

财达证券-廊运京津冀快巴暨公 交客票收费收益权资产支持专项 计划（京津冀协同发展）信用评 级报告

中鹏信评【2026】第 Z【420】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。本评级机构对本期证券不提供专业法律意见，所涉及的法律事实、法律效力或者其他法律属性的确认以律师事务所出具的法律意见书为准。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划 （京津冀协同发展）信用评级报告

评级结果（评级日期：2026年4月15日）

证券名称	发行规模（万元）	规模占比	还本付息方式	发行期限（年）	信用等级
优先级	12,000.00	92.31%	季度付息，固定摊还本金	3+2	AAA _{sf}
次级	1,000.00	7.69%	到期还本，分配剩余资金	3+2	未予评级
合计	13,000.00	100.00%	-	-	-

评级要素

项目	内容
基础资产	系指计划管理人向原始权益人购买的特定期间内依据行政许可等文件取得的因提供特定京津冀快巴线客运服务而收取票款和依据特许经营协议（含政府购买协议）取得的在特定区域内提供公交客运服务而收取票款（包含线上和线下客票票款、客运服务费等）的收费收益权 ¹
特定原始权益人/资产服务机构	廊坊交通运输集团有限公司（以下简称“廊运集团”）
计划管理人/管理人	财达证券股份有限公司（以下简称“财达证券”）
监管银行	河北银行股份有限公司（以下简称“河北银行”）廊坊分行
托管银行	招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）石家庄分行
主要增信措施	优先级/次级结构设计、收费权质押、车辆抵押、超额现金流覆盖、专项计划差额支付承诺、优先级资产支持证券回售和购回承诺、专项计划保证担保
专项计划差额支付承诺人/质押人一/抵押人一/优先级资产支持证券回售和购回承诺人	廊运集团
质押人二	霸州市廊运公共交通运输有限公司（以下简称“霸州公交公司”）
质押人三	文安县嘉澍公共交通运输有限公司（以下简称“文安嘉澍公司”）
质押人四	廊坊市廊运集团公共交通运输有限公司（以下简称“廊运全域公交公司”）
质押人五/抵押人二	廊坊廊运集团北部定制客运有限公司（以下简称“北部定制公司”）
专项计划担保机构	西安投融资担保有限公司（以下简称“西投保”）

¹ 特定期间系指自基准日起至【优先级资产支持证券】的最后一个计算日（若该日为非工作日的，则顺延至下一工作日）。

联系方式

项目负责人：张瀚
zhangh@cspengyuan.com

项目组成员：孟洋
mengy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）（以下简称“本期专项计划”）优先级资产支持证券的评级结果为 AAA_{sf}，反映了本期专项计划优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）本息保障程度极高，违约风险极低。
- 优先级证券信用等级的评定是综合考虑到优先级/次级的结构设计；客运票款收费权质押、车辆抵押及现金流超额覆盖等增信措施一定程度上提高了优先级证券的兑付安全性；基础资产对应的业务具有较强的特定区域专营性质；廊运集团提供的专项计划差额支付承诺及优先级证券回售和购回承诺为优先级证券的本息兑付提供一定的信用支持；西投保提供的专项计划保证担保为优先级证券按时足额兑付提供了极强的信用支持等正面因素。同时，中证鹏元也关注到本期专项计划存在资金混同及挪用风险；基础资产涉及的部分车辆存在权利负担；部分资质文件续期风险；基础资产现金流不及预期风险；专项计划差额支付承诺人履约风险等风险因素。

正面

- 优先级/次级的结构设计可为优先级证券提供一定的信用支持。**在偿付顺序上，优先级证券优于次级证券，因此优先级证券可获得次级证券提供的 7.69% 信用支持。
- 客运票款收费权质押、车辆抵押和现金流超额覆盖一定程度上提高了优先级证券的兑付安全性。**各质押人以特定期间内因提供京津冀快巴和特定区域公交客运服务而取得的票款收费权为本期专项计划提供不可撤销的质押担保；各抵押人以其拥有的部分车辆为本期专项计划提供不可撤销的抵押担保。正常情况下，各期基础资产预期现金流入扣除专项计划税费后对当期优先级证券应兑付金额的覆盖倍数最低为 1.25，平均覆盖倍数为 1.30。
- 基础资产对应的业务具有较强的特定区域专营性质。**廊运集团拥有廊坊市行政区域内全部客运场站所有权，且系当前廊坊市内唯一京津冀快巴业务运营主体；各子公司与交通运输主管部门签订特许经营协议或政府购买服务合同，提供公交客运服务，因此基础资产涉及的业务具有较强的区域专营性质。
- 廊运集团提供的专项计划差额支付承诺、优先级证券回售和购回承诺为优先级证券的本息兑付提供一定的信用支持。**近年廊运集团收入规模持续增长，业务板块以客运服务为核心，并逐步向货运服务、充电桩服务、场站运营等多元化拓展，其提供的差额支付承诺、回售和购回承诺为优先级证券的本息兑付提供一定的信用支持。
- 西投保提供的专项计划保证担保为优先级证券按时足额兑付提供了极强的信用支持。**西投保（主体信用等级 AAA，评级展望稳定）作为西安市重要的政府性融资担保机构，在服务小微企业、“三农”和重点领域项目融资中发挥了重要作用，在业务开展、风险分担、资本补充等方面获得股东和西安市政府的大力支持；担保业务保持增长，当期担保代偿率较低；资本实力较强，资产流动性较好，其对廊运集团承担的差额支付义务及回售回购义务提供的连带责任保证担保为优先级证券按时足额兑付提供了极强的信用支持。

关注

- 资金混同及挪用风险。**正常情况下基础资产现金流按季度自廊运集团及项目公司²开立的原始收款账户先归集至客票票款收款账户，然后划付至监管账户，最后划转至专项计划账户，相关的资金归集和转付流程中可能存在资金混同的风

² 系指霸州公交公司、文安嘉澍公司、廊运全域公交公司、北部定制公司的统称。

险。若廊运集团或项目公司信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产现金流可能发生资金混同及挪用风险，从而给本期专项计划带来损失。

- **基础资产涉及的部分车辆存在权利负担。**截至本报告出具日，廊运集团及子公司存在尚未结清的银行借款和融资租赁业务，共计 48 辆公交车已办理抵押登记、30 辆电动客车已办理融资租赁登记。若廊运集团未按约定提前清偿完毕剩余借款、解除相关车辆的权利负担并按时完成本期专项计划抵押登记手续，或前述银行借款或融资租赁业务发生逾期，相关车辆资产存在被权利人处置的风险，可能会对优先级证券持有人带来不利影响。
- **部分资质文件续期风险。**本期专项计划基础资产涉及的部分业务运营主体包括廊运集团及其分、子公司³。截至本报告出具日，前述主体持有的《道路运输经营许可证》有效期限无法覆盖专项计划存续期。此外，各项目公司与交通主管部门签订的特许经营协议或政府购买服务合同中约定的运行期限无法覆盖专项计划存续期。若许可资质或经营协议到期后未能及时续期，可能会对基础资产现金流造成不利影响。
- **基础资产现金流不及预期风险。**考虑到区域私人汽车保有量的增长，叠加网约车、电动自行车等新型出行方式的市场分流对公共交通出行人次带来的负面影响，未来实际现金流或将偏离预测值，可能导致因基础资产回收款不足、结算不及时引发的流动性风险，从而对优先级证券本金和预期收益的偿付带来不利影响。
- **专项计划差额支付承诺人履约风险。**廊运集团资产规模较小且近年呈下降趋势；受业务性质所限，廊运集团总体盈利水平较低，持续运营能力、盈利能力主要依赖于政府补助。

重要日期

项目	内容
基准日	2026 年 4 月 1 日
预计产品设立日	【2026 年 4 月 15 日】
预期产品到期日	【2031 年 4 月 26 日】
法定到期日	专项计划的最后一个预期到期日之后【36】个公历月的对应日

资料来源：《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）标准条款》（以下简称“《标准条款》”），中证鹏元整理

廊运集团主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025 年 9 月	2024 年	2023 年	2022 年
总资产	3.83	3.67	3.83	4.13
归母所有者权益	1.98	1.97	2.00	1.99
总债务	0.67	0.35	0.36	0.56
营业收入	0.66	0.91	0.77	0.40
净利润	-0.01	-0.05	-0.00	-0.28
经营活动现金流净额	0.36	0.13	0.35	-0.08
净债务/EBITDA	-	0.30	-0.07	0.84
EBITDA 利息保障倍数	-	44.53	20.20	10.34
总债务/总资本	24.94%	14.73%	14.91%	21.42%
FFO/净债务	-	3.03	-12.37	0.99
EBITDA 利润率	-	60.30%	57.77%	46.77%

³ 廊运集团分公司系指廊坊交通运输集团有限公司定制客运分公司（以下简称“定制分公司”）、廊坊交通运输集团有限公司固安汽车站（以下简称“固安汽车站”）、廊坊交通运输集团有限公司永清汽车站（以下简称“永清汽车站”）；子公司系指北部定制公司。

总资产回报率	-	-0.62%	0.75%	-
速动比率	1.19	1.07	0.95	0.83
现金短期债务比	1.09	1.40	2.43	2.00
销售毛利率	10.98%	-8.12%	-13.55%	-63.70%
资产负债率	47.08%	44.99%	46.07%	49.87%

资料来源：廊运集团2022-2024年三年连审审计报告及未经审计的2025年1-9月财务报表，中证鹏元整理

西投保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025年9月	2024年	2023年	2022年
资产总额	78.20	74.71	73.60	69.37
货币资金	7.49	21.48	10.63	23.80
应收代偿款余额	13.34	11.57	9.35	8.14
应收代偿款减值准备	3.04	3.04	2.55	2.30
所有者权益合计	53.31	53.31	53.10	51.67
营业总收入	2.71	3.80	4.12	3.19
担保业务收入	1.64	2.10	1.46	1.54
净利润	0.06	0.24	0.26	0.28
净资产收益率	-	0.45%	0.49%	0.63%
担保余额	337.69	385.36	374.04	236.37
融资担保余额	282.30	345.93	339.99	209.94
直接融资担保余额	234.60	7.46	2.80	0.00
间接融资担保余额	47.70	338.47	337.19	209.94
非融资担保余额	55.39	39.42	34.05	26.43
融资担保责任余额	205.97	204.70	208.59	146.09
融资担保责任余额放大倍数 (X)	6.80	6.85	7.03	4.67
当期担保代偿率	0.40%	0.69%	0.90%	1.29%
累计代偿回收率	29.23%	30.17%	30.93%	28.18%
拨备覆盖率	173.53%	189.55%	209.09%	206.16%

资料来源：西投保2022-2024年审计报告、未经审计的2025年1-9月财务报表及西投保提供，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号	评级结果
收益权类结构融资产品评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0	优先级：AAA _{sf}

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

售前报告说明

- 本报告为中证鹏元基于 2026 年 4 月 15 日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，并非最终评级意见。待相关评级资料最终确定后，中证鹏元将出具确认评级报告，其结论可能与本报告不一致。

