

信用等级公告

联合[2015] 298 号

联合资信评估有限公司通过对长春润德投资集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析 and 评估, 确定

长春润德投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

长春润德投资集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年三月十一日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

长春润德投资集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 15 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

发行目的: 偿还公司本部银行借款和补充营运资金

评级时间: 2015 年 3 月 11 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	130.82	175.30	239.19	247.96
所有者权益(亿元)	104.14	105.65	124.70	125.97
长期债务(亿元)	11.90	30.89	73.08	98.81
全部债务(亿元)	14.80	49.99	94.85	100.49
营业收入(亿元)	5.69	3.30	15.54	2.75
利润总额(亿元)	1.19	1.52	10.93	1.84
EBITDA(亿元)	1.32	1.67	12.58	--
经营性净现金流(亿元)	4.85	-18.20	35.53	-1.99
营业利润率(%)	4.63	8.70	55.71	71.96
净资产收益率(%)	1.14	1.43	7.06	--
资产负债率(%)	20.40	39.73	47.87	49.20
全部债务资本化比率(%)	12.44	32.12	43.20	44.37
流动比率(%)	178.89	177.98	321.71	613.28
全部债务/EBITDA(倍)	11.18	29.92	7.54	--
EBITDA/本期中期票 据额度(倍)	0.09	0.11	0.84	--

注: 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

高延龙 张 强

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”)对长春润德投资集团有限公司(以下简称“公司”或“长春润德”)的评级反映了公司作为长春市三大城市基础设施建设主体之一,在项目储备及政府支持等方面具有显著优势;同时联合资信也关注到公司债务规模快速增长、其他应收款规模大、对外融资依赖程度高等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

“十二五”期间,公司坚持以市政重点基础设施建设为第一主业,保障房建设为第二主业。随着国家对棚改项目的大力推动,保障房建设市场空间扩大,同时公司新形成的管网租赁收入持续稳定,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用等级以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 长春市经济保持持续较快增长,财政实力稳步加强,为公司未来发展提供了良好的外部环境。
2. 国家大力推进棚户区改造建设,公司作为长春市保障房主要建设主体,保障房业务量有望大幅增长。
3. 公司在资本金及优良资产注入、政府补助和代建项目回购等方面获得了长春市政府的大力支持。

关注

1. 公司其他应收款规模大,回款时间存在不确定性,对公司资金形成占用。
2. 公司债务规模快速增长,债务负担加重;未来公司项目投资规模较大,对外融资压力上升。

3. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。
4. 本期中期票据与“14 长春润德 MTN001”发行间隔较短，公司可能面临较大集中兑付压力。

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）与长春润德投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与长春润德投资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、联合资信与评估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，未因长春润德投资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长春润德投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用数据的真实性及完整性。

六、长春润德投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

长春润德投资集团有限公司(以下简称“公司”)由长春市政府投资建设项目管理中心出资组建的国有法人独资公司,于2009年5月19日成立,领取22010101001604X号企业法人营业执照;公司注册资本为20.34亿元,其中货币出资6.34亿元,道路实物资产14.06亿元(列入实收资本金额14亿元,列入资本公积0.06亿元;同时列为固定资产),出资人为长春市政府投资建设项目管理中心。根据中准会计师事务所有限公司出具的验资报告(中准验字【2010】第2005号),2009年6月22日,长春市政府投资建设项目管理中心以货币增资1.90亿元,增资后公司注册资本变更为22.24亿元。

2013年8月,根据《长春市人民政府关于明确长春市城市发展投资控股(集团)有限公司有关事项的批复》(长府批复【2013】27号),将长春市政府投资建设项目管理中心持有公司的国有股权无偿划入长春市城市发展投资控股(集团)有限公司(以下简称“长春城发”)持有,划转后,公司成为长春城发的全资子公司。长春城发系长春市国资委下属公司,故公司实际控制人为长春市国资委。

公司经营范围:国有资产经营、城建资金管理、城市基础设施、水利项目开发、建设、承包(需凭有效资质证书经营)、投资管理、土地收储(一级整理)、土地整理开发、物资租赁、经营城建基础设施;房屋租赁;建筑设计、物业管理(需凭有效资质证书经营)。

截至2014年3月底,公司纳入合并范围的子公司共7家,全资子公司6家和控股子公司1家;公司本部设有综合办公室、项目融资部、财务管理部、企业管理部、工程管理部、人力资源部等9个主要职能部门。

截至2013年底,公司合并资产总额239.19亿元,所有者权益124.70亿元(其中少数股东权益0.25亿元);2013年公司实现营业收入15.54

亿元,利润总额10.93亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额247.96亿元,所有者权益125.97亿元(其中少数股东权益0.24亿元);2014年1~3月,公司实现营业收入2.75亿元,利润总额1.84亿元。

公司注册地址:南关区南环路190号楼2层417、418室;法定代表人:赵文杰。

二、本期中期票据筹资项目概况

1. 本期中期票据概况

公司于2014年注册总金额为20亿元人民币的中期票据,首期中期票据5亿元已于2014年9月发行,期限5年;本期计划发行剩余额度15亿元(以下简称“本期中期票据”),期限5年,本期中期票据无担保,每年付息一次,到期一次性还本付息。

2. 本期中期票据筹集资金投资项目概况

本期中期票据拟发行额度为15亿元,其中14亿元计划用于偿还公司本部银行借款,1亿元计划用于补充下属子公司营运资金。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消

费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品

市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导

意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、

国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府投融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以

及其他与土地储备业务无关的项目(4)制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台,化解了地方政府债务不断累积的长期担忧,长期来看,融资平台债务风险应有所下降,但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013年4月,银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上,《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先,《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”,严格新增贷款条件,整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境,将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资,城投债仍将保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境,监管政策预留着一定的空间,执行将存在一定的灵活性。此外,《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策,对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控,有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013年8月底,国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050号文,支持“债贷组合”模式,即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及

偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

2014年10月初,国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《43号文》),系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:

(1)政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府,市县级政府确需举借债务的,也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借,企事业单位严格禁止举借政府性债务,且明确要剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式。(2)《43号文》明确了地方政府性债务规模实行限额管理,通过建立地方政府信用评级制度,逐步完善地方政府债券市场;地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;地方政府债务实行全口径预算管理。(3)对于偿债主体,明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则;若出现地方政府难以自行偿还债务的情况,地方政府要及时上报,本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制,切实化解债务风险,并追究相关人员责任。另外,对于存量债务,《43号文》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。

2014年10月底,财政部公开发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351号,以下简称《351号文》),是对《43号文》的具体细化,《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。新增核心内容包括①地方各级财政部门汇总本地区清理甄别结果,新增同级审计部门对此结果出具审计意见的要求,同时提出上报地方财政口径若与审计口径不一致,要求退回重新核实;②财政部将各地清理甄别结果抄

送审计署后，新增财政部组织其驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处核查各地报送数据，对虚增政府存量债务的，相应核减地方政府债券发行规模，并追究相关责任人责任；③提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，具体分为4种情况，对于确认为单一的一般债务及单一的专项债务，原则不变，但其他两种情况是本次新增的规定，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；④新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.30%，扣除价格因素，实际增长18.90%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资7.17万亿，比上年增长21.20%。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长14.20%；新开工项目38.93万个，比上年增加6.62万个。2013年全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666

万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年底，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化进程将逐渐深入。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

近年来，长春市国民经济稳定增长，全市综合实力不断提高。根据《2013年长春市国民经济和社会发展统计公报》，2013年，全市GDP达到5003.2亿元，同比增长8.3%，其中，第一产业增加值332.0亿元，增长3.5%；第二产业增加值2658.7亿元，增长9.4%；第三产业增加值2012.5亿元，增长7.8%；三次产业结构为6.7:53.1:40.2。

2013年全市完成固定资产投资3408.4亿元，增长20%，其中，房地产开发投资613.6亿元，下降5.6%。全市完成规模以上工业增加值2103.3，增长10.2%。全市建筑业完成增加值436.5亿元，增长6%。

