

信用等级公告

联合[2018] 2599 号

联合资信评估有限公司通过对长春市轨道交通集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的长春市轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用状况进行综合分析和评估,确定长春市轨道交通集团有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺,长春市轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年十一月一日



长春市轨道交通集团有限公司

2019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⁺
本期中期票据信用等级：AA⁺
评级展望：稳定

本期中期票据发行规模：基础发行规模 3 亿元，
发行金额上限 10 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途：用于偿还金融机构借款

评级时间：2018 年 11 月 1 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	33.97	47.94	21.70	39.19
资产总额(亿元)	385.48	451.52	499.75	543.96
所有者权益(亿元)	118.89	140.29	146.12	141.31
短期债务(亿元)	21.87	27.98	29.90	43.29
长期债务(亿元)	173.51	195.50	228.46	256.35
全部债务(亿元)	195.38	223.47	258.36	299.64
营业收入(亿元)	3.57	3.63	3.76	1.54
利润总额(亿元)	7.21	5.57	6.21	-4.66
EBITDA(亿元)	10.94	10.91	11.49	--
经营性净现金流(亿元)	9.85	18.77	9.93	0.32
营业利润率(%)	-41.57	-60.12	-59.96	-113.60
净资产收益率(%)	5.97	3.90	4.18	--
资产负债率(%)	69.16	68.93	70.76	74.02
全部债务资本化比率(%)	62.17	61.43	63.87	67.95
流动比率(%)	338.97	360.81	313.80	310.51
经营现金流动负债比(%)	23.18	39.06	18.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.86	20.48	22.49	--

注：公司 2018 年半年报财务数据未经审计。

分析师

兰 迪 楚方媛

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对长春市轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，在轨道交通投资建设、运营管理和资源开发方面具有区域专营优势，同时公司在财政补贴方面获得较大的外部支持。联合资信关注到公司轨道交通项目具有较强公益性，目前长春市轨道交通路网效应尚未体现，公司整体盈利能力弱、未来投资需求大、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司轨道交通项目建设周期长、投资支出大，对公司资金和债务形成较大压力，但由于股东持续给予资金支持，为公司轨道交通项目建设和到期债务的还本付息提供了有力保障。随着长春市轨道交通各条线路建设的不断推进及轨道交通网络规模效应进一步显现，公司盈利能力有望获得提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

基于对公司主体长期信用状况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，安全性很高。

优势

- 近年来，长春市经济保持持续增长，为公司未来发展提供了良好的外部环境；公司在轨道交通项目投资建设及运营资金方面持续获得政府资金拨付支持。
- 公司是长春市轨道交通投资建设、运营管理

和资源开发的主体，区域专营优势突出。

3. 公司主营业务收入规模稳步提升，随着轻轨4号线一期工程的开通运营与轻轨3号线实现换乘，公司轨道运输业务收入逐步增长。

关注

1. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点，区别于普通中期票据，具有一定特殊性。
2. 公司轨道交通运营公益性强，路网效应尚未实现，经营性收入规模较小，公司整体盈利能力弱。
3. 近年来公司有息债务规模不断增长，债务负担较重，建设投资规模大，未来或将面临较大的外部融资压力。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;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。

长春市轨道交通集团有限公司

2019年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

长春市轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）前身为长春市轨道交通有限责任公司，系根据长计建[1998]333号《关于成立长春市轨道交通有限责任公司的批复》，由长春市公用局出资人民币1000万元组建的国有独资公司。经过2003年和2004年两次增资，长春市国有资产监督管理委员会（以下简称“长春市国资委”）持有公司100%股权。而后经过多次增资和股权变更，公司注册资本和实收资本均为36.86亿元，其中长春市国资委持股78.57%，国开发展基金有限公司持股21.43%；国开发展基金有限公司以货币形式对公司注资7.90亿元，持有期限不超过25年，并由长春市国资委按约定回购该部分股权。公司控股股东和实际控制人均为长春市国资委。

公司经营范围：轨道交通、经营、管理及相关的城市交通客运，房地产开发、销售、以自有资金对相关项目投资（不得从事理财、非法集资、非法吸储、贷款等业务），广告设计、制作、代理、发布，物业服务，工程咨询，投资信息咨询（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2018年6月底，公司内设战略发展部、财务管理部、审计部等共17个职能部门；纳入合并范围子公司共7家。

2017年底，公司资产总额499.75亿元，所有者权益146.12亿元（其中少数股东权益35.83亿元）；2017年，公司合并口径实现营业收入3.76亿元，利润总额为6.21亿元。

2018年6月底，公司资产总额543.96亿元，所有者权益141.31亿元（其中少数股东权益35.82亿元）；2018年1~6月，公司实现营业收入1.54亿元，利润总额为-4.66亿元。

公司注册地址：长春市朝阳区安达街1305号；法定代表人：邹德东。

二、本期中期票据概况

公司于2017年注册中期票据额度30.00亿元，本期计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模3亿元，发行规模上限为10亿元，在公司按照发行条款赎回前长期存续。

本期中期票据募集资金计划用于偿还金融机构借款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行后的第3个和其后每个付息日，有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，如公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中国银行间市场交易商协会认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

² 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中国银行间市场交易商协会认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+ 300BPs。

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

本期中期票据发行条款约定，除非发生强制付息事件，本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息；每笔递延利息在递延期间可按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指在付息日前 12 个月，发生以下事件的，公司不得递延当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：①向股东分红（按规定上缴国有资产收益除外）；②减少注册资本。

公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：①向股东分红（按规定上缴国有资产收益除外）；②减少注册资本。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时赎回权设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利

率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，我国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日

用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增

长,但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落,经济增速或将继续小幅回落,预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分,包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮 (APM) 等 7 中制式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点,具有良好的社会效益。同时,轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣,并直接刺激商业、房地产和广告业的发展,形成“地铁经济带”,产生明显的经济效益。

(1) 行业发展概况

改革开放以来,中国城市化进程逐步加快,城市人口的也相应增长,2017年中国城镇化率已达58.52%,城镇化人口达8.13亿元,这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵,提高环境质量,“十五”期间,国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要,并作为拉动国民经济,特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来,全国多城市地铁在建,国内轨道交通事业迅猛发展,近五年运营里程翻倍,完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2017年度统计和分析报告》,截至2017年底,中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通,共计165条线路,运营线路总长度达5033公里。其中,地铁3884公里,占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高,达879.9公里,同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次,同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年,中国城市轨道交通完成投资4762亿元,同比大幅增长23.8%,截至2017年底,中国共有62个城市的城轨线网规划获批(含地

