跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1925 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持吉林省高速公路集团有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“11吉高速MTN1”、“12吉高速MTN1”、“13吉高速MTN1”、“14吉高速MTN001”、“14吉高速MTN002”、“15吉林高速MTN001”和“16吉林高速MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

吉林省高速公路集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 吉高速 MTN1	10 亿元	2011/12/20-2016/12/20	AA^+	AA^+
12 吉高速 MTN1	10 亿元	2012/07/23-2017/07/23	AA^+	AA^+
13 吉高速 MTN1	9.7 亿元	2013/02/27-2018/02/27	AA^+	AA^+
14 吉高速 MTN001	10 亿元	2014/11/05-2021/11/05	AA^+	AA^+
14 吉高速 MTN002	20 亿元	2014/12/26-2021/12/26	AA^+	AA^+
15 吉林高速 MTN001	20 亿元	2015/12/28-2022/12/28	AA^+	AA^+
16 吉林高速 MTN001	10 亿元	2016/05/10-2021/05/10	AA^+	AA^+

评级时间：2016 年 8 月 4 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	27.88	127.78	78.24	82.54
资产总额(亿元)	409.28	612.54	687.08	721.35
所有者权益(亿元)	261.78	345.03	369.34	389.89
长期债务(亿元)	129.00	220.36	286.92	288.00
全部债务(亿元)	129.30	244.07	287.64	294.72
营业收入(亿元)	9.97	9.27	11.33	1.73
利润总额(亿元)	7.49	26.69	24.99	20.67
EBITDA(亿元)	18.84	44.06	45.07	--
经营性净现金流(亿元)	-20.94	20.00	38.77	3.84
营业利润率(%)	13.78	-43.66	-35.88	50.12
净资产收益率(%)	2.48	7.50	6.69	--
资产负债率(%)	36.04	43.67	46.24	45.95
全部债务资本化比率(%)	33.06	41.43	43.78	43.05
流动比率(%)	466.28	474.77	961.77	743.45
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	5.54	6.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.07	6.55	5.16	--

注：1. 2016年一季度财务报表数据未经审计；
2.长期应付款中股权回购款已计入有息债务。

分析师

孙宏辰　赵传第

lianhe@lhratings.com

电话：010－85679696

传真：010－85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对吉林省高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为吉林省高速公路投资运营的企业，受政府支持力度大，区域垄断优势明显；跟踪期内，资产及收入规模快速提升，路网效应不断完善。同时，联合资信也关注到公司部分路产经营时间长，维护成本高，整体盈利能力一般以及在建项目资金压力大等因素对公司未来经营及信用状况可能带来的不利影响。

伴随吉林省经济的发展、通车流量的增长以及公司资产规模的提升和高速公路运营模式的逐步转变，公司未来的盈利水平和抗风险能力有望提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“11吉高速MTN1”、“12吉高速MTN1”、“13吉高速MTN1”、“14吉高速MTN001”、“14吉高速MTN002”、“15吉林高速MTN001”和“16吉林高速MTN001”[1]的信用等级为AA^+。

优势

1. 高速公路属国民经济基础设施行业，是国家近年投资的重点，行业发展前景良好。
2. 公司作为吉林省最主要的高速公路投资运营企业，受政府支持力度大，区域垄断优势明显。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据单年最高偿付额的保障程度较高。

关注

1. 公司在建项目投资金额高，未来资金压力大。
2. 公司部分路产运营时间长，维修成本高；

[1] “16 吉林高速 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等条款设置；于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续。

部分路网剩余收费年限有限。

3. 公司期间费用占营业收入比重较大，整体盈利能力一般。
4. 公司债务规模增长迅速，债务负担有所加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与吉林省高速公路集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与吉林省高速公路集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因吉林省高速公路集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由吉林省高速公路集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于吉林省高速公路集团有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

吉林省高速公路集团有限公司（以下简称“公司”或“吉高集团”）前身是成立于1993年的吉林省高速公路公司（以下简称“吉高公司”）。吉高公司于1993年经吉林省计划经济委员会吉交企字[1993]20号文批准成立（注册号：2200001004745），隶属于吉林省交通运输厅（以下简称“吉林省交通厅”），主营业务为高速公路投资、开发建设、管理、养护，成立之初，吉高公司除贷款外没有开展其他任何业务。

1996年12月，吉林省政府第51次常务会议专题研究高速公路管理体制及有关问题，决定成立吉林省高速公路管理局对吉林省高速公路实行集中、统一管理，管理体制实行事企合一的管理模式，即在吉林省高速公路管理局同时加挂吉高公司的牌子，隶属于吉林省交通厅，为事业单位，内部实行企业化管理。

2003年，吉林省交通厅决定将吉高公司与吉林省高速公路管理局分离。吉高公司开始独立运营，并取得高速公路通行费收入。同时，省交通厅任命了新的吉高公司领导班子，建立了完善的法人治理结构。

2004年7月，根据吉林省人民政府办公厅吉政办函[2004]84号文件，决定将吉高公司等几家交通企业纳入吉林省国资委监管。2005年7月，吉林省国资委和吉林省交通厅联合向吉林省政府请示，认为吉高公司等企业承担吉林省交通基础设施建设的融资任务，由吉林省交通厅管理有利于统一筹划和推进交通建设事业的发展，吉林省国资委不再履行国有资产出资人或股权出资人职责，经吉林省政府批准，吉高公司正式交由吉林省交通厅管理。

2006年7月11日，经吉林省交通厅同意，吉高公司正式更为现名。

2010年2月，经省人民政府及省交通运输厅批准，原东北高速股份有限公司分立为两家股份有限公司，即黑龙江交通发展股份有限公司和吉林高速公路股份有限公司（以下简称“吉林高速”）。根据相关会议决议，公司取得了吉林高速的控制权，并于2010年3月1日将其纳入合并报表范围，截至2016年3月底，公司持有吉林高速49.19%的股权，为其第一大股东。

截至2016年3月底，公司注册资本27.00亿元，实际控制人为吉林省交通运输厅。

公司经营范围：高速公路开发建设、管理、养护；房屋租赁；机械设备租赁，五金建材、机电设备、汽车配件、沥青、日用百货、服装；住宿、餐饮、汽车维修、石油及成品油、食品的销售；设计、制作、代理国内各类广告业务；发布路牌、灯箱、霓虹灯广告业务；进出口贸易等。

截至2016年3月底，公司下设办公室、经营开发部、人力资源部、财务审计部、筹融资部、安全生产管理部、资产管理部和规划企管部共8个职能部门，拥有子公司16家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额687.08亿元，所有者权益369.34亿元（其中少数股东权益16.27亿元）；2015年公司实现营业收入11.33亿元，利润总额24.99亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额721.35亿元，所有者权益389.89亿元（其中少数股东权益15.72亿元）；2016年1～3月，公司合并口径实现营业收入1.73亿元，利润总额20.67亿元。