伴随着长春市经济持续快速发展，其财政实力稳步增强。根据市财政局提供的最新数据，2011~2013年，长春市全口径一般公共预算收入年均增长15.83%，2013年实现1077.58亿元，同比增长16.15%，其中税收收入1022.80亿元。长春市本级一般公共预算收入381.82亿元，其中税收收入309.15亿元；市本级政府2013年获得上级补助收入和国有土地使用权出让收入分别为268.27亿元和272.14亿元，分别占本级地方综合财力的28.79%和29.21%。

表1 2011~2013年长春市全口径财政收入情况

(单位: 亿元)

项目	2011年	2012年	2013年	增长率
一般公共预算收入	803.17	927.72	1077.58	15.83
税收收入	751.97	879.16	1022.80	16.63
非税收入	51.20	48.56	54.78	3.44
基金收入	317.64	194.28	308.02	-1.53
上级补助收入	283.74	168.01	268.27	-2.76
预算外收入	14.7	11.54	9.44	-19.86
地方可控财力	1419.25	1301.55	1663.31	8.26

资料来源: 公司提供

从长春市本级政府债务来看，截至2013年底，长春市本级政府债务余额为726.55亿元，其中直接债务余额为690.11亿元。债务率为77.98%，债务负担较重。

表2 长春市本级政府债务情况 (单位: 万元)

地方债务 (截至2013年12月)	金额	地方财力 (2013年度)	金额
(一) 直接债务余额	6901137	(一) 地方一般公共预算本级收入	3818178
1、外国政府贷款	1406	1、税收收入	3091500
2、国际金融组织贷款	1244	2、非税收入	726678
3、国债转贷资金	12784	(二) 转移支付和税收返还收入	2682743
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	1498217
5、解决地方金融风险专项借款	17981	2、专项转移支付收入	873598
6、国内金融机构借款	2939346	3、税收返还收入	310928
7、债券融资	63862	(三) 国有土地使用权出让收入	2721412
8、粮食企业亏损挂账	64058	1、国有土地使用权出让金	2662719
9、向单位、个人借款	1102513	2、国有土地收益基金	48119
10、拖欠工资和工程款		3、农业土地开发资金	10574
11、其他	2697943	4、新增建设用地有偿使用费	0
(二) 担保债务余额	728743	(四) 预算外财政专户收入	94427
1、政府担保的外国政府贷款	39587		
2、政府担保的国际金融组织贷款	50924		
3、政府担保的国内金融机构借款	638232		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	7265509	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	9316760
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	77.98%		

资料来源: 公司提供

总体来看,长春市经济保持持续较快增长,财政实力稳步加强,为公司未来发展提供了良好的外部环境。同时联合资信也关注到,长春市本级政府债务率较高,债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底,公司实收资本为22.24亿元。出资人为长春市城市发展投资控股(集团)有限公司,实际控制人为长春市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是长春市重要的基础设施建设与投融资主体之一,与长春市另外两家城投公司(长春城市开发(集团)有限公司、长春城投建设投资有限公司)共同参与长春市基础设施建设投融资等业务。长春市的保障房建设任务基本由公司完成,具有较强的垄断地位,基础设施及市政建设分别由公司和另外两家城投公司共同完成。

总体看,公司是长春市重要的投融资平台和基础设施及保障房建设主体,对长春市城市建设具有重大作用。

3. 人员素质

截至2014年3月底,公司高层管理人员共有6人。

公司董事长赵文杰先生,1961年4月出生,中共党员。曾任长春市司法局财务处科员、副主任科员,长春市财政局文教行政处副主任科员、主任科员、助理调研员,长春市财政局教科文处副处长,长春市政府采购中心副主任,长春市财政局城建处处长,现任公司董事长,并兼任总经理职位。

截至2014年3月底,公司(合并口径)共有员工222人,其中本科及以上学历人员占64.41%,大专学历人员占35.59%;从年龄结构看,30岁及以下人员占43.69%,30~50岁员

工占49.55%,50岁及以上人员占6.76%。

总体看,公司高层管理人员管理经验丰富,员工年龄结构合理、整体素质较高,能够满足公司发展需要。

4. 政府支持

公司作为长春市基础设施投资建设的投融资主体之一,获得了长春市政府在财政补贴、资本金和资产注入、代建项目回购等方面的大力支持。

补贴收入

为支持公司推进城市基础设施建设,2011~2013年,公司获得政府补助款项分别为1.19亿元、1.57亿元和2.50亿元。上述补贴款项列公司营业外收入—补贴收入科目。

资本金注入

根据中准会计师事务所有限公司出具的验资报告(中准验字[2010]第2005号),2009年6月22日,长春市政府投资建设项目管理中心以货币增资1.90亿元,增资后公司注册资本变更为22.24亿元。

2013年,根据长春市财政局《关于下达润德集团年度城建投资计划的通知》(长财城【2013】205号),长春市财政局决定每年下达公司城建投资计划资金10亿元,可作为公司企业发展资金,专项用于长春市重大城市基础设施建设、城市基础设施养护和城建项目还贷资金等。2013年公司收到企业发展资金现金10亿元,计入资本公积,在现金流量表中反映为收到其他与经营活动有关的现金。

资产注入

根据长春市人民政府国有资产监督管理委员会国有资产无偿划转单,2010年12月长春市国资委无偿划拨至公司管道沟槽资产,账面净值为80.03亿元,财务核算时在固定资产和资本公积体现。

同时,公司已与长春市政府签订《长春市地下排水管网资产使用权租赁协议》,长春市财政局自2013年起在租赁期内每年支付公司管网

租金10亿元，并将此租金列入财政年度预算，公司可将其列入“主营业务收入”科目，相关税费由财政另行承担（长财城【2013】204号文件）。截至2013年底，公司2013年的管网租金10亿元已全部收回。

代建项目回购

针对公司承建的大型重点市政工程及公租房项目，长春市人民政府均与公司签订了回购协议或委托代建协议，其中，公司目前代建的2个公租房建设项目政府计划拨付代建资金51.47亿元，为项目总投资额的1.57倍。

总体看，长春市政府对公司的支持力度很大，对公司的持续经营发展具有很强的支撑作用。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会，设有董事会，董事会对股东负责，并行使法律、法规、《公司章程》和出资人赋予的职权。公司董事会由3名董事组成，由股东委派；设董事长1人，由股东从董事会成员中选举，公司法定代表人为董事长，每届任期3年，任期届满，经股东决定可连任。公司设经理1人，对董事会负责，由董事会决定聘任或者解聘；经理每届任期3年，任期届满，经董事会聘任可以连任。公司不设监事会，设监事2人，由股东委派，董事、高级管理人员不得兼任监事；监事每届任期3年，任期届满经股东决定可连任。

2. 管理水平

财务管理方面，为了加强公司的财务管理，健全内部约束机制，规范各项经济行为，保证会计信息质量，保护资产的安全与完整，防范各种经营风险和财务风险，根据国家有关法规制定财务管理制度。应遵循的原则包括资本结构优化原则，资源有效配置原则，现金收支平衡原则，成本效益最优原则，收益风险均衡原

则，分级授权管理原则，利益关系协调原则。严格遵守国家法律、法规和集团公司的各项规章制度，按照国家统一的会计制度进行会计核算和监督；建立严密的授权与审批制度；明确规定各类业务的决策、审批、实施、反馈和监督程序；严格实施有效的内部审计。

融资管理方面，为规范融资行为，加强融资管理和财务监控，降低融资成本，有效防范财务风险，维护公司整体利益，根据相关法律、法规和规范性文件以及公司章程的规定，结合公司实际情况，制定融资制度。公司运用各种方式向银行、非银行金融机构、金融中介机构等筹集资金，主要包括股权基金、信托产品、银行或非银行金融机构贷款、融资租赁等渠道获得资金。按国家有关法律、法规和政策开展融资活动，遵循政府引导、政策扶持、企业自愿、市场运作的基本原则，充分发挥政府在推动公司发展过程中的引导作用，提高公司融资的意识与能力，逐步建立和规范公司市场化运作体系。

