信用评级公告

联合〔2021〕6940 号

联合资信评估股份有限公司通过对长春市轨道交通集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持长春市轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 长春轨交 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

长春市轨道交通集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

主体	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
长春市轨道交通集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
19 长春轨交 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 长春轨交 MTN001	3 亿元	3 亿元	2022/01/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；永续中期票据或附投资者回受选择权的中期票据，所列到期兑付日按首个行权日测算

评级时间：2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

长春市轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）作为长春市轨道交通项目投资建设及运营管理的主体。跟踪期内，长春市经济保持增长，轨道交通线路的不断完善，公司轨道运输收入规模有所提升；公司在轨道交通投资建设、运营管理和资源开发方面持续保持区域专营优势，并在财政补贴方面持续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，跟踪期内，公司利润依赖政府补助及债务负担仍重等因素对其信用水平带来的不利影响。随着地铁新线陆续投运，路网效应增强；同时，随着地铁资源开发不断推进，公司自身的盈利能力有望逐步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“19 长春轨交 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2020 年，长春市实现地区生产总值 6638.03 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **跟踪期内，公司轨道交通投资建设保持专营优势，并持续获得外部支持。**公司是长春市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的重要主体，跟踪期内保持专营优势。2020 年，公司收到政府补助资金 26.95 亿元，并且收到政府拨付专项债券资金 47.67 亿元用于轨道交通基础设施项目建设。
3. **跟踪期内，路网效应逐步显现。**随着新线路正式运营、路网效应逐步显现，2020 年，公司轨道运输收入 2.66 亿元，同比增长 7.09%。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：兰 迪 郑 重

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **轨道交通业务公益性强，公司利润实现依赖政府补助。**轨道交通具有较强公益性，2020 年，公司实现营业收入 4.31 亿元，营业利润率为-189.57%；其他收益 36.88 亿元，实现利润总额 7.20 亿元。
2. **跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务负担仍重。**截至 2021 年 3 月底，公司有息债务规模增至 496.22 亿元，受政府补助资金和专项债券资金影响，公司全部债务资本化比率为 67.88%，但公司债务负担仍重。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.42	55.36	38.43	22.62
资产总额(亿元)	591.49	734.62	815.34	806.87
所有者权益(亿元)	146.23	149.82	243.66	234.84
短期债务(亿元)	48.04	37.54	43.51	42.98
长期债务(亿元)	348.42	443.75	453.41	453.24
全部债务(亿元)	396.46	481.28	496.92	496.22
营业收入(亿元)	4.28	4.23	4.31	1.01
利润总额(亿元)	7.93	5.29	7.20	-7.59
EBITDA(亿元)	12.53	17.40	29.14	--
经营性净现金流(亿元)	9.85	17.60	9.79	0.02
营业利润率(%)	-66.77	-125.76	-189.57	-168.00
净资产收益率(%)	5.36	3.53	2.94	--
资产负债率(%)	75.28	79.61	70.12	70.89
全部债务资本化比率(%)	73.05	76.26	67.10	67.88
流动比率(%)	123.97	123.77	365.31	340.30
经营现金流动负债比(%)	10.18	12.48	13.87	--
现金短期债务比(倍)	0.40	1.47	0.88	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.70	1.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	31.63	27.66	17.05	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	251.93	301.00	419.09	395.95
所有者权益（亿元）	83.21	83.75	174.52	170.31
全部债务(亿元)	98.63	126.79	162.97	164.17
营业收入(亿元)	1.48	1.63	1.38	0.24
利润总额(亿元)	-2.61	-2.46	0.68	-4.21
资产负债率（%）	66.97	72.18	58.36	56.99
全部债务资本化比率(%)	54.24	60.22	48.29	49.08
流动比率（%）	86.58	102.07	320.42	436.75
经营现金流动负债比(%)	-4.42	-6.73	-29.32	--

注：公司 2021 年 1 季度财务数据未经审计；本报告合并口径将长期应付款中有息债务部分计入长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 长春轨交 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/07/24	朱煜 王默璇	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 长春轨交 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/11/01	兰迪 楚方媛	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由长春市轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、完整性、准确性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

长春市轨道交通集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于长春市轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司原控股股东长春市国有资产监督管理委员会（以下简称“长春市国资委”）与长春城市公共交通发展集团有限公司（以下简称“长春公共交通集团”）签署《股权无偿划转协议》，约定以 2020 年 4 月 30 日为基准日，将长春市国资委持有的公司 62.52%的股权无偿划转至长春公共交通集团。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 36.86 亿元，其中长春公共交通集团持有公司 62.52%的股权、国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司股权 19.48%、长春市城市发展投资控股（集团）有限公司（以下简称“长春发投”）持有公司股权 18.00%，公司实际控制人仍为长春市国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2021年3月底，公司合并范围拥有子公司6家；公司本部设有17个职能部门，包括战略发展部、财务管理部和审计部等。

截至 2020 年底，公司资产总额 815.34 亿元，所有者权益 243.66 亿元（其中少数股东权益 33.51 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 4.31 亿元，利润总额 7.20 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 806.87 亿元，所有者权益为 234.84 亿元（含少数股东权益 32.55 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.01 亿元，利润总额-7.59 亿元。

公司住所：长春市朝阳区安达街 1305 号；法定代表人：曹国利。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月底，联合资信所评公司存续债券“19 长春轨交 MTN001”余额为 3.00 亿元。跟踪期内，“19 长春轨交 MTN001”已按时足额支付当期利息；同期，“19 长春轨交 MTN001”募集资金已全部使用完毕。

