信用等级公告

联合〔2019〕2420 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

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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
http://www.lhratings.com

长春市轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 长春轨交 MTN001	3.00 亿元	2022/01/22[1]	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.94	21.70	19.42	39.77
资产总额(亿元)	451.52	499.75	591.49	607.08
所有者权益 (亿元)	140.29	146.12	146.23	143.22
短期债务(亿元)	27.98	29.90	48.04	51.71
长期债务(亿元)	195.50	228.46	264.59	270.45
全部债务(亿元)	223.47	258.36	312.63	322.16
营业收入(亿元)	3.63	3.76	4.28	0.85
利润总额(亿元)	5.57	6.21	7.93	-6.01
EBITDA(亿元)	8.98	11.49	12.53	--
经营性净现金流(亿元)	18.77	9.93	9.85	-0.84
营业利润率(%)	-60.12	-59.96	-66.77	-92.86
净资产收益率(%)	3.90	4.18	5.36	--
资产负债率(%)	68.93	70.76	75.28	76.41
全部债务资本化比率(%)	61.43	63.87	68.13	69.22
流动比率(%)	360.81	313.80	123.97	131.10
经营现金流动负债比(%)	39.06	18.19	10.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.89	22.49	24.94	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

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

[1] “19 长春轨交 MTN001”为永续中票，期限为 3+N（N 为续期数），假设兑付日为第三个计息年度末。

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，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。跟踪期内，公司开通运营的轨道线路有所增加，收入规模有所提升，同时在财政补贴方面持续获得外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司轨道交通项目具有较强公益性，整体盈利能力弱，跟踪期内公司短期债务快速增长且债务负担重等因素对其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。

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. 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；跟踪期内，长春市经济持续发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司开通运营的轨道线路有所增加，收入规模有所提升。
3. 跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得外部支持，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。

关注

1. 公司轨道交通运营公益性强，经营性收入规模较小且持续亏损运营，公司整体盈利能力弱。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大且短期债务快速增长，公司债务负担重且短

期偿债压力较大。

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”）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，公司控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为长春市国有资产监督管理委员会（以下简称“长春市国资委”）。跟踪期内，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）将持有公司的1147.00万元股权（占注册资本的0.31%）转让给长春市国资委。截至2019年3月底，公司实收资本及注册资本仍为36.86亿元，其中长春市国资委占比提升至78.88%，国开基金占比21.12%。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司合并范围拥有子公司8家；公司本部设有办公室、财务管理部、审计部、企业管理部、经营事业总部等共17个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额591.49亿元，所有者权益合计146.23亿元（含少数股东权益32.78亿元）；2018年，公司实现营业收入4.28亿元，利润总额7.93亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额为607.08亿元，所有者权益为143.22亿元（含少数股东权益32.30亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入0.85亿元，利润总额-6.01亿元。

公司住所：长春市朝阳区安达街1305号；法定代表人：曹国利。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪日，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”尚未到付息日。

2019年3月4日，公司发布《关于变更长春市轨道交通集团有限公司2019年度第一期中期票据募集资金用途的公告》，“19长春轨交MTN001”募集资金用途由全部用于偿还“16长春轨交MTN001”变更为部分用于偿还“16长春轨交MTN001”，部分用于偿还其他金融机构借款。

截至2019年7月10日，“19长春轨交MTN001”募集资金已全部使用完毕。

表1　截至2019年3月底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19长春轨交MTN001	3.00	3.00	2019/1/22	3+N

资料来源：联合资信整理

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，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。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，

城市人口也相应增长，2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 59.58%，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 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年底，中国内地累计有 35 个城市建成投运城市轨道交通线路，共计 185 条线路，运营线路总长度达 5761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，地铁 4354.3 公里，占比 75.6%；轻轨 255.4 公里，占比 4.4%；单轨 98.5 公里，占比 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占比 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占比 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占比 1.0%；APM10.2 公里，占比 0.2%。