内部审计方面，在公司总经理办公会的直接领导下，根据国家的方针政策、财经法规、公司章程、财会制度及有关文件规定，对公司各部门及下属企业的财务收支及其经济活动的真实性、合法性和效益性进行系统地审查、核实、评价和监督。促进内部控制的建立健全，有效地控制成本，改善经营管理，规避经营风险，增加公司价值。集团公司的纪检监察部门负责审计工作的组织实施，它独立于子公司、公司分支机构和部门来发挥作用。内部审计人员在实施审计工作时，其责任是对出具的审计意见和审计报告的真实性、客观性、公正性承担审计责任，不承担会计责任和经营责任。内部审计人员不得审查自己过去曾负有权力和职责的任何活动。

施工管理方面，工程管理部归口管理年度项目形象进度计划和进度控制，全面负责工程项目的组织协调和项目管理；负责工程项目施工阶段的组织管理；计划、实施策划、施工前期和场地管理、施工阶段组织管理、施工阶段

投资控制、质量和安全管理及组织预验收、竣工验收工作。各施工单位为现场施工管理的具体责任主体，应遵照有关法规、规定和合同约定执行；各监理单位及公司负责现场施工管理的监督和检查。

总体来看，公司已初步建立管理制度，未来随着公司发展，法人治理结构及内部管理制度将进一步完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要包括城市基础设施建设、保障房、商混经营以及管网运营，其中城市基建业务和保障房业务为公司核心业务。

2011~2013 年，公司分别实现营业收入 5.69 亿元、3.30 亿元、15.54 亿元。从收入构成看，工程收入主要源自公司承接的市政工程造价项目，且呈逐年下降趋势，主要系近年公司

承接的重点基础设施工程投资规模较大（包括 BT 项目及公租房等工程），城建业务重心向重点工程转移，导致近年市政工程收入逐年减少；未来随着 BT 项目及保障房等重点项目的逐步完工，公司工程板块收入有望快速增长。公司商混经营业务作为重要板块，收入逐年增长，2013 年实现收入 3.36 亿元，占公司整体收入的 9.81%，较上年快速增长主要系公司收购了长春恒实商品混凝土有限公司（现更名为长春润德建筑材料有限公司）所致。管网收入作为 2013 年新增加板块，未来每年将获得 10 亿元收入。

从毛利率看，2013 年受确认管网收入影响，公司整体毛利率大幅升高至 59.99%，同比增长 48.68 个百分点。2013，由于原材料价格上升，导致商混毛利率略有下降，同比下降 0.53 个百分点至 9.81%。2014 年 1~3 月公司商混业务毛利率为 -11.3%，主要系 1~2 月东北地区受季节性因素影响，商混业务无法进行正常生产，导致收入规模很小。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程收入	4.39	77.24	0.04	1.85	56.17	3.36	1.73	11.16	3.94	--	--	--
工程项目管理费	0.14	2.46	100.00	0.06	1.82	100.00	--	--	--	--	--	--
租金收入	0.15	2.60	79.38	0.16	4.90	80.92	0.28	1.83	90.04	0.02	0.73	78.6
钢材销售收入	0.11	1.96	2.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
商混收入	0.86	15.03	9.76	1.17	35.52	10.34	3.36	21.62	9.81	0.21	7.60	-11.3
管网收入	--	--	--	--	--	--	10.00	64.35	86.06	2.50	91.02	84.80
其他	0.04	0.71	93.53	0.05	1.59	-1.93	0.17	1.09	50.34	0.02	0.64	--
合 计	5.69	100.00	6.72	3.30	100.00	11.31	15.54	100.00	59.99	2.75	100.00	77.18

资料来源：公司提供

注：其他收入主要来自融资手续费、委托费、设备租赁费、西站管理费及广告收入等零星收入

2. 城市基础设施建设

作为长春市三大城市基础设施建设投融资平台之一，公司承担了大量的地方政府项目代建业务。对于规模较小的市政工程，如道路改造类项目，公司于每年年初与项目发起人签订《市政工程建设总承包协议书》；针对规模较大

且建设周期较长的重点基础设施建设项目，公司就单个项目与项目发起人签署 BT 协议。

市政工程建设

近年，公司所承建的规模较小市政工程项目以市政道路改造为主，项目发起人为长春市城乡建设委员会（以下简称“市建委”），实行

工程总承包管理模式。每年年初，长春市建委与公司签订年度《市政工程建设总承包协议书》，约定公司年内预计将承担的市政基础设施建设工作量。针对规模较小的市政工程项目，在年底工程竣工后，公司按照当年实际支付工程款确认工程成本，然后按照总承包协议约定的工程总价值（计划总投资额）确认收入。财务核算方面，公司市政工程成本付现支出计入资产负债表中“预付款项”（年底结转成本），现金流量表中反映在“购买商品、接受劳务支付的现金”；长春市建委拨付的工程承包款计入现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”，所欠款项体现在“长期应收款”。

表4 近年公司市政工程建设情况（单位：万元）

年份	项目数量	总投资	项目工期
2011年	7	43947.55	2011.4-2011.12
2012年	14	18510.17	2012.4-2012.12
2013年	27	16734.66	2013.4-2013.12
合计	48	79192.38	

资料来源：公司提供

2011~2013年，公司承建的市政工程中，规模较大的包括断头路/卡脖子工程、机场大道高架桥工程、皓月大路改造工程、西湖大道改造工程、西部新城富民大街道工程、榆树道路工程；工程完工数量合计48个，工程总投资额7.92亿元。近三年，公司实现工程收入逐

年下降，分别为4.39亿元、1.85亿元和1.73亿元；由于工程一般于年底进行结算和确认，2014年1~3月公司未确认相关收入。总体看，由于公司城建业务重心向规模较大的重点工程转移，市政改造工程投入资金逐年减少，导致工程板块收入相应下滑。

BT项目建设

公司参与承建的重大基础设施建设项目多数采用建设—移交模式，即与项目发起人签署BT协议，协议确定公司为项目建设单位，主要负责项目融资及建设，并在工程项目竣工验收合格后将其移交给发起人，项目发起人将分期支付公司项目总合同价，即总投资额。另外，公司在部分项目上通过引进BT合作伙伴，如与中建六局、吉林省高等级公路工程公司签订了腾飞、硅谷互通立交工程BT联合体框架协议，约定了公司主要负责项目的融资及工程管理，BT联合体成员负责项目施工建设，整体上在解决资金压力的同时，可有效利用联合体成员技术与管理等方面优势推动项目顺利运行。

自成立以来，公司作为项目法人承担的省市重点基础设施项目主要包括长春西站综合交通换乘中心（以下简称“西站”）、长春市规划展览馆及博物馆（以下简称“两馆”）、长春绕城高速硅谷及腾飞立交工程等（以下简称“硅谷桥”及“腾飞桥”或“两桥”），3个项目总投资合计56.60亿元。

表5 截至2013年底公司重点BT建设项目（单位：亿元）

项目名称	项目发起人/回购人	总投资额	资金来源		累计投资额	工程进度	支付工程款	记账科目	预计工期
			贷款	自筹					
西站	长春市城乡建设委员会	24.65	18.50	6.16	19.27	已完工，尚未决算完毕	10.05	预付款项	2010.6-2012.6
两馆	长春市规划局、长春市文化广电新闻出版局	13.59	8.15	5.44	6.21	已完成混凝土结构、墙面斜交网格钢结构施工，主桁架施工完成60%，地下室正式供暖，二次结构完成30%	2.78	在建工程	2011.11-2014.12
两桥	长春市城乡建设委员会	18.35	9.64	8.71	5.60	桥梁及路基工程施工	2.14	预付款项	2011.10-2014.12
合计		56.60	36.29	20.31	31.08		14.97		

资料来源：公司提供

注：长春西站综合交通换乘中心总投资额24.65亿元除包括西站项目外还包括火车站西站北广场建设工程，目前北广场工程尚未开工；预计竣工时间“2012年6月”指西站竣工时间，北广场预计竣工时间暂未确定。