表 1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 长春轨交 MTN001	3.00	3.00	2019/01/22	3+N

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于

资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投

资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

2020年，长春市经济持续增长，产业结构不断优化，为公司创造了较为良好的外部发展环境。

2020 年，长春市全市实现地区生产总值 6638.03 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 533.82 亿元，比上年下降 2.4%；第二产业增加值 2758.12 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 3346.09 亿元，增长 0.3%。三次产业结构为 8.0：41.6：50.4。人均地区生产总值达到 77634 元（按户籍年平均人口数计算），比上年增长 3.6%。

2020 年，全市规模以上工业增加值增长 10.4%。规模以上工业总产值增长 9.9%。全市固定资产投资增长 8.8%。其中，房地产开发投资增长 12.4%。固定资产交付使用率为 24.3%，比上年下降 7.8 个百分点。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，长春公共交通集团持有公司 62.52%的股权、国开基金持股 19.48%、长春发投持股 18.00%，公司实际控制人仍为长春市国资委。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍负责长春市内城市轨道交通建设、运营，轨道交通沿线资源开发等业务主体，是长春市政府批准的唯一一家城市轨道建设运营公司，公司在轨道交通投资建设、运营管理方面保持区域专营地位。

3. 外部支持

2020 年，长春市全口径财政收入实现增长，但财政自给能力弱；作为长春市轻轨和地铁线路的投资建设主体，跟踪期内，公司持续获得股东在资金拨付、运营补贴等方面的支持。

长春市财政实力直接影响政府部门对公司项目建设资本金的拨付情况。2020 年，长春市全市一般预算全口径财政收入 1129.5 亿元，增长 0.3%。全市地方财政收入 440.4 亿元，增长 1.5%。其中，税收收入 351.3 亿元，增长 2.1%。地方财政支出 1084.1 亿元，增长 10.5%，财政自给率为 40.62%，长春市财政自给能力弱。

由于城市轨道交通业具有较强准公益产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府听证后制定，因此投入运营后通常都会亏损，以上因素决定政府需要通过相应的机制对轨道交通项目建设及运营资金和偿债进行支持。2020 年，公司收到政府支付的运营补贴 26.95 亿元。2020 年长春市政府拨付公司 47.67 亿元专项债券资

金用于轨道交通基础设施项目建设。除此之外，2020 年政府无偿划拨 5213.72 公顷林权，评估价值 89.06 亿元，作为消耗性生物资产计入存货和资本公积。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91220101702555588X），截至 2021 年 6 月 1 日，公司有 10 笔已结清关注类贷款，系吉林银行和工商银行根据政府融资平台类客户贷款分类标准而列为关注类贷款，以上贷款均已实现正常收回。公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 7 月 24 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理制度及组织结构方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司主营业务收入小幅下降。其中，轨道运输和工程收入有所增长，公司不再从事供暖供热和混凝土销售业务；跟踪期内，公司持续亏损运营。

2020 年，公司主营业务收入为 4.00 亿元，同比小幅下降 0.41%。其中，轨道运输（票务）收入 2.66 亿元，同比增长 7.09%，在主营业务收入中占比为 66.41%；同期，工程施工收入同比增长 31.54%至 1.09 亿元，在主营业务收入中占比增长至 27.18%；跟踪期内，从事供暖供热的子公司已无偿划拨给长春市热力（集团）有限责任公司，从事混凝土销售板块的子公司已注销，公司跟踪期未实现上述两个板块收入。

毛利率方面，公司轨道运输业务持续大幅亏损，2020 年，轨道运输毛利率为-336.25%。2020 年，工程施工业务板块毛利率为 39.76%，同比增加 11.65 个百分点。受占比最大的轨道运输业务亏损严重影响，公司主营业务毛利率持续为负，2020 年为-208.73%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.01 亿元，同比增长 158.97%，当期综合毛利率为-168.32%。

表 4 2019—2020 年公司主营业务收入构成和毛利率情况 （单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轨道运输	24801.88	61.76	-219.53	26561.15	66.41	-336.25
房地产开发	218.69	0.54	2.95	848.61	2.12	-16.93
供暖供热	3128.52	7.79	-137.60	--	--	--
广告服务	2532.65	6.31	99.70	1632.39	4.08	100.00
物业管理	--	--	--	84.93	0.21	22.29
工程施工	8262.95	20.58	28.11	10869.03	27.18	39.76
混凝土销售	1214.17	3.02	-26.25	--	--	--
合计	**40158.85**	**100.00**	**-135.00**	**39996.11**	**100.00**	**-208.73**

注：1、公司未提供2021年一季度主营业务收入明细；2、分类数加总之和与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 轨道交通建设及运营

（1）轨道交通建设

跟踪期内，公司轨道交通建设持续推进，在建轨道线路总投资规模大，未来投资压力大。

根据《长春市城市轨道交建设规划》，长春市轨道交通线网将由八条轨道交通普线和两

条市域快线组成。其中1—7号线（地铁1、2、5、6、7号线和轻轨3、4号线）主要服务长春主城区，北湖线一期服务长春东北地区，两条市域快线中的空港线一期主要是实现空港新区与中心城的快速联系，支持长春新区的发展；双阳线一期主要实现奢岭与中心城的快速联系。快线总规模为74.1km，普线总长度250.3km；线网总长为324.4km。

