

泰州华诚医学投资集团有限公司

2018 年公司债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1621】号 01
分析师

姓名：
党雨曦 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 10 月 10 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

泰州华诚医学投资集团有限公司 2018 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：4 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：瀚华担保股份有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期第 3-7 年每年偿还本金的 20%	

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对泰州华诚医学投资集团有限公司（以下简称“华诚医学”或“公司”）本次拟发行总额 4 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好，近年来公司持续受到较大力度的外部支持，未来收入来源较有保障，以及瀚华担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供的保证担保能够有效提高本期债券的安全性；同时我们也关注到公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司发展外部环境较好。泰州市 2015-2017 年分别实现地区生产总值 3,655.53 亿元、4,101.78 亿元和 4,744.53 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 10.2%、9.5% 和 8.2%。泰州医药高新技术产业开发区（以下简称“泰州医药高新区”）2015-2017 年分别实现地区生产总值 163.96 亿元、195.22 亿元和 234.06 亿元。地方经济保持较快增长，为公司发展提供了较好的外部环境。
- 近年来公司持续受到较大力度的外部支持。公司为泰州医药高新区投资建设的重要投融资主体之一，地方政府给予公司较大支持。2015 年 12 月和 2017 年 6 月泰州医药高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）向公司增资合计 10.96 亿元。2015 年江苏省财政厅将其出资的泰州融建达基金省

级股权无偿转让给泰州医药高新区管委会，由公司代为持有，增加资本公积 0.80 亿元。2015-2017 年，泰州医药高新区管委会给予公司政府补助合计 2.19 亿元。

- **公司未来收入来源较有保障。**截至 2017 年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计 37.41 亿元，公司未来工程收入来源较有保障；香榭湾房地产项目剩余可售面积 3.57 万平方米，未来也可为公司带来一定收入。
- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的安全性。**经鹏元评定，2018 年瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力。**公司经营活动、投资活动现金持续净流出，2015-2017 年公司经营活动现金净流出 6.42 亿元、28.72 亿元和 21.28 亿元，投资活动现金净流出 0.87 亿元、5.87 亿元和 1.61 亿元；截至 2018 年 6 月底，公司在建项目尚需投资 16.90 亿元，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力。**公司有息债务规模增长较快，2015-2017 年三年复合增长率为 44.19%，截至 2017 年末，有息负债为 92.29 亿元，占负债总额的 88.35%，规模较大；公司财务杠杆水平较高，2017 年末资产负债率为 68.99%；此外，公司 EBITDA 对利息的保障程度欠佳，2017 年 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.26。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保的余额合计 22.80 亿元，占期末净资产的 48.56%，公司对外担保对象多为国营企业，对民营企业担保金额为 4.35 亿元。公司对外担保规模较大，且部分未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,488,583.43	1,514,036.40	1,287,414.80	810,879.60
所有者权益（万元）	473,504.70	469,460.79	452,130.17	229,107.59
有息债务（万元）	851,188.27	922,879.64	736,661.58	443,894.38
资产负债率	68.19%	68.99%	64.88%	71.75%

流动比率	5.97	3.28	5.78	1.93
营业收入（万元）	40,248.94	116,617.91	63,237.05	60,523.07
其他收益（万元）	448.75	7,070.26	0.00	0.00
营业外收入（万元）	3.68	5.38	8,550.37	6,332.96
利润总额（万元）	4,183.58	8,661.96	7,570.80	8,392.97
综合毛利率	20.61%	13.29%	19.41%	17.51%
EBITDA（万元）	-	15,024.56	13,607.88	13,978.18
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26	0.37	0.46
经营活动现金流净额（万元）	-22,146.08	-212,813.99	-287,150.55	-64,241.39

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

担保方主要财务指标：

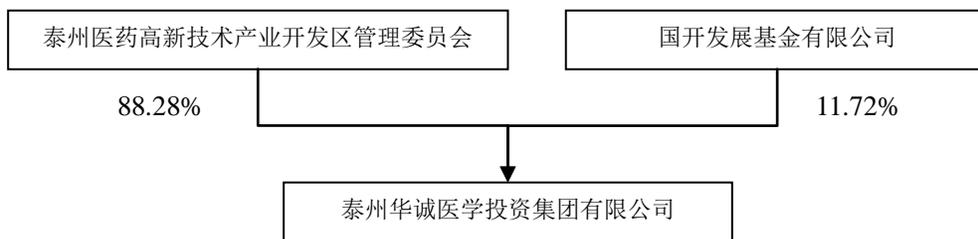
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	617,895.37	578,319.94	527,866.53
所有者权益合计（万元）	409,702.35	403,850.20	384,151.12
期末在保责任余额（亿元）	482.41	330.74	277.71
风险准备金覆盖率	3.02%	4.46%	4.47%
净资产放大倍数	7.73	5.35	4.84
当期担保代偿率	1.23%	1.41%	1.94%

资料来源：瀚华担保提供，鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名“泰州华诚医学教育投资发展有限公司”，成立于2009年8月，系由泰州华信药业投资有限公司（以下简称“华信药业”）与泰州华健创业投资有限公司（以下简称“华健创业”）共同出资设立的有限责任公司，初始注册资本为35,000万元。2011年1月31日，华信药业将持有的公司全部股权转让给泰州东方中国医药城有限公司¹（以下简称“泰州医药城控股”）。2014年7月，公司更名为“泰州华诚医学教育投资有限公司”，同年9月更名为现名。2015年5月，泰州医药城控股对公司增资6,000万元。2015年10月8日，泰州医药城控股和华健创业将其持有的公司全部股权转让给泰州医药高新区管委会。2015年12月1日，国开发展基金有限公司出资20,000万元成为新股东；泰州医药高新区管委会对公司增资99,000万元。2017年6月，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司增资10,600万元。截至2018年6月末，公司注册资本和实收资本均为170,600万元，控股股东和实际控制人均为泰州医药高新区管委会。

图1 截至2018年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司为泰州医药高新区投资建设的重要投融资主体之一，主要从事泰州医药高新区教育学区的投资建设业务。2015年12月，公司收购江苏汇鸿国际集团泰州置业有限公司（以下简称“汇鸿置业”），新增房地产开发业务。截至2017年12月31日，公司纳入合并范围的子公司共24家，详情见附录六。

截至2017年12月31日，公司资产总额为151.40亿元，所有者权益为46.95亿元，资产负债率为68.99%；2017年度，公司实现营业收入11.66亿元，利润总额0.87亿元，经营活动现金流净额-21.28亿元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为148.86亿元，所有者权益为47.35亿元，资产负债率为68.19%；2018年1-6月，公司实现营业收入4.02亿元，利润总额0.42亿元，经营活动现金流净额-2.21亿元。

¹泰州东方中国医药城有限公司后更名为“泰州东方中国医药城控股集团有限公司”。

二、本期债券概况

债券名称：2018年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券；

发行总额：4亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本，自本期债券存续期第3年起，逐年分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

增信方式：本期债券由瀚华担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为4.00亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	项目进度	占项目总投资比例
中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目	43,342.00	12,000.00	90.45%	27.69%
中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目	50,286.40	12,000.00	84.51%	23.86%
补充公司流动资金		16,000.00	-	-
合计	93,628.40	40,000.00	-	-

资料来源：公司提供

泰州中国医药城医疗器械园一期、二期标准厂房项目（以下简称“医疗器械园一期、二期项目”）由公司建设，竣工后由公司运营。项目为泰州医药高新区内医疗器械企业提供生产和办公场所，通过出售、出租和提供其他增值服务实现收益。

医疗器械园一期项目位于泰州医药高新区药城大道北侧，占地面积约为112.9亩，主要建设内容为：公共服务平台一幢（含食堂）、标准厂房十幢（包括A、B、C、D、E五种类型）及相应的配套设施。医疗器械园二期项目占地面积123.1亩，南侧为药城大道、东侧为已建一期标准厂房、北侧为规划道路，主要建设内容为：标准厂房9幢（包括B2、B3、C1、C2、D、E2六种类型）、综合楼1幢、堆场6座及其他配套设施。

本期债券募投项目已通过了泰州医药高新区发展和改革委员会、国土局、环境保护局等单位的审批，主要批文情况如下表所示。

表2 泰州中国医药城医疗器械园一期项目的审批、核准或备案情况

批文类型	名称	文号
可研批复	关于泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目可行性研究报告的批复	泰高新发改发[2013]102号
环评批复	关于对泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目环境影响报告表的批复	泰环高新 [2013]65号
用地预审意见	建设用地规划许可证	地字第321200201330026号
建设规划许可证	建设工程规划许可证	建字第321200201430011号
社会风险稳定评估	社会稳定风险评估意见书	-
能评批复	关于泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目节能评估报告书的审查意见	泰高新发能环审[2013]14号

