

2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【45】号 01

债券简称：18 泰华诚债
/18 泰华诚

增信方式：不可撤销连带
责任担保

担保主体：瀚华融资担保
股份有限公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2025 年
12 月 26 日

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%

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

本期债券信用等级：**AA+**

发行主体长期信用等级：**AA**

评级展望：**稳定**

评级日期：**2019 年 5 月 28 日**

本次跟踪评级结果

AA+

AA

稳定

2019 年 5 月 28 日

首次信用评级结果

AA+

AA

稳定

2018 年 10 月 10 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”）及 2018 年 12 月 26 日发行的公司债券的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好，未来收入来源较有保障，公司继续受到较大力度的外部支持以及瀚华融资担保股份有限公司¹（以下简称“瀚华担保”或“担保方”）提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平；同时我们也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产流动性偏弱，资产负债率较高，有息债务规模较大，公司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。2018 年泰州市实现地区生产总值 5,107.63 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，同期泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元，同比增长 12.2%，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。
- 公司未来收入来源较有保障。截至 2018 年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计 45.34 亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑。
- 公司继续受到较大力度的外部支持。2018 年泰州医药高新技术产业开发区管理委

瀚华担保股份有限公司于 2018 年 8 月企业名称变更为瀚华融资担保股份有限公司。

员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）以货币方式向公司注资 25,000 万元，此外，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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。

关注：

- **公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司在建项目合计尚需投资 14.38 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。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占总资产的 70.69%，占用较多营运资金，应收款项回收时间存在不确定性，且货币资金及存货存在受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，占比较高，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期集中偿还压力，此外，2018 年公司资产负债率为 69.06%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.24，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年 5 月 7 日，公司合并口径净资产金额为 50.59 亿元，对外担保的余额合计 26.92 亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为 8.42 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（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%
流动比率	2.31	3.28	5.78
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00

营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
利润总额	11,625.53	8,661.96	7,570.80
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
EBITDA	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
经营活动现金流净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	-	3.02%	4.46%
净资产放大倍数	-	7.73	5.35
当期担保代偿率	-	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月26日发行7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目、中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目以及补充公司流动资金。截至2019年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为9,133.36元。

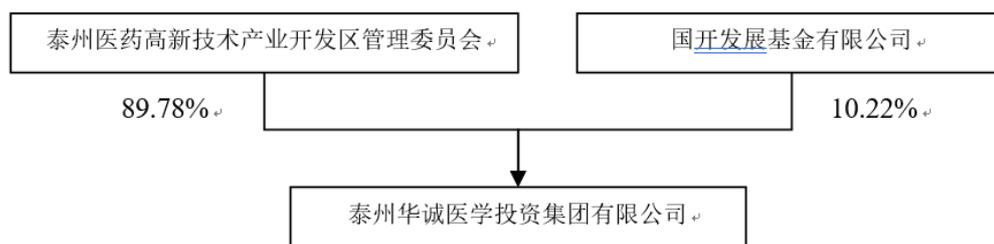
二、发行主体概况

2018年，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，具体情况如下：免去赵庆年董事职务，免去吉鹏飞监事职务，聘任汤溢为职工监事，公司财务总监由赵庆年先生变更为胡大兵先生。

根据公司于2019年5月8日发布的《泰州华诚医学投资集团有限公司关于变更经营范围、公司住所和注册资本的公告》，经营范围新增生物医药、医疗器械的研发及技术转让、技术推广服务。公司住所变更为泰州市医药高新区海陵南路179号B座1610室。

2018年，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，增资后泰州医药高新区管委会持有公司89.78%股权，国开发展基金有限公司持有公司10.22%股权，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新区管委会。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至195,600万元。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

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。2018年纳入公司合并报表范围的子公司共26家，比上年新增2家，分别为泰州华宿公寓管理有限公司和泰州融健达天使创业投资有限公司。

表1 2018 年公司合并报表变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500	公寓管理，自有房屋租赁，预包装食品销售，日用百货销售，代收代缴水电费服务	设立
泰州融健达天使创业投资有限公司	99.00%	3,500	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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),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),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。

2018 年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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,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),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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。

表2 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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[2018]61号)	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,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济保持持续增长,但增速有所下滑

2018年泰州市实现地区生产总值5,107.63亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持较快增长,但增速有所回落。其中2018年泰州市第一产业增加值280.05亿元,可比价增长2.7%;第二产业增加值2,434.01亿元,可比价增长6.8%;第三产业增加值2,393.57亿元,可比价增长7.0%,三次产业结构由上年的5.6:47.1:47.3调整为5.5:47.6:46.9,第三产业占比有所下降。2018年泰州市人均地区生产总值109,988元,同比增长6.8%,是全国人均GDP同期水平的170.14%。

2018年工业生产总体平稳运行，全年规模以上工业产值增长9.8%，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%。分行业来看，生物医药及高新能医疗器械产值增长16.8%，高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%，新一代信息技术产业产值增长33.3%，先进制造业加快发展，工业质量继续提升。

2018年固定资产投资稳步增长，但增速有所下滑，全年固定资产投资增长9.2%，其中第一产业投资下降54.9%，第二产业投资增长8.9%，第三产业投资增长11.6%。第二产业投资中，工业投资增长8.5%，其中食品行业投资增长5.5%，医药制造业投资增长12.1%，金属制品业投资增长34.0%，电气投资增长13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长14.4%，仪器仪表制造业投资增长24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长102.1%，租赁和商务服务业投资增长36.9%，科学研究和技术服务业投资增长37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长10.8%。

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.3%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均GDP（元）		109,988		102,058
人均GDP/全国人均GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年泰州市实现公共财政收入366.64亿元，同比增长6.6%，其中税收收入294.86亿元，占公共财政收入比重为80.42%；实现政府性基金收入333.18亿元，同比增长71.54%；同期泰州市公共财政支出为532.65亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.83%。

2018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。2018年泰州医药高新区实现地区生产总值262.52亿元，同比增长12.2%，增长较快。

2018年泰州医药高新区实现公共财政收入42.81亿元，同比增长4.8%，其中税收收入36.45亿元，占公共财政收入比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比增长226.3%；同期泰州医药高新区公共财政支出为32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为132.46%。

四、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。2018年公司实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%。从收入结构来看，2018年主营业务收入为8.01亿元，同比下降31.24%，主要系工程收入与房地产销售收入下滑所致，2018年营业收入的增长主要有其他业务收入贡献，其他业务收入主要为土地整理收入，具有较大的不确定性。毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	80,097.16	20.95%	116,488.83	13.22%
工程收入	58,535.00	13.04%	82,740.67	13.04%
房地产收入	13,467.91	32.63%	26,275.76	-0.59%
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
超市收入	1,564.12	14.02%	1,342.65	14.11%
影院收入	906.45	53.69%	788.55	54.38%
咨询服务收入	813.30	91.16%	690.47	91.62%
酒店	1,549.10	72.70%	488.09	27.44%
物业收入	450.53	-95.55%	362.43	-81.11%
餐饮收入	260.54	23.71%	162.73	19.94%
健身房	322.52	100.00%	-	-
其他	472.68	100.00%	1,882.48	100.00%
其他业务收入：	55,231.83	11.67%	129.07	75.32%
合计	135,328.99	17.17%	116,617.91	13.29%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中已完工尚未确认收入规模较大，未来收入来源较有保障

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教学校区及配套设施建设的职责。教育教学校区建设方面，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、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“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。截至2018年末上述项目均已经完工但尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2018年公司工程收入来自泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，受工程进度和委托方安排的影响，2018年公司工程收入有所减少，当年度确认收入5.85亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2018年工程收入毛利率仍为13.04%。截至2018年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2017-2018年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2018年	2017年
泰州职业技术学院中国医药城新校区	58,535.00	82,740.67
合计	58,535.00	82,740.67

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。

公司自建项目主要为教育教学校区行政楼工程，教育教学校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，教育教学校区行政楼工程，教育教学校区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，本期债券募投项目已经竣工但尚未结转，截至2018年末，

主要的自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计12.98亿元，尚需投资合计3.46亿元。

表6 截至2018年末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
中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	43,059.12	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	57,448.99	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	24,903.06	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	129,845.94	

资料来源：公司提供

房地产业务对公司营业收入形成重要补充，但需关注未来房地产业务收入的持续性

2015年12月，公司以评估价格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”）100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。目前公司在运营的房地产项目主要为金融中心一、二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，计划建筑面积84,507.00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月开始陆续对外出租。截至2018年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为40%，2018年度实现出租收入4,183.92万元，计入房地产收入科目。

截至2018年末，金融中心二期商业项目在建，计划建筑面积171,393.66平方米，该项目计划总投资7.03亿元，已投资0.09亿元，尚需投资6.94亿元。

表7 截至2018年末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	在建	70,345.96	932.44	171,393.66	-

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。截至2018年底，香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资9.15亿元，尚需投资3.98亿元，已经累计确认收入13.13亿元，剩余可售面积0.69万平方米，预计还会带来一定的收入。从