① 地铁 1 号线

地铁 1 号线路全长 37.8 公里，设车站 24 座。地铁 1 号线分三期建设，目前地铁 1 号线一期工程已正式运营；二期工程为地铁 1 号线南延工程，该工程已获得国家发改委立项；三期工程为地铁 1 号线北延工程，目前正处在筹备阶段。

地铁 1 号线一期工程 2011 年 5 月开工建设，于 2017 年 6 月底正式建成通车，已于 2019 年 1 月 1 日正式运营。工程实际总投资金额 184 亿元，项目资本金占工程总投资的 25%，全部为自筹资金；其余资金主要由贷款解决。

② 地铁 2 号线

地铁 2 号线共分三期建设，2019 年 12 月 31 日，地铁 2 号线一期工程开始正式运营；二期工程为西延工程，目前正在建设阶段；三期工程为东延工程，目前正在建设阶段。

地铁 2 号线一期工程，由西湖至东方广场段，线路全长 22.85 公里，全线为地下线路，设车站 19 座，其中，换乘站 6 座，在警备路西侧地块设置西湖车辆段，占地约 525 亩。工程于 2014 年开工建设，计划工期 5 年，工程实际总投资 172.65 亿元，项目资本金 38.55 亿元，由长春市财政负责解决（已全部到位）。地铁 2 号线二期工程（二号线西延线）总投资规模 28.76 亿元，线路全长 5.3 公里，设车站 3 座，其中换乘站 1 座，计划于 2021 年底竣工。截至 2021 年 3 月底，二期工程已累计完成投资 10.15 亿元。地铁二号线东延线工程总投资 73.15 亿元，已累计完成投资 5.12 亿元。

③ 轻轨北湖线

轻轨北湖线线路全长 13.3 公里，为轻轨制式高架线路，设车站 13 座，车场 1 座。项目总投资 48.37 亿元，资本金比例为 40.00%，已于 2019 年 12 月 31 日开始正式运营。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建轨道线路有 6 条，分别为轻轨 3 号线延伸线、地铁 6 号线工程、轻轨 4 号线南延、轨道交通 7 号线、地铁 2 号线东延工程（东方广场-东枢纽）、地铁 2 号线西延工程，计划总投资为 603.58 亿元，已投资 121.78 亿元，未来投资规模很大。

整体来看，公司已完工轨道项目资本金均足额到位。

表 5　截至 2021 年 3 月底公司主要在建轨道项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	建设长度	总投资	已投资	所需资本金	资本金要求比例（%）	资本金到位
1	轻轨 3 号线延伸线	5.40	33.60	26.18	8.39	25.00	8.39
2	地铁 6 号线工程	29.70	221.44	34.13	88.58	40.00	24.39
3	轻轨 4 号线南延	4.49	21.63	3.13	8.65	40.00	3.47
4	轨道交通 7 号线	22.50	191.66	12.43	76.66	40.00	8.41
5	地铁 2 号线东延工程（东方广场-东枢纽）	9.10	73.15	5.12	29.26	40.00	4.68
6	地铁 2 号线西延工程	4.36	28.76	10.15	11.50	40.00	3.2
7	南广场换乘中心工程	--	12.94	12.93	2.59	20.00	2.59
8	地铁中央商务区工程	--	20.40	17.71	5.12	25.00	5.11
合计		**75.55**	**603.58**	**121.78**	**230.75**	--	**60.24**

注：已投资额中包含公司投入的质保费，因质量未发生问题，实际费用未产生，因此未体现在财务报表中

资料来源：公司提供

（2）轨道交通运营

受地铁 2 号线一期工程和轻轨北湖线于 2019 年底转入正式运营，2020 年公司轨道运输收入有所增长，目前轨道运行情况良好。受非市场化票价定价影响，公司轨道运输业务持续处于亏损状态。随着长春市轨道交通路网的不断完善，公司收入规模有望得到提升。

截至 2021 年 3 月底，长春市轨道交通运营线网总长度 101.29 公里，公司目前运营的线路 6 条，分别为轻轨 3 号线一期、轻轨 3 号线二期、轻轨 4 号线一期、地铁 1 号线一期、地铁 2 号线一期和轻轨北湖线。跟踪期内，公司无新增运营线路。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司已运营轨道交通线路

线路		建设长度（公里）	起终点	车站（座）	开通运行时间
轻轨 3 号线	轻轨 3 号线一期	31.30	长春火车站－卫光街站	17	2002.10
	轻轨 3 号线二期		卫光街站－长影世纪城站	16	2006.12
轻轨 4 号线	轻轨 4 号线一期	16.33	长春火车站北广场－车场站	15	2012.06
地铁 1 号线	地铁 1 号线一期	18.14	北环路—红咀子站	15	2017.06
地铁 2 号线	地铁 2 号线一期	22.85	双丰－东方广场	18	2018.08
轻轨北湖线	轻轨北湖线	13.30	北环城路-太平村	12	2018.10
合计	--	**101.29**	--	**93**	--

注：分类数加总之和与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司轨道交通已开通线路车站数量共 93 座。2020 年，长春轨道交通实现客运量 15503.49 万人次，运营总里程 3621.68 万公里，列车正点率达 99.89%。