长春西站综合交通换乘中心项目是结合“十一五”期间哈大客运专线和长吉城际铁路建设的省市重点工程，且是公司成立后实施的第一个省市重点工程。该项目总占地面积 30.56 万平方米，工程占地面积 10.41 万平方米，剩余 20.15 万平方米为商业预留用地；项目总投资额 24.65 亿元（包含北广场建设工程，目前暂未开工建设）。西站项目已于 2012 年 6 月完成建设，同年 12 月正式开通运营，截至 2013 年底西站项目累计投资额 19.27 亿元。目前，该项目决算暂未完毕，因而暂未移交至市建委。

长春规划展览馆及博物馆项目规划总占地面积 7.36 万平方米，建设内容可按功能分为 4 个区域，其中规划展览馆建筑面积 2.15 万平方米，博物馆建筑面积 2.11 万平方米，信息中心及业务用房 1.05 万平方米，餐厅 0.12 万平方米，建筑面积合计 5.43 万平方米；项目总投资额 13.59 亿元。根据长春市政府专题会议纪要（【2012】第 45 次），市政府确定两馆产权产籍归公司所有，建成后的物业管理由公司负责，项目回购资金及物业管理费用由市财政逐年列支。

绕城高速与硅谷、腾飞互通立交桥全长合计 6.73 公里；项目总投资 18.35 亿元，其中硅谷桥 10.00 亿元，腾飞桥 8.35 亿元。

根据公司与项目业主单位签订的 BT 协议，项目总投资额暂定为回购合同价款，对于西站和两桥项目，市建委计划于项目竣工决算后 5 至 8 年内分期回购；对于两馆项目，由长春市财政负责分 5 至 8 年列支偿还项目投资总额，3 个项目具体回购比例及期限安排目前均暂未确定。

账务核算方面，对于西站和两桥，公司工程款支出计入“预付款项”，由于两馆建成后产权归属公司，故其反映在“在建工程”；于现金流量表中集中反映在“购建固定资产、无形资产等支付的现金”。截至 2013 年底，3 个项目累计投资额 31.08 亿元，公司支付相关工

程款合计 14.97 亿元，剩余由施工单位垫付。收入确认方面，待工程竣工后，根据 BT 协议确认的回款时间，逐年确认收入。

总体看，未来随着 BT 项目逐年竣工结算，公司收入规模有望快速上升；同时联合资信也关注到，公司垫付资金压力较大，回购项目的计划回购期限较长，具体比例及期限安排尚未确定，资金到位情况存在较大不确定性。

3. 保障房业务

近年随着国家对保障房建设及棚户区改造的大力推动，根据长春市政府关于《研究市政基础设施建设融资平台有关问题》专题会议纪要（【2010】第 12 次），长春市政府确定公司可参与房地产开发和棚户区改造，在棚户区改造中，优先建设回迁安置房。

公司下属子公司长春润德房地产开发有限公司（以下简称“房地产公司”）为房地产业务的经营主体，主要负责长春市城建重点工程回迁小区和相关棚户区改造、公租房、廉租房等项目建设。

公租房建设

2011 年公司与长春市人民政府（以下简称“市政府”）签订了长春市乙六路和双丰大街 2 个地块的公租房建设项目委托代建协议，由公司负责公租房代建，市政府委托长春市财政局在财政预算中安排代建资金逐年拨付给公司。在项目建设期内，市政府将分 3 年支付公司项目资本金，合计金额约为总投资额的 30%；代建资金回款来源还包括：①公租房、车位出租收入及配套设施出租或经营权转让收入；②市政府按年拨付的财政补足资金。项目租金或经营权转让收入和财政拨付资金将在代建期满后，即自 2014 年起，市政府将分 12 年分期拨付给公司。从代建资金覆盖程度看，政府拨付给 2 个项目的代建资金合计 51.47 亿元，为项目总投资额的 1.57 倍。

表6 公司公租房项目建设情况（单位：万平方米、亿元、倍）

项目名称	总占地面积	拟总建筑面积	拟建套数	总投资额	项目资本金	项目租金或经营权转让收入	财政补足资金	代建资金合计	代建资金保障倍数
双丰大街地块公租房	17.50	41.74	5601	17.89	3.84	6.17	18.88	28.89	1.61
乙六路地块公租房	10.47	29.30	3743	14.81	4.39	4.44	13.75	22.58	1.52
合计	27.97	71.04	9344	32.70	8.23	10.61	32.63	51.47	1.57

资料来源：公司提供

注：1. 代建资金合计=项目资本金+项目租金或经营权转让收入+财政补足资金；

2. 代建资金保障倍数=代建资金合计/总投资额

目前，公司代建的2个公租房项目总占地面积27.97万平方米，总建筑面积合计71.04万平方米，拟建套数9344套，总投资额32.70亿元，建设周期3年。截至2013年底，公司已完双丰大街和乙六路地块合计35.9万平方米主体建设，累计投资额19.01亿元，其中双丰公租房累计投资11.03亿元，乙六路公租房累计投资7.98亿元，财务核算时，双丰和乙六路在存货体现分别为5.57亿元和7.60亿元，其余部分在其他应收款体现，主要为征地拆迁款项。

公租房工程成本支出在现金流量表中“购买商品、接受劳务支付的现金”科目体现。截至2013年底，公司累计收到市政府拨付的资本金合计7.75亿元，暂挂在其他应付款科目中，在现金流量表中反映在收到其他与经营活动有关的现金科目下。收入确认方面，待公租房项目竣工决算后，公司将按照市政府代建资金拨付情况确认公租房收入。

总体看，目前公司保障房建设以公租房为主，项目投资规模大，政府作为业主单位，在代建资金拨付方面给予了公司大力支持，合计金额对项目总投资额覆盖程度高。从实际执行情况看，保障房投资中政府项目资本金基本按工程进度投放；同时联合资信也关注到，财政补足资金拨付受竣工决算进度影响，公司尚未确认收入，项目租金或经营权转让收入也仍未实现，公司保障房业务前期垫付资金压力较大。

4. 商混业务

长春润德商品混凝土有限公司（以下简称“商混公司”）为公司商混业务的运营主体。商混公司成立于2010年6月，拥有国家预拌混凝土专业二级资质，目前是长春市规模较大的商品混凝土供应商之一。截至2013年底，商混公司拥有3条搅拌生产线、60辆搅拌运输车、9台泵车；年生产能力70万立方米。商混公司主要以高强度、高性能混凝土供应为主，客户主要包括大连万达集团股份有限公司、长春城开实业有限责任公司、中建六局、长春新星宇建筑安装工程有限责任公司等。同时，商混公司成立至今，一直承担着为集团公司所承建重大工程提供优质混凝土的任务。

表7 公司商业混凝土产销情况

（单位：万立方米、元/立方米、%）

	2011年	2012年	2013年
生产线（条）	3	3	3
年产能	45	60	70
年产量	20.70	27.70	65
年销量	20.70	27.70	65
销售均价	413.00	422.60	516.82
毛利率	9.80	10.30	10.0

资料来源：公司提供

近年，长春市政府投资基础设施规模不断扩大，商混公司生产能力和水平逐年提高，收入规模呈快速上升趋势，三年分别实现收入0.86亿元、1.17亿元、3.36亿元，其中2013年由于公司收购长春恒实商品混凝土有限公司导致当年收入快速增长，未来公司混凝土业务将保持现有产能规模，混凝土业务有望平稳发展。

5. 管网租赁业务

2013年3月，公司与长春市人民政府签订了《长春市地下排水管网资产使用权租赁协议》，自2013年起，长春市政府承租长春市地下排水管网资产的使用权，并按约定支付租赁费用，租赁期限以标的资产的实际使用年限为准。租金拨付方面，长春市财政局自2013年起在租赁期内每年支付公司管网租金10亿元，并将此租金列入财政年度预算，公司可将其列入“主营业务收入”科目，相关税费由财政另行承担（长财城【2013】204号文件）。截至2013年底，公司已收到2013年的管网租金10亿元。总体看，公司新形成的管网租赁业务将成为公司未来持续、稳定的收入来源，对公司整体发展起到了较强的支撑作用。

