

信用等级公告

联合[2015] 1761 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及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的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

主体长期信用等级为

AA⁺

长春市轨道交通集团有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年八月六日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

长春市轨道交通集团有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2015 年 8 月 6 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	228.22	289.18	327.15	329.44
所有者权益(亿元)	49.61	78.41	83.17	82.84
长期债务(亿元)	160.86	191.99	218.39	218.18
全部债务(亿元)	169.18	201.05	228.42	232.79
营业收入(亿元)	1.91	2.86	3.44	0.55
利润总额(亿元)	3.52	3.46	4.85	-0.33
EBITDA(亿元)	5.74	5.46	8.25	--
经营性净现金流(亿元)	12.15	11.10	15.05	-0.08
营业利润率(%)	-43.06	-23.38	-38.58	-94.45
净资产收益率(%)	7.07	4.38	5.76	--
资产负债率(%)	78.26	72.89	74.58	74.85
全部债务资本化比率(%)	77.32	71.94	73.31	73.75
流动比率(%)	581.01	730.12	509.99	438.06
全部债务/EBITDA(倍)	29.49	36.85	27.70	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.57	0.55	0.82	--

注: 1、2015 年一季度财务数据未经审计; 2、计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中, 已将有息长期应付款纳入长期债务核算。

分析师

刘秀秀 兰迪

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对长春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垄断地位, 同时公司在建设资本金拨付、债务偿还等方面获得长春市政府较大力度支持。联合资信关注到公司轨道交通项目具有较强公益性特征, 目前公司整体盈利能力弱、资产流动性弱、债务负担重及路网效应有待体现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, 但由于长春市政府对公司支持明确, 通过设立轨道交通建设发展专项资金, 用于长春市轨道交通项目的建设资本金、运营补贴和银行贷款偿还, 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。

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, 本期中期票据不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 近年来, 长春市经济保持持续增长, 财政实力稳步增强, 为公司未来发展提供了良好的外部环境。
2. 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, 区域垄断地位突出。
3. 长春市政府通过设立轨道交通建设发展专项资金, 专项用于公司轨道交通项目的建设。

设资本金、运营补贴和银行贷款偿还，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。

4. 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. 公司轨道交通运营公益性强，经营性收入规模较小，公司整体盈利能力弱。
2. 目前，公司有息债务负担重，未来轨道交通建设投资规模大，面临较大外部融资压力。
3. 公司其他应收款账龄结构相对较长，对公司资金形成一定占用。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与长春市轨道交通集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与长春市轨道交通集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因长春市轨道交通集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由长春市轨道交通集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、长春市轨道交通集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

长春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。历经多次增资后，截至2015年3月底，公司实收资本为289629万元，长春市国资委为公司实际控制人。

公司经营范围：轨道交通、经营、管理及相关的城市客运。

截至2014年底，公司共有二级子公司9家，公司设有总工办、办公室、财务部、审计室、计划部、人力资源部、企业管理部、工程管理部、总务部、工程前期工作部、安全保卫部、设备部、材料供应部和运营事业部共14个职能部门。

截至2014年底，公司资产总额327.15亿元，所有者权益合计83.17亿元；2014年公司实现营业收入3.44亿元，实现利润总额4.85亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为329.44亿元，所有者权益为82.84亿元；2015年1~3月，公司实现营业收入0.55亿元，利润总额-0.33亿元。

公司注册地址：长春市朝阳区安达街1305号；法定代表人：王诚仁。

二、本期中期票据概况

2016年，公司计划注册中期票据30亿元，本期计划发行2016年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10亿元，期限为3年，按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金将全部用于偿还公

司银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

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

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662

亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右,居民消费价格涨幅 3% 左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5% 以内,进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通建设行业现状

城市轨道交通建设

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分,包括地下铁道(地铁)、城市铁路(含市郊铁路)、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。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,能够有效的解决城市交通拥堵问题,是一种大容量运输服务交通方式,具有良好的社会效益。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

(1) 行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志,自 1998 年以来,中国城市规模快速扩大,城市化水平每年都保持 1.5~2.2% 的速度增长,2011 年中国城镇化率首次超过了 50.00%,预计到本世纪中叶,城镇化率将达到 80%。

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻,中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车,无法有效的缓解客流高峰,此外,大城市道路设计不合理,行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来,随着中国城市汽车保有量的急剧上升,特别是私家车拥有率的不断提高,城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004 年与 2000 年前相比,公共交通承担的运量从 35% 下降到 26.5%;小轿车承担的运量从 6% 上升到 23.2%,城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。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。

“十二五”期间,中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划,国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成,截止到 2014 年底,我国已有北京、上海、广州、天津、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连等 22 个城市先后建成并开通运营城轨交通线路,总里程达 3137 公里。2014 年,全国城轨交通客运总量达 126 亿人次,其中,北京、上海、广州三个城市的年客运量均超过 20 亿人次,三个城市的客运量占全国客运总量的 65%,北京和

上海分列世界城轨道交通客运量的第一和第二。

轨道交通建设方面,2014年中国城市轨道交通新增里程的城市有16个,里程共计386公里;其中有13个城市为新增加线路,里程共计366公里。其中长沙、宁波、无锡三座城市于2014年开通首条地铁。截至2014年底,全国共计有37个城市继续建设轨道交通线路工程,续建线路共计63条段,里程1399公里,车站970座,截至2014年底有27个城市新开工轨道交通线路,规模达45余条段、1232公里。

规划项目获批方面,2012年获得国家与有关部门批准建设的轨道交通工程线路共计14条段,批复建设里程共计419.69公里、车站308座,批准投资共计2650.19亿元。根据国家“十二五”规划,将实施公共交通优先发展战略,大力发展城市公共交通系统,提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。目前中国内地共有31座城市得到了国家批准,计划至2015年前后规划建设96条轨道交通线路,建设线路总长2500多公里,总投资超过1万亿元。对于城市轨道交通而言,面临着新的发展形势和要求,大力发展轨道交通势在必行,这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。到2020年,中国城市轨道交通累计营业里程将达到7395公里,保守投入预计将达3万亿元。2050年规划的线路将增加至289条,总里程数达11700公里。未来30年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

(2) 行业竞争格局

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。由于各地城市轨道交通需要先制定规划,上报各省发改委批准,

因此,各省发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

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,发展也快,而内地二线城市目前还处于酝酿阶段,竞争力相对较弱。

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,在解决高密度度客流的出行问题方面均有明显优势。

(3) 轨道交通相关行业分析

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和社会效益。据测算,轨道交通建设投资对GDP的直接贡献为1:2.63,加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

地产业

在影响城市土地价格诸多因素中,轨道交通对地价的提升最为明显,远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价,许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利,地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在25%甚至更多。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内,与外界联系较少,比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报,位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境,由于外界干扰较少,广告媒体引发的视觉冲击力较强,能够起到较为满意的宣传效果。

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开,车站成为

大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。

2. 各地区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，具有投资额巨大的经济特性，且投资回收期比较长。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。在项目资金的筹集上，一

般由政府投入部分资本金，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、发债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该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。目前，国内几个主要城市的地铁投融资模式如表 1 所示。

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

	投资主体及背景	投融资模式	投融资模式特点
广州	广州地铁总公司，广州市政府 100%持股。	全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金，其中政府投入占轨道交通总投入资金的 60%，其余是商业银行贷款。	广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决，投融资模式单一，财政压力较大。
上海	上海申通集团有限公司，股东为上海市久事公司（控股 66%）和上海市城市建设投资开发总公司（持股 34%）。	直接投资开发，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。	基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。
北京	北京市基础设施投资有限公司。	主要采用政府投入资本金，企业进行对外融资的模式，如北京地铁奥运支线采用 BT 模式。	BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。
	北京京港地铁有限公司，北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基础设施投资有限公司占 2%。投资建设北京 4 号线地铁	PPP（public—private—partnership）模式，即公共部门与私人企业合作模式，北京地铁 4 号线是国内地铁建设中首个以 PPP 模式进行合作投资的项目，由京港地铁建设，并获得 30 年的特许经营权，在 30 年的特许经营期内负责 4 号线运营和管理，在特许经营期结束后，将项目设施完好、无偿移交给北京市政府。	PPP 模式下，项目经营的直接收益和通过政府扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。