毛利率来看，2018年房产收入毛利率为32.63%，较上年度大幅增加，主要系上年度成本确认因素导致毛利率过低。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。此外，除上述项目外，公司暂无其他在建房地产项目，需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2018年末房地产业务情况（单位：万元、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
香榭湾	131,273.30	91,461.51	6,868.33	218,783.00	131,273.30

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，持续性较好

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%。2018年投资办学业务收入为1,755.00万元，较为稳定。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之日为止，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、影院收入是公司营业收入的有力补充；2018年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，但该块业务收入存在较大不确定性

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2018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1.60%。

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。

2018 年公司其他收入主要为土地整理收入，2014 年泰州市政府将原经济开发区管委会北侧地块纳入拆迁计划，2016 年交由公司负责该块地土地平整工作，2018 年土地平整工作完成，将该块地的部分土地出让金作为公司土地平整收入，平衡公司土地平整支出，2018 年确认土地平整收入 54,700.05 万元，计入其他业务收入，对应土地平整业务支出成本 48,421.01 万元。2018 年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，公司目前暂无其他土地平整业务，但受政府规划影响，未来公司可能会承接该块业务，存在较大不确定性。

公司继续受到较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平

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力度支持。2018 年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资 25,000 万元，同时，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

五、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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2018 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，2017 年财务数据追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 2 家，具体情况见表 1。

资产结构与质量

公司总资产规模稳步增长，但应收款项和存货占比较高，且受限资产规模较大，整体

资产流动性偏弱

在股东注资及利润积累下，2018年末总资产规模增至162.98亿元，较上年增长7.65%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的83.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年底，公司货币资金规模为21.57亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中5.21亿元的其他货币资金为保证金，此外银行存款中1.80亿元的存单质押，合计受限资金为7.01亿元，占比32.50%。公司应收票据及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2018年底，应收票据及应收账款账面价值为19.10亿元，较上年增长20.13%，从账龄来看，3年以内的占比76.91%，3年以上的占比23.03%，部分应收票据及应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2018年末，其他应收款账面价值为33.47亿元，当年度计提坏账0.56亿元，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司为民营企业，存在一定的回收风险，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、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。存货主要为翰林学院教学区、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾住宅、金融中心商业项目形成的开发成本，随着上述项目不断推进，存货账面价值增长至2018年末的62.64亿元，此外，截至2018年底，账面价值为3.58亿元的存货用已抵押，占存货规模的5.72%，公司存货变现能力一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	215,671.00	13.23%	261,381.77	17.26%
应收票据及应收账款	191,010.06	11.72%	158,998.36	10.50%
其他应收款	334,690.41	20.54%	340,251.13	22.47%
存货	626,353.68	38.43%	540,418.22	35.69%
流动资产合计	1,368,783.93	83.98%	1,301,794.27	85.98%
固定资产	50,884.65	3.12%	52,411.45	3.46%
在建工程	138,528.61	8.50%	112,958.74	7.46%
非流动资产合计	261,016.60	16.02%	212,242.12	14.02%
资产总计	1,629,800.53	100.00%	1,514,036.40	100.00%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。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4.85亿元，公司以此入股翰林学院并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2018年在建工程账面为13.85亿元，较上年增长22.64%，主要由于医疗器械园一期、二期、三期项目不断投入所致。

盈利能力

2018年公司盈利能力有所增强，对政府补助依赖程度有所降低

2018年实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%，2018年营收收入增长主要有其他业务收入增长所贡献，主营业务收入有所减少。公司主营业务收入考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，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。

毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点，公司盈利能力有所增强，同时利润总额对政府补贴依赖程度有所降低，2018年公司收到的政府补助为1,512万元，占同期利润总额的比重为13.00%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	135,328.99	116,617.91
其他收益	1,519.58	7,070.26
营业利润	11,638.69	8,656.74
营业外收入	8.76	5.39
利润总额	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	17.17%	13.29%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司资金回笼状况转好，经营活动现金流状况改善，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司资金回笼状况转好，收现比大幅提升至1.47，但收现情况波动较大，受委托方资金安排影响，未来仍有不确定性。2018年度公司收入增长且资金回笼状况较好，销售商品、提供劳务收到的现金较去年大幅增加至19.88亿元；同时2018年土地购买支出较上年度减少，使得2018年购买商品、接受劳务支付的现金较上年减少13.55亿元。上述因素影响下，经营活动现金流由2017年的净流出21.28亿转变为2018年的净流入11.95亿元。

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、三期等在建项目的投资建设，随着项目进度不断推进，2018年投资活动现金继续净流出，达5.74亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，公司通过各类融资渠道筹集资金。2018年公司取得借款收到的现金较上年度减少39.51亿元，同时当年度偿还债务支付的现金达34.90亿元，较上年增加3.84亿元，使得2018年筹资活动现金净流出17.54亿元。截至2018年底，公司在建项目合计尚需投资金额为14.38亿元，公司面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.47	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	198,756.09	42,455.24
收到的其他与经营活动有关的现金	23,688.31	53,057.40
经营活动现金流入小计	222,444.40	95,512.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,170.97	196,610.72
支付的其他与经营活动有关的现金	30,414.37	104,999.46
经营活动现金流出小计	102,932.07	308,326.63
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35
现金及现金等价物净增加额	-113,320.78	-66,248.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，且负债水平较高，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模继续增长，截至2018年末，公司负责总额达112.55亿元，同比增长7.74%。随着资本注入和利润积累，2018年公司所有者权益增至50.43亿元，上述因素影响下，2018年公司产权比率小幅上升，达223.16%，依然处于较高水平，净资产对于负债的保障程度较差。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,125,460.46	1,044,575.60
所有者权益	504,340.07	469,460.79
产权比率	223.16%	222.51%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债由上年度的以非流动负债为主转变为以流动负债为主，截

至 2018 年底，流动负债占负债总额的 52.59%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。截至 2018 年底短期借款为 5.37 亿元，其中质押借款 0.67 亿元，保证借款 3.90 亿元，信用借款 0.80 亿元，借款银行以股份制银行为主。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 9.00 亿元，应付商业承兑汇票 0.55 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。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，由于 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年香榭湾三期项目预售，因此 2018 年预收账款大幅增加至 9.74 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。2018 年底一年内到期的非流动性负债为 22.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 6.47 亿元，1 年内到期的应付债券为 16.12 亿元。

截至 2018 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 31.09 亿元的信用借款、11.42 亿元的保证借款、4.80 亿元的抵押借款以及 0.90 亿元的质押借款构成，新增的信用借款较多，借款银行包括国家开发银行、浦发银行等。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 年底，应付债券较 2017 年底减少 7.85 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债科目。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,659.58	4.77%	44,200.00	4.23%
应付票据及应付账款	145,554.17	12.93%	49,602.46	4.75%
预收款项	97,399.62	8.65%	2,647.56	0.25%
其他应付款	81,486.82	7.24%	100,239.62	9.60%
一年内到期的非流动性负债	225,933.61	20.07%	205,875.56	19.71%
流动负债合计	591,900.33	52.59%	397,117.61	38.02%
长期借款	482,107.41	42.84%	517,500.00	49.54%
应付债券	51,299.39	4.56%	129,804.08	12.43%
非流动负债合计	533,560.14	47.41%	647,457.99	61.98%
负债合计	1,125,460.46	100.00%	1,044,575.60	100.00%
其中：有息债务	923,499.99	82.06%	922,879.64	88.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着项目进度不断推进，2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，有息负债占比较高，面临较大的偿债压力，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

偿债指标方面，2018 年公司资产负债率为 69.06%，依然处于较高水平，流动比率和

速动比率较上年分别下降至 2.31 和 1.25，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，EBITDA 利息保障倍数依然较低，2018 年为 0.24，有息债务/EBITDA 继续增长至 65.80，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.06%	68.99%
流动比率	2.31	3.28
速动比率	1.25	1.92
EBITDA（万元）	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	65.80	61.42

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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 2018 年 6 月 30 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15 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，中证鹏元整理

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。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	-	-
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12
当期担保发生额（亿元）	-	272.25
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41
担保风险准备金（万元）	-	142,124.60
风险准备金覆盖率	-	3.02%
融资性担保业务净资产放大倍数	--	7.73
当期担保代偿率		1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2018 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。经中证鹏元综合评定，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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年5月7日，公司合并口径净资产金额为50.59亿元，对外担保的余额合计26.92亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为8.42亿元。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17 截至 2019 年 5 月 7 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	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	2020/2/5	国有	否
	60,000.00	2022/1/20	国有	否
	20,000.00	2019/10/19	国有	否
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营	-
	3,000.00	2019/11/8	民营	-
江苏泰建建设集团有限公司	2,500.00	2019/8/3	民营	有
	2,500.00	2019/8/10	民营	有
	4,500.00	2019/5/7	民营	否
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营	否
	5,000.00	2020/1/28	民营	否
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019/10/16	国有	否
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	20,000.00	2020/3/29	国有	否
	8,500.00	2019/8/27	国有	否
	1,500.00	2019/8/27	国有	否
	6,500.00	2020/3/15	国有	否
	19,000.00	2020/1/10	国有	否
	10,000.00	2021/11/28	国有	否
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2019/8/1	民营	否
江苏华创医药研发平台管理有限公司	2,980.00	2020/3/28	民营	-
泰州新滨江开发有限责任公司	15,000.00	2022/10/28	国有	否
泰州港润投资发展有限公司	4,000.00	2022/2/25	国有	否
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2019/6/24	民营	否
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2020/1/2	民营	有
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营	否