6. 未来投资及发展

根据公司“十二五规划”，作为国有资产经营主体以及长春市三大基础设施建设主体之一，公司未来将坚持市场化运作模式，充分利用国有资本和市政基础设施建设项目在政策上的优势，积极争取政府支持，尽可能扩大集团资产规模，满足集团公司投、融资需求，争取在“十二五”规划期末国有资产保值增值率达到156%。

业务发展方面，公司坚持以重点市政基础设施建设为第一主业，保障房建设为第二主业，商混及存量房产为补充业务。针对保障房业务，随着国家积极推动棚改进度，经市政府同意，公司拟实施合心镇三间水库地块、洛阳街地块2个地块棚户区改造项目，其中安置房建设占地面积34万平方米，总建筑面积65万平方米，拟建住宅6884套，计划总投资63亿元，建设周期3年，目前该项目尚未立项，正处于贷款融资申报阶段。市政基础设施建设方面，公司未来承建的重点工程包括机场大道建设工程，其中包含三项工程，计划投资总额为18.28亿元；双阳区排水改造工程，拟投资总额6.33亿元。综合来看，未来公司项目投资规

模大，公司将面临较大资金压力，但考虑到以上项目均为市政重点工程，市政府有望加大对公司支持力度。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2013年度财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司财务报表按新会计准则格式编制。公司2014年1~3月财务报表未经审计，以下财务分析以2011年至2013年经审计的财务数据为主。

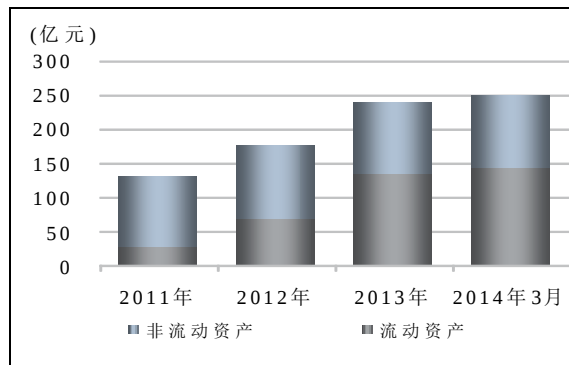
2012年原子公司长春润德建设工程监理有限公司不再纳入公司合并范围，同期新纳入合并范围的子公司为长春润德西站交通换乘运营管理有限公司；2013年新纳入控股子公司润德建设投资（长春）有限公司（控股51%）。由于不再合并及新增合并子公司资产规模较小，对公司财务报表合并口径连续性影响有限。

截至2013年底，公司合并资产总额239.19亿元，所有者权益124.70亿元（其中少数股东权益0.25亿元）；2013年公司实现营业收入15.54亿元，利润总额10.93亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额247.96亿元，所有者权益125.97亿元（其中少数股东权益0.24亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入2.75亿元，利润总额1.84亿元。

2. 资产质量

图1 近年公司资产构成



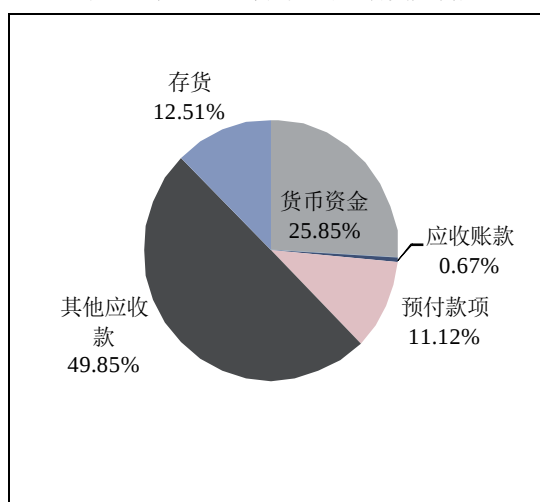
资料来源：公司财务报表

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 35.22%。截至 2013 年底，公司资产总额 239.19 亿元，其中流动资产占 55.71%，非流动资产占 44.29%。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产大幅增长，年均增长 124.47%。截至 2013 年底，公司流动资产 133.24 亿元，其中货币资金占 25.85%、预付款项占 11.12%、其他应收款占 49.85%、存货占 12.51%。

图2 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

由于近年公司筹资规模持续扩大，2011~2013 年，公司货币资金大幅增长，年均增长 144.66%。截至 2013 年底，公司货币资金 34.45 亿元，主要是银行存款。

公司应收账款主要形成于商混销售收入，2011~2013 年，公司应收账款规模较小但随着商混收入增长呈快速增长态势，年均复合增长率为 70.90%。截至 2013 年底，公司应收账款 0.89 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 88.95%，账龄大部分在 1 年以内；按账龄组合计提坏账准备的应收账款占 8.79%，其中 1 年以内的占 10.50%，1~2 年的占 56.22%，2~3 年的占 31.93%，计提坏账准备占该类应收账款的 4.28%，计提比例较为合理。

2011~2013 年，公司预付款项波动增长，年均增长 19.45%，截至 2013 年底为 14.82 亿元，其中预付西站工程款 10.05 亿元、两桥项目 2.14 亿元、市政道路工程 2.58 亿元，其中预付市政道路工程款主要源自未签订工程总承包协议且暂未结算的工程，预付承包协议中的工程款于年底已全部结转成本。从账龄方面看，1 年以内的占 17.67%，1~2 年的占 22.48%，2~3 年的占 48.10%，3 年以上的占 11.75%。

2011~2013 年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长 164.79%。截至 2013 年底，公司其他应该收款 66.42 亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占 99.88%，账龄大部分在 1 年以内，主要为应收长春市政府单位的往来款，其中长春建委占 87.47%、长春市土储中心占 5.76%。由于欠款单位多为当地政府单位，公司其他应收款坏账风险低，但对公司资金形成占用。

2011~2013 年底，公司存货分别为 0.53 亿元、6.13 亿元和 16.66 亿元，年均复合增长率为 463.29%。截至 2013 年底，公司存货中开发成本 15.19 亿元（占存货的 91.16%），主要由公租房建设成本构成，其中乙六路和双丰大街公租房合计占开发成本的 86.70%；原材料和库存商品(产成品)在存货中占比分别为 5.43%和 2.95%

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产波动中小幅增长，年均复合增长率为 0.75%。截至 2013 年底，公司非流动资产 105.95 亿元，主要以长期应收款、投资性房地产、固定资产和在建工程为主，占比分别为 2.28%、4.14%、88.22%和 3.29%。

截至 2013 年底，公司持有至到期投资 1.98 亿元，主要为公司 2013 年新增持有的金融信托产品。

2011~2013 年，公司长期应收款波动下降，年均下降 25.81%。截至 2013 年底，公司长期应收款 2.42 亿元，全部为应收长春市城乡建设委员的基础设施工程合同款。

2011~2013 年,公司投资性房地产波动增长,年均增长 57.72%。截至 2013 年底,公司投资性房地产 4.39 亿元,同比增长 157.45%,主要系公司北站房项目于 2013 年 7 月出租,公司将其从在建工程转入投资性房地产。

2011~2013 年,公司固定资产保持稳定态势,年均复合小幅下降 0.65%,主要系地下管网资产正常折旧所致。截至 2013 年底,公司固定资产 93.47 亿元,主要以路桥资产及地下管网设施为主,占比分别为 15.04%和 84.13%。

2011~2013 年,公司在建工程波动中小幅下降,年均下降 0.39%。截至 2013 年底,公司在建工程 3.48 亿元,主要由两馆工程及办公楼工程构成,占比分别为 79.79%和 15.20%。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额 247.96 亿元,较 2013 年底增长 3.67%,主要系公司与市建委的往来款增加导致其他应收款增长所致。资产构成仍以流动资产为主,占比升至 57.34%。流动资产中,货币资金、预付款项、其他应收款及存货占比分别为 13.01%、10.93%、62.86%和 12.63%。总体看,公司资产结构保持稳定。