方政府批复的18个城市),规划线路总长达7424公里,已批复规划线路总投资38756亿元。未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。十三五期间,全国有100多个城市规划了建设线路,预计新增通车里程超过4000公里,同比增长100%,投资将超过2万亿元,预计到2020年,中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

(2) 行业竞争概况

与公共汽车,出租车等其他城市公共交通替代工具相比,轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少,环保等优点,在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域,不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争,而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营,具有自然的垄断性,因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱,其竞争主要表现在规划环节。目前,轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力,因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大,发展相对较早,目前的线路网初具规模,而内地二线城市目前还处于建设初期,竞争力相对较弱。但是,随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营,未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善,建设运营效率将得到提高。

(3) 轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通,轨道交通建设成本高昂,具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。目前,中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上,一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金,资本金比例在30~40%左右,一般由市、区两级财政提供资金来源,少数城市由市、省两级政府财力提供支持,并由政府实际控制的、代政府行使

投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，轨道交通运营要在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前

提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不超过15%，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价

格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

（5）行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

在快速发展过程中，线路新建申报要求将更加严格和全面，以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济环境概况

公司主要从事长春市轻轨和地铁线路的投资建设，长春市经济状况及发展规划对公司的发展影响较大。

近年来长春市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部发展环境。

2015~2017年，长春市地区生产总值持续增长，年均复合增长8.06%。2017年长春市实现地区生产总值6530亿元，按不变价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值315.1亿元，比上年增长3.8%；第二产业增加值3175.2亿元，增长7.5%；第三产业增加值3039.7亿元，增长9.0%。三次产业结构为4.8：48.6：46.6，对经济增长的贡献率分别为2.8%、47.0%、

50.2%。长春市第三产业发展较快，经济结构不断优化。

2017 年，长春市完成规模以上工业增加值 2654.6 亿元，比上年增长 9%。全市全年完成固定资产投资额 5194.8 亿元，比上年增长 11.5%。从各产业完成投资情况看，第一产业投资 43.3 亿元，增长 55.4%；第二产业投资 2537.8 亿元，增长 9.7%；第三产业投资 2613.7 亿元，增长 12.8%。固定资产投资增长较快。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 36.86 亿元，长春市国资委为公司控股股东和实际控制人。

2. 竞争优势

公司系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交通建设运营公司。

公司在轨道交通投资建设、运营管理方面具有区域专营地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的企业管理经验及行业从业经验；公司员工素质等能够满足日常经营需要。

公司本部有董事长、总经理、副总经理和总会计师等 7 名高级管理人员，均具备较长时间的行业从业经历和较高的专业水平。

邹德东先生，汉族，1964 年 2 月 1 日出生，研究生学历，中共党员；历任长春市公路管理处历任技术员、工区主任、工程队长、乡道科长，长春市交通工程质量监督站副站长，长春市环城公路管理段段长，长春市公路工程处处长、党委书记，长春路桥建设集团公司总经理、党委书记，长春市交通运输管理局副局长，长春市人民政府副秘书长兼市园林绿化局局长，

长春市人民政府副秘书长；2016 年 8 月至今任公司、长春市地铁有限责任公司（以下简称“长春地铁”）董事长，2017 年 4 月至今任公司党委书记。

曹国利先生，汉族，1964 年 4 月 15 日出生，研究生学历，中共党员；历任长春市公共交通总公司交通机械师、总工程师，车辆保养厂第一副厂长，长春市轨道交通有限责任公司技术设备处处长，长春市轨道交通有限责任公司运营分公司经理；2016 年 4 月至今任公司总经理。

截至 2018 年 6 月底，公司在职人员共有 5203 人，其中，从学历构成上，本科以上学历 1779 人、大专学历 2422 人、中专及以下学历 1002 人；从年龄构成上，30 岁以下有 3626 人、31~45 岁之间 1395 人、46 岁以上 182 人。

4. 外部支持

近年来长春市财政实力较强；作为长春市轻轨和地铁线路的投资建设主体，公司持续获得资金拨付等外部支持。

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。2015~2017 年长春市市本级公共预算收入持续增长，年均复合增长 9.90%。2017 年长春市本级一般公共预算收入 281.9 亿元，同比增长 11.5%。其中，税收收入 214.5 亿元，同比增长 7.1%。市本级一般公共预算支出 310 亿元，同比增长 2.5%。长春市本级财政自给率 90.94%，财政自给能力尚可。汇总长春市本级和县（市）区预算执行情况，全市一般公共预算收入 450.1 亿元，同比增长 8.3%；2017 年全市一般公共预算支出 875.7 亿元，同比增长 13.6%。全市财政自给率 51.40%，自给程度较差。全市一般公共预算收入加上转移性收入、一般债务收入、上年结余收入和调入预算稳定调节基金等，全市财政收入总计 1186.6 亿元。

2017 年，长春市本级政府性基金收入 267.7 亿元，同比增长 64.7%。其中，土地出让收入

257.4 亿元，同比增长 67.5%。汇总市本级和县（市）区预算执行情况，全市政府性基金收入 305.8 亿元，同比增长 8.3%。但政府性基金收入易受土地出让情况影响，具有不稳定性。

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进行支持。2015-2017 年，公司获得补贴收入分别为 12.55 亿元、13.64 亿元和 13.60 亿元。

5. 企业信用记录

公司无未结清的不良信贷记录，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》（机构信用代码为 G1022010400265200M），截至 2018 年 7 月 31 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，贷款均已实现正常收回。公司无未结清的不良信贷记录，过往履约情况良好。

截至 2018 年 8 月 20 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了较为完善的企业法人治理结构。公司管理制度较为健全，各项管理职能均落实到相应的职能部门并形成有效监管体系，能够满足公司日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司设董事会，董事会成员 7 人，董事会中的职工代表由公司职工代表大会选举产生，其他董事由出资人委派。董事任期每届 3 年，任期届满可连任。董事会设董事长 1 人，由国资委从董事会成员中指定。董

事长为公司的法定代表人。

公司设监事会，成员为 3 人，由出资人委派和职工代表组成。其中，职工代表的比例不得低于三分之一，并依法由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届 3 年，任期届满可连选连任。监事会设监事长 1 名，由出资人从监事会成员中指定。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。