资料来源：公开信息整理

上表中列示了中国主要城市地铁建设的投融资模式，其中按照由上至下的顺序，其投融资的灵活性和多样性逐步提高，而集中、单一的特点则逐步降低。目前，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，其来源仍将是政府投资和银行贷款。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，城市轨道交通项目靠项目自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

3. 行业主要关注点

（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，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40%的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着本市 70%以上的客流运输任务，平均每天运载乘客 450 万人次，而中国这一指标不超过 15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前

中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

（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。

（4）地铁设备国产化程度不够，总体技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也 and 世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

4. 行业发展趋势

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，2010~2020年将是中国城市交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水

平提高、机动化发展加速的环境下，公共交通运输压力日益增大，轨道交通需求空间巨大。

目前，中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平均在不断提高，总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

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。

在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势，未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

5. 区域环境

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有重要意义。

（1）长春市经济发展状况

近年来，长春市国民经济稳定增长，全市综合实力不断提高。根据《2014年长春市国民经济和社会发展统计公报》，2014年，全市GDP达到5342.4亿元，同比增长6.6%，其中，第一产业增加值332.0亿元，增长4.7%；第二产业增

加值2813.6亿元，增长6.9%；第三产业增加值2196.8亿元，增长6.6%；三次产业结构为6.2:52.7: 41.1。

2014年全市完成固定资产投资3924.5亿元，增长15.1%，其中，房地产开发投资534.4亿元，下降12.9%。全市工业投资1800.6亿元，增长21.3%，对全社会投资增长的贡献率达62.6%。

伴随着长春市经济持续发展，其财政实力稳步增强。根据长春市统计局数据，2012~2014年，长春市地区生产总值分别为4456.60亿元、5003.17亿元和5342.4亿元；全市一般预算全口径财政收入分别为927.70亿元、1077.60亿元和1156.6亿元；全市地方财政收入分别为340.80亿元、381.80亿元和397.3亿元。长春市财政收入的持续增长为地方基础设施的投资建设奠定了良好的经济基础。

总体来看，长春市经济保持持续增长，财政实力稳步加强，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

（2）长春市轨道交通项目建设背景

根据《长春市城市总体规划（2011-2020年）》，以国家及区域的交通系统为依托，以长春市中心城区为核心，优先发展以快速轨道交通为骨干的公共交通体系，完善提升城市快速路系统。

根据《长春市轨道交通线网规划》的远景线网控制方案，长春市轨道交通线网由7条线组成，其中，5条放射线，2条半环线，轨道交通1、2、5、6、7号线是地铁线，3、4号线是轻轨线。

长春市轨道交通工程建设规划分为三个阶段：第一阶段为2000~2011年，建设轻轨3、4号线，目前已完成48公里轻轨线路建设；第二阶段为2011~2016年，正在建设地铁1、2号线，线路全长39公里，目前地铁1、2号线已开工建设；第三阶段预计2017年开始建设地铁5、6、7号线。

五、公司基础素质

1. 产权状况

截至2015年3月底，长春市国资委对公司持股100%，为公司实际控制人。

2. 公司规模

公司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，在当地轨道交通行业占有绝对的垄断地位。

目前公司有轻轨3、4号线两条线路均处于运营状态，主要在建线路两条，为地铁1、2号线一期工程，计划总投资315.38亿元，截至2014年底，已完成投资120.70亿元。

总体来看，公司在轨道交通投资建设、运营管理方面具有区域垄断地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司本部有董事长、总经理、副总经理和总会计师等5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。

王诚仁先生，1954年6月出生，本科学历，中共党员，正高级经济师。历任市自来水公司团委书记、市公用局团委书记、市自来水公司党委副书记兼副经理、市自来水公司党委书记、一汽供水工程办公室主任、长春中日友好水厂工程筹建处主任、引松入长工程供水指挥部总指挥、长春市第四水厂工程总指挥、市工业供水公司经理等职，1999年至今任公司董事长、党委书记。

任晓强先生，硕士学历，历任长春市市政工程设计研究院院长、党委书记，长春市公用局副局长等职，现任公司副董事长、总经理。

梁凤丽女士，1963年12月出生，本科学历，中共党员，高级会计师。历任长春市自来水公司会计、长春市中日友好水厂筹建处会计、长春市引松入长供水工程指挥部财务科长、长春市工业供水公司财务副处长等职，1999年起

任公司财务处处长、副总会计师，2007 年至今任公司总会计师。

截至 2014 年底，公司在职人员共有 3233 人，其中具有高级职称的人员有 57 人，中级职称 70 人，初级职称 256 人；其中，本科以上学历人员有 1242 人，占总人数的 38.42%，大专学历 1145 人，占 35.42%，中专学历 253 人，占 7.83%。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足日常工作需要。

4. 政府支持

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征，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。

公司自成立以来，已建及在建的轨道交通项目均由政府在项目资本金、贷款还本付息、轨道交通沿线资源开发等方面给予了较大程度的支持。

2008 年，长春市人民政府下发《长春市人民政府关于设立长春市轨道交通建设发展专项资金的通知》（长府函[2008]178 号），决定建立轨道交通建设发展专项资金，用于长春市轨道交通项目的建设、运营补贴和银行贷款偿还。从公司资本金到位情况及获得政府补助情况来看，该专项资金对公司拨款状况较好。

轨道交通建设发展专项资金的来源包括：

a. 财政预算安排的轨道交通建设发展专项资金；b. 全市土地出让收益（轨道交通项目享有优先权）；c. 城市基础设施配套费；d. 市人防专项资金用于轨道交通建设的部分；e. 国家、省补助的专项拨款；f. 其他来源。

轨道交通建设专项资金在年度城建资金计划中编制，并统一纳入市财政专项资金专户管理和核算，长春市政府每年根据轨道交通项目建设和还贷资金需求确定拨付资金额度。

此外，根据吉林省财政厅《关于同意长春市提高城市基础设施配套费征收标准的批复》（吉税非财函[2011]549 号），同意长春市提高城市基础设施配套费征收标准，增收的城市基础设施配套费专项用于长春市地铁工程建设。

（1）项目建设资本金支持

长春市财政拨付的轨道交通项目建设资本金由长春市国资委拨付给公司，轻轨项目建设资本金在合并资产负债表实收资本和资本公积科目中体现。

长春市财政按已建及在建轨道交通项目实际已投资金额拨付项目资本金，截至 2014 年底，公司共收到轨道交通项目建设资本金及偿还银行贷款资金合计 50.26 亿元，其中 28.96 亿元计入实收资本，21.30 亿元计入资本公积。

（2）偿债保证支持

根据长人常发[2009]14 号长人常发[2009]25 号、长人常发[2009]26 号和长人常发[2009]45 号文件，长春市政府将轻轨三期工程（轻轨 4 号线一期工程）贷款本息、交银金融租赁公司的融资租赁租金、工行回租资金和地铁 1、2 号线前期项目贷款本息（贷款本金 66 亿元）列入财政预算。

根据长财债[2009]405 号、长财债[2009]406 号、长财债[2009]407 号文件，对于公司的交行租赁 10 亿元、工商银行租赁 10 亿元、量通租赁 10 亿元，若公司未按租赁合同约定按时偿还租金，长春市财政局将及时从轨道交通建设发展专项资金中安排资金偿还。

根据长府函[2011]180 号文件，长春市政府同意逐年追加安排长春市全市土地出让收益，专项用于长春市地铁 1 号线一期工程项目建设，保证长春市地铁工程建设贷款本息按时足额偿还。

根据长府函[2013]112 号文件，长春市政府将继续支持轨道交通事业长期持续发展，公司发生债务到期偿还困难时，长春市财政局将给予还本付息支持。

根据长府函[2013]113 号文件，长春市政府

将继续增加资金投入，每年安排不低于前一年度的资金用于轨道交通建设，并将该资金拨付公司开设的“轨道专项资金账户”中，以上轨道专项资金期限为2014年~2046年，资金主要来源为“长春市轨道交通建设发展专项资金”。