表 7　2019－2021 年 3 月公司总体客运指标情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万公里）	3455.17	3621.68	968.68
车站数量（座）	93	93	93
年度客运量（万人次）	20464.64	15503.49	3399.14
日均客运量（万人次）	56.06	43.40	37.76
正点率（%）	99.57	99.87	99.93
运行图兑现率（%）	99.99	99.89	99.89

注：2019 年地铁 2 号线一期工程和轻轨北湖线试运营期间不确认收入，但年度客运量纳入核算，因此导致 2019 年客运量大于 2020 年客运量
资料来源：公司提供

2020年，公司获得票务收入为2.66亿元，同比增长7.09%，毛利率进一步下降至-336.25%。地铁2号线一期工程和轻轨北湖线于2019年12月31日起正式运营，但是2020年受疫情影响，收入增长不及成本，导致毛利率进一步下滑。随着长春市轨道交通路网的完善，未来公司票务收入规模有望得到进一步提升。

跟踪期内，长春轨道交通（地铁）票价标准和轻轨交通运营票价实行按里程分段阶梯计价票制，线网票价起步价2元7公里，晋级里程为6、6、8、8、10公里。即：0-7（含，以下类同），票价2元；7-13公里，票价3元；13-19公里，票价4元；19-27公里，票价5元；27-35公里，票价6元；35公里以上每增加10公里，票价增加1元。目前国内轨道交通运营企业均施行非市场化的票价定价机制，基本无法平衡后续运营成本的资金需求，政府补贴收入成为平衡轨道交通运营成本的重要方式。根据长府函〔2008〕

165号文件，关于轨道3期（轻轨3号线一、二期工程及轻轨4号线一期工程）运营初期前10年出现亏损，由市财政核准，安排财政资金予以专项补贴。根据长财建〔2011〕21号和长财建〔2011〕214号文件，对于地铁1号线一期工程和地铁2号线一期工程运营初期前15年产生的亏损，长春市安排财政资金予以专项补贴，按实际亏损情况拨付。2020年，公司共收到政府补贴26.95亿元。

截至目前，公司轨道交通安全运营状况良好，未发生重大安全事故。

3. 轨道交通沿线资源开发

跟踪期内，公司工程施工和广告收入有所下降；受目前建设项目需求下降影响，混凝土销售收入下降较快；公司房地产开发规模增长较快，但不具有持续性。

（1）工程施工业务

公司工程施工业务主要由子公司长春市泰莱轻轨建筑工程有限公司（经营范围主要为零星站台、沿线维修工程等零星工程）和长春市轨道交通预制构件有限责任公司（经营范围主要包括地铁车站预制构件、区间隧道管片、轨道枕床及民用、市政工程预制构件）负责；2020年该板块实现收入1.09亿元，同比增长31.54%。随着公司轨道交通线路的投入运营以及城市基础设施建设业务的增长，公司的工程施工业务收入仍具有提升空间。

（2）其他业务

公司房地产开发业务主要由子公司长春市轻轨房地产开发有限公司和长春市地铁名典置业有限公司（长春地铁控股子公司，以下简称“名典置业”）经营。公司房地产开发主要用于安置轻轨及地铁修建过程中的拆迁居民，由公司负责拆迁、安置及房屋建设成本（具体拆迁工作由长春市各区建设局负责）。目前公司无在建房地产项目，2020 年，公司房地产开发业务收入为 848.61 万元，公司房地产开发收入规模相对小且毛利率为负，主要系公司完工项目已基本售罄所致，未来该业务收入不具有持续性。

公司广告业务由子公司长春市轻铁广告有限公司经营，主要是轨道交通周边桥体广告、护栏广告、楼宇广告、车内广告、车站冠名和候车亭广告等。2020 年，公司广告业务板块收入为 1632.39 万元，同比下降 35.55%。广告业务以车内广告发布收入为主，其次为桥体广告发布收入。随着公司开通运营的线路增多，未来该部分收入稳定性较强，具有一定的增长潜力。

4. 未来发展

公司未来仍将继续承担长春市轨道交通线路建设，未来项目投资规模很大。

作为长春市轨道交通线路的建设及运营主体，公司未来仍将继续承担长春市轨道交通线路建设。根据长春市第三期城市轨道交通建设规划，第三期轨道建设规划由5号线、6号线、7号线，空港线、双阳线等线路构成，预计总长135.4公里，总投资787.32亿元，公司未来投资规模很大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

2020 年，公司合并范围内减少两家子公司，公司不再从事供暖供热和混凝土销售业务。2021 年一季度，公司合并范围无变化。减少的两家子公司对公司整体影响不大，公司整体财务可比性较好。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构仍以非流动资产为主，存货、固定资产和在建项目规模较大，且资产受限规模较大，资

