

昌润投资控股集团有限公司  
公开发行 2017 年度公司债券（第一期）  
跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100273】

**评级对象：** 昌润投资控股集团有限公司公开发行 2017 年度公司债券（第一期）

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪：</b>	AA	稳定	AA	2019 年 6 月 19 日
<b>前次跟踪：</b>	AA	稳定	AA	2018 年 6 月 27 日
<b>首次评级：</b>	AA	稳定	AA	2017 年 12 月 12 日

### 主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据：</b>				
货币资金	6.49	1.78	0.89	0.61
刚性债务	17.22	13.40	22.05	22.21
所有者权益	22.59	23.25	23.67	23.75
经营性现金净流入量	1.95	3.25	0.86	-0.12
<b>发行人合并数据及指标：</b>				
总资产	91.59	106.56	94.95	94.60
总负债	57.27	53.54	57.82	57.13
刚性债务	33.52	31.22	39.14	39.89
所有者权益	34.33	53.03	37.13	37.47
营业收入	22.47	23.10	24.85	4.04
净利润	1.88	2.48	2.35	0.37
经营性现金净流入量	7.91	-3.25	2.36	0.93
EBITDA	5.71	6.01	6.23	—
资产负债率[%]	62.52	50.24	60.89	60.39
长短期债务比[%]	33.40	34.35	45.64	46.97
权益资本与刚性债务比率[%]	102.39	169.82	94.86	93.93
流动比率[%]	129.03	156.34	139.23	140.13
现金比率[%]	38.57	39.85	20.86	19.24
利息保障倍数[倍]	1.56	1.93	2.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.08	2.46	2.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.18	—

注：发行人数据根据昌润投资经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com  
 鄂羽佳 wyj@shxsj.com  
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对昌润投资控股集团有限公司（简称昌润投资、发行人、该公司或公司）及其发行的 17 昌润 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来昌润投资在政府支持、医药业务等方面保持优势，同时也反映了公司在经营性业务运行、金融业务风险、即期债务偿付、资产负债率上升、管控及对外担保等方面继续面临压力。

#### 主要优势：

- **政府支持。**跟踪期内，昌润投资仍为聊城市国资委下属的核心产业投资主体，可获得聊城市政府在业务、资金等方面的支持。
- **医药板块业务发展向好。**跟踪期内，昌润投资生物制药业务板块受益于塑料安瓿小容量注射剂市场拓展以及两票制推行，收入水平显著提升，且未来随着生产线全部上马，业务规模有望继续扩大，可成为业绩主要增长点。

#### 主要风险：

- **部分经营性业务运行压力上升。**昌润投资的柴油机油泵油嘴和人造金刚石所属产业周期性较强，跟踪期内受宏观经济、产业景气度和环保加压等因素影响业绩有所下滑。
- **金融业务风险。**昌润投资金融板块布局广泛，涉足担保、创投、小贷、典当等多种类，相应业务对公司的风控管理及资金要求较高。
- **即期债务偿付压力。**跟踪期内，昌润投资刚性债务规模继续增长，且短期刚性债务占比仍较高，同时资金存量显著下降，公司即期偿付压力有所上升。
- **资产负债率上升。**跟踪期内，由于原子公司剔除合并报表，昌润投资权益规模大幅下降 29.98%，同时负债有所增长，推升公司资产负债率上升。

债率水平至 60.89%。

- **对子公司管控压力。**昌润投资的主要业务板块实施主体为各下属子公司，涉及行业分散，控股、参股企业众多，且对产业板块核心子公司持股比例均不高，公司存在一定管控压力。
- **代偿风险。**昌润投资对外担保较为分散，多数为对当地民营企业担保，存在一定代偿风险。

### ➤ 未来展望

通过对昌润控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 昌润投资控股集团有限公司公开发行 2017 年度公司债券（第一期）

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照昌润投资控股集团有限公司公开发行 2017 年度公司债券（第一期）（简称“17 昌润 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据昌润投资提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对昌润投资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

本期所跟踪债券系该公司于 2017 年 12 月发行，实际发行规模为 1.35 亿元，募集资金用途为 0.81 亿元用于偿还有息债务，其余资金用于补充流动资金。2018 年 3 月 2 日，公司发布公告变更募集资金用途，募集资金用途变更为 0.45 亿元用于偿还有息债务，其余的用于补充流动资金。截至 2019 年 3 月末，公司募集资金已全部使用完毕。

截至本报告出具日，该公司已发行债券如下表所示，其中 13 昌润债已于 2016 年 9 月起兑付本金 3.60 亿元，目前正在筹划提前偿付事宜，15 昌润 CP001 已于 2016 年 8 月到期还本付息，16 昌润投资 CP001 已于 2017 年 8 月到期还本付息，目前债券本金余额为 11.75 亿元。

**图表 1. 公司已发行债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限(天/年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
13 昌润债	6.00	7 年	6.88	2013 年 9 月	自债券发行后第 3 年起，逐年分别偿还债券本金金额的 20%、20%、20%、20%、20%
15 昌润 CP001	3.00	366 天	3.97	2015 年 8 月	已到期一次性还本付息
16 昌润投资 CP001	3.00	365 天	3.11	2016 年 8 月	已到期一次性还本付息
15 昌润 MTN001	4.00	5 年	5.35	2015 年 8 月	每年付息，到期一次性还本
16 昌润 01	4.00	3 年	4.40	2016 年 8 月	每年付息，到期一次性还本
17 昌润 01	1.35	5 年	6.85	2017 年 12 月	每年付息，到期一次性还本

资料来源：昌润投资

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，

不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

该公司经营性业务主要由下属子公司开展，其中新型制造业务主要为用于柴油发动机的油泵油嘴制造产品；另外医药制造业务也是主要的收入增长点。

**受宏观经济以及商用车市场景气度回落影响，2018年柴油机销量有所下滑；受我国柴油车的排放标准持续提高影响，柴油机配套企业的技术、生产要求也将趋严，未来行业内面临整合趋势，大中型企业有望获得更大的发展空间。**

柴油机多匹配在普通载货车、重型载货车、推土机等商用车上。在经历了前几年的高速增长后，2018年受宏观经济以及商用车市场景气度回落影响，柴油机销量有所下滑。2018年，我国商用车虽然同比仍保持增长，但增速明显回落。中汽协的数据显示，全年我国商用车产销分别427.98万辆和437.08万辆，同比增长1.69%和5.05%，增速较上年分别回落12.12和8.90个百分点。同年，全国车用柴油机产销分别完成293.88万台和296.39万台，产量下降17.70%，销量下降17.10%；在销售排名前十的柴油机企业中，仅有3家企业出现正增长。

随着国家环保监察力度的增加，我国柴油车的排放标准持续提高，全国自2017年1月1日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途），须符合国V标准要求；全国自2017年7月1日起，所有制造、



进口、销售和注册登记的重型柴油车（不限用途），须符合国 V 标准要求；全国自 2018 年 1 月 1 日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车，须符合国 V 标准要求。环境保护部已在环保部官网上发布“关于征求国家环境保护标准《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）（征求意见稿）》意见的函”，正式对柴油车国 VI 排放法规征求意见，柴油车国 VI 排放标准将于 2020 年 1 月 1 日起全面实施。在柴油车排放标准持续提高的同时，柴油机配套企业在技术和生产方面要求趋严，短期内行业内将呈现整合趋势，大中型企业更加具有发展优势。

**医药制造业属于典型的弱周期行业，支撑行业较高景气程度的人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等基本因素并未发生改变，行业收入及利润呈持续增长趋势，后续仍具备一定成长空间。此外，国家医药产业相关政策的实施、“两票制”持续推进提升行业集中程度。**

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，Wind 数据显示，2018 年医药制造业实现主营收入 23986.30 亿元，同比增长 12.60%；利润总额 3094.20 亿元，同比增长 9.50%。

从医药行业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口将达到 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