津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）服务协议》（以下简称“《资产服务协议》”）及《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）监管协议》（以下简称“《监管协议》”）的约定按时划付至资产服务机构监管账户，监管账户用于接收本期专项计划基础资产形成的现金流。

（五）监管银行根据《监管协议》的约定，按照资产服务机构的指令在监管账户划款日将基础资产产生的回收款划入专项计划账户，由托管银行根据《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）托管协议》（以下简称“《托管协议》”）对专项计划资产进行托管。

（六）计划管理人根据《计划说明书》及相关文件的约定，向托管银行发出分配指令，托管银行根据分配指令，将相应资金划拨至登记托管机构的指定账户用于支付资产支持证券本金和预期收益。

（七）根据《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”），差额支付承诺人将在专项计划账户内可分配资金不足以支付专项计划费用、优先级证券本息时提供差额补足。

（八）西投保将对廊运集团承担的差额支付义务及回售回购义务提供连带责任保证担保，以应对京津冀快巴和公交运营收入不足时投资者可能遭受的损失。计划管理人按照约定在合格投资范围内负责管理计划专用账户内的留存现金，并于每个还本付息日向资产支持证券投资者兑付本金及预期收益。

本期专项计划于存续期第三年末设置票面利率调整安排。在票面利率调整公告日（回售行权日⁴前的第31个工作日）前，经计划管理人与回售和购回承诺人协商，计划管理人有权根据协商结果对优先级证券的预期收益率进行调整。调整后的预期收益率自票面利率调整公告日所紧邻的回售行权日所对应的兑付日起（含该日）开始生效并持续有效，直至专项计划的最后一个兑付日届至。

本期专项计划于存续期第三年末设置回售安排。资产支持证券持有人有权选择在回售登记期内将所持有的优先级证券份额全部或部分回售给回售和购回承诺人，选择申请部分回售其持有的优先级证券的，回售后持有的优先级证券本金余额不得低于100万元（不含100万元）。此外，本期专项计划设置强制购回安排。回售和购回承诺人有权在强制购回期内决定强制购回剩余全部优先级证券。若触发回售或强制回购安排，廊运集团应在相应回售行权日前的第7个工作日的12:00时向专项计划账户支付相应回售资金和/或购回资金并附言明确划付资金的性质为“回售资金/购回资金”。若廊运集团未能按时足额支付回售所需支付资金，担保机构应于担保划款日（回售行权日前的第5个工作日）将相关担保款项划付至专项计划账户。

本期专项计划资产支持证券分为优先级证券和次级证券，优先级证券预计发行规模12,000.00万元，按季付息，固定摊还本金，具体每期摊还本金见附录二；次级证券预计发行规模1,000.00万元，由原始权益人廊运集团全额认购，不设预期收益率，到期还本并分配剩余资金。在每个兑付日，专项计划账户内

⁴ 系指自专项计划设立日起的第12个兑付日。

的可供分配资金依次支付专项计划涉及的税、费、当期应分配的优先级证券收益和本金，直至优先级证券本金全部偿付完毕后支付次级证券本金，如仍有剩余资金，作为次级资产支持证券持有人的收益支付给次级资产支持证券持有人。

表1 本期专项计划基本要素（单位：万元）

证券名称	发行规模	规模占比	利率类型	还本付息方式	发行期限（年）
优先级	12,000.00	92.31%	固定利率	季度付息，固定摊还本金	3+2
次级	1,000.00	7.69%		到期还本，分配剩余资金	3+2
合计	13,000.00	100.00%	-	-	-

资料来源：《计划说明书》，中证鹏元整理

二、基础资产分析

本期专项计划的基础资产系指计划管理人以认购人交付的认购资金基于《资产买卖协议》向原始权益人购买的特定期间内依据行政许可等文件取得的因提供特定京津冀快巴线客运服务而收取票款和依据特许经营协议（含政府购买协议）取得的在特定区域内提供公交客运服务而收取票款（包含线上和线下客票票款、客运服务等）的收费收益权。其中，特定期间系指自基准日起至【优先级证券】的最后一个计算日（若该日为非工作日的，则顺延至下一工作日）。

（一）区域经济及行业环境

1. 区域环境

廊坊市为河北省地级市，是河北推动京津冀协同发展的前沿核心区域，近年坚持先进制造业和现代服务业双轮驱动，并加快构建现代产业体系，2024年工业经济增速整体呈回升态势；民营经济系区域经济发展主力军，2024年拉动经济总量增长，但区域整体经济财政实力仍在省内排名中游，同时受洪涝灾害、房地产市场持续低迷等多因素交织影响，财政收入持续下降

廊坊市为河北省地级市，地处北京、天津和雄安新区“黄金三角”核心腹地，是以北京为核心的世界级城市群重要节点城市、河北推动京津冀协同发展的前沿核心区。廊坊市近年坚持先进制造业和现代服务业双轮驱动，以“1+5”主导产业为重点，构建现代产业体系，加快壮大“7+6”县域特色产业集群；同时发挥独特区位优势，依托1个国家级经济技术开发区和廊坊临空经济区，加强产业协作和协同创新，积极推动承接产业转移，打造联通京津的经济廊道，2024年廊坊市临空经济区承接北京非首都功能疏解项目33个，总投资177.85亿元。现代物流方面，廊坊市举全市之力加快建设世界现代商贸物流中心，大力实施“物流+”战略，持续加强物流枢纽作用；近年引进中国邮政、顺丰、京东等8家快递龙头企业区域总部，建设形成五大物流产业集群；2024年廊坊市打通113个国家进出口通道，实现跨国电商四种业务模式全覆盖，建成北方唯一跨境电商“三中心”，同年全市快递业务量突破17亿件、现代商贸物流产业增加值948.8亿元（同比增长9.2%，占GDP比重24.3%）。电子信息产业方面，算力成为数字经济关键生产力，2024年润泽科技（300442.SZ）成功回迁并获得科技部颁发的国家新一代人工智能公共算力开放创新

平台，同年河北省算力产业技术研究院落户廊坊，区域还依托华为、京东、万国数据、世纪互联等知名民企的突出表现，电子信息产业实现主营业务收入706.6亿元（同比增长15%），总量居全省第2位；同时据中国信息通信研究院发布的《中国综合算力指数（2024年）》报告显示，廊坊市城市算力分指数位居全国第一位。2024年廊坊市全年工业增加值992.5亿元，同年规模以上工业增加值增速提升至6.9%，33个规模以上工业行业大类中26个行业同比增长，规模以上高新技术产业增加值占规模以上工业比重达到34.5%，其中电子信息增长13.7%。

2023年洪涝灾害对区域经济造成一定冲击，2024年廊坊市经济总量增速回升，但在省内排名中游，三产结构比例调整为5.6:33.9:60.5，投资和消费是拉动经济增长的主要动力。同时，民营经济是廊坊经济发展的“主力军”，2024年全市民营经济实现增加值2,688.3亿元（同比增长5.6%），实缴税金244.6亿元，拉动GDP增长3.8个百分点，对全市经济增长的贡献率达66.4%。财政方面，受近年来房地产市场低迷、产业结构调整、需求冲击和遭遇洪涝灾害多种因素交织影响，廊坊市财政实力呈下滑趋势，2024年税收收入占比排名全省第一，但收入质量仍一般，近年税收结构中地产相关税收占比较高，非地产支撑性税源有待提升，财政自给率逐年下滑。

表2 廊坊市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,904.6	5.8%	3,608.3	3.8%	3,565.3	2.1%
固定资产投资	-	8.3%	-	6.5%	-	0.1%
社会消费品零售总额	1,576.2	4.8%	1,504.4	6.7%	1,409.9	0.5%
进出口总额	551.7	17.6%	470.0	-	541.2	6.0%
人均GDP（元）	71,333		65,763		64,626	
人均GDP/全国人均GDP	74.50%		73.59%		75.41%	
一般公共预算收入	306.3		320.22		341.52	
税收收入占比	61.74%		62.02%		53.49%	
财政自给率	43.49%		53.78%		56.44%	
政府性基金收入	-		135.36		146.79	
地方政府债务余额	-		1,116.90		959.44	

注：（1）“-”表示数据未公告；（2）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：廊坊市2022-2024年国民经济和社会发展统计公报、2022-2023年财政决算公开等，中证鹏元整理

2. 行业环境

城市公共交通是满足居民基本出行需求的社会公益性事业。城际巴士、市内公交等公共交通出行方式凭借其线路覆盖范围广、站点设置灵活密集等优势，系城市间出行的重要选择之一。但近年来，随着高铁、民航等高速交通方式的发展，以及私家车保有量的不断增加，城市公共交通行业面临一定竞争压力。根据《2024年交通运输行业发展统计公报》，2024年末全国公共汽电车运营线路8.01万条，较上年末增加0.02万条；运营线路总长度175.26万公里，较上年末增加1.88万公里，其中公交专用车道2.04万公里，较上年末增加81.4公里；2024年城际巴士客运量为386.70亿人次，较2023年的416.3亿人次有所下降；2024

年全国公共汽电车数量为65.81万辆，较上年减少2.44万辆。根据中华人民共和国交通运输部发布的数据，2025年全国城市客运量共计1,043.46亿人次，其中公共汽电车城市客运量365.66亿人次；同期完成公路建设投资金额2.43万亿元。

2025年11月24日，河北省人民政府发布《中共河北省委关于制定河北省国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，指出要推动交通基础设施互联互通，提高京津冀通达性和便利度，推动实施一批重大公路交通联通项目，共同建设京津冀世界级机场群、港口群。2026年1月13日，河北省政府召开“河北加快完善现代化综合交通运输体系”新闻发布会，2025年河北省交通项目投资突破1,160亿元；建成高速公路12条段、431.1公里，全省高速公路累计达9,000公里；公路货运周转量8,928亿公里、同比增长1.2%。此外，新闻发布会指出，“十五五”期间，河北省将实施国家通道贯通畅联工程、国家战略支撑保障工程、区域路网联通提效工程和综合枢纽覆盖提升工程等四项工程，加快建设现代化交通基础设施，推动交通强省建设取得决定性进展。2026年河北省计划完成交通投资1,230亿元，同比增长6%；公路方面，拟建成高速公路6条段、开工7条段，建成普通干线公路8条段、开工7条段。

（二）基础资产运营情况

1. 经营资质及协议文件

本期专项计划基础资产对应的业务涉及京津冀快巴业务和公共客运交通业务两部分。京津冀快巴业务由廊运集团及其全资子公司北部定制公司、分公司定制分公司、分公司固安汽车站、分公司永清汽车站负责运营。截至本报告出具日，前述主体均已获取廊坊市交通运输局颁发的《道路运输经营许可证》，相关线路已获取廊坊市交通运输局颁发的《道路客运班线经营行政许可决定书》，资质文件具体情况如表3所示。