公司注册地址：吉林省长春市经济开发区浦东路1658号；法定代表人：毕忠德。

三、宏观经济和政策环境分析

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，

全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

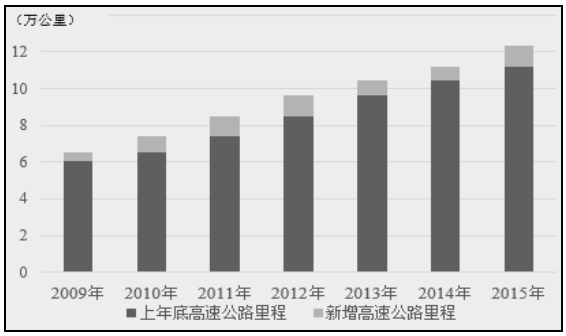
四、行业和区域环境

1. 高速公路发展概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路建设

图1　2009~2015年中国高速公路通车里程

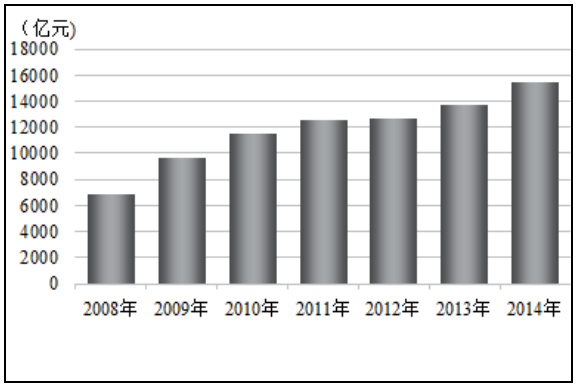


资料来源：交通运输部、联合资信整理

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50~250公里之间；1993~1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450~1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2015年底的12.32万公里，年均复合增幅约为20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至2015年底，全国公路总里程达453.53万公里，比上年末增加7.14万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.72%。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2014年交通运输行业发展统计公报显示，2014年全国完成公路建设投资15460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。2015年全国新增高速公路通车里程1.22万公里；2015年1~11月，全国公路建设完成投资14990.56亿元，同比增长6.49%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2　2008~2014年全国公路建设投资额



资料来源：Wind资讯

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为

355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨公里，同比分别增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日免收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长1.0%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.82亿人和333.28亿吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，同比分别增长7.4%和9.5%。

2015年，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方

面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

3. 高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络。中国国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，由7条首都放射线、9条南北纵向线和18条东西横向线组成，简称为“7918网”，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速。

2013年6月17日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013~2030年）》，计划到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网。国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成：普通国道网由12条首都放射线、47条南北纵线、60条东西横线和81条联络线组成，总规模约26.5万公里；国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，总规模11.8万公里；此外，规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或

出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 区域环境

近年来吉林省经济持续增长，根据《2015年吉林省国民经济和社会发展统计公报》，2015年，吉林省实现地区生产总值 14274.11 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.5%。其中，第一产业增加值 1596.28 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 7337.06 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 5340.77 亿元，增长 8.3%。三次产业的结构比例为 11.2:51.4:37.4，对经济增长的贡献率分别为 6.9%、47.4%和 45.7%。按常住人口计算，全省人均 GDP 达到 51852 元（按年平均汇率折合 8327 美元），比上年增长 6.5%。

2015 年，吉林省完成全口径财政收入 2144.0 亿元，比上年下降 2.0%，完成地方级财政收入 1229.3 亿元，增长 2.2%。其中，全年完成税收收入 867.1 亿元，下降 2.0%；完成营业税收入 242.1 亿元，增长 5.8%。税收收入占地方级财政收入的比重为 70.5%，比上年减少 3 个百分点。全年完成地方财政支出 3217.1 亿元，增长 10.4%。其中，社会保障和就业支出 462.3 亿元，增长 18.5%；科学技术支出 41.4 亿元，增长 13.6%；医疗卫生支出 245.8 亿元，增长 19.1%；节能环保支出 117.7 亿元，下降 16.1%；教育支出 477.6 亿元，增长 17.3%。吉林省经济的发展，为公司高速公路行业的发展提供了有利的保证。

近年来吉林省公路运输平稳发展，根据吉林省统计局数据显示：2015年，全省各种运输方式完成货物运输周转量1797.04亿吨公里，比上年下降3.5%；货物发送量5.36亿吨，增长1.1%。全年各种运输方式完成旅客运输周转量477.51亿人公里，增长1.0%；旅客发送量3.48亿人，下降2.0%。民航集团全年共保障运输起降航班8.57万架次，完成旅客吞吐量1059.58万人次。

截至2015年底，全省铁路营业里程达到4877.4公里。公路总里程9.7万公里，其中，等级公路总里程8.98万公里，占公路总里程的92.6%；有等外公路7239公里，占公路总里程的7.4%。全省公路总里程中，有高速公路2629公里，占公路总里程的2.7%。

根据《吉林省公路水路交通运输发展“十三五”规划纲要》，“十三五”期间吉林省将加快推进综合交通、智慧交通、绿色交通、平安交通建设，深化公路水路交通供给侧结构性改革，全面提升交通运输能力和服务品质。到2020年，基本形成安全、便捷、高效、开发的交通运输体系，基础设施衔接顺畅、运输服务便捷高效、科技信息先进适用、资源环境低碳绿色、安全应急可靠及时、行业管理标准高效，适应全面建成小康社会和2018年完成全面脱贫攻坚任务的需要，有效支撑和引领全省经济发展。高速公路基础设施方面，到2020年基本建成国高网，所有市州和县市通高速。建成2124公里，新增通车里程1905公里，高速公路通车里程达到4000公里以上。5条省际间纵向高速公路通道全部贯通，省际通道达到9条，打通13个出口，基本形成“五纵四射三横”高速公路网。届时，吉林省高速路网将更加完善，通行能力和服务水平将进一步提高。

表1 吉林省高速公路客车收费标准

车型	客车（座位数）	调整前（元/车公里）	调整后（元/车公里）
1	客车≤7座	0.40	0.45
2	8≤客车≤19座	0.60	0.80
3	客车20座-39座（含）	0.80	1.10
4	客车≥40座	1.20	1.45

资料来源：吉林省公路管理局

表2 吉林省高速公路货车收费标准

车型	货车（吨）	调整后（元/吨公里）
1	货车≤5吨	0.09
2	5吨<货车≤35吨	基本费率0.09元/吨公里线性递减至0.045元/吨公里
3	35吨<货车≤49吨	基本费率0.09/吨公里线性递减至0.032元/吨公里

资料来源：吉林省公路管理局

收费政策方面，根据《吉林省人民政府关于调整高速公路车辆通行费收费标准的通知》（吉政发[2010]27号）规定，自2010年9月20日起调整全省高速公路车辆通行费收费标准如表1所示。依照新标准，不同车型提价幅度大约为10%~25%。