近年来，我国不断出台政策及规范，加强对医药行业的监管。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局等八部委印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。但实际运行中，“两票制”改革废除了流通环节，迫使医药制造企业采用自主营销方式，推广成本大幅提高，交易费用从企业外部转移到了企业内部，因而药品出厂价不降反升。随着“两票制”在全国全面推开，企业整合产业上下游资源脚步加快，境外并购事件频发，资本和资源逐步向大企业集中。2018 年 3 月，原国家卫计委联合财政部、国家发改委等五部委发布《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》，继续控制医疗费用不合理增长，扩大按病种收费范围，并进一步落实药品购销“两票制”，深化医疗服务和药品耗材领域改革。随着国家医改进程不断深入，药企或将重新洗牌。

### (3) 区域经济环境

在传统工业运行压力上升以及新旧产能转换继续推进的情况下，2018 年聊城市产业处于调整阶段，经济增速有所放缓，工业企业效益下滑，考虑到产业升级尚需时日，短期内经济运行仍承压。随着前期需求释放完毕，聊城市楼市降温，未来或传导影响土地市场，存在一定波动可能。

2018 年，受产业升级及传统工业发展滞缓影响，聊城市经济发展速度放缓，全年实现地区生产总值 3152.15 亿元，仍排名全省第 12 位；按可比价格计算，增速为 5.4%，较上年下降 2.1 个百分点，增速排名为全省第 14 位。2018 年聊城市的三次产业结构由 2017 年的 11.5:49.4:39.1 调整至 9.9:49.1:41.0，第三产业占比继续提高。

图表 2. 2016-2018 年聊城市主要经济指标及增速

	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	2859.2	7.3	3064.06	7.5	3152.15	5.4
三次产业比例	11.8:49.5:38.7		11.5:49.4:39.1		9.9:49.1:41.0	
规模以上工业增加值 (亿元)	-	6.7	-	7.2	-	2.8
全社会固定资产投资 (亿元)	2357.6	12.2	2470.14	10.7	-	-4.3
社会消费品零售总额 (亿元)	1173.1	10.7	1278.83	9.0	1334.35	7.7

资料来源：2016-2018 年聊城市国民经济和社会发展统计公报

2018 年，受环保整改、新旧动能转换、产业竞争加剧等因素影响，聊城市传统重点产业，如有色金属加工、纺织、机械装备、食品加工等运行压力趋升，工业企业经济效益下滑、新增投资减少。全年聊城市规模以上工业增加值同比增长 2.8%，较上年下降 4.4 个百分点，其中纺织业、通用设备制造业和食品加工业和汽车制造业增加值分别同比下降 14.7%、15.5%、15.2% 和 10.1%；工业投资同比下降 16.2%，进而拉低全市固定资产投资额增速同比下降 4.3%，较上年降低 15.0 个百分点。同年，聊城市工业企业经济效益下滑，2018 年规上工业企业主营业务收入下滑 3.2%，利润总额同比减少 6.2%；除化工、有色金属加工、黑色金属加工、电力等高能耗行业外，其他行业主营业务收入同比普遍下滑。

与此同时，聊城市扎实推进新旧动能转换，已取得了一定成效。政策上，聊城市继 2018 年出台新旧动能转换重大工程实施规划后，2019 年 2 月出台了《聊城市人民政府关于支持实体经济高质量发展和进一步扩内需补短板的实施意见》(聊政发[2019]1 号)，就进一步推动新旧动能转换提出了具体实施意见。项目方面，2018 年建立了市级“四新四化”项目库，储备项目 202 个，总投资 3077 亿元；102 个实施类市级大项目全部开工建设，完成投资 345.2 亿元。产业方面，聊城市高新技术产业产值占规模以上工业总产值的比重达 31.69%，比上年提高 1.66 个百分点，电气机械、医药制造、仪器仪表等先进制造业增加值分别增长 9.2%、12.2% 和 10.8%；国家铜铝冶炼及加工产品质检中心通过验收，东阿阿胶、金号织业分别入选 2018 年最具价值中国品牌 100 强和 500 强。

经过前两年库存去化政策以及积压需求量基本释放，叠加 2017 年底起实施限售，楼市调控加压因素，聊城市房地产市场自 2018 年下半年起回落，商品房销售遇冷。2018

年，全市商品房销售面积 541.8 万平方米，下降 8.9%，其中住宅销售面积 444.9 万平方米，下降 11.0%。目前聊城各县均价在 4500-5500 元/m<sup>2</sup>之间，聊城市均价约 1 万元/m<sup>2</sup>，房价高位运行使得更多购房者选择观望。未来聊城市房地产市场仍将持续受房地产政策导向以及当地房地产市场供需影响，存在楼市调整可能。

土地市场方面，2018 年聊城市土地出让市场继续升温，全年土地出让规模、出让单价和土地出让总价均有显著提升。2018 年，聊城市土地出让面积为 1024.50 万平方米，较上年增加 58.01%，其中住宅用地出让面积大幅增长 61.90%至 392.36 万平方米；同年土地出让的单价上涨至 1538.14 元/平方米，其中 2018 年诸多本地房企及外地碧桂园等品牌房企均在聊城继续拿地，当年住宅用地出让单价达到 3355.51 元/平方米，较上年涨幅为 39.85%；商办用地出让单价下降至 1146.64 元/平方米。聊城市当年实现土地出让总价为 157.58 亿元，较上年增长 84.15%。但之后随着楼市传导滞后效应体现，未来聊城市住宅用地出让规模或将缩减，整体土地市场景气度存在下行压力。

**图表 3. 2016-2018 年聊城市土地市场交易情况**

指标	2016 年	2017 年	2018 年
<b>土地出让总面积（万平方米）</b>	<b>961.97</b>	<b>648.36</b>	<b>1024.50</b>
其中：工业用地出让面积（万平方米）	560.41	227.73	462.14
住宅用地出让面积（万平方米）	261.45	242.34	392.36
商业/办公用地出让面积（万平方米）	58.71	132.51	72.88
其他用地出让面积（万平方米）	81.40	45.79	97.13
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>68.50</b>	<b>85.57</b>	<b>157.58</b>
其中：工业用地出让总价（亿元）	11.22	5.61	11.90
住宅用地出让总价（亿元）	43.60	58.15	131.66
商业/办公用地出让总价（亿元）	7.93	18.99	8.36
其他用地出让总价（亿元）	5.75	2.82	5.67
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>712.12</b>	<b>1319.81</b>	<b>1538.14</b>
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	200.27	246.33	257.49
住宅用地出让单价（元/平方米）	1667.62	2399.40	3355.51
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	1350.42	1433.43	1146.64
其他用地出让单价（万元/平方米）	706.63	616.22	583.84

资料来源：中指数据库

## 2. 业务运营

该公司仍为聊城市主要的投资主体，通过参控股下属企业的形式涉足产业投资、金融投资和房产投资等业务板块，本部主要行使投资管理职能。跟踪期内，公司整体营收保持增长，但各项业务经营状况趋于差异化，短期内仍有波动压力。其中生物制药业务因塑料安瓿小容量注射剂市场扩张以及两票制施行，收入明显提升，是主要的增长点之一；新型制造和新材料业务受环保趋严、行业景气下滑等因素影响业绩有所下滑，随着新产能逐步投放，或将好转；房产项目前期销售去化情况良好，当年结转了大量收入，

但储备房源已较少；公司在金融板块业务布局广泛，但随着金融业务扩张，风险控制能力面临较大考验。

跟踪期内，该公司仍为聊城市主要的投资平台，通过参控股下属企业的形式涉足产业投资、金融投资和房产投资等板块，目前主要业务的实际运作主体为下属各子公司，本部主要行使投资管理职能。

跟踪期内，在房产项目结转收入及制药销售上涨的带动下，该公司收入规模整体仍保持增长，2018 年实现营业收入 24.85 亿元，同比增长 7.59%。从收入结构来看，新型制造及新材料业务收入为 7.15 亿元，占营业收入的比重为 28.76%，受到环保要求和行业景气下滑等因素影响，较上年减少 2.65 亿元；当年实现房地产开发收入 7.76 亿元，占营业收入的 31.21%，主要系预售房达到收入确认条件，预收房款结转收入；生物制药因塑料安瓿小容量注射剂销量提高以及两票制推升药品出厂价，业务收入大幅增长至 8.40 亿元，占营业收入的 33.81%。2019 年第一季度，公司实现营业收入 4.04 亿元，较上年同期有所下滑，主要系新型制造及新材料业务收入继续下降。由于公司房产项目销售接近尾声，未来收入贡献或将随着公司储备房源的出售大幅缩减。