表3 京津冀快巴业务相关资质文件

项目	业务主体	文件编号	有效期限
《道路运输经营许可证》	廊运集团	冀交运管许可廊字 131006000164 号	2023/05/26-2027/05/25
	北部定制公司	冀交运管许可廊字 131006000153 号	2023/07/05-2027/07/04
	定制分公司	冀交运管许可廊字 131006000164-2 号	2023/05/26-2027/05/25
	固安汽车站	冀交运管许可廊字 131006000164-6 号	2023/05/26-2027/05/25
	永清汽车站	冀交运管许可廊字 131006000164-7 号	2023/05/26-2027/05/25
《道路客运班线经营行政许可决定书》	廊运集团	廊坊至天津客运班线经营许可（省际 0022）	2022/09/06-2029/09/05
		廊坊至北京客运班线经营许可（省际 0057）	2019/05/15-2026/05/14
		廊坊至北京客运班线经营许可（省际 004）	2023/03/17-2030/03/16
		廊坊至北京客运班线经营许可（省际 0079）	2021/12/22-2028/12/21
		固安至北京客运班线经营许可（省际 0030）	2024/11/01-2031/10/31
		永清至北京客运班线经营许可（省际 0028）	2024/11/01-2031/10/31
		文安至北京客运班线经营许可（省际 0029）	2024/11/01-2031/10/31
		北部定制公司	三河至北京客运班线经营许可（省际 0024）

	香河至北京客运班线经营许可（省际 001）	2023/02/14-2030/02/13
	大厂至北京客运班线经营许可（省际 002）	2023/02/14-2030/02/13

资料来源：廊运集团提供，中证鹏元整理

上表所示资质文件无法覆盖本期专项计划预计存续期限。根据廊坊市运输事业发展中心于2025年10月16日出具的《廊坊市运输事业发展中心关于廊坊交通运输集团有限公司及其分公司、子公司<道路运输经营许可证><道路运输证>到期后续期的说明函》，廊运集团持有的道路运输经营许可证有效期届满，廊坊行业管理部门根据《道路运输管理工作规范》相关规定对廊运集团经营资质条件进行复核，复核如符合相关条件的，依法依规向廊运集团及所属分、子公司换发《道路运输经营许可证》。

针对公共客运交通业务，截至本报告出具日，项目公司均已与当地交通主管部门签订特许经营协议或政府购买服务合同，具体情况如表4所示。

表4 公交客运业务相关协议文件

业务主体	文件类型	协议对手方	经营内容	运营期限
文安嘉澍公司	特许经营权协议	文安县交通运输局	特许经营河北省文安县全域及与毗邻县市区公交线路运营	2024/06/01-2029/05/31
廊运全域公交公司	特许经营权协议	廊坊市城市公共交通事业发展中心	特许经营廊坊市区至辖县（市）、廊坊市区和辖县（市）至京、津、雄安新区、临港经济区、R1线、毗邻地区与枢纽节点范围内实施公交线路运营	2021/12/31-2029/12/30
霸州公交公司	政府购买服务合同	霸州市交通运输局	霸州市区及市区周边部分乡镇村街公交运营服务	2025/11/07-2026/11/06

资料来源：廊运集团提供，中证鹏元整理

上表所示协议文件无法覆盖本期专项计划预计存续期限。根据文安县交通运输局、廊坊市城市公共交通事业发展和霸州市交通运输局分别于2025年7月28日、2025年10月27日和2025年7月25日出具的《关于<文安县公共交通特许经营协议>续期意向函》《关于<廊坊市全域公交线路特许经营协议>续期意向函》和《关于<霸州市城市公交运营项目服务合同>续期意向函》，在当前经营期间的服务质量、经营管理状况、协议履约情况满足要求、经考核合格的前提下，同等条件下将优先考虑与廊运集团继续合作。

2. 业务运营情况

京津冀快巴业务

京津冀快巴业务主要由廊运集团及子公司北部定制公司负责运营，包括京津冀定制快巴和京津冀特定线路快巴。其中，京津冀定制快巴系为环京通勤人员提供的公共交通出行服务，目前已开通廊坊城区、固安、永清、三河、大厂、香河等地至北京市的6条主线、31条支线，每日发车153班次，日客运量约6,500人次，日均综合实载率约93.10%，投入运营的车辆约70余辆，形成了廊坊市环京区县至北京全覆盖的线网布局；京津冀特定线路快巴系为满足客户特定、集中客运需求开通的业务。截至本报告出具日，廊运集团已签订协议并运营的线路包括永清鑫海鞋城-北京线路以及永清云裳小镇-北京线路。

表5 2022-2024年京津冀快巴业务基本运营情况

项目	2024年	2023年	2022年
覆盖县市（个）	8	7	4
运营线路（条）	10	7	4
运营车辆（辆）	71	66	52
运营里程（公里）	4,550,194.10	2,928,790.50	583,024.00
当年总客运量（人次）	1,491,172	1,015,298	95,267
当年运营天数	350	350	175
日均客运量（人次）	4,260	2,901	544
票款收入（万元）	2,836.22	1,514.27	79.03

资料来源：廊运集团提供，中证鹏元整理

公交客运业务

公交客运业务主要由霸州公交公司、文安嘉澍公司和廊运全域公交公司具体负责。前述项目公司分别与当地交通运输局签订公共交通特许经营协议或公交运营业务政府购买服务协议，并开展公交客运独家运营业务。

表6 2022-2024年公交客运业务基本运营情况

项目	2024年	2023年	2022年
覆盖县市（个）	7	5	6
运营线路（条）	40	34	32
运营车辆（辆）	243	231	211
运营里程（公里）	13,049,887	11,169,601	7,534,219
当年总客运量（人次）	6,007,536	5,183,397	2,847,765
当年运营天数	366	364	319
日均客运量（人次）	16,414	14,240	8,927
票款收入（万元）	995.29	954.88	468.48

资料来源：廊运集团提供，中证鹏元整理

3. 收费方式及收费标准

京津冀快巴业务

目前京津冀定制快巴业务采用线上售票方式，乘客可通过微信客户端中“京津冀快巴”平台线上预约购票；京津冀特定线路快巴业务采用线下现场售票、乘客上车后扫码或现金支付等售票方式。

定价方面，京津冀定制快巴业务根据交通运输部办公厅印发的《班车客运定制服务操作指南》（交办运函〔2022〕1205号）及交通运输部、国家发改委联合发布的《交通运输部 国家发展改革委关于深化道路运输价格改革的意见》（交运规〔2019〕17号）相关规定制定客票标准，实行市场调节价格自主确定票价，现行收费范围为15-25元/人次；京津冀特定线路快巴业务根据廊运集团与用车方（永清县协同实业有限公司、永清京都联合房地产开发有限公司）所签订的协议条款约定确认具体收费标准，其中永清鑫海鞋城-北京线路收取年定额运营补贴25.00万元，每三个月结算，此外收取乘客乘车费用10元/人次；永清云裳小镇-北京线路按实际发车次数收费，标准为650元/辆/次，每月结算。

公交客运业务

目前公交客运业务采用线上二维码收款、现金收款和公交卡收款三种方式，其中线上及现金乘车方式不享受票价优惠。根据《河北省物价局河北省交通运输厅关于调整道路旅客运输价格及相关政策的通知》（冀价经费〔2016〕222号）、《河北省物价局关于放开部分经营服务性收费的通知》（冀价经费〔2017〕96号）及《河北省交通运输厅河北省发展和改革委员会关于深化道路运输价格改革的实施意见》（冀交法〔2019〕580号），具体收费标准如下表所示。

表7 公交客运业务现行收费标准

项目	收费标准
基准票价	实行统一票价，2元/人次
优惠政策	普通卡：8折优惠（1.6元/次）
	学生卡：5折优惠（1元/次）
	爱心卡/优抚卡：65岁以上老人，现役军人、伤残军人、盲人等可免费乘车
	面值卡：500元卡可乘车350次；1,000元卡可乘车750次
	换乘优惠：40分钟内可免费换乘一次
特殊政策（廊运全域公交公司）	执行阶梯收费标准：起步价3元，15公里以内3元，每增加4公里增加1元 优惠政策：身高1.2米-1.5米儿童、残疾军人或警察享受5折优惠

资料来源：廊运集团提供，中证鹏元整理

（三）基础资产权利负担情况

根据北京市盈科律师事务所（以下简称“盈科律所”）就本期专项计划出具的《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）之法律意见书》（以下简称“《法律意见书》”），基础资产及对应的收费权上不存在质押等担保负担或者其他权利限制。截至2025年9月末，与基础资产相关业务的资产存在受限情形，具体为：廊运全域公交公司名下22辆公交车在车管所办理抵押登记、霸州公交公司名下30辆公交车存在融资租赁权利负担并办理融资租赁登记、廊运集团于2021年与中国工商银行股份有限公司郑州二里岗支行签署的《国内电子采购借款合同》（编号：0170200011-2021年（二支）字01922号，贷款余额83.06万元，贷款到期日2026年10月21日）、廊运集团于2021年与交通银行股份有限公司厦门分行签署的《固定资产借款合同》（编号：202100111211，贷款余额101.72万元，贷款到期日2026年11月21日）、廊运集团于2022年与交通银行股份有限公司厦门分行签署的《固定资产借款合同》（编号：202200111025，贷款余额151.90万元，贷款到期日2027年2月21日）、廊运集团将名下26辆京津冀快巴车辆在车管所办理了抵押登记。根据廊运集团出具的《关于基础资产相关业务资产权利限制的承诺函》（以下简称“《承诺函》”），廊运集团承诺自《承诺函》出具之日起至专项计划存续期结束，除为本期专项计划提供车辆抵押以外，不新增相关业务资产的权属和权利负担，并在已披露的公交车辆涉及的抵押、融资租赁等权利负担安排到期后解除相关业务资产权属和权利限制。

三、交易结构分析

（一）账户设置与现金流支付顺序

1. 账户设置与资金归集

本期专项计划涉及主要的账户包括原始收款账户、客票票款收款账户、计划推广账户、监管账户、专项计划账户/托管账户。相关账户设置详见附录三。

在每个计算日12:00前，项目公司应将前一个基础资产归集期间原始收款账户中资金全部划付至客票票款收款账户。在每个回收款转付日，廊运集团应将前一个基础资产归集期间内客票票款收款账户中资金全部划付至监管账户。在每个监管账户划款日16:00前，资产服务机构应当根据《监管协议》的约定授权监管银行将监管账户中的相应资金向专项计划账户划付，直至划转资金金额达到下列两者较小的金额时为止：（a）该监管账户划款日对应的兑付日的必备金额⁵；（b）监管账户中的全部金额。如划转后监管账户还有剩余资金的，资产服务机构可根据日常运营需要向监管银行发送划款指令并抄送管理人，经管理人书面同意后将申请的金额（不能超过监管账户剩余资金）在完成当期优先级证券本息和收益分配后【5】个工作日内划出至资产服务机构指定的日常经营使用的自有账户用于特定原始权益人日常运营支出。专项计划发生加速转付事件的，监管账户内资金应全额划付至专项计划账户。