资料来源：公司提供

表3 泰州中国医药城医疗器械园二期项目的审批、核准或备案情况

批文类型	名称	文号
可研批复	关于泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目可行性研究报告的批复	泰高新发改发[2014]215号
环评批复	关于对泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目环境影响报告书的批复	泰环高新 [2014]196号
用地预审意见	建设用地规划许可证	地字第321200201430017号
建设规划许可证	建设工程规划许可证	建字第321200201430011号
社会风险稳定评估	社会稳定风险评估意见书	-
能评批复	关于泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目节能评估报告书的审查意见	泰高新发能环审[2014]11号

资料来源：公司提供

医疗器械园一期项目建设期为2.5年，2015年初动工，截至2018年6月末，部分厂房已经完成主体施工，项目完成度约为90.45%，项目投资进度不及预期。医疗器械园二期项目建设期为2年，2015年底动工，截至2018年6月30日，部分厂房已经完成主体施工，项目完成度为84.51%，项目投资进度不及预期。

根据江苏春天工程设计院有限公司出具的《泰州华诚医学教育投资发展有限公司中国医药城医疗器械园一期、二期标准厂房可行性研究报告》测算，医疗器械园一期、二期项目在本期债券存续期内可分别实现经营收入47,621.31万元和55,084.32万元，均能覆盖项目总投资额。医疗器械园一期、二期经营收入分为销售收入、租金及管理费用收入。医疗器械园一期、二期厂房70%部分和配套地下停车位将以优惠销售价格出售给开发区招商引商的医疗器械企业。标准厂房销售价格4,000.00元/平方米。医疗器械园一期项目在债券存续期内（2018-2025年）预计标准厂房销售面积74,452.80平方米，标准厂房销售收入合计

29,781.12万元。此外，配套地下停车位销售预计可实现收入合计950.00万元，本项目合计销售收入为30,731.12万元。医疗器械园二期项目在债券存续期内（2018-2025年）预计标准厂房销售面积83,155.10平方米，标准厂房销售收入合计33,262.04万元。此外，配套地下停车位销售预计可实现收入合计930.00万元，本项目合计销售收入为34,192.04万元。医疗器械园一期、二期项目厂房其余30%部分均采用出租方式。医疗器械园一期项目本期债券存续期内可实现租金收入14,837.05万元，物业管理收入2,053.14万元。医疗器械园二期项目在本期债券存续期内可实现租金收入18,448.19万元，物业管理收入2,444.09万元。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但2018年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳

向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014 年 10 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，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事

业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 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，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表4 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备	财政部、国土	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等

	和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	资源部、中国人民银行、银监会	其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运作,鼓励发展直接融资
2017年5月	《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)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作,切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督等方面进行了明确规定
2017年6月	《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)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
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)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关工作人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
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号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金

[2018]61号)

管理

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

泰州市经济保持较快增长，产业结构有所优化

泰州地处江苏中部，长江北岸，是长三角中心城市之一。南部濒临长江，北部与盐城毗邻，东临南通，西接扬州。全市除靖江有一独立山丘外，其余均为江淮两大水系冲积平原。全市总面积5,787.26平方千米，其中陆地面积占77.85%，水域面积占22.15%。市区面积1,567.13平方千米。泰州现辖靖江、泰兴、兴化三个县级市，海陵、高港、姜堰三区和泰州医药高新区。截至2017年末，全市常住人口465.19万人，其中市区163.08万人。

作为国家创新型试点城市、国家知识产权示范市，泰州发展壮大以传统优势产业装备制造制造业，生物技术和新医药、电子信息、新能源三大新兴产业和若干个新兴产品集群为主体的“1+3+N”产业体系，被列为全国首批战略性新兴产业区域集聚发展试点。新技术船舶基地、新能源产业园已建成国家级特色产业基地；中国医药城“产城一体”，是首家国家级医药高新区，被纳入国家创新体系。

近年来泰州市经济保持较快增长，2015-2017年，泰州市分别实现地区生产总值3,655.53亿元、4,101.78亿元和4,744.53亿元，按可比价格计算，同比分别增长10.2%、9.5%和8.2%，经济保持着8%以上的较快增长。具体来看，2017年第一产业增加值264.08亿元，增长2.8%；第二产业增加值2,238.13亿元，增长7.3%；第三产业增加值2,242.32亿元，增长10.0%；三次产业结构从2015年6.0:49.0:45.0调整为2017年的5.6:47.1:47.3，以服务业为主的第三产业对经济增长的拉动作用进一步增强。截至2017年末，按常住人口计算，泰州市全年人均地区生产总值102,058元，较2016年增长15.54%，是全国人均地区生产总值的171.07%。

从工业运行来看，2015-2017年，泰州市全年规模以上工业增加值增速保持在9.0%以上，增速较快。2017年，分重点行业看，金属制品、通用设备制造、船舶及相关装置制造、电气机械和器材制造、专用设备制造业分别实现产值1085.14亿元、715.77亿元、1033.12

亿元、1470.44 亿元、615.40 亿元，分别增长 16.1%、20.3%、9.7%、11.1%、15.6%；食品、纺织、医药、建材、冶金分别实现产值 813.48 亿元、579.72 亿元、720.86 亿元、180.09 亿元、687.08 亿元，分别增长 10.6%、13.8%、8.0%、7.1%、9.4%。

从需求看，投资、消费对经济拉动效果显著。2015-2017 年，泰州市完成全社会固定资产投资分别为 2,695.66 亿元、3,164.12 亿元和 3,623.33 亿元，增速分别为 22.6%、17.4% 和 14.5%。其中，城乡基础设施建设扎实推进：东环高架建成通车，稻河古街区建成开街，江苏省泰州中学新校区、现代服务业集聚区加快建设，东风路、永定路快速化改造按序时实施，西客站片区改造、西北片区生态修复、西南城河综合改造等工程有序推进。重大基础设施项目加快推进：宁启铁路复线电气化改造全面完成，泰镇高速泰州段、兴泰高速、京沪高速江广段建设步伐加快。

除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，泰州市社会消费品零售总额保持较快增长。此外，存款余额增速有所下降，贷款余额增速保持较快增长。

表5 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,744.53	8.2%	4,101.78	9.5%	3,655.53	10.2%
第一产业增加值	264.08	2.8%	240.00	1.4%	218.93	3.4%
第二产业增加值	2,238.13	7.3%	1,933.89	8.8%	1,793.04	10.2%
第三产业增加值	2,242.32	10.0%	1,927.89	11.4%	1,643.56	11.2%
规模以上工业增加值	-	9.3%	12,575.81	12.9%	11,173.68	14.9%
固定资产投资	3,623.33	14.5%	3,164.12	17.4%	2,695.66	22.6%
社会消费品零售总额	1,254.22	12.2%	1,118.34	11.7%	1,001.64	10.9%
进出口总额（亿美元）	129.48	24.8%	103.81	1.5%	102.3	6.1%
存款余额	5,732.30	8.7%	5,275.62	18.8%	4,441.70	12.7%
贷款余额	4,173.85	14.1%	3,656.79	13.3%	3,228.08	17.3%
人均 GDP（元）		102,058		88,330		78,756
人均 GDP/全国人均 GDP		171.07%		163.63%		159.58%

资料来源：泰州市 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

近年泰州医药高新区经济保持较快增长，入驻企业不断增加

泰州医药高新区位于泰州，是当今中国唯一的国家级医药高新区，总体规划面积 25.00 平方公里，启动开发面积已达 10.80 平方公里。泰州医药高新区由科研开发区、生产制造区、会展交易区、康健医疗区、综合配套区五大功能区组成。随着近年来泰州医药高新区基础设施建设的不断完善以及招商引资活动的不断加强，入驻企业逐步增多，园区经济情况发展良好。2015-2017 年，泰州医药高新区地区生产总值分别为 163.96 亿元、195.22 亿

元和 234.06 亿元，增速均在 10% 以上，保持较快增长。其中固定资产投资是拉动泰州医药高新区经济发展的重要动力，2015-2017 年分别为 330.71 亿元、408.42 亿元和 475.94 亿元，保持较快增长。

表6 泰州医药高新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	234.06	11.50%	195.22	10.00%	163.96	12.00%
规模以上工业总产值	-	-	738.64	23.08%	589.47	20.80%
固定资产投资	475.94	16.50%	408.42	23.50%	330.71	23.40%

资料来源：鹏元地区经济与财政数据库

泰州市全市公共财政收入保持稳步增长，财政自给能力尚可

近几年泰州市全市公共财政收入保持稳步增长态势，2015-2017 年全市公共财政收入分别为 322.22 亿元、327.60 亿元和 343.97 亿元，三年复合增长率为 3.32%。税收收入是泰州市公共财政收入的主要来源，2015-2017 年税收收入分别为 262.09 亿元、263.73 亿元和 265.03 亿元，占公共财政收入的比重为 81.34%、80.50% 和 77.05%，税收收入保持增长，泰州市公共财政收入质量较高。