2. 管理体制

公司设有经营事业管理部、运营事业管理部、审计部、财务管理部等共 17 个职能部门，能够满足公司日常管理的需要。公司及下属子公司制定了较完善的管理制度，包括财务管理、工程管理、资金管理、招投标管理等诸多方面。

（1）财务管理

公司根据《会计法》《企业会计制度》等法律法规，制定了企业财务制度汇编，约定了各部门的岗位职责与具体的财务管理制度。公司集中管理子、分公司资金和对外信贷，确保资金安全；统一会计制度、财务结账时间和财务报告披露；公司建立财务预算管理制度，以现金流为核心，按照实现企业价值最大化等财务目标的要求，对资金筹集、资产营运、成本控制、收益分配等财务活动，实施全面预算管理。

（2）工程管理

公司轨道交通建设过程中的工程管理工作由公司工程管理部、计划处、总工程师办公室、设备部和工程前期工作部等部门共同管理，负责工程前期地质勘查和工程测量的协调；确定轻轨线路的线位、站址、车场的选定与踏勘；负责组织开工前的场地“三通一平”工作并对临时设施工程进行管理；负责公司轻轨线路、车站、变电所及车场的土地征用等工作。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来,公司主营业务收入规模稳步提升,轨道交通客运和混凝土销售是收入的主要来源。此外,公司主营业务板块中的供暖供热、工程施工等业务也形成了一定的经营规模。由于2018年负责供热业务的子公司划出,未来公司整体收入规模或将受到一定影响。

2015~2017年,公司主营业务收入呈稳定增长趋势,分别为3.50亿元、3.56亿元和3.72亿元。其中轨道运输和混凝土销售收入为主要构成部分,在主营业务收入中占比基本保持稳定,2017年分别为35%和47%左右。

毛利率方面,公司主营业务毛利率持续为负。由于长春市已开通的轨道交通线路较少,

仅靠轻轨3、4号线和地铁1号线难以形成路网效应,公司轨道运输业务持续大幅亏损,2017年轨道运输毛利率为-179.33%。混凝土销售业务板块毛利率波动下降,2017年为21.67%,同比小幅下降4.11个百分点。

2018年1~6月,公司实现主营业务收入1.54亿元,相当于2017年的41.27%,收入仍主要来源于轨道运输和混凝土销售业务。当期未实现供热供暖收入主要系子公司长春市轻轨供热有限公司(以下简称“供热公司”)划出所致;受收入及成本结转进度影响,同期公司各主要板块盈利能力有所下降,整体毛利率为-111.11%。

表1 公司主营业务收入构成情况 (单位:万元、%)

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1~6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
轨道运输	12317.00	35.16	-159.37	12812.85	35.95	-193.88	13206.25	35.50	-179.33	7344.74	47.84	-244.65
房地产开发	69.56	0.20	2.06	90.04	0.25	-125.55	164.50	0.44	-17.97	127.22	0.83	58.78
供暖供热	3073.47	8.77	-26.16	2848.76	7.99	-33.47	3133.26	8.42	-44.06	--	--	--
广告服务	475.49	1.36	93.84	505.81	1.42	98.29	658.29	1.77	99.19	1347.80	8.78	34.93
物业管理	1552.20	4.43	24.01	576.25	1.62	-125.75	679.02	1.83	-273.53	695.99	4.53	-56.61
工程施工	715.23	2.04	25.72	1946.08	5.46	6.77	1514.90	4.07	20.90	332.92	2.17	-88.66
混凝土销售	16826.57	48.04	25.21	16858.81	47.30	25.78	17846.78	47.97	21.67	5505.56	35.86	19.11
合计	35029.52	100.00	-43.35	35638.60	100.00	-60.77	37203.01	100.00	-59.44	15354.24	100.00	-111.11

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:根据公司审计报告及2018年1~6月财务数据整理

2. 轨道交通建设及运营

(1) 轨道交通建设

目前,轻轨3、4号线已经正式投入运营,地铁1号线一期工程处于试运营状态,地铁2号线一期工程处于在建状态。整体来看,公司轨道交通工程建设由于拆迁问题进展较慢,实际投资规模存在超出预计总投资的情况。

根据《长春市城市轨道交通建设规划》,2020年长春市轨道交通线网将由8条轨道交通普线和2条市域快线组成。8条轨道交通普线包括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)和北湖线一期(服务长春东北地区)。2条市域快线为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,分三期建设,目前地铁1号线一期工程已实施试运营;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号线南延和地铁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,截至2018年6月底仍处于试运营状态,转为正式运营时间尚不明确。试运营期间,公司不确认营业收入,所得票款收入冲减建设成本。工程计划总投资187.00亿元,项目资本金占工程总投资的25%,

其余资金主要由贷款解决。截至 2017 年底，地铁 1 号线一期工程已投入资金 184 亿元。

②地铁 2 号线

地铁 2 号线共分三期建设，目前正在建的为地铁 2 号线一期工程；二期工程为西延工程，目前该工程已获国家发改委立项批复；三期工程为东延工程，目前正在筹备阶段。

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。工程由于征地拆迁以及城市快速路建设的原因，于 2014 年开工建设，计划工期 5 年，工程估算总投资 154.21 亿元，项目资本金 38.55 亿元，占总投资的 25%，由长春市财政负责解决（已全部到位）。2018 年 6 月底，地铁 2 号线一期工

程已完成投资 124 亿元，地铁二号线西延工程已完成投资 0.50 亿元，地铁二号线东延线工程已完成投资 0.35 亿元。整体来看，目前工程建设由于拆迁问题进展较慢，实际投资规模存在超出预计总投资的情况。

(2) 轨道交通运营

2017 年，公司地铁 1 号线一期开始试运营，客运量逐年增加。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。待地铁 1 号线一期工程进入正式运营阶段后，公司收入规模有望得到提升。

截至 2017 年底，长春市轨道交通运营线网总长度 65.77 公里，公司目前运营的线路四条，分别为轻轨 3 号线一期、轻轨 3 号线二期、轻轨 4 号线一期和地铁 1 号线一期。

表 2 截至 2017 年底公司已开通运营轨道交通线路

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	14.00	长春火车站—卫光街站	17	2002.1
	轻轨 3 号线二期	17.30	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	2011.6
地铁 1 号线	地铁 1 号线一期	18.14	北环路—红咀子站	15	2017.6
合计	--	65.77	--	63	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司轨道交通已开通线路车站数量共 63 座。2017 年，长春轨道交通实