	8,000.00	2021/3/28	民营	有
	4,000.00	2019/6/12	民营	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2019/5/27	民营	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2019/6/8	民营	有
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营	有
	1,000.00	2019/6/14	民营	有
江苏大同盟制药有限公司	6,000.00	2019/6/21	民营	有
江苏丞宇米特医疗科技有限公司	2,000.00	2019/6/8	民营	有
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,500.00	2019/6/28	民营	否
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2019/8/2	民营	否
江苏荃信生物科技有限公司	3,000.00	2019/12/20	民营	否
合计	269,180.00			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年泰州市和泰州医药高新区地方经济保持较快增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；公司作为泰州医药高新区主要的基础设施建设主体，继续得到较大力度的外部支持，2018年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，同时，当年度公司收到政府补助1,512万元，提升了公司的资本实力和利润水平；截至2018年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计45.34亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑；瀚华担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，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。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	215,671.00	261,381.77	327,356.63
应收票据及应收账款	191,010.06	158,998.36	102,258.76
其他应收款	334,690.41	340,251.13	209,502.40
存货	626,353.68	540,418.22	261,923.65
流动资产合计	1,368,783.93	1,301,794.27	907,741.10
固定资产	50,884.65	52,411.45	52,629.03
在建工程	138,528.61	112,958.74	138,370.77
非流动资产合计	261,016.60	212,242.12	379,673.70
资产总计	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
短期借款	53,659.58	44,200.00	38,983.30
应付票据及应付账款	145,554.17	49,602.46	48,534.97
预收账款	97,399.62	2,647.56	20,808.24
其他应付款	81,486.82	88,008.94	39,816.98
一年内到期的非流动负债	225,933.61	205,875.56	0.00
流动负债合计	591,900.33	397,117.61	156,953.24
长期借款	482,107.41	517,500.00	459,523.00
应付债券	51,299.39	129,804.08	218,655.28
非流动负债合计	533,560.14	647,457.99	678,331.39
总负债	1,125,460.46	1,044,575.60	835,284.63
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
营业利润	26,277.90	8,656.74	-976.74
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00
营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
净利润	9,901.55	6,904.10	6,742.58
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44	-58,718.89
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35	587,323.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
收现比	1.47	0.36	1.00
产权比率	223.16%	222.51%	184.74%
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%

流动比率	2.31	3.28	5.78
速动比率	1.25	1.92	4.11
EBITDA (万元)	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
有息债务/EBITDA	65.80	61.42	54.13

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

附录三 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。

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【45】号 01

债券简称：18 泰华诚债
/18 泰华诚

增信方式：不可撤销连带
责任担保

担保主体：瀚华融资担保
股份有限公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2025 年
12 月 26 日

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%

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份 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.cspengyuan.com

2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级：	AA+	AA+
发行主体长期信用等级：	AA	AA
评级展望：	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 28 日	2018 年 10 月 10 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”）及 2018 年 12 月 26 日发行的公司债券的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好，未来收入来源较有保障，公司继续受到较大力度的外部支持以及瀚华融资担保股份有限公司¹（以下简称“瀚华担保”或“担保方”）提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平；同时我们也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产流动性偏弱，资产负债率较高，有息债务规模较大，公司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。**2018 年泰州市实现地区生产总值 5,107.63 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，同期泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元，同比增长 12.2%，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。
- **公司未来收入来源较有保障。**截至 2018 年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计 45.34 亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑。
- **公司继续受到较大力度的外部支持。**2018 年泰州医药高新技术产业开发区管理委

¹瀚华担保股份有限公司于 2018 年 8 月企业名称变更为瀚华融资担保股份有限公司。

员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）以货币方式向公司注资 25,000 万元，此外，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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。

关注：

- **公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司在建项目合计尚需投资 14.38 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。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占总资产的 70.69%，占用较多营运资金，应收款项回收时间存在不确定性，且货币资金及存货存在受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，占比较高，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期集中偿还压力，此外，2018 年公司资产负债率为 69.06%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.24，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年 5 月 7 日，公司合并口径净资产金额为 50.59 亿元，对外担保的余额合计 26.92 亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为 8.42 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（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%
流动比率	2.31	3.28	5.78
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00

营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
利润总额	11,625.53	8,661.96	7,570.80
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
EBITDA	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
经营活动现金流净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	-	3.02%	4.46%
净资产放大倍数	-	7.73	5.35
当期担保代偿率	-	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月26日发行7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目、中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目以及补充公司流动资金。截至2019年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为9,133.36元。

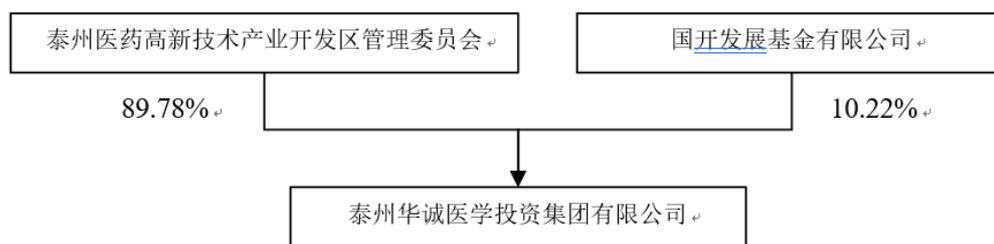
二、发行主体概况

2018年，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，具体情况如下：免去赵庆年董事职务，免去吉鹏飞监事职务，聘任汤溢为职工监事，公司财务总监由赵庆年先生变更为胡大兵先生。

根据公司于2019年5月8日发布的《泰州华诚医学投资集团有限公司关于变更经营范围、公司住所和注册资本的公告》，经营范围新增生物医药、医疗器械的研发及技术转让、技术推广服务。公司住所变更为泰州市医药高新区海陵南路179号B座1610室。

2018年，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，增资后泰州医药高新区管委会持有公司89.78%股权，国开发展基金有限公司持有公司10.22%股权，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新区管委会。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至195,600万元。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

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。2018年纳入公司合并报表范围的子公司共26家，比上年新增2家，分别为泰州华宿公寓管理有限公司和泰州融健达天使创业投资有限公司。

表1 2018 年公司合并报表变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500	公寓管理，自有房屋租赁，预包装食品销售，日用百货销售，代收代缴水电费服务	设立
泰州融健达天使创业投资有限公司	99.00%	3,500	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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)，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)，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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表2 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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[2018]61号)	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,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济保持持续增长,但增速有所下滑

2018年泰州市实现地区生产总值5,107.63亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持较快增长,但增速有所回落。其中2018年泰州市第一产业增加值280.05亿元,可比价增长2.7%;第二产业增加值2,434.01亿元,可比价增长6.8%;第三产业增加值2,393.57亿元,可比价增长7.0%,三次产业结构由上年的5.6:47.1:47.3调整为5.5:47.6:46.9,第三产业占比有所下降。2018年泰州市人均地区生产总值109,988元,同比增长6.8%,是全国人均GDP同期水平的170.14%。

2018年工业生产总体平稳运行，全年规模以上工业产值增长9.8%，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%。分行业来看，生物医药及高新能医疗器械产值增长16.8%，高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%，新一代信息技术产业产值增长33.3%，先进制造业加快发展，工业质量继续提升。

2018年固定资产投资稳步增长，但增速有所下滑，全年固定资产投资增长9.2%，其中第一产业投资下降54.9%，第二产业投资增长8.9%，第三产业投资增长11.6%。第二产业投资中，工业投资增长8.5%，其中食品行业投资增长5.5%，医药制造业投资增长12.1%，金属制品业投资增长34.0%，电气投资增长13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长14.4%，仪器仪表制造业投资增长24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长102.1%，租赁和商务服务业投资增长36.9%，科学研究和技术服务业投资增长37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长10.8%。

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.3%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均GDP（元）		109,988		102,058
人均GDP/全国人均GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年泰州市实现公共财政收入366.64亿元，同比增长6.6%，其中税收收入294.86亿元，占公共财政收入比重为80.42%；实现政府性基金收入333.18亿元，同比增长71.54%；同期泰州市公共财政支出为532.65亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.83%。

2018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。2018年泰州医药高新区实现地区生产总值262.52亿元，同比增长12.2%，增长较快。

2018年泰州医药高新区实现公共财政收入42.81亿元，同比增长4.8%，其中税收收入36.45亿元，占公共财政收入比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比增长226.3%；同期泰州医药高新区公共财政支出为32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为132.46%。

