

跟踪评级公告

联合[2015] 1611 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持长春润德投资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14长春润德MTN001”和“15长春润德MTN001” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十九日



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>

长春润德投资集团有限公司 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
14 长春润德 MTN001	5 亿元	2014/9/30 ~ 2019/9/30	AA ⁺	AA ⁺
15 长春润德 MTN001	15 亿元	2015/3/25 ~ 2020/3/25	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.04	34.45	22.07	29.57
资产总额(亿元)	175.30	239.19	284.65	301.28
所有者权益(亿元)	105.65	124.70	143.57	144.96
短期债务(亿元)	19.10	21.77	57.62	58.04
全部债务(亿元)	49.99	94.85	105.44	120.86
营业收入(亿元)	3.30	15.54	16.00	2.61
利润总额(亿元)	1.52	10.93	10.96	1.86
EBITDA(亿元)	1.67	12.58	12.94	--
经营性净现金流(亿元)	-18.20	35.53	20.95	--
营业利润率(%)	8.70	55.71	53.25	77.73
净资产收益率(%)	1.43	7.06	6.18	--
资产负债率(%)	39.73	47.87	49.56	51.89
全部债务资本化比率(%)	32.12	43.20	42.34	45.47
流动比率(%)	177.98	321.87	184.33	200.63
全部债务/EBITDA(倍)	29.97	7.54	8.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.72	6.11	3.43	--
经营现金流动负债比(%)	-46.94	85.82	22.48	--

注: 1. 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计;

2. 已将长期应付款计入长期债务。

分析师

熊睿哲 焦洁
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

长春润德投资集团有限公司(以下简称“公司”)是长春市三大城市基础设施建设主体之一。跟踪期内,长春市经济发展良好,财政收入稳步增长,为公司发展提供了良好的外部环境,公司持续获得长春市政府的有力支持。联合资信同时关注到,跟踪期内,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。

跟踪期内,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。

综合分析,联合资信评估有限公司维持公司AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14长春润德MTN001”和“15长春润德MTN001”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,长春市经济平稳发展,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. 跟踪期内,公司在资本金注入、政府补助等方面获得了长春市政府的大力支持。
4. 公司经营活动现金流入量对“14长春润德MTN001”和“15长春润德MTN001”保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内,公司债务规模持续增长,尤其是短期债务快速增长,债务负担加重。

2. 未来公司项目投资规模较大，对外融资压力上升。
3. 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。

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、评级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长春润德投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

长春润德投资集团有限公司（以下简称“公司”）是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 2015 年 3 月底，公司纳入合并范围的

子公司共 10 家，全资子公司 9 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 2014 年底，公司合并资产总额 284.65 亿元，所有者权益 143.57 亿元（其中少数股东权益 0.24 亿元）；2014 年公司实现营业收入 16.00 亿元，利润总额 10.96 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 301.28 亿元，所有者权益 144.96 亿元（其中少数股东权益 0.26 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.61 亿元，利润总额 1.86 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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）

502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，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，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投

资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，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等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。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。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”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。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

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》”）。《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：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定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；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，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；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《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》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②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，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；③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。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策

落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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。

2. 区域经济和财政状况

跟踪期内，长春市经济实力不断增强。2014 年长春市地区生产总值 5342.4 亿元，按可比价计算，同比增长 6.6%。其中：第一产业增加值 332.0 亿元，比上年增长 4.7%；第二产业增加值 2813.6 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 2196.8 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 6.2:52.7:41.1。对经济增长的贡献率分别为：4.4%、55.0%、40.6%。

2014 年长春市完成规模以上工业增加值 2415.7 亿元，比上年增长 6.7%；完成规模以上工业总产值 9831.1 亿元，比上年增长 6.7%。2014 年建筑业完成增加值 447.0 亿元，比上年增长 7.7%。资质以上建筑业完成总产值 1243.1 亿元，比上年增长 22%。实现工程结算收入 1164.6 亿元，增长 18.1%。

2014 年长春市完成全社会固定资产投资总额 3924.5 亿元，比上年增长 15.1%。其中：房地产开发投资 534.4 亿元，下降 12.9%。新增固定资产投资 3437.5 亿元。固定资产交付使用率为 89.2%，比上年提高 11.8 个百分点。房屋面积竣工率为 23%，比上年下降 3.6 个百分点。全市商品房施工面积 6069.5 万平方米，比上年增