根据长府函[2014]37号文件，长春市政府未来将继续在公司重点项目建设、项目资本金保障等方面给予支持，在经营过程中形成的政府项目债务本金和利息，由轨道交通专项资金予以平衡，并列入市财政年度预算。

由上述文件可看出，长春市财政对于公司多条在建及已建轨道交通线路建设过程中贷款、融资租赁款项等债务的偿还给予了还贷差额补足支持，对公司按时偿付贷款本息提供了有力保障。

2012~2014年，公司收到的政府补助分别为6.44亿元、6.16亿元和10.47亿元，计入营业外收入科目。

（3）股权划转

2012年12月31日，根据长府批复[2012]77号文件，长春市政府出具股权划拨文件，将长春市国资委所持的长春市地铁有限责任公司（以下简称“长春地铁”）100%股权无偿划转至公司，截至2012年12月31日，长春市国资委对长春地铁出资额21.3亿元，对应其100%股权。

2012年12月，长春市国资委、长春地铁、中国铁建股份有限公司签订《注资协议》，各方一致同意中国铁建股份有限公司向长春地铁溢价注资40亿元，首次货币注资20亿元人民币，其中4亿为注册资本（于2013年5月收到），占注册资本比例15.8%，16亿为资本溢价，计入长春地铁资本公积；后两年分别溢价注资10亿元、10亿元。长春市国资委出具《出资回购承诺函》，承诺在满足长春市地铁2号线一期工程建-移交（BT）项目招标文件关于回购条件的前提下，在5年后按投资额原值回购股权，回购金额每年8亿元。截至2013年底，公司已收到中国铁建股份有限公司溢价注资款20亿

元。

2014年12月，根据长春市人民政府长国资（2014）151号《长春市国资委关于长春地铁增加注册资本的意见》，长春地铁增加注册资本12.3亿元人民币，股东中国铁建股份有限公司放弃原持股比例，同意公司单方增资12.3亿元，增资后，长春地铁注册资本37.6亿元，其中，公司出资33.6亿元，占注册资本的89.4%，中国铁建股份有限公司出资4亿元，占注册资本的10.6%。

综上所述，在轨道交通投资建设方面，长春市政府给予公司有力的资金支持及政策支持，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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司设董事会，董事会成员5人，由出资人委派，董事会中的职工代表，由公司职工代表大会选举产生。董事任期每届3年，任期届满可连任。董事会设董事长1人、副董事长1人，均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5人，由出资人和职工代表组成，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。监事会设主席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。

总体来看，公司形成了较为完善的法人治理结构。

2. 管理水平

公司总部设有总工办、办公室、财务部、审计室、计划部、人力资源部、企业管理部、

工程管理部、总务部、工程前期工作部、安全保卫部、设备部、材料供应部和运营事业部共14个职能部门,能够满足公司日常管理的需要。公司及下属子公司设立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。

总体来看,公司管理制度较为健全,各部门职责明晰,能够保障轨道交通建设及日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

公司是长春市城市轨道交通建设、运营管理及资源开发的实施主体,主要承担长春市轻

轨及地铁线路的建设业务、轨道交通运营业务、轨道交通沿线房地产开发及物业管理业务等配套资源开发业务。其中,轨道交通客运是收入的主要来源,此外,公司主营业务板块中的混凝土销售、房地产开发及供暖供热等业务也形成了一定的经营规模。

2012~2014年,公司主营业务收入分别为18181.45万元、27618.86万元和33600.39万元。其中,轨道运输收入呈逐年上涨趋势,主要由于轻轨4号线一期工程于2013年7月开通全线试运营(之前仅为观光运营),并于2014年1月正式运营,与轻轨3号线实现换乘,客流量增加;同期,轨道运输收入占比波动下降,主要系混凝土销售业务收入快速增长所致,2014年为14327.62万元。

由于长春市已开通的轨道交通线路较少,仅靠轻轨3、4号线难以形成路网效应,公司轨道运输业务持续大幅亏损,且2014年亏损幅度同比增大38.83个百分点,主要由于轻轨4号线一期工程尚处于运营初期所致;2014年,房地产开发板块结转收入规模较小,当期主要体现为预收款项;供暖供热板块盈利能力较弱,进一步拉低公司整体毛利率水平;混凝土销售业务板块毛利率逐年增长,2014年为18.31%;但由于轨道运输业务占比高且亏损大,近三年公司主营业务均呈现亏损局面,整体毛利率水平分别为-47.35%、-24.94%和-40.32%。

2015年1~3月,公司实现主营业务收入5360.89万元,为2014年全年的15.95%,主要由于受东北地区气候因素影响,一季度施工规模骤降,公司混凝土销售板块收入较小;公司各主要板块盈利能力进一步下滑,整体毛利率降至-46.10%。

表2 公司主营业务收入构成情况(单位:万元,%)

项目	2012年			2013年			2014年			2015年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轨道运输	9172.61	50.45	-98.10	10707.83	38.77	-81.31	13479.12	40.12	-120.14	2618.75	48.85	-194.65
房地产	570.76	3.14	32.78	3544.94	12.84	22.25	213.31	0.63	-18.44	11.50	0.21	-15.22

开发												
供暖供热	3219.63	17.71	-22.33	3201.87	11.59	-32.20	3291.55	9.80	-19.43	1764.91	32.92	-23.15
广告服务	285.06	1.57	86.75	327.26	1.19	90.24	392.21	1.17	93.24	89.51	1.67	94.24
物业管理	983.37	5.41	10.06	1409.65	5.10	27.01	1288.27	3.83	19.87	236.45	4.41	34.75
工程施工	54.43	0.30	18.58	289.86	1.05	11.77	608.31	1.81	12.75	107.00	2.00	48.93
混凝土销售	3895.59	21.42	14.53	8137.45	29.46	16.61	14327.62	42.64	18.31	532.76	9.94	9.02
合计	18181.45	100.00	-47.35	27618.86	100.00	-24.94	33600.39	100.00	-40.32	5360.89	100.00	-46.10

资料来源：公司审计报告

1. 轨道交通建设及运营

(1) 轨道交通建设

根据《城市快速轨道交通线网规划》，长春市轨道交通工程建设规划分为三个阶段：第一阶段为2000~2011年，建设轻轨3、4号线，目前已完成48公里轻轨线路建设；第二阶段为2011~2016年，目前正在主要建设地铁1、2号线；第三阶段预计2017年开始建设地铁5、6、7号线。

轻轨3号线

长春市轻轨3号线包括长春市轻轨3号线一期工程和二期工程，即轨道1期工程和轨道2期工程。根据长春市的经济实力和建设条件，公司先行修建轨道1期工程，根据计投资[2011]76号文件，该工程位于规划的三号线的中段，北起长春站，终点为卫光街站。线路全长约14公里，设17座车站，其中，地面车站16座，高架站1座。轨道1期工程计划总投资10.7亿元，其中，资本金投入占总投资的40%，其余资金由银行贷款解决。轨道1期工程于2000年5月27日开工建设，2001年12月28日试通车，2002年10月30日试运营，2004年1月实现正式运营。2003年，轨道1期工程结转固定资产，账面原值6.84亿元，主要系政府将部分资产（道路、桥梁、维修点等）划走并相应减少资本公积所致；2005年9月19日，经长春市财政投资评审中心评审确认，轨道1期工程决算投资额为14.65亿元。截至2014年底，公司已建及在建的全部轨道线路中，仅有轨道1期工程进行了竣工决算，并由“在建工

程”结转“固定资产”，其余线路均未进行结转¹。长春轨道1期工程为第一批获国家批准立项建设及第一批投入试运营的轻轨线路之一。

轻轨3号线二期工程即轨道2期工程，即轻轨3号线一期工程的延长线，根据发改投资[2007]2127号文件，该工程是线网规划中的轻轨3号线的南段，由卫星广场起，南至终点站长影世纪城。线路全长17.36公里，以地面线路为主，设16座车站，计划总投资18.02亿元，资本金投入7.22亿元，占总投资的40%，2004年开工建设，2006年12月投入运营。2007年6月，长春市轨道1、2期工程贯穿运营，全线运营里程31.3公里，轨道2期工程于2010年1月实现正式运营。在工程实际施工过程中，随着工程投资增加，市财政相应增加了资本金额度。

