

信用等级公告

联合〔2019〕1771号

联合资信评估有限公司通过对龙翔投资控股集团有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定龙翔投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，龙翔投资控股集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



龙翔投资控股集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 5 亿元
发行规模上限 12 亿元
本期中期票据期限: 2+1 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本
募集资金用途: 用于偿还公司有息债务

评级时间: 2019 年 7 月 1 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.85	83.04	152.26	146.36
资产总额(亿元)	664.87	826.69	972.35	992.04
所有者权益(亿元)	320.60	339.94	421.02	421.07
短期债务(亿元)	39.44	80.75	106.64	99.41
长期债务(亿元)	226.92	329.38	363.71	392.16
全部债务(亿元)	266.36	410.13	470.35	491.57
营业收入(亿元)	48.93	74.56	95.30	19.21
利润总额(亿元)	14.39	18.34	24.61	4.72
EBITDA(亿元)	23.29	32.51	40.78	--
经营性净现金流(亿元)	-20.73	-39.00	39.36	-4.70
营业利润率(%)	64.81	60.72	62.26	74.75
净资产收益率(%)	4.05	4.91	5.23	--
资产负债率(%)	51.78	58.88	56.70	57.56
全部债务资本化比率(%)	45.38	54.68	52.77	53.86
流动比率(%)	306.90	298.33	283.43	304.41
全部债务/EBITDA(倍)	11.44	12.61	11.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	1.66	1.66	--

注: 2019 年 1—3 月财务数据未经审计; 长期应付款中有息部分已计入长期债务; 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的期初数

分析师: 郝一哲 车兆麒

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

龙翔投资控股集团有限公司(以下简称“公司”或“龙翔集团”)是长春新区重要的基础设施建设主体。近年来,随着制药业和资产使用费收入增长、房地产收入规模稳步扩大以及棚户区改造项目开始确认收入,公司收入和利润保持增长。公司在资产划拨、财政补贴和专项资金等方面获得了当地政府的大力支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司债务规模持续扩大并存在很大的集中兑付压力等因素对其信用水平带来的负面影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

长春新区成立以来,其规划范围内基建需求旺盛,为公司提供了较大的发展空间。未来随着长春新区建设的快速推进以及长春新区管委会的持续支持,公司业务规模有望保持在较高水平。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。

优势

1. 长春新区成立以来,其规划范围内基建需求旺盛,为公司提供了较大的发展空间。
2. 作为长春新区重要的基础设施建设主体,公司在长春高新区和北湖片区具有一定区域专营优势,并在在资产划拨、财政补贴和专项资金等方面获得了有力的外部支持。
3. 随着制药业和资产使用费收入增长,房地产收入规模稳步扩大以及棚户区改造项目开始确认收入,公司收入和利润保持增长。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司有息债务持续增长。公司 2020 年到期债务规模大，存在很大的集中兑付压力。
2. 公司 PPP 项目和商业地产项目投资规模大，面临较大的资本支出压力，且项目回收周期较长，未来收益受区域经济发展和房地产政策影响大，存在较大的不确定性，土地整理、棚户区改造回款周期长。
3. 公司应收类款项、存货、固定资产和在建工程规模较大，资产流动性较弱。
4. 北湖开发区土地整理项目累计投入已远超现有的合同支付金额，该项目资金平衡存在一定缺口，联合资信将持续关注该项目资金平衡方案调整情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由龙翔投资控股集团有限公司（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，符合真实性、准确性和完整性的要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

龙翔投资控股集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

龙翔投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“龙翔集团”）前身为长春东北城市生态湿地公园管理有限公司，由长春高新技术产业开发区国有资产监督管理委员会（以下简称“长春高新区国资委”）、长春高新建设开发有限公司、长春高新绿化工程有限公司和长春高新市政公用工程有限公司共同出资于2010年11月17日设立，初始注册本为500万元，实收资本150万元。长春东北城市生态湿地公园管理有限公司于2013年5月经长春市工商行政管理局核准变更为长春东北龙翔投资建设（集团）有限公司，并于2015年2月经长春市工商行政管理局核准变更为现名。历经多次股权变更，截至2017年底，公司实收资本为55.00亿元，长春市高新区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

2018年2月13日，根据长春高新区国资委出具的《关于龙翔投资控股集团有限公司增资的意见》及《出资人决议》，吉林省信政基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“信政基金”）以货币方式对公司增资60亿元，其中10.29亿元增加注册资本，49.71亿元增加资本公积。2018年5月，长春高新区国资委将所持公司股份无偿划转至长春新区国有资产监督管理委员会（以下简称“长春新区国资委”）。2019年1月，长春新区国资委将其所持公司全部股份划转给长春新区发展集团有限公司（以下简称“新区发展集团”，该公司由长春新区国资委持股100%）。截至2019年3月底，公司注册资本为65.29亿元，新区发展集团持有公司84.24%的股权，信政基金持有公司15.76%的股权。公司实际控制人为长春新区国资委。

公司经营范围：控股公司服务；实业、创业投资及管理；城市基础设施、城镇化项目开发；房地产项目开发；会议及展览服务；市场

营销策划、企业形象策划、文化艺术交流与策划、景观设计；广告设计、制作、代理、发布；电子商务，软件开发，计算机系统服务（除互联网上网服务）；物业管理；商务信息咨询、财务咨询、金融信息咨询、投资咨询；工艺美术品、建筑材料、钢材、水泥、五金交电、酒店用品销售；受长春市政府委托进行土地收储及土地整理。

截至2019年3月底，公司本部内设投资与企业管理部、资产管理部、项目管理部、招采合约部、安全管理部、计划财务部、人力资源部、综合办公室、基金管理部、融资部、成本部和风险控制部，董事会下设董事会办公室、监事会下设审计部。同时公司设有党委（下设党委办公室、组织部、宣传部、工会和纪检监察部）。公司拥有纳入合并范围子公司43家，其中长春高新技术产业（集团）股份有限公司（以下简称“长春高新股份”）为深交所上市公司（000661.SZ）。

截至2018年底，公司资产总额972.35亿元，所有者权益421.02亿元（其中少数股东权益69.96亿元）。2018年，公司实现营业收入95.30亿元，利润总额24.61亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额992.04亿元，所有者权益421.07亿元（其中少数股东权益71.62亿元）；2019年1—3月公司实现营业收入19.21亿元，利润总额4.72亿元。

公司注册地址：吉林省长春市高新北区吉星大厦2301室；法定代表人：王洪伟。

二、本期中期票据概况

公司已于2019年注册额度为20亿元的中期票据，本期计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模5亿元，发行规模上限12亿元，期限为

2+1 年，附第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规

范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速

(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额38.10万亿元,同比增长9.0%,增速较2017年回落1.2个百分点,扣除价格因素实际增长6.9%。2018年,全国居民人均可支配收入28228元,同比名义增长8.7%,扣除价格因素实际增长6.5%,增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年,中国货物贸易进出口总值30.5万亿元,同比增加9.7%,增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元,同比增速分别为7.1%和12.9%,较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元,较2017年有所减少。从贸易方式来看,2018年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(57.8%)较2017年提高1.4个百分点。从国别来看,2018年,中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元,同比增长13.3%,中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度,受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,中国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度,中国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP)21.3万亿元,同比实际增长6.4%,增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PPIRM企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施建设投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年,国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展,2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速有望持续企稳,其中,基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用,基础设施补短板力度将有所加大,投资增速有望持续企稳回升;制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速,为制造业投资增长提供重要支撑,但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响,制造业投资仍有继续回落的可能;中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有

所回温有利于房地产开发投资的增长,但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化,在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,中国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长,但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响,对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约,同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降,中国进出口增速仍大概率回落。总体来看,考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓,未来经济增速或将有所回落,预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业分析及区域经济环境

1、城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初,在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下,地方政府基础设施建设投融资平台(一般称城投企业或地方政府

投融资平台公司)应运而生。地方政府投融资平台公司,是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营,拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城投公司快速增加,融资规模快速上升,城市基础设施建设投资快速增长,地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险,2010 年以来,国家出台了一系列政策法规,如对融资平台及其债务进行清理,规范融资平台债券发行标准,对融资平台实施差异化的信贷政策等,以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号,以下简称“《43 号文》”)颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,城投公司逐步开始规范转型。但是,作为地方政府基础设施建设运营主体,城投公司在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

根据 2014 年《43 号文》,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351 号),对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别,明确了全国地方政府性债务规模。之后,通过发行地方政府债券,以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来,国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理,并坚决遏制隐性债务增量,不允许新增各类隐性债务;同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能,弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来,伴随国内经济下行压力加大,城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月,国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资

平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，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。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表1 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地

区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底,中国城镇化率为59.58%,较2017年底提高1.06个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日,《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署,将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