财政支出方面，泰州市全市财政主要支出在民生方面，具有一定的刚性。2015-2017 年，随着民生投入力度的加大，泰州市全市公共财政支出呈增长态势，分别为 399.43 亿元、446.09 亿元和 467.79 亿元，三年复合增长率为 8.22%。泰州市全市公共财政支出规模明显大于收入规模，近年来财政自给率分别为 80.67%、73.44% 和 73.53%，财政自给能力尚可。

近年泰州市市本级公共财政收入波动较大，2015-2017 分别为 21.57 亿元、18.29 亿元和 30.38 亿元，其中税收收入占比分别为 48.40%、54.07%、32.19%，税收收入持续下滑，财政质量一般。2015-2017 年市本级政府性基金收入分别为 70.43 亿元、3.74 亿元、31.01 亿元，波动性很大，主要受当地政府土地出让计划的影响。

财政支出方面，泰州市本级财政支出主要由公共财政支出和政府性基金支出构成。2015-2017 年，泰州市本级公共财政支出稳步增长，分别为 61.51 亿元、65.08 亿元和 65.81 亿元。政府性基金支出主要用于各项基础设施建设，其规模随着土地出让的波动而波动，2015-2017 年，政府性基金支出分别为 70.33 亿元、8.02 亿元、41.34 亿元，波动较大。近年来财政自给率分别为 35.07%、28.10% 和 46.16%，财政自给能力较弱。

表7 泰州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级	全市	本级

公共财政收入	343.97	30.38	327.60	18.29	322.22	21.57
其中：税收收入	265.03	9.78	263.73	9.89	262.09	10.44
非税收入	78.94	20.60	63.87	8.40	60.13	11.13
政府性基金收入	194.23	31.01	174.10	3.74	-	70.43
其中：土地出让收入	175.41	27.05	163.05	2.50	-	68.00
公共财政支出	467.79	65.81	446.09	65.08	399.43	61.51
政府性基金支出	237.77	41.34	199.28	8.02	-	70.33
财政自给率	73.53%	46.16%	73.44%	28.10%	80.67%	35.07%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2015-2017年泰州市财务预算执行情况，鹏元整理

泰州医药高新区公共财政收入持续增长，财政自给水平较好，但需关注地方综合财力受政府性基金收入的影响持续下降

近几年泰州医药高新区公共财政收入持续增长，但地方综合财力受政府性基金收入的影响持续下降。2015-2017年，泰州医药高新区地方综合财力分别为140.98亿元、64.24亿元、55.41亿元。从泰州医药高新区地方综合财力结构来看，公共财政收入是地方综合财力的主要来源。

泰州医药高新区公共财政收入增长较快，2015-2017年年均复合增长率为16.35%，占地方综合财力比重分别为21.40%、62.50%和73.71%，公共财政收入是地方综合财力的主要来源。近年来税收收入存在一定的波动，2015-2017年税收收入分别为25.45亿元、35.17亿元和34.06亿元，占公共财政收入的比重为84.36%、87.60%和83.40%，泰州医药高新区公共财政收入质量较高。

2015-2017年泰州医药高新区上级补助收入分别为7.80亿元、3.50亿元和4.72亿元，是地方综合财力的补充。政府性基金收入是泰州医药高新区重要的可支配财力来源，2015-2017年泰州医药高新区分别实现政府性基金收入103.01亿元、20.59亿元和9.85亿元。政府性基金收入持续大幅减少，导致地方综合财力持续下降。泰州医药高新区政府性基金收入受当地土地市场行情和政府土地出让计划影响较大，该部分收入需要持续关注。

财政支出方面，泰州医药高新区财政支出主要包括公共财政支出和政府性基金支出，其中，公共财政支出主要用于教育、农林水、社会保障和就业、医疗卫生等事务。2015-2017年，随着民生投入力度的加大，泰州医药高新区公共财政支出呈增长态势，分别为26.59亿元、29.84亿元和31.93亿元，三年复合增长率为9.58%。政府性基金支出主要用于泰州医药高新区的各项基础设施建设，其规模随着土地出让规模的下降而下降。泰州医药高新区的公共财政支出规模明显小于收入规模，近年来财政自给率分别为113.49%、134.55%和127.90%，财政自给能力较好。

表8 泰州医药高新区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2016年	2015年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	55.41	64.24	140.98
（一）公共财政收入	40.84	40.15	30.17
其中：税收收入	34.06	35.17	25.45
非税收入	6.78	4.98	4.71
（二）上级补助收入	4.72	3.50	7.80
（三）政府性基金收入	9.85	20.59	103.01
其中：国有土地使用权出让金收入	9.27	20.22	102.92
财政支出=（一）+（二）	43.48	54.14	133.1
（一）公共财政支出	31.93	29.84	26.59
（二）政府性基金支出	11.55	24.30	106.51
财政自给率	127.90%	134.55%	113.49%

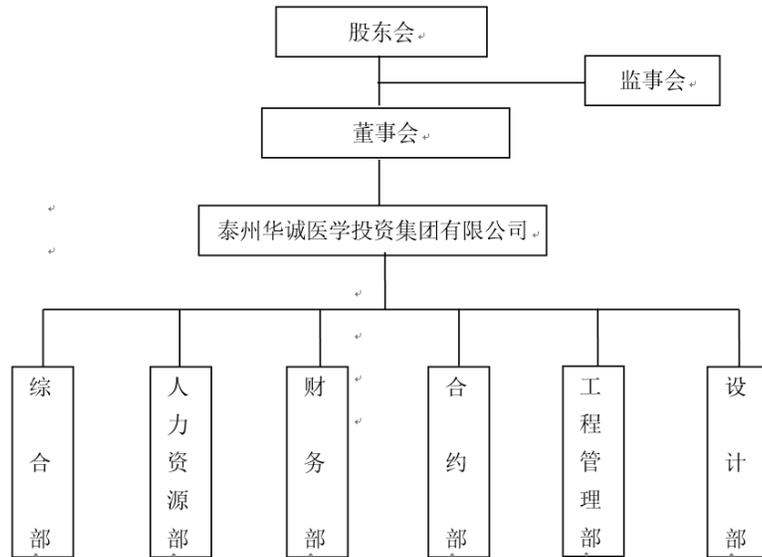
注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

资料来源：2015-2017年泰州医药高新技术产业开发区财政预决算，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司设股东会，决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事并决定有关董事、监事的报酬等事项；公司设董事会，成员为4人，其中职工董事1人，由职工代表大会选举产生，其他成员由股东会选举产生。董事任期三年，董事会对股东会负责，行使股东会决议、决定公司的经营计划和投资方案等职责。公司设监事会，共设监事5人，其中职工代表监事2人，由职工代表大会选举产生，监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生，其他监事由股东会选举产生，监事每届任期3年，监事会行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。总体来看，公司治理结构及治理机制基本能够满足日常经营需要。

图2 截至2017年12月31日公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构（如图2），目前设综合部、人力资源部、财务部、合约部、工程管理部和设计部。其中，综合部负责完善企业法人治理结构，制定各项管理制度，协调公司内外部关系；人力资源部负责根据公司发展战略，制定人力资源规划与开发计划，建立公司绩效考核体系并组织实施；财务部负责公司会计核算、财务报告的编报工作，负责公司成本运营管理、预算管理、财务分析等工作；合约部负责项目工程预算、工程结算、审核，工程款支付、变更、结算设计审计初审、工程稽查等合同管理工作，提供招商支持和服务，组织实施合同签约、履行监督、法律事务和建设工程项目招投标等工作；工程管理部负责规划设计及建筑控制和相关技术资料管理、基础设施及配套设施的项目建设管理等资源调度、内外部协调等工作；设计部负责配合集团公司合约部进行各设计项目（含规划方案设计、扩初设计、施工图设计、装修设计等，下同）的招标和各项目设计方案（图纸）的审核修改，督促设计单位按时、按要求完成设计等工作

人员方面，公司管理层无公务员违规兼职的情形。总体而言，公司部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

六、经营与竞争

公司为泰州医药高新区投资建设的重要投融资主体之一，主要从事泰州医药高新区教育学区的投资建设业务；2016年公司新增房地产开发业务。近年来公司营业收入持续增

长，2015-2017年分别实现营业收入60,523.07万元、63,237.05万元和116,617.91万元。受房地产业务毛利大幅波动影响，公司综合毛利率波动较大，2015-2017年分别为17.51%、19.41%和13.29%。2015-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程收入	82,740.67	13.04%	43,201.60	12.31%	57,410.00	13.04%
房地产收入	26,275.76	-0.59%	15,384.64	21.37%	0.00	-
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%	1,770.37	100.00%
超市收入	1,342.65	14.11%	848.91	10.72%	4.14	24.62%
影院收入	788.55	54.38%	313.17	54.95%	0.00	-
咨询服务收入	690.47	91.62%	1,055.64	94.46%	947.72	100.00%
酒店	488.09	27.44%	0.00	-	0.00	-
物业收入	362.43	-81.11%	140.81	68.32%	64.38	94.86%
餐饮收入	162.73	19.94%	0.13	-557.75%	0.00	-
其他	1,882.48	100.00%	0.00	-	0.00	-
其他业务收入	129.07	75.32%	537.15	94.66%	326.47	100.00%
合计	116,617.91	13.29%	63,237.05	19.41%	60,523.07	17.51%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中土地开发业务尚未确认收入，未来收入来源较有保障；需关注公司在建委托代建项目规模较大，面临一定资金压力

