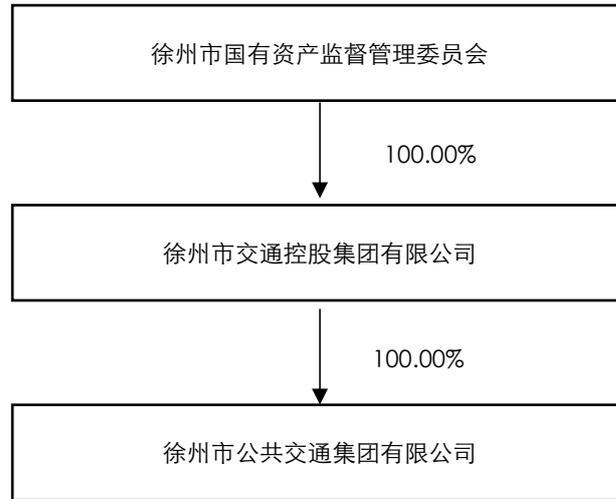
系指以下任一事件：

- (a) 发生任何一起资产服务机构解任事件导致公交集团被解任；
- (b) 当评级机构给予徐州交通交控集团的跟踪评级低于【AA+】
- (c) 发生与公交集团有关的丧失清偿能力事件。

附件二：优先级资产支持票据还本安排

兑付日	证券名称	还本安排 (万元)
兑付日 1	优先级	2500.00
兑付日 2	优先级	3000.00
兑付日 3	优先级	3100.00
兑付日 4	优先级	3100.00
兑付日 5	优先级	2500.00
兑付日 6	优先级	3000.00
兑付日 7	优先级	3000.00
兑付日 8	优先级	3000.00
兑付日 9	优先级	3000.00
兑付日 10	优先级	3000.00
兑付日 11	优先级	3000.00
兑付日 12	优先级	3000.00
兑付日 13	优先级	2800.00
兑付日 14	优先级	2750.00
兑付日 15	优先级	2750.00
兑付日 16	优先级	2750.00
兑付日 17	优先级	3750.00
<b>合计</b>	-	<b>50000.00</b>

附件三：截至 2020 年 3 月末相关参与方股权结构图



#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
<b>经营效率指标</b>	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务

短期有息债务=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+其他有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

## 附件六：资产支持票据信用等级符号及定义

符号	定义
AAA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“徐州市公共交通集团有限公司2021年度第一期绿色资产支持票据”的存续期内密切关注基础资产质量变化、交易结构稳定性、参与方实际履约能力及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，并于每年7月31日前出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评对象信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向委托人及相关参与方发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，委托人及相关参与方应按照联络函所附资料清单及时提供包括但不限于贷款/资产服务报告、受托报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人及相关参与方未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年8月6日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。