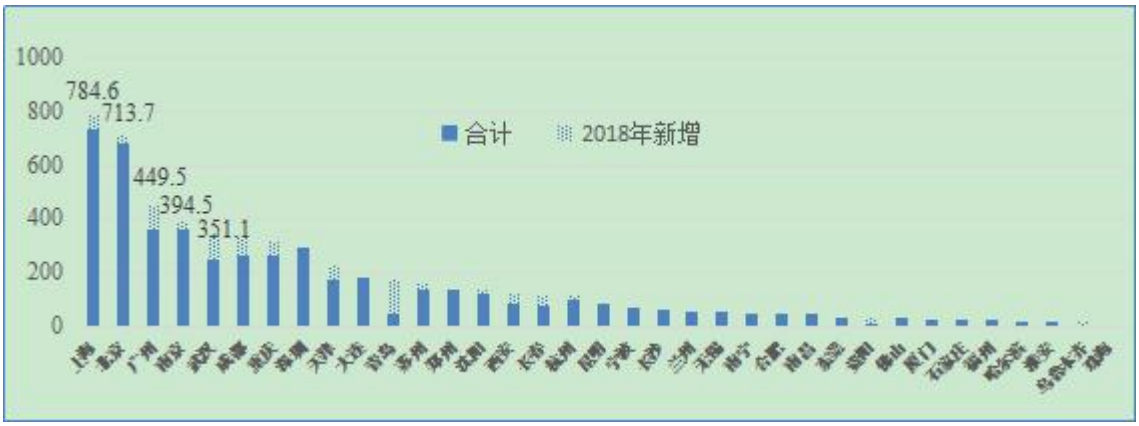
图 1 2012~2018 年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为 2143.4 公里，年均新增线路长度为 714.5 公里。2018 年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐 1 个运营城市，全国新增运营线路长度 728.7 公里、新增运营线路 20 条。2018 年全年累计完成客运量 210.7 亿人次，同比增长 14%。截至 2018 年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6 公里）、北京（713.7 公里）、广州（449.5 公里）、南京（394.5 公里）和武汉（351.1 公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018 年，中国城市轨道交通完成投资 5470.2 亿元，同比增长 14.9%。在建线路总规模 6374 公里，同比增长 2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过 400 公里，成都、武汉、杭州 3 市建设规模超过 300 公里。截至 2018 年底，中国共有 63 个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的 19 个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7611 公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共 44 个城市规划线路，总计 6864.4 公里，占比 90.2%，总投资达 38911.1 亿元。上海、北京、

广州、杭州、深圳、武汉 6 市投资计划均超过 2000 亿元，6 市规划线路投资总额达 15438.8 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，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，在解决高密集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、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，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，未来轨道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：沿线土地资源运作等）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，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营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，未来大规模投资将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，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，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提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4） 行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

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高，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。

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。

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。

资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2　城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发【2003】81号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城【2014】169号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办【2014】117 号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础【2015】49 号）	发改委	2015.01
5	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知（国发【2015】51 号）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础【2015】2506 号）	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11.
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》（国发【2016】72 号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础【2017】189 号）	发改委	2017.01
11	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（发改基础【2017】74 号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础【2017】1173 号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发【2018】52 号）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

（6）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。目前在国外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

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。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建 3500 公里左右，相当于前 50 年的总和，2020 年底全国城市轨道交通运营线路预计 7000 公里左右，2025 年底将超过 1 万公里，2030 年底可能接近 1.5 万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次 0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济发展状况

公司主要从事长春市轻轨和地铁线路的投资建设，长春市经济状况及长春市轨道交通开发规划对公司的发展影响较大。

2018年，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。

根据《2018年长春市国民经济和社会发展统计公报》，长春市2018年实现地区生产总值 7175.7 亿元，按不变价格计算，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值比上年增长 1.7%；第二产业增加值增长 7.3%；第三产业增加值增长 7.8%。三次产业结构为 4.2 ∶ 48.9 ∶ 46.9。对经济增长的贡献率分别为 1.3%、50.3%、48.4%。人均生产总值达到 95663 元（按户籍年平均人口数计算），比上年增长 7.4%。第三产业发展较快，经济结构不断优化。

2018 年，长春市全年规模以上工业增加值比上年增长 8.5%。其中，轻工业增加值增长 9.3%；重工业增加值增长 8.4%。2018 年，全市固定资产投资增长 6.7%。其中，房地产开发投资增长 35.7%。固定资产交付使用率为 38.3%，比上年上升 2.5 个百分点。房屋面积竣工率为 15.1%，比上年上升 1.6 个百分点。

五、公司基础素质

1. 股权状况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为长春市国资委。

2. 外部支持

2018 年，长春市财政收入实现增长，公司股东实力较强；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。2018 年，全市一般预算全口径财政收入 1210 亿元，增长 0.1%。全市地方财政收入 478 亿元，增长 6.2%，其中税收收入 370.1 亿元，增长 8.8%。地方财政支出 894.3 亿元，增长 2.1%。当年，长春市财政自给能力较差。

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。2018 年，公司收到政府支付的运营补贴 15.50 亿元。长春市政府给予公司持续有力的资金支持，对公司投资建设、轨道交通运营和债务偿还提供了有力的保障。