2018 年，该公司综合毛利率较上年同期下降 0.30 个百分点至 32.76%，其中新型制造及新材料毛利率大幅下滑，同时较高附加值的塑料安瓿小容量注射剂产能投放以及两票制施行推高了生物制药板块毛利率，抵消了部分影响。此外，2018 年房地产开发业务结转的房源主要为前几年销售房源，当时售价较低，使得毛利空间偏小，当年毛利率下降至 21.98%。2019 年 1-3 月，公司实现营业毛利 1.72 亿元，主要来自生物制药业务、新型制造及新材料；综合毛利率为 42.65%，较上年同期下降 0.23 个百分点。

图表 4. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>22.47</b>	<b>100.00</b>	<b>23.10</b>	<b>100.00</b>	<b>24.85</b>	<b>100.00</b>	<b>4.04</b>	<b>100.00</b>
新型制造及新材料	9.12	40.58	9.80	42.42	7.15	28.76	1.63	40.43
热电生产与供应	1.50	6.66	0.26	1.13	0.26	1.04	0.06	1.39
酒店服务	0.31	1.38	0.32	1.39	0.30	1.21	0.07	1.71
金融服务	0.86	3.82	0.86	3.72	0.90	3.62	0.21	5.14
房地产开发	6.15	27.37	6.50	28.14	7.76	31.21	0.05	1.16
生物制药	4.02	17.87	4.77	20.65	8.40	33.81	1.83	45.33
其他	0.52	2.31	0.59	2.55	0.09	0.34	0.20	4.84
<b>毛利率</b>	<b>29.54</b>		<b>33.06</b>		<b>32.76</b>		<b>42.65</b>	
新型制造及新材料	21.91		21.43		2.10		19.82	
热电生产与供应	-2.19		46.15		25.51		4.66	
酒店服务	61.30		50.00		44.55		43.04	
金融服务	89.37		99.88		99.77		102.41	
房地产开发	38.03		27.85		21.98		-18.45	
生物制药	25.63		42.56		60.86		52.82	

资料来源：昌润投资

## (1) 产业投资（包括新型制造、新材料、生物制药等）

### a) 新型制造

该公司新型制造业务的经营主体是山东鑫亚工业股份有限公司（以下简称“鑫亚工业”），以油泵油嘴制造为代表产品，主要用于柴油发动机燃油喷射系统，产量仍居行业前列，其中单缸喷油泵总成、喷油嘴总成产销量分别居于全国细分行业第一位、第二位，单缸泵产品在国内市场占有率约 60%，连续多年位居全国产销量第一地位。受限于环保要求趋严以及国 V 标准的实行，2018 年鑫亚工业原有的传统产品产量同比减少，单缸喷油泵总成、喷油嘴总成、三副偶件产量分别为 278 万台、266 万支、896 万副，较上年分别减少 36 万台、59 万支和 203 万副；由于市场景气度下滑，在产品市场价格下滑的同时，生产成本及人工费用均有增长，2018 年鑫亚工业经营发生亏损。当年鑫亚工业实现营业收入 5.97 亿元，较上年减少 1.93 亿元，业务亏损 0.08 亿元；受益于较大规模的资产处置收益<sup>1</sup>，实现净利润 0.36 亿元，反而较上年增长 0.35 亿元。2019 年以来，鑫亚工业经营有所回升，2019 年第一季度，单缸喷油泵总成、喷油嘴总成、三副偶件产量分别为 58 万台、68 万支、115 万副，单缸喷油泵总成和三副偶件产量较上年同期有所减少，喷油嘴总成较上年同期小幅增加。同期，鑫亚工业收入为 1.37 亿元，毛利润 0.23 亿元，业务盈利情况好转。

新建产能方面，鑫亚工业新厂区二期工程（柴油发动机项目）占地 200 亩，建设产能为年产 30 万台单缸车用柴油发动机、100 万支泵喷嘴、100 万台（套）高压共轨系统，项目总投资 3.1 亿元，至 2018 年末已投 2.5 亿元<sup>2</sup>。二期工程的厂房大部分已得到使用。此外，鑫亚工业与无锡格林鲍尔科技有限公司于 2017 年合资组建了山东鑫亚格林鲍尔燃油系统有限公司（简称“鑫亚格林鲍尔”，注册资本 1.5 亿元，公司持股 60%，已实缴全部出资），主要研发生产符合国 IV、国 V、国 VI 排放标准的高压共轨喷油器、喷油嘴等产品，计划建设年产能为 100 万台共轨喷油器总成项目，预计总投资为 1.5 亿元，目前项目进度已完成约 90%，产能达到共轨喷油器总成 30 万只、共轨阀组件 50 万个、共轨喷油嘴偶件 30 万副，预计 2020 年可释放全部产能。鑫亚格林鲍尔于 2019 年开始量产，预计 2019 年可生产电控喷油嘴偶件 63 万只、喷油器总成 20 万只、阀组件 70 万只，预计可实现年收入 1.3 亿元，收入和效益会逐步显现。

### b) 新材料

该公司新材料业务经营主体是山东昌润钻石股份有限公司（简称“昌润钻石”，已于 2014 年 4 月在新三板挂牌上市，于 2019 年 3 月终止挂牌，未来将有混改计划），主要产品为人造金刚石，用于硬质材料切割工具制作。因人造金刚石国内前三大生产商占有率较高，昌润钻石目前主要进行差异化竞争，重点研发新产品复合片、尖晶、方晶等。昌润钻石满足尖晶出口订单生产销售后再生产销售普通金刚石。2018 年，受国外整体经济下行以及市场需求不振的影响，昌润钻石的尖晶出口订单大幅减少，当年尖晶产品

<sup>1</sup> 鑫亚公司与聊城市第二房屋征收与补偿服务中心就鑫亚公司老厂区土地房产拆迁补偿达成并签署协议，约定补偿款 3.96 亿元，当年确认资产处置收益 2.74 亿元。

<sup>2</sup> 鑫亚工业预期市场形势发生重大变化，经审慎研究后，决定将二期工程中的部分电控发动机项目资产以及相关技术、工艺文件进行转让，作价 2309 万元，系平价转让，截至 2018 年末受让方山东科林动力科技有限公司已支付 1970 万元，余下款项预计将于 2019 年底付清。

销售 69 万克拉，较上年减少 149 万克拉；为去库存、减少资金占用，昌润钻石加大了国内市场推广力度，售价也有所降低，全年总销量在普通金刚石拉动下仍保持增长态势，为 3.52 亿克拉，同比增长 8.75%；同期总产量为 3.11 亿克拉，同比增长 22.88%，产能利用率为 87.31%，较上年有所提高。由于毛利率较高（约 70%-80%）的尖晶产品销量减少、普通金刚石产品售价降低，以及对上海昌润极锐超硬材料有限公司（简称“上海极锐”）不再纳入合并报表范围<sup>3</sup>，公司收入和利润均较上年明显下滑，全年实现收入 1.18 亿元、净利润-0.06 亿元，分别较上年减少 0.72 亿元和 0.32 亿元。

### c) 生物制药

生物制药业务经营主体为山东华鲁制药有限公司（以下简称“华鲁制药”）。华鲁制药主要产品包括葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、复方氯化钠输液等，预计 2019 年 9 月取得 20ml\10ml 碳酸氢钠注射液生产批件。华鲁制药现有生产线 24 条，其中塑料安瓿<sup>4</sup>小容量注射剂（20ml 以下）BFS 生产线有 8 条，6 条为 2018 年新增。考虑到市场需求扩大以及较高的附加值，华鲁制药自 2015 年开始重点打造 BFS 生产线，计划设置 8 条生产线，截至 2019 年 3 月均已经安装调试完成，其中 7 条 BFS 生产线已通过国家 GMP 认证，可生产氯化钠注射液、盐酸利多卡因注射液、氯化钾注射液、灭菌注射用水、盐酸布比卡因注射液、葡萄糖注射液等小容量注射剂，年产能 3 亿支；1 条 BFS 生产线于 2019 年 5 月进行 GMP 认证，年产能 1 亿支。BFS 生产线中前 7 条为国产线，共投资 4352 万元，最后 1 条德国罗姆莱格进口线投资 4000 万元，资金来源为银行贷款和自有资金。