产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 815.34 亿元，较上年底增长 10.99%，主要系存货和在建工程增长所致。其中，流动资产占 31.63%，非流动资产占 68.37%。公司资产以非流动资产为主，流动资产较上年底占比上升较快。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	55.36	7.54	38.43	4.71	22.62	2.80
预付款项	69.53	9.46	54.71	6.71	53.38	6.62
其他应收款	27.75	3.78	51.99	6.38	54.25	6.72
存货	11.76	1.60	101.45	12.44	101.72	12.61
流动资产	**174.55**	**23.76**	**257.89**	**31.63**	**241.99**	**29.99**
固定资产	474.40	64.58	416.51	51.08	416.26	51.59
在建工程	60.23	8.20	114.62	14.06	122.35	15.16
非流动资产	**560.07**	**76.24**	**557.45**	**68.37**	**564.88**	**70.01**
资产总额	**734.62**	**100.00**	**815.34**	**100.00**	**806.87**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 257.89 亿元，较上年底增长 47.75%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 38.43 亿元，较上年底下降 30.58%。货币资金中无受限资金。公司预付款项 54.71 亿元，较上年底下降 21.32%，主要为预付工程建设公司的工程款。公司其他应收款 51.99 亿元，较上年底增长 87.35%，其中应收长春市财政局的往来款和应收长春市房屋征收经办中心征收费（实际为预付拆迁款，因未有合同计入其他应收款中）分别为 26.24 亿元和 20.77 亿元，主要为应收政府相关部门款项，回收风险相对较小，未计提坏账准备。公司存货 101.45 亿元，较上年底增长 762.46%，增加的主要系政府无偿划拨 5213.72 公顷林权，评估价值 89.06 亿元，作为消耗性生物资产计入存货和资本公积，林权为公益性资产，公司无收入产生。除此之外，公司存货中开发产品 8.84 亿元，主要为名典置业回迁小区。公司其他流动资产 8.76 亿元，全部为增值税待抵扣进项税额。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 557.45 亿元，较上年底下降 0.47%，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）416.51 亿元，较上年底下降 12.20%，主要系 2019 年地铁二号线一期工程由于预转固产生的暂估款完成结算转出所致。截至 2020 年底，公司在建工程 114.62 亿元，较上年底增长 90.29%，主要系轨道项目建设投入所致。2020 年，公司在建工程中借款利息资本化和融资租赁利息资本化金额共计 4.94 亿元，较上年大幅下降。截至 2020 年底，公司长期应收款 25.77 亿元，同比增长 7.13%，主要系公司长春市地铁有限责任公司新增售后租回融资租赁方式融资所致。从构成看，公司长期应收款全部为售后回租方式进行的融资。

受限资产方面，截至 2020 年底，受限资产账面价值为 322.31 亿元，占 2020 年底公司资产总额的 39.53%，受限资产占比高。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 806.87 亿元，较上年底下降 1.04%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 29.99%，非流动资产占 70.01%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大，各科目变化不大。

3．资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受政府无偿注入林权影响，公司所有者权益规模快速增长，但新增权益质量一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益 243.66 亿元，较上年底增长 62.64%，主要系资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 86.25%，少数股东权益占比为 13.75%。

截至 2020 年底，公司实收资本保持稳定；资本公积 138.82 亿元，较上年底增长 160.07%，主要系政府无偿划入林权所致，林权为公益性资产，增长的权益质量一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 234.84 亿元，较上年底下降 3.62%，主要系未分配利润下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 86.14%，少数股东权益占比为 13.86%。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	36.86	24.60	36.86	15.13	36.86	15.70
资本公积	53.38	35.63	138.82	56.97	137.72	58.64
未分配利润	22.18	14.80	27.89	11.45	21.13	9.00
少数股东权益	33.84	22.59	33.51	13.75	32.55	13.86
所有者权益	**149.82**	**100.00**	**243.66**	**100.00**	**234.84**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，全部债务资本化比率有所下降，但公司整体债务负担仍重；债务结构仍以长期债务为主，债务结构与公司业务特点匹配，短期偿债压力较小。

截至 2020 年底，公司负债总额 571.68 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 12.35%，非流动负债占 87.65%。公司负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	90.41	15.46	16.48	2.88	13.67	2.39
一年内到期的非流动负债	34.98	5.98	34.36	6.01	34.62	6.05
流动负债	**141.03**	**24.12**	**70.59**	**12.35**	**71.11**	**12.43**
长期借款	313.21	53.56	291.91	51.06	291.93	51.03
应付债券	29.21	4.99	67.99	11.8	71.68	12.53
长期应付款	101.32	17.33	141.19	24.70	137.30	24.00
非流动负债	**443.77**	**75.88**	**501.08**	**87.65**	**500.91**	**87.57**
负债总额	**584.80**	**100.00**	**571.68**	**100.00**	**572.02**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动负债 70.59 亿元，较上年底下降 49.94%，主要系应付账款下降所致。

截至 2020 年底，公司短期借款 9.16 亿元，较上年底增长 266.21%。公司应付账款 16.48 亿元，较上年底下降 81.77%，主要系 2019 年地铁二号线由于预转固产生的暂估应付账款完成结算所致。从构成看，主要为应付工程款、材料款以及设计费。公司预收款项 5.24 亿元，较上年底增长 3.37%，主要为名典置业回迁小区形成的购房款。公司其他应付款 4.58 亿元，较上年底下降 37.05%，其中应付利息 1.80 亿元，其他应付款 2.68 亿元。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 34.36 亿元，较

上年底下降 1.94%，较上年底变化不大。从构成看，一年内到期的长期借款 17.27 亿元，一年内到期的长期应付款 16.19 亿元，一年内到期的应付债券 0.90 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 501.08 亿元，较上年底增长 12.91%，主要系应付债券和长期应付款增长所致。