3. 企业信用信息记录

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》（机构信用代码为 G1022010400265200M），截至 2019 年 6 月 27 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 2019 年 7 月 9 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司章程有所变更。目前，公司设董事会，成员 7 人，其中职工代表 1 人，通过职工代表大会、职工大会民主选举产生。其他董事由股东会选举产生。董事任期每届三年，任期届满，连选可连任。

公司设监事会，成员为 3 人，监事会中有职工代表 1 人，由公司职工通过职工代表大会选举产生。股东代表监事 2 人，由股东委派。监事任期每届 3 年，任期届满，经股东会选举或选举可以连任。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会会议由监事会主席召集和主持。董事、高级管理人员不得兼任监事。

跟踪期内，公司董事长发生变化，长春市国资委任命曹国利任公司董事长。

曹国利先生，汉族，1964 年出生，研究生学历；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，公司技术设备处处长、运营分公司经理、公司总经理等，2019 年 5 月起任公司董事长。

公司高管人员变动为正常人事变动，未对日常管理、生产经营造成不利影响。

七、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司主营业务收入有所增长，收入结构有小幅调整，工程施工收入规模快速增长，混凝土销售收入快速下降；轨道运输收入规模有所增长，跟踪期内持续亏损运营。

2018 年，公司主营业务收入为 4.21 亿元，较上年增长 13.07%。其中，轨道运输收入 1.46 亿元，同比增长 10.72%，在主营业务收入中占比基本保持稳定，为 34.76%；同期，工程施工收入快速增长至 1.33 亿元，在主营业务收入中占比提升至 31.57%；混凝土销售收入快速下降至 0.79 亿元，在主营业务收入中占比下降至 18.82%。

毛利率方面，由于长春市已确认收入的轨道交通线路较少，目前尚未形成路网效应，公司轨道运输业务持续大幅亏损，2018 年轨道运输毛利率为-233.91%。2018 年，工程施工业务板块毛利率为 39.70%，同比上升 18.80 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 0.82 亿元，相当于 2018 年的 19.52%。其中轨

道运输实现收入 0.53 亿元；当期，公司主营业务毛利率持续为负，其中轨道运输业务毛利率为-77.39%。

表 3　公司主营业务收入构成情况　（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
轨道运输	13206.25	35.50	-179.33	14622.44	34.76	-233.91	5279.78	64.30	-77.39
房地产开发	164.50	0.44	-17.97	92.15	0.22	-4.82	86.20	1.05	27.06
供暖供热	3133.26	8.42	-44.06	3528.91	8.39	-24.71	1763.07	21.47	43.81
广告服务	658.29	1.77	99.19	2607.52	6.20	96.81	313.87	3.82	63.44
物业管理	679.02	1.83	-273.53	16.27	0.04	16.89	--	--	--
工程施工	1514.90	4.07	20.90	13281.04	31.57	39.70	170.44	2.08	29.04
混凝土销售	17846.78	47.97	21.67	7918.61	18.82	11.60	597.39	7.28	0.24
合计	**37203.01**	**100.00**	**-59.44**	**42066.94**	**100.00**	**-62.67**	**8210.73**	**100.00**	**-37.29**

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：公司审计报告及公司提供

2. 轨道交通建设及运营

（1）轨道交通建设

根据《长春市城市轨道交建设规划》，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。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。2条市域快线其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。

跟踪期内，地铁1号线一期工程已转入正式运营，地铁2号线一期工程和轻轨北湖线均开通处于试运营状态；跟踪期内，公司在建轨道线路规模快速下降。

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。在试运营期间，公司不确认营业收入，所得票款收入冲减建设成本。2019 年正式运营后公司将票款收入确认为轨道运输收入，2019 年 1~3 月地铁 1 号线实现收入 0.19 亿元。工程总投资 161.17 亿元（实际投资金额 184 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。

②地铁 2 号线

地铁 2 号线共分三期建设，目前地铁 2 号线一期工程已进入试运营阶段；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，目前已完成立项但尚未开工。

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）。截至 2019 年 3 月底，地铁 2 号线一期工程已有 18 座车站完成主体结构施工，全线工程土建量超过 97%，车站工程土建量达 95%，区间土建量达到 100%。地铁 2 号线一期工程已于 2018 年 8 月 30 日试运营，在试运营期间，公司不确认营业收入，所得票款收入冲

减建设成本。

地铁 2 号线二期工程总投资规模 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 2019 年 3 月底，二期工程已投资 2.76 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 52.14 亿元，资本金比例为 40.00%，已于 2018 年 9 月 30 日建成开始试运营。