四、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。2018年公司实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%。从收入结构来看，2018年主营业务收入为8.01亿元，同比下降31.24%，主要系工程收入与房地产销售收入下滑所致，2018年营业收入的增长主要有其他业务收入贡献，其他业务收入主要为土地整理收入，具有较大的不确定性。毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	80,097.16	20.95%	116,488.83	13.22%
工程收入	58,535.00	13.04%	82,740.67	13.04%
房地产收入	13,467.91	32.63%	26,275.76	-0.59%
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
超市收入	1,564.12	14.02%	1,342.65	14.11%
影院收入	906.45	53.69%	788.55	54.38%
咨询服务收入	813.30	91.16%	690.47	91.62%
酒店	1,549.10	72.70%	488.09	27.44%
物业收入	450.53	-95.55%	362.43	-81.11%
餐饮收入	260.54	23.71%	162.73	19.94%
健身房	322.52	100.00%	-	-
其他	472.68	100.00%	1,882.48	100.00%
其他业务收入：	55,231.83	11.67%	129.07	75.32%
合计	135,328.99	17.17%	116,617.91	13.29%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中已完工尚未确认收入规模较大，未来收入来源较有保障

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教学校区及配套设施建设的职责。教育教学校区建设方面，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、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“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。截至2018年末上述项目均已经完工但尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2018年公司工程收入来自泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，受工程进度和委托方安排的影响，2018年公司工程收入有所减少，当年度确认收入5.85亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2018年工程收入毛利率仍为13.04%。截至2018年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2017-2018年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2018年	2017年
泰州职业技术学院中国医药城新校区	58,535.00	82,740.67
合计	58,535.00	82,740.67

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。

公司自建项目主要为教育教学校区行政楼工程，教育教学校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，教育教学校区行政楼工程，教育教学校区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，本期债券募投项目已经竣工但尚未结转，截至2018年末，

主要的自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计12.98亿元，尚需投资合计3.46亿元。

表6 截至2018年末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
中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	43,059.12	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	57,448.99	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	24,903.06	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	129,845.94	

资料来源：公司提供

房地产业务对公司营业收入形成重要补充，但需关注未来房地产业务收入的持续性

2015年12月，公司以评估价格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”）100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。目前公司在运营的房地产项目主要为金融中心一、二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，计划建筑面积84,507.00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月开始陆续对外出租。截至2018年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为40%，2018年度实现出租收入4,183.92万元，计入房地产收入科目。

截至2018年末，金融中心二期商业项目在建，计划建筑面积171,393.66平方米，该项目计划总投资7.03亿元，已投资0.09亿元，尚需投资6.94亿元。

表7 截至2018年末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	在建	70,345.96	932.44	171,393.66	-

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。截至2018年底，香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资9.15亿元，尚需投资3.98亿元，已经累计确认收入13.13亿元，剩余可售面积0.69万平方米，预计还会带来一定的收入。从

毛利率来看，2018年房产收入毛利率为32.63%，较上年度大幅增加，主要系上年度成本确认因素导致毛利率过低。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。此外，除上述项目外，公司暂无其他在建房地产项目，需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2018年末房地产业务情况（单位：万元、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
香榭湾	131,273.30	91,461.51	6,868.33	218,783.00	131,273.30

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，持续性较好

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%。2018年投资办学业务收入为1,755.00万元，较为稳定。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之日为止，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、影院收入是公司营业收入的有力补充；2018年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，但该块业务收入存在较大不确定性

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2018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1.60%。

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。

2018 年公司其他收入主要为土地整理收入，2014 年泰州市政府将原经济开发区管委会北侧地块纳入拆迁计划，2016 年交由公司负责该块地土地平整工作，2018 年土地平整工作完成，将该块地的部分土地出让金作为公司土地平整收入，平衡公司土地平整支出，2018 年确认土地平整收入 54,700.05 万元，计入其他业务收入，对应土地平整业务支出成本 48,421.01 万元。2018 年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，公司目前暂无其他土地平整业务，但受政府规划影响，未来公司可能会承接该块业务，存在较大不确定性。

公司继续受到较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平

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力度支持。2018 年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资 25,000 万元，同时，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

五、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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2018 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，2017 年财务数据追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 2 家，具体情况见表 1。

资产结构与质量

公司总资产规模稳步增长，但应收款项和存货占比较高，且受限资产规模较大，整体

资产流动性偏弱

在股东注资及利润积累下，2018年末总资产规模增至162.98亿元，较上年增长7.65%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的83.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年底，公司货币资金规模为21.57亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中5.21亿元的其他货币资金为保证金，此外银行存款中1.80亿元的存单质押，合计受限资金为7.01亿元，占比32.50%。公司应收票据及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2018年底，应收票据及应收账款账面价值为19.10亿元，较上年增长20.13%，从账龄来看，3年以内的占比76.91%，3年以上的占比23.03%，部分应收票据及应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2018年末，其他应收款账面价值为33.47亿元，当年度计提坏账0.56亿元，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司为民营企业，存在一定的回收风险，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、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。存货主要为翰林学院教学区、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾住宅、金融中心商业项目形成的开发成本，随着上述项目不断推进，存货账面价值增长至2018年末的62.64亿元，此外，截至2018年底，账面价值为3.58亿元的存货用已抵押，占存货规模的5.72%，公司存货变现能力一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	215,671.00	13.23%	261,381.77	17.26%
应收票据及应收账款	191,010.06	11.72%	158,998.36	10.50%
其他应收款	334,690.41	20.54%	340,251.13	22.47%
存货	626,353.68	38.43%	540,418.22	35.69%
流动资产合计	1,368,783.93	83.98%	1,301,794.27	85.98%
固定资产	50,884.65	3.12%	52,411.45	3.46%
在建工程	138,528.61	8.50%	112,958.74	7.46%
非流动资产合计	261,016.60	16.02%	212,242.12	14.02%
资产总计	1,629,800.53	100.00%	1,514,036.40	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。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4.85亿元，公司以此入股翰林学院并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2018年在建工程账面为13.85亿元，较上年增长22.64%，主要由于医疗器械园一期、二期、三期项目不断投入所致。

盈利能力

2018年公司盈利能力有所增强，对政府补助依赖程度有所降低

2018年实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%，2018年营业收入增长主要有其他业务收入增长所贡献，主营业务收入有所减少。公司主营业务收入考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，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。

毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点，公司盈利能力有所增强，同时利润总额对政府补贴依赖程度有所降低，2018年公司收到的政府补助为1,512万元，占同期利润总额的比重为13.00%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	135,328.99	116,617.91
其他收益	1,519.58	7,070.26
营业利润	11,638.69	8,656.74
营业外收入	8.76	5.39
利润总额	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	17.17%	13.29%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司资金回笼状况转好，经营活动现金流状况改善，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司资金回笼状况转好，收现比大幅提升至1.47，但收现情况波动较大，受委托方资金安排影响，未来仍有不确定性。2018年度公司收入增长且资金回笼状况较好，销售商品、提供劳务收到的现金较去年大幅增加至19.88亿元；同时2018年土地购买支出较上年度减少，使得2018年购买商品、接受劳务支付的现金较上年减少13.55亿元。上述因素影响下，经营活动现金流由2017年的净流出21.28亿转变为2018年的净流入11.95亿元。

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、三期等在建项目的投资建设，随着项目进度不断推进，2018年投资活动现金继续净流出，达5.74亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，公司通过各类融资渠道筹集资金。2018年公司取得借款收到的现金较上年度减少39.51亿元，同时当年度偿还债务支付的现金达34.90亿元，较上年增加3.84亿元，使得2018年筹资活动现金净流出17.54亿元。截至2018年底，公司在建项目合计尚需投资金额为14.38亿元，公司面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.47	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	198,756.09	42,455.24
收到的其他与经营活动有关的现金	23,688.31	53,057.40
经营活动现金流入小计	222,444.40	95,512.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,170.97	196,610.72
支付的其他与经营活动有关的现金	30,414.37	104,999.46
经营活动现金流出小计	102,932.07	308,326.63
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35
现金及现金等价物净增加额	-113,320.78	-66,248.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，且负债水平较高，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模继续增长，截至2018年末，公司负责总额达112.55亿元，同比增长7.74%。随着资本注入和利润积累，2018年公司所有者权益增至50.43亿元，上述因素影响下，2018年公司产权比率小幅上升，达223.16%，依然处于较高水平，净资产对于负债的保障程度较差。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,125,460.46	1,044,575.60
所有者权益	504,340.07	469,460.79
产权比率	223.16%	222.51%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债由上年度的以非流动负债为主转变为以流动负债为主，截

至 2018 年底，流动负债占负债总额的 52.59%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。截至 2018 年底短期借款为 5.37 亿元，其中质押借款 0.67 亿元，保证借款 3.90 亿元，信用借款 0.80 亿元，借款银行以股份制银行为主。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 9.00 亿元，应付商业承兑汇票 0.55 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。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，由于 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年香榭湾三期项目预售，因此 2018 年预收账款大幅增加至 9.74 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。2018 年底一年内到期的非流动性负债为 22.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 6.47 亿元，1 年内到期的应付债券为 16.12 亿元。