得益于新上 BFS 生产线投产及其市场销量的快速上升，2018 年华鲁制药产销规模有所提高。全年华鲁制药的小容量注射剂产能较上年增加 3.2 亿支至 5.5 亿支，大输液和固体制剂未变，仍分别为 4.84 亿瓶、1 亿粒。2018 年及 2019 年 1-3 月，华鲁制药大输液产品销量分别为 3.53 亿瓶（袋）和 0.97 亿瓶（袋），分别同比增加 0.14 亿瓶（袋）和 0.12 亿瓶（袋）；小容量注射剂产品销量分别为 1.32 亿支和 0.30 亿支，分别同比增加 0.12 亿支和 0.07 亿支；同期其他产品销量分别为 7358 万支（颗）和 979 万支（颗）。从下游客户看，华鲁制药主要下游客户为药品批发企业，客户较为分散，前五大客户如黑龙江省同泽医药有限公司、湖北乐声药业有限公司、内蒙古泽强医药有限公司、湖北新拓展医药有限公司、国药控股股份有限公司等合计销量在 15%左右。由于小容量注射剂销量提高以及两票制的施行推升药品出厂价，2018 年华鲁制药实现 8.40 亿元收入，较上年增长 3.64 亿元，毛利率较上年提高 18.33 个百分点至 60.85%；但净利润受大额销售费用影响较上年有所下降，为 111.70 万元；2019 年第一季度收入和净利润分别实现 1.83 亿元和 35.44 万元，均较上年同期有所提高。

<sup>3</sup> 根据公司发展战略及优化资产结构的安排，公司转让持有的上海极锐 49.02% 股权，受让方为聊城昌润新旧动能转换基金和温简杰组成的联合受让体，其中聊城新旧动能转换基金出资 1438 万元，受让上海极锐 17.90% 股份。2017 年，上海极锐营收为 11750 万元，净利润为 2119 万元；2018 年营收为 9363 万元，净利润为 725 万元。

<sup>4</sup> 塑料安瓿主要用于水针剂、滴眼剂的包装，较玻璃安瓿具有不产生玻璃颗粒或脱片、不易碎、不扎手、易打开、易运输的优点，在临床使用上安全性更高。虽然塑料安瓿在欧美等发达国家生产技术已极其成熟，但是在国内仍处于起步阶段，我国仍以玻璃安瓿为主。生产塑料安瓿可以实现产品的差异化，从而在药品招标中具有优势，因为在招标时塑料安瓿和安瓿是在不同价格分组。

除上述控股并表企业外，该公司本部目前还参股多家产业企业，包括华润东阿阿胶有限公司（持股比例 25.38%）、浙江日发纺织机械股份有限公司（持股比例 13.65%）、山东华能聊城热电有限公司（持股比例 25%）等，此外还参股了聊城当地高唐、莘县农商行。2016 年 3 月末，市国资委下发了《关于将我委持有的中通汽车工业集团有限责任公司股权无偿划转的通知》（聊国资[2016]13 号），决定将所持的中通汽车工业集团有限责任公司 49% 的股权无偿划转至公司。因大股东山东省交通工业集团控股有限公司与聊城市国资委未就股权划转事宜达成一致意见，目前尚未取得进展，预计未来实现划转可能性极低。

## （2） 金融投资

该公司金融投资板块主要业务主体为山东昌润创业投资股份有限公司（以下简称“昌润创投”）、聊城市昌润典当有限责任公司（以下简称“昌润典当”）、聊城经济开发区昌润小额贷款股份有限公司（以下简称“昌润小贷”）、聊城昌信融资性担保有限公司（简称“昌信担保”）和聊城昌信直投基金发展有限公司（以下简称“昌信直投”）。公司目前金融投资业务涉及担保、创投、小贷、典当等多种类，在政府支持下服务于聊城市内中小企业，但同时金融业务扩张将加大运营风险。

昌润创投运用自有资金直接投资或通过参股私募基金间接投资于未上市中小企业，通过培育企业新三板挂牌、IPO 上市或并购方式盈利退出，实现投资收益。受实体企业运行压力增大、IPO 滞缓影响，2018 年以来，昌润创投未有项目实现退出。截至 2019 年 3 月末直接投资 9 个项目，跟踪期内仅新增对昌润小贷的投资项目；已投资额为 3.44 亿元，主要系对合并范围内其他企业的投资（其中对昌润钻石投资 0.22 亿元、对昌润典当投资 1.15 亿元，对昌润小贷投资 1.44 亿元）。昌润创投还发起设立了 4 个投资平台，其中跟踪期内新设聊城昌润新旧动能转换基金；目前已到位资本金 1.36 亿元，投资额共 0.76 亿元。

昌信直投注册资本 5000 万元，业务资金来自市政府拨付给公司的 2.00 亿元市级股权投资引导基金。昌信直投通过债权方式开展投资，截至 2019 年 3 月末，昌信直投累计完成 8 家企业债权投资，投资额合计为 3200 万元；期末尚未收回投资的企业 1 家，投资余额 200 万元。昌信直投的债权投资年利率参照三年期贷款基准利率执行，投资期限一般多为 3 年。按照市政府要求，公司未来将不再继续开展直投业务，目前昌信直投已归还资本金 4800 万元，后续将剩余 200 万元资本金归还后注销该企业；公司 2.00 亿元市级股权投资引导基金已累计退还财政 1.42 亿元。

昌润小贷业务资金来源为股东出资和部分商业银行贷款。2018 年末，昌润小贷贷款余额为 3.79 亿元，较上年末增加 10.17%，贷款数 140 笔，其中中小企业贷款余额 3.52 亿元，贷款数 87 笔；涉农余额 0.37 亿元<sup>5</sup>，贷款数 56 笔。同期末，昌润小贷的贷款余额中正常类贷款为 3.73 亿元，占贷款余额的比例为 98.42%；次级类贷款为 0.06 亿元，占贷款余额的比例为 1.58%；无关注、可疑、损失类贷款。

昌润典当业务包括汽车质押、白酒质押、股票质押、存货质押、股权质押、应收账款质押和房产抵押七大类。2018 年末昌润典当总贷款余额为 2.53 亿元，较上年末上升

<sup>5</sup> 其中中小企业和涉农贷款两种类型有重叠的部分，重叠部分的金额为 900 万元。

9.87%，其中存货质押 0.21 亿元，占比 8.26%；股权质押 0.96 亿元，占比 37.96%；应收账款质押 0.61 亿元，占比 23.96%；房地产抵押贷款 0.75 亿元，占比 29.82%。

在聊城市政府指导下，该公司本部和下属控股子公司昌润供热于 2017 年 2 月联合出资成立了昌信担保，其中公司出资额为 10 亿元<sup>6</sup>、供热公司出资额为 0.20 亿元。昌信担保于 2017 年 6 月正式开展业务，截至 2018 年末在保余额为 4.50 亿元，较上年增加 1.39 亿元，均有设置第三方保证、股权质押、房地产抵押等反担保措施。昌信担保平均担保费率在 0.5-1.5% 之间，主要集中在 12 个月以内短期业务，目前尚未发生担保代偿事项。公司担保业务面向客户主要为中小企业和“三农”，主要客户群体风险抵抗能力较低，在宏观经济运行压力趋大的环境下，公司担保业务的风险控制能力面临较大考验。此外，昌信担保为提高闲置资金收益，于 2019 年进行了 2.60 亿元委托贷款业务，通过具有委托贷款经营职能的昌润小贷发放，主要放款对象是风险可控的公司参股企业，期限为 6 个月，利率在基准利率至 8% 之间，均有担保措施（股权质押、连带责任保证等）。