公司为泰州医药高新区投资建设的重要投融资主体之一，承担泰州医药高新区教育学区教学校区及配套设施建设的职责。教育学区建设方面，投资规模较大的项目，公司就具体项目与泰州医药高新区管委会、华信药业或泰州医药城控股签订委托代建协议，由公司自筹资金进行建设，项目竣工验收后，委托方按工程成本加成一定比例支付公司工程款，具体支付比例及支付日期由双方协商约定。

近年来公司主要进行南京中医药大学翰林学院、泰州职业技术学院中国医药城新校区以及两个学校周边配套设施的投资建设。其中翰林学院 4 号、5 号楼和图书馆项目，公司与华信药业签订了委托代建协议；邻里中心项目，公司与泰州医药高新区管委会签订了委托代建协议；泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，公司与泰州东方中国医药城控股集团有限公司签订了委托代建协议。上述项目尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2015-2017 年公司工程收入来自邻里中心及泰州职业技术学院中国医药城新校区项目。公司近年工程业务回款情况一般，受工程进度和委托方安排的影响，公司工程收入规模出现了一定波动。由于 2016 年营改增影响，近年来工程业务毛利率也存在一定的波动性，

2015-2017年工程业务毛利率分别为13.04%、12.31%和13.04%。截至2017年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计37.41亿元，土地一级开发成本合计7.67亿元，未来收入来源较有保障。

表10 2015-2017年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2017年	2016年	2015年
邻里中心	0.00	0.00	11,500.00
泰州职业技术学院中国医药城新校区	82,740.67	43,201.60	45,910.00
合计	82,740.67	43,201.60	57,410.00

资料来源：公司提供

截至2018年6月30日，公司在建的委托代建项目为泰州职业技术学院中国医药城新校区建设项目，计划总投资23.23亿元，已投资21.93亿元，尚需投资1.30亿元。

表11 截至2018年6月30日公司代建项目在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	项目类型
泰州职业技术学院中国医药城新校区	232,303.80	219,327.24 ²	泰州医药城控股委托代建项目

资料来源：公司提供

公司自建项目较多，尚需投入资金规模较大，给公司带来一定资金压力

公司自建项目主要为教学校区及配套设施建设项目，以及协助泰州医院高新区政府进行的部分厂房、仓库建设项目。公司自建项目均由公司自筹资金进行建设，计入在建工程核算，竣工后转入固定资产。其中，教学校区及配套设施建设项目竣工后作为对学校的办学投入，公司以参与学校学费分成的方式获取收益；厂房、仓库项目竣工验收后由政府相关部门进行招商，招商完毕后由公司进行运营收取租金。

近年来，公司自建项目主要为教育教学区行政楼工程，教育教学区高级学生公寓及教师公寓项目，医疗器械园一期、二期、三期标准厂房（一期、二期为本期债券募投项目）以及泰州医药园区药品专用公共型保税仓库等，其中，教育教学区行政楼工程，教育教学区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，截至2018年6月30日，自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计10.68亿元，尚需投资合计5.04亿元。公司代建与自建项目合计尚需投资6.34亿元。

表12 截至2018年6月30日公司主要的自建项目在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	项目类型
------	-------	-------	------

² 项目已投金额中不包含资金成本。

中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	39,202.21	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	42,495.40	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	20,648.46	自建项目
泰州医药园区药品专用公共型保税仓库	15,620.00	4,434.77	自建项目
合计	157,248.40	106,780.84	

资料来源：公司提供

2016年公司新增房地产业务，对公司营业收入形成重要补充；但房地产业务收入受泰州市房地产行情影响较大，未来可能存在一定的不确定性

2015年12月，公司以评估价格收购汇鸿置业100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。2016-2017年公司在运营的房地产项目主要为金融中心一期商业项目和香榭湾住宅项目。

金融中心商业项目位于泰州医药高新区内曙光路北侧、海陵西路南侧。该项目建设用地为商务金融用地，土地总面积56,008平方米。金融中心商业项目为泰州医药高新区配套商业设施，建成后出租给泰州医药高新区内企业。金融中心商业项目计划分一期和二期建设。其中，金融中心一期商业项目自2012年12月开工，2016年6月开始对外出租。截至2018年6月30日，该项目已完工。截至2018年6月30日，出租率约为40%，2017年度实现租金收入273万元，计入营业收入。

截至2018年6月30日，金融中心二期商业项目准备开工，该项目计划总投资62,639.90万元，计划建筑面积149,903.00平方米，其中地上面积105,235.00平方米（其中住宅49,031.00平方米、办公56,204.00平方米），地下面积44,668.00平方米。

表13 截至2018年6月30日金融中心商业项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	项目进展	项目总投资	项目已投资	计划建筑面积	已开发建筑面积
金融中心一期商业项目	已完工	31,897.75	31,897.75	84,507.00	84,507.00
金融中心二期商业项目	开工初期	62,639.90	385.34	149,903.00	-

资料来源：公司提供

香榭湾商品房住宅项目位于泰州医药高新技术产业开发区教育学区，主要定位于销售给区域内高校教师、教育学区职工及其他社会公众，是教育学区主要住宅配套设施。香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资8.80亿元，尚需投资4.33亿元，已经累计确认收入8.33亿元，剩余可售面积3.57万平方米，预计还会带来一定的收入。从毛利率来看，2017年房产收入毛利率大幅降低至-0.59%，主要由于上年未确认的成本转入当期导致成本大幅增加。

公司房地产项目出售和出租受泰州市房地产市场行情影响较大，未来仍可能存在一定

的不确定性，需关注其可能存在的市场风险。

表14 截至2018年6月30日房地产情况（单位：万元、平方米、元/平方米）

项目名称	总投资	已投资	剩余可售面积	已销售面积	累计确认收入	销售均价
香榭湾	131,273.30	87,998.11	35,722.57	93,559.54	83,291.97	8,902.56

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，毛利率极高

公司建设的翰林学院一期项目建成回购后，由泰州医药高新区管委会、泰州市国资委分别将房屋使用权、土地使用权注入公司，一部分冲减公司与泰州医药高新区管委会、泰州市国资委部分往来款，一部分作为泰州医药高新区管委会、泰州市国资委对公司的投资增加公司资本公积。公司参与学费分成的形式获得回报。

2012年秋季新学年开始，翰林学院办学收入的60%用于翰林学院日常费用支出，40%为公司和南京中医药大学的投资回报，其中公司获得投资回报的65%。翰林学院为民营普通高等本科学校，学制为四或五年，符合毕业条件的学生由翰林学院颁发毕业证书，符合学位条例要求的毕业生由翰林学院授予相应的学士学位。翰林学院现有在校生5,000人左右。

由于公司前期以教学配套设施和土地作为翰林学院资产投入，该部分资产折旧计入管理费用中，未反应在营业成本中，故公司投资办学业务毛利率为100%。2015-2017年，公司投资办学业务收入分别为1,770.37万元、1,755.00万元和1,755.00万元。根据公司与南京中医药大学签订的《关于合作举办南京中医药大学翰林学院的协议》，公司与南京中医药大学合作期限为签署之日起至翰林学院依法终止办学，公司该业务未来可持续性较好。

咨询服务业务收入、物业收入、超市收入、影院收入和其他业务收入是公司营业收入的有力补充

公司咨询服务板块收入为公司子公司泰州华鑫创业投资管理有限公司、泰州中国医药城融健达创业投资管理有限公司收取的基金管理服务费。

泰州华鑫创业投资管理有限公司管理的基金为泰州健鑫创业投资有限公司基金，规模25,000万元，为国家产业基金管理平台，于2012年设立，项目投资期管理费费率为2.50%。截至2017年底，公司直接持有该基金比例为8%；通过泰州华鑫创业投资管理有限公司间接持有1.50%。

泰州中国医药城融健达创业投资管理有限公司管理的基金为泰州中国医药城融健达创业投资有限公司基金，规模24,000万元，为省级产业基金管理平台，于2013年设立，项目投资期管理费费率2.00%。公司2015年收到的由江苏高科技投资集团有限公司无偿