截至 2018 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 31.09 亿元的信用借款、11.42 亿元的保证借款、4.80 亿元的抵押借款以及 0.90 亿元的质押借款构成，新增的信用借款较多，借款银行包括国家开发银行、浦发银行等。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 年底，应付债券较 2017 年底减少 7.85 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债科目。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,659.58	4.77%	44,200.00	4.23%
应付票据及应付账款	145,554.17	12.93%	49,602.46	4.75%
预收款项	97,399.62	8.65%	2,647.56	0.25%
其他应付款	81,486.82	7.24%	100,239.62	9.60%
一年内到期的非流动性负债	225,933.61	20.07%	205,875.56	19.71%
流动负债合计	591,900.33	52.59%	397,117.61	38.02%
长期借款	482,107.41	42.84%	517,500.00	49.54%
应付债券	51,299.39	4.56%	129,804.08	12.43%
非流动负债合计	533,560.14	47.41%	647,457.99	61.98%
负债合计	1,125,460.46	100.00%	1,044,575.60	100.00%
其中：有息债务	923,499.99	82.06%	922,879.64	88.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着项目进度不断推进，2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，有息负债占比较高，面临较大的偿债压力，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

偿债指标方面，2018 年公司资产负债率为 69.06%，依然处于较高水平，流动比率和

速动比率较上年分别下降至 2.31 和 1.25，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，EBITDA 利息保障倍数依然较低，2018 年为 0.24，有息债务/EBITDA 继续增长至 65.80，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.06%	68.99%
流动比率	2.31	3.28
速动比率	1.25	1.92
EBITDA（万元）	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	65.80	61.42

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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 2018 年 6 月 30 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15 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，中证鹏元整理

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。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	-	-
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12
当期担保发生额（亿元）	-	272.25
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41
担保风险准备金（万元）	-	142,124.60
风险准备金覆盖率	-	3.02%
融资性担保业务净资产放大倍数	--	7.73
当期担保代偿率		1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2018 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。经中证鹏元综合评定，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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年5月7日，公司合并口径净资产金额为50.59亿元，对外担保的余额合计26.92亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为8.42亿元。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17 截至 2019 年 5 月 7 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	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	2020/2/5	国有	否
	60,000.00	2022/1/20	国有	否
	20,000.00	2019/10/19	国有	否
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营	-
	3,000.00	2019/11/8	民营	-
江苏泰建建设集团有限公司	2,500.00	2019/8/3	民营	有
	2,500.00	2019/8/10	民营	有
	4,500.00	2019/5/7	民营	否
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营	否
	5,000.00	2020/1/28	民营	否
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019/10/16	国有	否
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	20,000.00	2020/3/29	国有	否
	8,500.00	2019/8/27	国有	否
	1,500.00	2019/8/27	国有	否
	6,500.00	2020/3/15	国有	否
	19,000.00	2020/1/10	国有	否
	10,000.00	2021/11/28	国有	否
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2019/8/1	民营	否
江苏华创医药研发平台管理有限公司	2,980.00	2020/3/28	民营	-
泰州新滨江开发有限责任公司	15,000.00	2022/10/28	国有	否
泰州港润投资发展有限公司	4,000.00	2022/2/25	国有	否
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2019/6/24	民营	否
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2020/1/2	民营	有
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营	否

	8,000.00	2021/3/28	民营	有
	4,000.00	2019/6/12	民营	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2019/5/27	民营	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2019/6/8	民营	有
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营	有
	1,000.00	2019/6/14	民营	有
江苏大同盟制药有限公司	6,000.00	2019/6/21	民营	有
江苏丞字米特医疗科技有限公司	2,000.00	2019/6/8	民营	有
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,500.00	2019/6/28	民营	否
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2019/8/2	民营	否
江苏荃信生物科技有限公司	3,000.00	2019/12/20	民营	否
合计	269,180.00			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年泰州市和泰州医药高新区地方经济保持较快增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；公司作为泰州医药高新区主要的基础设施建设主体，继续得到较大力度的外部支持，2018年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，同时，当年度公司收到政府补助1,512万元，提升了公司的资本实力和利润水平；截至2018年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计45.34亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑；瀚华担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，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。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	215,671.00	261,381.77	327,356.63
应收票据及应收账款	191,010.06	158,998.36	102,258.76
其他应收款	334,690.41	340,251.13	209,502.40
存货	626,353.68	540,418.22	261,923.65
流动资产合计	1,368,783.93	1,301,794.27	907,741.10
固定资产	50,884.65	52,411.45	52,629.03
在建工程	138,528.61	112,958.74	138,370.77
非流动资产合计	261,016.60	212,242.12	379,673.70
资产总计	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
短期借款	53,659.58	44,200.00	38,983.30
应付票据及应付账款	145,554.17	49,602.46	48,534.97
预收账款	97,399.62	2,647.56	20,808.24
其他应付款	81,486.82	88,008.94	39,816.98
一年内到期的非流动负债	225,933.61	205,875.56	0.00
流动负债合计	591,900.33	397,117.61	156,953.24
长期借款	482,107.41	517,500.00	459,523.00
应付债券	51,299.39	129,804.08	218,655.28
非流动负债合计	533,560.14	647,457.99	678,331.39
总负债	1,125,460.46	1,044,575.60	835,284.63
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
营业利润	26,277.90	8,656.74	-976.74
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00
营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
净利润	9,901.55	6,904.10	6,742.58
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44	-58,718.89
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35	587,323.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
收现比	1.47	0.36	1.00
产权比率	223.16%	222.51%	184.74%
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%

流动比率	2.31	3.28	5.78
速动比率	1.25	1.92	4.11
EBITDA (万元)	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
有息债务/EBITDA	65.80	61.42	54.13

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

附录三 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。

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第
【45】号 01债券简称: 18 泰华诚债
/18 泰华诚增信方式: 不可撤销连带
责任担保担保主体: 瀚华融资担保
股份有限公司

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2025 年
12 月 26 日债券偿还方式: 每年付息
一次, 在债券存续期第
3-7 年每年偿还本金的
20%

分析师

姓名:
党雨曦 刘师宇电话:
021-51035670邮箱:
dangyx@cspengyuan.com本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券
2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级:	AA+	AA+
发行主体长期信用等级:	AA	AA
评级展望:	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 28 日	2018 年 10 月 10 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)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”)及 2018 年 12 月 26 日发行的公司债券的 2019 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好, 未来收入来源较有保障, 公司继续受到较大力度的外部支持以及瀚华融资担保股份有限公司¹(以下简称“瀚华担保”或“担保方”)提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平; 同时我们也关注到公司在建项目后续投资金额较大, 面临一定的资金压力, 公司资产流动性偏弱, 资产负债率较高, 有息债务规模较大, 公司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。2018 年泰州市实现地区生产总值 5,107.63 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 6.7%, 同期泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元, 同比增长 12.2%, 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。
- 公司未来收入来源较有保障。截至 2018 年底, 公司存货中委托代建项目建设成本合计 45.34 亿元, 公司未来工程收入来源较有保障, 此外, 办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定, 为未来收入提供一定的支撑。
- 公司继续受到较大力度的外部支持。2018 年泰州医药高新技术产业开发区管理委

¹瀚华担保股份有限公司于 2018 年 8 月企业名称变更为瀚华融资担保股份有限公司。

员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）以货币方式向公司注资 25,000 万元，此外，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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。

关注：

- **公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司在建项目合计尚需投资 14.38 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。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占总资产的 70.69%，占用较多营运资金，应收款项回收时间存在不确定性，且货币资金及存货存在受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，占比较高，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期集中偿还压力，此外，2018 年公司资产负债率为 69.06%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.24，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年 5 月 7 日，公司合并口径净资产金额为 50.59 亿元，对外担保的余额合计 26.92 亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为 8.42 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（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%
流动比率	2.31	3.28	5.78
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00

营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
利润总额	11,625.53	8,661.96	7,570.80
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
EBITDA	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
经营活动现金流净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	-	3.02%	4.46%
净资产放大倍数	-	7.73	5.35
当期担保代偿率	-	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月26日发行7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目、中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目以及补充公司流动资金。截至2019年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为9,133.36元。

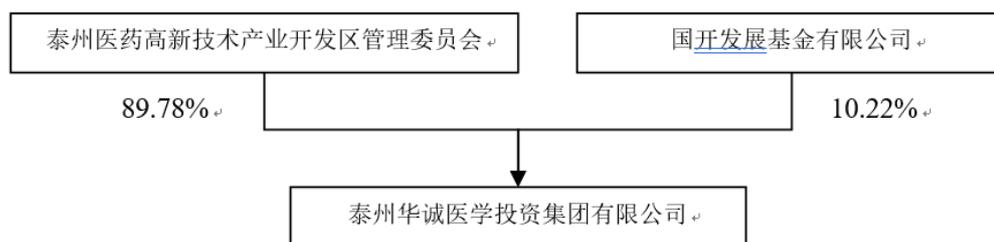
二、发行主体概况

2018年，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，具体情况如下：免去赵庆年董事职务，免去吉鹏飞监事职务，聘任汤溢为职工监事，公司财务总监由赵庆年先生变更为胡大兵先生。