长 7.7%。商品房竣工面积 772.6 万平方米，下降 23.4%。商品房销售面积 758.8 万平方米，下降 10.4%。商品房销售额 475.1 亿元，下降 6.9%。空置面积 523.1 万平方米，增长 5.2%。

2014 年末，长春市完成道路新建和扩建长度 115.76 公里，全市道路总面积达到 7113.21 万平方米，道路长度达到 3125.23 公里，人均道路面积 19.19 平方米。

财政收入方面，2014 年长春市一般预算全口径财政收入 1156.6 亿元，增长 7.3%。长春市地方财政收入 397.3 亿元，增长 4.1%，其中，税收收入 320.3 亿元，增长 3.6%。地方财政支出 675.8 亿元，增长 6.8%，其中，教育支出 85.6 亿元，下降 11.0%；社会保障和就业支出 76.7 亿元，增长 6.5%；医疗卫生与计划生育支出 50.5 亿元，增长 9.3%；交通运输支出 30.0 亿元，增长 73.8%。全口径财政收入占 GDP 的比重为 21.5%，与上年同期持平。

总体看，跟踪期内，长春市经济平稳发展，财政实力稳步增强，为公司发展提供了较好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司出资人为长春城发，长春城发系长春市国资委下属公司，公司实际控制人为长春市国资委。

2. 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，跟踪期内，获得了长春市政府在财政补贴、资本金注入等方面的大力支持。

补贴收入

为支持公司推进城市基础设施建设，2014 年，公司获得政府补助款项 2.67 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。2014 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。

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

跟踪期内，公司高管人员、组织结构、管理体制、管理制度等无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业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。

2014 年，公司实现营业收入 16.00 亿元。从收入构成看，自 2013 年起，公司管网业务每年收入 10 亿元，为公司最大收入来源。公司另一主要收入来源是工程收入，工程收入主要源自公司承接的市政工程项目，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，2014 年实现收入 2.66 亿元，占公司整体收入的 16.64%。

从毛利率看，受确认管网收入影响，公司毛利率保持在较高水平，为 57.51%。2014 年，由于原材料价格下降，成本收缩，导致商混毛利率上升 3.78 个百分点至 13.59%。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	1.85	56.17	3.36	1.73	11.16	3.94	2.26	14.11	4.06	--	--	--
租金收入	0.16	4.90	80.92	0.28	1.83	90.04	0.22	1.40	8.25	0.04	1.53	--
钢材销售收入	--	--	--	--	--	--	0.50	3.10	1.30	--	--	--
商混收入	1.17	35.52	10.34	3.36	21.62	9.81	2.66	16.64	13.59	--	--	--
管网收入	--	--	--	10.00	64.35	86.06	10.00	62.51	84.79	2.50	95.79	--
其他	0.12	3.41	50.52	0.17	1.04	39.15	0.36	2.24	50.34	0.07	2.68	--
合 计	3.30	100.00	11.31	15.54	100.00	59.99	16.00	100.00	57.51	2.61	100.00	83.33

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。

表4 近年公司市政工程建设情况（单位：亿元）

年份	项目数量	总投资	项目工期
2012 年	14	1.85	2012.4-2012.12
2013 年	27	1.67	2013.4-2013.12
2014 年	12	2.39	2014.4-2014.12
合计	48	5.91	

资料来源：公司提供

2014 年，公司共承建的市政工程 12 个，总投资 2.39 亿元，其中规模较大的包括富民大街工程、机场大道工程、幸福三路道路排水工程等；确认工程收入 2.26 亿元；由于工程一般于年底进行结算和确认，2015 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

跟踪期内，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。

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。项目中西站部分已于 2012 年 6 月完成建设，同年 12 月正式开通运营，北广场部分尚未完工，截至 2014 年底西站项目累计投资额 19.46 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，信息服务中心及业务用房 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。截至 2014 年底公司已完成总工程量的 55.85%，已累计支付工程款 4.63 亿元，计入在建工程科目。预计 2015 年底完工，现已收到财政资金 3.8 亿元。