正常情况下，本期专项计划基础资产现金流的归集频率为每三个月；发生加速转付事件后启动加速归集，基础资产回收款调整为按月归集。

2. 现金流支付顺序

专项计划账户内的可供分配资金应依次按下述顺序进行分配或运用（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）：（1）专项计划涉及的应纳税款；（2）交易所及证券登记托管机构的相关费用；（3）监管银行监管费（如有）、托管银行托管费、计划管理人代付的有控制权的资产支持证券持有人大会的召开费用（如有）、计划管理人代专项计划垫付的费用（如有）、其他中介机构费用和杂项费等专项计划费用（如收入不足，按比例分配）（如有）；（4）当期应分配的优先级证券收益；（5）当期应分配的优先级证券本金；（6）如担保机构向优先级证券履行保证担保义务的，则以现金形式，向担保机构返还其已支付但未返还的代偿款及资金占用费；（7）如果在该专项计划分配日对应的兑付日全部优先级证券的未偿本金余额为零，且已全额返还担保机构已支付的代偿款，则支付次级资产支持证券的本金，直至次级资产支持证券的本金全部支付完毕，如仍有剩余资金，则剩余资金作为次级资产支持证券持有人的收益支付给次级资产支持证券持有人；如果在该专项计划分配日对应的兑付日全部优先级证券的未偿本金余额不为零，则按第（8）项约定执行；（8）如有剩余资金，则留存于专项计划账户。每一期现金的分配将按照上述优先顺序依次支付，上一级别的偿付未满足时，不能开始下一级别的偿付。

⁵ 系指每个监管账户划款日资产服务机构应指令监管银行向专项计划账户转付的资金金额，为下列两者项中金额较大者：（a）当期兑付日应付《标准条款》第 11.1 条第（1）至（5）项所列款项之和*1.05-当日专项计划账户余额；（b）10 万元。

3. 信用触发机制

本期专项计划设有加速转付事件、差额支付启动事件、担保启动事件、提前终止事件等信用触发事件。

发生加速转付事件后，基础资产的资金归集频率调整为按月归集。廊运集团及项目公司应于每月的第【3】个工作日将前一个基础资产归集期间内容票票款收款账户中资金全部划付至监管账户。

当发生差额支付启动事件后，廊运集团应于差额支付划款日（为当期兑付日之前的第7个工作日）中午十二点（12:00）前将差额支付指令中载明的差额支付资金汇付至专项计划账户并在资金汇付附言中说明所划款项的性质。

当发生担保启动事件后，担保机构应当在担保划款日将担保资金划入专项计划账户。

当发生提前终止事件后，本期专项计划终止并进入清算程序。

（二）信用增级措施分析

1. 优先级/次级结构

本期专项计划分为优先级证券和次级证券，由于次级证券的本金和收益于优先级证券预期收益和本金得到足额偿付之后偿付，因此次级证券给予了优先级证券一定的信用支持。本期专项计划发行规模合计1.30亿元，其中优先级证券合计发行规模为1.20亿元，次级证券发行规模为0.10亿元，因此优先级证券可获得次级证券提供的7.69%信用支持。优先/次级的交易结构一定程度上提升了优先级证券的本息保障程度。

2. 超额现金流覆盖

本期专项计划采用了超额现金流覆盖的信用增级方式。根据现金流测算结果，正常情况下每期基础资产预期现金流入扣除专项计划税费后对优先级证券本息的最低覆盖倍数为1.25，平均覆盖倍数为1.30，基础资产预测现金流对各期证券预期兑付金额的保障程度较强。

3. 客运票款收费权质押

根据各质押人与计划管理人签订的《京津冀快巴客票收费权质押协议》或《公交客票收费权质押协议》（以下简称“《质押协议》”），质押人以特定期间内依据行政许可或特许经营等文件取得的因提供特定京津冀快巴线客运服务或特定区域内公交客运服务而收取票款的收费权利为专项计划提供质押担保。其中，特定期间系指自基准日起至【优先级证券】的最后一个计算日（若该日为非工作日的，则顺延至下一工作日）。

《质押合同》所担保的主债权为计划管理人享有的要求廊运集团履行《差额支付承诺函》项下的全部义务、责任、陈述与保证及承诺事项的权利。出质人承担质押责任的期间为自《质押协议》生效之日

起至专项计划终止日后60个月届满之日止。专项计划设立日起30个工作日内，质押人应配合计划管理人于中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统办理完毕上述质押担保相关登记手续。

4. 车辆抵押

根据各抵押人与计划管理人签订的《车辆抵押协议》（以下简称“《抵押协议》”），抵押人以其合法持有的车辆为专项计划提供不可撤销的抵押担保。

《抵押合同》所担保的主债权为计划管理人享有的要求廊坊交通运输集团有限公司履行《差额支付承诺函》项下的全部义务、责任、陈述与保证及承诺事项的权利。担保期间为自《抵押协议》生效之日起至专项计划终止日后60个月届满之日止。专项计划设立日起30个工作日内，抵押人应配合计划管理人于中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统办理完毕上述抵押担保相关登记手续。

5. 专项计划差额支付承诺及优先级证券回售和购回承诺

根据廊运集团出具的《差额支付承诺函》，廊运集团向计划管理人承诺，专项计划存续期间内，在任一差额支付启动事件发生时，廊运集团应根据《标准条款》及《差额支付承诺函》的约定，对专项计划资金不足以支付专项计划应承担的税收及费用、优先级证券预期收益及本金之和的差额部分承担差额支付义务。

根据廊运集团出具的《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）回售和购回承诺函》（以下简称“《回售和购回承诺函》”），廊运集团向计划管理人不可撤销及无条件地承诺，资产支持证券持有人有权选择在回售登记期内将所持有的优先级证券份额全部或部分回售给廊运集团，廊运集团应在相应回售和/或购回资金划付日12:00时之前向专项计划账户支付相应回售资金和/或购回资金并附言明确划付资金的性质为“回售资金/购回资金”。

中证鹏元认为，近年廊运集团收入规模持续增长，业务板块以客运服务为核心，并逐步向货运服务、充电桩服务、场站运营等多元化拓展，其提供的差额支付承诺能有效提高优先级证券的本息保障程度。

6. 专项计划保证担保

根据西投保出具的《担保函》，如廊运集团未按照本期专项计划交易文件的要求履行差额补足义务及/或回售回购义务，则西投保在《担保函》的担保范围内，向优先级证券持有人承担连带责任。

中证鹏元认为，西投保（主体信用等级AAA，评级展望稳定）作为西安市重要的政府性融资担保机构，在服务小微企业、“三农”和重点领域项目融资中发挥了重要作用，在业务开展、风险分担、资本补充等方面获得股东和西安市政府的大力支持；担保业务保持增长，当期担保代偿率较低；资本实力较强，资产流动性较好，其对廊运集团承担的差额支付义务及回售回购义务提供的连带责任保证担保为优先级证券按时足额兑付提供了极强的信用支持。

（三）交易结构风险分析

1. 资金混同和挪用风险

基础资产现金流自廊运集团及项目公司开立的原始收款账户先归集至客票票款收款账户，然后划付至监管账户，最后划转至专项计划账户，相关的资金归集和转付过程中可能存在资金混同的风险。若廊运集团或项目公司信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产现金流可能发生资金混同及挪用风险，从而给专项计划带来损失。

分析：

从账户设置及现金流归集频率来看，正常情况下基础资产现金流归集频率为按季度归集。当发生加速转付事件时，基础资产现金流加速至按月归集。以上设置可一定程度上缓解资金混同风险所带来的影响，中证鹏元会持续关注廊运集团及项目公司的业务运营及财务状况，并在必要时发布不定期跟踪评级报告。

2. 基础资产涉及的部分车辆存在权利负担

截至本报告出具日，廊运集团及子公司存在尚未结清的银行借款和融资租赁业务，共计48辆公交车已办理抵押登记、30辆电动客车已办理融资租赁登记。若廊运集团未按约定提前清偿完毕剩余借款、解除相关车辆的权利负担并按时完成本期专项计划抵押登记手续，或前述银行借款或融资租赁业务发生逾期，相关车辆资产存在被权利人处置的风险，可能会对优先级证券持有人带来不利影响。

分析：

截至本报告出具日，廊运集团尚未取得上述借款业务涉及银行关于同意提前还款的函，前述权利负担未解除。根据廊运集团出具的《承诺函》，廊运集团承诺对目前处于抵押登记状态的26辆京津冀快巴车辆，将在专项计划设立日起10个工作日之内，提前清偿完毕借款（截至2025年9月末，贷款余额合计为336.68万元）并完成车辆解除抵押手续，继而将依据《抵押协议》的约定，在专项计划设立日起30个工作日内，配合计划管理人于中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统以及相应车辆管理所办理抵押担保相关登记手续。此外，廊运集团承诺自《承诺函》出具之日起至专项计划存续期结束，除为本期专项计划提供车辆抵押以外，不新增相关业务资产的权属和权利负担，并在已披露的融资租赁安排到期后解除相关业务资产权属和权利限制。此外，本期专项计划设置提前终止事件，专项计划存续期间，若特定原始权益人或资产服务机构发生金融债务违约事件，将触发提前终止事件。提前终止事件发生后，专项计划将终止。中证鹏元将持续关注权利负担解除情况。

3. 部分资质文件续期风险

本期专项计划基础资产涉及的部分业务运营主体包括廊运集团及其分、子公司及北部定制公司。截至本报告出具日，前述主体持有的《道路运输经营许可证》有效期限无法覆盖专项计划存续期。此外，各项目公司与交通主管部门签订的特许经营协议或政府购买服务合同中约定的运行期限无法覆盖专项计划存续期。若许可资质或经营协议到期后未能及时续期，可能会对基础资产现金流造成不利影响。

分析：

根据廊坊市运输事业发展中心于2025年10月16日出具的《廊坊市运输事业发展中心关于廊坊交通运输集团有限公司及其分公司、子公司<道路运输经营许可证><道路运输证>到期后续期的说明函》，廊运集团持有的道路运输经营许可证有效期届满，廊坊行业管理部门根据《道路运输管理工作规范》相关规定对廊运集团经营资质条件进行复核，复核如符合相关条件的，依法依规向廊运集团及所属分、子公司换发《道路运输经营许可证》。

根据文安县交通运输局、廊坊市城市公共交通事业发展和霸州市交通运输局分别于2025年7月28日、2025年8月8日、2025年10月27日和2025年7月25日出具的《关于<文安县公共交通特许经营协议>续期意向函》《关于<廊坊市全域公交线路特许经营协议>续期意向函》和《关于<霸州市城市公交运营项目服务合同>续期意向函》，在当前经营期间的服务质量、经营管理状况、协议履约情况满足要求、经考核合格的前提下，同等条件下将优先考虑与廊运集团继续合作。

根据廊运集团及项目公司与廊坊市交通运输局、文安县交通运输局、霸州市交通运输局、廊坊市城市公共交通事业发展的历史合作情况，结合廊运集团当前运营情况，中证鹏元认为，公共客运业务关系到社会民生以及企业生产秩序的稳定运行，在《道路运输经营许可证》及与前述各地交通主管部门签订的特许经营协议或政府购买服务合同到期后续期的可能性较大。中证鹏元将持续关注本期专项计划存续期间公交客运相关资质文件临近到期时的续期情况，以及其可能对本期专项计划的优先级证券本息正常偿付带来的不利影响。