根据公司于2019年5月8日发布的《泰州华诚医学投资集团有限公司关于变更经营范围、公司住所和注册资本的公告》，经营范围新增生物医药、医疗器械的研发及技术转让、技术推广服务。公司住所变更为泰州市医药高新区海陵南路179号B座1610室。

2018年，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，增资后泰州医药高新区管委会持有公司89.78%股权，国开发展基金有限公司持有公司10.22%股权，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新区管委会。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至195,600万元。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

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。2018年纳入公司合并报表范围的子公司共26家，比上年新增2家，分别为泰州华宿公寓管理有限公司和泰州融健达天使创业投资有限公司。

表1 2018 年公司合并报表变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500	公寓管理，自有房屋租赁，预包装食品销售，日用百货销售，代收代缴水电费服务	设立
泰州融健达天使创业投资有限公司	99.00%	3,500	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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)，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)，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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表2 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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[2018]61号)	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,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济保持持续增长,但增速有所下滑

2018年泰州市实现地区生产总值5,107.63亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持较快增长,但增速有所回落。其中2018年泰州市第一产业增加值280.05亿元,可比价增长2.7%;第二产业增加值2,434.01亿元,可比价增长6.8%;第三产业增加值2,393.57亿元,可比价增长7.0%,三次产业结构由上年的5.6:47.1:47.3调整为5.5:47.6:46.9,第三产业占比有所下降。2018年泰州市人均地区生产总值109,988元,同比增长6.8%,是全国人均GDP同期水平的170.14%。

2018年工业生产总体平稳运行，全年规模以上工业产值增长9.8%，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%。分行业来看，生物医药及高新能医疗器械产值增长16.8%，高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%，新一代信息技术产业产值增长33.3%，先进制造业加快发展，工业质量继续提升。

2018年固定资产投资稳步增长，但增速有所下滑，全年固定资产投资增长9.2%，其中第一产业投资下降54.9%，第二产业投资增长8.9%，第三产业投资增长11.6%。第二产业投资中，工业投资增长8.5%，其中食品行业投资增长5.5%，医药制造业投资增长12.1%，金属制品业投资增长34.0%，电气投资增长13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长14.4%，仪器仪表制造业投资增长24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长102.1%，租赁和商务服务业投资增长36.9%，科学研究和技术服务业投资增长37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长10.8%。

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.3%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均GDP（元）		109,988		102,058
人均GDP/全国人均GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年泰州市实现公共财政收入366.64亿元，同比增长6.6%，其中税收收入294.86亿元，占公共财政收入比重为80.42%；实现政府性基金收入333.18亿元，同比增长71.54%；同期泰州市公共财政支出为532.65亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.83%。

2018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。2018年泰州医药高新区实现地区生产总值262.52亿元，同比增长12.2%，增长较快。

2018年泰州医药高新区实现公共财政收入42.81亿元，同比增长4.8%，其中税收收入36.45亿元，占公共财政收入比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比增长226.3%；同期泰州医药高新区公共财政支出为32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为132.46%。

四、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。2018年公司实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%。从收入结构来看，2018年主营业务收入为8.01亿元，同比下降31.24%，主要系工程收入与房地产销售收入下滑所致，2018年营业收入的增长主要有其他业务收入贡献，其他业务收入主要为土地整理收入，具有较大的不确定性。毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	80,097.16	20.95%	116,488.83	13.22%
工程收入	58,535.00	13.04%	82,740.67	13.04%
房地产收入	13,467.91	32.63%	26,275.76	-0.59%
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
超市收入	1,564.12	14.02%	1,342.65	14.11%
影院收入	906.45	53.69%	788.55	54.38%
咨询服务收入	813.30	91.16%	690.47	91.62%
酒店	1,549.10	72.70%	488.09	27.44%
物业收入	450.53	-95.55%	362.43	-81.11%
餐饮收入	260.54	23.71%	162.73	19.94%
健身房	322.52	100.00%	-	-
其他	472.68	100.00%	1,882.48	100.00%
其他业务收入：	55,231.83	11.67%	129.07	75.32%
合计	135,328.99	17.17%	116,617.91	13.29%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中已完工尚未确认收入规模较大，未来收入来源较有保障

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教学校区及配套设施建设的职责。教育教学校区建设方面，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、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“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。截至2018年末上述项目均已经完工但尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2018年公司工程收入来自泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，受工程进度和委托方安排的影响，2018年公司工程收入有所减少，当年度确认收入5.85亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2018年工程收入毛利率仍为13.04%。截至2018年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2017-2018年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2018年	2017年
泰州职业技术学院中国医药城新校区	58,535.00	82,740.67
合计	58,535.00	82,740.67

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。

公司自建项目主要为教育教学校区行政楼工程，教育教学校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，教育教学校区行政楼工程，教育教学校区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，本期债券募投项目已经竣工但尚未结转，截至2018年末，

主要的自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计12.98亿元，尚需投资合计3.46亿元。

表6 截至2018年末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
中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	43,059.12	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	57,448.99	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	24,903.06	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	129,845.94	

资料来源：公司提供

房地产业务对公司营业收入形成重要补充，但需关注未来房地产业务收入的持续性

2015年12月，公司以评估价格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”）100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。目前公司在运营的房地产项目主要为金融中心一、二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，计划建筑面积84,507.00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月开始陆续对外出租。截至2018年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为40%，2018年度实现出租收入4,183.92万元，计入房地产收入科目。

截至2018年末，金融中心二期商业项目在建，计划建筑面积171,393.66平方米，该项目计划总投资7.03亿元，已投资0.09亿元，尚需投资6.94亿元。

表7 截至2018年末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	在建	70,345.96	932.44	171,393.66	-

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。截至2018年底，香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资9.15亿元，尚需投资3.98亿元，已经累计确认收入13.13亿元，剩余可售面积0.69万平方米，预计还会带来一定的收入。从

毛利率来看，2018年房产收入毛利率为32.63%，较上年度大幅增加，主要系上年度成本确认因素导致毛利率过低。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。此外，除上述项目外，公司暂无其他在建房地产项目，需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2018年末房地产业务情况（单位：万元、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
香榭湾	131,273.30	91,461.51	6,868.33	218,783.00	131,273.30

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，持续性较好

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%。2018年投资办学业务收入为1,755.00万元，较为稳定。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之日为止，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、影院收入是公司营业收入的有力补充；2018年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，但该块业务收入存在较大不确定性

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2018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1.60%。

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。

2018 年公司其他收入主要为土地整理收入，2014 年泰州市政府将原经济开发区管委会北侧地块纳入拆迁计划，2016 年交由公司负责该块地土地平整工作，2018 年土地平整工作完成，将该块地的部分土地出让金作为公司土地平整收入，平衡公司土地平整支出，2018 年确认土地平整收入 54,700.05 万元，计入其他业务收入，对应土地平整业务支出成本 48,421.01 万元。2018 年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，公司目前暂无其他土地平整业务，但受政府规划影响，未来公司可能会承接该块业务，存在较大不确定性。

公司继续受到较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平

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力度支持。2018 年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资 25,000 万元，同时，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

五、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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2018 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，2017 年财务数据追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 2 家，具体情况见表 1。

资产结构与质量

公司总资产规模稳步增长，但应收款项和存货占比较高，且受限资产规模较大，整体

资产流动性偏弱

在股东注资及利润积累下，2018年末总资产规模增至162.98亿元，较上年增长7.65%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的83.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年底，公司货币资金规模为21.57亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中5.21亿元的其他货币资金为保证金，此外银行存款中1.80亿元的存单质押，合计受限资金为7.01亿元，占比32.50%。公司应收票据及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2018年底，应收票据及应收账款账面价值为19.10亿元，较上年增长20.13%，从账龄来看，3年以内的占比76.91%，3年以上的占比23.03%，部分应收票据及应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2018年末，其他应收款账面价值为33.47亿元，当年度计提坏账0.56亿元，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司为民营企业，存在一定的回收风险，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、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。存货主要为翰林学院教学区、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾住宅、金融中心商业项目形成的开发成本，随着上述项目不断推进，存货账面价值增长至2018年末的62.64亿元，此外，截至2018年底，账面价值为3.58亿元的存货用已抵押，占存货规模的5.72%，公司存货变现能力一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	215,671.00	13.23%	261,381.77	17.26%
应收票据及应收账款	191,010.06	11.72%	158,998.36	10.50%
其他应收款	334,690.41	20.54%	340,251.13	22.47%
存货	626,353.68	38.43%	540,418.22	35.69%
流动资产合计	1,368,783.93	83.98%	1,301,794.27	85.98%
固定资产	50,884.65	3.12%	52,411.45	3.46%
在建工程	138,528.61	8.50%	112,958.74	7.46%
非流动资产合计	261,016.60	16.02%	212,242.12	14.02%
资产总计	1,629,800.53	100.00%	1,514,036.40	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。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4.85亿元，公司以此入股翰林学院并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2018年在建工程账面为13.85亿元，较上年增长22.64%，主要由于医疗器械园一期、二期、三期项目不断投入所致。