转让的 8,000 万元代持股权，因此直接持有该基金比例为 33.33%，通过泰州中国医药城融健达创业投资管理有限公司间接持有 0.70%。由于基金管理费用是按照基金出资总额的一定比例提取，但提取金额随着基金管理规模的波动而波动，所以咨询服务收入波动较大。

公司超市收入和影院收入主要为邻里中心的苏果超市和苏艺影院的营业收入。公司物业收入主要为公司收取翰林学院及邻里中心的物业收入。公司其他收入主要包括房租收入和能耗费收入；其中房租收入主要由翰林学院门面房和金融中心一期等项目的租金收入构成，能耗费收入主要为公收取邻里中心商户的水电费。

当地政府在资产注入、资金补助方面给予了公司较大支持，提升了公司的资本实力和融资能力

公司为泰州市医药高新区重要的投融资主体之一，当地政府在资金注入和财政补贴方面给予公司较大支持。

2015 年 12 月和 2017 年 6 月，泰州医药高新区管委会以货币形式分别对公司增资 99,000.00 万元和 10,600.00 万元。根据苏财教【2015】61 号《关于同意泰州融建达基金省级股权转让的复函》，江苏省财政厅同意将其出资由江苏高科技投资集团有限公司代持的 8,000.00 万元泰州融建达基金省级股权无偿转让给泰州医药高新区管委会，转让的股权由公司代为持有，该事项增加公司资本公积 8,000.00 万元。政府对公司的资产注入，提升了公司的资本实力。

在财政补贴方面，政府也对公司给予了较大支持。2015-2017 年，泰州医药高新区管委会分别给予公司政府补助 6,332.30 万元、8,502.00 万元和 7070.26 万元，一定程度上提升了公司的盈利水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，报告均采用新会计准则编制。2015 年合并范围新增 6 家子公司，2016 年新增 6 家子公司，2017 年新增 5 家子公司，减少 1 家子公司，截至 2017 年底，公司合并范围内子公司共 24 家，具体合并范围见附录六。

资产结构与质量

公司总资产增长较快，其中应收款项和存货占比较高，整体资产流动性一般

近三年公司总资产规模增长较快。2015-2017年公司总资产规模分别为81.09亿元、128.74亿元和151.40亿元，近三年年均复合增长率36.64%。公司资产主要由流动资产构成，近三年占比分别是60.49%、70.51%和85.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。截至2017年底，公司货币资金规模为26.14亿元，主要为银行存款，受限比例较低，为0.96%。截至2018年6月30日，公司货币资金为17.52亿元，较2017年底减少8.62亿元，主要系在建项目投入和偿还部分借款所致。公司应收账款主要系应收泰州医药城控股、泰州医药高新区管委会的工程款，截至2017年底，应收账款账面价值为15.42亿元，较上年增长50.73%，系业务规模增长较快所致，从账龄来看，账龄主要集中在1-3年；其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司和泰州华康工程管理有限公司为民营企业，存在一定的应收款项回收风险。随着业务规模不断增大，其他应收款增长较快，账龄主要集中在2年以内。整体来看，公司应收款项规模较大、增长较快、回收时间存在较大的不确定性，对公司资金形成较大占用，且存在一定的应收款项回收风险。截至2017年底，存货账面价值为54.04亿元，较上年大幅增长106.34%，主要系将无形资产中翰林学院、教师及学生公寓、邻里中心等委托代建项目的土地转入存货导致存货中委托代建工程建设成本大幅增长所致，此外，截至2017年底，账面价值为6.99亿元的存货用于借款抵押，占存货规模的12.93%。整体来看，公司存货变现能力偏弱。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月30日		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	175,225.96	11.77%	261,381.77	17.26%	327,356.63	25.43%	165,849.87	20.45%
应收账款	188,960.53	12.69%	154,198.36	10.18%	102,258.76	7.94%	102,496.06	12.64%
其他应收款	290,543.09	19.52%	340,251.13	22.47%	209,502.40	16.27%	74,224.40	9.15%
存货	590,341.37	39.66%	540,418.22	35.69%	261,923.65	20.34%	142,876.93	17.62%
流动资产合计	1,246,105.95	83.71%	1,301,794.27	85.98%	907,741.10	70.51%	490,519.79	60.49%
固定资产	51,579.07	3.46%	52,411.45	3.46%	52,629.03	4.09%	54,002.86	6.66%
在建工程	121,821.27	8.18%	112,958.74	7.46%	138,370.77	10.75%	102,623.93	12.66%
无形资产	6,451.37	0.43%	6,453.41	0.43%	140,841.20	10.94%	144,754.01	17.85%
非流动资产合计	242,477.48	16.29%	212,242.12	14.02%	379,673.70	29.49%	320,359.81	39.51%
资产总计	1,488,583.43	100.00%	1,514,036.40	100.00%	1,287,414.80	100.00%	810,879.60	100.00%

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年中报，鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产构成。固定资产主要系政府注入公司的翰林学院一期项目房产；翰林学院一期项目建筑面积10.05万平方米，账面价值4.82亿元，公司以参与学费分成的形式获得回报。在建工程主要系医疗器械园一期、二期、三期项目等，医疗器械园一期、二期、三期项目竣工后主要通过出租来获取收益。截至2017年在建工程账面为11.30亿元，较上年减少18.35%，主要由于教学区、教师及学生公寓等项目转为固定资产所致。公司无形资产以土地资产为主，无形资产由2016年的14.08亿元大幅降低至2017年的0.65亿元，主要系将翰林学院、教师及学生公寓、邻里中心等委托代建项目的土地转入存货所致。整体来看，公司无形资产变现能力欠佳。

综合而言，公司资产增长较快，其中应收款项和存货占比较高，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司盈利能力欠佳，利润总额对财政补贴依赖程度较高

近年来公司营业收入持续增长，公司2015-2017年分别实现营业收入6.05亿元、6.32亿元和11.66亿元。考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计37.41亿元，公司未来工程建设收入较有保障，但工程业务收入受到施工进度和委托方结算安排的影响，未来仍将有一定的波动。香榭湾房地产项目剩余可售面积3.57万平方米，预计还会带来一定的收入，但受到房地产市场行情影响较大，需关注其可能存在的市场风险。

毛利率方面，受房地产毛利率大幅波动的影响，公司综合毛利率波动较大，2015-2017年分别为17.51%、19.41%和13.29%，公司盈利能力欠佳，利润总额对财政补贴依赖程度较高，2015-2017年公司政府补助占同期利润总额的比重分别为75.45%、112.30%、81.62%。

总体而言，公司盈利能力欠佳，利润总额对财政补贴依赖程度较高。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
营业收入	40,248.94	116,617.91	63,237.05	60,523.07
其他收益	448.75	7,070.26	0.00	0.00
营业利润	4,697.83	8,656.74	-976.74	2,062.74
政府补助	-	0.00	8,502.00	6,332.30
利润总额	4,183.58	8,661.96	7,570.80	8,392.97
综合毛利率	20.61%	13.29%	19.41%	17.51%

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年中报，鹏元整理

现金流

公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

近年来公司业务资金回笼情况波动较大，2015-2017年收现比分别为0.40、1.00和0.36。由于项目投资逐步加大，购买商品、接受劳务支付的现金大于销售商品、提供劳务收到的现金，同时收到、支付的往来款现金由2015年的净流入变为2016年、2017年的净流出，导致公司经营活动现金流持续净流出。2015-2017年，公司经营活动现金净流出分别为6.42亿元、28.72亿元和21.28亿元。

投资活动方面，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要系医疗器械园一期、二期、三期项目的投资建设，随着投资规模不断增长，近年来投资活动现金净流出分别为0.87亿元、5.87亿元和1.61亿元

为满足公司经营、投资环节的资金需求，近年来公司融资活动频繁，主要通过政府注资，银行、信托、融资租赁等金融机构借款，以及发行私募债券等方式筹集资金。2015-2017年公司筹资活动产生的现金流入分别为33.04亿元、74.77亿元和52.41亿元，2016年筹资现金流入大幅增长主要由于当期发行了四期私募债券和一期理财融资工具，合计收到现金22.60亿元。2015-2017年公司筹资活动产生的现金流出分别为17.93亿元、16.04亿元和31.06亿元，2017年筹资现金流出大幅增长主要由于偿还了2016年发行的两期私募债券和部分理财融资工具。公司经营、投资主要依赖于筹资活动现金流。截至2018年6月底，公司在建项目尚需投资金额为16.90亿元，公司面临一定的资金压力。