现客运量 8043.80 万人次，运营总里程 1548.60 万公里，列车正点率达 98.40%。

表 3 2015~2017 年公司总体客运指标情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
运营里程(万公里)	986.64	1063.73	1548.60
车站数量(座)	49	49	63
年度客运量(万人次)	6291.88	6489.64	8043.80
日均客运量(万人次)	17.23	17.77	22.03
票务收入(万元)	12317.00	12812.85	13206.25
正点率(%)	99.01	98.92	98.40
运行图兑现率(%)	99.43	99.19	99.10

资料来源：公司提供

目前国内轨道交通运营企业均实行非市场化的票价定价机制，基本无法平衡后续运营成本

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。

2017年之前，长春市地铁和轻轨票价标准均遵循长发改审批字[2012]653号批文。2017年6月15日，长春市发展和改革委员会发布《长春市地铁票价听证会的公告（第3号）》。公布长春市地铁票价标准及听证会基本情况，确定长春轨道交通（地铁）票价标准为：起步价为2元7公里，每增加1元，可继续乘坐6、6、8、8、10公里。

但目前长春市轻轨交通运营票价仍遵循长发改审批字[2012]653号批文，起步价为2元，根据里程的不同票价范围在2~4元，实行阶梯价格收费。乘车里程在14.5公里以内的，票价为每人2元；乘车里程在14.5公里到24.5公里的，票价为每人3元；乘车里程超过24.5公里的，票价为每人4元。

2015~2017年及2018年1~6月，公司分别实现轨道运输票务收入为1.23亿元、1.28亿元、1.32亿元和0.73亿元。待地铁1号线一期工程进行正式运营阶段，公司将开始确认营业收入，收入规模有望得到提升。

由于非市场化的票价定价机制导致公司票款收入无法平衡运营成本（包括人工成本、电费、机电、运营等维修费），根据长府函[2008]165号文件，关于轨道3期运营初期前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。2015~2017年，公司分别收到政府运营补贴12.55亿元、13.64亿元和13.60亿元。

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

目前，公司房地产销售处于尾盘销售状态，未来收入不具有持续性；子公司供热公司的划出导致公司未来不再产生供热供暖收入，对公司未来收入规模有一定影响。

（1）房地产开发

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）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）。

目前公司没有在建的房地产项目。2016年公司建成的名典回迁小区开始预售，但由于财政结算尚未完成，形成的收入暂计入“预收账款”，尚未确认营业收入。截至2018年6月底，名典回迁小区共实现预售收入4.60亿元，目前仅剩余8套商铺尚未出售。

近几年，公司房地产开发收入规模小，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。

（2）物业管理

公司物业管理业务主要由长春市轻铁物业管理有限公司经营，主要是对公司开发的房地产项目进行配套的物业管理。该公司管理的物业主要包括轻铁湖西花园、轻铁湖光花园和枫桦美地小区等。2015~2017年及2018年1~6月，公司物业管理业务收入分别为1552.20万元、576.25万元、679.02万元和695.99万元。

（3）供暖供热

子公司供热公司主要承担长春市部分基础设施建设过程中所涉及的相关供暖供热业务。2015~2017年，公司供暖供热业务收入分别为3073.47万元、2848.76万元和3133.26万元，由于供暖供热业务公益性较强，该板块处于持续亏损状态。

公司供热业务主要采购原材料为原煤，2017年采购量为5.50万吨，采购均价424.90元/吨，成本较上年增长26.08%，主要原煤供应商为辽源矿业（集团）有限责任公司。

2018年，子公司供热公司股权被政府划出，不再纳入合并范围，公司未来不再开展供暖供热业务。近几年该业务收入在主营业务收入中

占比在 8%左右,未来公司整体收入规模将受到一定影响。

(4) 广告服务

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。2015~2017 年及 2018 年半年度,广告业务板块收入为 475.49 万元、505.81 万元、658.29 万元和 1347.80 万元,以车内广告发布收入为主,其次为桥体广告发布收入;未来该部分收入稳定性较强,具有一定的增长潜力。

(5) 工程施工

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负责,主要为零星站台、沿线维修工程等零星工程,收入规模较小,2015~2017 年及 2018 年半年度分别为 715.23 万元、1946.08 万元、1514.90 万元和 332.92 万元,主要源于轻轨 3、4 号线相关维护、养护工程。整体来看,随着公司更多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稳定性较强且具有提升空间。

(6) 混凝土销售

长春市轻轨冀东混凝土有限公司(以下简称“混凝土公司”)为公司混凝土生产、销售业务的运营主体,混凝土公司成立于 2011 年,具有预拌商品混凝土专业承包三级资质,现有北部、南部、西部三个搅拌站,建有 5 条生产线,是长春市唯一可在-30℃极寒天气连续生产混凝土的搅拌系统和东北地区首家链斗式搅拌楼。公司混凝土生产的原材料主要为水泥、沙子和碎石,近三年合计占混凝土销售业务成本的比例均达到 60%以上。在结算方式方面,公司原材料采购以货币结算为主,少量采用易货采购。一般情况下,供应商先发货,待开具发票后统一结算。2017 年公司混凝土销售业务毛利率下降 4.11 个百分点至 21.67%,主要系当年原材料成本有所提高所致。

公司混凝土销售对象主要为承担轨道交通

建设以及城市基础设施建设的工程建设单位(包括中铁十八局、中铁十三局、中铁十四局、中国交通建设集团等)。

随着长春市轨道交通项目建设的不断推进,混凝土公司业务收入持续增长,2015~2017 年及 2018 年半年度分别为 1.68 亿元、1.69 亿元、1.78 亿元和 0.55 亿元。

表 4 公司混凝土产销情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
生产线(条)	4	5	5
年产能(万立方米)	130	170	170
年产量(万立方米)	42.32	51.95	43.70
产能利用率(%)	32.55	30.56	25.71
年销量(万立方米)	42.32	51.95	43.70
销售均价(元/立方米)	414.83	406.97	410.00
产销率(%)	100.0	100.00	100.00