随着地铁 2 号线一期工程和轻轨北湖线的开通运营，公司在建轨道线路规模大幅下降。截至 2019 年 3 月底，公司主要在建轨道线路有 2 条，分别为轻轨 3 号线延伸线和地铁 2 号线二期工程，计划总投资为 62.36 亿元，已投资 20.86 亿元。

轻轨 3 号线延伸线线路全长 5.38 公里，轻轨 3 号线西安桥站北端，经辽宁路、长春火车站南广场、长白路，终到轻轨 4 号线伪皇宫站，共设车站 4 座，全部为地下站。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司主要在建轨道项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
轻轨 3 号线延伸线	33.60	18.10
地铁 2 号线二期工程	28.76	2.76
合计	**62.36**	**20.86**

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

跟踪期内，公司地铁 1 号线一期转入正式运营，同时地铁 2 号线一期工程和轻轨北湖线开始试运营，客运量快速增长。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。待试运营线路进入正式运营阶段后，公司收入规模有望得到提升。

截至 2019 年 3 月底，长春市轨道交通运营线网总长度 101.92 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。

表 5　截至 2019 年 3 月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	2002.01
	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	2011.06
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	--	**101.92**	--	**93**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司轨道交通已开通线路车站数量共 93 座。2018 年，长春轨道交通实现客运量 12729.97 万人次，运营总里程 2475.28 万公里，列车正点率达 99.66%。2019 年 1~3 月，公司实现客运量 3796.72 万人次，运营总里程 751.11 万公里，列车正点率达 99.82%。

表 6　2016~2018 年公司总体客运指标情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
运营里程（万公里）	1063.73	1548.60	2475.28
车站数量（座）	49	63	93

年度客运量（万人次）	6489.64	8043.80	12729.97
日均客运量（万人次）	17.77	22.03	41.84
正点率（%）	98.92	98.40	99.66
运行图兑现率（%）	99.19	99.10	99.57

资料来源：公司提供

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。

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。

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，目前起步价为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，票价为每人次2元；乘车里程在14.5公里到24.5公里的，票价为每人次3元；乘车里程超过24.5公里的，票价为每人次4元。

2018年及2019年1~3月，公司分别获得票务收入为1.46亿元和0.53亿元。待地铁2号线一期工程和轻轨北湖线进行正式运营阶段，公司将开始确认营业收入，收入规模有望得到提升。

跟踪期内，非市场化的票价定价机制导致公司票款收入仍然无法平衡运营成本（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（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。

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，随着开通运营的轨道交通线路的增加，公司工程施工和广告收入快速增长，稳定性较强且具备增长空间；受目前在建线路规模的下降，混凝土销售收入下降较快；公司房地产和物业管理收入规模小且不具有持续性。

（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负责，主要为零星站台、沿线维修工程等零星工程。跟踪期内，随着公司开通运营的轨道交通线路增加，该板块收入规模增长较快，2018 年实现收入 1.33 亿元，同比增加 1.18 亿元。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仍具有提升空间。

（2）混凝土销售业务

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。

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）。

表 7　公司混凝土产销情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
生产线（条）	5	5	5
年产能（万立方米）	160	170	170
年产量（万立方米）	51.95	43.70	19.97
产能利用率（%）	32.47	25.71	11.75
年销量（万立方米）	51.95	43.70	19.97
销售均价（元/立方米）	406.97	410.00	414.98
产销率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

2018 年，公司混凝土销售收入大幅下降 0.99 亿元至 0.79 亿元，主要系当年公司地铁 2 号线一期工程已进入试运营阶段，建设项目所需混凝土大幅下降所致；同时毛利率下降至 11.60%，主要系当年原材料成本增长较多所致。

2019 年 1~3 月，公司混凝土生产线仅有 1 条处于生产状态，随着公司在建项目的大幅下降，该业务收入短期内可能处于萎缩状态。

（3）供暖供热业务

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。公司现有换热泵站 20 座、40 吨锅炉 4 台，总吨位合计 160 吨。公司供热以轻轨车场为中心，半径 3.5 公里，供热面积超过 130 万平米，供热小区及单位 50 余家。目前，实际供热面积为 121 万平方米，近三年供热面积较为稳定。2018 年，公司供暖供热业务收入为 3528.91 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。

（4）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）。目前公司没有在建的房地产项目，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司房地产开发业务收入分别为 92.15 万元和 86.20 万元，近两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。

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。2018 年，公司物业管理业务收入为 16.27 万元，随着房产项目的售罄，该板块收入不具有持续性。