3. 区域经济环境

公司作为长春新区重要的基础设施建设主体,其业务发展受当地经济状况与政府财政实力的影响较大。

2016年2月,国务院发布《国务院关于同意设立长春新区的批复》(国函〔2016〕31号),正式宣布在原长春高新区的基础上成立第17个国家级新区——长春新区。

长春高新区是1991年经国务院批准建立的首批国家级高新技术产业开发区之一,是吉林省第一个开发区和第一个国家级开发区。高新区重点发展先进装备制造、生物与医药、光电子、新材料新能源、精优食品加工产业和高端生产性服务业“六大主导产业”。

长春新区紧邻长春市主城区,其主体位于长春东北侧,是长吉图开发开放先导区的重要组成部分,范围包括长春市朝阳区、宽城区、二道区、九台区的部分区域,下辖一个国家级开发区高新技术产业开发区(南区面积55平方公里,北区面积155平方公里)和北湖、长德、空港三个省级开发区(位于长春市东北侧),整体规划面积约499平方公里。目前,北湖、长德和空港开发区内待开发面积较大。

根据公开数据,2018年,长春新区全区地区生产总值完成966亿元,同比增长8.1%;规上工业产值完成789.3亿元,同比增长13.4%;

固定资产投资完成351.9亿元,同比增长25.2%;全年出让土地427公顷,其中产业用地出让204.5公顷,占长春市的46.4%。

根据长春新区网站公布的预算执行情况,2017年和2018年,长春新区一般公共预算收入分别完成13.4亿元和16.65亿元,分别较上年下降37.8%和增长24.2%;一般公共预算支出分别完成22.7亿元和28.88亿元。2018年,长春新区转移性收入13.45亿元。基金预算收入完成6.18亿元,同比增长93.13%。由于长春新区区域内土地出让均通过长春市土储部门完成,相应的土地出让收入未列入长春新区预算内,但长春市会将地方留存土地出让金返还给长春新区,作为其可用财力的一部分。若考虑土地出让收入返还,长春新区2018年可用财力为138.78亿元。

近年来,长春新区一般公共预算收入有所波动,2018年有所回升;长春新区财政自给能力较弱。上级政府土地出让收入的返还对长春新区可用财力贡献很大。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底,公司注册资本为65.29亿元,新区发展集团持有公司84.24%的股权,信政基金持有公司15.76%的股权。新区发展集团由长春新区国资委持股100%。信政基金总认缴规模为180.03亿元,其中3个普通合伙人各出资100万元;3个有限合伙人中,龙翔集团出资120亿元,另两名有限合伙人共出资60亿元。公司实际控制人为长春新区国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司为长春新区重要的基础设施建设主体,负责长春新区(侧重在北湖片区和长春高新区)的市政设施建设及运营管理工作,公司本部和基建类子公司参与长春新区范围内的基础设施建设、土地整理、棚户区改造等各类园区开发业务。

在生物制药方面，公司孙公司长春高新股份是中国基因工程制药的领军企业，是全国制药企业中唯一的国家级“基因工程制药孵化基地”和国家正式授牌的“艾滋病疫苗国家工程实验室”。

3. 人员素质

截至2019年6月底，公司现有董事长和总经理各1人。

王洪伟，本科学历，1985年至2007年就职于长春市审计局，2007年至2009年就职于长春高新区审计局外资运用审计处，2009年至2012年就职于长春高新区审计局，2012年至2015年就职于长春高新区财政局，2012年至2015年就职于高新区国资委，2016年至今任公司董事长。

王大勇，硕士学历，1999年至2010年任东北高速公路股份有限公司团委书记兼任长春高速公路有限责任公司监事会主席，2010年至2011年任吉林高速公路股份有限公司投资管理部负责人，2011年至2015年任吉林省高等级公路投资开发有限公司综合管理部部长兼稽查监管部部长拟任副总经理，2015年至2016年任长春空港翔悦投资有限公司总经理，2016年至2018年任长春空港翔悦投资有限公司董事长兼总经理，2018年至今任公司总经理。

截至2018年底，公司共有员工1149人，其中本科及以上学历人员占33.07%，大专学历人员占14.01%，中专及以下学历人员占52.92%；平均年龄37岁。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验，在经营管理上有利于公司发展；公司员工整体素质和年龄水平能满足日常经营管理需要。

4. 外部支持

公司在资产划拨、财政补助和项目专项资金等方面持续获得当地政府的支持。

(1) 资产划拨

2014年1月，根据高新区国资委文件关于将长春高新超达投资有限公司（以下简称“高新

超达”）国有股权无偿划转龙翔集团的决定，将高新超达100%的国有股权按照审计后净资产无偿划转至公司，此次划转的1.48亿元已计入2013年资本公积科目。

2014年6月，根据高新区国资委文件关于同意将相关资产注入龙翔集团的批复，同意将长春高新创业投资集团有限公司持有深圳春湖置业发展公司100%的国有股权、深圳春湖工业发展公司100%的国有股权、深圳春湖大酒店有限公司42%的国有股权，无偿划转公司集中持有，增加资本公积0.31亿元。

2014年，据高新区国资委文件关于同意将相关资产注入龙翔集团的批复，同意将北湖公园项目、湿地房建项目按工程已付款金额15.56亿元注入公司，计入资本公积科目。

2016年1月，根据高新区国资委《关于建发中心资产划转有关情况的通知》，高新区国资委将高新南区硅谷大街等15项资产（金额29.98亿元）和高新北区等未划转的106项资产（金额2.48亿元）无偿划转给公司，计入公司“资本公积”；将高新南区超胜街等5项资产（金额10.39亿元）划转给子公司长春长吉翔如投资有限公司，将高新南区前卫路等5项资产（金额10.30亿元）划转给子公司长春长吉翔晟投资有限公司。

根据长春高新区管委会2014年出具的《关于资产划拨的批复》和2018年长春高新技术产业开发区建设发展中心出具的国有资产划转单，长春高新技术产业开发区建设发展中心将北湖公园由财政后续支付工程款而形成的资产无偿划转至公司子公司长春高新文化旅游建设开发有限公司（以下简称“文旅公司”），2018年增加公司资本公积1.20亿元。

(2) 财政补贴和专项资金

2016—2018年，公司收到各类补助分别为0.32亿元、0.45亿元和1.31亿元，计入“递延收益”中，该科目2018年底余额3.01亿元。同期，公司在“营业外收入”和“其他收益”中确认的政府补助收入分别为0.35亿元、0.22

亿元和 0.30 亿元（含各年自递延收益分期转入的补助）。截至 2018 年底，财政局拨付的长吉图国际通道建设补助和地下综合管廊专项基金等款项余额合计 6.11 亿元，计入“专项应付款”中。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1022010101375720S），截至 2019 年 4 月 9 日，公司本部无已结清和未结清不良信贷记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

2019 年 1 月，新区发展集团成立。该集团旗下包括龙翔集团、公司原子公司长春空港翔悦投资有限公司（目前该公司股权已划转至新区发展集团）、长春高新创业投资集团有限公司、长春高新城市建设投资（集团）有限公司、长春新区城市发展投资集团有限公司等长春新区内的基建主体或国资运营企业。各公司在长春新区管委会统筹下各有分工。由于新区发展集团成立时间较短，截至目前尚未开展实质的经营；且根据公司章程，公司的重大决策实际均由长春新区国资委决定，故新区发展集团的成立对公司的管理与经营暂无重大影响。

根据公司章程，公司搭建了由股东会、董事会、监事会和经理层构成的治理结构。

公司设股东会。其中，信政基金在股东会上对于公司的大额投融资事项及对外担保等重大事项，在一定条件下有权行使一票否决权。除上述以外的事项由长春新区国资委决策。

公司设董事会，成员为 7 人，其中股东代表董事 6 人，职工代表董事 1 人。长春新区国资委推荐 5 人，信政基金推荐 1 人，并由股东会选举产生；职工代表董事 1 人，依法由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期 3 年，任期届满可连任。信政基金委派的董事有权参

加董事会，并在董事会上针对公司的投融资事项和大额对外担保事项行使一票否决权。董事会设董事长 1 人，由高新区国资委推荐的其中一名董事担任，并由董事会选举产生。

公司设监事会，成员为 5 人，包括股东代表和职工代表。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。信政基金不委派监事。监事会设主席 1 人，主席，监事会主席由股东从监事会成员中指定。监事每届任期 3 年，任期届满可连任。

公司设总经理 1 名，董事可兼任，根据总经理提名，可适当设副总经理。经理和副经理由董事会聘任或解聘，但信政基金不享有选择管理者的权利。总经理对董事会负责。

总体看，公司已根据自身经营特点建立起较为规范的法人治理结构，能够满足公司日常经营需要。目前公司实际到位董事 6 人，联合资信将持续关注公司董事任命情况。

2. 管理水平

2018 年，公司对部门设置进行了调整。目前，公司设有党委（下设党委办公室、组织部、宣传部、工会和纪检监察部），该调整符合公司现阶段的经营需求和国企管理政策要求，有利于公司内部管理的完善。此外，公司董事会下设董事会办公室、监事会下设审计部。同时，公司根据管理运营及业务需求，在本部内设投资与企业管理部、资产管理部、项目管理部、招采合约部、安全管理部、计划财务部、人力资源部、综合办公室、基金管理部、融资部、成本部和风险控制部，公司结合实际状况和特点，建立和完善了财务管理、项目融资、项目投资、合同管理、工程管理等方面的管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