### （3） 房地产等其他业务

该公司下属子公司聊城昌润住房开发建设有限公司（以下简称“昌润住建”）是公司房地产开发业务的运作主体。公司目前正在建的房地产项目包括市民文化中心项目及其配套住宅项目（又名“昌润莲城”）和莲湖大厦写字楼项目。市民文化中心项目占地 122 亩，建筑面积 8.3 万平方米，计划总投资 5 亿元，截至 2019 年 3 月末累计投资 4.65 亿元，已基本完成项目竣工决算审计。市民文化中心目前已投入使用，地下一层和地上一层总计 2.7 万平方米的商场已整体租赁给聊城市百货大楼有限责任公司，租赁期 20 年，租金共计 7000 万元，前 3 年为免租期；地上二层及至五层的场馆，属于专用场馆的部分出租给政府各部门运营管理，向其收取租金及水电费、物业费，现已移交相关部门经营。昌润莲城项目总占地 415 亩，总建筑面积 86 万平方米，计划总投资约 30 亿元，截至 2019 年 3 月末已完成投资 29.93 亿元。除瑞荷园 19# 楼外，其他项目已基本完工，大部分房源已进行预售并计划逐步交房。截至 2019 年 3 月末，公司已累计实现销售回款 31.45 亿元，已预售楼盘的销售率达 100%，预计尚未开盘的剩余房源、小区车位和商品配套销售可实现约 6 亿元收入，昌润莲城总体可实现一定收益。

莲湖大厦写字楼项目位于市民文化中心西侧，建筑面积 6.30 万平方米，其中地上建筑面积 4.8 万平方米，地下建筑面积 1.5 万平方米。项目已于 2019 年 2 月完工，累计投入 2.46 亿元。昌润住建计划自用 1 层，本部租赁 2 层，其余部分对外销售，截至 2019 年 3 月末已销售 18 层，预售额约 2.21 亿元，剩余待售 8 层。

此外，2018 年昌润住建与裕昌控股集团有限公司（简称“裕昌集团”）合资成立聊城市裕昌润置业有限公司（简称“裕昌润置业”），拟联合开发房产项目。其中昌润住建出资 3 亿元（持股比例 40%）、裕昌集团出资 4.5 亿元（持股比例 60%），出资已全部到位。截至 2019 年 3 月末尚未进行具体运作。

<sup>6</sup> 成立时到位资金实际来自聊城市财信基金发展有限公司（注册资本 17.01 亿元，其中国投泰康信托有限公司 10 亿元，建信资本管理有限责任公司 7 亿元，聊城市财信投资有限公司 80 万元，聊城市晟源水利建设发展有限公司 20 万元），通过与公司合资成立子公司以明股实债的形式注入，该资金在相关部门检查时被认定为政府隐性债务，经过整改后重新体现为公司对聊城市财信基金发展有限公司的债务。



该公司在聊城市政府的指导安排下，逐步进行了热电板块的资产和股权转让事项，相关事宜已于 2017 年全部完成。目前公司热电板块的实际运营主体仅为聊城昌润建筑安装工程有限公司（以下简称“昌润建筑”）<sup>7</sup>，主要收入来自安装业务，2018 年和 2019 年第一季度分别实现收入 0.22 亿元和 0.06 亿元，热电业务收入规模大幅缩减，但因该业务公益性较强，对净利润贡献甚微甚至为负，业务剥离对公司经营利润未有较大影响。公司计划通过资产出售、政府土地收储等方式，对原电热板块运营主体山东聊城昌润金热电有限公司和聊城市昌润供热有限责任公司的土地、房产和其他有关资产进行后续处置。

## 管理

**跟踪期内，该公司仍是国有独资企业，实际控制人为聊城市国资委，机构设置、管理制度及高管人员均未发生重大变化。**

跟踪期内，该公司仍为国有独资企业，聊城市国资委作为唯一出资人，对公司进行实际控制。机构设置方面，公司综合管理部更名为党群办，机构职能未发生变动。此外，公司管理制度及高管人员均未发生重大变化。

根据该公司本部提供的 2019 年 5 月 10 日的《企业信用报告》，除两笔分别已于 2006 年 12 月和 2011 年 8 月结清的关注类贷款外，公司未发生其他违约记录。根据公司提供的各主要子公司《企业信用报告》，昌润典当、昌润小贷、华鲁制药、鑫亚工业存在异常情况<sup>8</sup>，但目前未结清贷款均处于正常状态，贷款未受影响。根据 2019 年 6 月 10 日的国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，公司本部及核心子公司不存在异常情况。

<sup>7</sup> 昌润建筑是以机电设备安装、压力管道安装、市政公用工程、防腐保温工程等为主营的施工企业，并拥有市政工程施工总承包叁级、机电设备安装工程专业承包叁级和防腐保温工程专业承包叁级资质，并取得了压力管道 GB2、GC3 安装许可证。自成立以来，昌润建筑主要承担城区前期主要干、支线的供热管道、集中换热站及分散换热站建设任务。

<sup>8</sup> 根据公司提供说明，昌润典当、华鲁制药和鑫亚工业已结清贷款有欠息，主要系扣款账户余额不足，后及时补齐，进行利息划扣，并未影响正常贷款；昌润小贷有一笔已结清关注类贷款，系刚成立时发生，因公司无以往经营业绩，因此该行作为“关注”，该笔贷款本息偿还正常；华鲁制药有一笔未结清关注类贷款和一笔已结清关注类贷款，根据华鲁制药提供的说明，系农行评级授信等级降低，系统自动调至关注类，在农行还本付息正常，无逾期欠息情况；鑫亚工业有未结清关注类贷款，贷款均为正常，均如期履约偿付本息。

## 财务

跟踪期内，虽然该公司经营毛利略有增长，并获得了较大规模的资产处置收益和股权投资收益，但受当年大额的医药新品销售费用拖累，公司整体盈利有所下滑。由于隐性债务排查整改，公司原先并表内借款转变为对外长期借款，继续推升刚性债务规模。同时，公司资金存量显著下降，对即期债务偿付的保障度有所减弱。

### 1. 公司财务质量

由于原审计机构瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司审计连续超过五年，为保证审计独立性，公司另行聘请致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年财务报表进行审计，致同会所出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其应用指南和准则解释。2018 年，根据财政部颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，公司对财务报表格式进行了修订。公司 2019 年度第一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年该公司对聊城昌信投资有限公司（简称“昌信投资”）进行减资<sup>9</sup>，合并范围内子公司数量减少至 15 家。2019 年第一季度公司合并范围未有变动。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

2018 年，该公司所有者权益较上年末大幅下降 29.98% 至 37.13 亿元，主要系昌信投资剔除合并报表使得公司少数股东权益减少 17 亿元。资本公积较上年末减少 6.56% 至 5.52 亿元，主要系市财政为防止资金沉淀，抽回市级股权引导基金 0.45 亿元。公司每年进行一定的分红，2018 年为 0.43 亿元。公司负债规模略有增长，2018 年末为 57.82 亿元，同比上升 7.99%。同期末公司资产负债率较上年末提高 10.65 个百分点至 60.89%；因公司负债中存在较大规模的商品房预售款，未来不会形成货币支出，2018 年末扣除预收账款后的资产负债率为 50.97%，实际杠杆水平尚可。

从负债期限来看，该公司负债主要以流动负债为主，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 45.64% 和 46.97%。从负债结构来看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款等构成。2018 年末，公司应付账款余额为 4.33 亿元，较上年末增加 23.94%，主要系子公司华鲁制药等生产规模扩大，应付货款增加；预收账款 9.42 亿元，受当年公司售房进度放缓，前期预收房款结转收入影响，较上年末下降 33.78%；其他应付款余额为 8.75 亿元，主要由借款、往来尾款、押金及质保金等

<sup>9</sup> 2017 年，公司与聊城市财信基金发展有限公司（简称“财信基金”）联合成立昌信投资，公司出资 18 亿元，财信基金出资 17 亿元。由于财信基金实缴 17 亿元来自资管计划资金，2018 年该资金在相关部门检查时被认定为政府隐性债务，作为相关整改措施，公司不再认缴 18 亿元出资额，财信基金出资额减少至 7 亿元。财信基金实缴 17 亿元中，10.00 亿元被本部用于投资成立昌信担保，2.50 亿元用于投资山东九州高科建设有限公司（简称“高科建设”）、1.50 亿元用于投资东阿县财信建设发展有限公司（简称“财信建设”）、3.00 亿元用于投资高唐县金城建设投资开发有限公司（简称“金城建设”），高科建设、财信建设和金城建设分别系聊城市高新技术产业开发区、东阿县和高唐县的政府投融资主体，收到的资金将着重用于在各自负责区域开展担保业务。