表17 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
收现比	1.73	0.36	1.00	0.40
销售商品、提供劳务收到的现金	69,519.92	42,455.24	62,991.88	24,040.04
收到的其他与经营活动有关的现金	53,411.29	53,057.40	52,745.97	23,302.18
经营活动现金流入小计	122,931.21	95,512.64	115,737.85	47,342.22
购买商品、接受劳务支付的现金	97,800.85	196,610.72	222,315.47	108,169.37
支付的其他与经营活动有关的现金	39,365.38	104,999.46	171,742.75	907.73
经营活动现金流出小计	145,077.29	308,326.63	402,888.40	111,583.61
经营活动产生的现金流量净额	-22,146.08	-212,813.99	-287,150.55	-64,241.39
投资活动产生的现金流量净额	-36,099.76	-16,138.44	-58,718.89	-8,742.56
筹资活动产生的现金流量净额	-65,309.98	162,704.35	587,323.50	151,123.76
现金及现金等价物净增加额	-123,555.81	-66,248.08	241,454.06	78,129.58

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年中报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债增长较快，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模增长较快，2015-2017年三年年均复合增长率达33.99%，截至2018年6月底负债总额达101.51亿元。随着资本注入和利润积累，公司所有者权益增长较快，2015-2017年三年年均复合增长率为43.15%，截至2018年6月底，所有者权益达47.35亿元。公司产权比率有所波动，整体处于较高水平，自有资本对于负债的保障程度欠佳。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
负债总额	1,015,078.73	1,044,575.60	835,284.63	581,772.01
所有者权益	473,504.70	469,460.79	452,130.17	229,107.59
产权比率	214.38%	222.51%	184.74%	253.93%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2015-2017 年非流动性负债占总负债的比例均在 55% 以上。截至 2017 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。2017 年底短期借款为 4.42 亿元，其中质押借款 0.19 亿元，保证借款 4.23 亿元。应付票据主要系应付银行承兑汇票和商业承兑汇票，其中应付银行承兑汇票 0.55 亿元，应付商业承兑汇票 2.00 亿元，以商业承兑汇票为主。应付账款主要系应付建设工程款。预收账款主要系预收的香榭湾项目房款，2017 年预收账款大幅减少主要转为房地产业务收入所致，且 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年上半年香榭湾三期项目预售，2018 年 6 月 30 日，预收账款为 6.67 亿元。其他应付款主要系应付泰州市建业投资建设集团有限公司等公司的往来款。2017 年底一年内到期的非流动性负债为 20.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 12.00 亿元，1 年内到期的应付债券为 8.59 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债主要为长期借款、应付债券。公司长期借款由 41.83 亿元的保证借款和 9.92 亿元的抵押借款构成。公司应付债券系发行的私募债券及理财直接融资工具，利率在 5.35%-10.00% 之间。截至 2018 年 6 月 30 日，长期借款为 60.96 亿元，较 2017 年底增加 9.21 亿元，主要为新增的民生银行、渤海银行长期借款和国开行、农业银行银团贷款。截至 2018 年 6 月 30 日，应付债券较 2017 年底增加 6.66 亿元，主要为 2018 年上半年发行的“泰州华诚医学投资集团有限公司非公开发行 2017 年私募债券”，利率在 6.2%-7.3% 之间。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月30日		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25,150.00	2.48%	44,200.00	4.23%	38,983.30	4.67%	41,500.00	7.13%
应付票据	20,000.00	1.97%	25,500.00	2.44%	19,500.00	2.33%	75,500.00	12.98%
应付账款	15,767.58	1.55%	24,102.46	2.31%	29,034.97	3.48%	62,329.28	10.71%
预收款项	66,680.71	6.57%	2,647.56	0.25%	20,808.24	2.49%	12,296.05	2.11%
其他应付款	89,459.76	8.81%	88,008.94	8.43%	39,816.98	4.77%	57,760.76	9.93%
一年内到期的非流动性负债	-	-	205,875.56	19.71%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	208,887.33	20.58%	397,117.61	38.02%	156,953.24	18.79%	254,732.04	43.79%
长期借款	609,667.41	60.06%	517,500.00	49.54%	459,523.00	55.01%	246,551.79	42.38%
应付债券	196,370.86	19.35%	129,804.08	12.43%	218,655.28	26.18%	80,342.59	13.81%
非流动负债合计	806,191.41	79.42%	647,457.99	61.98%	678,331.39	81.21%	327,039.98	56.21%
负债合计	1,015,078.73	100.00%	1,044,575.60	100.00%	835,284.63	100.00%	581,772.01	100.00%
其中：有息债务	851,188.27	83.85%	922,879.64	88.35%	736,661.58	88.19%	443,894.38	76.30%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

随着业务的开展，公司有息债务规模增长较快，2015-2017 年三年复合增长率为 44.19%，2018 年 6 月底达 85.12 亿元，占总负债的 83.85%，公司刚性债务占比较高。从有息债务的偿还期限来看，公司有息债务偿还主要集中在 2018-2019 年，面临较大的短期内集中偿还压力。

表20 截至 2017 年末公司有息债务偿还计划（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年以后
有息债务偿还金额	243,729.83	209,449.80	469,700.01

资料来源：公司提供，鹏元整理

偿债指标方面，近年来公司资产负债率水平较高，均在 60% 以上。公司流动比率、速动比率波动较大，2015-2017 年流动比率分别为 1.93、5.78 和 3.28，速动比率分别为 1.36、4.11 和 1.91，短期偿债能力一般，考虑到公司应收款项回收时间不确定性较大、存货变现能力不强，实际短期偿债能力或弱于账面表现。由于有息债务规模较大、增长较快，EBITDA 利息保障倍数持续下降至 0.26，有息债务/EBITDA 持续增长至 61.42，公司面临较大的偿债压力。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	68.19%	68.99%	64.88%	71.75%
流动比率	5.97	3.28	5.78	1.93

速动比率	3.14	1.92	4.11	1.36
EBITDA (万元)	-	15,024.56	13,607.88	13,978.18
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26	0.37	0.46
有息债务/EBITDA	-	61.42	54.13	31.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目未来的收益是本期债券还本付息资金的主要来源。本期债券募投项目的收益主要来源于厂房出售和出租收入。根据可研报告测算，在本期债券存续期内医疗器械园一期、二期项目可分别实现经营收入 47,621.31 万元和 55,084.32 万元，均能覆盖项目总投资额。但需关注本期债券募投项目建设规模较大、建设周期较长，如果在项目管理和建设过程中出现重大问题，则有可能影响项目按期竣工，并且募投项目中的厂房出售和出租受泰州医药高新区经济发展状况、募投项目招商情况影响较大，若泰州医药高新区经济下行、募投项目招商情况不佳将降低标准厂房的实际出售价格、出租价格和出租率，对项目收益的实现产生不利影响。

公司营业收入及其回笼的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 6.05 亿元、6.32 亿元和 11.66 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2.40 亿元 6.30 亿元和 4.25 亿元。截至 2017 年底，公司存货中委托代建成本合计 37.42 亿元，工程业务未来收入较有保障；存货中的土地一级开发成本合计 7.67 亿元，若未来该部分土地能成功出让，将给公司带来一定土地整理收入；存货中香榭湾项目建设成本 3.47 亿元，对房地产业务未来收入形成一定保障。但需关注公司工程建设收入及其资金回笼受工程实施进度、政府财政安排影响较大；土地出让受土地市场景气度影响较大；香榭湾项目销售受房地产市场影响较大。此外，公司在建项目较多，未来存在一定资金压力。以上因素均对公司收入和现金流稳定性造成一定影响，可能影响到公司的即期偿付能力。

（二）本期债券保障措施分析

瀚华担保业务发展情况较好、风险准备计提充分、代偿能力较强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平

（1）主要担保条款

本期债券发行总额为4亿元，瀚华担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，并出具保证函。在债券存续期及到期时，如公司不能全部兑付债券本息，担保人应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。担保人保证的范围为本期债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

(2) 担保人情况

瀚华担保系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等6名法人及19位自然人于2009年8月共同发起设立。后经历次股权变更，截至2017年12月31日，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，股权结构如下表所示。

表22 截至2018年6月30日瀚华担保股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
合计	350,000.00	100.00

资料来源：瀚华担保提供，鹏元整理

瀚华担保主要从事融资担保、非融资担保、资产管理、财务顾问等业务，其中非融资担保主要为履约担保、诉讼保全等，整体规模较小。近年瀚华担保主要收入来源为担保业务收入、利息收入以及咨询费收入、投资收益等。2017年瀚华担保已赚取保费收入（含担保费收入、评审费收入、保后管理费收入和追偿收入）占营业收入的71.56%，为瀚华担保最主要收入来源。截至2017年末，在保责任余额482.41亿元；利息收入主要是瀚华担保委托贷款业务收取的利息；咨询费收入来源主要是瀚华担保为中小企业提供融资规划、财务规范、资金配置等咨询服务收取的费用。

表23 2016-2017年瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	52,743.05	71.56%	60,004.85	80.60%
担保业务收入	58,515.43	-	91,760.63	-
减：提取未到期责任准备金	5,772.38	-	31,755.78	-
利息收入	9,521.59	12.92%	8,592.82	11.54%
手续费及佣金收入	1,846.81	2.51%	245.54	0.33%