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。2018 年及 2019 年 1~3 月，广告业务板块收入分别为 2607.52 万元和 313.87 万元，以车内广告发布收入为主，其次为桥体广告发布收入。2018 年广告收入快速增长主要系公司开通运营的线路有所增多所致。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，包含5号线、6号线、7号线、空港线、双阳线等7条线路，总长124.1公里；总投资747.1亿元，资本金比例为40%，其余资金由国内银行贷款解决。目前，地铁5、6、7号线及空港线在前期筹备阶段，公司未来投资规模很大。

八、财务分析

公司提供了 2018 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 2019 年一季度财务数据未经审计。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司合并范围子公司未发生变化，截至 2019 年 3 月底，公司合并范围拥有子公司 8 家。

1．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，固定资产和在建项目规模较大，资产流动性较弱。

截至 2018 年底，公司资产总额 591.49 亿元，同比增长 18.36%，增长主要来自固定资产。公司资产以非流动资产为主，其中流动资产占比 20.29%，非流动资产占比 79.71%，且非流动资产占比有所提升。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.70	4.34	19.42	3.28	39.77	6.55
预付款项	93.33	18.67	43.45	7.35	45.06	7.42
其他应收款	37.90	7.58	37.74	6.38	26.15	4.31
存货	12.55	2.51	10.67	1.80	10.77	1.77
流动资产	**171.31**	**34.28**	**120.01**	**20.29**	**130.88**	**21.56**
固定资产	102.89	20.59	293.82	49.67	293.83	48.40
在建工程	219.13	43.85	165.15	27.92	169.84	27.98
非流动资产	**328.44**	**65.72**	**471.48**	**79.71**	**476.20**	**78.44**
资产总额	**499.75**	**100.00**	**591.49**	**100.00**	**607.08**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动资产 120.01 亿元，同比下降 29.95%。其中，货币资金 19.42 亿元，同比下降 10.49%，无受限部分。公司预付款项 43.45 亿元，同比快速下降 53.44%，主要为预付工程建设公司的工程款，快速下降主要系地铁 1 号线转固结算所致。从账龄来看，其中 1 年以内的占比 65.78%。从集中度来看，预付款项前五名占比 57.23%，集中度一般。公司其他应收款 37.74 亿元，同比基本保持稳定，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 16.72 亿元和 15.63 亿元，主要是应收政府相关部门款项，回收风险相对较小，无计提坏账准备。公司存货 10.67 亿元，同比下降 15.03%，主要系土地征用及拆迁补偿费大幅下降所致。其中，开发产品 8.84 亿元，主要为从开发成本转入的名典置业回迁小区（已售完但未确认收入，形成的收入暂计入“预收账款”）；开发成本 0.53 亿元，主要为土地征用及拆迁补偿费。公司其他流动资产 6.60 亿元，同比快速增长 50.40%，全部为增值税待抵扣进项税额。

截至 2018 年底，公司非流动资产 471.48 亿元，同比增长 43.55%。其中，长期应收款 11.09 亿元，同比大幅增长 94.78%，全部为售后回租方式进行的融资。公司固定资产 293.82 亿元，同比增加 190.93 亿元，主要为地铁 1 号线一期工程暂估转固所致。公司在建工程 165.15 亿元，同比下降 35.03%。2018 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 18.64 亿元，较上年有所增长。截至 2018 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 108.15 亿元，其他股份银行借款余额合计 30.75 亿元.

同时，以长春市融兴经济发展有限公司为借款人，公司为用款人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，2018 年底借款余

额 24.06 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 607.08 亿元，同比小幅增长 2.64%。其中，货币资金大幅增长 104.78%至 39.77 亿元，主要系公司发行“19 长春轨交 MTN001”以及新增融资租赁款所致。其他应收款 26.15 亿元，同比下降 30.71%。其他主要科目变化不大。

总体来看，公司资产中占比最大的为固定资产和在建工程，该资产结构符合轨道交通建设和运营特点。但考虑到公司将在建工程和交通收费权作为担保取得借款，未来融资渠道将有所受限。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构较上年底基本保持稳定。

截至 2018 年底，公司所有者权益 146.23 亿元，较上年底基本保持稳定。其中资本公积 57.03 亿元，同比减少 1.41 亿元，主要系公司回购子公司少数股东权益所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 143.22 亿元，较上年底小幅下降 2.05%，主要系未分配利润下降所致。