资料来源:公司提供

4. 未来发展

公司未来仍将承担长春市轨道交通线路建设,且未来项目投资规模很大,公司存在较大对外筹资压力。

除在建的地铁2号线一期工程 and 轻轨3号线东延线,公司在建项目还包括南广场换乘中心工程项目,该项目法人长春市城市开发(集团)有限公司(以下简称“长春城开”),长春城开委托公司代建(主要系公司在此有轨道交通线路施工项目,与该工程存在施工区域交叉,故由公司负责代建,公司不确认收入,工程竣工后直接移交给长春城开),项目计划总投资 12.94 亿元,其中,资本金比例为 20%,由长春市财政解决,其余项目资金由长春城开筹集或先由公司垫付工程款项,后续长春城开归还公司。

表 5 2018 年 6 月底公司主要在建项目情况

(单位: %、亿元)

项目	资本金比例	计划总投资	已投资
地铁 2 号线一期工程	25	154.21	124.00
轻轨 3 号线东延线	25	33.60	8.50

南广场换乘中心工程	20	12.94	7.80
地铁中央商务区工程	25	20.46	14.49
轻轨北胡线工程	40	42.10	27.00
合计	--	263.31	181.79

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

拟建项目方面，公司未来继续承担长春市轨道交通线路建设，包括地铁线路及其沿线和2条市域快线线路任务，截至2018年6月底，公司拟建项目8个，预计总投资额788.60亿元，公司未来投资规模较大。

未来随着长春市地铁2号线工程建成通车、地铁5、6、7号线亦逐步正式开工建设，轨道交通线网规模效益将逐步显现。

总体来看，公司在建项目及拟建项目投资规模较大，存在较大对外筹资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告

进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年1~6月财务数据未经审计。

2015年，公司合并范围子公司8家；2016年、2017年公司合并口径未发生变化；2018年1~6月，公司合并范围子公司减少1家，系长春市轻轨供热有限公司。截至2018年6月底，公司合并范围子公司共计7家。由于合并口径变化不大，被划拨的长春市轻轨供热有限公司规模较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主，固定资产和在建项目规模较大，资产流动性较弱。

2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长13.86%。2017年底，公司资产总额499.75亿元，同比增长10.68%，主要来源于预付款项和在建工程的增加所致；公司以非流动资产为主，且占比略有上升。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	金额	金额	占比
货币资金	33.97	8.81	47.94	10.62	21.70	4.34	39.19	7.20
预付款项	63.32	16.43	78.91	17.48	93.33	18.67	97.51	17.93
其他应收款	39.42	10.23	36.51	8.09	37.90	7.58	38.30	7.04
存货	5.93	1.54	6.71	1.49	12.55	2.51	13.33	2.45
流动资产	143.97	37.35	173.39	38.40	171.31	34.28	194.95	35.84
固定资产	101.76	26.40	101.91	22.57	102.89	20.59	101.83	18.72
在建工程	134.48	34.89	170.00	37.65	219.13	43.85	239.12	43.96
非流动资产	241.51	62.65	278.13	61.60	328.44	65.72	349.01	64.16
资产总额	385.48	100.00	451.52	100.00	499.75	100.00	543.96	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2018年半年度财务数据整理

2015~2017年，公司流动资产波动增长，年均复合增长9.08%。2017年底，公司流动资产171.31亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。

2015~2017年，货币资金波动下降，年均复合下降20.08%；2017年底，公司货币资金

21.70亿元，同比降低54.73%，其中受限资金0.33亿元，为银行承兑汇票保证金。

2015~2017年，公司预付款项快速增长，年均复合增长21.40%。2017年底，预付款项93.33亿元，同比增加18.27%，主要系中国铁建股份有限公司、中铁一局集团有限公司等公司预付

工程款；预付款项账龄在2年以内占比80.01%，账龄较短。从预付方集中度来看，预付款项前五名占比51.97%，集中度一般。

2015~2017年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降1.95%。2017年底，其他应收款37.90亿元，同比增加3.79%；其他应收款账龄在2~3年占比较高，为63.71%，账龄在2年及以内占比为34.79%，整体来看，其他应收款账龄较长。其他应收款欠款前五名占比达到93.57%，集中度较高，主要是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。款项主要是应收政府相关部门，回收风险相对较小，无计提坏账准备。

2015~2017年，公司存货快速增长，年均复合增长45.54%。2017年底，公司存货12.55亿元，同比大幅增长87.05%，其中开发成本（主要为土地征用及拆迁补偿费和建安工程）占比88.84%。公司未计提存货跌价准备。

2015~2017年，公司非流动资产快速增加，年均复合增长16.62%。2017年底，公司非流动资产328.44亿元，同比增长18.09%，增长主要来自在建工程。

2015~2017年，公司长期应收款有所增加，年均复合增长6.81%。2017年底，公司长期应收款5.69亿元，同比上升9.48%，主要系公司及子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。

2015~2017年，公司固定资产相对保持稳定，年均复合增长0.55%。2017年底，公司固定资产102.89亿元，同比增长0.96%，固定资产主要由轨道设施、机器设备、轻轨三期工程、房屋及建筑物等构成，本期新增加固定资产0.91亿元，主要系在建工程转入所致。本期累计折旧4.29亿元。公司未计提固定资产减值准备。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长27.65%。2017年底，公司在建工程219.13亿元，同比增长28.90%，公司在建工程主要由地铁1号线、2号线工程、北湖线一期工程、地铁中央商务区工程构成，公司在建规模

较大。截至2017年底，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10.44亿元，与上一年规模相同。截至2017年底，子公司长春市地铁有限责任公司将地铁在建工程形成的资产和未来收益设定担保，取得国家开发银行股份有限公司借款余额79.4亿元，中国工商银行股份有限公司借款余额9.75亿元，中国农业银行股份有限公司借款余额11.45亿元，中国邮政储蓄银行股份有限公司借款余额10亿元。同时，以长春市融兴经济发展有限公司作为借款人，公司为其与国家开发银行签订借款合同，共取得33.96亿元借款，专项用于长春市快速轨道工程项目，公司以轨道交通收费权作质押为借款人提供担保，2017年底借款余额24.48亿元。

2018年6月底，公司资产总额543.96亿元，较上年底增长8.85%。其中流动资产194.95亿元，较上年底增长13.80%，主要来自货币资金增加所致；非流动资产349.01亿元，较上年底增长6.26%，主要来自于在建工程增加。

受限资产方面，截至2018年6月底，地铁1号线和地铁2号线的受限资产账面价值合计198.71亿元，占同期资产总额的36.53%。

总体来看，固定资产和在建工程在公司资产中占比较大，随着项目的持续投入建设，2017年上述两个科目持续增长。该资产结构符合轨道交通建设和运营特点。但考虑到公司受限资产规模较大，未来融资渠道将有所受限。