整体来看,公司资产构成逐渐以流动资产为主,流动资产中货币资金充裕,但其他应收款规模较大,回款时间存在不确定性,对公司资金形成占用;非流动资产中地下管网资产具有稳定的收入来源。整体看,公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年,公司所有者权益有所增长,年均复合增长率为 9.42%,主要来自资本公积和未分配利润的增长,截至 2013 年底为 124.70 亿元。2013 年,根据长春市财政局《关于下达润德集团年度城建投资计划的通知》(长财城【2013】205 号),长春市财政局拨付资金 10 亿元作为公司企业发展资金。截至 2013 年底,公司归属于母公司权益为 124.45

亿元,其中实收资本、资本公积及未分配利润占比分别为 17.87%、72.39%和 9.26%。截至 2014 年 3 月底,公司所有者权益 125.97 亿元,权益结构保持稳定。

总体看,公司所有者权益中资本公积占比高,所有者权益结构稳定性较好。

负债

2011~2013 年,公司负债总额增长幅度很大,年均复合增长率达 107.15%。截至 2013 年底,公司负债总额 114.49 亿元,其中流动负债占 36.17%,非流动负债占 63.83%。

2011~2013 年,公司流动负债规模快速增长,年均增长 67.39%,主要来自一年内到期的非流动负债增长。截至 2013 年底,公司流动负债 41.42 亿元,以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主,占比分别为 43.30%和 48.02%。

2011~2013 年,公司短期借款分别为 0、16.90 亿元和 1.58 亿元,截至 2013 年底,公司短期借款中抵押借款和信用借款占比分别为 17.72%和 82.28%。

2011~2013 年,公司其他应付款波动中有所增长,年均增长 23.79%,截至 2013 年底为 17.93 亿元,其中包括政府拨付的公租房建设资本金 7.75 亿元,其余主要为公司与相关单位发生的往来款。从账龄方面看,1 年以内的其他应付款占 38.25%,1~2 年的占 17.95%,2~3 年的占 43.79%。账龄超过 1 年的大额其他应付款主要为长春市财政局 10.37 亿元,占其他应付款总额的 57.84%,其中账龄在 1~2 年的占 25.05%,2~3 年的占 74.95%。

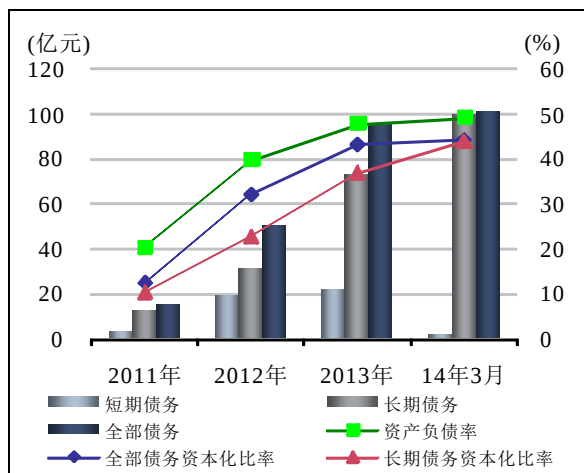
2011~2013 年,公司一年内到期的非流动负债大幅增长,年均增长 161.89%,截至 2013 年底为 19.89 亿元。

公司非流动负债全部由长期借款构成,2011~2013 年,公司长期借款快速增长,年均增长 147.81%,截至 2013 年底为 73.08 亿元,其中银行贷款、信托借款及融资租赁占比分别为 26.41%、62.26%和 11.33%。

2011~2013 年,公司全部债务规模大幅增

长，年均复合增长率达153.15%；公司有息债务以长期债务为主，长期债务占比分别为80.41%、61.79%和77.05%。近三年，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逐年增长，三年均值分别为39.93%、33.73%和27.31%；截至2013年底分别为47.87%、43.20%和36.95%。

图3 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

截至2014年3月底，公司负债总额121.99亿元，较2013年底增长6.55%，主要来自长期借款的增长；负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占比达到81.00%。公司全部债务100.49亿元，其中短期债务占1.67%，长期债务占98.33%；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升至49.20%、44.37%和43.96%，债务负担有所加重。

总体看，公司债务规模呈快速上升趋势，负担有所加重，但整体债务负担适宜；公司债务结构以长期债务为主，和公司经营业务特性相匹配。未来公司项目投资规模大，债务规模预计将持续上升。

4. 盈利能力

公司主营业务以城市基础设施建设以及保障房建设为主，近三年公司营业收入主要源自承建市政工程带来的收入、商混销售收入以及管网租赁收入。

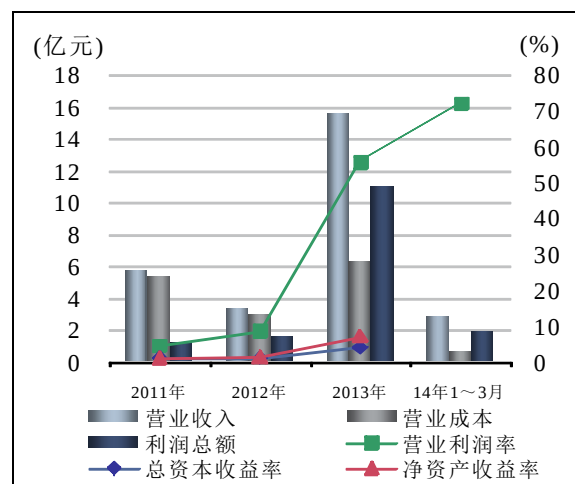
2011~2013年，公司营业收入分别为5.69亿元、3.30亿元和15.54亿元，2013年收入大规模增长主要源自管网资产形成的租金收入。从营业利润率来看，近三年公司营业利润率分别为4.63%、8.70%和55.71%，盈利水平呈快速上升趋势。

从期间费用看，由于借款利息完全资本化，近年公司期间费用以管理费用为主。2011~2013年，受公司业务量增加及人力成本上升影响，公司期间费用快速增长，年均增长59.04%，2013年为0.64亿元。近三年公司期间费用率波动下降，三年分别为4.46%、10.07%和4.13%，公司期间费用控制水平良好。

由于公司主要从事公用事业、地方政府基础设施以及保障房建设，获得了政府的大力支持，营业外收入—政府补助成为了公司利润的重要来源之一；2011~2013年，公司收到补助款项合计分别为1.19亿元、1.57亿元和2.50亿元，主要为专项补贴款。

从盈利指标方面看，2011~2013年，公司总资本收益率波动上升、净资产收益率持续上升，2013年分别为4.04%和7.06%，均高于三年平均值2.51%和4.19%，公司整体盈利能力有所好转。

图4 公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报表

2014年1~3月，公司实现营业收入2.75亿元，利润总额1.84亿元，营业利润率攀升至

71.96%。

总体看，公司工程收入规模较小，但稳定的管网租赁收入带动了公司整体盈利能力大幅好转，同时考虑到公司所获得的政府补贴规模逐年上升，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

经营活动方面，2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为4.53亿元、2.98亿元和16.39亿元，主要为长春市建委拨付的工程承包合同价款、商混公司销售款以及管网租金；随着近年公司业务规模快速扩张，项目支出大幅增长，购买商品、接受劳务支付的现金分别为9.98亿元、10.99亿元和16.92亿元，主要为市政基建工程支出、保障房建设的工程款以及商混业务的原材料采购款。近三年，公司收到、支付其他与经营活动有关的现金规模逐年增大，2013年分别为71.09亿元和33.90亿元，主要为公司与长春市建委、长春市财政局及土储中心等发生的往来款项；2013年政府拨付的10亿元企业发展基金反映为收到其他与经营活动有关的现金。2011~2013年，公司经营活动现金流量净额波动大，分别为4.85亿元、-18.20亿元和35.53亿元。