2014年，根据《吉林省人民政府关于调整高速公路货车计重收费标准的通知》(吉政发[2014]38号)，吉林省高速公路货车收费标准有所改变，调整后的计重收费标准基本费率由0.07元/吨公里调整为0.09元/吨公里，车货总质量小于等于5吨的(不足5吨的按5吨计)，按基本费率计收，该标准自2014年10月10日起实施，具体收费标准如表2所示。

总体来看，吉林省区域生产总值持续增长，吉林省政府对高速公路的规划以及政策支持都为高速公路建设发展提供了较大的空间，行业发展前景良好。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至2016年3月底，公司注册资本27亿元，直接控股股东和实际控制人均为吉林省交通运输厅（持股比例100%）。

2. 公司规模

公司代表吉林省政府在全省交通基础设施领域行使投资建设经营高速公路职责，公司的主要职能是广泛筹集资金，进行高等级公路、桥梁等设施的投资开发和经营。公司成立以来，已拥有长平高速、长余高速、长吉高速、长营高速、吉江高速、延图高速、吉草高速等省内、省际及国道主干线高速公路，截至2016年3月底，公司拥有的高速公路总里程1449.05公里，占吉林省运营的高速公路比重达55.12%，剩余的44.88%运营的高速公路暂由吉林省高管局代为收费管理，未来吉林省运营的高速公路将全部划入吉高集团。

总体看，公司是吉林省唯一的高速公路投资运营企业，在吉林省高速公路行业中具有绝对垄断优势。

3. 政府支持

吉林省经济的持续增长，为公司高速公路行业的发展提供了有利的保证。跟踪期内，公司代表吉林省政府在全省交通基础设施领域行使投资建设经营高速公路职责，按照国家和吉林省政府发展计划和投资战略的要求，进行有计划、有步骤的投资经营，得到了政策扶持等方面的大力支持。

根据吉林省人民政府办公厅2015年12月11日出具的《吉林省人民政府办公厅关于加快推进高速公路建设的意见》（吉政办发【2015】66号）文件，文件中明确以政策扶持的方式加大对公司的支持力度，主要包括：①加大财政支持力度。对“十三五”期间新开工建设的高速公路项目，省财政通过资本金补助及贴息给予支持。公司通过银行贷款方式，筹集的省地共建项目建设资金，省财政按人民银行公布的当期基准利率给予运营期10年的贴息；地方政府落实征地拆迁资金有困难的，省财政可通过地方政府债券转贷资金帮助筹措，并对转贷资金按当期发行时限和利率给予贴息。继续加大预算资金和地方政府债券资金对高速公路建设的支持力度。省财政厅、省金融办、省国开行等部门要帮助省交通运输厅大力推进交通债务置换和债务结构调整，通过“高息变低息、短贷变长贷”等措施，腾出更多债务空间，降低融资财务成本，缓解“十三五”期间债务偿还压力。②增强交通企业融资能力。充分发挥公

司对在建、运营高速公路进行PPP改造和新开工国高网项目的主体作用。省政府将根据需要对公司融资增信予以支持，以提升其整体信用等级。省交通运输厅可将现有高速公路资产整体注入公司，壮大公司资产实力，并将符合条件的高速公路建设财政补助资金（含贴息）拨付公司，增加公司现金流。在资产、资金注入及运营过程中，要按照有关规定落实国家税收等优惠政策，以提高公司利润水平。

总体来看，公司作为吉林省高速公路投资运营的唯一企业，外部发展环境良好，区域垄断优势明显，受政府支持力度很大，未来发展前景良好。

六、管理分析

2015年4月2日，公司发布《吉林省高速公路集团有限公司关于董事长接受组织调查的公告》，公告中称，公司董事长韩增义涉嫌严重违纪，正接受组织调查，免去其董事及董事长职务，王彦春、刘天明、李东起任董事职务；同时，由于孟晓飞个人提出辞职申请，免去其职工董事职务，并任命张清田先生为公司董事，由职工代表大会选举刘超为职工董事。2016年6月1日，根据吉林省人民政府（吉政干任【2016】29号）文件，省政府决定任命毕忠德为公司董事长。截至目前，公司经营情况正常。

毕忠德先生，公司董事长兼党委书记，1962年12月出生，东北师范大学地理专业理学硕士、英国格林威治大学土地与环境专业理学硕士、美国伊利诺伊大学芝加哥分校工商管理专业硕士，毕忠德先生曾任长春市土地管理局地籍事务所副所长、长春市土地管理局土地估价事务所所长、长春市城乡建设委员会副主任、长春市国土资源局副局长、吉林省交通运输厅副厅长等职务。

跟踪期内，公司在其他管理体质及制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司经营的核心业务是高等级公路投资、建设、经营和管理，2013~2015 年，通行费收入占主营业务收入的比重达 85%以上，另有一部分的广告、加油站租赁和餐饮住宿及物业业务，占主营业务收入的比重较小。

表 3　2013~2016 年一季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费	91676.70	16.30	78426.36	-57.99	96870.38	-44.11	15252.85	60.31
广告	1141.29	52.58	1359.00	72.09	1631.44	74.99	157.66	92.92
餐饮住宿及物业	1725.64	48.54	530.52	35.90	1164.66	-1.01	23.33	-341.32
服务区租赁	4429.79	9.39	11221.99	58.65	8613.02	33.41	823.98	-2.70
售粮	580.12	-0.17	651.40	-3.38	4486.42	7.42	1086.99	1.68
旅游业	6.50	7.44	-	-	331.79	100.00	-	-
总计	**99560.03**	**16.87**	**92206.46**	**-40.92**	**113097.71**	**-33.58**	**17344.81**	**53.40**

资料来源：根据审计报告整理

注：通行费收入中未包含补贴收入中的通行费返还收入，该项收入 2013~2015 年分别为 129800 万元、380258 万元和 387700 万元。

公司近年来高速公路运营情况良好，通行费收入波动较大。2013~2015 年，公司实现通行费收入 9.17 亿元、7.84 亿元和 9.69 亿元。2014 年公司通行费同比下降 14.45%，主要系长平高速改扩建导致道路封闭所致。2015 年通行费收入同比增长 23.52%，主要是由于将吉草高速通行费由营业外收入转入营业收入核算所致；同时，2014 年公司新通车高速公路较多，处于运

营初期车流量较少。2013~2015 年，公司通行费业务的毛利率分别为 16.30%、-57.99%和-44.11%，受划入高速计提折旧影响，毛利率波动下降。结合通行费收入返还情况来看，2013~2015 年公司实现通行费返还收入分别为 12.98 亿元、38.03 亿元和 38.77 亿元，故三年实际通行费收入分别为 22.15 亿元、45.87 亿元和 48.46 亿元，毛利率分别为 65.35%、72.99%和 71.19%，显著高于账面毛利率。