咨询费收入	1,414.27	1.92%	1,963.13	2.64%
投资收益	6,597.12	8.95%	3,323.71	4.46%
其他业务收入	193.88	0.26%	313.92	0.42%
资产处置收益	4.16	0.01%	-2.47	0.00%
其他收益	1,384.27	1.88%		0.00%
营业收入	73,705.14	100.00%	74,441.51	100.00%

资料来源：瀚华担保 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 61.79 亿元，所有者权益为 40.97 亿元，资产负债率为 33.69%；2017 年度，瀚华担保实现营业收入 7.37 亿元，利润总额 2.63 亿元，经营活动现金净流入 5.31 亿元。业务方面，瀚华担保担保业务波动较大，2015-2017 年担保发生额分别为 322.15 亿元、413.66 亿元和 272.25 亿元。风险准备方面，截至 2017 年末，瀚华担保计提的各项担保风险准备金合计为 14.21 亿元，较上年略有增长；风险准备金覆盖率为 3.02%，瀚华担保代偿能力依然较强。2017 年瀚华担保共发生代偿项目 82 个，数目同比大幅减少；代偿金额为 2.72 亿元，较 2016 年减少 29.56%，前期风险项目逐渐释放，当期担保代偿率较 2016 年降低 0.18 个百分点至 1.23%；截至 2017 年末，瀚华担保应收代偿款余额达 76,181.46 万元，代偿项目无明显行业集中特征。2017 年回收代偿款 18,917.05 万元，当时代偿回收率同比提升 21.38 个百分点至 69.57%，较上年显著提升。整体来看，2017 年瀚华担保代偿情况及代偿回收情况均有一定程度好转。同时我们也关注到，截至 2017 年末，传统融资担保在保余额 122.75 亿元，主要为银行融资担保及非银行金融机构的融资担保（如信托担保、融资租赁担保、财务公司担保（实质系为核心企业上下游做的供应链金融业务担保）），规模较大，需持续关注其代偿风险；截至 2017 年末，瀚华担保债券融资担保业务水利、环境和公共设施管理业及综合在保余额合计 179.80 亿元，其中地方政府融资平台占比较高，财政兜底效应较弱背景下，此类项目风险有所加大；传统融资担保中批发零售业、制造业和建筑业等信用高发行业规模和占比较大，需持续关注瀚华担保对该等行业担保面临的信用风险。

表24 2015-2017 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	617,895.37	578,319.94	527,866.53
所有者权益合计（万元）	409,702.35	403,850.20	384,151.12
资产负债率	33.69%	30.17%	27.23%
营业收入（万元）	73,705.14	74,443.98	76,060.36
投资收益（万元）	6,597.12	3,323.71	1,719.65
营业利润（万元）	26,277.90	22,877.09	18,974.37
利润总额（万元）	26,261.33	23,825.58	20,852.87

综合毛利率	35.65%	30.73%	24.95%
净资产收益率	5.50%	5.00%	4.09%
经营活动现金流净额（万元）	53,109.12	77,190.63	119,264.59
当期担保发生额（亿元）	272.25	413.66	322.15
期末在保责任余额（亿元）	482.41	330.74	277.71
担保风险准备金（万元）	142,124.60	147,569.10	124,030.50
风险准备金覆盖率	3.02%	4.46%	4.47%
融资性担保业务净资产放大倍数	7.73	5.35	4.84
当期担保代偿率	1.23%	1.41%	1.94%

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2016-2017 年审计报告及瀚华担保提供，鹏元整理

综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，风险准备计提充分，代偿能力较强。经鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外担保的余额合计22.80亿元，对外担保余额合计占期末净资产的48.56%，公司对外担保对象多为国营企业，对民营企业担保金额为4.35亿元。公司对外担保规模较大，且部分未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表25 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	金额	履约截止期限	企业性质	是否有反担保
泰州高教投资发展有限公司	15,500.00	2020.02.05	国企	无
	12,500.00	2018.06.15		无
	60,000.00	2022.01.20		无
泰州高教后勤有限公司	4,000.00	2018.01.02	国企	无
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2018.04.21	民企	有
江苏泰建建设集团有限公司	4,500.00	2018.03.19	民企	有
	5,000.00	2018.08.28		有
江苏首泰建设发展有限公司	5,000.00	2018.01.16	民企	有
	5,000.00	2018.08.29		有
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019.10.16	国企	无
泰州东方小镇商务管理有限公司	5,000.00	2018.03.08	国企	无
江苏华创医药研发平台管理有限公司	8,000.00	2018.04.23	国企	无
泰州东方中国医药城控股集团有	1,000.00	2018.04.06	国企	无

限公司	20,000.00	2020.03.29		无
	20,000.00	2019.01.24		无
	2,000.00	2018.04.06		无
	7,000.00	2018.08.15		无
	20,000.00	2020.03.15		无
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2018.07.03	国企	无
江苏省建安建设集团有限公司	5,000.00	2018.08.14	民企	有
江苏丞宇米特医疗科技有限公司	2,000.00	2018.05.16	民企	有
江苏荃信生物医药有限公司	3,000.00	2018.05.10	民企	有
江苏天一时制药有限公司	1,000.00	2018.05.12	民企	有
上海汇伦江苏药业有限公司	8,000.00	2021.03.28	民企	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2018.06.26	民企	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2018.06.06	民企	有
合计	228,000.00			

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
货币资金	175,225.96	261,381.77	327,356.63	165,849.87
应收票据	0.00	4,800.00	0.00	0.00
应收账款	188,960.53	154,198.35	102,258.76	102,496.06
预付款项	1,035.00	774.80	6,108.62	4,477.30
应收利息	0.00	0.00	591.04	595.23
其他应收款	290,543.09	340,251.13	209,502.40	74,224.40
存货	590,341.37	540,418.22	261,923.65	142,876.93
流动资产合计	1,246,105.95	1,301,794.27	907,741.10	490,519.79
可供出售金融资产	52,898.36	31,176.41	31,176.41	2,500.00
长期股权投资	7,764.57	7,764.57	7,905.12	8,240.00
固定资产	51,579.07	52,411.45	52,629.03	54,002.86
在建工程	121,821.27	112,958.74	138,370.77	102,623.93
无形资产	6,451.37	6,453.41	140,841.20	144,754.01
长期待摊费用	530.92	45.62	415.22	188.02
递延所得税资产	1,431.92	1,431.92	835.94	550.98
其他非流动资产	0.00	0.00	7,500.00	7,500.00
非流动资产合计	242,477.48	212,242.12	379,673.70	320,359.81
资产总计	1,488,583.43	1,514,036.40	1,287,414.80	810,879.60
短期借款	25,150.00	44,200.00	38,983.30	41,500.00
应付票据	20,000.00	25,500.00	19,500.00	75,500.00
应付账款	15,767.58	24,102.46	29,034.97	62,329.28
预收款项	66,680.71	2,647.56	20,808.24	12,296.05
应付职工薪酬	-2.83	1.57	0.00	0.00
应交税费	-11,198.57	-5,449.15	-3,333.39	1,950.36
应付利息	3,030.68	12,230.68	12,143.14	3,395.59
其他应付款	89,459.76	88,008.94	39,816.98	57,760.76
一年内到期的非流动性负债	0.00	205,875.56	0.00	0.00
流动负债合计	208,887.33	397,117.61	156,953.24	254,732.04
长期借款	609,667.41	517,500.00	459,523.00	246,551.79
应付债券	196,370.86	129,804.08	218,655.28	80,342.59
专项应付款	153.14	153.92	153.12	145.60
非流动负债合计	806,191.41	647,457.99	678,331.39	327,039.98
负债合计	1,015,078.73	1,044,575.60	835,284.63	581,772.01
实收资本(股本)	170,600.00	170,600.00	160,000.00	61,000.00
资本公积	226,528.69	226,528.69	226,536.74	129,893.04

盈余公积	5,699.66	5,699.66	3,929.97	2,744.57
未分配利润	31,601.98	27,580.71	22,423.31	17,011.70
归属于母公司所有者权益合计	434,430.32	430,409.06	412,890.02	210,649.31
少数股东权益	39,074.38	39,051.74	39,240.14	18,458.28
所有者权益合计	473,504.70	469,460.79	452,130.17	229,107.59
负债和股东权益合计	1,488,583.43	1,514,036.40	1,287,414.80	810,879.60