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。截至 2014 年底，两桥累计完成工程量的 32.00%，公司已累计支付工程款 3.27 亿元。工程进度方面，截止 2014 年底，腾飞及硅谷项目正在进行拆排迁，公司投资以征地拆迁款的形式体现在其他应收款科目。

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。

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

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。

公司公租房项目主要为 2011 年公司与长春市人民政府（以下简称“市政府”）签订的长春市乙六路和双丰大街 2 个地块的公租房建设委托代建项目。截至 2014 年底，公司已完成双丰大街和乙六路地块合计 51.84 万平方米主体建设，累计投资额 21.77 亿元，合计计入存货 18.72 亿元，其余部分在其他应收款体现，主要为征地拆迁款项。两个项目目前正在进行内部

装修，预计 2015 年底前交付使用。截至 2014 年底，市政府已拨付公租房专项补贴款 10.40 亿元，作为项目资本金。

公司棚户区改造项目主要为长春热电宾馆棚户区改造项目，项目总投资 3.60 亿元，截至 2014 年底，该项目已投入 2.66 亿元，计入存货科目。目前该项目已全部完工交付使用。

总体看，公司前期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，目前项目大部分投资以完成。未来公司保障房建设将由公租房转为棚户区改造为主，公司将成为长春市最重要的棚户区改造实施主体，未来项目资金需求大，但目前已获得综合授信 122 亿元，其中含国家开发银行棚户区改造专项贷款 115 亿元。

4. 商混业务

长春润德商品混凝土有限公司和长春润德建筑材料有限公司为公司商混业务的运营主体。截至 2014 年底，商混公司拥有 5 条搅拌生产线、60 辆搅拌运输车、9 台泵车、1 台车载泵和 6 台布料车，年生产能力 70 万立方米。商混业务主要以高强度、高性能混凝土供应为主，跟踪期内，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，商混业务继续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、%）

	2012年	2013年	2014年
生产线（条）	3	3	5
年产能	60	70	70
年产量	27.70	65	56.7
年销量	27.70	65	56.7
销售均价	422.60	516.82	469.42
毛利率	10.30	10.00	13.59

资料来源：公司提供

跟踪期内，商混业务需求及销售均价均有

所下降，但成本下降更快，毛利率有所上升，两方面综合影响导致商混业务收入有所下降，但毛利有所上升。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，公司将其列入“营业收入”科目，相关税费由财政另行承担（长财城【2013】204号文件）。截至2014年底，公司已收到2014年的管网租金10亿元。总体看，管网租赁业务已成为公司未来持续、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

未来业务发展方面，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、募集资金使用情况

公司分别于2014年9月和2015年3月发行了两期中期票据“14长春润德MTN001”和“15长春润德MTN001”，发行额度合计20亿元，期限均为5年，募集资金中用于补充生产经营过程中的流动资金及偿还部分银行借款，优化债务结构。

截至目前，募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2014年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。

合并报表范围方面，2014年，公司纳入合并范围的子公司比上年度增加3户，分别是长春润德物业服务有限公司、长春恒泰置业有限公司和长春润德建筑材料有限公司；长春润德物业服务有限公司、长春恒泰置业有限公司是公司2014年新投资设立的子公司，长春润德建筑材料有限公司在2013年度系长春润德商品混凝土有限公司子公司，在2014年度变更为长春润德集团的子公司。总体看，新纳入合并范围的子公司对合并报表影响有限，公司合并报表可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总额284.65亿元，所有者权益143.57亿元（其中少数股东权益0.24亿元）；2014年公司实现营业收入16.00亿元，利润总额10.96亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额301.28亿元，所有者权益144.96亿元（其中少数股东权益0.26亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入2.61亿元，利润总额1.86亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模和利润规模略有上升。公司2014年实现营业收入16.00亿元，同比增长2.95%；实现利润总额10.96亿元，同比增长0.30%。2015年1~3月公司实现营业收入2.61亿元，实现利润总额1.86亿元。

由于公司将大部分利息进行资本化处理，公司期间费用一直维持在较低的水平。2014年，公司期间费用为0.56亿元，较上年下降12.25%，期间费用占营业收入比为3.52%，较上年下降0.61个百分点，主要系管理费用下降所致。