盈利能力

2018年公司盈利能力有所增强，对政府补助依赖程度有所降低

2018年实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%，2018年营收收入增长主要有其他业务收入增长所贡献，主营业务收入有所减少。公司主营业务收入考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，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。

毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点，公司盈利能力有所增强，同时利润总额对政府补贴依赖程度有所降低，2018年公司收到的政府补助为1,512万元，占同期利润总额的比重为13.00%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	135,328.99	116,617.91
其他收益	1,519.58	7,070.26
营业利润	11,638.69	8,656.74
营业外收入	8.76	5.39
利润总额	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	17.17%	13.29%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司资金回笼状况转好，经营活动现金流状况改善，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司资金回笼状况转好，收现比大幅提升至1.47，但收现情况波动较大，受委托方资金安排影响，未来仍有不确定性。2018年度公司收入增长且资金回笼状况较好，销售商品、提供劳务收到的现金较去年大幅增加至19.88亿元；同时2018年土地购买支出较上年度减少，使得2018年购买商品、接受劳务支付的现金较上年减少13.55亿元。上述因素影响下，经营活动现金流由2017年的净流出21.28亿转变为2018年的净流入11.95亿元。

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、三期等在建项目的投资建设，随着项目进度不断推进，2018年投资活动现金继续净流出，达5.74亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，公司通过各类融资渠道筹集资金。2018年公司取得借款收到的现金较上年度减少39.51亿元，同时当年度偿还债务支付的现金达34.90亿元，较上年增加3.84亿元，使得2018年筹资活动现金净流出17.54亿元。截至2018年底，公司在建项目合计尚需投资金额为14.38亿元，公司面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.47	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	198,756.09	42,455.24
收到的其他与经营活动有关的现金	23,688.31	53,057.40
经营活动现金流入小计	222,444.40	95,512.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,170.97	196,610.72
支付的其他与经营活动有关的现金	30,414.37	104,999.46
经营活动现金流出小计	102,932.07	308,326.63
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35
现金及现金等价物净增加额	-113,320.78	-66,248.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，且负债水平较高，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模继续增长，截至2018年末，公司负责总额达112.55亿元，同比增长7.74%。随着资本注入和利润积累，2018年公司所有者权益增至50.43亿元，上述因素影响下，2018年公司产权比率小幅上升，达223.16%，依然处于较高水平，净资产对于负债的保障程度较差。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,125,460.46	1,044,575.60
所有者权益	504,340.07	469,460.79
产权比率	223.16%	222.51%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债由上年度的以非流动负债为主转变为以流动负债为主，截

至 2018 年底，流动负债占负债总额的 52.59%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。截至 2018 年底短期借款为 5.37 亿元，其中质押借款 0.67 亿元，保证借款 3.90 亿元，信用借款 0.80 亿元，借款银行以股份制银行为主。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 9.00 亿元，应付商业承兑汇票 0.55 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。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，由于 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年香榭湾三期项目预售，因此 2018 年预收账款大幅增加至 9.74 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。2018 年底一年内到期的非流动性负债为 22.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 6.47 亿元，1 年内到期的应付债券为 16.12 亿元。

截至 2018 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 31.09 亿元的信用借款、11.42 亿元的保证借款、4.80 亿元的抵押借款以及 0.90 亿元的质押借款构成，新增的信用借款较多，借款银行包括国家开发银行、浦发银行等。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 年底，应付债券较 2017 年底减少 7.85 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债科目。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,659.58	4.77%	44,200.00	4.23%
应付票据及应付账款	145,554.17	12.93%	49,602.46	4.75%
预收款项	97,399.62	8.65%	2,647.56	0.25%
其他应付款	81,486.82	7.24%	100,239.62	9.60%
一年内到期的非流动性负债	225,933.61	20.07%	205,875.56	19.71%
流动负债合计	591,900.33	52.59%	397,117.61	38.02%
长期借款	482,107.41	42.84%	517,500.00	49.54%
应付债券	51,299.39	4.56%	129,804.08	12.43%
非流动负债合计	533,560.14	47.41%	647,457.99	61.98%
负债合计	1,125,460.46	100.00%	1,044,575.60	100.00%
其中：有息债务	923,499.99	82.06%	922,879.64	88.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着项目进度不断推进，2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，有息负债占比较高，面临较大的偿债压力，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

偿债指标方面，2018 年公司资产负债率为 69.06%，依然处于较高水平，流动比率和

速动比率较上年分别下降至 2.31 和 1.25，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，EBITDA 利息保障倍数依然较低，2018 年为 0.24，有息债务/EBITDA 继续增长至 65.80，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.06%	68.99%
流动比率	2.31	3.28
速动比率	1.25	1.92
EBITDA（万元）	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	65.80	61.42

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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 2018 年 6 月 30 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15 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，中证鹏元整理

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。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	-	-
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12
当期担保发生额（亿元）	-	272.25
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41
担保风险准备金（万元）	-	142,124.60
风险准备金覆盖率	-	3.02%
融资性担保业务净资产放大倍数	--	7.73
当期担保代偿率		1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2018 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。经中证鹏元综合评定，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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年5月7日，公司合并口径净资产金额为50.59亿元，对外担保的余额合计26.92亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为8.42亿元。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17 截至 2019 年 5 月 7 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	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	2020/2/5	国有	否
	60,000.00	2022/1/20	国有	否
	20,000.00	2019/10/19	国有	否
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营	-
	3,000.00	2019/11/8	民营	-
江苏泰建建设集团有限公司	2,500.00	2019/8/3	民营	有
	2,500.00	2019/8/10	民营	有
	4,500.00	2019/5/7	民营	否
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营	否
	5,000.00	2020/1/28	民营	否
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019/10/16	国有	否
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	20,000.00	2020/3/29	国有	否
	8,500.00	2019/8/27	国有	否
	1,500.00	2019/8/27	国有	否
	6,500.00	2020/3/15	国有	否
	19,000.00	2020/1/10	国有	否
	10,000.00	2021/11/28	国有	否
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2019/8/1	民营	否
江苏华创医药研发平台管理有限公司	2,980.00	2020/3/28	民营	-
泰州新滨江开发有限责任公司	15,000.00	2022/10/28	国有	否
泰州港润投资发展有限公司	4,000.00	2022/2/25	国有	否
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2019/6/24	民营	否
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2020/1/2	民营	有
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营	否

	8,000.00	2021/3/28	民营	有
	4,000.00	2019/6/12	民营	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2019/5/27	民营	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2019/6/8	民营	有
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营	有
	1,000.00	2019/6/14	民营	有
江苏大同盟制药有限公司	6,000.00	2019/6/21	民营	有
江苏丞字米特医疗科技有限公司	2,000.00	2019/6/8	民营	有
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,500.00	2019/6/28	民营	否
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2019/8/2	民营	否
江苏荃信生物科技有限公司	3,000.00	2019/12/20	民营	否
合计	269,180.00			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年泰州市和泰州医药高新区地方经济保持较快增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；公司作为泰州医药高新区主要的基础设施建设主体，继续得到较大力度的外部支持，2018年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，同时，当年度公司收到政府补助1,512万元，提升了公司的资本实力和利润水平；截至2018年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计45.34亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑；瀚华担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，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。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	215,671.00	261,381.77	327,356.63
应收票据及应收账款	191,010.06	158,998.36	102,258.76
其他应收款	334,690.41	340,251.13	209,502.40
存货	626,353.68	540,418.22	261,923.65
流动资产合计	1,368,783.93	1,301,794.27	907,741.10
固定资产	50,884.65	52,411.45	52,629.03
在建工程	138,528.61	112,958.74	138,370.77
非流动资产合计	261,016.60	212,242.12	379,673.70
资产总计	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
短期借款	53,659.58	44,200.00	38,983.30
应付票据及应付账款	145,554.17	49,602.46	48,534.97
预收账款	97,399.62	2,647.56	20,808.24
其他应付款	81,486.82	88,008.94	39,816.98
一年内到期的非流动负债	225,933.61	205,875.56	0.00
流动负债合计	591,900.33	397,117.61	156,953.24
长期借款	482,107.41	517,500.00	459,523.00
应付债券	51,299.39	129,804.08	218,655.28
非流动负债合计	533,560.14	647,457.99	678,331.39
总负债	1,125,460.46	1,044,575.60	835,284.63
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
营业利润	26,277.90	8,656.74	-976.74
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00
营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
净利润	9,901.55	6,904.10	6,742.58
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44	-58,718.89
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35	587,323.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
收现比	1.47	0.36	1.00
产权比率	223.16%	222.51%	184.74%
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%

流动比率	2.31	3.28	5.78
速动比率	1.25	1.92	4.11
EBITDA (万元)	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
有息债务/EBITDA	65.80	61.42	54.13

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

附录三 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。

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【45】号 01

债券简称：18 泰华诚债
/18 泰华诚

增信方式：不可撤销连带
责任担保

担保主体：瀚华融资担保
股份有限公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2025 年
12 月 26 日