截至 2020 年底，公司长期借款 291.91 亿元，较上年底下降 6.80%，主要由信用借款、质押和抵押借款构成。截至 2020 年底，公司应付债券 67.99 亿元，较上年底增长 132.76%，主要系当年新发债券所致。截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）141.19 亿元，其中长期应付款 93.52 亿元，同比下降 7.70%，全部为售后租回融资租赁，已计入长期债务核算；专项应付款 47.67 亿元，为长春市政府拨付的专项债券资金用于轨道交通项目建设。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 572.02 亿元，较上年底增长 0.06%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 12.43%，非流动负债占 87.57%。公司以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大，各科目较上年底变动不大。

表11 公司有息债务及指标情况 （单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	37.54	43.51	42.98
长期债务	443.75	453.41	453.24
全部债务	481.28	496.92	496.22
资产负债率	79.61	70.12	70.89
全部债务资本化比率	76.26	67.10	67.88
长期债务资本化比率	74.76	65.05	65.87

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：根据公司年度报告及公司提供资料整理

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 496.92 亿元，同比增长 3.25%。其中，短期债务 43.51 亿元，长期债务 453.41 亿元，公司债务仍以长期债务为主，且长期债务占比大。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 70.12%、67.10%和 65.05%，较上年底均有所下降，主要系政府注入林权导致权益规模快速增长所致。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 496.22 亿元，其中短期债务占比 8.66%，长期债务 91.34%；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 70.89%、67.88%和 65.87%，公司整体债务负担重。

到期债务方面，截至 2021 年 3 月底，公司 2021 年 4—12 月和 2022 年到期债务分别为 6.30 亿元和 23.54 亿元，其余均为 2023 年及以后到期，公司短期偿债压力较小。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比基本持平；由于轨道运输公益性较强，公司利润实现仍依赖政府补贴。

2020 年，公司实现营业总收入 4.31 亿元，同比增长 2.01%，同比变化不大；营业成本 12.35 亿元，同比增长 30.88%；营业利润率为 -189.57%，同比下降 63.81 个百分点。

2020 年，公司费用总额为 21.41 亿元，同比增长 65.92%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 0.32%、3.53%和 96.15%，以财务费用为主。2020 年，公司期间费用率为 496.46%，同比提高 191.22 个百分点。公司费用对整体利润侵蚀很高。

2020 年，公司实现其他收益 36.95 亿元，主要为政府拨付的财政补贴，其他收益占营业利润比重为 499.58%，对营业利润影响较大。当年，公司实现利润总额 7.20 亿元。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.80%和 2.94%，同比分别提高 1.38 个百分点和下降 0.59 个百分点。公司自身盈利能力弱，利润实现依赖政府补贴。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.01 亿元，利润总额-7.59 亿元，营业利润率为 -168.00%，当期公司未收到政府补贴。

表12 公司盈利情况 （单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	4.23	4.31	1.01
营业成本	9.44	12.35	2.71
期间费用	12.91	21.41	6.08
其中：管理费用	0.78	0.76	0.14
财务费用	12.08	20.59	5.93
其他收益	23.56	36.95	0.17
利润总额	5.29	7.20	-7.59
营业利润率	-125.76	-189.57	-168.00
总资本收益率	2.43	3.80	--
净资产收益率	3.53	2.94	--

资料来源：根据公司年度报告及 2021 年一季度报告整理

5. 现金流分析

跟踪期内，公司投资规模大，仍需要依靠大规模的外部融资来满足投资和融资本息偿还需求；未来一段时期内银行借款等外部融资渠道依然将是公司主要的资金来源。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 57.12 亿元，同比增长 59.89%，其中收到其他与经营活动有关的现金 50.86 亿元；经营活动现金流出 47.33 亿元，同比增长 161.09%，其中支付其他与经营活动有关的现金 32.05 亿元。2020 年，公司经营活动现金净流入 9.79 亿元，同比下降 44.35%；公司现金收入比为 107.00%，同比下降 29.43 个百分点，收入实现质量仍较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模很小，现金流出由购建固定资产、无形资产等支付的现金构成，2020 年为 63.40 亿元，主要系地铁项目投入支付现金。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 149.41 亿元，同比增长 7.72%。其中，取得借款收到的现金 45.48 亿元，发行债券收到的现金 42.54 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 60.67 亿元，主要为融资租赁款。筹资活动现金流出 112.74 亿元，同比增长 34.50%，其中偿还债务支付的现金 59.01 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 18.60 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 35.12 亿元，主要为融资租赁费和融资手续费。2020 年，公司筹资活动现金净流入 36.67 亿元。

表13 公司现金流情况 （单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	35.73	57.12	3.83
经营活动现金流出小计	18.13	47.33	3.81
经营活动现金流量净额	**17.60**	**9.79**	**0.02**
投资活动现金流入小计	0.01	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	36.55	63.40	7.26
投资活动现金流量净额	**-36.54**	**-63.40**	**-7.26**
筹资活动前现金流量净额	**-18.94**	**-53.61**	**-7.23**
筹资活动现金流入小计	138.70	149.41	8.87
筹资活动现金流出小计	83.82	112.74	17.34
筹资活动现金流量净额	**54.88**	**36.67**	**-8.47**
现金收入比	136.44	107.00	98.34

资料来源：根据公司年度报告整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 234.27 万元；公司投资活动现金仍呈现流出状态，净额为-7.23 亿元；公司筹资活动现金流量净额-8.47 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务偿债能力一般；公司长期偿债能力强。考虑到股东对公司的资金支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 123.77%和 115.43%分别提高至 365.31%和提高至 221.60%；公司经营现金流动负债比率为 13.87%，同比提高 1.40 个百分点；公司现金短期债务比由上年底的 1.47 倍下降至 0.88 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