2014年，公司实现投资收益3335.29万元，主要来源于公司投资信托产品所取得的收益。

公司营业外收入主要来自政府补贴。公司补贴收入主要由专项补贴和西站运营费补贴构成。2014年，公司补贴收入为2.67亿元，较上年增长6.51%。

从盈利指标来看，2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为53.25%、3.62%和6.18%，其中营业利润率较2013年下降2.46个百分点，总资本收益率较2013年增长0.42个百分点，净资产收益率较2013年下降0.88个百分点。营业利润率仍然维持在较高水平。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.61亿元；公司实现营业利润和利润总额分别为1.86亿元和1.86亿元。

总体看，跟踪期公司营业收入规模、利润规模略有增长，营业利润率虽略有下降，但仍然维持在较高水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年现金收入比为98.84%，公司收入实现质量持续尚可。2014年公司经营活动现金流入为94.73亿元，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为15.81亿元，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，收到其他与经营活动有关的现金为78.92亿元，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，及跟踪期内政府拨付的10亿元企业发展基金；2014年公司经营活动现金流出为73.78亿元，购买商品、接受劳务支付的现金为11.24亿元，主要为市政建设工程支出、保障房

建设的工程款以及商混业务的原材料采购款，支付其他与经营活动有关的现金为61.44亿元，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。2014年，公司经营活动现金流量净额为20.95亿元。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量规模相对较小，主要是收回投资收到的现金和取得投资收益所收到的现金，2014年分别为0.40亿元和0.33亿元，分别为投资信托产品所收到的本金和投资收益。公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资支付的现金，2014年两者分别为5.76亿元和2.02亿元，分别为公司BT工程项目支出和购买信托产品支付的本金。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.04亿元。

从筹资活动来看，2014年，公司筹资活动产生的现金流入全部为取得借款收到的现金，为37.54亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金。公司支付的其他与筹资活动有关的现金主要为公司支付给建委为其取得的融资款项。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-26.29亿元。

总体来看，公司收入实现质量尚可；收到、支付其他与经营活动有关的现金规模较大，支付的其他与筹资活动有关的现金规模较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额快速增长，为284.65亿元，同比增长19.01%。其中流动资产占60.36%，非流动资产占39.64%。

截至2014年底，公司流动资产大幅增长，为171.82亿元，同比增长28.96%。其中货币资金占12.84%、预付款项占10.81%、其他应收款占61.56%、存货占13.47%。

截至2014年底，公司货币资金22.07亿元，主要为银行存款。

公司应收账款主要形成于商混销售收入，截至 2014 年底，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，同比增长 155.19%。截至 2014 年底，公司应收账款 2.27 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 96.03%，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 2.58%，1~2 年的占 13.54%，2~3 年的占 44.92%，3 年以上的占 41.54%，共计提坏账准备，29.51 万元，计提坏账准备占该类应收账款的 51.4%，计提比例较为合理。

截至 2014 年底，公司预付款项为 18.57 亿元，同比增长 25.34%。从账龄方面看，1 年以内的占 32.28%，1~2 年的占 13.27%，2~3 年的占 17.54%，3 年以上的占 36.80%。

截至 2014 年底，公司其他应收款大幅增长，为 105.77 亿元，同比增长 59.23%，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占 99.92%，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款中 95.99%的账龄在 1 年以内，主要为应收长春市政府单位的往来款，其中长春市城乡建设委员会占 71.04%、长春市财政局占 11.00%。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。

截至 2014 年底，公司存货为 23.14 亿元，同比增长 38.90%。其中中开发成本 22.75 亿元（占存货的 98.28%），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 74.29%。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 112.83 亿元，同比增长 0.76%。主要以持有至到期投资、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 3.19%、4.01%、3.76%、88.22%和 7.41%。