财务管理方面，公司制订了《重大投资及财务决策制度》，对项目投资、股权投资（包括设立新企业、股权投资、股权收购、增资扩股等）、证券投资、风险投资、委托理财、融

资贷款、租赁经营、资产处置（包括购买、出售、置换资产、资产抵押）等事项做了详细规定。公司实行董事长对公司财务负全责，总经理向董事长负责，财务副总经理在总经理领导下展开财务工作的公司财务管理体制。

项目融资方面，公司制定了《项目融资管理暂行办法》，对公司股权融资、债券融资、并购、资产重组、信托等融资活动进行规范，明确了融资职责主体、融资方案的编制及审批、融资实施、监督与检查等方面的流程制度。

项目投资方面，公司制定了《项目投资管理办法》，对设立新公司、兼并、重组、股权收购、增资等投资事项的分工、论证过程、决策程序、投资执行控制、投后管理、股权处置等方面的流程制度进行规范。

工程管理方面，公司制订了工程管理制度，对前期准备、工程质量、招投标、工程竣工验收管理等均作出了详细规定。

总体看，公司管理制度可以满足公司目前的经营要求，但 2018 年部门设置调整后，公司相关管理制度有待修订和完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是长春新区重要的基础设施建设主体，在长春新区范围内开展基础设施建设、土地征拆和整理、棚户区改造等业务。同时公司子公司从事医药研发制造、房地产开发等业务。

2016—2018 年，公司营业收入不断增长，分别为 48.93 亿元、74.56 亿元和 95.30 亿元，其中制药业、资产使用费和房地产收入占比较大，2018 年占比分别为 49.84%、22.55%、9.75%。

2016 年以来，随着基因生物制药的销售收入不断提高，公司制药业收入规模不断扩大。2016—2018 年，公司资产使用费收入有所波动，分别为 13.18 亿元、21.68 亿元和 21.49 亿元；其中 2017 年资产使用费同比增长系新签协议

使受托管理的资产规模增加所致，2018 年同比小幅下降系子公司长春长吉翔雅投资有限公司所承接的南区城镇化项目的借款已进行自主房地产开发，未来贷款的偿债来源变更为房地产销售收入，故该项目 2018 年起公司不再确认资产使用费收入。房地产收入方面，随着长春新区房地产行情回暖，公司房地产收入逐年增长。工程收入/园林维护及零星工程收入因结算金额增长而带动收入规模稳步增长。2016—2018 年土地征拆收入分别为 0.40 亿元、4.64 亿元和 6.34 亿元，其中 2017 年和 2018 年收入规模较大主要来自土地整理购买服务模式下新增的收入。公司根据棚改项目购买服务协议约定于 2018 年起开始确认项目收入。同年，公司根据与长春新区管委会新签的维护管理委托合同确认北湖及文化园维护收入 1.15 亿元。此外，租赁收入、服务业收入和建材等销售收入等其他收入规模较小，对公司收入贡献有限。

近年来，公司整体毛利率有所波动，2016—2018 年分别为 67.37%、62.53%和 63.86%。公司制药业板块毛利率水平高且逐年稳步提高，三年分别为 87.34%、89.17%和 90.41%，是公司毛利润的重要来源。公司资产使用费和房地产收入毛利率水平较高但逐年小幅下降，分别受利息摊入成本加速和前期成本提高影响。近年来，公司工程收入/园林维护及零星工程收入的毛利率水平较低且相对稳定；近三年，公司土地征拆业务毛利率快速下降，分别为 100.00%、27.16%和 14.02%；其中 2016 年的土地征拆收入因全部为管理费收入，无成本结转，故为 100%；自 2017 年起公司确认的土地整理业务收入需结转成本，故毛利率大幅下降；而 2018 年毛利率下降主要系将上年未结转的资本化利息计入当期成本。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 19.21 亿元，综合毛利率为 77.16%，主要由制药收入构成，故毛利率较高。

表 2 2016—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
（一）主营业务									
制药业	23.19	48.01	87.34	34.37	46.10	89.17	47.50	49.84	90.41
资产使用费	13.18	27.29	60.41	21.68	29.08	57.57	21.49	22.55	54.28
房地产	5.92	12.25	46.07	6.24	8.38	44.07	9.29	9.75	42.58
工程收入/园林维护及零星工程	4.53	9.38	3.12	4.89	6.56	3.30	5.13	5.38	3.09
土地征拆业务收入	0.40	0.83	100.00	4.64	6.22	27.16	6.34	6.65	14.02
棚改项目	--	--	--	--	--	--	1.85	1.94	27.50
北湖及文化园维护	--	--	--	--	--	--	1.15	1.21	89.07
其他主营收入	1.08	2.24	79.46	2.00	2.68	-69.64	1.92	2.02	-39.15
（二）其他业务收入	0.63	1.29	98.26	0.73	0.98	96.83	0.63	0.66	72.92
合计	48.93	100.00	67.37	74.56	100.00	62.53	95.30	100.00	63.86

注：1. 分类数与合计数不一致系四舍五入所致；

2. 其他主营收入包括租赁、服务业、建材等销售收入、物业管理、其他收入等收入；其他业务收入主要为服务咨询及政府补贴等收入

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施建设相关业务

公司城市基础设施建设相关业务包括基础设施建设与管理、土地征拆和整理、代建工程、园林维护和棚户区改造等业务。

基础设施建设与管理

公司负责的长春新区范围内的基础设施建设与管理项目主要包括三类：第一类是道路、管网、路灯等公益性项目，自 2016 年起由新区管委会向公司支付资产使用费。第二类是公园景区、保障房、体育场馆等准经营性项目，项目建成后将由公司通过收取门票、维护费、进行房产销售或举办文体活动等方式取得一定收益。第三类是公司将基础设施、公共服务配套设施和产业配套设施打包成的 PPP 项目，由公司作为社会资本方参与新区城镇化融资建设，通过使用者付费和政府补助实现资金回笼。

①第一类项目主要包括公司负责新建或续建道路、桥梁等基础设施项目（续建项目为政府注入的未完工项目）。其中部分项目在 2016 年之前曾与长春高新区住房保障和城市建设委员会（以下简称“高新区住建委”）签署代建

协议或承包协议并取得部分回款。但自 2016 年起，公司每年与长春新区住建委签署政府购买服务协议，公司以该类项目为标的资产向长春新区住建委收取资产使用费。

2016—2018 年，公司本部以新区内道路、管网、路灯、信号灯等资产向长春新区提供综合服务，长春新区住建委根据各年单独签订的合同划定委托管理资产的名单，并以预算资金支付资产使用费（资产使用费金额为资产额*10%）。2016—2018 年公司本部确认资产使用费收入 8.86 亿元、16.63 亿元和 16.80 亿元（含税）。该业务营业成本主要为相关资产的折旧费用和维护费用。

此外，2016 年，公司子公司长春长吉翔如投资有限公司、长春长吉晟投资有限公司、长春长吉翔泰投资有限公司和长春长吉翔新投资有限公司分别与长春新区住建委签订了购买服务协议，分别以新区道路、管网向长春新区住建委提供综合服务，协议中约定了各资产每年的服务费金额；公司子公司长春长吉翔雅投资有限公司与高新区财政局等签订协议，承接南区城镇化一期建设项目（该项目所整理土地已由

公司进行高新君园的房地产开发，未来项目贷款的偿债来源变更为房地产销售收入，自 2018 年起公司不再确认该项目的资产使用费收入）。2016—2018 年上述子公司确认资产使用费收入合计 2.24 亿元、5.84 亿元和 5.49 亿元（不含税）。

该类项目在政府注入或新建时计在建工程，项目完工后由在建工程转入固定资产。2018 年底，公司固定资产中已完工的管网及道路项目账面价值 187.29 亿元（部分投资在 2016 年以前取得的政府回款、续建项目注入前政府已支付工程款金额反映在资本公积）。目前无适用该模式的在建项目。

②第二类项目主要包括北湖公园、奥体中心和新兴华园等项目。2016 年以前，公司曾就上述项目与长春高新区建委签订代建协议或承包协议，但是上述项目均于 2016 年由长春高新区管委会注入公司，由公司负责后续建设和经营。

北湖公园目前为 4A 级景区（文化产业园位于北湖公园景区内），2018 年，公司与长春新区城乡建设和管理委员会签订《维护管理委托合同》，约定 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，公司按维护管理面积 9.81 平方公里、每平方米 12.15 元/年收取服务费，每年服务费 1.22 亿元（含税）。奥体中心项目包含体育场、体育馆、游泳馆等设施，计划未来将通过举办会展、大型体育赛事、商业演出及场地出租、健身门票等方式获取收益。新兴华园为农民回迁房，计划通过房屋销售等方式获得收益。上述项目计划总投资 81.80 亿元，截至 2018 年底已完成投资 75.90 亿元。近两年来，上述项目建设进度较慢。受项目性质所限，未来收益水平可能不足以覆盖投资成本。