轻轨4号线

根据发改投资[2008]2367号文件，长春轻轨4号线工程线路规划全长43.5公里，其中，轻轨4号线一期工程即轨道3期工程，线路全长16.33公里，共设15座车站，北起长春火车站北广场，南至终点站车场站。轨道3期工程2008年开工建设，2011年6月实现东大桥站至车场站13公里高架桥区间观光运营，2012年5月全线实现观光运营，2013年7月实现全线试运营，2014年1月实现正式运营。轨道3期工程初步设计总投资为26.32亿元，其中，资本

¹轨道2期工程已运营时间较长，尚未进行竣工结算，主要系长春市财政在对剩余少量未送审的工程合同进行核对。

金 11 亿元，占工程总投资的 42%，其余部分资金来源于银行贷款。在工程实际施工过程中，随着工程投资增加，市财政相应增加了资本金额度。

地铁 1 号线

根据长府函[2011]48 号文件，长春地铁 1 号线北起长春市西北方向的兰家组团，贯穿南绕城高速公路抵达线路终点。线路全长 37.8 公里，设车站 24 座。公司目前正在进行地铁 1 号线一期工程的建设，根据吉发改审批[2012]493 号文件，地铁 1 号线一期工程由北环城路沿人民大街至南绕城高速公路，线路全长 18.14 公里，全为地下线路，设车站 15 座，其中，换乘站 7 座。地铁 1 号线一期工程于 2011 年 5 月开工建设，计划工期 5 年。工程估算总投资 161.17 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 2014 年底，已累计完成投资 100.50 亿元。如在工程施工过程中，工程投资增加，市财政相应增加资本金额度。

地铁 2 号线

公司目前正在进行地铁 2 号线一期工程建设，根据吉发改审批[2012]733 号文件，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 2012 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%，由市财政投入，其余资金主要由贷款解决，截至 2014 年底，地铁 2 号线已累计完成投资 20.20

亿元。

长春地铁 2 号线袁家店站是国内第一座预制装配式地铁车站的试验站，北方地区地铁标准站建设周期为 14~16 个月，采用装配式结构施工工艺可以缩短工期 4~6 个月。为配合地铁 2 号线 5 座装配式车站的建设，2014 年 8 月，公司全资设立了长春市轨道交通预制构件有限责任公司，该公司计划生产地铁车站预制构件 450 环/年。

除主要在建的地铁 1、2 号线工程以外，公司还在进行轻轨 3 号线东延线的建设。其中，根据吉发改审批[2015]33 号文件，轻轨 3 号线东延线工程计划总投资 33.60 亿元，资本金比例 25%，由长春市财政承担，起自轻轨 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，线路全长 5.38 公里，共设 4 座车站，全部为地下车站，计划建设工期 3 年 9 个月，截至 2014 年底已投资 0.17 亿元。

截至 2013 年底，公司共收到轨道交通项目（包含轻轨和地铁）建设资本金及偿还银行贷款资金合计 50.26 亿元，2014 年长春市财政拨付给公司的资金未计入实收资本或资本公积，而计入营业外收入（10.47 亿元）以及冲减以前年度的其他应收款（7.78 亿元）。

（2）轨道交通运营

截至目前，长春市轨道交通运营线网总长度 47.69 公里，公司目前正式运营的线路三条，分别为轻轨 3 号线一期、轻轨 3 号线二期和轻轨 4 号线一期。

表 3 截至目前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	票款确认 收入时间
轻轨 3 号线	轻轨 3 号线一期	14.00	长春火车站—卫光街站	17	2002.10	2004.1
	轻轨 3 号线二期	17.36	卫光街站—长影世纪城站	16	2006.12	2010.1
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	2014.1
合计		47.69		48		

资料来源：公司提供；

注：票款确认营业收入时间即：轨道交通线路结束试运营转为正式运营的时间。

截至 2014 年底，公司轨道交通已开通线路车站数量共 48 座。2014 年，长春轨道交通实现客运量 6492.35 万人次，运营总里程 984.76

万公里，列车正点率达 98.25%，运行图兑现率达到 99.45%。

表 4 2012~2014 年公司总体客运指标情况

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
运营里程（万公里）	617.00	954.80	984.76
车站数量（座）	48	48	49.00
年度客运量（万人次）	4060.00	6310.18	6492.35
日均客运量（万人次）	11.00	17.28	17.79
票务收入（万元）	9181.86	15005.61	13479.12
正点率（%）	93.27	96.54	98.25
运行图兑现率（%）	99.26	99.04	99.45

资料来源：公司提供；

注：1、上表票务收入中包含了试运行线路轨道 3 期的客运收入，公司试运营期线路收入与成本相抵后在公司在建工程科目体现；

2、2014 年客运量同比增长，但票务收入却同比下降，主要由于 2013 年轻轨 4 号线处于试运营期间，与轻轨 3 号线换乘点需先出站再进站，造成两次收费，2014 年两条线路运营系统统一，换乘点不再需要先出站再进站。

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《吉林省定价目录》等有关规定，长春市轨道交通运营票价遵循发改审批字[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。2012~2014年，公司获得票务收入分别为9181.86万元、15005.61万元和13479.12万元。

表 5 中国主要城市地铁票价

北京	按里程计价，起价 3 元，票价不封顶
上海	按里程计价，起价 3 元，单程最高 10 元
广州	按里程计价，起价 2 元，单程最高 7 元
深圳	按区间计价，起价 2 元，单程最高 5 元
天津	按区间计价，起价 2 元，单程最高 5 元
成都	按区间计价，起价 2 元，单程最高 5 元
南京	按区间计价，起价 2 元，单程最高 4 元

资料来源：联合资信整理

断增长，分别为 9172.61 万元、10707.83 万元²和 13479.12 万元，近三年，公司轨道交通运营收入占营业收入的比重波动下降，分别为 50.45%、38.77%和 40.12%，主要系公司轨道交通建设配套业务和轨道交通沿线资源开发业务增长所致。

近年来，公司票款收入呈波动增长态势，但非市场化的票价定价机制导致无法平衡运营成本。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，运营补贴拨付计划分别为 939116 万元和 1183052 万元，最终按实际亏损情况拨付。

未来，随着长春市地铁 1、2 号线一期工程陆续建成通车，轨道交通线网规模效益将逐步显现，预计将缓解运营亏损状态。

2012~2014 年，公司轨道交通运营收入不

²由于轨道 3 期处于试运营期间，其收入与成本相抵计入在建工程，故公司轨道交通运营收入小于公司实际的票款收入。

2. 轨道交通沿线资源开发

公司轨道交通沿线资源开发业务主要由混凝土销售、房地产开发、供暖供热和物业管理等业务板块构成。

(1) 房地产开发业务

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）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），属于回迁部分的开发成本先计入“存货”，后续转入“在建工程”中轨道交通线路的建设成本，公司房地产业务主要通过剩余商品房销售来平衡部分资金支出，剩余销售的少量商品房建设成本一直计入“存货”，直至项目完工后续结转“营业收入”和“营业成本”。

根据 2008 年 1 月 11 日的市政府专题会议纪要，由长春市土地局划拨轨道交通工程建设过程中所需回迁安置用地。公司主要已开发项目有轻轨湖西花园、开运街小区、轻轨湖光花园及 2 期、枫桦美地小区和其他楼盘等，项目总投资额合计 79107.47 万元，总占地面积 114785.70 平方米，总建筑面积 416297.28 平方米，建设套数 4591 套。截至 2014 年底，公司在建的房地产项目为名典回迁小区，系地铁回迁安置小区，计划总投资为 15.61 亿元，已投资 13.23 亿元，占地面积 13.90 万平方米，规划建筑面积 36 万平方米，已建成面积 29.95 万平方米。

2012~2014 年，公司房地产开发业务收入分别为 570.76 万元、3544.94 万元和 213.31 万元，2014 年房产收入下降主要系当年结算面积较少，主要体现为预收款项。

(2) 物业管理业务

公司物业管理业务主要由长春市轻轨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

业主要包括轻轨湖西花园、轻轨湖光花园和枫桦美地小区等。2012~2014 年，公司物业管理业务收入分别为 983.37 万元、1409.65 万元和 1288.27 万元，毛利率水平分别为 10.06%、27.01%和 19.87%，具有一定的波动性。