公司的广告业务收入主要是依托于高速公路资产产生的广告收入，近三年收入不断增长但规模较小，毛利率提升迅速。公司的租赁费收入来源于租赁给中石油和中石化的加油站租赁收入，2013~2015 年处于先升后降态势，主要系公司与中石油和中石化的租赁协议需要签订补充协议而导致 2013 年加油站租赁收入暂时无法确认入账，2014 年租赁收入恢复正常；公司餐饮及住宿业务板块 2013~2015 年收入分别为 1725.64 万元、530.52 万元和 1164.66 万元，规模较小，对公司主营业务的整体影响小。整体来看，由于主营业务成本的快速增长，公司主营业务的综合毛利率近三年波动下降，2013~2015 年分别为 16.87%、-40.92%和-33.58%。

2016 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 1.73 亿元，主要为通行费收入和少量的广告、租赁及售粮收入，占 2015 年全年主营业务收入的 15.34%；其中服务区租赁业务收入 823.98 万元，占 2015 年服务区租赁业务的 9.57%，且毛利率大幅下降至-2.70%，主要是由于部分服务区租赁合同刚刚签订，未达到确认收入标准以及部分租赁合同调整导致收入下降，同时服务区维护运营支出相对增加；同期，公司整体毛利率 53.40%，较上年显著增长，主要是营业成本中的折旧等年末一次计提，故毛利率较高。

总体看，跟踪期内，公司通行费收入大幅增长，毛利率有所回升，除通行费收入外各主营业务收入规模较小，公司整体盈利能力一般。

2. 业务经营

高速公路投资模式

由于高速公路建设投资规模大，在建设施工过程中，公司建设施工的管理能力有限，因此部分工程项目委托给吉林省交通厅所属的事业单位吉林省高等级公路建设局负责工程建设管理，建设过程中，公司会将工程款预付给吉林省交通厅，分别计入公司的预付账款和其他应收款中，公司将预付给吉林省交通厅的工程款计入其他应收款，是由于项目的批复及结算文件滞后于资金的实际拨付，故将预付工程款暂时计入其他应收款中核算，待项目批复及结算文件落实以后，公司将把该部分款项转入预付账款核算。待工程完成竣工决算后，由吉林省高等级公路建设局将高速公路项目移交吉高集团对冲预付款。公司自己管理的在建高速公路项目计入在建工程，完成竣工结算后转入固定资产。

已建成高速公路运营情况

截至2016年3月底，公司主要拥有的公路有长平高速、长吉高速、长余高速、长营高速、吉江高速、延图高速、长春绕城高速西北环、江珲高速、营东梅高速、伊辽高速、吉草高速、肇松高速、通沈高速和通新高速共14条高速公路，上述高速公路均是吉林省“四纵三横”公路网中的主干架，其中长平高速、长余高速是国道主干线同江至三亚高速公路吉林省境内路段，是贯穿东北三省的一条主动脉，是黑龙江省通往关内的主要通道；长吉高速、吉江高速、延图高速是同江至三亚高速公路支线珲春至乌兰浩特的一部分，也是国道302线的重要组成部分；长营高速是长春通往东部山区最便捷、快速的通道，对东部的白山地区、通化地区、辽源地区经济发展具有战略意义；吉草高速公路是国家高速公路网规划中珲春（口岸）至乌兰浩特高速公路沈阳至吉林联络线吉林省境内路段，是“两纵”之一嘉荫至大连公路的组成部分；肇松高速、通沈高速和通新高速为吉林省交通厅新划入路产，由于产权划拨发生于2014年底，上述3条高速收入尚未在公司2014年营业收入

中体现。截至2016年3月底，公司下辖的通车高速公路里程已达1499.05公里；公司主要运营高速中，长余高速、长吉高速、长营高速、吉江高速及延图高速剩余收费权年限较短，在6年以内。

表4　截至2016年3月底公司主要运营高速公路情况

序号	高速公路名称	通车里程（公里）	高速公路性质	收费权期限	通车时间	剩余收费权年限
1	长平高速	133.25	国高网	25 年	1996.9	25
2	长余高速	154.45	国高网	20 年	2002.9	6
3	长吉高速	112.96	国高网	20 年	1997.9	3
4	长营高速	68.74	省高网	20 年	1997.9	3
5	吉江高速	29.80	国高网	20 年	1999.11	4
6	延图高速	28.70	国高网	20 年	2001.9	5
7	长春绕城高速西北环	43.04	国高网	25 年	2002.9	11
8	江珲高速	347.90	国高网	20 年	2008.10	12
9	营东梅高速	74.50	国高网、省高网	20 年	2010.11	14
10	伊辽高速	47.60	省高网	20 年	2009.10	13
11	吉草高速	258.60	国高网	20 年	2011.10	15
12	肇松高速	51.57	国高网	20 年	2008.9	12
13	通沈高速	45.54	国高网	20 年	2008.9	12
14	通新高速	52.40	国高网	20 年	2011.10	15
合计		**1499.05**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：长吉高速包含2013年12月新注入的长春龙家堡国际机场连接线4.7公里（2005.6）、长春至东湖镇段高速21公里（2005.6）、菜园子互通立交3.7公里（2013.7）；长平高速改扩建主体工程已全线建成通车，收费权年限递延25年。

表 5　2015 ~2016 年一季度公司主要高速公路日均车流量情况（单位：标准车辆次、%）

高速公路名称	2015 年	2016 年 1~3 月	2015 年车流量占比
吉草高速	21513	6454	8.49
长平高速	23574	8654	9.30
长余高速	41660	12498	16.43
长吉高速	40341	12102	15.91
长营高速	25647	7694	10.12
吉江高速	13395	4018	5.28
延图高速	13657	4097	5.39
长春绕城高速西北环	13276	6083	5.24
江珲高速	31216	9365	12.31
营东梅高速	3335	1000	1.32
伊辽高速	4056	1217	1.60
肇松高速	6745	2024	2.66
通沈高速吉林段	9968	2990	3.93
通新高速	5134	1540	2.03
合计	**253517**	**79736**	100.00

资料来源：公司提供

从车流量情况看，2015年，公司已经通行的高速公路中，长余高速、长平高速及江珲高速车流量占比最高，分别为16.43%、15.91%和12.31%，长平高速由于改扩建，部分道路封闭，导致车流量占比相对较低；营冬梅高速、伊辽高速及通新高速车流量占比最小，分别为1.32%、1.60%和2.03%，2013年实现全线通车的吉草高速车流量占比为8.49%。

通行费方面，长平高速投入运营的时间较长，需要的成本维修费用较高，且刚完成改扩

建，预计未来通行费收入的增长比较缓慢；吉草高速2016~2019年通行费预计增幅可达30%以上；长营高速和吉江高速的通行费增速预计在20%~30%之间；未来，随着新划入的松肇高速、通沈高速和通新高速3条高速正常运营、成熟期高速客流量的自然增长、培育期的高速公路步入成熟期，公司通行费收入有望持续增长。