表 3 公司主要准经营性项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2018 年底已累计完成投资
北湖公园	22.89	22.60
奥体中心项目	26.70	21.57
文化产业园	12.95	14.30
新兴华园项目	19.26	17.49

合计	81.80	75.90
----	-------	-------

注：1、奥体中心项目进行重新设计，预计总投资相应调整

2、文化产业园超概部分主要是资本化利息

资料来源：公司提供

③第三类项目，主要为长春新区城镇化建设项目（一期）PPP项目。项目建设内容分为基础设施建设、新区产业配套和公共服务配套设施三部分。其中基础设施建设包括道桥、市政配套管网、生态环境景观提升和地下空间部分，总投资285.78亿元；产业配套包括研发用房、产业孵化用房和双创中心，总投资30.72亿元；公共服务配套设施包括长春新区大剧院、公共服务用房、新区邻里中心和新区人才公寓，总投资33.14亿元。预计项目整体总投资349.64亿元，原则上项目建设期不超过3年，运营期19年。资金来源方面，资本金79.63亿元，其余270亿元由公司通过银行贷款方式筹集。截至2018年底，资本金已全部到位（包括公司自筹和2018年2月信政基金所注资金），贷款到位100.67亿元，项目已累计投资42.86亿元。根据《PPP项目合同》，本项目采用可行性缺口补助模式，由长春新区管委会提供可行性缺口补助。项目将取得使用者付费和政府支付的可用性付费及运营绩效服务费等收入。

公司承接的 PPP 项目规模大，公司资本支出压力大；项目未来收益周期长，项目收益实现规模和时间有较大的不确定性。

土地征拆和整理

公司土地征拆业务通过两种模式进行，2016年及以前仅包含土地征拆项目，2017年新增了北湖一期土地整理项目。

土地征拆模式：根据2014年公司与长春高新区土储中心和财政局签订的土地一级开发委托协议，公司可确认土地一级开发成本15%的利润计为当年收入，相关地块出让后由高新区财政局向公司拨付土地整理成本，同时土地出让溢价部分中地方政府留存收入由高新区土储中心与公司按2:8分配。2016—2018年，根据收入确认通知，公司分别确认土储收入2333.13万元、2592.37万元和284.11万元。截至

2018年底，公司在该模式中的累计投入成本为7.40亿元，反映在存货中。

根据公司与长春北湖科技开发区管委会签订的购买服务协议，公司负责对北湖开发区243.53公顷土地进行平整，建设期2016年至2019年末，项目预计总投28.80亿元，截至2018年底已投资42.02亿元。项目资本金由公司自筹。长春北湖科技开发区管委会自2017年开始分10年向公司支付合计37.45亿元的购买服务费用，其中2017年和2018年需支付4.39亿元和6.07亿元。截至2019年3月底，上年土地整理款尚有2.03亿元未到位。该项目实际投资因征拆成本大幅增长已经超出预计总投，公司将与管委会协商调整协议相关条款，联合资信将持续关注合同条款调整事项。

代建工程

2016—2018年，公司的代建收入主要来自英才学校、明达学校等项目，分别实现代建收入0.77亿元、1.25亿元和1.61亿元（含税）。上述两个项目总投资3.92亿元，截至2018年底累计确认收入3.63亿元，累计收到回款1.57亿元。

2018年底，公司在建代建项目为吉大三院，计划总投资2.38亿元，已完成投资0.03亿元，计划2019年完工。公司暂无拟建的代建项目。

园林维护

园林维护方面，公司作为承包方，与高新区财政局及高新区建委签订了绿化养护工程承包合同，建设工期为2010年9月至2019年，每年按照工程审定结果结算造价（可将公司融资成本列支于工程成本）加计5%的工程管理费确认收入。2016—2018年，公司确认园林维护收入分别为3.95亿元、3.86亿元和3.76亿元（含税）。截至2018年底，园林维护业务形成的应收款3.76亿元未收到。

棚户区改造

2016年，公司与长春新区住建委就长春空港经济开发区棚户区改造项目（一至三期）签署政府购买服务协议。上述项目预计总投资26.71亿元，总占地面积合计90.70万平方米，

征收总建筑面积合计56.89万平方米，拆迁安置3817户。资金来源方面，项目资本金合计5.96亿元，借款合计20.75亿元。自项目开工起，长春新区住建委将分25年（建设期3年、服务期22年）按8%的费率向公司支付服务费，服务费总价合计41.03亿元。截至2018年底，公司已对上述项目投资9.77亿元。

公司与长春新区住建委就六个地块的棚改项目签署政府购买服务协议。六地块棚改项目预计总投资14.58亿元，总占地面积合计109.42万平方米，征收总建筑面积合计21.13万平方米，拆迁安置2083户。资金来源方面，项目资本金计3.08亿元，借款11.50亿元。自项目开工起，长春住建委将分25年（建设期3年、服务期22年）按8%的费率向公司支付服务费，服务费总价合计22.48亿元。截至2018年底，公司已对该项目投资9.19亿元。

2018年，公司确认棚户区改造收入1.85亿元，款项已全部收到。

（2）制药业

公司制药业收入来自全资子公司长春高新超达投资有限公司（以下简称“高新超达”）下属子公司长春高新股份。截至2018年底，高新超达持有长春高新股份22.36%的股份（截至2018年底高新超达所持股份质押比例49.66%）。2016—2018年，长春高新股份制药收入分别实现23.19亿元、34.37亿元和47.50亿元。

公司产品包括基因生物制药和中成药两大类，其中基因生物制药包括生长激素类药品和水痘疫苗、狂犬疫苗等，中成药包括心脑血管疾病和中药抗炎产品等。基因生物制药收入占比较高且增长较快。2018年，基因生物制药和中成药分别实现收入42.23亿元和5.28亿元，占比分别为88.89%和11.11%。公司基因生物制药和中成药产品的毛利率水平均较高，2018年分别为92.09%和77.00%，分别同比上升0.34个百分点和下降1.37个百分点。

表 4 2016—2018 年公司制药板块收入情况
(单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
基因生物制药	172518.02	280129.28	422275.59
中成药	59339.63	65227.91	52754.69
合计	231857.65	345351.18	475030.27

资料来源: 联合资信根据长春高新股份审计报告整理

2016—2018 年, 长春高新股份制药业销售情况稳定增长, 销售量分别为 2.93 亿元、3.72 亿元和 4.55 亿元(以成本计); 生产量分别为 3.00 亿元、4.07 亿元和 4.55 亿元; 库存量有所波动, 分别为 0.98 亿元、1.33 亿元和 1.32 亿元。近年来, 制药业产品销售量大幅增长主要系新上市产品销售情况良好, 加之原有产品持续优化营销模式、组织促销活动, 市场覆盖率进一步扩大。

表 5 2016—2018 年公司制药业产销量情况
(单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售量	29344.74	37229.84	45531.92
生产量	29969.10	40743.28	45501.68
库存量	9760.10	13273.54	13243.30

注: 上表产销量均以成本计价

资料来源: 根据长春高新股份审计报告整理

研发投入方面, 截至 2018 年底, 长春高新股份共有研发人员 523 人, 当年共投入研发资金 3.96 亿元, 同比大幅增长 13.56%; 研发投入占营业收入比例为 7.37%, 同比减少 1.13 个百分点。近年来, 长春高新股份新产品开发不断推进, 2018 年聚乙二醇重组人生长激素注射液完成 IV 期临床试验, 提前 7 个月获得再注册批件。新研发成果投入生产后, 将为公司制药板块收入的增长提供有力支撑。

(3) 房地产

公司房地产业务开发主体主要是公司本部以及长春高新股份、2016 年收购的吉林省盛世房地产开发有限公司和长春市富源晟和房地产开发有限公司等子公司。公司房地产业务包含住宅及商业地产项目。目前公司所实现的房地产收入全部来自住宅项目, 商业地产项目尚处于开发阶段。

2016—2018 年公司分别实现房地产业务收入 5.92 亿元、6.24 亿元和 9.29 亿元。截至 2018 年底, 公司在售的住宅项目主要为北湖春天项目。在建的住宅房地产项目主要为高新君园、高新慧园和波西塔诺项目, 公司主要住宅项目计划总投资 150.39 亿元, 截至 2018 年底已累计投资 113.52 亿元, 尚需投资 36.87 亿元, 后续所需资金规模较大。

表 6 截至 2018 年底公司主要住宅房地产项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	状态	计划总投资	截至 2018 年底累计完成投资	截至 2018 年累计收到房款
怡众名城	尾盘销售	31.80	31.80	36.31
高新和园	售完	13.51	13.51	15.83
北湖春天	在售	29.36	27.83	25.15
君悦豪庭	在售	15.22	13.65	9.15
高新慧园	在建	8.56	7.33	6.72
高新君园	在建	40.29	13.13	1.56
波西塔诺	在建	11.65	6.27	0
合计	--	150.39	113.52	94.72