4. 基础资产现金流不足预期风险

考虑到区域私人汽车保有量的增长，叠加网约车、电动自行车等新型出行方式的市场分流对公共交通出行人次带来的负面影响，未来实际现金流或将偏离预测值，可能导致因基础资产回收款不足、结算不及时引发的流动性风险，从而对优先级证券本金和预期收益的偿付带来不利影响。

分析：

本期专项计划设置了基础资产现金流超额覆盖，且压力情况下设置了一定的基础资产现金流下浮情景。此外，根据本期专项计划交易安排，设置西投保为专项计划担保机构，其提供的连带责任保证担保为优先级证券按时足额兑付提供了极强的信用支持。

中证鹏元认为，上述措施能够一定程度上缓释基础资产现金流不足预期可能给专项计划带来的流动性风险。

5. 专项计划差额支付承诺人履约风险

廊运集团资产规模较小且近年呈下降趋势；受业务性质所限，廊运集团总体盈利水平较低，持续运营能力、盈利能力主要依赖于政府补助。

分析：

目前廊运集团主营业务包括客运、车站运营和货运等，其中客运和车站运营业务具有一定的区域专营性，考虑到廊运集团作为廊坊市重要的公共交通运营企业，具有较强的社会保障属性，受到政府及股东支持力度较大。

中证鹏元认为，目前廊运集团运营情况良好，因流动资金不足或无法维持正常运营等原因导致其丧失履约能力的风险较小。中证鹏元将持续关注上述因素对廊运集团运营能力可能产生的影响。

四、 量化分析

（一）评级方法概述

针对本期专项计划，中证鹏元采用《收益权类结构融资产品评级方法和模型》，对本期专项计划进行量化分析。该评级方法基于对现金流预测机构出具的现金流预测报告及其合理性进行分析，判断是否对现金流预测进行调整，然后分析正常情景下的现金流覆盖情况，最后结合现金流预测因素的构成因子，设置相应压力条件，分析压力情景下的现金流覆盖情况。

（二）现金流预测的合理性分析

尤尼泰振青会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“尤尼泰振青”）出具《财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）预测性现金流量咨询报告》（以下简称“《现金流预测报告》”），以2025年10月1日为咨询基准日，对本期专项计划基础资产自2026年4月至2031年3月期间客运票款收费收益现金流进行了预测，预测相关参数假定如下。

表8 现金流预测参数假设

关键变量	预测依据及参数假设
客票单价	维持当前执行的收费标准
客流量	（1）京津冀快巴业务：以最近12个月（2024年10月-2025年9月）票款收入为基期数据，预测期各年分别按8%、7%、6%、5%、4%、4%增幅进行预测。 （2）协议快巴业务：以最近12个月（2024年10月-2025年9月）票款收入为基期数据，预测期内保持不变。 （3）公交客运业务：以2025年第三季度票款收入为基期数据，预测期内保持不变。

资料来源：《现金流预测报告》

基于以上参数设定，尤尼泰振青对本期专项计划基础资产各期客票收入预测结果如下所示。

表9 各年按季度客票收入预测结果（单位：万元）

期间	金额	期间	金额
2026年第二季度	788.76	2028年第四季度	859.95
2026年第三季度	814.70	2029年第一季度	791.79
2026年第四季度	794.85	2029年第二季度	898.66
2027年第一季度	731.21	2029年第三季度	928.27
2027年第二季度	829.06	2029年第四季度	885.59
2027年第三季度	856.34	2030年第一季度	815.65

2027年第四季度	829.42	2030年第二季度	926.08
2028年第一季度	763.38	2030年第三季度	956.60
2028年第二季度	866.01	2030年第四季度	912.26
2028年第三季度	894.53	2031年第一季度	840.47
合计		16,983.59	

资料来源：《现金流预测报告》

总体来看，《现金流预测报告》对本期专项计划基础资产客票收入的预测假设基本合理，对客票收入分类也符合现实情况，在未来收入预测方面，尤尼泰振青考虑了客流量、客票单价、宏观经济情况等因素对客票收入带来的影响。中证鹏元认为尤尼泰振青出具的《现金流预测报告》的预测方法及预测结论基本合理。但在后续的量化分析中，基于谨慎性原则，中证鹏元还将对现金流进行压力测试，以衡量在极端情况下现金流对本期专项计划优先级证券本息的保障程度。

（三）正常情况下的现金流分析

本期专项计划正常情况下日期、费率相关设定如下。

表10 正常情形下的参数假设

参数	取值	计算基数
基准日		【2026年4月1日】
假设设立日		【2026年4月15日】
优先级预期收益率		2.80%
增值税	3.26%	当期偿付利息
登记费	0.0020%	发行规模，设立后一次性支付
兑付兑息费	0.0050%	当期偿付本息和
其他费用	5.00 万元	按季度支付

资料来源：财达证券提供，中证鹏元整理

下表列示了在预期收益率水平下，在各兑付日基础资产预期现金流入对优先级证券本息的覆盖程度。可以看出，在本期专项计划存续期间的每个兑付日，各期基础资产预期净现金流对优先级证券应付本息的最低覆盖倍数为1.25，平均覆盖倍数为1.30。因此，在基础资产能够顺利实现预期现金流的情况下，优先级证券的本息能够获得足额偿付。

表11 基础资产预期现金流流入对优先级证券应付本息的覆盖情况

兑付日	覆盖倍数	兑付日	覆盖倍数	兑付日	覆盖倍数	兑付日	覆盖倍数
1	1.32	6	1.32	11	1.27	16	1.30
2	1.33	7	1.29	12	1.31	17	1.30
3	1.31	8	1.32	13	1.31	18	1.29
4	1.32	9	1.32	14	1.30	19	1.25
5	1.32	10	1.31	15	1.26	20	1.30

注：1、假设第一个计算日为【2026年6月30日】，第一个兑付日为【2026年7月27日】；

2、覆盖倍数=(基础资产预期现金流流入-专项计划涉及税费)/应兑付优先级证券本息，其中基础资产预期现金流流入系指各预测期间客票收入，下同。

资料来源：中证鹏元整理

（四）压力测试

受当地经济财政情况、人口流入及其他出行方式影响，客流量与预测情况可能存在差异；或政府规划、当地其他交通基础设施建设变化，实际现金流可能与现金流预测情况存在差异。

基于谨慎原则，同时参考京津冀快巴业务收入占比情况以及增幅情况，中证鹏元对现金流施加如下压力：假设每期基础资产现金流为预期现金流的90.00%，并假定优先级证券实际发行利率较预期利率上浮50BP。

基于上述基准条件和压力条件，中证鹏元对现金流覆盖情况进行了压力测试，测试在上述压力条件发生时基础资产现金流对各档优先级证券应兑付本息金额的覆盖倍数。

在上述压力条件下，专项计划存续期间的每个兑付日，各期预期净现金流入对优先级证券应付本息的覆盖倍数均大于1.00，表明在压力条件下，现金流入能够覆盖当期预期的现金流出。

表12 压力情景下基础资产预期现金流入对优先级证券应付本息的覆盖情况

兑付日	覆盖倍数	兑付日	覆盖倍数	兑付日	覆盖倍数	兑付日	覆盖倍数
1	1.16	6	1.17	11	1.13	16	1.16
2	1.17	7	1.14	12	1.16	17	1.16
3	1.15	8	1.17	13	1.16	18	1.16
4	1.16	9	1.17	14	1.16	19	1.12
5	1.16	10	1.17	15	1.12	20	1.16

资料来源：中证鹏元整理

五、 主要参与方分析

（一）原始权益人/资产服务机构/专项计划差额支付承诺人/优先级证券回售和购回承诺人/质押人一/抵押人一

1. 基本情况

廊运集团前身为河北省廊坊运输公司，于1983年12月10日设立。后经廊坊市国有企业改革工作领导小组办公室批复，廊运集团进行重组改制并于2008年12月改制完成，改制后名称变更为廊坊市华昊运输有限公司。2013年11月14日，变更为现名。2017年11月8日，廊运集团由廊坊市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“廊坊市国资委”）和自然人共同持股变更为廊坊市国资委100.00%持股。2025年3月28日，廊运集团股权结构变更为由廊坊市国资委出资3,376.933万元，占注册资本的49.00%，廊坊市投资控股集团有限公司出资3,514.767万元，占注册资本的51.00%。截至2025年9月末，廊运集团注册资本和实收资本均为6,891.70万元，控股股东为廊坊市投资控股集团有限公司，持股比例51.00%，实际控制人为廊坊市国资委。

2. 经营状况

随着业务的多元化发展，近年廊运集团营业收入规模持续增长，2022-2024年分别实现营业收入4,026.43万元、7,665.40万元和9,105.39万元。客运业务系廊运集团最主要的收入来源，具体包括京津冀快巴业务、公交客运业务、普通班线客运业务及租车业务，同期分别实现收入1,498.21万元、3,714.72万元和5,177.59万元，占营业收入比重随客运线路的陆续开通运营而持续提升。此外，廊运集团作为唯一拥有廊坊市行政区域内全部客运场站所有权的主体，依托和围绕场站资源，陆续开展充电桩业务、车站运营业务和租赁业务等，预计后续可对营业收入形成良好补充。

毛利率方面，受公交客运业务公益属性较强影响，廊运集团主要收入来源客运业务毛利率持续为负，继而整体销售毛利率持续为负。廊运集团公交客运业务亏损金额主要由政府通过财政资金予以补贴，2022-2024年获得政府补贴金额分别为6,748.93万元、8,265.66万元和7,929.37万元。

2025年1-9月，廊运集团实现营业收入6,642.23万元，同期销售毛利率大幅上升至10.98%，主要系客运业务利润提升所致。

表13 廊运集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
车站运营费	1,038.46	11.40%	-35.76%	1,130.30	14.75%	-50.32%	1,085.71	26.96%	-146.25%
客运收入	5,177.59	56.86%	-35.02%	3,714.72	48.46%	-51.26%	1,498.21	37.21%	-146.25%
货运收入	27.36	0.30%	15.00%	19.12	0.25%	15.00%	23.84	0.59%	15.00%
管理费	184.42	2.03%	10.00%	273.31	3.57%	10.00%	73.68	1.83%	10.00%
充电桩收入	366.27	4.02%	47.00%	339.12	4.42%	47.00%	26.50	0.66%	47.00%
安检费	40.20	0.44%	15.00%	35.22	0.46%	15.00%	18.59	0.46%	15.00%
其他业务	2,271.10	24.94%	54.81%	2,153.61	28.10%	57.55%	1,299.90	32.28%	91.39%
合计	9,105.39	100.00%	-8.12%	7,665.40	100.00%	-13.55%	4,026.43	100.00%	-63.70%

资料来源：廊运集团 2022-2024年三年连审审计报告，中证鹏元整理

3. 财务分析

以下分析基于廊运集团提供的经尤尼泰振青审计并出具标准无保留意见的2022-2024年三年连审审计报告及未经审计的2025年1-9月财务报表。报告采用新会计准则编制。

廊运集团资产主要由应收公交运营亏损补贴款项、运营车辆及场站涉及的固定资产和无形资产构成，近年来应收补贴款持续增加，对廊运集团资金形成占用，固定资产及无形资产即时变现能力较弱，整体资产流动性较弱