所辖路产运营模式

公司下属路产中长平高速和吉草高速为其下属子公司吉林高速所辖路段，长春绕城高速公路西北环则由吉林高速的控股子公司长春高速公路有限责任公司所辖；其余 11 条路段为公司由省交通运输厅划拨而来，运营模式与长平高速、吉草高速及长春绕城高速公路西北环有所差异。

公司目前高速公路的运营模式大体分为两类：①吉草高速、长平高速和长春绕城高速公路西北环：分别属于公司下属全资子公司吉林省高等级公路投资开发有限公司、控股子公司吉林高速及吉林高速控股子公司长春高速公路有限责任公司路产，所实现的通行费收入直接计入公司营业收入。同时，上述三条高速公路分别由子公司吉林高速和公司负责养护和维修，相关支出计入公司营业成本。吉林高速作为国有上市公司，承担了所辖高速公路和高等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务；②长吉高速、长余高速、长营高速、吉江高速、延图高速、江密峰至珲春高速、营城子至东丰至梅河口高速、伊通至辽源高速、松肇高速、通沈高速和通新高速：为公司所辖，但通行费的收取由吉林省高速公路管理局负责征收，并上缴吉林省交通运输厅财政专户，吉林省交通运输厅扣除相应管理费用及养护支出后，根据资产和收益配比原则以财政补贴收入的形式返还给公司。补贴收入每年返还一次，当年应返还的补贴收入在财政决算后返还。2013~2015 年，公司以补贴方式获得的通行费收入分别为 12.98 亿元、38.03 亿元和 38.77 亿元，收入呈快速增长趋势。

未来公司新建高速公路则将按照自建、自营的模式建设维护，并收取通行费；公司未来路产将实现自主经营、独立核算、自负盈亏的运营模式。

3. 高速公路的建设

作为吉林省交通运输厅的投资主体和融资平台，公司现有大部分高速公路运营附属的生产经营性资产及配套有偿经营服务项目均为吉林省交通运输厅划拨而来，由公司负责运营管理，包括房屋、土地、机械设备、高速公路大中修改造、筑路材料、机电设备维护及开发、服务区、停车场、广告、光纤管网、客货物流及运输等经营开发业务。

为贯彻落实《吉林省交通厅关于省高速公路公司整合工作的实施意见》（吉交发（2006）12号文件），完善省高速公路公司运营管理体制，建立健全现代企业制度及产权制度，公司在高速公路建设模式方面，采取了以项目公司为主体的融资建设高速公路的方式，充分发挥了公司在高速公路建设方面的管理优势。

截至 2016 年 3 月底，公司在建高速公路主要为吉荒高速公路、辉南至白山高速公路及长平高速改扩建项目。吉林至荒岗路段的吉荒高速公路起自吉林市孟家，接已建成通车的珲春至乌兰浩特国家高速公路，经金珠、二道河、缸窑、吉舒、舒兰、水曲柳、平安，止于舒兰市荒岗（吉黑界）至拉林一级公路，全长 100 公里，总投资 54.60 亿元，项目资金来源主要为银行贷款、自筹资本金及交通运输部专项补贴。截至 2016 年 3 月底，吉荒高速公路已累计投资 7.02 亿元。

辉南至白山高速公路为 2015 年新划入项目，推荐方案路线全长约 80.97 公里，采用全封闭、全立交的双向四车道高速公路标准，估算总投资为 82.59 亿元。截至目前，该项目已经吉林省发改委《关于辉南至白山高速公路工程可行性研究报告的批复》（吉发改审批[2014]151 号）、吉林省国土资源厅《关于辉南

至白山高速公路项目建设用地预审意见的复函》（吉国土资预审函[2013]34 号）、吉林省环境保护厅《关于辉南至白山高速公路工程环境营销报告书的批复》（吉环审字[2012]164 号）批复。

长平高速改扩建项目是根据 2012 年 10 月 15 日交通运输部《关于四平（辽吉界）至长春高速公路改扩建工程初步设计的批复》（交公路发【2012】520 号），建设四平（辽吉界）至长春高速公路的改扩建工程，项目总投资初步核定为 61.50 亿元。截至 2016 年 3 月底，长平高速改扩建工程主体工程已全线建成通车，累计完成投资 59.88 亿元。公司在建项目未来预计仍有 125.66 亿元的资金尚需投入，公司未来资金压力大。

表6　截至2016年3月底公司主要在建高速公路项目情况（单位：亿元）

项目	建设时间	预计总投资金额	截至 2016 年 3 月底已投资金额	2016 年 4~12 月预计投资额	2017 年预计投资额	2018 年预计投资额
长平高速改扩建	2013.04~2016.10	61.50	59.88	1.78	--	--
吉林至荒岗	2013.05~2016.10	54.60	7.02	19.47	21.26	6.85
辉南至白山	2015.10~2018.05	82.59	6.13	18.94	36.00	21.52
合计		**198.69**	**73.03**	**40.19**	**57.26**	**38.37**

资料来源：公司提供

4. 未来发展

根据公司发展规划，“十三五”期间，公司将以“规划管理、科学决策、依法经营、稳步前进”为方针，积极探索高速公路项目由省、市共建，共同投资、共享收益的管理模式。公司将通过创新产权和经营方式、放宽准入限制、提供融资和经营便利、建立补偿机制等途径，吸引外资和民营资本积极参与交通运输建设，引导社会资金投入交通建设。加强信贷投入，增加国内商业银行、政策性银行和争取国际金融机构对交通建设间接融资的资金；利用股票、债券和基金等手段，不断增加交通运输建设的直接融资。

总体来看，公司未来发展前景良好。

八、募集资金使用情况

“11 吉高速 MTN1”募集资金 10 亿元，用于支付吉草高速银团贷款利息、支付企业债利息和置换银行贷款，目前上述资金已按募集用途全部使用完毕。

“12 吉高速 MTN1”募集资金 10 亿元，其中 8.26 亿元用于偿还银行贷款，1.74 亿元用于补充营运资金。截至目前，募集资金已按募集用途全部使用完毕。

“13 吉高速 MTN1”募集资金 9.7 亿元，用于偿还公司银行贷款，截至目前，公司已按募集用途全部使用完毕。

“14 吉高速 MTN001”募集资金 10 亿元，其中 4.17 亿元用于偿还银行借款，5.83 亿元用于吉荒高速的项目建设；截至目前，上述资金已按原规定用途正常使用。

“14 吉高速 MTN002”募资基金 20 亿元，全部用于偿还银行贷款；截至目前，上述资金已按原规定用途正常使用。

“15 吉林高速 MTN001”募集资金 20 亿元，其中 11 亿元用于补充公司本部流动资金及运营养护资金，0.25 亿元用于支付承销费，1.56 亿元用于子公司吉林省高等级公路投资开发有限公司负责的高速公路项目建设，其余 7.19 亿元尚未使用。