注: 1、累计收到房款中包含怡众名城等多个项目纳入公司合并范围之前收到的房款。2、北湖春天又名科苑小区, 高新君园又名深华项目

资料来源: 公司提供

商业地产方面, 公司目前规模较大的在建商业地产项目主要为长春龙翔国际商务中心项目、现代物流大厦项目和康达项目。

长春龙翔国际商务中心项目位于龙湖大路以北、中盛路以南, 远达大街以西, 和安街以东。按现有方案, 该项目预计总投资为 264.90 亿元, 总占地面积约 44.5 万平方米, 总建筑面积约 320 万平方米(不含公寓地块)。其中: 地上建筑面积约 233 万平方米, 地下建筑面积约 89 万平方米。地上单体建筑共 42 栋, 其中单体建筑高度在百米以上共 18 栋, 建筑高度二百米以上共 2 栋。该项目可研报告正在重新修订。截至 2018 年底, 公司对该项目投资 23.94 亿元, 反映在“存货”中, 主要是支付的项目用地的出让金。

现代物流大厦项目位于兴福大路以北, 北

远达大街以东。该项目占地面积约 9.57 万平方米，总建筑面积 30.4 万平方米。现代物流大厦为物流园区政府主导重点发展区域的标志性建筑，由一栋 120 米高主楼、三栋 60 米高的辅楼及四层群房构成，主要建设酒店、商务楼、裙楼及其他附属配套设施，涵盖政府职能部门办公、企业办公、区域会议中心、区域展览中心、酒店公寓配套及商业配套服务等功能。项目总投资 25 亿元，截至 2018 年底已完成投资 3.90 亿元。

康达项目采用拆改结合的市场化运作方式，由公司子公司长春高新房地产开发有限责任公司负责实施，所用地块为棚改拆迁地块。预计总投资 95 亿元，计划分 6 期开发建设，计划周期为 10 年，其中一期计划总投资 10.50 亿元。该项目总征拆占地面积约为 42 万平方米，计划总建筑面积 130 万平方米，目前规划的建设内容包括酒店、写字楼、购物中心、高端住宅等。截至 2018 年底，该项目累计投资 4.71 亿元，一期海容广场写字楼 B 座及海容酒店工程已开始建设。

表 7 公司房地产业务土地储备情况表
(单位: 平方米)

项目名称	地块状态	面积
波西塔诺 E 区	部分在建、部分未建	107589.00
波西塔诺 D 区	部分在建、部分未建	95246.00
配套公寓一	打地基	61556.00
配套公寓二	打地基	38131.00
锦普路以北湖畔街以西地块	净地打围栏	138369.00
长春高新开发区(北区)东至丙十四街、西至湖畔街、南至湖畔街、北至龙湖大路	净地	107231.00
长春高新开发区(北区)东至湖畔街、西至高新储备中心用地、南至高新储备中心用地、北至龙湖大路	净地	206776.00
长春高新开发区(北区)东至北远达大街、西至高新储备中心用地、南至高新储备中心用地、北至湖畔街	净地	65804.00

注：配套公寓一、二地块归属于龙翔国际商务中心项目。上表中最后三宗土地由公司子公司文旅公司摘牌，后续暂定进行自主开发，文旅公司所缴纳全额出让金暂无返还安排。在 2017 年审计报

告中反映在“存货-土地征拆”中，2018 年审计报告将其单列为“存货-土地储备”

资料来源：公司提供

近年来，公司房地产收入不断增长，但在建项目投资规模大，公司资本支出和外部融资压力大。房地产项目后续经营收入受到区域发展和房地产政策影响较大，具有较大的不确定性。

3. 未来发展

未来，公司将重点围绕“优化产业结构、强化融资业务、加速体制改革”开展工作。龙翔集团以保障新区建设发展为集团的第一要务，同时积极谋划企业转型。在优化产业结构方面，公司将优势资源向核心主业集中，同时对非主营产业降本增效，处理僵尸企业；强化融资业务方面，公司将继续拓宽融资渠道，丰富融资品种；体制改革方面，公司计划将现行的集团管控体系由经营控制型逐渐向战略控制型和财务控制型过渡。根据业务板块实现集团管控的分权化、业务管理的专业化。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共有 43 家。2016 年，合并范围内新增 12 家子公司，处置 1 家子公司，合并范围内新增企业数量较多，但整体规模较小。2017 年，公司合并范围内新增长春通邑投资有限公司等 30 家子公司，处置 2 家子公司，合并范围内新增企业数量较多，但以新设为主。2018 年，公司合并范围内新增长春北湖激光科技中心有限公司 1 家子公司，处置 13 家子公司并注销 2 家子公司，

合并范围内变化对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司资产总额972.35亿元，所有者权益421.02亿元（其中少数股东权益69.96亿元）。2018年，公司实现营业收入95.30亿元，利润总额24.61亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额992.04亿元，所有者权益421.07亿元（其中少数股东权益71.62亿元）；2019年1—3月公司实现营业收

入19.21亿元，利润总额4.72亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模持续增长，年均复合增长20.93%。2018年底，公司资产总额为972.35亿元，同比增长17.62%。2018年底，公司资产构成中，流动资产占50.15%，非流动资产占49.85%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	311.12	46.79	423.81	51.27	487.63	50.15	496.65	50.06
货币资金	57.09	8.59	82.29	9.95	151.37	15.57	145.67	14.68
其他应收款	129.69	19.51	125.20	15.15	119.81	12.32	129.20	13.02
存货	64.97	9.77	154.97	18.75	159.75	16.43	160.13	16.14
非流动资产	353.75	53.21	402.88	48.73	484.72	49.85	495.39	49.94
投资性房地产	39.94	6.01	38.31	4.63	41.73	4.29	41.07	4.14
固定资产	181.87	27.35	207.19	25.06	201.85	20.76	203.37	20.50
在建工程	113.32	17.04	109.54	13.25	168.07	17.29	181.22	18.27
资产总额	664.87	100.00	826.69	100.00	972.35	100.00	992.04	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长25.19%。2018年底，公司流动资产487.63亿元，同比增长15.06%，主要系货币资金大幅增加所致。

2016—2018年，公司货币资金增长较快，年均复合增长率为62.84%，主要系借款取得的资金到位。2018年底，公司货币资金151.37亿元，同比增长83.95%。其中，受限货币资金6.70亿元（主要为定期存单）。

2016—2018年，公司应收账款有所下降，年均复合下降7.39%。2018年底，公司应收账款账面价值为31.36亿元，同比小幅减少，应收对象仍以政府单位为主。其中应收长春新区财政局款项为18.77亿元，较上年底减少2.78亿元；同时公司应收长春北湖科技开发区管委会款项余额为4.10亿元，较上年底增加0.83亿元。期末应收账款规模仍较大，对公司形成较大的资金占用。

表9 2018年底公司应收账款金额前五大客户情况

（单位：万元、%）

单位 名称	金额	账龄	占应收账款 总额的比例
长春新区财政局	187746.95	1年以内	59.06
北湖科技开发区管理委员会	40955.98	1年以内	12.88
长春社会事业发展局	4868.74	1年以内	1.53
长春高新技术产业开发区管理委员会	2345.30	3年以上	0.74
长春汽车城商业有限公司	2200.00	1年以内	0.69
合计	238116.97	--	74.90

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司预付款项大幅波动。2017年底，公司预付款项大幅增长主要系预付PPP项目工程款增加。2018年底，公司预付款项为11.62亿元，同比下降27.67%，主要系PPP项目相关的预付款项调整至其他非流动资产所致。

2018年底，公司其他应收款为119.81亿元，

同比下降 4.31%；从集中度上看，公司其他应收款前五名占其他应收款余额的 58.56%，集中度一般，主要构成为长春高新技术产业开发区建设发展中心（占 30.57%）、长春市汉森融信房地产开发有限公司（占 13.26%）等单位的垫付款、暂借款和收购款等；累计计提坏账准备 1.18 亿元，同比大幅增加，主要系部分应收对象破产。公司其他应收款规模大，对公司资金形成明显占用。对政府部门应收款回收风险较小，但是长春市汉森融信房地产开发有限公司目前经营情况较差，且面临较多诉讼，公司对其收购事项至今尚未完成实质性交接，未来存在不确定性。

表 10 2018 年底公司其他应收款前五大客户情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	账龄	占其他 应收款 总额的 比例	款项 性质
长春高新技术产业开发区建设发展中心	369890.11	1 年以内、 1-2 年、2-3 年	30.57	垫付款、 暂借款
长春汉森融信房地产开发有限公司	160417.78	1 年以内、 1-2 年、2-3 年	13.26	收购形成 及暂借款
长春高新技术产业开发区管理委员会	75051.84	1 年以内、 1-2 年	6.20	征拆补 偿款
长春深华房地产开发有限公司	57252.35	1 年以内、 1-2 年、2-3 年	4.73	收购款
长春空港翔悦投资有限公司	45995.77	1 年以内、 1-2 年	3.80	前子公 司暂借 款
合计	708607.85	--	58.56	--