资产结构与质量方面，近年廊运集团资产总额受折旧、摊销影响而持续下降，2022-2024年末分别为4.13亿元、3.83亿元和3.67亿元。从资产构成来看，廊运集团以非流动资产为主，由车辆、房屋及土地使用权等固定资产和无形资产构成，2024年末廊运集团非流动资产占总资产比重为70.32%。廊运集团货币资金主要由银行存款构成，2024年末账面金额为0.18亿元，无使用受限货币资金。其他应收款主要为应收香河、文安、霸州等县、市交通运输局的票款补贴，近年账面金额持续上升，对资金形成一定占用。固

定资产是廊运集团最重要的资产，主要由车辆和房屋及建筑物构成，近年受折旧影响，账面金额持续下降，2024年末为1.63亿元，其中0.12亿元车辆抵押受限，系办理融资租赁业务所致。无形资产主要系廊运集团持有客运场站涉及的土地使用权，2024年末账面金额为0.66亿元。截至2025年9月末，廊运集团资产总额受持有货币资金量增长影响而小幅上升至3.83亿元，其中0.26亿元固定资产因车辆融资租赁、担保贷款抵押受限。

受公交客运业务公益性质影响，廊运集团近年销售毛利率持续为负，盈利水平主要依赖于政府补贴，但随着多元化业务的开展，盈利能力有望得到改善

廊运集团营业收入主要来源于客运业务，受客运业务中公交客运业务公益性质的影响，近年持续亏损。但随着京津冀快巴业务及围绕场站资源开展的充电桩业务、房屋租赁业务的发展，后续廊运集团盈利能力有望得到改善。2022-2024年，廊运集团分别确认政府补贴金额6,748.93万元、8,265.66万元和7,929.37万元，显著提升EBITDA规模及EBITDA利润率，盈利水平主要依赖于政府补贴，但考虑到政府对公交客运业务亏损补贴资金的支付存在不确定性，且近年来补贴规模存在波动，受此影响，廊运集团盈利水平或将呈现一定的波动。

廊运集团总债务规模较小，主要由长期债务构成，近年杠杆水平波动下降，整体偿债压力较小

2024年末廊运集团总债务规模为0.35亿元，主要包括银行借款、租赁负债和长期应付款，2025年9月末新增短期借款4,230.00万元，总债务规模上升至0.67亿元，短期债务占比大幅上升至80.91%，期限结构有待改善。从杠杆状况指标来看，近年廊运集团杠杆水平波动下降，2025年9月末资产负债率为47.08%；EBITDA利息保障倍数持续提升且保持较高水平，主要系廊运集团债务规模较小、利息费用较少所致。廊运集团短期债务规模较小，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好。截至2024年末，廊运集团获得银行总授信额度3,586.26万元，尚未使用额度2,086.87万元。整体来看，廊运集团偿债压力较小。

截至2025年9月末，廊运集团无对外担保。根据廊运集团提供的企业信用报告，自2022年1月1日至报告查询日（2026年3月24日），廊运集团本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

截至报告出具日，中证鹏元认为，廊运集团具备担任特定原始权益人的主体资格，具有持续经营能力。

表14 廊运集团主要财务指标（单位：亿元）

项目	2025年9月	2024年	2023年	2022年
总资产	3.83	3.67	3.83	4.13
归母所有者权益	1.98	1.97	2.00	1.99
总债务	0.67	0.35	0.36	0.56
营业收入	0.66	0.91	0.77	0.40
净利润	-0.01	-0.05	-0.00	-0.28
经营活动现金流净额	0.36	0.13	0.35	-0.08
净债务/EBITDA	-	0.30	-0.07	0.84

EBITDA 利息保障倍数	-	44.53	20.20	10.34
总债务/总资本	24.94%	14.73%	14.91%	21.42%
FFO/净债务	-	3.03	-12.37	0.99
EBITDA 利润率	-	60.30%	57.77%	46.77%
总资产回报率	-	-0.62%	0.75%	-
速动比率	1.19	1.07	0.95	0.83
现金短期债务比	1.09	1.40	2.43	2.00
销售毛利率	10.98%	-8.12%	-13.55%	-63.70%
资产负债率	47.08%	44.99%	46.07%	49.87%

资料来源：廊运集团 2022-2024 年三年连审审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

（二）计划管理人

本期专项计划的管理人/计划管理人为财达证券。

财达证券的前身系2002年4月25日成立的河北财达证券经纪有限责任公司，注册资本为22,955.00万元。2010年2月，经中国证监会核准，更名为“财达证券有限责任公司”，2015年12月，由有限责任公司变更为股份有限公司。2021年5月7日，财达证券在上海证券交易所上市（股票代码：600906.SH），募集资金净额18.15亿元，注册资本相应增至32.45亿元。截至2024年末，财达证券注册资本为32.45亿元，控股股东为唐山钢铁集团有限责任公司，持股比例32.44%，实际控制人为河北省人民政府国有资产监督管理委员会。

截至2024年末，财达证券共设97家证券营业部，拥有财达期货有限公司、财达资本管理有限公司、财达鑫瑞投资有限公司3家一级子公司。截至2024年末，财达证券资产总额522.49亿元、归属于母公司股东权益119.09亿元，分别较上年末增长11.88%和3.10%。2024年，财达证券实现营业收入24.44亿元，同比增长5.48%，实现归属于母公司股东的净利润6.87亿元，同比增长13.32%。

财达证券资产管理业务已经形成了包括股票、基金、债券、量化等多个系列的产品线，具备了一定的产品设计能力和投研管理能力。截至2024年末，财达证券资产管理业务资产管理总规模349.45亿元，2024年新成立102只资产管理计划，其中集合计划97只，单一计划2只，资产支持专项计划3只。2024年财达证券资产管理业务手续费净收入为2.87亿元。财达证券设有资产管理业务委员会，全面统筹、推动资产管理业务的发展战略及实施。

风险管理方面，财达证券制定了《风险管理基本制度》，建立全面风险管理体系，由公司董事会、经理层以及全体员工共同参与，对公司经营中的各类风险进行准确识别、审慎评估、动态监控、及时应对及全程管理。财达证券风险管理组织架构包括五个主要部分：董事会及风险管理委员会，监事会，总经理办公会及风险控制委员会，风险管理部及各类专业风险管理部门，指定风险管理部履行全面风险管理职责。财达证券针对不同风险类型制定可操作的风险识别、评估、监测、应对、报告的方法和流程，并通过评估、稽核、检查等手段保证风险管理制度的贯彻落实，包括授权管理、创新业务风险管理、流动性危机等重大风险和突发事件的应急机制等。

中证鹏元认为，财达证券具有丰富的资产管理经验，且建立了较为完善的风险管理体系，专项计划因其丧失履约能力而发生违约的风险很小。

（三）托管银行

本期专项计划的托管银行系招商银行石家庄分行。

招商银行成立于1987年3月31日，是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。截至2025年末，在中国境内设有143家分行和1,801家支行，2家分行级专营机构（信用卡中心和资金营运中心）；在中国香港、中国台北、英国伦敦、美国纽约、新加坡、卢森堡、澳大利亚悉尼和墨尔本设有分行或代表处，集团员工总数突破12万人。2025年，招商银行在英国《银行家》杂志发布的“全球银行1000强”榜单中，按照一级资本规模排名位列全球第8位；在Brand Finance发布的“全球银行品牌价值500强”榜单中位列全球第10位；在英国《欧洲货币》杂志中被评为“亚洲最佳消费者银行”、“中国最佳数字银行”。截至2025年末，招商银行的前2大股东分别为香港中央结算（代理人）有限公司和招商局轮船有限公司，持股比例分别为18.06%和13.04%。

截至2025年末，招商银行资产总额130,705.23亿元，较上年末增长7.56%；贷款和垫款总额72,580.58亿元，较上年末增长5.37%；负债总额117,896.24亿元，较上年末增长7.98%；客户存款总额98,361.30亿元，较上年末增长8.13%；2025年，招商银行实现营业收入3,375.32亿元，同比增长0.01%；实现归属于本行股东的净利润1,501.81亿元，同比增长1.21%；2025年末，招商银行不良贷款余额682.06亿元，较上年末增长3.96%；同期末不良贷款率0.94%，较上年末下降0.01个百分点；拨备覆盖率391.79%，较上年末下降20.19个百分点；贷款拨备率3.68%，较上年末下降0.24个百分点。截至2025年末，招商银行托管规模26.09万亿元，较上年末增长14.13%。

风险管理方面，招商银行综合应用内外部数据，持续夯固堡垒式的全面风险与合规管理体系，保障业务高质量发展。加快建设集团风险管理系统（GRS），按照“服务全球化、管理集团化、表内外一体化、风控智能化、数据标准化、信息生态化”六化原则，打造领先、便利、有效的对公资产业务全流程风险管理平台，持续强化风险扎口管理和投贷后管理，赋能业务发展，提升风险管理效能。打造全面风险监测平台，实现重点业务领域风险数字化监测，以数据驱动管理决策智能化，智能化预警覆盖表内外业务。

中证鹏元认为，招商银行实力雄厚，拥有丰富的资产托管经验，本期专项计划因托管银行丧失履约能力而发生违约的风险较小。

（四）专项计划担保机构

本期专项计划的担保机构系西投保。

西投保前身为成立于2000年的西安市经济技术投资担保有限公司。后经更名以及多次增资扩股和股权变更，截至2025年9月末，西投保注册资本31.00亿元，实收资本50.30亿元，西安担保集团有限公司

（以下简称“西安担保集团”）持有西投保78.83%股权，为西投保的控股股东，西安市财政局为西投保的实际控制人。

西投保主要开展以银行贷款担保为主要构成的间接融资担保业务，同时也开展债券担保等直接融资担保业务和工程履约保函等非融资担保业务。近年来西投保担保业务规模保持增长，截至2025年9月末，西投保担保余额合计337.69亿元。西投保间接融资担保业务包括针对西安市内小微企业、“三农”和创新创业等主体开展的政策性融资担保业务和置业担保、一般贷款担保等市场化担保业务。截至2025年9月末，西投保间接融资担保余额合计234.60亿元，在担保余额中的占比为69.47%。2023年以来西投保大力开展债券担保业务，直接融资担保业务规模大幅上升，2025年9月末西投保直接融资担保余额合计47.70亿元，相当于2024年末的4.57倍，在担保余额中的占比上升至14.13%。近年来西投保非融资担保业务规模持续增长，2025年9月末非融资担保余额合计55.39亿元，较2024年末增长40.52%，在担保余额中的占比为16.40%。2024年西投保当期担保代偿率为0.69%。截至2024年末，西投保累计代偿回收率为30.17%，代偿回收水平较低，追偿效果有待进一步加强。受应收代偿款规模上升影响，近年来西投保拨备覆盖率持续下降，2025年9月末西投保拨备覆盖率较2024年末下降16.02个百分点至173.53%，但拨备仍较为充足。