2020 年，公司 EBITDA 为 29.14 亿元，同比增长 67.43%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 72.07%）和利润总额（占 24.70%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.70 倍提高至 1.12 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA 由上年的 27.66 倍下降至 17.05 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力强。

表 14　公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	123.77	365.31	340.30
	速动比率（%）	115.43	221.60	197.26
	经营现金流动负债比（%）	12.48	13.87	--
	现金短期债务比（倍）	1.47	0.88	0.53
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	17.40	29.14	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.70	1.12	--
	全部债务/EBITDA（倍）	27.66	17.05	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司为股东长春公共交通集团提供担保，担保余额为 2.71 亿元。除此之外，公司无其他对外担保，整体看，公司或有负债风险可控。

截至 2021 年 3 月底，公司获得银行授信额度 586.81 亿元，已使用额度为 393.89 亿元，尚未使用额度为 192.91 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

考虑到股东对公司的资金支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

母公司财务规模占合并口径比例一般。跟踪期内，母公司资产规模增长较快，仍以非流动资产为主；所有者权益受政府注入林权影响快速增长；母公司债务负担一般，以长期债务为主；母公司经营活动现金流净额仍为负，筹资活动现金流净额规模较大。

截至 2020 年底，母公司资产总额 419.09 亿元，较上年底增长 39.23%。其中，流动资产 175.37 亿元（占比 41.85%），非流动资产 243.71 亿元（占比 58.15%）。资产主要由固定资产、长期股权投资、存货等构成。截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 51.40%。

截至 2020 年底，母公司负债总额 244.57 亿元，较上年底增长 12.58%，母公司负债占合并口径的 42.78%。其中，流动负债 54.73 亿元（占比 22.38%），非流动负债 189.83 亿元（占比 77.62%）。母公司 2020 年资产负债率为 58.36%，较 2019 年下降 13.82 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 162.97 亿元，母公司全部债务占合并口径的 32.80%。其中，短期债务占 12.70%、长期债务占 87.30%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 48.29%，母公司债务负担一般。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 174.52 亿元，较上年底增长 108.38%，主要系资本公积增长所致，母公司所有者权益占合并口径的 71.62%。在所有者权益中，实收资本为 36.86 亿元、资本公积 135.70 亿元、未分配利润-4.58 亿元（占-2.63%）。

2020 年，母公司营业收入为 1.38 亿元，利润总额为 0.68 亿元，母公司营业总收入占合并口径的 32.11%。同期，母公司投资收益为-0.01 亿元。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流净额为-16.05 亿元，投资活动现金流净额-8.84 亿元，筹资活动现金流净额 33.01 亿元。

十、存续债券偿债能力分析

截至 2021 年 6 月底，公司本年度无剩余应到期债券。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力均较弱。

截至 2020 年 6 月底，公司存续债券余额 69.70 亿元，本年度无剩余应到期债券；若存续债券投资人均在首个行权日选择回售，2023 年公司将达到待偿债券本金峰值 37.00 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金

流量净额和 EBITDA 分别为 57.12 亿元、9.79 亿元和 29.14 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

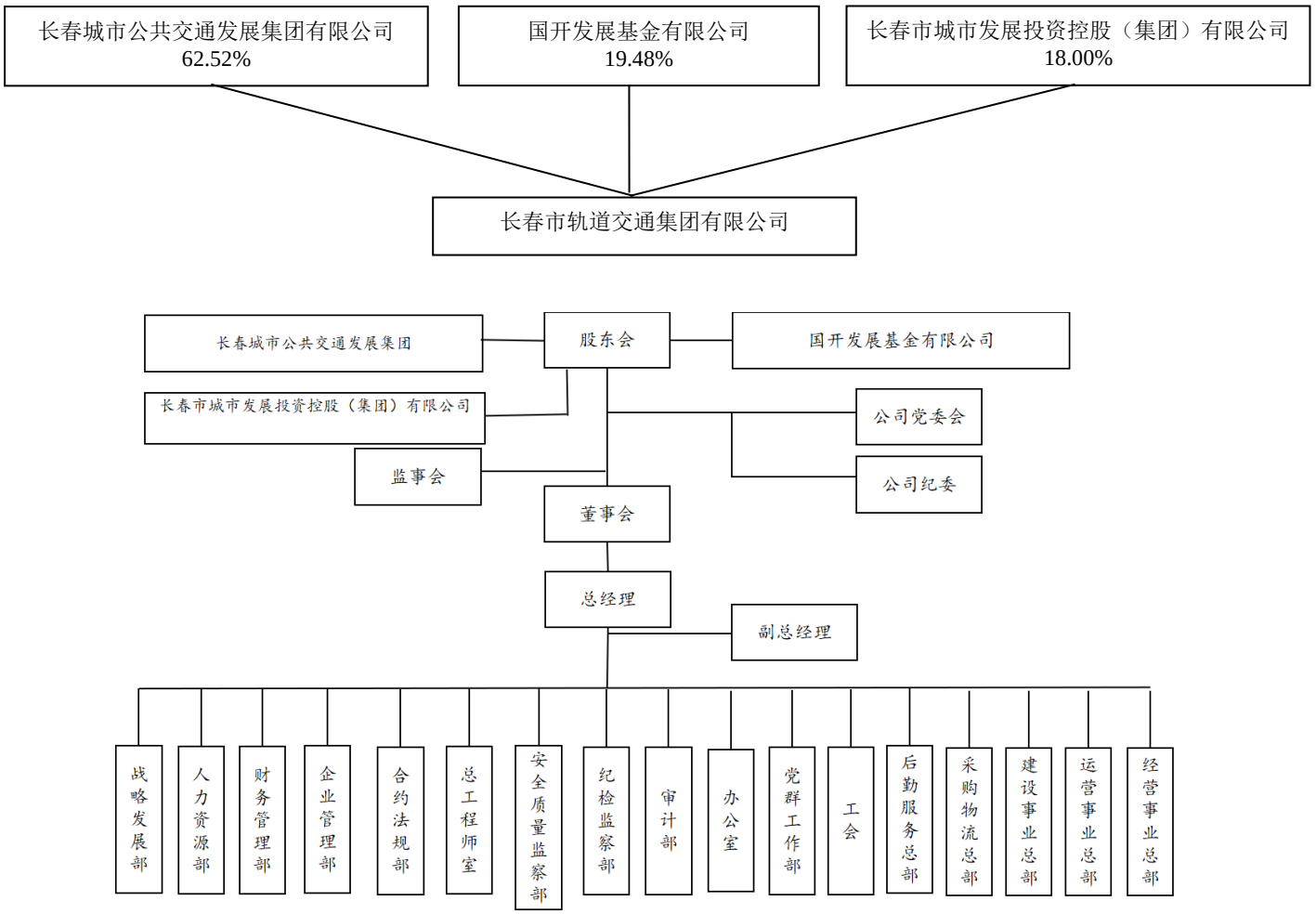
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	37.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	*
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.54
经营活动现金流量净额/未来待偿债券本金峰值	0.26
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.79