资料来源：公司提供

根据长春新区财政局于 2018 年 7 月出具的《关于新区财政应付账款资金计划的情况说明》，过往年度因“新型城镇化”、“土地收储”和“棚户区改造”等项目，以及道路维护、园林养护和管网使用租赁等业务，产生了相应的资产使用费和服务费以及往来款，截至 2017 年底，长春新区财政局累计应付公司约 73 亿元。同时，公司通过政府购买、PPP、委托代建、资产使用费等方式确认的收入，长春新区财政局将按照先期签订的合同约定，进行结算及相应

款项支付。综上，长春新区财政局计划在 2018 年底前向公司拨付 30 亿元，2019—2021 年每年拨付不低于 50 亿元，相应的拨付资金纳入财政年度预算管理。2018 年，公司共收到财政部门 and 土储中心拨款 42.32 亿元，均用于冲减应收账款或其他应收款，有助于缓解公司的资金占用压力。

2016—2018 年，公司存货大幅增长，年均复合增长 56.81%，主要来自土地整理、棚改项目和房地产项目投入增长。2018 年底，公司存货账面价值 159.75 亿元，同比增长 3.08%。公司存货主要由开发产品（占 7.28%）和开发成本（占 83.25%）构成。公司开发产品账面余额共计 11.66 亿元，同比下降 29.63%，主要为公司房地产项目销售所致。公司开发成本共计 132.99 亿元，主要为房地产项目（32.37 亿元，含储备土地）、土地收储和土地整理（49.42 亿元）、棚户区改造项目（17.62 亿元）和开发的商业物业（28.66 亿元，主要为龙翔国际商务中心）等。

2016—2018 年，公司其他流动资产有所下降，年均复合下降 10.96%，主要系理财产品减少所致。2018 年底，公司其他流动资产 12.72 亿元，主要为理财产品 6.05 亿元和待抵扣增值税进项税 4.20 亿元。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产增长较快，年均复合增长 17.06%。2018 年底，公司非流动资产 484.72 亿元，同比增长 20.31%，主要系在建工程和其他非流动资产增加所致。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，主要为基金投资增加所致。2018 年底，公司可供出售金融资产 26.14 亿元，同比增长 13.82%，主要为根据缴款计划增加对信政基金的投资。

2016—2018 年，公司固定资产小幅增长，主要由政府注入的道路、管网等设施构成。2018 年底，公司固定资产 201.85 亿元，同比下降 2.58%，主要系折旧所致。公司固定资产含账面

价值67.48亿元融资租赁租入的管网资产。

2016—2018年，公司在建工程呈上升趋势，主要系对PPP项目投资导致。2018年底，公司在建工程168.07亿元，同比增长53.44%公司规模较大的在建工程主要包括PPP项目、准经营性项目和商业地产项目。

2016—2018年，公司其他非流动资产大幅增长，主要系2018年公司将PPP项目相关的预付款项转入所致。2018年底，公司其他非流动资产22.60亿元，同比增加19.04亿元。

2019年3月底，公司资产总额992.04亿元，较2018年底变化不大，流动资产和非流动资产占比分别为50.06%和49.94%。

2018年底，公司受限资产185.82亿元，主要包括67.48亿元的固定资产、59.45亿元的存货、35.97亿元的投资性房地产和11.73亿元的应收账款。公司受限资产规模大，对公司资产流动性造成一定负面影响。

总体看，随着PPP项目的融资和投入快速推进，公司货币资金和在建工程大幅增长。公司资产中存货、固定资产和在建工程占比高，受限资产规模大，公司资产流动性较弱，整体质量较差。2018年政府回款规模增加，公司应收账款和其他应收款有所下降，资金占用情况有所缓解。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益较快增长，年均复合增长14.60%。2017年底，公司所有者权益合计339.94亿元，同比增长6.03%，主要系未分配利润增长。2018年底，公司所有者权益合计421.02亿元，同比增长23.85%，主要因信政基金增资导致实收资本和资本公积增长。归属于母公司的所有者权益351.06亿元，其中实收资本（占18.60%）和资本公积（占69.27%）占比较大，其中政府注入的道路、管网、公园和体育场馆等设施规模较大。

2018年2月，信政基金对公司增资60亿

元使公司所有者权益规模进一步上升（其中10.29亿元计入实收资本，49.71亿元计入资本公积）。信政基金总认缴规模为180.03亿元，其中3个普通合伙人各出资100万元；3个有限合伙人中，龙翔集团出资120亿元，另两名有限合伙人共出资60亿元，该基金募集资金主要用于公司的PPP项目。龙翔集团作为有限合伙人需按约定逐期认缴出资份额。2018年，龙翔集团向信政基金增缴3.85亿元。

2018年，长春高新技术产业开发区建设发展中心无偿划转北湖公园部分资产至文旅公司增加公司资本公积1.20亿元。2018年底，公司资本公积243.16亿元。

2019年3月底，公司所有者权益421.07亿元（其中少数股东权益71.62亿元），相比2018年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中政府注入的道路、管网、公园和体育场馆等设施占比较大，权益质量一般。

负债

2016—2018年，公司负债规模较快增长，年均复合增长26.55%，主要来自长期借款的增长。2018年底，公司负债总额551.33亿元，同比增长13.27%，主要系长期应付款和长短期借款大幅增长所致。从构成来看，流动负债占31.21%，非流动负债占68.79%，流动负债占比同比小幅增长，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长30.28%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长。

2016—2018年，公司短期借款波动较大。2018年底，公司短期借款为41.22亿元，同比增长93.89%，主要为信用借款和保证借款。

2016—2018年，公司预收账款有所波动，其中2018年增幅较大，主要因公司房地产加大房地产项目销售力度。2018年底，公司预收款项为12.64亿元，同比增长207.90%。

2016—2018年，公司其他应付款有所波动，主要由往来款构成。2018年底，公司其他应付

款为24.35亿元，同比下降27.65%，主要为单位往来款减少。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长166.61%。2018年底，公司一年内到期的非流动负债65.42亿元，同比增长9.97%，包含一年内到期的长期应付款25.44亿元、一年内到期的长期借款19.98亿元和一年内到期的应付债券20.00亿元（包含两期中期票据）。

2016—2018年，公司非流动负债较快增长，主要来自长期借款增长。2018年底，公司非流动负债合计379.28亿元，同比增长10.03%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。

2016—2018年，公司长期借款大幅增长，

主要系国开行对PPP项目放款规模较大。2018年底，公司长期借款178.41亿元，较上年底增长14.41%，公司长期借款以质押借款（主要以公司PPP项目享有的全部收权益和收益为质押）和信用借款为主。

2016—2018年，公司应付债券余额变动不大。2018年底，公司应付债券为101.63亿元，由非公开发行公司债券（本金合计102.00亿元）构成。

公司长期应付款主要由融资租赁和信托融资构成。2016—2018年，公司长期应付款有所波动。2018年底，公司长期应付款余额为89.78亿元（主要为融资租赁和信托融资），同比大幅增长31.78%，主要来自信托融资的增加。

表 11 公司债务情况及相关指标（单位：亿元、%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	39.44	14.81	80.75	19.69	106.64	22.67	99.41	20.22
短期借款	30.23	11.35	21.26	5.18	41.22	8.76	41.95	8.53
一年内到期的非流动负债	9.20	3.46	59.49	14.50	65.42	13.91	57.46	11.69
长期债务	226.92	85.19	329.38	80.31	363.71	77.33	392.17	79.78
长期借款	52.73	19.80	155.94	38.02	178.41	37.93	195.58	39.78
应付债券	104.17	39.11	111.44	27.17	101.63	21.61	117.93	23.99
长期应付款中的有息债务	70.02	26.29	62.01	15.12	83.67	17.79	78.66	16.01
全部债务	266.36	100.00	410.13	100.00	470.35	100.00	491.57	100.00
长期债务资本化比率	41.45		49.21		46.35		48.22	
全部债务资本化比率	45.38		54.68		52.77		53.86	
资产负债率	51.78		58.88		56.70		57.56	

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019年3月底，公司负债合计570.97亿元，较2018年底增长3.56%，主要系长短期借款和应付债券增长所致。

有息债务方面，由于公司对PPP项目、房地产项目和基金投资规模较大，2016—2018年公司全部债务规模大幅上升。2018年底，公司全部债务为470.35亿元，同比增长14.68%。其中，短期债务和长期债务分别占22.67%和77.33%。2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.70%、52.77%和46.35%。2019年3月底，公

司有息债务合计491.57亿元，较2018年底增长4.51%；2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.56%、53.86%和48.22%。根据公司提供数据，2019年和2020年公司分别需偿还到期债务106.64亿元和136.58亿元，公司面临很大的集中偿付压力。