表15 西投保主要业务和财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025年9月	2024年	2023年	2022年
资产总额	78.20	74.71	73.60	69.37
货币资金	7.49	21.48	10.63	23.80
应收代偿款余额	13.34	11.57	9.35	8.14
应收代偿款减值准备	3.04	3.04	2.55	2.30
所有者权益合计	53.31	53.31	53.10	51.67
营业总收入	2.71	3.80	4.12	3.19
担保业务收入	1.64	2.10	1.46	1.54
净利润	0.06	0.24	0.26	0.28
净资产收益率	-	0.45%	0.49%	0.63%
担保余额	337.69	385.36	374.04	236.37
融资担保余额	282.30	345.93	339.99	209.94
直接融资担保余额	234.60	7.46	2.80	0.00
间接融资担保余额	47.70	338.47	337.19	209.94
非融资担保余额	55.39	39.42	34.05	26.43
融资担保责任余额	205.97	204.70	208.59	146.09
融资担保责任余额放大倍数 (X)	6.80	6.85	7.03	4.67
当期担保代偿率	0.40%	0.69%	0.90%	1.29%
累计代偿回收率	29.23%	30.17%	30.93%	28.18%
拨备覆盖率	173.53%	189.55%	209.09%	206.16%

资料来源：西投保 2022-2024 年审计报告、2025 年 1-9 月未经审计的财务报表及西投保提供，中证鹏元整理

近年来西投保资产总额保持增长，截至2025年9月末西投保资产总额78.20亿元，较2024年末增长4.67%；其中货币资金7.49亿元，在资产总额中的占比为9.57%，其他资产主要为投资资产及应收代偿

款；I、II、III级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例分别为29.59%、36.98%和22.02%，三级资产占比均符合相关监管规定。西投保负债主要由担保业务准备金构成，截至2025年9月末西投保负债总额24.83亿元，较2024年末增长16.00%，主要系本期新增交易性金融负债1.26亿元（质押式回购业务产生），以及担保业务扩张导致相关的准备金增长，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计17.80亿元，在负债总额中的合计占比为71.70%。近年来西投保权益规模保持稳定，2025年9月末所有者权益合计53.37亿元，较2024年末增长0.12%；融资担保责任余额放大倍数为6.8倍，处于较低水平。西投保收入主要来自担保业务以及自有资金投资业务，2024年西投保实现营业收入3.80亿元，同比下降7.77%，其中担保业务收入2.10亿元，同比大幅增长43.84%，在营业收入中的占比为55.26%；投资收益0.62亿元，同比增长8.43%；利息净收入1.03亿元，同比下降34.39%。综合作用下，2024年西投保实现净利润0.24亿元，同比下降7.69%；净资产收益率同比下降0.04个百分点至0.45%。2025年1-9月，西投保实现营业收入2.71亿元，其中担保业务收入1.64亿元，投资收益0.43亿元，利息净收入0.26亿元；实现净利润0.06亿元。

综上，西投保作为西安市重要的政府性融资担保机构，在服务小微企业、“三农”和重点领域项目融资中发挥了重要作用，在业务开展、风险分担机制、资本补充等方面获得股东和西安市政府的有力支持；资本实力较强，近年来担保业务规模保持增长。同时中证鹏元也关注到，西投保直接融资担保业务面临一定展业压力；代偿回收水平较低，追偿效果有待进一步加强；盈利能力较弱等风险因素。

经中证鹏元综合评定，西投保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其对廊运集团承担的差额支付义务提供的连带责任保证担保为优先级证券按时足额兑付提供了极强的信用支持。

六、 法律风险分析

盈科律所就本期专项计划出具《法律意见书》，盈科律所认为：

（一）计划管理人、原始权益人、资产服务机构、销售机构、托管银行以及其他业务参与人具备相应的主体资格、业务资质及授权审批，符合法律、行政法规以及中国证监会颁布的现行有效的资产证券化业务相关规定。

（二）专项计划文件不违反法律和行政法规的强制性规定，不违反中国证监会、中国基金业协会颁布的现行有效的资产证券化业务相关规定；在专项计划文件有效签署且约定的相关生效条件全部满足后，该等文件对相关当事人具有合法、有效的约束力。

（三）基础资产和底层资产具备真实性和合法性，交易基础真实、产生和获取交易对价公允，不存在中国基金业协会颁布的《资产证券化基础资产负面清单》相关情形，不存在违反地方政府性债务管理相关规定的情形。原始权益人合法持有的基础资产权属清晰无争议且不存在权利限制情形。底层资产存在的权利负担不会对本专项计划造成负面影响。自第三方受让基础资产的对价定价公允待于发行前支付，在廊运集团足额支付相应转让款的前提下，原始权益人合法持有的基础资产权属清晰无争议且不存在权利限制情形，满足特定化要求。

（四）基础资产转让在专项计划交易文件有效签署且计划管理人支付完毕全部购买价款后具有真实性、合法性、有效性、完整性，约定的转让对价公允，基础资产不存在禁止或限制转让的情形，转让已完成必要的授权、批准、备案或其他手续。基础资产转让待于中国人民银行动产融资统一登记公示系统进行登记。

（五）专项计划已设置风险隔离措施，有利于保障资产支持证券持有人的权益、隔离相关风险。

（六）专项计划项下信用增级安排不违反法律、行政法规的效力性强制规定，合法有效，并能够在一定程度上保护优先级资产支持证券投资者的权益。

（七）廊运集团作为专项计划的特定原始权益人，符合《管理规定》《上交所挂牌条件指引1号》《上交所挂牌条件指引2号》规定的特定原始权益人的特别条件。

（八）增信机构具备提供保证担保的主体资格及业务资质，已取得必要的内部授权，最近两年内不存在因严重违法失信行为被有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人或涉金融严重失信人的情形。

（九）专项计划存在经营许可或其他经营资质的期限不足以覆盖专项计划期限的情况，但已进行展期安排。

综上，专项计划符合《管理规定》《备案管理办法》及配套规则的相关规定。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在专项管理计划存续期间对本专项管理计划（以下简称“资产支持证券”）开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期证券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，原始权益人或计划管理人须向本评级机构提供评级期间相应的年度审计报告、年度资产管理报告、托管报告及与本期专项资产管理计划相关的其他资料，本评级机构将依据资产支持证券信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，计划管理人应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与本期专项资产管理计划有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整资产支持证券信用评级。

如原始权益人或计划管理人不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据资产支持证券公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

附录一 廊运集团主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年9月	2024年	2023年	2022年
货币资金	0.60	0.18	0.40	0.41
其他应收款	0.76	0.75	0.55	0.45
流动资产合计	1.52	1.09	1.11	1.05
固定资产	1.38	1.63	1.73	2.02
无形资产	0.65	0.66	0.69	0.71
非流动资产合计	2.31	2.58	2.73	3.07
资产总计	3.83	3.67	3.83	4.13
短期借款	0.42	0.00	0.00	0.00
其他应付款	0.31	0.26	0.30	0.40
一年内到期的非流动负债	0.12	0.13	0.16	0.20
流动负债合计	1.28	1.02	1.17	1.27
长期借款	0.06	0.13	0.13	0.22
租赁负债	0.04	0.04	0.04	0.04
长期应付款	0.02	0.05	0.03	0.11
非流动负债合计	0.52	0.63	0.60	0.78
负债合计	1.80	1.65	1.77	2.06
所有者权益	2.03	2.02	2.07	2.07
营业收入	0.66	0.91	0.77	0.40
营业利润	-0.00	-0.02	0.02	-0.21
其他收益	0.47	0.79	0.83	0.67
利润总额	-0.01	-0.04	0.01	-0.27
经营活动产生的现金流量净额	0.36	0.13	0.35	-0.08
投资活动产生的现金流量净额	-0.16	-0.20	-0.13	-0.38
筹资活动产生的现金流量净额	0.21	-0.13	-0.23	0.08
财务指标	2025年9月	2024年	2023年	2022年
净债务/EBITDA	-	0.30	-0.07	0.84
EBITDA 利息保障倍数	-	44.53	20.20	10.34
总债务/总资本	24.94%	14.73%	14.91%	21.42%
FFO/净债务	-	3.03	-12.37	0.99
EBITDA 利润率	-	60.30%	57.77%	46.77%
总资产回报率	-	-0.62%	0.75%	-
速动比率	1.19	1.07	0.95	0.83
现金短期债务比	1.09	1.40	2.43	2.00
销售毛利率	10.98%	-8.12%	-13.55%	-63.70%
资产负债率	47.08%	44.99%	46.07%	49.87%

资料来源：廊运集团 2022-2024 年三年连审审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 本期专项计划优先级证券本金兑付计划表（单位：万元）

兑付日	兑付金额
兑付日 1	495.00
兑付日 2	525.00
兑付日 3	525.00
兑付日 4	475.00
兑付日 5	555.00
兑付日 6	575.00
兑付日 7	575.00
兑付日 8	515.00
兑付日 9	595.00
兑付日 10	625.00
兑付日 11	625.00
兑付日 12	560.00
兑付日 13	645.00
兑付日 14	675.00
兑付日 15	670.00
兑付日 16	600.00
兑付日 17	690.00
兑付日 18	720.00
兑付日 19	715.00
兑付日 20	640.00
合计	12,000.00