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），未剔除受限资金；3. “*”代表分母为0
资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“19 长春轨交 MTN001”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	直接持股比例（%）
1	长春市地铁有限责任公司	地铁建设	715000.00	75.68
2	长春市轻轨房地产开发有限公司	房地产开发	2000.00	100.00
3	长春市轻铁物业管理有限公司	物业管理	300.00	100.00
4	长春市轻铁广告有限公司	广告服务	50.00	98.00
5	长春市泰莱轻轨建筑工程有限公司	工程施工	1300.00	94.60
6	长春市轨道交通预制构件有限责任公司	地铁车站预制构件	6000.00	51.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.42	55.36	38.43	22.62
资产总额(亿元)	591.49	734.62	815.34	806.87
所有者权益(亿元)	146.23	149.82	243.66	234.84
短期债务(亿元)	48.04	37.54	43.51	42.98
长期债务(亿元)	348.42	443.75	453.41	453.24
全部债务(亿元)	396.46	481.28	496.92	496.22
营业收入(亿元)	4.28	4.23	4.31	1.01
利润总额(亿元)	7.93	5.29	7.20	-7.59
EBITDA(亿元)	12.53	17.40	29.14	--
经营性净现金流(亿元)	9.85	17.60	9.79	0.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.39	1.86	1.73	--
存货周转次数(次)	0.59	0.84	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	103.81	136.44	107.00	98.34
营业利润率(%)	-66.77	-125.76	-189.57	-168.00
总资本收益率(%)	2.12	2.43	3.80	--
净资产收益率(%)	5.36	3.53	2.94	--
长期债务资本化比率(%)	70.44	74.76	65.05	65.87
全部债务资本化比率(%)	73.05	76.26	67.10	67.88
资产负债率(%)	75.28	79.61	70.12	70.89
流动比率(%)	123.97	123.77	365.31	340.30
速动比率(%)	112.95	115.43	221.60	197.26
经营现金流动负债比(%)	10.18	12.48	13.87	--
现金短期债务比（倍）	0.40	1.47	0.88	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.70	1.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	31.63	27.66	17.05	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；本报告合并口径将长期应付款中有息债务部分计入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.07	19.65	27.77	6.88
资产总额(亿元)	251.93	301.00	419.09	395.95
所有者权益(亿元)	83.21	83.75	174.52	170.31
短期债务(亿元)	26.67	15.91	20.69	18.81
长期债务(亿元)	71.97	110.88	142.28	145.36
全部债务(亿元)	98.63	126.79	162.97	164.17
营业收入(亿元)	1.48	1.63	1.38	0.24
利润总额(亿元)	-2.61	-2.46	0.68	-4.21
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-3.02	-4.47	-16.05	-14.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	6.92	--
存货周转次数(次)	10.18	4.97	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	114.66	117.40	110.37	133.84
营业利润率(%)	-235.19	-232.73	-377.33	-451.21
总资本收益率(%)	-1.43	-1.17	0.20	--
净资产收益率(%)	-3.13	-2.94	0.39	--
长期债务资本化比率(%)	46.38	56.97	44.91	46.05
全部债务资本化比率(%)	54.24	60.22	48.29	49.08
资产负债率(%)	66.97	72.18	58.36	56.99
流动比率(%)	86.58	102.07	320.42	436.75
速动比率(%)	85.79	99.61	154.95	173.68
经营现金流动负债比(%)	-4.42	-6.73	-29.32	--
现金短期债务比(倍)	0.23	1.24	1.34	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；3. “/”代表数据未取得，“--”代表数据不适用

附件 3　主要财务指标的计算公式

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
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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=费用化利息支出+资本化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。