(3) 供暖供热业务

公司供暖供热业务主要由子公司长春市轻轨供热有限公司经营。该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 18 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，供热小区及单位 50 余家。目前，公司居民供热面积 101 万平方米；非居民供热面积 14 万平方米。依据长春市发改委供热定价文件，居民供热费收费标准为 29 元/平方米，单位供热费收费标准为 33 元/平方米，门市供热费收费标准为 36 元/平方米。2012~2014 年，公司供暖供热业务收入较为平稳，分别为 3219.63 万元、3201.87 万元和 3291.55 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，2014 年采购量为 5.40 万吨，采购均价 274.43 元/吨，主要原煤供应商为吉林省天发经贸有限责任公司。

(4) 广告服务业务

公司广告业务由子公司长春市轻轨广告有限公司经营，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。2012~2014 年，广告业务板块收入分别为 285.06 万元、327.26 万元和 392.21 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，具有一定的增值潜力。

表 6 2014 年公司广告业务收入明细情况

收入来源	金额（万元）
桥体广告发布收入	68
护栏广告发布收入	18
楼宇广告发布收入	50

车内广告发布收入	181
车站冠名收入	43
候车亭广告收入	32
合计	392

资料来源：公司提供

(5) 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，收入规模较小，2012~2014 年分别为 54.43 万元、289.86 万元和 608.31 万元，其中，2014 年收入增长主要源于轻轨 3、4 号线相关维护、养护工程。

(6) 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，该公司成立于 2011 年，具有预拌商品混凝土专业承包三级资质，现有北部、南部两个搅拌站，建有 4 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，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）。2014 年，混凝土公司年产量达 36.91 万立方米，产能为 130 万立方米，产能利用率较低，为 28.39%，年销量为 36.36 万立方米，产销率为 98.51%，保持在较高水平，销售均价为 412.04 元/立方米。

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迅速增长，2012~2014 年分别为 3895.59 万元、8137.45 万元和 14327.62 万元，毛利率水平不断增长，分别为 14.53%、16.61%和 18.31%，主要系受产能过剩影响，原材料水泥售价不断下降，但仍处于较高水平，2014 年主要原材料水泥采购均价为 430.01 元/吨，主要供应商为冀东水泥磐石有限责任公司、长春市双阳和太矿业有限公司和二道区艾丰鑫物资经销处等；2015 年 1~3 月实现

收入 532.76 万元，主要受气候因素影响，施工规模下降。

表 7 公司混凝土产销情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
生产线（条）	2	2	4
年产能（万立方米）	80	80	130
年产量（万立方米）	13.34	19.12	36.91
产能利用率（%）	16.68	23.90	28.39
年销量（万立方米）	13.48	19.29	36.36
销售均价（元/立方米）	400.69	452.16	412.04
产销率（%）	101.05	100.89	98.51

资料来源：公司提供

3. 未来投资规划

根据《长春市轨道交通线网规划》的远景线网控制方案，长春市轨道交通线网将由 7 条线组成，其中，5 条放射线，2 条半环线，轨道交通 1、2、5、6、7 号线是地铁线，3、4 号线是轻轨线。目前地铁 1、2 号线已开工建设；预计 2017 年开始建设地铁 5、6、7 号线。

此外，公司在建项目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”），由公司受托代建（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），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。

地铁中央商务区工程计划总投资 20.46 亿元，资本金比例为 25%，总建筑面积 133926 平方米，地面部分为城市广场，地下部分为步行系统、交通附属开发区等。

总体来看，公司在建项目及未来拟建地铁线路投资规模较大，存在一定的对外筹资压力。

表 8 公司主要在建项目情况 (单位: 亿元、%)

项目	建设周期	资本金比例	计划总投资	截至 2014 年底已投资	2015 年计划投资
地铁 1 号线一期工程	2011~2016 年	25	161.17	100.50	35
地铁 2 号线一期工程	2012~2017 年	25	154.21	20.20	20
轻轨 3 号线东延线	2015~2018 年	25	33.60	0.17	3
南广场换乘中心工程	2014~2018 年	20	12.94	2.40	2
地铁中央商务区工程	2014~2017 年	25	20.46	3.50	5
轻轨大修改造	--	--	--	0.36	-
合计	--	--	382.38	127.13	65

资料来源: 公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表已由中喜会计师事务所有限责任公司审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年一季度财务报表未经审计。

2012~2014 年, 公司报表合并范围有所变化, 2013 年, 公司将长春市紫杉会所有限公司纳入合并报表范围; 2014 年, 公司新增一家合并范围内子公司, 为长春市轨道交通预制构件有限责任公司, 长春市紫杉会所有限公司于 2014 年 10 月 17 日注销, 合并范围内子公司共有 9 家。公司合并报表范围变化对公司财务报表影响较小。

截至 2014 年底, 公司资产总额 327.15 亿元, 所有者权益合计 83.17 亿元; 2014 年公司实现营业收入 3.44 亿元, 实现利润总额 4.85 亿元。

截至 2015 年 3 月底, 公司资产总额为 329.44 亿元, 所有者权益为 82.84 亿元; 2015 年 1~3 月, 公司实现营业收入 0.55 亿元, 利润总额-0.33 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年, 随着轨道交通项目建设进度的不断推进, 公司资产总额不断增长, 三年复合增长 19.73%。截至 2014 年底, 公司资产总额 327.15 亿元, 同比增长 13.13%, 其中, 流动资产 130.47 亿元, 占全部资产的 39.88%, 非流

动资产 196.68 亿元, 占全部资产的 60.12%, 公司资产以非流动资产为主。

截至 2015 年 3 月底, 公司资产总额为 329.44 亿元, 其中流动资产 124.53 亿元, 占全部资产的 37.80%, 非流动资产 204.91 亿元, 占全部资产的 62.20%。

流动资产

2012~2014 年, 公司流动资产波动中有所增长, 年复合增长 12.47%, 截至 2014 年底, 公司流动资产合计 130.47 亿元, 同比下降 4.85%, 主要源于货币资金和其他应收款的减少。流动资产构成以货币资金 (占 32.22%)、预付款项 (占 44.69%) 和其他应收款 (占 17.58%) 为主。截至 2015 年 3 月底, 公司流动资产 124.53 亿元, 货币资金、预付账款和其他应收款分别占比 26.63%、47.00% 和 20.94%。

2012~2014 年, 公司货币资金波动增长, 年复合增长 115.21%, 截至 2014 年底, 公司货币资金 42.04 亿元, 同比下降 13.35%, 其中, 银行存款占 99.94%, 现金占 0.01%, 其他货币资金占 0.05% (系银行承兑汇票保证金, 使用受限制)。截至 2015 年 3 月底, 公司货币资金为 33.16 亿元。

2012~2014 年, 公司预付账款不断增长, 年复合增长 11.83%, 截至 2014 年底, 公司预付账款 58.31 亿元, 同比增长 8.84%, 主要为预付地铁建设工程款。从账龄结构来看, 1 年以内的占 51.33%, 1-2 年的占 19.94%, 2-3 年的占 13.05%, 3 年以上的占 15.68%, 预付账款中无持有公司 5.00% (含 5.00%) 以上表决权的股东单位欠款。截至 2015 年 3 月底, 公司预付账款为 58.53 亿元。

表 9 2014 年底公司预付款项前五名单位

(单位: 万元、%)

单位名称	性质	金额	占预付账款总额比例
中国铁建股份有限公司	工程款	95298.00	16.34
中国建筑一局(集团)有限公司	工程款	34527.24	5.92
中庆建设有限责任公司	工程款	26000.00	4.46
中铁十八局集团有限公司	工程款	25905.41	4.44
中铁二十三局集团有限公司	工程款	25014.78	4.29
合计		206745.42	35.45

资料来源: 公司审计报告

2012~2014年, 公司其他应收款快速下降, 年复合下降26.71%, 截至2014年底, 公司其他应收款22.94亿元, 主要系应收长春市财政局的往来款, 同比下降25.01%, 主要由于长春市财政局的往来款减少7.78亿元所致。从账龄结构来看, 1年以内的占48.85%, 1-2年的占17.70%, 2-3年的占29.00%, 3年以上的占4.45%, 账龄结构相对较长, 对公司资金形成一定占用。公司未计提坏账准备。截至2015年3月底, 公司其他应收款为26.08亿元。