表9　公司主要所有者权益构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	36.86	25.23	36.86	25.21	36.86	25.74
资本公积	58.44	39.99	57.03	39.00	57.03	39.82
未分配利润	14.44	9.88	19.00	12.99	13.48	9.41
少数股东权益	35.83	24.52	32.78	22.42	32.30	22.55
所有者权益	**146.12**	**100.00**	**146.23**	**100.00**	**143.22**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司债务规模持续增长，目前债务负担重；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，但短期债务规模增长很快。

截至 2018 年底，公司负债总额 445.26 亿元，同比增长 25.91%。跟踪期内，公司负债仍以非流动负债为主，与公司项目投资周期长的特点相匹配，但占比有所下降。

表10　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	15.92	4.50	40.19	9.03	37.22	8.02
一年内到期的非流动负债	29.23	8.27	46.04	10.34	49.71	10.72
流动负债	**54.59**	**15.44**	**96.81**	**21.74**	**99.83**	**21.52**
长期借款	214.51	60.66	260.61	58.53	266.46	57.44
应付债券	13.95	3.94	3.98	0.89	3.99	0.86
长期应付款	70.59	19.96	83.83	18.83	93.55	20.17
非流动负债	**299.04**	**84.56**	**348.45**	**78.26**	**364.03**	**78.48**
负债总额	**353.63**	**100.00**	**445.26**	**100.00**	**463.86**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债 96.81 亿元，同比大幅增长 77.33%。其中，公司新增短期借款 2.00 亿元。应付账款主要为应付工程款、材料款以及设计费，2018 年底应付账款同比大幅增长 152.46%至 40.19 亿元，主要系地铁一号线 2018 年 12 月 31 日完成试运营，因项目未结算，做预转固入账，形成应付账款暂估 27.83 亿元所致。一年内到期的非流动负债 46.04 亿元，同比快速增长 57.51%，其中一年内到期的长期借款 14.28 亿元，一年内到期的长期应付款 21.76 亿元，一年内到期的应付债券 10.00 亿元（2019 年 4 月兑付的“16 长春轨交 MTN001”）。

截至 2018 年底，公司非流动负债 348.45 亿元，同比增长 16.52%。其中，长期借款 260.61 亿元，同比增长 21.49%。长期借款中质押和抵押借款 162.96 亿元，保证借款 21.83 亿元，信用借款 90.10 亿元（未扣除一年内到期的部分）。公司应付债券快速下降 71.46%至 3.98 亿元，全部为“16 长春轨交 PPN001”（期限为 3+2 年）。公司长期应付款 83.83 亿元，同比增长 18.76%，全部为售后租回融资租赁款，期限为 5~12 年。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 463.86 亿元，同比小幅增长 4.18%，主要系一年内到期的非流动负债和长期应付款增长所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 312.63 亿元，同比增长 21.01%。其中短期债务 48.04 亿元，同比快速增长 60.67%，长期债务 264.59 亿元，同比增长 15.82%。考虑到公司长期应付款为有息债务，应纳入全部债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 396.46 亿元，同比增长 20.53%。其中，调整后长期债务 348.42 亿元，占比 87.88%。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 415.71 亿元，较上年底增长 4.86%。公司债务结构仍以长期债务为主，但跟踪期内短期债务增长速度很快。截至 2018 年底，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分别为 75.28%、73.05%和 70.44%，较上年底均有所增长。截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 76.41%、74.38%和 71.76%。跟踪期内，公司债务规模持续增长，目前债务负担重。

3. 盈利能力

跟踪期内，随着开通运营线路的增加，公司营业收入有所增长；由于轨道运输亏损运营，公司利润实现仍依赖政府补贴，自身盈利能力弱。

2018 年，公司实现营业收入 4.28 亿元，同比增长 13.70%，主要系开通运营的轨道线路增多，票款收入和工程施工收入均有所增加所致。公司营业利润率持续为负，2018 年为-66.77%。

2018 年，公司期间费用 4.86 亿元，同比下降 9.88%。其中财务费用 4.04 亿元，同比下降 16.11%。公司有息债务规模增长但财务费用下降主要系利息支出资本化部分增多所致。2018 年，公司收到政府补贴 15.50 亿元，较上年有所增长。当期，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 2.12%和 5.36%，实现利润总额 7.93 亿元，自身盈利能力弱，利润实现依赖政府补贴。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.85 亿元，利润总额-6.01 亿元，营业利润率为-92.86%，当期公司未收到政府补贴。

4. 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需求和融资成本支出；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。

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 24.49 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 19.96 亿元，主要由政府补贴及往来款构成。公司现金收入比 103.81%，较上年有所增长，公司现金收入情况良好。公司经营活动现金流出量有所增加，主要系支付给职工以及为职工支付的现金 6.24 亿元，同比增长 54.38%。同期，公司经营活动现金流量净额为 9.85 亿元，较上年基本保持稳定。