整体看，公司债务以长期债务为主，但面临很大的集中偿付压力。随着长期借款及融资租赁、信托融资的增长，公司债务规模快速上升，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2016—2018年，受益于制药收入和资产使用费收入规模的快速扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长39.57%。2018，公司实现营业收入95.30亿元，同比增长27.82%。2016—2018年，公司营业成本快速增长，年均复合增长46.88%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用快速增长，年均复合增长36.75%，主要系销售费用快速增长。2016—2018年，公司销售费用年均复合增长44.32%，主要来自制药板块业务费（销售、提成）规模的扩大。同期，期间费用占营业收入的比重小幅波动，分别为37.56%、35.87%和36.06%，公司费用收入比相对较高，期间费用对利润侵蚀严重。

非经常性损益方面，2016—2018年，公司在“营业外收入”和“其他收益”中确认的政府补助收入分别为0.35亿元、0.22亿元和0.30亿元。同期，公司取得的投资收益波动较大，主要为公司购买的理财产品收益及处置可供出售金融资产所获得的收益。公司资产减值损失快速增长，主要为计提的坏账准备或可供出售金融资产减值损失的增长。

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率有所波动，分别为64.81%、60.73%和62.26%。2016—2018年，公司总资本收益率和净资产收益率逐年上升，2018年分别为3.10%和5.23%，公司盈利能力较弱。

表 12 2016—2018 年公司盈利情况

(单位：亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	48.93	74.56	95.30
营业利润	14.10	18.76	25.45
利润总额	14.39	18.43	24.61
营业利润率	64.81	60.73	62.26
总资本收益率	2.67	2.73	3.10
净资产收益率	4.05	4.91	5.23

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—3月，公司实现营业收入19.21亿元，利润总额4.72亿元，主要来源于下属于

公司制药业收入。当期，公司营业利润率为74.75%。

总体看，近年来公司营业收入持续增长，但期间费用对利润侵蚀较大，公司盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为79.21亿元、188.60亿元和175.73亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长55.27%，主要来自制药收入和政府回款的增加；同期，收到的其他与经营活动有关的现金波动较大，分别为35.55亿元、120.44亿元和70.48亿元，主要为往来款波动所致。2016—2018年公司现金收入比不断提高，分别为89.23%、91.41%和110.44%，收现质量较好。2016—2018年，公司经营活动现金流出量波动较大，分别为99.93亿元、227.59亿元和136.37亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金三年分别为22.55亿元、105.31亿元和31.94亿元，主要系2017年棚改、土地征拆和房地产项目投入较大，而2018年棚改接近尾声投入减少、房地产投入放缓；支付其他与经营活动有关的现金分别为65.83亿元、109.21亿元和81.23亿元，主要为往来款。受上述因素综合影响，2016—2018年公司经营活动现金流净额分别为-20.73亿元、-39.00亿元和39.36亿元。

2016—2018年，公司投资活动现金流入量逐年下降，主要系公司购买的理财产品到期赎回规模下降。2016—2018年，公司投资活动现金流出量分别为121.20亿元、100.84亿元和101.14亿元，主要由购买理财产品、项目投入和投资基金所支付的现金为主。其中，购买理财产品规模变化不大，2017年基金投资金额较大，2018年PPP项目投入规模较大。2016—2018年，公司投资活动现金净流量分别为-77.81亿元、-59.82亿元和-63.90亿元。

随着公司基础建设项目的推进，筹资前现

金净流持续为负。2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量分别 193.65 亿元、228.49 亿元和 223.68 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 45.00 亿元、0.11 亿元和 60.10 亿元，主要来自高新区国资委和信政基金的增资及下属子公司配股等带来的现金流入；其余筹资活动流入主要为通过银行借款、发行债券产品和融资租赁、信托等取得的现金。同期，筹资活动现金流出合计分别为 106.08 亿元、82.76 亿元和 136.76 亿元，主要为偿还到期的债务、支付利息及融资租赁租金对应的现金流出。2016—2018 年，公司筹资活动现金净流量分别为 87.56 亿元、145.74 亿元和 86.92 亿元。

表 13 2016—2018 年公司现金流情况

(单位：亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	79.21	188.60	175.73
投资活动现金流出量	99.93	227.59	136.37
经营活动净现金流	-20.73	-39.00	39.36
投资活动净现金流	-77.81	-59.82	-63.90
筹资活动净现金流	87.56	145.74	86.92
现金收入比	89.23	91.41	110.44

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-4.70 亿元，投资活动现金流量净额为-11.69 亿元，筹资活动现金流量净额为 10.69 亿元。

总体看，公司筹资活动前现金流持续为负，在建项目后续投资规模较大，且公司存在很大的集中兑付压力，筹资压力很大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，2018 年底分别为 283.43%和 190.57%。2019 年 3 月底，两项指标均有所回升分别为 304.41%和 206.26%，保持在较高水平。2016—2017 年，经营活动现金净流量对公司流动负债没有保障能力；2018 年，公司经营现金流动负债比为 22.88%，经营活动现金净流量对流动负债保障能力较弱。2018 年底，公司现金类资产/短期债

务比率为 1.43 倍。但考虑到公司所持的部分现金类资产存放于项目投资专户，无法用于短期债务偿还，公司实际短期偿债能力弱于指标值。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 规模持续上升，分别为 23.29 亿元、32.51 亿元和 40.78 亿元。2016—2018 年，公司全部债务/EBITDA 倍数小幅波动，分别为 11.44 倍、12.61 倍和 11.53 倍。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 12.41 亿元，担保比率为 2.94%。主要被担保方为上实融资租赁有限公司。总体看，公司担保比率较低，公司或有负债风险可控。

2018 年底，公司及子公司涉及未决诉讼 6 起，其中 3 起为原告要求公司支付工程款及利息，涉诉工程款金额共 252.23 万元，目前该 3 起诉讼已一审立案但尚未判决。涉及一起未决仲裁，系北京衍圣宗艺文化发展中心要求文旅公司承担违约金、损失 476.15 万元及所有仲裁费用等，目前案件正在审理中。此外，吉林省昂诚担保有限公司因担保业务发生 3293 万元代偿，目前上述案件均已在管辖权法院立案，追偿程序正在进行中。

截至 2018 年底，公司共获得各家银行授信总额 674.00 亿元，尚未使用额度为 304.43 亿元，公司间接融资渠道畅通。

综合考虑公司在长春新区的重要地位以及政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2016—2018 年，母公司资产规模快速增长，年均复合增长 24.02%。2018 年底，母公司资产总额 808.68 亿元，同比增长 20.94%。母公司资产占合并口径资产总额的 83.17%。其中，流动资产为 480.57 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、预付款项和存货构成。非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。

2016—2018 年，母公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 15.86%。截至 2018 年底，

母公司所有者权益为318.91亿元，同比增长28.38%。其中，实收资本占20.47%、资本公积占65.79%。公司所有者权益较为稳定。

2016—2018年，母公司负债规模快速增长，年均复合增长30.36%。截至2018年底，母公司负债总额489.77亿元，较上年增长16.76%，主要由非流动负债构成。母公司2018年资产负债率为60.56%，同比小幅下降，但整体债务负担仍较重。

2016—2018年，母公司营业收入快速增长，年均复合增长42.45%。2018年，母公司营业收入为29.55亿元，占合并口径营业收入的31.00%。营业成本为16.94亿元。公司2018年净利润为10.49亿元，同比下降3.79%。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行规模为5亿元、发行规模上限为12亿元，以下均以发行规模上限12亿元测算，本期中期票据相当于公司2019年3月底长期债务的3.06%，全部债务的2.44%。

2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.56%、53.86%和48.22%。以公司2019年3月底报表财务数据为基础，考虑到公司自2019年3月底至本报告出具日所发行的“19翔控05”“19翔控06”“19龙翔投资PPN003”合计18.70亿元，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至58.83%、55.36%和50.11%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司债务，预计本期中期票据发行后公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行规模上限的6.60倍、15.72倍和14.64倍；2016—2017年，公司经营活动现金净流量对本期中期票据无保障能力；2018年公司经营活动现金净流量为本期中期票

据发行规模上限的3.28倍。整体来看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

2016—2018年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行规模上限的1.94倍、2.71倍和3.40倍。公司EBITDA对本期中期票据的保证能力较强。同时考虑到长春新区对于公司的支持力度较大，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

十、结论

近年来，公司作为长春新区重要的基础设施建设主体，得到了政府在资产划拨、财政补贴和专项资金等方面的大力支持。

随着制药业、资产使用费和房地产收入增长，棚户区改造项目开始确认收入并收到项目款，公司收入和利润保持增长。

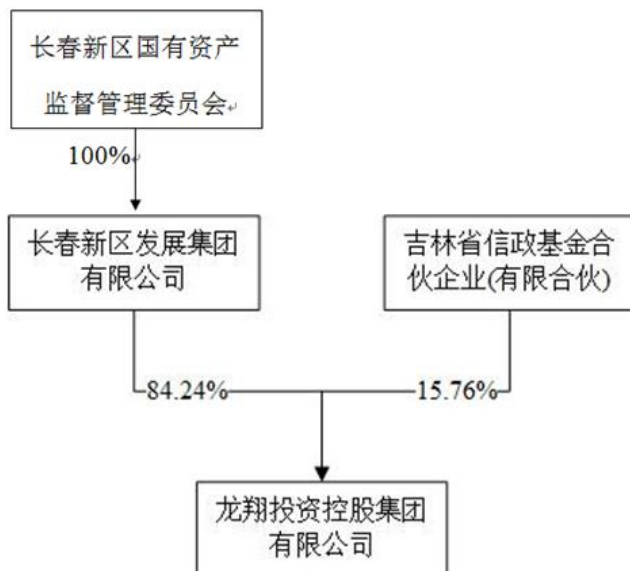
随着政府回款规模增长，公司应收账款和其他应收款有所下降，资金占用情况有所缓解。但公司资产中存货、固定资产和在建工程占比高，受限资产规模大，公司资产流动性较弱，整体质量较差。公司所有者权益中政府注入的道路、管网、公园和体育场馆等设施占比较大，权益质量一般。公司债务规模快速上升，债务负担有所加重，集中兑付压力很大，且在建项目后续投资规模较大，筹资压力很大。