3. 资本结构

近年来，所有者权益结构保持稳定，规模小幅上升；未分配利润及少数股东权益规模较大，所有者权益稳定性一般。

2015~2017年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长10.86%，所有者权益中资本公积占比最高，但规模有所降低。2016年底，公司实收资本较上一年有所增加，系收到国开发展基金有限公司增资2亿元所致。同期，公司资本公积较上一年有所减少，主要系2016年长春

地铁增加注册资本，公司持有长春地铁股权比例降低，减少资本公积 3.6 亿元。截至 2017 年底，公司所有者权益 146.12 亿元，同比增长 4.15%，主要系未分配利润增长所致。其中实收资本和资本公积较上年无变化，分别为 36.86 亿元和 58.44 亿元；未分配利润增长较快，同

比增长 30.00%；少数股东权益 35.82 亿元，较上年底小幅增长。

2018 年 6 月底，公司所有者权益 141.31 亿元，结构较上年基本保持稳定；受未分配利润下降所致，所有者权益规模较 2017 年底略有下降。

表7 公司主要所有者权益构成情况 （单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	34.86	29.32	36.86	26.27	36.86	25.23	36.86	26.08
资本公积	62.09	52.22	58.44	41.66	58.44	39.99	58.36	41.30
未分配利润	8.69	7.31	11.11	7.92	14.44	9.88	9.71	6.87
少数股东权益	12.70	10.68	33.34	23.77	35.83	24.52	35.82	25.35
所有者权益合计	118.89	100.00	140.29	100.00	146.12	100.00	141.31	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2018年半年度财务数据整理

公司负债结构以长期债务为主，债务结构与公司业务特点匹配；公司有息债务不断增长，整体债务负担较重。

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年

均复合增长15.17%。2017年底，公司负债总额 353.63亿元，同比增长13.63%。公司负债以非流动负债为主，与公司项目投资周期长的特点相匹配，债务结构合理。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	10.18	3.82	11.92	3.83	15.92	4.50	9.25	2.30
一年内到期的非流动负债	20.93	7.85	27.00	8.68	29.23	8.27	43.29	10.75
流动负债	42.27	15.86	48.06	15.44	54.59	15.44	62.78	15.59
长期借款	173.51	65.08	181.58	58.34	214.51	60.66	242.38	60.20
应付债券	0.00	0.00	13.91	4.47	13.95	3.94	13.96	3.47
长期应付款	50.61	18.98	67.67	21.74	70.59	19.96	83.52	20.74
非流动负债	224.12	84.07	263.17	84.56	299.04	84.56	339.86	84.41
负债总额	266.59	100.00	311.23	100.00	353.63	100.00	402.65	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2018年半年度财务数据整理

2015~2017年，公司流动负债不断增长，年均复合增长13.37%。2017年底，公司流动负债 54.59亿元，同比增长13.60%。其中应付账款 15.92亿元，同比增长33.55%，应付款项主要系应付工程款、材料款；预收款项5.77亿元，同比小幅增长4.37%，预收款项主要为居民购房款；一年内到期的非流动负债29.23亿元，同比上升 8.26%，其中一年内到期的长期借款占比 33.19%、一年内到期的长期应付款占比66.81%。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长15.51%。2017年底，公司非流动负债299.04亿元，同比增长13.63%。其中长期借款214.51亿元，同比增长18.13%，主要由质押和抵押借款和信用借款构成；应付债券13.95亿元，同比变化不大，应付债券包括“16长春轨交-第一期中期票据”和“16长春轨交-非公开发行债券”；长期应付款70.59亿元，同比增长4.30%，主要是售后租回融资租赁款。

2018年6月底，公司负债合计402.65亿元，

较上年底增长13.86%，主要系公司项目持续投入，长期借款和长期应付款有所增长所致。负债结构以非流动负债为主，占比84.41%。公司长期借款242.38亿元，较上年底增长12.99%；长期应付款83.52亿元，较上年底增长18.32%，主要系售后租回融资租赁款增加所致。

有息债务方面，受银行借款增长和发行债券影响，公司有息债务规模快速增长。2015~2017年，公司全部债务年均复合增长14.99%。2017年底，公司全部债务258.36亿元，同比上升15.61%，债务结构以长期债务为主，占比88.43%，与公司项目投资周期长的特点相匹配。考虑到公司长期应付款中的有息债务部分，2017年底公司调整后全部债务328.94亿元。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较上年均有所上升，分别为70.76%、69.24%和67.18%。2018年6月底，公司调整后全部债务为383.16亿元，调整后长期债务占比88.70%，上述三项债务指标较2017年底进一步上升，分别为74.02%、73.06%和70.63%。整体看，公司债务结构与业务特点相匹配，但目前公司债务规模持续增长，债务负担较重。

4. 盈利能力

营业收入规模保持相对稳定，随着新地铁线路运营，预计轨道运输业务收入或将保持小幅上升；由于轨道运输业务前期投入大，营业利润率持续为负，盈利能力弱。公司盈利水平对政府补贴依赖大。

2015~2017年，公司营业收入保持相对稳定，年均复合增长2.63%。公司营业收入主要来源于轨道运输和混凝土销售收入，其中轨道运输收入主要系轻轨3号线、轻轨4号线一期及地铁1号线票款收入。2017年实现营业收入3.76亿元，同比增长3.63%。公司营业利润率持续为负，2017年公司营业利润率为-59.96%，主要原因，一方面轨道运输业务多条线路尚处于建设阶段，资金投入量大，成本较高；另一方面，供暖供热业务公益性强，常年处于亏损，主要靠政府

补贴运行。截至2018年6月底，公司已将供暖供热业务运营主体长春市轻轨供热有限公司划拨出去，未来公司营业利润率或有所好转。

从期间费用看，2015~2017年，公司期间费用由财务费用构成，呈快速增长趋势，年均复合增长18.35%，主要系近年来在建项目投资规模扩大，公司通过银行借款和发行债券方式融资，利息成本快速增加；2017年，公司期间费用5.40亿元，同比下降8.03%。2015~2017年，期间费用占营业收入的比重分别为107.83%、161.57%和143.40%。由于公司大部分运输线路处于建设期，尚未投入运营，营业收入较低；同时项目建设期企业融资规模扩大，财务费用高，期间费用规模大于营业收入规模，公司对期间费用的控制能力弱。