构成，当年新增昌润住建向聊城东华实业有限公司的暂借款 1.40 亿元，导致其他应付款同比增长 33.42%；年末子公司鑫亚工业等还向当地小贷、民间资本借入 3.56 亿元，分别为借入聊城市东昌府区鼎诚小额贷款有限公司 2.25 亿元、借入聊城市东昌府区鼎诚民间资本管理有限公司 1.31 亿元；上述借款均计入刚性债务，年末其他应付款中共有刚性债务合计 5.46 亿元。

由于聊城市隐性债务排查整改，2018 年该公司因担保业务向昌信投资借入的 10 亿元款项（原先因昌信投资并表而不显示为负债）转为向聊城市财信基金发展有限公司借款（计入长期借款），同时当年前期债券及借款到期偿付，公司长短期债务此增彼减，综合作用下刚性债务规模仍有一定增大。2018 年末，公司刚性债务余额为 39.14 亿元，较上年末提高 25.36%，占负债总额的比重为 67.70%；其中，短期刚性债务为 21.54 亿元，占当期末刚性债务总额的比重下降至 55.02%。

从融资渠道看，该公司本部主要采取资本市场直接发债融资，各子公司主要通过银行融资。2018 年末合并口径刚性债务为 39.14 亿元，其中金融机构借款 20.07 亿元、应付债券 11.71 亿元（含一年内到期的应付债券 5.20 亿元）、长期应付款 0.48 亿元（系融资租赁款和地方债专项资金，含一年内到期部分 0.13 亿元）、应付票据 1.23 亿元、应付利息 0.19 亿元，以及计入其他应付款中的刚性债务 5.46 亿元。同期母公司刚性债务规模占到合并口径规模的 56.34%。金融机构借款中，从借款方式来看，上述 10 亿元财信基金借款为信用借款，当期末占金融机构借款总额的比重为 49.82%；此外均为担保借款和抵押借款，占比分别为 31.40% 和 18.78%，担保人主要为公司本部和裕昌集团等，抵押物主要为土地、设备等，银行借款利率一般是基准利率上浮 10% 至 30%。应付债券 11.72 亿元（含一年内到期的应付债券 5.20 亿元），2019-2020 年分别需偿还本息 8.48 亿元、4.21 亿元<sup>10</sup>。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 39.89 亿元，较上年末小幅增长 1.92%；应付账款由于货款偿付较上年末减少 16.90% 至 3.60 亿元，其他应付款随款项偿付而减少至 8.15 亿元，较上年末下降 6.84%；公司其他负债科目变化不大。

**图表 5. 公司主要负债的分布情况（单位：亿元，%）**

主要数据及指标	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
刚性债务	33.52	58.54	31.22	58.32	39.14	67.70	39.89	69.82
短期借款	8.29	14.48	8.53	15.93	9.13	15.79	9.09	15.92
应付票据	5.94	10.38	3.93	7.34	1.23	2.14	1.94	3.39
应付利息	0.21	0.38	0.21	0.40	0.19	0.33	0.36	0.63
其他应付款:刚性债务	-	-	3.20	5.97	5.46	9.44	5.36	9.38
一年内到期的非流动负债	2.20	3.84	2.15	4.01	5.52	9.55	5.40	9.45
长期借款	1.26	2.20	0.38	0.71	10.74	18.58	10.92	19.11
应付债券（含短期融资券）	14.51	25.34	11.69	21.83	6.51	11.27	6.51	11.40
长期应付款:刚性债务	1.11	1.94	1.14	2.13	0.35	0.61	0.31	0.54
应付账款	4.56	7.97	3.50	6.53	4.33	7.49	3.60	6.30
预收款项	11.94	20.86	14.23	26.58	9.42	16.30	9.27	16.22

<sup>10</sup> 根据募集条款，13 昌润债自 2016 年起至 2020 年需逐年偿还即 1.2 亿元本金，但目前公司正在筹划提前偿付事项。

其他应付款:非刚性债务	5.81	10.14	3.36	6.27	3.29	5.69	2.79	4.89
其他	1.43	2.49	1.23	2.30	1.63	2.82	1.58	2.77
<b>负债合计</b>	<b>57.27</b>	<b>100.00</b>	<b>53.54</b>	<b>100.00</b>	<b>57.82</b>	<b>100.00</b>	<b>57.13</b>	<b>100.00</b>

资料来源：昌润投资

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保余额为 3.53 亿元，较上年同期末增加 0.88 亿元，担保比率为 9.42%，其中对裕昌集团、山东迅力特种车辆有限公司、聊城万合工业制造有限公司、中通钢构股份有限公司和山东中泰药业有限公司担保的总额分别为 1.20 亿元、0.98 亿元、0.60 亿元、0.40 亿元和 0.35 亿元。被担保方主要为当地民营企业，目前经营正常，但担保较为分散，且分布于不同产业，存在一定的或有损失风险。

## (2) 现金流分析

经营性现金流方面，2018 年该公司房产销售进入尾声，现金流入有所减少，当期销售商品、提供劳务收到的现金为 20.07 亿元，较上年减少 8.44 亿元；同期结转收入部分系前期流入资金，营收收现水平有所下降，营业收入现金流降至 80.78%。但由于金融服务板块放贷净流出以及往来款净流出规模较小，同期其他与经营活动有关的现金净流出规模较小，使得公司经营活动产生的现金流量净额转为净流入，为 2.36 亿元。2018 年，公司投资活动流入现金合计为 1.72 亿元，主要来自股权投资收益和处置资产利得。同期，公司对裕昌润置业等公司追加投资，使得投资性现金净流出 4.36 亿元。公司主要通过金融机构借款来筹集资金，2018 年因公司债务偿还规模较大，筹资活动呈现净流出 2.48 亿元。

2019 年第一季度，该公司当期尾盘房产销售进度继续放缓，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 14.58% 至 4.74 亿元，但同时公司放贷及往来款净流出规模较小，经营活动现金净流入 0.93 亿元。公司购建固定资产投资力度较小，但同时昌信担保公司办理委托贷款业务、购买理财产品及进行国债逆回购业务规模较大，投资性现金流量净流出 1.02 亿元；同期，公司筹资性现金净流出 0.87 亿元。

综合来看，该公司金融板块业务规模扩大以及对外股权投资将持续，而房地产项目销售接近尾声，未来经营性现金流入规模或有较大回落可能，公司经营活动现金流入不能满足公司投资需求，加之历史债务的还本付息，短期内公司融资仍会保持一定规模。

## (3) 资产质量分析

由于昌信投资剔除合并报表，该公司资产规模有所下降，2018 年末为 94.95 亿元，较上年末下降 10.90%，其中流动资产 55.27 亿元，占资产总额的 58.21%。公司流动资产主要由存货、货币资金、其他流动资产和其他应收款构成，其中，存货余额为 17.04 亿元，由于子公司昌润住建结转部分售房成本，较上年末下降 22.56%；货币资金 8.22 亿元（其中受限资金为 5.19 亿元）；其他流动资产主要由公司典当业务和小额贷款业务发放的贷款、公司购买的理财产品和预交税费构成，2018 年末较上年末下降 5.78% 至 13.10 亿元，主要系理财产品到期赎回所致；其他应收款 12.81 亿元，同比大幅增长 103.28%，主要系新增对奥森体育产业投资发展有限公司的临时资金周转借款 6.04 亿

元，占其他应收款的 44.37%（截至 2019 年 4 月中旬已累计归还 4.55 亿元），其余主要为鑫亚工业老厂区拆迁土地和房屋款（约 0.65 亿元）和对市内其他企业的暂借款。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产构成，其中 2018 年末可供出售金融资产减少 6.93 亿元至 3.88 亿元，主要系昌信投资对聊城下属区县平台的 7 亿元投资不再纳入合并报表所致，该事项使得非流动资产规模较上年末减少 10.36%。同期末，公司长期股权投资 13.97 亿元，当年公司对裕昌润置业、鑫亚格林鲍尔、上海极锐和山东隆门创投增资 4.23 亿元<sup>11</sup>，加之部分被投资企业当年实现了收益，期末同比增长 22.30%；此外，公司处置聊城居正置业有限公司股权 2.50 亿元，并获得投资收益 0.24 亿元，该款项转作为奥森体育产业投资发展有限公司对昌润住建公司的欠款。目前公司长期股权投资中均以权益法计量，主要投资有华润东阿阿胶有限公司（投资成本 1.97 亿元，期末余额为 7.08 亿元）、裕昌润置业（投资成本 3.00 亿元，期末余额为 3.11 亿元）、山东华能聊城热电有限公司（投资成本 1.04 亿元，期末余额为 1.30 亿元）和华能聊城热电有限公司（投资成本 1.58 亿元，期末余额为 1.00 亿元）。由于市民活动中心项目完工转固，公司在建工程大幅减小至 0.04 亿元，固定资产增至 13.97 亿元。无形资产主要为土地使用权，为 6.35 亿元，与上年末基本持平。