资料来源：《计划说明书》，中证鹏元整理

附录三 交易文件重要定义及条款

账户	定义
原始收款账户	系指廊运集团及项目公司开立的用于收取基础资产回收款的收入账户。
客票票款收款账户	系指廊运集团开立的用于收取并归集廊运集团及项目公司自原始收款账户转来的基础资产回收款的收入账户。
监管账户	系指资产服务机构在监管银行开立的专门用于接收客票票款收款账户划转的基础资产产生的回收款等款项的人民币资金账户，具体账户信息以《监管协议》的约定为准。
专项计划账户/托管账户	系指管理人以专项计划的名义在托管银行开立的独立的人民币资金账户，专项计划的一切货币收支活动，包括但不限于接收计划推广账户下认购资金、支付基础资产购买价款、接收监管账户划转的基础资产产生的回收款等款项、接收差额支付承诺人支付的差额支付资金、接收担保人/抵押人/质押人履行担保义务所得款项、接收原始权益人支付的赎回价款（如有）、支付专项计划利益及专项计划费用及支付或接收其他应属专项计划的款项、进行合格投资，均必须通过该账户进行。
计划推广账户	系指管理人开立的专用于接收、存放推广期间投资者交付的认购资金的账户。
日期	事项
基准日	自该日起，基础资产及其全部收益归入专项计划资产，即 2026 年 4 月 1 日。
资产服务机构核算金额日/计算日/R 日	系指专项计划设立日起每年的 3 月 31 日、6 月 30 日、9 月 30 日、12 月 31 日，第一个计算日为【】年【】月【】日，最后一个计算日为【】年【】月【】日。
回收款转付日	系指廊运集团将前一个基础资产归集期间内客票票款收款账户中资金全部划付至监管账户的日期： (a) 发生加速转付事件前，即 T-14 日； (b) 发生加速转付事件后，为每个月的第【3】个工作日。
资产服务机构报告日	系指资产服务机构按照《服务协议》的约定向管理人出具《定期资产服务机构报告》之日，为 T-13 日。
监管账户划款日	系指监管银行根据《标准条款》和《监管协议》的约定按照资产服务机构指令将监管账户内资金划付至专项计划账户之日，为 T-13 日。监管银行应在该日的下午四点（16:00）前完成资金划付。资产服务机构应指令将监管账户内资金划付至专项计划账户，直至划转资金金额达到下列两者较小的金额时为止：（a）该监管账户划款日对应的兑付日的必备金额；（b）监管账户中的全部金额。
初始核算日	就资产支持证券的每一次分配而言，系指计划管理人和托管人按照《标准条款》和《托管协议》的约定对专项计划账户内的资金进行核算之日，为 T-12 日。
差额支付启动日/差额支付通知日	如经管理人核算触发差额支付启动事件，则计划管理人应在差额支付通知日向差额支付承诺人发出《差额支付通知书》。发生差额支付启动事件（a）的情况下，为 T-12 日；发生差额支付启动事件（b）的情况下，为清算日当日。
差额支付划款日	系指差额支付承诺人按照《差额支付承诺函》的约定支付差额支付款项之日。发生差额支付启动事件（a）的情况下，为 T-11 日；发生差额支付启动事件（b）的情况下，为清算日后第 1 个工作日。
差额支付资金核算日	系指托管人按照《托管协议》的约定，就差额支付承诺人在差额支付划款日划付至专项计划账户的资金进行核算之日。发生差额支付启动事件（a）的情况下，为 T-10 日；发生差额支付启动事件（b）的情况下，为清算日后第 2 个工作日。
担保通知日	系指发生担保启动事件，计划管理人应向全部或部分抵押人、质押人和/或担保人发出《担保履约通知书》之日。发生担保启动事件（a）的情况下，为 T-8 日；发生担保启动事件（b）的情况下，为清算日后第 4 个工作日；发生担保启动事件（c）的情况下，为 K-7 日。
担保划款日	系指担保人将相关担保款项划付至专项计划账户之日。计划管理人向担保人发出《担保履约通知书》的，发生担保启动事件（a）的情况下，为 T-5 日；发生担保启动事件（b）的情况下，为清算日后第 7 个工作日；发生担保启动事件（c）的情况下，为 K-5 日。计划管理人向质押人和/或抵押人发出《担保履约通知书》的，为管理人通过处置质押财产或抵押财产取得任意收入后的当日。
收益分配披露日	系指管理人按《标准条款》的约定向资产支持证券持有人披露《收益分配报告》之日，为 T-4 日。为满足前述要求，管理人应在 T-4 日前按照监管要求上传《收益分配报告》。
划款指令发送日	系指管理人根据《标准条款》的约定向托管银行发送分配当期应分配的资产支持证券所有收益和本金的划款指令之日，为 T-3 日。

托管银行划款日	系指托管银行向登记托管机构划付当期应分配的资产支持证券所有收益和本金之日，为 T-2 日。
权益登记日	就任一类别资产支持证券而言，系指每个兑付日前的第 1 个工作日。具体以上交所发布的届时有有效的规定为准。权益登记日日终在登记托管机构登记在册的资产支持证券持有人有权于该兑付日取得相应类别资产支持证券在当期的本金和利息。
兑付日	系指登记托管机构将资产支持证券持有人获付款项划拨至各资产支持证券持有人指定交易的结算参与者结算备付金账户，且各指定交易的结算参与者根据登记托管机构结算数据中的资产支持证券持有人获付款项明细数据，将相应款项划拨至资产支持证券持有人资金账户之日，为计算日后第 26 个自然日（遇法定节假日或休息日顺延至其后第一个工作日）。
信用触发事件	定义
加速转付事件	系指以下任一事件：（a）在任一个报告期内基础资产回收款比该报告期间现金流预测中的预计规模减少超过【20%（含）】；（b）资产服务机构累计两次发生基础资产回收款划转延迟的。
提前终止事件	<p>系指以下任一事件：1）自动生效的提前终止事件</p> <p>（a）特定原始权益人或资产服务机构发生任何丧失清偿能力事件；（b）特定原始权益人或资产服务机构发生金融债务违约事件；（c）发生任何资产服务机构解任事件；（d）发生如下情形：（i）根据《服务协议》的约定，需要更换管理人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 个自然日内，仍无法找到合格的继任的管理人或后备资产服务机构；或（ii）在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《服务协议》提供后备服务；或（iii）后备资产服务机构被免职时，未能根据专项计划文件的规定任命继任者；（e）发生兑付违约事件；</p> <p>2）需经宣布生效的提前终止事件</p> <p>（f）连续 12 个基础资产归集期间内基础资产回收款合计比现金流预测中的预计规模减少超过【40%（含）】；（g）评级机构（如有）给予优先级证券的信用级别低于【AA+】_{sf} 级（不含）；（h）基础资产或其转让行为存在任何债务负担、质权、抵押权、留置权、抵销权、被撤销情形，或者第三方的其他有效的权利主张，或者存在针对基础资产或其转让行为的任何争议、诉讼、仲裁或任何其他形式的行政、司法强制措施，且因此导致基础资产存在基础消失或被撤销的，或存在其他基础资产存在基础消失或被撤销或转让行为不合法或被撤销的情形；（i）廊运集团或项目公司被有权机关暂停业务；或者廊运集团或项目公司未严格履行基础资产文件项下的义务或责任；或者基础资产于基准日或专项计划设立日或计算日或专项计划存续期间不符合资产保证且未能按照专项计划文件的约定进行赎回的；（j）除专项计划文件另有约定外，特定原始权益人或资产服务机构或差额支付承诺人或回售和购回承诺人未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何义务，并且计划管理人合理地认为该等行为无法补救或在计划管理人发出要求其补救的书面通知后【30】日内未能得到补救；（k）特定原始权益人或资产服务机构在专项计划文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；（l）担保人公开披露的有效的长期主体信用等级下降至【AA+】级（含）及以下；（m）担保人发生金融债务违约事件、丧失清偿能力事件；（n）专项计划设立后，基础资产及基础资产相关资产新增被设定任何以计划管理人以外的第三人为权利人的抵押、质押等权利限制，导致对专项计划产生重大不利影响；（o）发生对资产服务机构、特定原始权益人、计划管理人、担保人或者基础资产有重大不利影响的事件；（p）专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。</p> <p>发生以上（a）项至（e）项所列的任何一起自动生效的提前终止事件时，提前终止事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上（f）项至（p）项所列的任何一起需经宣布生效的提前终止事件时，计划管理人应通知所有资产支持证券持有人。有控制权的资产支持证券持有人大会决议宣布发生提前终止事件的，计划管理人应向资产服务机构、托管银行、登记托管机构和评级机构发送书面通知，宣布提前终止事件已经发生，宣布之日应视为该等提前终止事件的发生之日。</p>
兑付违约事件	就专项计划优先级证券存续期间的某一次分配而言，系指该次分配所对应的《标准条款》第 11.1 条第（1）至（5）项所列款项于兑付日未得到足额支付。
差额支付启动事件	<p>系指以下任一事件：（a）截至任何一个兑付日前的第 12 个工作日（T-12 日）17:00，专项计划账户内可供分配的资金金额未达到截至该兑付日《标准条款》第 11.1 条第（1）至（5）项所列款项之和；（b）在清算日专项计划账户内可供分配的资金金额未达到届时优先级证券未偿本金余额、未偿预期收益以及届时专项计划费用（如有）和其他应付费用（如有）之和。</p> <p>为免歧义，如在任一个报告期内，基础资产回收款低于该报告期间现金流预测中的预计规模，但减少未超过 20%（不含），廊运集团有权直接向监管账户补足前述减少部分的资</p>

<p>担保启动事件</p>	<p>金，并授权监管银行将监管账户内该等补充资金划付至专项计划账户用于兑付资产支持证券本息，该情形不视为触发差额支付启动事件。</p> <p>系指以下任一事件：（a）系指发生差额支付启动事件（a）且差额支付承诺人未按照《差额支付承诺函》的约定支付差额支付款项，导致管理人处置质押财产、抵押财产及/或要求担保人履行保证责任的事件。（b）系指发生差额支付启动事件（b）且差额支付承诺人未按照《差额支付承诺函》的约定支付差额支付款项，导致管理人处置质押财产、抵押财产及/或要求担保人履行保证责任的事件。（c）系指回售和购回承诺人未能于回售和购回资金支付日（K-7 日）按时足额支付回售所需支付资金，导致管理人处置质押财产、抵押财产及/或要求担保人履行保证责任的事件。</p>
<p>增信措施</p>	<p>增信条款其他事项</p>
<p>差额支付承诺</p>	<p>承诺期间自《差额支付承诺函》生效之日起按照《标准条款》及《差额支付承诺函》的约定，向计划管理人（代表全体财达证券-廊运京津冀快巴暨公交客票收费收益权资产支持专项计划（京津冀协同发展）优先级证券持有人）承担差额支付义务，直至优先级证券的本金和预期收益清偿完毕之日为止。</p>
<p>保证担保</p>	<p>保证期间为本期专项计划设立日起至本期专项计划终止日（含该日）后 2 年。</p>

资料来源：《标准条款》，中证鹏元整理

附录四 西投保评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa-
外部特殊支持	+3
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）西投保控股股东为西安担保集团，股权穿透后实际控制人为西安市财政局。西投保作为西安担保集团现阶段担保业务的开展主体，近年来在服务小微企业、“三农”和重点领域项目融资中发挥了重要作用。基于西投保在西安市担保体系中的重要地位，西投保在业务开展、风险分担、政府补贴和资本补充等方面获得股东和西安市政府的大力支持，控股股东和西安市政府对西投保的支持意愿极强，因此西投保个体信用状况的基础上上调 3 个级别。

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
净资产收益率	净利润 / [(本年权益+上年权益) /2]×100%
融资担保余额放大倍数	融资担保余额 / (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附录六 信用等级符号及定义

一、结构融资产品信用等级符号及定义

等级符号	等级定义
AAA_{sf}	结构融资产品本息保障程度极高，违约风险极低。
AA_{sf}	结构融资产品本息保障程度很高，违约风险很低。
A_{sf}	结构融资产品本息保障程度较高，违约风险较低。
BBB_{sf}	结构融资产品本息保障程度一般，违约风险一般。
BB_{sf}	结构融资产品本息保障程度较低，违约风险较高。
B_{sf}	结构融资产品本息保障程度很低，违约风险很高。
CCC_{sf}	结构融资产品本息保障程度极低，违约风险极高。
CC_{sf}	结构融资产品本息偿付难以得到保障。
C_{sf}	结构融资产品出现违约，且本息部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf}级，CCC_{sf}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。

二、担保机构主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	代偿能力最强，违约风险最小。
AA	代偿能力很强，违约风险很小。
A	代偿能力较强，较易受内外部因素不利变化的影响，违约风险较小。
BBB	代偿能力一般，易受内外部因素不利变化的影响，违约风险一般。
BB	代偿能力较弱，受内外部因素不利变化的影响大，有一定违约风险。
B	代偿能力较差，违约风险较大。
CCC	代偿能力很差，违约风险很大。
CC	代偿能力极差，违约风险极大。
C	濒临破产，没有代偿能力。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号