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，2018 年为 46.51 亿元，主要系地铁项目投入支付现金。

跟踪期内，公司筹资活动现金流入规模同比增长 40.36%至 101.03 亿元。其中，取得借款收到的现金 60.92 亿元，同比增长 38.60%；收到其他与筹资活动有关的现金 40.11 亿元，同比增长 43.12%，主要为融资租赁款。2018 年，公司筹资活动现金支出 66.32 亿元，其中偿还债务支付的现金 11.23 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 15.35 亿元，支付其他

与筹资活动有关的现金 39.73 亿元，主要为融资租赁费和回购股权款。当期，公司筹资活动现金流量净额为 34.71 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额由正转负，主要系公司收到与经营活动相关的政府补贴尚未到位，造成经营活动现金流入大幅减少，公司经营活动现金流量净额为-0.84 亿元；公司投资活动现金仍呈现流出状态，净额为-5.96 亿元；公司仍保持大规模的对外融资，筹资活动现金流量净额 27.13 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，短期偿债压力较大；公司长期偿债能力弱。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 2018 年底，公司流动比率和速动比率同比快速下降，分别为 123.97%和 112.95%。截至 2019 年 3 月底，上述指标分比为 131.10%和 120.32%。跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，现金类资产对短期债务覆盖能力较弱，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力来看，2018 年公司 EBITDA 为 12.53 亿元，调整后全部债务/EBITDA 为 31.63 倍，公司长期偿债能力弱。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 2018 年底，除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外，公司无其他对外担保，2018 年底借款余额为 24.06 亿元，公司为实际用款人，或有风险可控。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度 372.75 亿元，已使用额度为 281.74 亿元，尚未使用额度为 91.00 亿元，公司间接融资渠道尚可。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 251.93 亿元，同比增长 9.67%，占合并口径的 42.59%。其中流动资产占比 23.48%，非流动资产占比 76.52%。资产构成以固定资产、长期股权投资和在建工程为主。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 83.21 亿元，同比下降 3.04%，主要系未分配利润下降所致。母公司所有者权益占合并口径的 56.90%，构成以实收资本和资本公积为主。

截至 2018 年底，母公司负债总额 168.71 亿元，同比增长 17.25%，占合并口径的 37.89%。其中流动负债占比 40.49%，非流动负债占比 59.51%。构成以长期借款和其他应付款为主。

2018 年，母公司实现营业收入 1.48 亿元，同比增长 10.04%，占合并口径的 34.58%。当年，母公司实现利润总额-2.61 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额为-3.02 亿元；投资活动现金流量净额-15.98 亿元；筹资活动现金流量净额 14.35 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 6 月底，公司无短期债券偿付压力，公司存续债券偿还压力较小。

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 7.00 亿元，无一年内到期的应付债券。2021 年将达到待偿债券本金峰值 4.00 亿元（“16 长春轨交 PPN001”）。2018 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 24.49 亿元、9.85 亿元和 12.53 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.12
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.46
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.13

资料来源：联合资信整理

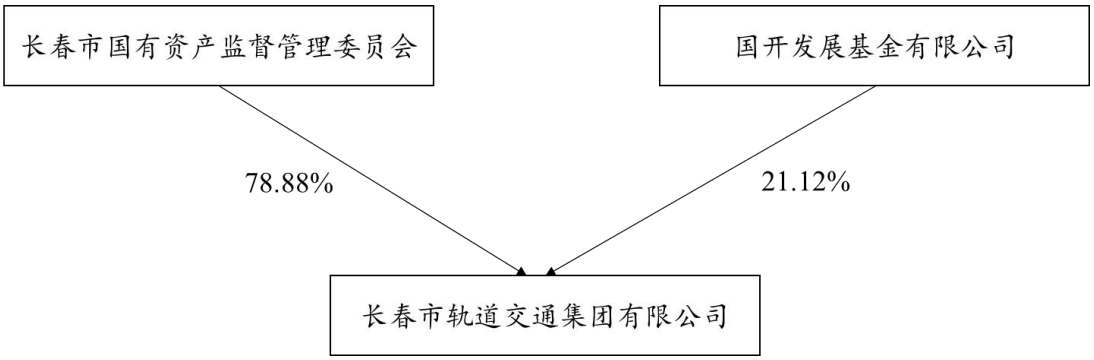
截至2019年6月底，公司存续债券余额规模

较小，2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿还债券本金峰值保障程度均较高，公司存续债券偿还压力较小。