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	40,248.94	116,617.91	63,237.05	60,523.07
减：营业成本	31,952.61	101,121.70	50,965.52	49,925.28
税金及附加	333.13	1,187.19	1,394.17	421.25
销售费用	831.65	2,274.43	1,082.17	0.08
管理费用	3,694.88	9,286.78	8,626.13	7,254.86
财务费用	-751.97	-2,440.18	-431.42	-140.24
资产减值损失	-	3,460.96	2,242.34	1,009.34
投资收益	60.44	-140.54	-334.88	10.23
其他收益	448.75	7,070.26	0.00	0.00
二、营业利润	4,697.83	8,656.74	-976.74	2,062.74
加：营业外收入	3.68	5.38	8,550.37	6,332.96
减：营业外支出	517.92	0.16	2.83	2.72
三、利润总额	4,183.58	8,661.96	7,570.80	8,392.97
减：所得税费用	139.68	1,757.86	828.23	472.21
四、净利润	4,043.91	6,904.10	6,742.58	7,920.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	69,519.92	42,455.24	62,991.88	24,040.04
收到其他与经营活动有关的现金	53,411.29	53,057.40	52,745.97	23,302.18
经营活动现金流入小计	122,931.21	95,512.64	115,737.85	47,342.22
购买商品、接受劳务支付的现金	97,800.85	196,610.72	222,315.47	108,169.37
支付给职工以及为职工支付的现金	1,688.83	1,343.32	1,053.45	945.05
支付的各项税费	6,222.22	5,373.13	7,776.73	1,561.45
支付其他与经营活动有关的现金	39,365.38	104,999.46	171,742.75	907.73
经营活动现金流出小计	145,077.29	308,326.63	402,888.40	111,583.61
经营活动产生的现金流量净额	-22,146.08	-212,813.99	-287,150.55	-64,241.39
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	60.44	591.04	0.00	10.23
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	0.00	41,361.01
收到其他与投资活动有关的现金	15.00	7,500.00	-	-
投资活动现金流入小计	60.44	8,091.04	0.00	41,371.24
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13,923.25	24,088.94	22,575.69	50,113.80
投资支付的现金	22,221.95	140.54	36,143.20	0.00
投资活动现金流出小计	36,160.20	24,229.48	58,718.89	50,113.80
投资活动产生的现金流量净额	-36,099.76	-16,138.44	-58,718.89	-8,742.56
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	10,600.00	195,643.70	26,000.00
取得借款收到的现金	71,657.41	508,517.00	325,613.30	303,712.42
发行债券收到的现金	10,691.23	2,520.00	225,987.83	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	751.97	2,473.44	460.68	721.56
筹资活动现金流入小计	83,100.60	524,110.44	747,705.51	330,433.98
偿还债务支付的现金	118,540.00	310,586.30	115,158.79	179,301.21
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29,870.58	50,819.79	45,202.84	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	20.38	9.01
筹资活动现金流出小计	148,410.58	361,406.09	160,382.01	179,310.22
筹资活动产生的现金流量净额	-65,309.98	162,704.35	587,323.50	151,123.76
五、现金及现金等价物净增加额	-123,555.81	-66,248.08	241,454.06	78,139.81
加：期初现金及现金等价物余额	258,881.77	325,129.86	83,675.80	5,535.99
六、期末现金及现金等价物余额	135,325.96	258,881.77	325,129.86	83,675.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	6,904.10	6,742.58	7,920.76
加：资产减值准备	3,460.96	2,242.34	1,009.34
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,040.62	1,859.39	1,663.72
无形资产摊销	3,952.32	3,941.60	3,921.33
长期待摊费用摊销	369.60	227.20	0.00
财务费用	-2,472.58	8.88	0.15
投资损失	-140.54	-9.75	-10.23
存货的减少	-278,494.57	-119,046.72	-117,557.96
递延所得税资产减少	-595.98	-284.01	-255.17
经营性应收项目的减少	-145,654.03	-137,866.40	-28,955.70
经营性应付项目的增加	197,816.11	-44,975.42	68,022.38
经营活动产生的现金流量净额	-212,813.99	-287,150.55	-64,241.39
现金的期末余额	258,881.77	325,129.86	83,665.57
减：现金的期初余额	325,129.86	83,675.80	5,535.99
现金及现金等价物净增加额	-66,248.08	241,454.06	78,129.58

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	20.61%	13.29%	19.41%	17.51%
收现比	1.73	0.36	1.00	0.40
EBITDA（万元）	-	15,024.56	13,607.88	13,978.18
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26	0.37	0.46
产权比率	214.38%	222.51%	184.74%	253.93%
资产负债率	68.19%	68.99%	64.88%	71.75%
流动比率	5.97	3.28	5.78	1.93
速动比率	3.14	1.92	4.11	1.36
有息债务（万元）	851,188.27	922,879.64	736,661.58	443,894.38

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年中报，鹏元整理

附录五 截至2017年末公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地证号	土地使用权人	座落位置	面积	用途	账面价值	是否抵押
苏（2016）泰州不动产权第0010192号	泰州华诚医学投资集团有限公司	泰州医药高新区学院路南侧地块四	97,485.10	商务金融用地	34,902.03	否
苏（2016）泰州不动产权第0010188号	泰州华诚医学投资集团有限公司	泰州医药高新区学院路南侧地块二	64,394.90	商务金融用地	23,054.94	否
苏（2016）泰州不动产权第0010195号	泰州华诚医学投资集团有限公司	泰州医药高新区学院路南侧地块六	97,976.20	商务金融用地	35,077.85	否
泰州国用（2012）第20774号	泰州华诚医学教育投资有限公司	中国医药城南官河东侧地块一	85,776.20	商务金融用地	30,709.96	是
泰州国用（2013）第18242号	泰州华诚医学教育发展有限公司	泰州医药高新区陆家路东侧滨河路北侧	24,911	商务金融用地	1,577.47	否
泰州国用（2015）第2435号	泰州华诚医学投资集团有限公司	泰州医药高新区药城大道北侧、西景河西侧	82,087	工业用地	2,523.85	是
泰州国用（2015）第8722号	泰州华诚医学投资集团有限公司	泰州医药高新区口泰南路西侧、学院路北侧	32,499	商务金融用地	6,707.05	否
泰州国用（2015）第10588号	泰州华诚医学投资集团有限公司	医药高新区药城大道北侧、西景路西侧	75,057.00	工业用地	2,324.53	是
合计			560,186.40		136,877.69	

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
千人计划泰州中国医药城医疗器械研究院有限公司	1,200.00	100%	医疗器械的技术研发、技术咨询、技术转让
千人计划泰州中国医药城医药研究院有限公司	1,500.00	100%	药品技术研发、技术咨询、技术转让
泰州恒泰置业有限公司	10,000.00	100%	房地产开发
泰州华鑫创业投资管理有限公司	500.00	75%	组织设立和参与管理创业投资企业、投资及商业咨询服务、企业管理咨询服务
泰州舒世界物业管理有限公司	300.00	100%	物业管理、餐饮服务
泰州中国医药城融健达创业投资管理有限公司	240.00	70%	组织设立和参与管理创业投资企业、投资及商务咨询服务、企业管理咨询服务
泰州苏艺影城有限公司	100.00	100%	设计、制作、发布、代理国内各类广告等
泰州乾富商贸有限公司	600.00	100%	预包装食品批发与零售，生鲜食用农产品销售等
泰州华威投资有限公司	35,926.50	83.50%	以自有资金对实业进行投资，投资管理，资产管理。
泰州华铭资产管理有限公司	30,000.00	40%	资产管理，厂房租赁，物业管理
江苏汇鸿国际集团泰州置业有限公司	30,000.00	100%	房地产开发经营，建材销售
泰州泰达贸易有限公司	5,000.00	100%	建材、五金、矿石、煤炭、燃料油的销售
泰州华欣商务管理有限公司	6,000.00	100%	企业管理服务，酒店管理服务，物业管理服务，自有房屋租赁，会议及展览服务，设计制作、发布、代理国内各类广告，国内贸易代理服务
泰州华祥酒店管理有限公司	800.00	100%	酒店管理，中餐制售，机票代理，会务服务等
泰州华轩酒店管理有限公司	500.00	100%	酒店管理，住宿服务，餐饮服务，预包装食品零售等
泰州诚居业房地产顾问有限公司	100.00	100%	房地产咨询服务，房产经纪，房地产评估，工程招标代理等
泰州华励劳务派遣有限公司	200.00	100%	劳务派遣
泰州华冠餐饮管理有限公司	200.00	100%	餐饮管理，酒店管理，餐饮服务，经济与商务咨询，生鲜食用农产品销售，厨房用具及日用杂品销售
泰州华力美健身管理有限公司	200.00	100%	健身管理，健身服务，体育器材、日用品、食品销售，组织文化艺术交流活动（不含营业性演出）
泰州华思工程服务有限公司	1,000.00	100%	工程招标代理、造价咨询
泰州华秀建筑设计顾问有限公司	300.00	100%	建筑工程设计咨询服务
泰州华耀酒店管理有限公司	5,000.00	100%	酒店管理服务（不含餐饮服务）

泰州华运工程管理有限公司	1,000.00	100%	工程管理、工程技术咨询服务
泰州新豪置业有限公司	26,000.00	100%	房地产开发经营，房屋租赁服务，建材销售

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+长期借款+应付债券

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。