截至 2014 年底，公司持有至到期投资 3.60 亿元，主要为公司持有的金融信托产品。

截至 2014 年底，公司长期应收款为 4.52 亿元，同比增长 86.92%，全部为应收长春市城

乡建设委员的基础设施工程合同款。

截至 2014 年底，公司投资性房地产为 4.24 亿元，同比下降 3.37%。主要为公司北站房项目。

截至 2014 年底，公司固定资产为 91.84 亿元，同比下降 1.74%，主要系路桥资产及地下管网资产正常折旧所致。

截至 2014 年底，公司在建工程为 8.37 亿元，同比增长 140.18%，主要由三馆工程及办公楼工程构成，占比分别为 55.31%和 29.86%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 301.28 亿元，较 2014 年底增长 5.84%，主要系货币资金和预付款项增长所致。资产构成仍以流动资产为主，占比升至 62.26%。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 15.76%、11.07%、59.47%和 12.91%。总体看，公司资产结构保持稳定。

整体来看，公司资产构成以流动资产为主，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。

负债

截至2014年底，公司负债总额141.08亿元，同比增长23.22%。公司负债构成中，流动负债占66.07%，长期负债占33.93%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 93.22 亿元，同比增长 125.18%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。从构成上来看，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 33.30%和 54.48%。

截至 2014 年底，公司短期借款为 6.70 亿元，其中 98.51%为抵押借款，剩余为信用借款。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 31.04 亿元，其中包括政府拨付的公租房建设资本金 10.40 亿元，政府拨付的其他财政补贴款 3.80 亿元，其余主要为公司与相关单位发生的往来款。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动为 50.78 亿元，同比增长 155.32%。

公司非流动负债由长期借款（占 85.30%）、应付债券（占 10.45%）、长期应付款（占 4.15%）和递延收益构成，截至 2014 年底，公司非流动负债为 47.86 亿元，同比下降 34.52%，主要系大量长期借款临近还款转入一年内到期的非流动负债科目所致。

截至 2014 年底，公司长期借款为 40.83 亿元，同比下降 44.13%，其中银行贷款、信托借款及融资租赁占比分别为 37.38%、45.76%和 16.86%。

截至 2014 年底，公司应付债券为 5.00 亿元，为 2014 年 9 月发行的 5 亿元中期票据。

截至 2014 年底，公司长期应付款为 1.99 亿元，为长春市财政局将 2014 年地方政府债券转贷支出 1.99 亿元下达给公司，专项用于相关项目建设，应计入有息债务。

截至 2014 年底，公司全部债务为 105.44 亿元，同比增长 11.17%；公司有息债务以短期债务为主，占比为 54.65%。截至 2014 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分别为 49.56%、42.34% 和 24.99%，其中资产负债率较 2013 年底增长 1.69 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较 2013 年下降 0.86 和 11.96 个百分点。长期债务资本化比率下降较快主要系大量长期借款临近还款，转为短期债务所致。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 156.32 亿元，较 2014 年底增长 10.80%，主要来自应付债券的增长，主要系公司 2015 年 3 月发行 15 亿元中期票据所致；负债结构仍以流动负债为主，占比达到 59.81%。公司全部债务 120.86 亿元，其中短期债务占 48.02%，长期债务占 51.98%；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 51.89%、45.47% 和 30.23%，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；公司一

年内到期的非流动负债迅速增长，对公司造成一定短期偿债压力。未来公司项目投资规模大，债务规模预计将持续上升。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 143.57 亿元，同比增长 15.17%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。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），长春市财政局每年拨付资金 10 亿元作为公司企业发展资金，计入资本公积。

截至 2014 年底，公司归属于母公司权益为 143.33 亿元，其中实收资本、资本公积及未分配利润占比分别为 15.52%、69.83% 和 14.06%。截至 2015 年 3 月底，公司归属于母公司权益 144.70 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。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年公司流动比率和速动比率，较上年均有所下降，分别为 184.33%、159.50%；2015 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 200.63%、174.73%，较 2014 年底有所上升。2014 年，公司经营现金流动负债比为 22.48%，对公司短期债务保障较弱。整体看，公司短期偿债能力指标尚可，但公司短期债务增长较快规模较大，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债指标来看，公司 EBITDA 规模快速增长，2014 年为 12.94 亿元；同期，全部债务/EBITDA 为 8.15 倍，EBITDA 对全部债务保障较上年有所减弱。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额为 122 亿元，尚未使用额度为 112.60 亿元，主要为国开行棚户区改造项目授信尚未使用。公司间接融资渠道通畅。