从收入实现质量来看，2011~2013年，公司现金收入比分别为79.58%、90.57%和105.49%，管网租金的流入对公司收入实现质量大幅提升贡献较大。

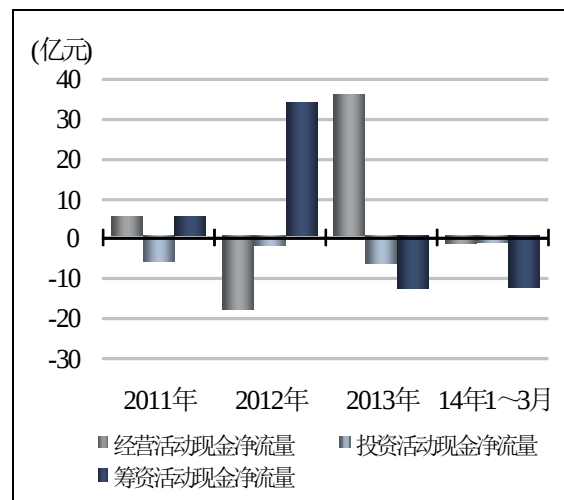
投资活动方面，公司投资活动现金流入规模很小。投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，主要以BT工程项目支出为主；投资支付的现金为购买金融信托产品的现金支出，2013年为1.98亿元。2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为-6.19亿元、-2.08亿元和-6.86亿元。

2011~2013年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-1.34亿元、-20.27亿元和28.66亿元，得益于收到其他与经营活动有关的现金规模较大，公司对外筹资压力有所缓

解。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出以偿还银行贷款、利息以及支付其他与筹资活动有关的现金为主。2013年公司支付其他与筹资活动有关的现金46.43亿元，主要为公司支付给建委为其取得的融资款项。2011~2013年，公司筹资活动现金流量净额分别为4.93亿元、33.54亿元和-13.24亿元。

图5 公司现金流情况



资料来源：公司财务报表

2014年1~3月，公司经营活动现金流入及现金净额分别为7.83亿元和-1.99亿元，现金呈现净流出态势，主要是政府一般在年底拨付公司大部分工程款项及管网租金所致；投资活动现金流量净额为-1.29亿元；筹资活动现金流量净额为-12.67亿元。

总体看，近年公司收入实现质量逐年好转；收到、支付其他与经营活动有关的现金规模逐年上升，导致经营活动现金流量净额随之波动，同时公司对外筹资压力有所缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011~2013年，公司流动比率和速动比率波动上升，两项指标三年均值分别为250.03%和224.46%，2013年底分别为321.71%和281.48%，较2012年大幅上升

主要是公司其他应收款及存货规模大幅上升所致。同期，公司经营现金流动负债比分别为32.81%、-46.94%和85.78%，公司经营活动现金流量净额对流动负债保障能力有所增强。截至2014年3月底，公司流动比率和速动比率分别为613.28%和535.83%。总体看，公司其他应收款及存货规模大，其他应收款受政府拨款效率影响较大，对公司资金形成占用。考虑到公司货币资金相对充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2011~2013年公司EBITDA分别为1.32亿元、1.67亿元和12.58亿元，全部债务/EBITDA分别为11.18倍、29.92倍和7.54倍，EBITDA对全部债务的保护能力有所增强。考虑到公司作为长春市三大城市基础设施建设主体之一，承建项目多为省、市重点工程，未来资金回流安全性较高，且公司管网租金流入相对稳定；同时公司在财政补贴方面得到了地方政府的大力支持，公司整体偿债能力较强。

截至2014年3月底，公司获得银行授信额度为71.08亿元，其中尚未使用授信额度38.50亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年3月10日，公司对集团外担保余额65.58亿元，担保对象多为长春市国有独资企业，目前经营状况良好。整体看，公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

表8 截至2015年3月10日公司对外担保情况
(单位: 万元)

担保对象	担保金额	担保期限
长春城市开发(集团)有限公司	100000	2013.1-2015.1
	35020	2013.12-2016.12
	30000	2013.1-2018.1
	29000	2013.1-2018.1
	25000	2013.10-2015.10
	25000	
	25000	
	25000	
	11000	2012.8-2015.8
	50000	2013.11-2015.11

上实融资租赁有限公司	40000	2013.7-2015.7
长春市融兴经济发展有限公司	14000	2008.6-2010.6
长春城投建设投资有限公司	70000	2014.4-2015.4
长春市城市发展投资控股(集团)有限公司	50000	2015.1-2016.12
	40000	2014.9-2019.9
	20000	2014.12-2017.12
吉林省促进中小企业发展服务中心	1000	2014.5-2015.5
中庆建设有限责任公司	39000	2014.6-2015.6
合计	629020	--

资料来源：公司提供

注：长春市融兴经济发展有限公司被担保的14000万元于2010年6月到期以及长春城市开发(集团)有限公司被担保的100000万元于2015年1月到期，由于征信系统原因无法剔除，目前仍在公司担保范围内。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(银行版；机构信用代码为G1022010201069670I)，截至2015年3月10日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是长春市城市基础设施建设投融资主体之一，长春市政府通过资本金及优良资产注入、管网资产租赁以及政府补贴拨付对公司进行大力支持，且上述支持持续性、稳定性较强。

基于对公司自身经营和财务状况，以及长春市经济发展及财力水平综合分析，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2014年3月底，公司全部债务100.49亿元，本期中期票据额度占全部债务的14.93%。截至2014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49.20%、44.37%和43.96%，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，三项指标分别上升至

52.09%、47.83%和47.46%。

根据以上分析，本期中期票据发行后公司债务负担有所加重，考虑本期中期票据将大部分用于偿还银行借款，本期中期票据发行后，公司债务负担将可能低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司于2014年9月发行了“14 长春润德 MTN001”5亿元，以2011~2013年财务数据为基础，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据和“14 长春润德 MTN001”合计发行额度的0.96倍、0.94倍和4.37倍，经营活动现金流量净额分别为本期中期票据和“14 长春润德 MTN001”合计发行额度的0.24

倍、-0.91倍和1.78倍；EBITDA为本期中期票据和“14 长春润德 MTN001”合计发行额度的0.07倍、0.08倍和0.63倍。

根据公司提供的2014~2019年经营活动现金流量预测表显示，未来公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自市政建设项目、BT回购项目、公租房代建项目、商混业务及管网租赁等收入；收到其他与经营活动有关的现金主要来自财政补贴收入、企业发展资金及政府性资金往来等。在本期中期票据和“14 长春润德 MTN001”存续期内，公司经营活动现金流入量及现金流量净额整体呈现递增趋势（2017年现金流量净额小幅下降）。总体看，未来公司经营活动现金流情况对政府资金实际拨付情况依赖程度强。

表9 公司2014-2019年度经营活动现金流量预测表（单位：亿元）

科目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
经营活动产生的现金流量						
销售商品、提供劳务收到的现金	15.51	22.03	25.46	26.22	28.58	29.97
收到的税费返还	--	--	--	--	--	--
收到其他与经营活动有关的现金	20.00	21.00	23.00	23.00	24.00	25.00
经营活动现金流入小计	35.51	43.03	48.46	49.22	52.58	54.97
购买商品、接受劳务支付的现金	6.21	8.81	10.19	10.49	11.43	11.99
支付给职工以及为职工支付的现金	0.09	0.13	0.15	0.16	0.17	0.18
支付的各项税费	0.12	0.18	0.20	0.21	0.23	0.24
支付其他与经营活动有关的现金	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00	23.00
经营活动现金流出小计	24.42	28.12	30.54	31.86	33.83	35.41
经营活动产生的现金流量净额	11.09	14.91	17.92	17.37	18.75	19.56

资料来源：公司提供

整体来看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高；经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据保障能力一般。同时，联合资信也关注到本期中期票据与“14 长春润德 MTN001”发行间隔较短，公司可能面临较大集中兑付压力。