“16 吉林高速 MTN001”募集资金 10 亿元，计划用途为偿还银行贷款，目前尚未使用。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年财务报表已经过中准会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年一季度财务报表未经审计。2014 年，公司合并范围新增 2 家子公司：吉林省泽通公路开发建设有限公司（持股比例 25%，投资成本 5.60 亿元）和吉林省吉兴交通建设有限公司（持股比例 31.80%，投资成本 6.59 亿元），均为新设成立，两公司均不设董事会，各设执行董事一名且由公司委派，日常经营活动均由公司管理，故纳入合并范围；2015 年，公司合并范围未发生变化。近三年，合并范围变动不大，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 687.08 亿元，所有者权益 369.34 亿元（其中少数股东权益 16.27 亿元）；2015 年公司实现营业收入 11.33 亿元，利润总额 24.99 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 721.35 亿元，所有者权益 389.89 亿元（其中少数股东权益 15.72 亿元）；2016 年 1～3 月，公司合并口径实现营业收入 1.73 亿元，利润总额 20.67 亿元。

2. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长 6.61%。2015 年，公司实现营业收入 11.33 亿元（不含补助收入中的通行费返还），同比增长 22.19%，主要为通行费、广告和租赁收入等；同期，公司营业成本 15.14 亿元，由于划入的肇松高速、通沈高速吉林段、通新高速计提折旧，导致营业成本增长 16.15%。

公司的营业成本主要包括子公司吉林高速所辖路产及其配套设施的建设和维护成本、公路征收和执法业务成本、固定资产折旧，以及公司下属其他子公司的营业成本（包括广告业务、餐饮住宿业务及服务区业务等）；公司所辖原由省交通运输厅划拨路产的相关运营费用则由省交通运输厅在返回的通行费收入之前支付，但划拨路产等固定资产的折旧费用仍归入公司的运营成本，导致收入与成本的确认原则不尽匹配，公司账面的营业利润率低于实际营业利润率。2013~2015 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长 35.22%。在营业成本快速增长的作用下，三年公司营业利润率分别为 13.78%、-43.66%和-35.88%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 13.84%，主要系债务规模扩张导致财务费用增长所致。2015 年，公司期间费用 8.92 亿元，受发债规模和借款规模扩大影响，财务费用持续高企，期间费用占营业收入比重达 78.70%，较 2014 年的 78.39%继续上升。鉴于营业收入未全面反映公司营收情况，考虑到政府补助中的通行费返还收入，期间费用率实际为 17.80%，公司对期间费用控制能力有待提高。

2013~2015 年，公司营业外收入快速增长，分别为 13.09 亿元、38.12 亿元和 38.89 亿元，对公司利润总额贡献大。公司营业外收入主要为专项补贴款（吉林省交通厅于当年对公司返还的通行费收入）；该款项 2014 年返还较多主要是由于 2013 年底新增高速公路资产收费增加、部分高速公路由培育期进入高速成长期、以及全省高速公路计重收费标准提高。受通行费收入政府返还较多影响，2013~2015 年公司利润总额分别为 7.49 亿元、26.69 亿元和 24.99 亿元。近三年，公司净利润分别为 6.49 亿元、25.88 亿元和 24.71 亿元，年均复合增长 95.16%。

盈利指标方面，2013~2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈现波动上升趋势，三年平均值分别为 4.73%和 6.09%；2015 年上述两项指标分别为 4.98%和 6.69%，同比分别下降 0.46 个和 0.81 个百分点。总体看，公司整体盈利能力一般。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.73 亿元，占 2015 年全年的 15.31%；由于通行费收

入返还规模大，公司 2016 年 1~3 月利润总额 20.67 亿元；同期，公司营业利润率为 50.12%，主要系季度数据尚未计提折旧所致。

总体看，跟踪期内，营业外收入中的政府返还通行费收入对公司利润的贡献大，利润总额有所下降且期间费用占比大，公司整体盈利能力一般。

3．现金流分析

经营活动流入方面，2013～2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所增长，分别为 9.89 亿元、9.51 亿元和 11.60 亿元，年均复合增长 8.28%；公司近三年现金收入比分别为 99.23%、102.60%和 102.36%，公司收入实现质量尚可。2013～2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，年均复合增长 57.15%；2015 年为 75.78 亿元，同比下降 8.52%，主要为吉林省交通厅往来款、政府补贴款等。经营活动现金流出方面，2013～2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速下降，分别为 2.12 亿元、1.77 亿元和 1.39 亿元。2013～2015 年，公司支付其他与经营活动有关的现金波动中有所下降，年均复合下降 11.87%，2015 年为 44.14 亿元，同比下降 34.32%，主要系与吉林省交通运输厅往来款项减少所致。2013～2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为-20.94 亿元、20.00 亿元和 38.77 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流整体表现为净流出。公司投资活动现金流入量规模较小，主要为收到其他与投资活动有关的现金（主要系公司收到的工程合同履约保证金）。2013～2015 年，公司投资活动现金流出规模快速增长，分别为 12.21 亿元、37.80 亿元和 131.54 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金。2013～2015 年公司投资活动现金流净额分别为-8.57 亿元、-27.89 亿元和-121.15 亿元。

公司投资活动资金需求较大，经营活动产生的现金流净额不能够满足公司的投资需求，公司有较大的对外融资压力。

筹资活动方面，2013～2015 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 29.04%，主要系外部借款增加所致。2013～2015 年，公司借款收到的现金分别为 57.54 亿元、11.22 亿元和 47.48 亿元，年均复合下降 9.16%。2014 年公司新设吉林省泽通公路开发建设有限公司和吉林省吉兴交通建设有限公司，吸收上海浦银安盛资产管理有限公司和中欧盛世资产管理（上海）有限公司的大量投资，带动当年筹资活动现金流入量大幅增长。2015 年，公司继续收到来自上述两公司的投资款 28.33 亿元，同期，公司筹资活动现金流入为 95.81 亿元，同比下降 16.96%。公司筹资活动支出主要为偿还债务和相关利息所支付的现金，2013～2015 年筹资活动现金流出分别为 31.40 亿元、7.59 亿元和 62.99 亿元。2013～2015 年公司筹资活动现金流量净额分别为 26.13 亿元、107.79 亿元和 32.82 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 3.84 亿元。流入方面，经营活动现金流入主要来源于收到其他与经营活动有关的现金 33.77 亿元，主要是通行费补贴；流出方面，经营活动现金流出主要为支付其他与经营活动有关的现金 31.14 亿元。2016 年 1～3 月，公司投资活动产生的现金流量净额-11.65 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.53 亿元及支付其他与投资活动有关的现金 5.13 亿元所致。2016 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金流量净额 12.05 亿元。流入方面，公司筹资活动现金流入 16.45 亿元，均为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 4.41 亿元，仍以偿还债务和相关利息为主。