截至 2014 年底，公司对外担保余额 15.91

亿元，担保率为 11.08%，目前被担保单位经营正常，公司或有负债风险低。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码为：G1022010201069670I），截至2015年7月21日，公司无已结清未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 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。

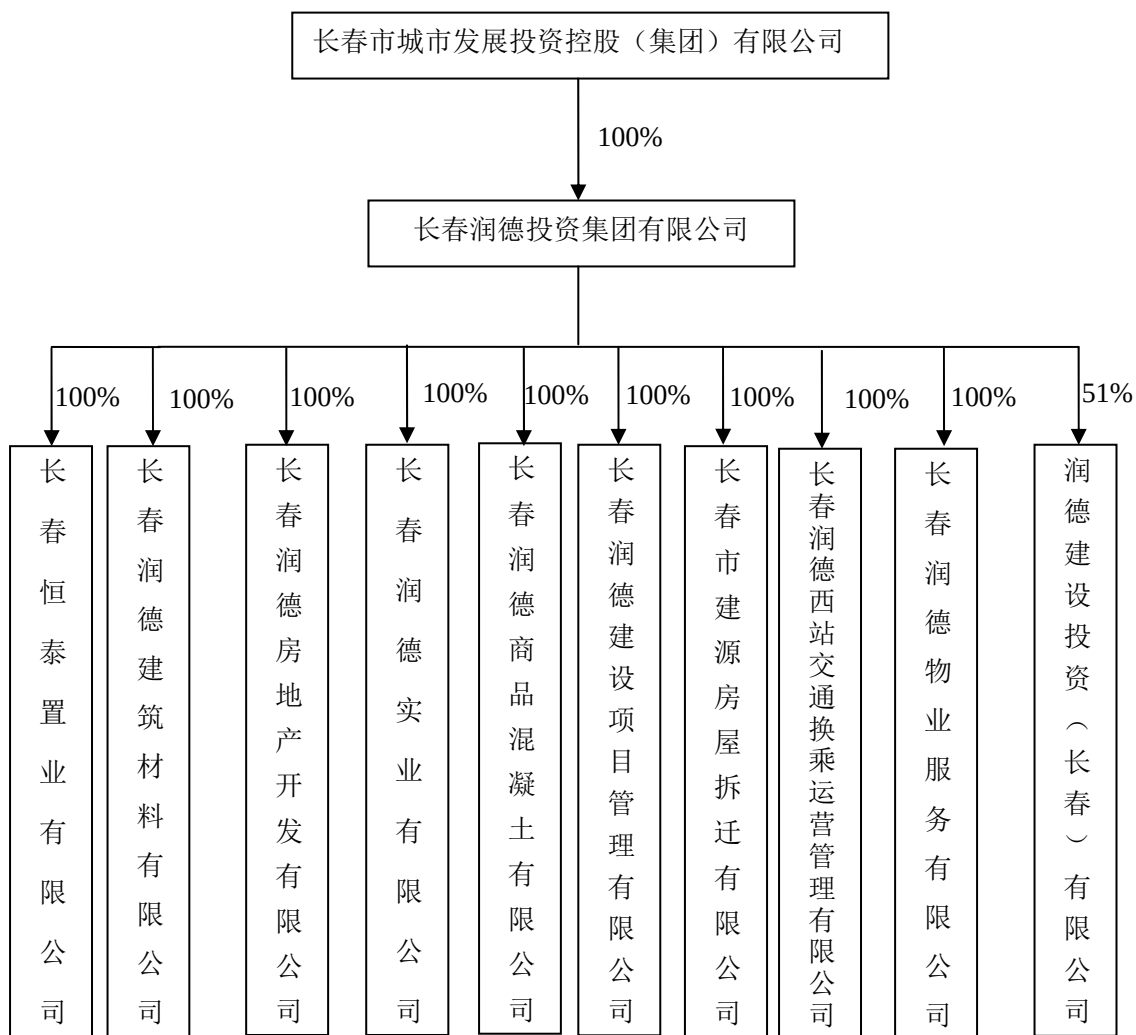
7. 存续期内债券偿还能力

“14 长春润德 MTN001”和“15 长春润德 MTN001”总发行额度为20亿元。2014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94.73亿元和20.95亿元，分别为两期中期票据待还本金的4.95倍和1.05倍。2014年，公司 EBITDA 为12.94亿元，为两期中期票据待还本金的0.65倍。整体看，公司经营活动现金流入量对“14 长春润德 MTN001”和“15 长春润德 MTN001”保障能力较强。