2015~2017年，公司营业利润波动幅度较大，2017年，公司营业利润5.95亿元，公司营业利润由负转正，主要系受会计政策变化，与经营活动相关政府补贴由“营业外支出”科目调整至“其他收益”科目造成2017年营业利润大幅度增加。2015~2017年，公司利润总额分别为7.21亿元、5.57亿元和6.21亿元，其中政府补贴每年大致在13亿元左右，公司自身盈利不足，对政府补贴依赖大。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率持续为负，分别为-41.57%、-60.12%和-59.96%。同期，公司总资产收益率持续下降，三年分别为3.28%、2.83%和2.63%；净资产收益率波动中有所下降，三年分别为5.97%、3.90%和4.18%，公司盈利能力弱。

2018年1~6月，公司实现营业收入1.54亿元，相当于2017年全年的40.81%。当期，公司实现利润总额-4.66亿元，主要系补贴尚未到位导致利润总额为负，营业利润率为-113.60%。

5. 现金流分析

公司在建项目较多，投资规模大，公司需要依靠大规模的外部融资来满足投资需求和融

资成本支出；考虑到公司尚需投资规模较大，未来一段时期内银行借款等外部融资渠道依然是公司主要的资金来源。

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额波动幅度较大，分别为 9.85 亿元、18.77 亿元和 9.93 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 8.18%。2017 年为 21.62 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金规模为 3.45 亿元，收到其他与经营活动有关的现金为 17.91 亿元，主要为收到政府补助和收到其他单位的往来款 6. 资金；同期，公司经营活动现金流出量有所增加，主要系往来款支出大幅增加所致。2017 年，公司经营活动现金流净额为 9.93 亿元，同比减少 47.09%。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 116.43%、113.02%和 91.79%，收现质量较好。

投资活动现金流方面，2015~2017 年，公司以投资活动较大，现金以流出为主，投资活动现金流入规模较小。2017 年，公司投资活动现金流出 59.16 亿元，主要系地铁项目投入支付现金。同期投资活动产生的现金流量净额为 -59.16 亿元，投资活动现金流量缺口进一步扩大。随着项目推进，现金流将持续大规模流出。

筹资活动现金流方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入、流出规模均较大，公司主要通过银行借款、发行债券和融资租赁方式获取所需资金及偿债支出。2017 年公司筹资活动现金流入 71.98 亿元，其中取得借款收到现金 43.95 亿元，收到其他与筹资活动有关现金为 28.03 亿元；公司 2017 年筹资活动现金流入较去年减少 18.51 亿元，主要系上一年公司新发债券造成该年度筹资活动现金流入规模较大；公司筹资活动现金流出规模增加进一步扩大，2017 年公司筹资活动现金流出 48.83 亿元，主要系偿还债务本息和融资租赁款及支付融资相关手续费。2017 年，公司筹资活动净流量为 23.15 亿元。

2018年1~6月，经营活动现金流入为12.06

亿元，现金收入比为132.52%；其中收到其他与经营活动有关的现金10.03亿元；随着公司在建项目持续投入，经营活动现金流出规模较大，公司经营活动现金流净额为0.32亿元。公司投资活动现金仍以呈现流出状态，投入活动现金流入规模小，投资活动现金流量净额为-25.17亿元。筹资活动现金流量净额42.62亿元，其中取得借款收到的现金48.58亿元。公司仍保持大规模的对外融资。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可；由于公司有息债务规模较大，公司长期偿债能力一般。考虑到股东对公司的支持，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2017年底，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为313.80%和290.81%；2018年6月底，公司流动比率和速动比率分别为310.51%和289.28%，现金类资产39.19亿元，为公司短期债务的0.91，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年公司EBITDA分别为10.94亿元、10.91亿元和11.49亿元；EBITDA主要由利润总额和利息支出构成。EBITDA利息倍数分别为0.68、0.71和0.59；全部债务/EBITDA分别为17.86倍、20.48倍和22.49倍，偿债指标有所弱化，主要系近年来债务规模上升所致。2017年，公司有息债务规模较大，调整后全部债务/EBITDA为28.64倍，公司长期偿债能力一般。考虑到股东对公司的支持，公司整体偿债风险较小。

截至 2017 年底，公司以轨道交通收费权作质押为长春市融兴经济发展有限公司提供担保，截至 2017 年底，担保余额为 24.48 亿元，担保比例为 16.75%。

截至 2018 年 6 月底，公司获得银行授信额度 271.16 亿元，已使用额度为 258.02 亿元，尚未使用额度为 13.15 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

九、本期中期票据偿债能力分析

公司经营活动现金流入对本期中期票据保障能力尚可，EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力一般。考虑到公司业务区域专营优势突出及持续获得政府资金拨付支持等因素，公司偿债能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期计划发行中期票据规模上限 10 亿元（按发行规模上限 10 亿元测算），分别相当于 2017 年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的 3.34%和 3.04%，对公司现有债务规模影响较小。

2017 年，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 70.76%、67.18%和 69.24%，以 2017 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至 71.34%、67.90%和 69.88%，公司债务负担有所上升。考虑到募集资金将用于偿还金融机构借款，以及募集资金规模可能不足 10 亿元，公司的实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 1.09 倍、1.09 倍和 1.15 倍；2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 2.57 倍、2.77 倍和 2.16 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 0.98 倍、1.88 倍和 0.99 倍。公司经营活动现金流入对本期中期票据保障能力尚可，EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力一般。考虑到公司业务区域专营优势突出及持续获得政府资金拨付支持等因素，公司偿债能力很强。