长春新区成立以来，其规划范围内基建需求旺盛，为公司提供了较大的发展空间。未来随着长春新区建设的快速推进以及长春新区管委会的持续支持，公司业务规模有望保持在较高水平。

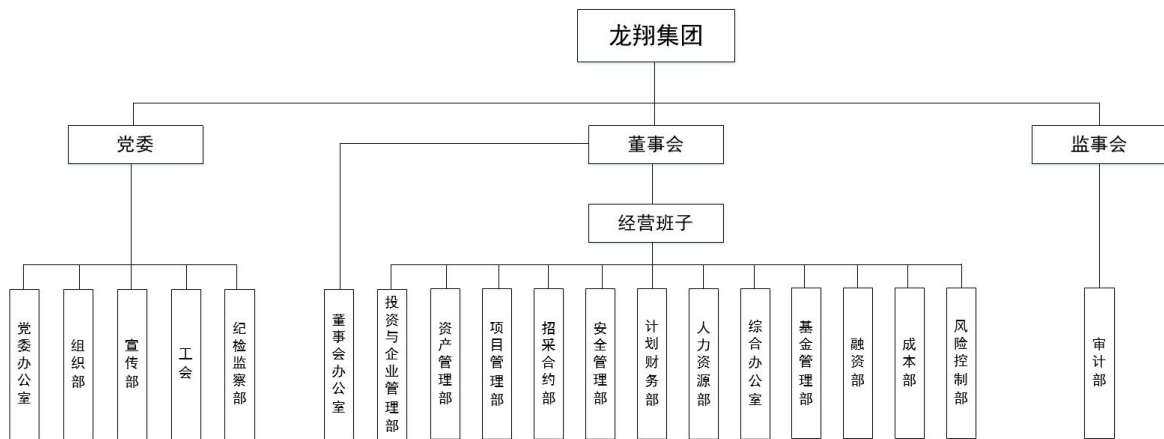
公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司合并范围内主要子公司情况

子公司名称	控股比例		主要经营地	业务性质	获得方式
	直接	间接			
长春高新建设开发有限公司	100%		长春高新开发区	房地产开发、基础设施配套等	划转
长春新城投资开发股份有限公司	51.67%	14.50%	长春高新北区	城市基础建设项目投资、开发、管理	划转
长春高新文化旅游建设开发有限公司	100%		长春高新开发区	文化旅游项目建设、投资、配套服务	划转
长春龙翔资产经营管理有限公司	100%		长春市高新北区	市政设施投资与管理及相关咨询服务等。	设立
龙翔（长春）贸易有限公司	100%		长春市高新北区	建筑材料、装饰材料销售等。	划转
吉林省嘉泰科技生态碳汇区投资建设管理有限公司	100%		长春市高新北区	科技生态碳汇区投资建设管理等。	设立
长春高新超达投资有限公司	100%		长春市高新技术产业开发区	实业投资、投资咨询服务等。	划转
深圳春湖工业发展公司	100%		深圳市龙岗区平湖镇	自有物业管理，房屋租赁。	划转
深圳春湖大酒店有限公司	42%	58%	深圳市龙岗区平湖镇	中餐制售、住宿服务等。	划转(吊销中)
深圳春湖置业发展公司	100%		深圳市龙岗区平湖镇	自有工业土地开发等。	划转
吉林省昂诚担保有限公司	60%		白山市江源区	提供贷款担保, 票据承兑担保等	划转
吉林省慧城商务咨询有限公司	100.00%		长春市高新北区	商务信息咨询等	划转
长春市富源晟和房地产开发有限公司	100%		长春市高新北区	房地产开发经营。	购买
吉林省盛世房地产开发有限公司	100%		长春市高新北区	房地产开发等	购买
长春新区股权投资基金管理有限公司	70%		长春市朝阳区	管理或受托管理股权类投资等	购买
长春龙科信息技术有限公司	100%		长春市高新北区	信息技术咨询等	设立
长春长吉翔雅投资有限公司	40%		长春市高新北区	以自有资金对相关项目投资等。	设立
长春长吉翔如投资有限公司	40%		长春市高新北区	以自有资金对相关项目投资等。	设立
长春长吉翔晟投资有限公司	40%		长春市高新北区	以自有资金对相关项目投资等。	设立
长春长吉翔新投资有限公司	40%		长春市高新北区	以自有资金对相关项目投资等。	设立
长春长吉翔泰投资有限公司	40%		长春市高新北区	以自有资金对相关项目投资等。	设立
长春龙翔现代农业科技发展有限公司	100%		长春市高新北区	预包装食品、散装食品等。	设立
长春新区东北亚金融服务中心有限公司	100%		长春市高新北区	金融信息咨询服务;投资咨询等	设立（新增）
四平龙江华通建设有限公司	79.84% (实缴比例)		吉林省四平市铁西区	国道牙四公路桑树台至四平段项目的建设、投资、运营和维护等	购买（新增）
吉林翔瑞投资有限公司	100%		吉林省长春市高新北区	以自有资金对相关项目投资	设立（新增）
长春翔通建设投资有限公司	51.00%		吉林省长春	以自有资金对相关项目投资	设立（新增）

	(认缴比例)		市北湖科技开发区		
长春市龙翔兴屹建筑材料有限公司	51.00%		吉林省长春市北湖科技开发区	建材批发；复合墙体建筑体系部品及配件的生产等	设立（新增）
吉林长玉特陶新材料技术股份有限公司	51.00%		吉林省长春市北湖科技开发区	特种陶瓷、金属陶瓷及硬质合金粉体的研发、生产和销售等	设立（新增）
长春新区东北亚金融工程研究院有限公司	51.00%		吉林省长春市北湖科技开发区	宏观金融工程的学术理论的研究；金融工程研究成果的交流、服务、推广与应用等	设立（新增）
长春新区龙翔一期城市发展投资中心（有限合伙）	99.95% (认缴比例)		长春北湖科技开发区	以自有资金对相关项目投资	设立（新增）
长春新区龙翔二期城市发展投资中心（有限合伙）	99.95% (认缴比例)		长春北湖科技开发区	以自有资金对相关项目投资	设立（新增）
长春新区龙翔三期城市发展投资中心（有限合伙）	99.95% (认缴比例)		长春北湖科技开发区	以自有资金对相关项目投资	设立（新增）
长春新区龙翔四期城市发展投资中心（有限合伙）	99.95% (认缴比例)		长春北湖科技开发区	以自有资金对相关项目投资	设立（新增）

资料来源：公司审计报告

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)	57.85	83.04	152.26	146.36
资产总额(亿元)	664.87	826.69	972.35	992.04
所有者权益(亿元)	320.60	339.94	421.02	421.07
短期债务(亿元)	39.44	80.75	106.64	99.41
长期债务(亿元)	226.92	329.38	363.71	392.16
全部债务(亿元)	266.36	410.13	470.35	491.57
营业收入(亿元)	48.93	74.56	95.30	19.21
利润总额(亿元)	14.39	18.34	24.61	4.72
EBITDA(亿元)	23.29	32.51	40.78	--
经营性净现金流(亿元)	-20.73	-39.00	39.36	-4.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.47	2.13	2.93	--
存货周转次数(次)	0.36	0.25	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.11	--
现金收入比(%)	89.23	91.41	110.44	99.90
营业利润率(%)	64.81	60.72	62.26	74.75
总资本收益率(%)	2.67	2.73	3.10	--
净资产收益率(%)	4.05	4.91	5.23	--
长期债务资本化比率(%)	41.45	49.21	46.35	48.22
全部债务资本化比率(%)	45.38	54.68	52.77	53.86
资产负债率(%)	51.78	58.88	56.70	57.56
流动比率(%)	306.90	298.33	283.43	304.41
速动比率(%)	242.82	189.24	190.57	206.26
经营现金流动负债比(%)	-20.45	-27.45	22.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.44	12.61	11.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	1.66	1.66	--

注：2019 年 1—3 月财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已计入长期债务；2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数

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	
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 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 4-1 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

联合资信评估有限公司关于 龙翔投资控股集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

如龙翔投资控股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龙翔投资控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与龙翔投资控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。