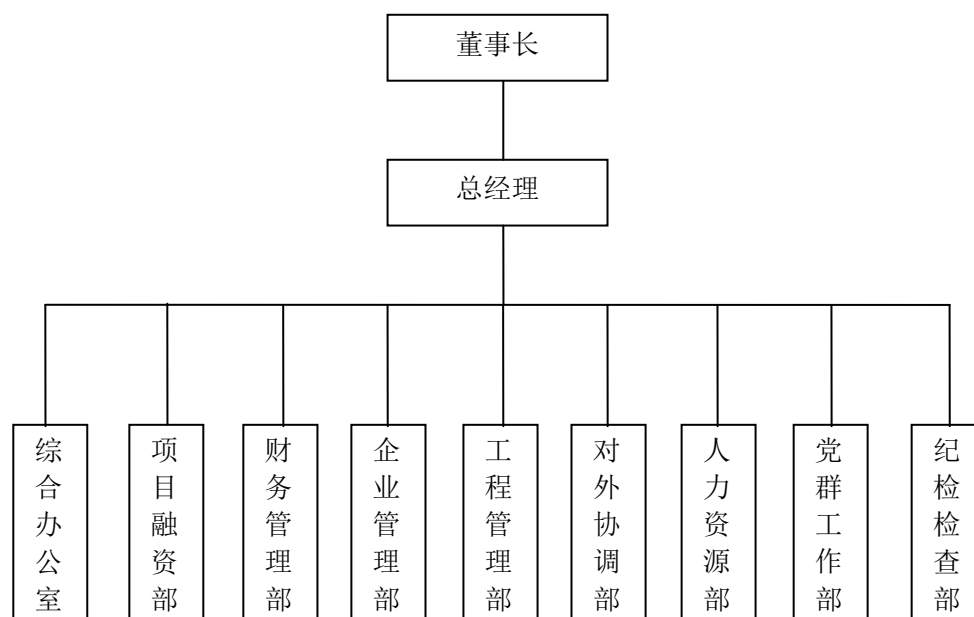
九、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA⁺主体长期信用等级，评级展望稳定，维持“14 长春润德 MTN001”和“15 长春润德 MTN001”AA⁺的信用等级。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.04	34.45	22.07	29.57
资产总额(亿元)	175.30	239.19	284.65	301.28
所有者权益(亿元)	105.65	124.70	143.57	144.96
短期债务(亿元)	19.10	21.77	57.62	58.04
长期债务(亿元)	30.89	73.08	47.82	62.82
全部债务(亿元)	49.99	94.85	105.44	120.86
营业收入(亿元)	3.30	15.54	16.00	2.61
利润总额(亿元)	1.52	10.93	10.96	1.86
EBITDA(亿元)	1.67	12.58	12.94	--
经营性净现金流(亿元)	-18.20	35.53	20.95	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.81	19.71	10.11	--
存货周转次数(次)	0.48	0.55	0.34	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	90.57	105.49	98.84	--
营业利润率(%)	8.70	55.71	53.25	77.73
总资本收益率(%)	0.97	4.04	3.62	--
净资产收益率(%)	1.43	7.06	6.18	--
长期债务资本化比率(%)	22.62	36.95	24.99	30.23
全部债务资本化比率(%)	32.12	43.20	42.34	45.47
资产负债率(%)	39.73	47.87	49.56	51.89
流动比率(%)	177.98	321.87	184.33	200.63
速动比率(%)	162.16	281.62	159.50	174.73
经营现金流动负债比(%)	-46.94	85.82	22.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.72	6.11	3.43	
全部债务/EBITDA(倍)	29.97	7.54	8.15	

注：其他流动负债和其他非流动负债均已调整至有息债务。

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= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
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%
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%

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（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的定义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。