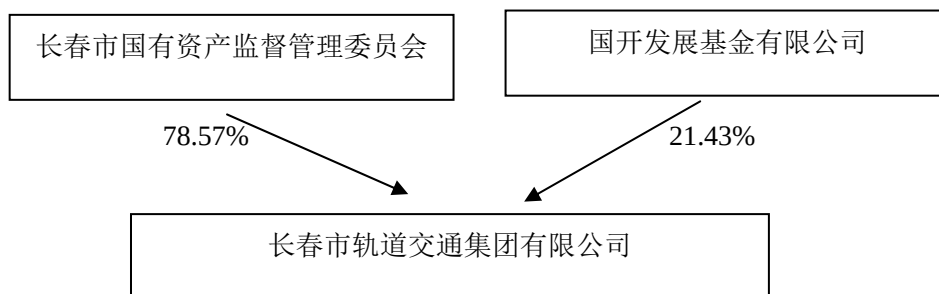
十、结论

近年来，长春市经济保持持续较快增长，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

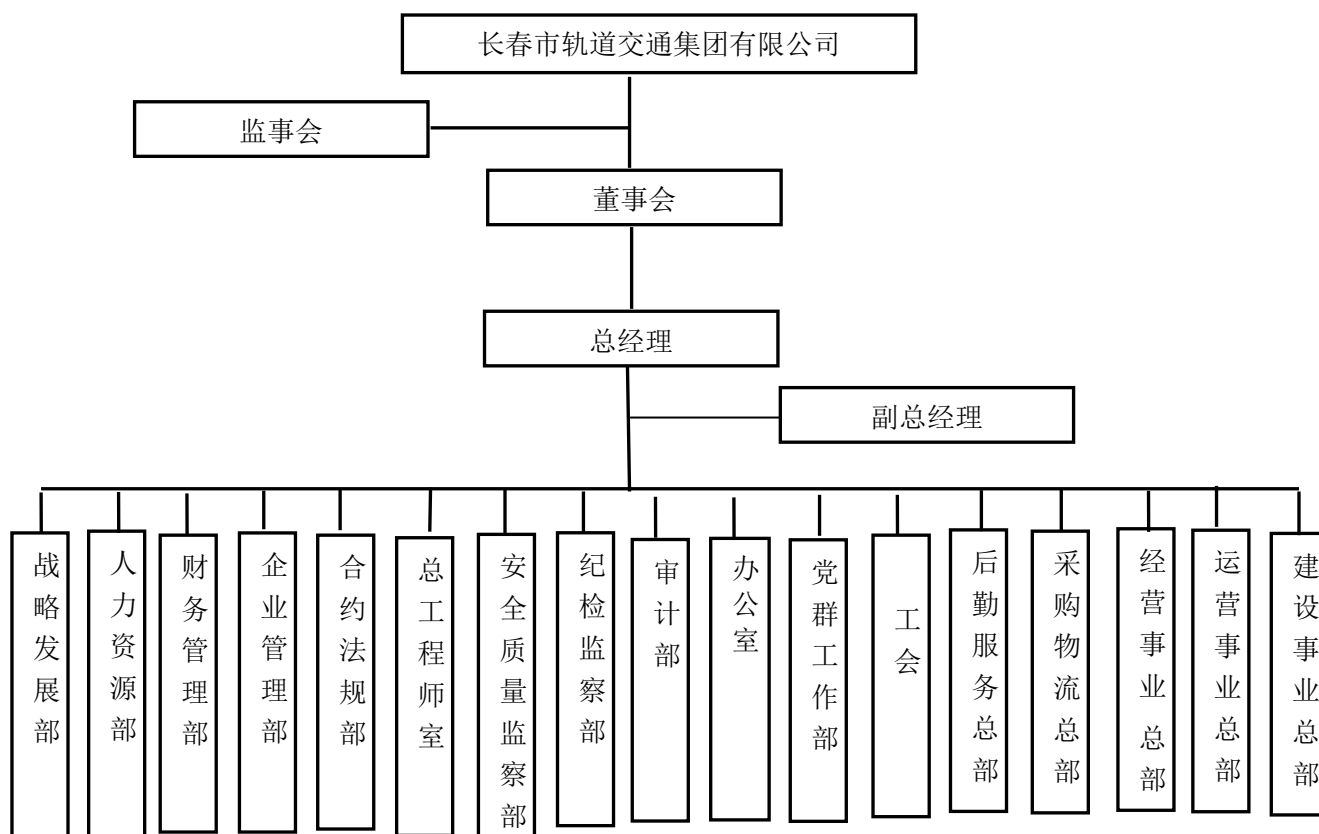
公司作为轨道交通项目投资建设及运营管理的主体，在轨道交通投资建设、运营管理和资源开发方面具有区域专营优势，在财政补贴方面获得较大的外部支持。近年来公司资产总额持续增长，但资产流动性较弱，债务负担较重，在建地铁项目所需建设资金较多，融资需求较大。公司营业收入规模不断增长，但盈利能力弱。公司经营活动现金流入对本期中期票据保障能力尚可。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

基于对公司主体长期信用状况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，安全性很高。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.97	47.94	21.70	39.19
资产总额(亿元)	385.48	451.52	499.75	543.96
所有者权益(亿元)	118.89	140.29	146.12	141.31
短期债务(亿元)	21.87	27.98	29.90	43.29
长期债务(亿元)	173.51	195.50	228.46	256.35
调整后长期债务(亿元)	224.12	263.17	299.04	339.86
全部债务(亿元)	195.38	223.47	258.36	299.64
调整后全部债务(亿元)	245.99	291.14	328.94	383.16
营业收入(亿元)	3.57	3.63	3.76	1.54
利润总额(亿元)	7.21	5.57	6.21	-4.66
EBITDA(亿元)	10.94	10.91	11.49	--
经营性净现金流(亿元)	9.85	18.77	9.93	0.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.63	2.90	2.87	--
存货周转次数(次)	0.86	0.91	0.62	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	116.43	113.02	91.79	132.52
营业利润率(%)	-41.57	-60.12	-59.96	-113.60
总资本收益率(%)	3.28	2.83	2.63	--
净资产收益率(%)	5.97	3.90	4.18	--
长期债务资本化比率(%)	59.34	58.22	60.99	64.46
调整后长期债务资本化比率(%)	65.34	65.23	67.18	70.63
全部债务资本化比率(%)	62.17	61.43	63.87	67.95
调整后全部债务资本化比率(%)	67.42	67.48	69.24	73.06
资产负债率(%)	69.16	68.93	70.76	74.02
流动比率(%)	338.97	360.81	313.80	310.51
速动比率(%)	325.02	346.84	290.81	289.28
经营现金流动负债比(%)	23.18	39.06	18.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.86	20.48	22.49	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	26.73	32.43	28.64	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+长期应付款有息部分；2、公司 2018 年半年度财务数据未经审计。

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
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	
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

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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 长春市轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

长春市轨道交通集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

长春市轨道交通集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对长春市轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，长春市轨道交通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市轨道交通集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现长春市轨道交通集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对长春市轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如长春市轨道交通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长春市轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与长春市轨道交通集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。