2019 年 3 月末，该公司资产总额为 94.60 亿元，较上年末下降 0.36%。其中，货币资金因项目投入、经营生产使用，较上年末下降 11.61% 至 7.26 亿元；同期其他流动资产较上年末增加 1.92 亿元至 15.02 亿元，增量主要系昌信担保公司为提高资金收益办理委托贷款业务 2.60 亿元；此外，由于未按照 2018 年末调整分录对两笔重分类分录进行顺延调整，2019 年 3 月末其他应收款较上年末减少 1.21 亿元至 11.61 亿元；其他资产科目较上年末变动不大。

**图表 6. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元，%）**

主要数据及指标	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.37	17.87	15.54	14.58	8.22	8.65	7.26	7.68
其他应收款	4.97	5.43	6.30	5.92	12.81	13.50	11.61	12.27
存货	21.19	23.14	22.00	20.65	17.04	17.95	17.25	18.23
其他流动资产	6.77	7.40	13.91	13.05	13.10	13.80	15.02	15.88
可供出售金融资产	3.64	3.98	10.81	10.14	3.88	4.08	3.88	4.10
长期股权投资	10.36	11.31	11.42	10.72	13.97	14.71	14.22	15.03
固定资产	9.72	10.61	9.56	8.97	13.97	14.72	14.28	15.09
在建工程	4.66	5.09	5.10	4.79	0.04	0.04	0.29	0.31
无形资产	6.63	7.23	6.50	6.10	6.35	6.69	6.04	6.39
其他	7.27	7.94	5.43	5.09	5.56	5.86	4.76	5.03
<b>资产总额</b>	<b>91.59</b>	<b>100.00</b>	<b>106.56</b>	<b>100.00</b>	<b>94.95</b>	<b>100.00</b>	<b>94.60</b>	<b>100.00</b>

资料来源：昌润投资

<sup>11</sup> 公司对鑫亚格林鲍尔增资 0.91 亿元，系根据项目建设发展需要，股东共同增资；山东隆门创投为昌润创投发起设立的投资平台，公司根据拟投资项目情况对山东隆门创投增资 0.05 亿元；上海极锐原系昌润钻石的子公司，因期末对其不再具有实质控制权，不再纳入合并范围，按相关准则要求进行会计处理导致增加长期股权投资 0.28 亿元。

#### (4) 流动性/短期因素

2018年末及2019年3月末，该公司流动比率分别为139.23%和140.13%；速动比率分别为92.43%和91.58%，均同比有所下降。受制于行业定位及经营策略，公司资产流动能力一般。公司主要从事产业投资、金融投资等业务，资产主要分布于对外股权投资、对外放贷以及产业类子公司的日常生产经营等，近年来加大金融板块业务拓展，流动资金运转需求提升，同时对外投资主要系当地工商业、公用事业企业，股权转让及变现能力较弱。公司对短期刚性债务覆盖程度明显下降，2018年末可动用货币资金余额仅为3.03亿元，另有6.29亿元闲置资金用于购买理财产品，对即期债务偿付提供的支持较为有限。

图表 7. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	129.03	156.34	139.23	140.13
现金比率 (%)	38.57	39.85	20.86	19.24
应收账款周转速度[次]	7.14	7.20	10.06	—

资料来源：昌润投资

此外，由于票据保证、借款抵押，该公司部分货币资金、房产、土地使用权受限，2018年末受限资产账面价值合计为10.04亿元，占到同期末资产总额的10.58%，其中受限货币资金占到受限资产总额的51.70%，为5.19亿元。

图表 8. 截至 2018 年末公司受限资产情况 (单位：万元)

名称	受限金额	受限金额占资产总额的比例(%)	受限原因
货币资金	5.19	5.47	结构性存款、票据保证金等
固定资产 (鑫亚本部聊房权证开字第 0116009618 号、第 0116009619 号、第 0116009620 号、第 0116009621 号、第 0116009622 号房产) 无形资产 (聊国用 (2012) 第 242 号)	0.40	0.42	银行借款抵押
固定资产 (鑫亚本部机器设备)	0.59	0.62	银行借款抵押
无形资产 (鑫泰克聊国用 (2015) 第 236 号开 232)	0.49	0.52	银行借款抵押
固定资产 (鑫亚本部聊房权证开字第 0116009617 号、第 0116009623 号、第 0116009624 号、第 0116009625 号、第 0116009626 号房产)	0.49	0.52	银行借款抵押
固定资产 (鑫亚本部聊房权证开字第 0116009617 号、第 0116009623 号、第 0116009624 号、第 0116009625 号、第 0116009626 号房产)	0.41	0.43	银行借款抵押
固定资产 (鑫亚本部聊房权证开字第 0116009617 号、第 0116009623 号、第 0116009624 号、第 0116009625 号、第 0116009626 号房产)	0.30	0.31	银行借款抵押
固定资产、无形资产 (信迪科技国有土地使用权聊东国 (2007) 第 016 号房产、聊房权证凤字第 0108001057 号、0108001058 号、0108001059 号房产)	0.27	0.28	银行借款抵押
固定资产 (华鲁制药在国用 (2008) 第 227 号和第 228 号房产、聊房权证在平县字第 019571 号)	0.30	0.32	银行借款抵押
固定资产 (华鲁制药房权证在字第 004467 号)，无形资产 (华鲁制药在国字 2004 第 184 号)	0.25	0.26	银行借款抵押
固定资产 (华鲁制药聊房权证在平县字第 002871 号、002147-2 号房产)，土地使用权 (华鲁制药在国用 (2003) 字第 101 号)	0.78	0.82	银行借款抵押
固定资产 (聊房权证在平县字第 016236 号、002147-2 号)，无形资产在国用 (2003) 字第 102 号)	0.15	0.16	银行借款抵押
土地使用权 (聊国用 (2012) 第 242 号-93 土地使用权；聊凤国用 (2009) 第 006 号土地使用权)；房地产 (聊房权证凤字第 0109001636 号房产；聊房权证凤字第 0109001635 号房产)	0.42	0.44	银行借款抵押
<b>合计</b>	<b>10.04</b>	<b>10.58</b>	

资料来源：昌润投资

### 3. 公司盈利能力

2018年，该公司实现营业毛利8.14亿元，同比增长6.60%，主要来自生物制药、房地产开发和金融服务业务，对毛利的贡献率分别为62.81%、20.94%和11.03%。同年，公司期间费用同比大幅增长65.27%至9.11亿元，其中销售费用为4.79亿元，较上年增长155.12%，主要系制药板块塑料安瓿小容量注射剂产品上市及两票制推行，公司投入了较大规模的推广费和服务费；同期，由于市民活动中心等项目完工，公司利息资本化金额减少，财务费用增长26.74%至1.98亿元；同时人力成本提高推升管理费提高至0.45亿元。

该公司具有较大规模的对外股权投资，投资收益对公司营业利润具有一定贡献。2018年公司投资净收益为1.97亿元，主要系在权益法核算方法下对长期股权投资中的被投资单位确认的投资收益1.23元，收益主要来自华润东阿阿胶、裕昌润置业等，其余的主要投资企业山东华能聊城热电有限公司、华能聊城热电有限公司、聊城昌润国电热力有限公司经营效益欠佳，权益法下投资收益亏损；处置聊城居正置业有限公司获得收益0.24亿元；其他理财收益0.40亿元。此外，当年公司获得其他收益0.15亿元，主要系节能减排资金等；资产处置收益2.80亿元，主要系鑫亚公司与聊城市第二房屋征收与补偿服务中心就鑫亚公司老厂区土地房产拆迁补偿达成并签署协议，约定补偿款3.96亿元，当年确认资产处置收益2.74亿元。公司当年实现利润总额2.71亿元，同比下降9.99%；实现净利润2.35亿元，同比下降5.21%。