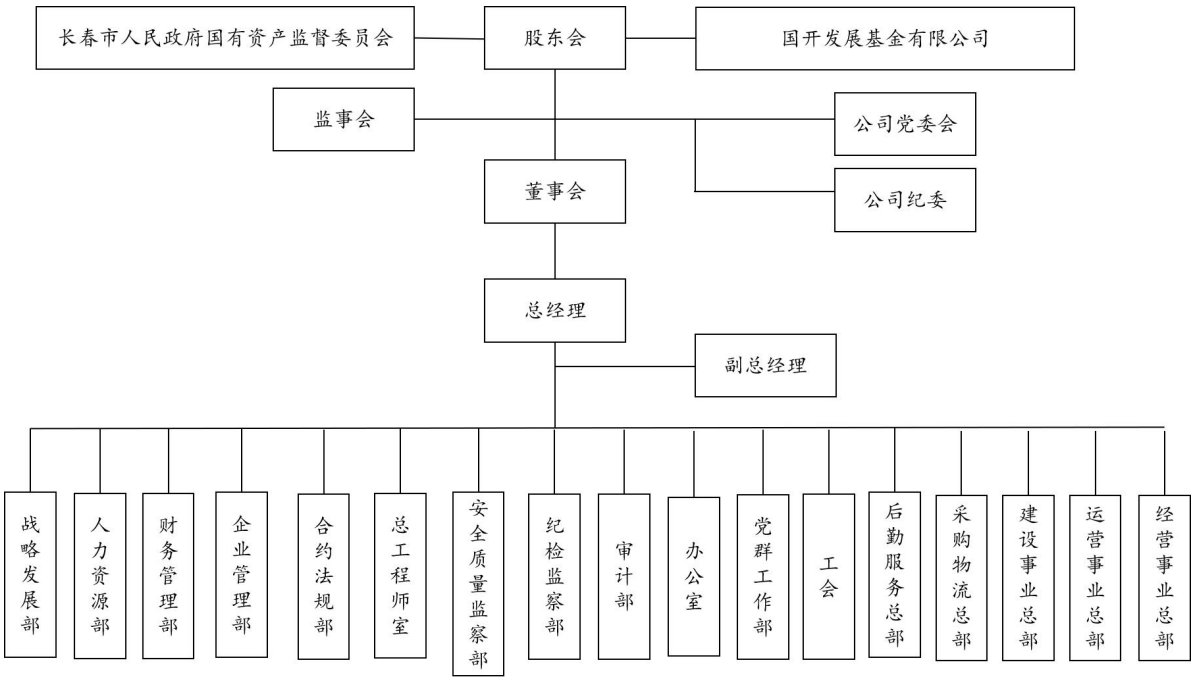
十、结论

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 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.94	21.70	19.42	39.77
资产总额(亿元)	451.52	499.75	591.49	607.08
所有者权益(亿元)	140.29	146.12	146.23	143.22
短期债务(亿元)	27.98	29.90	48.04	51.71
长期债务(亿元)	195.50	228.46	264.59	270.45
调整后长期债务(亿元)	263.17	299.04	348.42	364.00
全部债务(亿元)	223.47	258.36	312.63	322.16
调整后全部债务(亿元)	291.14	328.94	396.46	415.71
营业收入(亿元)	3.63	3.76	4.28	0.85
利润总额(亿元)	5.57	6.21	7.93	-6.01
EBITDA(亿元)	8.98	11.49	12.53	--
经营性净现金流(亿元)	18.77	9.93	9.85	-0.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.90	2.87	2.39	--
存货周转次数(次)	0.91	0.62	0.59	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	113.02	91.79	103.81	127.22
营业利润率(%)	-60.12	-59.96	-66.77	-92.86
总资本收益率(%)	2.30	2.63	2.51	--
净资产收益率(%)	3.90	4.18	5.36	--
长期债务资本化比率(%)	58.22	60.99	64.41	65.38
调整后长期债务资本化比率(%)	65.23	67.18	70.44	71.76
全部债务资本化比率(%)	61.43	63.87	68.13	69.22
调整后全部债务资本化比率(%)	67.48	69.24	73.05	74.38
资产负债率(%)	68.93	70.76	75.28	76.41
流动比率(%)	360.81	313.80	123.97	131.10
速动比率(%)	346.84	290.81	112.95	120.32
经营现金流动负债比(%)	39.06	18.19	10.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.89	22.49	24.94	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	32.43	28.64	31.63	--

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 2019 年一季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

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