表 10 2014 年底公司其他应收款项前五名单位

(单位: 万元、%)

单位名称	性质	金额	占其他应收款总额比例
长春市财政局	往来款	217319.45	94.75
吉林省电力有限公司长春供电公司	保证金	2250.56	0.98
中国外贸金融租赁有限公司	押金	1582.00	0.69
招银金融租赁有限公司	保证金	1500.00	0.65
长春市政府投资建设项目中心	保证金	868.00	0.38
合计		223520.01	99.91

资料来源: 公司审计报告

公司存货规模较小, 主要为公司房地产业务形成的开发成本和开发产品。2012~2014年, 公司存货波动增长, 年复合增长18.47%, 截至2014年底, 公司存货5.81亿元, 同比增长55.34%, 主要原因系孙公司长春市地铁名典置业有限公司新增开发成本1.88亿元所致。截至2015年3月底, 公司存货为5.85亿元。

非流动资产

2012~2014年, 公司非流动资产快速增长,

年复合增长25.39%, 截至2014年底, 公司非流动资产合计196.68亿元, 同比增长29.34%, 主要由固定资产(占4.28%)和在建工程(占93.16%)构成。截至2015年3月底, 公司非流动资产为204.91亿元, 固定资产和在建工程占比分别为4.05%和93.49%。

2012~2014年, 公司固定资产有所下降, 年复合下降3.91%, 截至2014年底, 公司固定资产原值11.64亿元, 其中, 轨道设施占比58.72%、机器设备占比29.05%、房屋建筑物占比10.93%、其他占比1.30%。公司累计计提折旧3.21亿元, 其中机器设备累计折旧1.71亿元; 轻轨3号线一期工程于2003年底陆续结转固定资产并开始计提折旧, 账面原值6.84亿元, 截至2014年底累计折旧1.22亿元, 其他线路均未进行竣工结算, 计在建工程科目。根据审计报告中固定资产折旧方法: 公司对轨道设施折旧年限为10-40年, 折旧方法为平均年限法, 预计残值率为5%, 净残值为2.375%-19.00%。公司期末未计提固定资产减值准备。截至2015年3月底, 公司固定资产为8.31亿元。

2012~2014年, 公司在建工程快速增长, 年复合增长26.67%, 截至2014年底, 公司在建工程183.21亿元, 同比增长29.35%, 主要为正在建设过程中的地铁1、2号线一期工程及尚未竣工决算的轻轨3号线二期工程和轻轨4号线一期工程, 占比分别为35.77%、14.62%、20.49%和26.25%, 其他在建工程项目包含: 轨道1期后期维护工程、南广场换乘中心工程、轻轨3号线东延线、北湖线一期工程、地铁中央商务区工程、供暖系统改造工程、大修改造和标准厂房。公司期末未计提减值准备。截至2014年底, 长春地铁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28.75亿元, 中国工商银行股份有限公司借款余额9亿元, 中国农业银行股份有限公司借款余额3.25亿元; 2014年6月, 公司与华夏金融租赁有限公司签订售后租回融资租赁合同, 由长春地铁提供抵押担保, 担保财产为位于宽城区

辽宁路1号（春铁大厦）的商业服务用房及其他商服用地，抵押财产评估价值为人民币13.55亿元，抵押期限为2014年6月20日至2020年6月20日。截至2015年3月底，公司在建工程为191.57亿元。

截至2015年3月底，公司受限资产情况如下：以长春市地铁工程为抵押资产取得借款41.00亿元；以轨道交通收费权和地铁工程未来收益权为质押资产取得借款共计74.96亿元。

总体来看，近年来公司资产总额稳步增长，以非流动资产为主。流动资产中预付款项和其他应收款占比高，非流动资产以固定资产和在建工程为主。总体来看，公司资产结构符合轨道交通建设和运营的特点，资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长29.48%。截至2014年底，公司所有者权益合计83.17亿元，归属于母公司权益合计77.22亿元，其中，实收资本占比37.51%，资本公积占比46.05%，盈余公积占比1.86%，未分配利润占比14.59%。截至2015年3月底，公司所有者权益为82.84亿元，归属于母公司权益合计76.89亿元，较2014年底有所下降的原因是未分配利润的减少。

资本公积方面，2012年，长春市政府出具股权划拨文件，将长春地铁国有股权无偿划转至公司，政府无偿划拨股权增加公司其他资本公积212356.16万元；2013年，子公司长春地铁资本溢价增加公司资本公积134704万元，主要系根据2012年12月长春市国资委、长春地铁、中国铁建股份有限公司签订的《注资协议》，中国铁建股份有限公司向长春地铁溢价注资40亿元，首次货币注资20亿元人民币，其中4亿为注册资本，占注册资本比例15.8%，16亿为资本溢价；后两年分别溢价注资10亿元、10亿元；2014年12月，根据长春市人民政府长国资（2014）151号《长春市国资委关于长春

市地铁有限责任公司增加注册资本的意见》，长春地铁增加注册资本12.3亿元人民币，股东中国铁建股份有限公司放弃原持股比例，同意本公司单方增资12.3亿元，增资后，长春地铁注册资本37.6亿元，其中，本公司出资33.6亿元，占注册资本的89.4%，中国铁建股份有限公司出资4亿元，占注册资本的10.6%。截至2014年底，长春地铁股权工商登记变更正在办理中。

总体来看，公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

负债

2012~2014年，公司负债快速增长，年均复合增长16.87%，主要源于应付账款和长期借款的增长。截至2014年底，负债合计243.97亿元，其中，流动负债占10.30%，非流动负债占比89.70%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁轨道交通项目建设周期较长的特点。截至2015年3月底，公司负债合计246.60亿元，其中流动负债占比11.53%，非流动负债占比88.47%。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均复合增长20.05%，截至2014年底，公司流动负债25.58亿元，同比增长33.52%，其中，占比较大的科目分别为：应付账款（占20.40%）、预收款项（占22.34%）、其他应付款（占21.31%）和一年内到期的非流动负债（占39.91%）。截至2015年3月底，公司流动负债为28.43亿元。

2012~2014年，公司应付账款波动增长，年均复合增长26.90%，截至2014年底，公司应付账款5.12亿元，同比增长98.96%，增长的主要原因系地铁一号线、地铁二号线、轻轨一期改造、轻轨二期工程和三期工程共计结算增加欠款1.92亿元。公司应付账款主要为应付购设备款和工程款，应付单位主要为长春轨道客车股份有限公司、长春润德投资集团有限公司、长春轨道客车装备有限责任公司、中铁十三局集团有限公司和吉林广垠工程有限公司。截至2015年3月底，公司应付账款为4.79亿元。

2012~2014年，公司预收款项快速增长，年

复合增长34.98%，截至2014年底，公司预收款项5.60亿元，同比增长31.65%，主要系长春市地铁名典置业有限公司预收购房款所致。截至2015年3月底，公司预收款项为4.93亿元。

2012~2014年，公司其他应付款波动增长，年复合增长26.07%，截至2014年底，公司其他应付款5.34亿元，同比增长60.64%，增长的主要原因系轻轨北湖线、东延线工程收BT保证金2.42亿元和地铁清偿前欠BT资金成本0.48亿元。公司其他应付款主要为应付中庆建设有限责任公司工程款和保证金、中建交通建设集团有限公司BT保证金、长春铁成建投投资有限公司保证金、长春市二道区住房和城乡建设局拆迁费和长春市审计局审计扣款等。截至2015年3月底，公司其他应付款为4.62亿元。

表 11 2014 年底公司其他应付款前五名单位
(单位: 万元、%)

单位名称	性质	金额	占其他应付款总额比例
中庆建设有限责任公司	工程款、保证金	17260.27	32.30
中建交通建设集团有限公司	BT 保证金	4750.00	8.89
长春铁成建投投资有限公司	保证金	3000.00	5.61
长春市二道区住房和城乡建设局	拆迁费	1954.84	3.66
长春市审计局	审计扣款	1213.73	2.27
合计		28178.84	52.73