十、结论

公司作为国有独资企业，是长春市规模较大的城市基础设施建设主体，主营业务以重点市政工程和保障房代建为主，在项目资源储备、政府支持等方面具有显著优势。

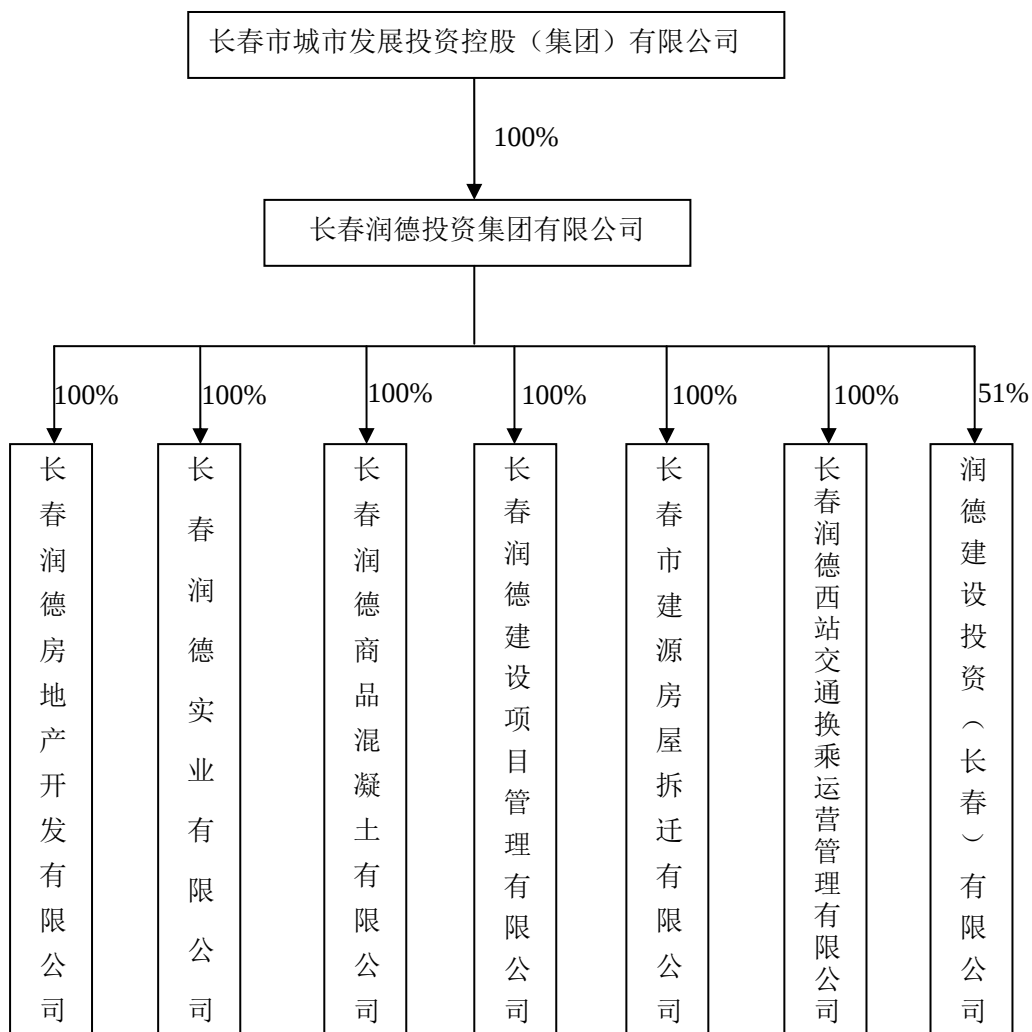
近年公司资产规模增长较快，资产构成逐渐以流动资产为主，流动资产中货币资金充裕，但其他应收款规模较大，回款时间存在不确定性，对公司资金形成占用；非流动资产中地下管网资产具有稳定的收入来源，公司整体资产质量较好。公司债务规模快速上升，负担有所加重，但整体债务负担适宜。公司稳定的管网租赁收入带动了整体盈利能力大幅好转，公司整体盈利能力尚可。考虑到公司承建项目多为省、市重点工程，未来资金回流安全性较高；公司在财政补贴方面得到了地方政府的大力支持；管网租赁业务租金收入稳定性强，公司整体偿债能力较强。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖

程度较高；经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据保障能力一般。

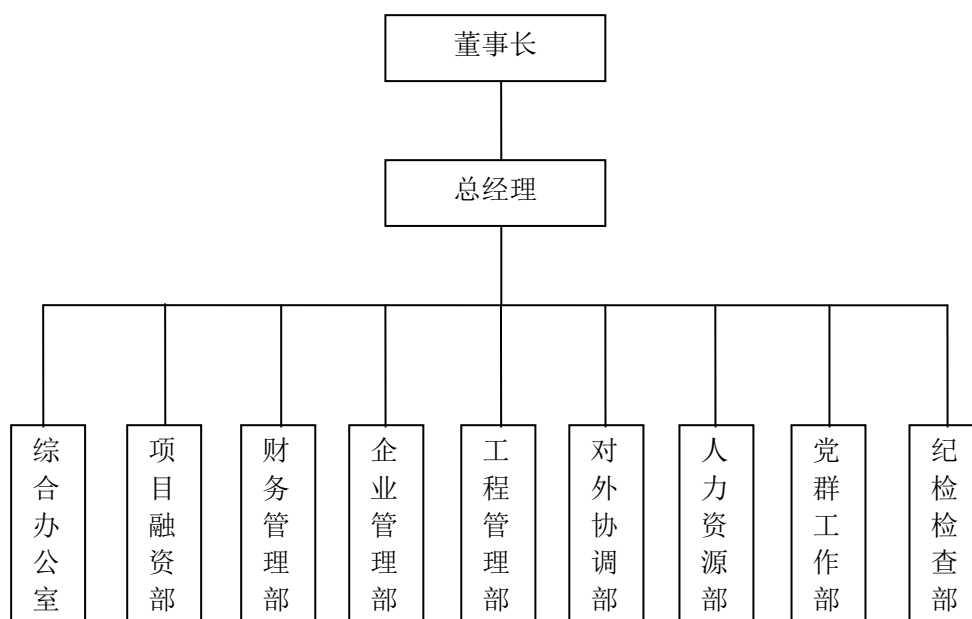
长春市经济保持持续较快增长，财政实力稳步加强，为公司未来发展提供了良好的外部环境。综合考虑，公司整体信用风险低。

基于对公司主体长期信用等级以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.75	19.04	34.45	18.79
资产总额(亿元)	130.82	175.30	239.19	247.96
所有者权益(亿元)	104.14	105.65	124.70	125.97
短期债务(亿元)	2.90	19.10	21.77	1.68
长期债务(亿元)	11.90	30.89	73.08	98.81
全部债务(亿元)	14.80	49.99	94.85	100.49
营业收入(亿元)	5.69	3.30	15.54	2.75
利润总额(亿元)	1.19	1.52	10.93	1.84
EBITDA(亿元)	1.32	1.67	12.58	--
经营性净现金流(亿元)	4.85	-18.20	35.53	-1.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.31	6.65	19.71	--
存货周转次数(次)	20.21	0.88	0.55	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.02	0.07	--
现金收入比(%)	79.58	90.57	105.49	39.27
营业利润率(%)	4.63	8.70	55.71	71.96
总资本收益率(%)	1.00	0.97	4.04	--
净资产收益率(%)	1.14	1.43	7.06	--
长期债务资本化比率(%)	10.26	22.62	36.95	43.96
全部债务资本化比率(%)	12.44	32.12	43.20	44.37
资产负债率(%)	20.40	39.73	47.87	49.20
流动比率(%)	178.89	177.98	321.71	613.28
速动比率(%)	175.34	162.16	281.48	535.83
经营现金流动负债比(%)	32.81	-46.94	85.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.18	29.92	7.54	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.29	1.25	5.83	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.32	-1.21	2.37	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.09	0.11	0.84	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期负债+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。

联合资信评估有限公司关于 长春润德投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

长春润德投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求提供相关资料。长春润德投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，长春润德投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注长春润德投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现长春润德投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如长春润德投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送长春润德投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