2019年第一季度，该公司实现营业毛利1.72亿元，主要来自生物制药、新型制造及新材料；综合毛利率为42.65%，较上年同期基本持平。同期，公司投资净收益和营业外收入分别为5042.13万元和974.63万元；当期实现利润总额4418.19万元，实现净利润3701.84万元，分别同比增长5.73%和3.71%。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司主要通过参控股下属企业的形式涉足产业投资、金融投资和房产投资等业务板块，主要业务的实际运作主体为下属各子公司。跟踪期内，生物医药业务由于新产品市场拓展以及两票制推行，收入和毛利增长较快，未来发展前景良好，但盈利情况受到大额销售费用拖累。房产项目前期销售去化情况良好，当年结转了大量收入。下属鑫亚工业的主要产品单缸喷油泵总成、喷油嘴总成分别居全国细分行业第一位、第二位；昌润钻石经营的人造金刚石产量目前在全国排名第四，在超硬材料行业具备一定的竞争力，但柴油机油泵油嘴和人造金刚石业务在跟踪期内经营情况有所恶化，未来随着鑫亚工业新产能逐步投放，经营情况或有好转可能。上述叠加因素使得公司收入和业务盈利有所提升，但净利润小幅下滑。

## 2. 外部支持因素

作为聊城市开展产业投资、着力打造的综合性国有资产营运主体，该公司控股参股涉及新型制造业、生物医药、金融创投等企业，在聊城市工业转型升级的契机下协同发展，可持续得到聊城市国资委在资金、政策等方面的大力支持。同时，公司与银行保持良好合作，仍有一定规模的可用授信。截至 2019 年 3 月末，公司合并范围已获得的信用借款的综合授信额度为 16.41 亿元，其中已使用授信额度为 10.85 亿元，尚未使用的综合授信额度 5.55 亿元。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍是国有独资企业，实际控制人为聊城市国资委，机构设置、管理制度及高管人员均未发生重大变化。

该公司仍为聊城市主要的投资主体，通过参控股下属企业的形式涉足产业投资、金融投资和房产投资等业务板块，本部主要行使投资管理职能。跟踪期内，公司整体营收保持增长，但各项业务经营状况趋于差异化，短期内仍有波动压力。其中生物制药业务因塑料安瓿小容量注射剂市场扩张以及两票制施行，收入明显提升，是主要的增长点之一；新型制造和新材料业务受环保趋严、行业景气下滑等因素影响业绩有所下滑，随着新产能逐步投放，或将好转；房产项目前期销售去化情况良好，当年结转了大量收入，但储备房源已较少；公司在金融板块业务布局广泛，但随着金融业务扩张，风险控制能力面临较大考验。

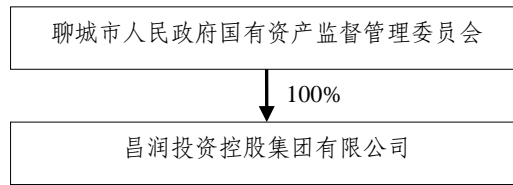
跟踪期内，虽然该公司经营毛利略有增长，并获得了较大规模的资产处置收益和股权投资收益，但受当年大额的医药新品销售费用拖累，公司整体盈利有所下滑。由于隐性债务排查整改，公司原先并表内借款转变为对外长期借款，继续推升刚性债务规模。同时，公司资金存量显著下降，对即期债务偿付的支持力度有所减弱。

同时，我们仍将持续关注：（1）聊城市经济发展水平、当地房地产市场和土地出让市场景气度的变化；（2）宏观经济景气度波动以及该公司主要经营业务所属行业的发展情况对公司经营状况影响；（3）公司金融板块业务开拓情况及可能产生的业务运作、风控及资金压力；（4）公司新型制造及新材料、生物制药等业务板块新增投资生产项目未来达产及收益不达预期风险；（5）公司外部融资规模以及到期债务偿付安排；（6）对外投资企业经营情况及投资分红情况；（7）对外担保代偿风险。



附录一：

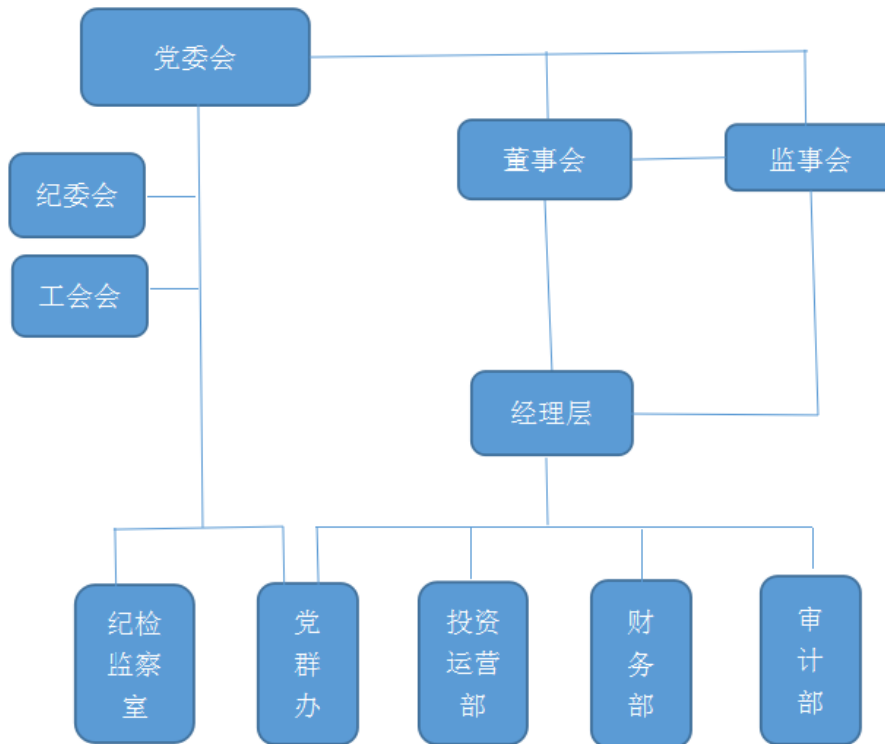
公司与实际控制人关系图



注：根据昌润投资提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据昌润投资提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	91.59	106.56	94.95	94.60
货币资金 [亿元]	16.37	15.54	8.22	7.26
刚性债务[亿元]	33.52	31.22	39.14	39.89
所有者权益 [亿元]	34.33	53.03	37.13	37.47
营业收入[亿元]	22.47	23.10	24.85	4.04
净利润 [亿元]	1.88	2.48	2.35	0.37
EBITDA[亿元]	5.71	6.01	6.23	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.91	-3.25	2.36	0.93
投资性现金净流入量[亿元]	-2.34	-13.86	-4.36	-1.02
资产负债率[%]	62.52	50.24	60.89	60.39
长短期债务比[%]	33.40	34.35	45.64	46.97
权益资本与刚性债务比率[%]	102.39	169.82	94.86	93.93
流动比率[%]	129.03	156.34	139.23	140.13
速动比率 [%]	75.26	96.81	92.43	91.58
现金比率[%]	38.57	39.85	20.86	19.24
利息保障倍数[倍]	1.56	1.93	2.12	—
有形净值债务率[%]	207.02	115.20	188.14	182.04
担保比率[%]	10.16	5.85	10.07	—
毛利率[%]	29.54	33.06	32.76	42.65
营业利润率[%]	9.57	13.11	10.70	8.66
总资产报酬率[%]	4.93	4.76	4.91	—
净资产收益率[%]	5.60	5.68	5.21	—
净资产收益率*[%]	6.80	7.82	6.80	—
营业收入现金率[%]	129.90	123.44	80.78	117.14
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.08	-7.85	5.92	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.88	-5.87	4.23	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.14	-41.35	-5.04	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.48	-30.89	-3.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.08	2.46	2.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.18	—

注：表中数据依据昌润投资经审计的2016-2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。