综合来看，跟踪期内，受政府往来款支出减少影响，公司经营活动现金流出量大幅下降；公司投资规模较大，经营活动产生的现金流无法满足投资活动对资金的需求，公司对外部融资的依赖性较强。

4．资本及债务结构

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 29.57%，主要系货币资金、预付款项和固定资产大幅增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额 687.08 亿元，其中，流动资产占 41.67%，非流动资产占 58.33%，受货币资金及预付款项大幅增长影响，流动资产占比有所提高，但公司资产结构仍以非流动资产为主，符合高速公路行业的经营特点

流动资产

2013~2015年，公司流动资产快速增长，年均复合增长85.62%，主要系货币资金和预付款项增长所致。截至2015年底，公司流动资产286.34亿元，同比增长163.59%，主要系预付款项的增长所致；构成上，以货币资金（占27.33%）、预付款项（占64.93%）及其他应收款（占7.45%）为主。

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 67.51%，其中 2014 年公司货币资金的大幅增长主要是由于公司 2014 年底分别成立子公司吉林省泽通公路开发建设有限公司及吉林省吉兴交通建设有限公司，吸收出资款所致。截至 2015 年底，公司货币资金 78.24 亿元，同比下降 38.77%，主要系预付工程材料款等所致；其中，银行存款 78.23 亿元（占比为 99.99%）。截至 2015 年底公司无受限货币资金。

2013~2015 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 234.63%。截至 2015 年底，公司预付款项 185.92 亿元，同比大幅增长 148.21%，主要为预付吉林省交通厅的项目建设工程款。公司预付款项账龄在 1 年以内的占 72.53%，1～2 年的占 27.44%，其余账龄在 2 年以上。

2013~2015 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 25.10%，其中 2014 年其他应收款同比下降 60.26%主要系部分工程款项转入预付款项所致。截至 2015 年底，公司其他应收款 21.34 亿元，同比增长 41.17%，主要是由于公司向吉林省交通运输厅支付工程相关款项及日常往来款的增加所致。从账龄看，截至 2015 年底公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 44.97%，1～2 年的占 3.63%，5 年以上的占 50.93%，其余账龄在 2~5 年。公司对其他应收账款合计计提坏账准备 1.80 亿元。公司的其他应收款小部分为往来款，其余为应收吉林省交通运输厅的款项，公司将预付给吉林省交通厅的工程款计入其他应收款，是由于项目的批复文件滞后于资金的实际拨付，故将预付工程款暂时计入其他应收款中核算，待项目批复文件落实以后，公司将把该部分款项转入预付款项核算。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长10.84%，主要系固定资产大幅度增加所致。截至2015年底，公司非流动资产400.74亿元，同比增长1.85%，主要由固定资产（占比97.10%）和在建工程（占比1.68%）构成。

2013~2015 年，公司固定资产年均复合增长 12.00%。截至 2015 年底，公司固定资产原值 442.81 亿元，累计计提折旧 56.52 亿元，计提固定资产减值准备 19.17 万元，净值 389.12 亿元，同比增长 8.58%，新增资产主要由长平高速公路改扩建项目转入；构成以公路、桥梁及公路建筑物为主，占固定资产净值的 99.27%，其余为房屋及建筑物、电子设备、运输设备等。

2013~2015 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 23.25%。截至 2015 年底，公司在建工程 6.74 亿元，同比下降 77.96%，主要系长平高速改扩建工程转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司在建工程主要为吉荒高速及年内新增的辉南至白山高速公路等项目。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 721.35 亿元，较 2015 年底增长 4.99%；其中，流动资产占 43.68%、非流动资产占 56.32%，受预付款项增加影响（主要为预付的高速公路建设项目工程款），流动资产占比进一步提升。

整体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，预付款项规模大。公司资产结构的行业特点显著，非流动资产中固定资产占比大，公司整体资产质量较好。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长 18.78%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 369.34 亿元（含少数股东权益 16.27 亿元），同比增长 7.05%，主要系未分配利润大幅增加所致。公司所有者权益中实收资本占 7.31%，资本公积占 72.24%，盈余公积占 2.00%，未分配利润占 14.04%，少数股东权益占 4.41%。

公司的资本公积主要为下属的路产。截至 2014 年底，公司资本公积 266.81 亿元，同比增长 27.63%，主要系当期划入三条高速所致；2015 年公司资本公积未发生变化。

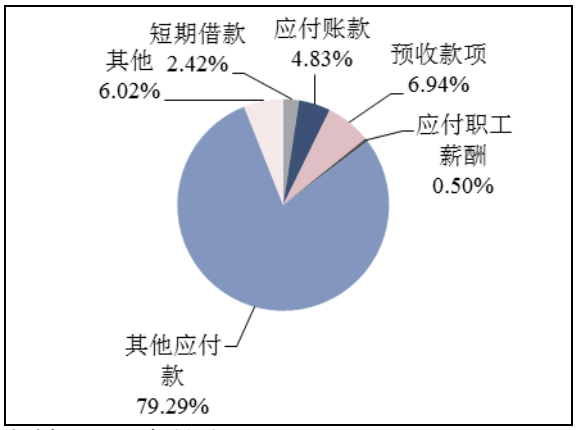
截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 389.89 亿元，较 2015 年底增长 5.56%。总体看，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性较好。

负债

2013~2015 年，公司负债总额分别为 147.49 亿元、267.52 亿元和 317.74 亿元，年均复合增长 46.77%，主要系其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。截至 2015 年底，公司负债总额 317.74 亿元，同比增长 18.77%，主要受应付债券和长期应付款增长的影响。截至 2015 年底，公司负债总额中流动负债占 9.37%、非流动负债占 90.63%。公司负债以非流动负债为主，符合行业特点。

2013~2015 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 29.24%，主要来自于其他应付款的增长。截至 2015 年底，公司流动负债 29.77 亿元，其中，其他应付款占 79.29%，预收款项占 6.94%，应付账款占 4.83%，其余科目占比较小。

图 3　截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 46.05%。截至 2015 年底，公司其他应付款 23.61 亿元，较上年增长 32.89%，主要为应付工程款及保证金 22.18 亿元及其他往来款 1.43 亿元。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 49.02%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债 287.97 亿元，其中长期借款占 31.01%、应付债券占 33.04%、长期应付款占 35.59%。

2013~2015 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 20.60%。截至 2015 年底，公司长期借款 89.29 亿元，较上年底增长 25.62%。公司长期借款包括保证借款 0.40 亿元，为孙公司磐石吉高陆港有限公司借款，由公司担保；质押借款 82.35 亿元，其中 63.55 亿元系子公司吉林省高等级公路投资开发有限公司以珲春至乌兰浩特高速公路吉林至沈阳联络线吉林至草市段高速公路收费权作为质押，18.80 亿元系子公司吉林高速以长平高速公路收费权作为质押；另有委托借款 6.53 亿元。