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债有所增长，年复合增长9.67%，截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债10.01亿元，同比增长12.28%，包括一年内到期的长期借款2.62亿元和一年内到期的长期应付款7.39亿元，其中，一年内到期的长期应付款系融资租赁款。截至2015年3月底，公司一年内到期的非流动负债为14.13亿元。

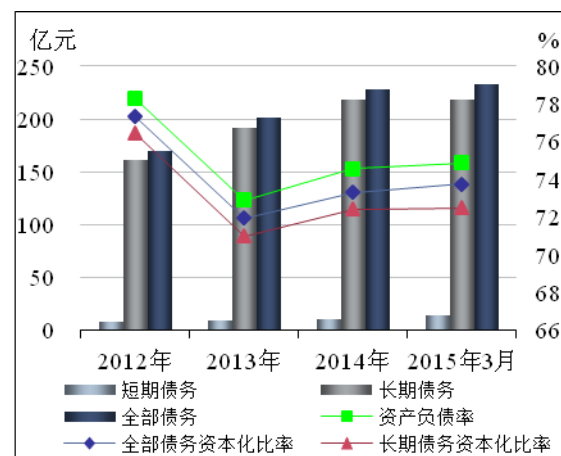
2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年复合增长16.52%，截至2014年底，公司非流动负债218.39亿元，同比增长13.75%，主要源于长期借款和长期应付款的增长。截至2015年3月底，公司非流动负债218.18亿元。

截至2014年底，公司长期借款168.79亿元，长期应付款49.60亿元。长期应付款为售后租回融资租赁，2009~2012年，公司分别与量通租赁有限公司、交银金融租赁有限责任公司和工银金融租赁有限公司签订设备售后租回融资租赁合同，租赁期为10~12年，并由长春市融兴经济发展有限公司提供担保，公司与租赁公司签订售后回租合同，约定公司按期支付租金，到期后以名义货价将资产购回。

从有息债务来看，2012~2014年，公司有息债务快速增长，年均复合增长16.20%。截至2014年底，公司全部债务228.42亿元，长期债务占95.61%，公司债务结构较为合理。

从债务指标来看，2012~2014年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均波动下降，上述指标三年均值分别为74.81%、72.80%和73.70%，2014年底分别为74.58%、72.42%和73.31%；2015年1~3月，公司债务负担进一步加重，2015年3月底上述三项指标分别为74.85%、72.48%和73.75%。

图1 2012~2015年3月底公司债务负担情况



资料来源：联合资信整理

总体来看，公司债务以长期债务为主，符合轨道交通建设周期较长的行业特点，有息债务占比较高，公司债务负担重。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入快速增长，年复合增长34.09%，2014年，公司营业收入3.44

亿元,同比增长20.25%,主要是轨道运输(2014年,轻轨4号线一期正式运营)和混凝土销售收入的增加所致。近三年,公司营业成本复合增长32.67%,低于营业收入增速,但由于轨道运输业务尚处于运营初期,近三年,公司营业利润率均为负值,2014年营业利润率为-38.58%。2015年1~3月,公司营业收入为0.55亿元,营业利润率为-94.45%,主营业务亏损加剧。2015年1~3月营业收入没有达到2014年全年的25%,主要原因是长春市两横三纵线路开通后,交通拥堵现象得到了很大的缓解,部分市民选择私家车出行,公共交通收入有所下降。

2012~2014年,公司期间费用分别为2.09亿元、2.02亿元和4.27亿元,其中,费用化利息支出较多(主要为已转固的轨道1期工程产生的费用化利息支出),2014年公司财务费用为3.71亿元,同比增长130.87%,主要原因是轻轨4号线一期工程由试运营转为正式运营,利息不再资本化转而费用化。近三年其在期间费用中占比分别为88.58%、79.35%和86.77%,期间费用占营业收入的比重较高,近三年分别为109.05%、70.71%和124.17%。2015年1~3月,公司期间费用为0.30亿元,期间费用率为54.36%。

2012~2014年,公司营业外收入较高,分别为6.46亿元、6.17亿元和10.49亿元,主要为政府补助。2015年1~3月,公司营业外收入0.48亿元。

近三年,较大规模的营业外收入有效弥补公司主营业务亏损,公司利润总额呈波动增长趋势,2012~2014年分别为3.52亿元、3.46亿元和4.85亿元。2015年1~3月,公司利润总额为-0.33亿元。

从公司的盈利指标上来看,公司总资本收益率和净资产收益率三年均值分别为2.24%和5.61%,2014年分别为2.46%和5.76%,公司整体盈利能力较弱。

总体来看,公司营业收入规模不断增长,但由于轨道交通公益性特点,公司轨道客运主

业尚处于亏损期,以财政贴息为主的营业外收入对公司利润水平贡献大。

5. 现金流

2012~2014年,公司销售商品、提供劳务收到的现金增长迅速,三年分别为1.83亿元、5.25亿元和10.19亿元,主要由于混凝土销售收入于2012年开始反映带动的增长,收到财政补贴中工程项目补贴的部分也计入销售商品、提供劳务收到的现金因此导致2012~2014年现金收入比分别为95.74%、183.57%和296.25%。近三年,公司收到其他与经营活动有关的现金较多,分别为13.23亿元、11.21亿元和14.66亿元,主要是收到的政府补助(费用补贴部分)及往来款。2012~2014年公司购买商品、提供劳务支付的现金分别为1.54亿元、3.41亿元和6.20亿元,2012、2013年该项支出小于公司同期营业成本,主要系轨道1期计提折旧计入营业成本所致。近三年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为12.15亿元、11.10亿元和15.05亿元。2015年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额为-0.08亿元。

公司投资活动现金流入较少,2012~2014年分别为3518.25万元、233.84万元和37.13万元,2012、2013年主要为收回投资收到的现金,2014年为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额;公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金金额较大,2012~2014年分别为5.60亿元、21.65亿元和29.72亿元,其中,2012年支出现金较少,主要系长春地铁于2012年底纳入合并范围所致,2013、2014年主要为支付地铁项目建设资金;2012年,公司取得子公司等支付的现金净额为-3.61亿元,主要系长春地铁2012年底的货币资金余额3.61亿元。2012~2014年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.00亿元、-21.62亿元和-29.72亿元。2015年1~3月,公司投资活动产生的现金净流量为-8.47亿元。

筹资活动方面,公司吸收投资收到的现金为公司收到的轨道交通项目资本金及中国铁建

股份有限公司向长春地铁溢价注资（首次货币注资20亿元），2012和2013年分别为4.64亿元、25.37亿元；公司借款收到的现金系银行贷款，三年分别为4.00亿元、37.00亿元和27.00亿元，由于2012年底长春地铁纳入合并范围，故2012年资产负债表中的长期借款科目增幅较大，但2012年的现金流量表中没有体现；公司收到其他与筹资活动有关的现金系融资租赁款，2013和2014年分别为6.17亿元和13.97亿元；公司筹资活动现金流出主要体现为偿还债务（银行贷款）所支付的现金、分配股利、利润或偿付利息所支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金（系融资租赁费和融资手续费）。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.93亿元、49.82亿元和8.17亿元。2015年1~3月，公司筹资活动产生的现金净流量为-0.34亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入量逐年增长；近三年伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金流出规模较大；由于地铁项目所需建设资金较多，公司对外部融资具有较强依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014年底，由于公司其他应收款（主要系与长春市财政局的往来款）金额较大，流动比率和速动比率都保持在高位，2014年底分别为509.99%和487.30%，但考虑到应收款项（其他应收款）变现能力弱，公司实际短期偿债能力低于指标值；近三年，由于公司收到的政府补助计入经营活动收到的现金，经营现金流动负债比分别为68.45%、59.08%和58.81%，公司经营活动实际获现能力对短期债务保障能力弱于指标值。考虑到公司短期债务规模较小，货币资金充足，总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2012~2014年，公司EBITDA分别为5.74亿元、5.46亿元和8.25亿元；公司全部债务/EBITDA分别为29.49倍、36.85

倍和27.70倍。整体来看，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到长春市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障轨道交通项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，综合来看，公司偿债能力高于指标值。

截至2015年3月底，公司获得银行授信总额为293.52亿元，尚未使用额度111.00亿元，公司间接融资渠道畅通。

2005年、2006年和2010年，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，分别取得14.46亿、2.5亿和17亿元借款，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长春市融兴经济发展有限公司提供担保。除此之外，截至2015年3月底，公司无其他对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1022010400265200M），截至2015年7月13日，公司有10笔关注类已结清贷款，贷款均已实现正常收回。根据2014年5月吉林银行和工商银行出具的《关于长春市轨道交通集团有限公司已结清不良和关注类贷款的说明》，公司履行了还本付息的义务，不存在拖欠，按照政府融资平台类客户贷款分类标准而列为关注类贷款，公司不存在不良贷款记录。公司无未结清的不良信贷记录，过往履约情况较好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及长春市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到长春市政府对于公司在项目建设资金、偿债保证等方面的各项支持，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行额度为 10 亿元，占 2015 年 3 月底公司长期债务的 4.58%，占全部债务的 4.30%，对公司现有债务结构影响较小。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.85% 和 73.75%，以公司 2015 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 75.60% 和 74.56%，本期中期票据的发行将使公司现有债务负担进一步上升；考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的 1.51 倍、1.65 倍和 2.48 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 1.22 倍、1.11 倍和 1.50 倍；EBITDA 分别为本期中期票据的 0.57 倍、0.55 倍和 0.82 倍。公司经营活动现金流对本期中期票据具备保障能力。

根据项目可行性研究报告，2018 年地铁 1 号线一期工程将承担客流量约 31.10 万人次/日，2025 年上升至 62.00 万人次/日，2040 年达 101.20 万人次/日。充足的客流量每年将为公司提供稳定的票务收入，而且随着地铁 1、2 号线的建设，地铁沿线资源不断开发，能为公司带来客观的经济效益。

未来随着规划中的各条轨道交通线路陆续投入运营，规模效益凸显，公司经营性收入将保持增长，但本期中期票据到期一次性偿付，公司仍存在一定的资金集中支付压力。

总体来看，长春市政府的专项资金支持、后期地铁自身客运收入及地铁沿线资源开发等业务收入，均为本期中期票据到期偿还提供了有力保障。

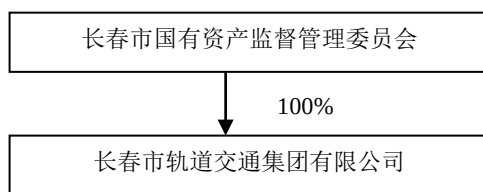
十、结论

作为长春市轨道交通投资建设、运营管理和资源开发的唯一主体，公司垄断地位突出。近年来，长春市经济保持持续较快增长，财政实力稳步加强，为公司未来发展提供了良好的外部环境；长春市政府对公司支持明确，通过设立轨道交通建设发展专项资金，专项用于长春市轨道交通项目的建设资本金、运营补贴和银行贷款偿还，为公司轨道交通项目建设和到期债务的还本付息提供有力保障。

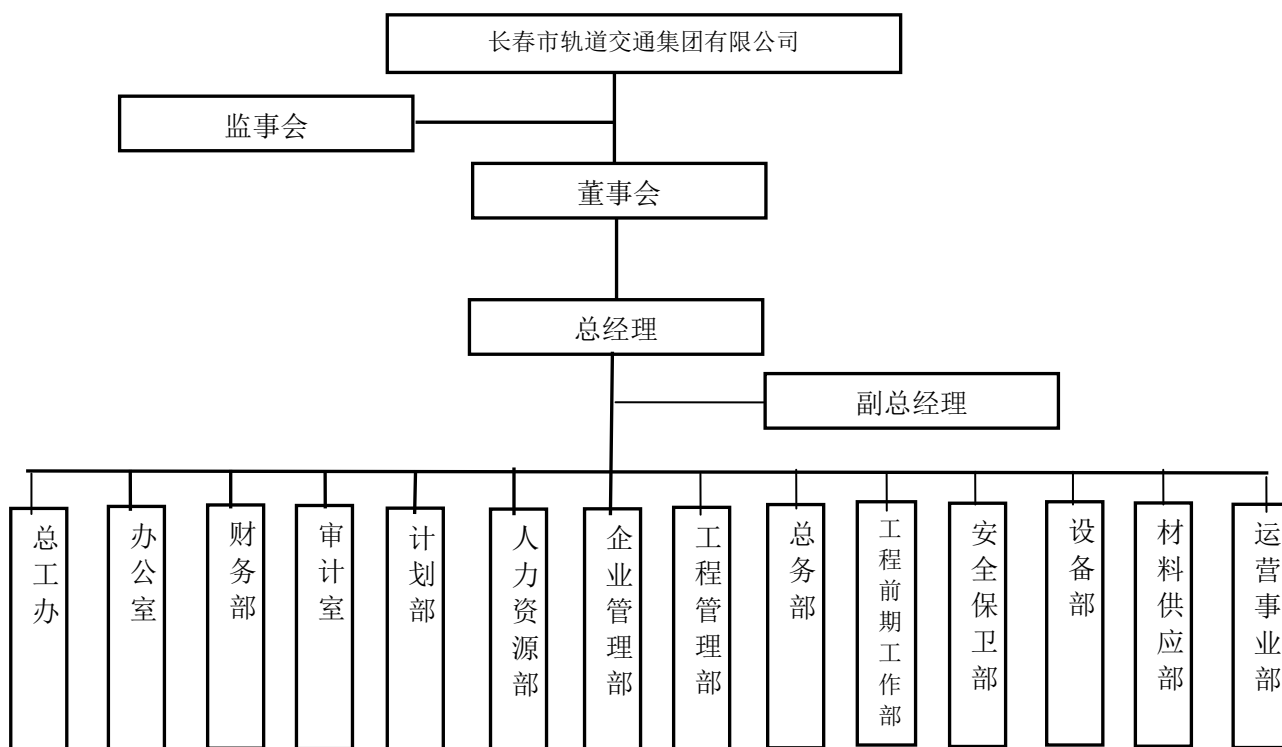
近年来公司资产总额稳步增长，整体资产流动性较弱；公司债务以长期债务为主，债务负担较重；公司营业收入规模不断增长，但由于轨道交通公益性特点，以政府补助为主的营业外收入对公司利润水平贡献大；公司在建地铁项目所需建设资金较多，公司外部融资需求较大。考虑到长春政府支持明确，公司主体信用风险低。

本期中期票据对公司现有债务结构影响较小。整体来看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.08	48.52	42.04	33.17
资产总额(亿元)	228.22	289.18	327.15	329.44
所有者权益(亿元)	49.61	78.41	83.17	82.84
短期债务(亿元)	8.32	9.06	10.03	14.61
长期债务(亿元)	160.86	191.99	218.39	218.18
全部债务(亿元)	169.18	201.05	228.42	232.79
营业收入(亿元)	1.91	2.86	3.44	0.55
利润总额(亿元)	3.52	3.46	4.85	-0.33
EBITDA(亿元)	5.74	5.46	8.25	--
经营性净现金流(亿元)	12.15	11.10	15.05	-0.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.04	4.41	3.30	--
存货周转次数(次)	1.03	0.88	0.99	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	95.74	183.57	296.25	--
营业利润率(%)	-43.06	-23.38	-38.58	-94.45
总资本收益率(%)	2.39	1.76	2.46	--
净资产收益率(%)	7.07	4.38	5.76	--
长期债务资本化比率(%)	76.43	71.00	72.42	72.48
全部债务资本化比率(%)	77.32	71.94	73.31	73.75
资产负债率(%)	78.26	72.89	74.58	74.85
流动比率(%)	581.01	730.12	509.99	438.06
速动比率(%)	557.71	710.22	487.30	417.49
经营现金流动负债比(%)	68.45	59.08	58.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.49	36.85	27.70	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.51	1.65	2.48	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.22	1.11	1.50	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.57	0.55	0.82	--

注：1、2015 年一季度财务数据未经审计；

2、计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中，已将有关长期应付款纳入长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 长春市轨道交通集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

长春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，提供相关资料。长春市轨道交通集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，长春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及相关信息，如发现长春市轨道交通集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如长春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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

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