2013~2015 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 18.62%。截至 2015 年底，公司应付债券 95.14 亿元，同比增长 26.64%，系年内新发行“15 吉高速 MTN1”所致；主要为“11 吉高速 MTN1”(10 亿元)、“12 吉高速 MTN1”

（10 亿元）、“11 吉高速”（7.94 亿元）、“13 吉高速 MTN1”（9.70 亿元）、“13 吉高速 PPN001（3 年期）”（7.5 亿元）、“14 吉高速 MTN001”（10 亿元）、“14 吉高速 MTN002”（20 亿元）及“15 吉高速 MTN1”（20 亿元）。

2013~2015 年，公司长期应付款分别为 0 元、74.16 亿元和 102.49 亿元。公司长期应付款主要为应付上海浦银安盛资产管理有限公司和中欧盛世资产管理（上海）有限公司对于吉林省泽通公路开发建设有限公司和吉林省吉兴交通建设有限公司的股权回购款，已计入有息债务；公司每年支付 7.995%的股权溢价款，并分别于 2018 年和 2019 年分 3 年和 4 年等额偿还吉林省吉星交通建设有限公司和吉林省泽通建设有限公司的股权回购款本金。

近三年，公司债务规模快速增长，年均增速 49.15%。截至 2015 年底，公司全部债务 287.64 亿元，其中短期债务 0.72 亿元，长期债务 286.92 亿元，受银行借款到期、年内发行中期票据以及股权回购款增长影响，长期债务占比进一步提升至 99.75%。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，分别为 46.24%、43.78%和 43.72%，公司整体债务负担尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 331.46 亿元，较 2015 年底增长 4.32%，主要系短期借款和其他应付款的增长所致。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 294.72 亿元，其中短期债务 6.72 亿元，长期债务 288.00 亿元。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.95%、43.05%和 42.48%。

总体看，公司负债以非流动负债中的长期借款、应付债券和应付股权回购款为主，债务结构合理，债务规模增长较快，整体债务负担尚可。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司流动比率和速动比率持续快速上升。2013~2015 年，受流动资产增速高于流动负债增速影响，公司流动比率和速动比率持续上升，三年平均值分别为为 716.57%和 714.74%，2015 年上述两指标分别为 961.77%和 959.64%。2016 年 3 月底，公司流动资产及流动负债均继续保持增长，流动比率和速动比率有所回落，分别为 743.45%和 741.82%。2013～2015 年，公司经营现金流动负债比分别为-117.51%、43.34%和 130.24%。综合考虑到公司现金类资产较为充足，且短期债务规模小，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司 EBITDA 年均复合增长 54.68%，2015 年为 45.07 亿元。公司 EBITDA 利息倍数波动增长，2013～2015 年分别为 3.07 倍、6.55 倍和 5.16 倍。全部债务/EBITDA 波动下降，2013~2015 年分别为 6.86 倍、5.54 倍和 6.38 倍。综合考虑到吉林省交通厅对公司的支持以及未来通行费收入的增长，公司整体偿债能力较好。

公司存续期债券为“11 吉高速 MTN1”、“12 吉高速 MTN1”、“13 吉高速 MTN1”、“14 吉高速 MTN001”、“14 吉高速 MTN002”、“15 吉林高速 MTN001”和“16 吉林高速 MTN001”，上述债券发行额度合计 89.70 亿元。2015 年公司 EBITDA 为 45.07 亿元，为单年最高偿付额（40 亿元）的 1.13 倍；2015 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 87.37 亿元和 38.77 亿元，分别为单年最高偿付额（40 亿元）的 2.18 倍和 0.97 倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据单年最高偿付额的保障程度较高。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得商业银行授信 209.42 亿元，其中已使用额度 97.08 亿元，剩余未使用额度 112.34 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，子公司吉林高速在上海证券交易所上市，公司具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1022010100526990D），截至 2016 年 7 月 7 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

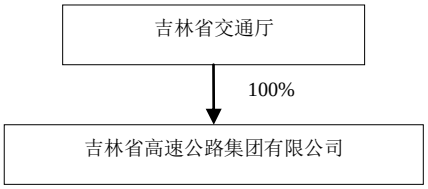
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及吉林省高速公路发展环境和政府对公司支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

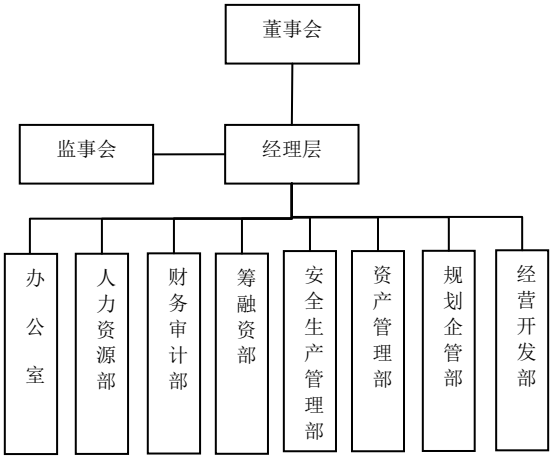
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“11 吉高速 MTN1”、“12 吉高速 MTN1”、“13 吉高速 MTN1”、“14 吉高速 MTN001”、“14 吉高速 MTN002”、“15 吉林高速 MTN001”和“16 吉林高速 MTN001”的信用等级为 AA^+。

附件 1-1　公司最新股权结构图



附件 1-2　2016 年 3 月底公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.88	127.78	78.24	82.54
资产总额(亿元)	409.28	612.54	687.08	721.35
所有者权益(亿元)	261.78	345.03	369.34	389.89
短期债务(亿元)	0.30	23.71	0.72	6.72
长期债务(亿元)	129.00	220.36	286.92	288.00
全部债务(亿元)	129.30	244.07	287.64	294.72
营业收入(亿元)	9.97	9.27	11.33	1.73
利润总额(亿元)	7.49	26.69	24.99	20.67
EBITDA(亿元)	18.84	44.06	45.07	--
经营性净现金流(亿元)	-20.94	20.00	38.77	3.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.02	25.48	46.95	--
存货周转次数(次)	103.57	24.40	19.54	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	99.23	102.60	102.36	121.19
营业利润率(%)	13.78	-43.66	-35.88	50.12
总资本收益率(%)	3.07	5.44	4.98	--
净资产收益率(%)	2.48	7.50	6.69	--
长期债务资本化比率(%)	33.01	38.98	43.72	42.48
全部债务资本化比率(%)	33.06	41.43	43.78	43.05
资产负债率(%)	36.04	43.67	46.24	45.95
流动比率(%)	466.28	474.77	961.77	743.45
速动比率(%)	465.42	472.78	959.64	741.82
经营现金流动负债比(%)	-117.51	43.34	130.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.07	6.55	5.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	5.54	6.38	--

注：1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 长期应付款中股权回购款已计入有息债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。