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%

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份 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.cspengyuan.com

2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级：	AA+	AA+
发行主体长期信用等级：	AA	AA
评级展望：	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 28 日	2018 年 10 月 10 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”）及 2018 年 12 月 26 日发行的公司债券的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好，未来收入来源较有保障，公司继续受到较大力度的外部支持以及瀚华融资担保股份有限公司¹（以下简称“瀚华担保”或“担保方”）提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平；同时我们也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产流动性偏弱，资产负债率较高，有息债务规模较大，公司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。**2018 年泰州市实现地区生产总值 5,107.63 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，同期泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元，同比增长 12.2%，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。
- **公司未来收入来源较有保障。**截至 2018 年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计 45.34 亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑。
- **公司继续受到较大力度的外部支持。**2018 年泰州医药高新技术产业开发区管理委

¹瀚华担保股份有限公司于 2018 年 8 月企业名称变更为瀚华融资担保股份有限公司。

员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）以货币方式向公司注资 25,000 万元，此外，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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。

关注：

- **公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司在建项目合计尚需投资 14.38 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。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占总资产的 70.69%，占用较多营运资金，应收款项回收时间存在不确定性，且货币资金及存货存在受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，占比较高，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期集中偿还压力，此外，2018 年公司资产负债率为 69.06%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.24，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年 5 月 7 日，公司合并口径净资产金额为 50.59 亿元，对外担保的余额合计 26.92 亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为 8.42 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（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%
流动比率	2.31	3.28	5.78
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00

营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
利润总额	11,625.53	8,661.96	7,570.80
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
EBITDA	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
经营活动现金流净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	-	3.02%	4.46%
净资产放大倍数	-	7.73	5.35
当期担保代偿率	-	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月26日发行7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目、中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目以及补充公司流动资金。截至2019年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为9,133.36元。

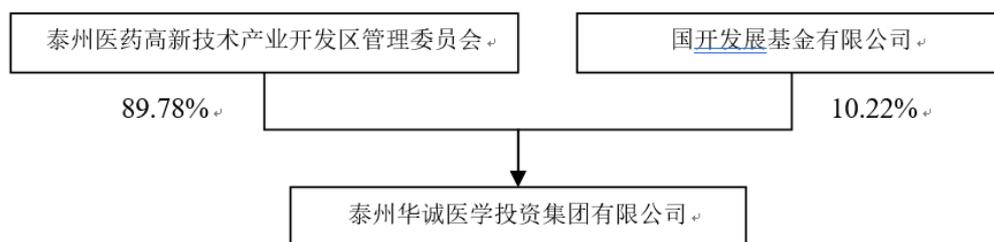
二、发行主体概况

2018年，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，具体情况如下：免去赵庆年董事职务，免去吉鹏飞监事职务，聘任汤溢为职工监事，公司财务总监由赵庆年先生变更为胡大兵先生。

根据公司于2019年5月8日发布的《泰州华诚医学投资集团有限公司关于变更经营范围、公司住所和注册资本的公告》，经营范围新增生物医药、医疗器械的研发及技术转让、技术推广服务。公司住所变更为泰州市医药高新区海陵南路179号B座1610室。

2018年，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，增资后泰州医药高新区管委会持有公司89.78%股权，国开发展基金有限公司持有公司10.22%股权，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新区管委会。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至195,600万元。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

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。2018年纳入公司合并报表范围的子公司共26家，比上年新增2家，分别为泰州华宿公寓管理有限公司和泰州融健达天使创业投资有限公司。

表1 2018 年公司合并报表变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500	公寓管理，自有房屋租赁，预包装食品销售，日用百货销售，代收代缴水电费服务	设立
泰州融健达天使创业投资有限公司	99.00%	3,500	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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),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),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。

2018 年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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,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),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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。

表2 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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[2018]61号)	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,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济保持持续增长,但增速有所下滑

2018年泰州市实现地区生产总值5,107.63亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持较快增长,但增速有所回落。其中2018年泰州市第一产业增加值280.05亿元,可比价增长2.7%;第二产业增加值2,434.01亿元,可比价增长6.8%;第三产业增加值2,393.57亿元,可比价增长7.0%,三次产业结构由上年的5.6:47.1:47.3调整为5.5:47.6:46.9,第三产业占比有所下降。2018年泰州市人均地区生产总值109,988元,同比增长6.8%,是全国人均GDP同期水平的170.14%。

2018年工业生产总体平稳运行，全年规模以上工业产值增长9.8%，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%。分行业来看，生物医药及高新能医疗器械产值增长16.8%，高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%，新一代信息技术产业产值增长33.3%，先进制造业加快发展，工业质量继续提升。

2018年固定资产投资稳步增长，但增速有所下滑，全年固定资产投资增长9.2%，其中第一产业投资下降54.9%，第二产业投资增长8.9%，第三产业投资增长11.6%。第二产业投资中，工业投资增长8.5%，其中食品行业投资增长5.5%，医药制造业投资增长12.1%，金属制品业投资增长34.0%，电气投资增长13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长14.4%，仪器仪表制造业投资增长24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长102.1%，租赁和商务服务业投资增长36.9%，科学研究和技术服务业投资增长37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长10.8%。

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.3%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均GDP（元）		109,988		102,058
人均GDP/全国人均GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年泰州市实现公共财政收入366.64亿元，同比增长6.6%，其中税收收入294.86亿元，占公共财政收入比重为80.42%；实现政府性基金收入333.18亿元，同比增长71.54%；同期泰州市公共财政支出为532.65亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.83%。

2018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。2018年泰州医药高新区实现地区生产总值262.52亿元，同比增长12.2%，增长较快。

2018年泰州医药高新区实现公共财政收入42.81亿元，同比增长4.8%，其中税收收入36.45亿元，占公共财政收入比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比增长226.3%；同期泰州医药高新区公共财政支出为32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为132.46%。

四、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。2018年公司实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%。从收入结构来看，2018年主营业务收入为8.01亿元，同比下降31.24%，主要系工程收入与房地产销售收入下滑所致，2018年营业收入的增长主要有其他业务收入贡献，其他业务收入主要为土地整理收入，具有较大的不确定性。毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	80,097.16	20.95%	116,488.83	13.22%
工程收入	58,535.00	13.04%	82,740.67	13.04%
房地产收入	13,467.91	32.63%	26,275.76	-0.59%
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
超市收入	1,564.12	14.02%	1,342.65	14.11%
影院收入	906.45	53.69%	788.55	54.38%
咨询服务收入	813.30	91.16%	690.47	91.62%
酒店	1,549.10	72.70%	488.09	27.44%
物业收入	450.53	-95.55%	362.43	-81.11%
餐饮收入	260.54	23.71%	162.73	19.94%
健身房	322.52	100.00%	-	-
其他	472.68	100.00%	1,882.48	100.00%
其他业务收入：	55,231.83	11.67%	129.07	75.32%
合计	135,328.99	17.17%	116,617.91	13.29%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中已完工尚未确认收入规模较大，未来收入来源较有保障

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教学校区及配套设施建设的职责。教育教学校区建设方面，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、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“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。截至2018年末上述项目均已经完工但尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2018年公司工程收入来自泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，受工程进度和委托方安排的影响，2018年公司工程收入有所减少，当年度确认收入5.85亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2018年工程收入毛利率仍为13.04%。截至2018年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2017-2018年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2018年	2017年
泰州职业技术学院中国医药城新校区	58,535.00	82,740.67
合计	58,535.00	82,740.67

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。

公司自建项目主要为教育教学校区行政楼工程，教育教学校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，教育教学校区行政楼工程，教育教学校区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，本期债券募投项目已经竣工但尚未结转，截至2018年末，

主要的自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计12.98亿元，尚需投资合计3.46亿元。

表6 截至2018年末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
中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	43,059.12	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	57,448.99	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	24,903.06	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	129,845.94	

资料来源：公司提供

房地产业务对公司营业收入形成重要补充，但需关注未来房地产业务收入的持续性

2015年12月，公司以评估价格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”）100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。目前公司在运营的房地产项目主要为金融中心一、二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，计划建筑面积84,507.00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月开始陆续对外出租。截至2018年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为40%，2018年度实现出租收入4,183.92万元，计入房地产收入科目。

截至2018年末，金融中心二期商业项目在建，计划建筑面积171,393.66平方米，该项目计划总投资7.03亿元，已投资0.09亿元，尚需投资6.94亿元。

表7 截至2018年末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	在建	70,345.96	932.44	171,393.66	-

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。截至2018年底，香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资9.15亿元，尚需投资3.98亿元，已经累计确认收入13.13亿元，剩余可售面积0.69万平方米，预计还会带来一定的收入。从

毛利率来看，2018年房产收入毛利率为32.63%，较上年度大幅增加，主要系上年度成本确认因素导致毛利率过低。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。此外，除上述项目外，公司暂无其他在建房地产项目，需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2018年末房地产业务情况（单位：万元、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
香榭湾	131,273.30	91,461.51	6,868.33	218,783.00	131,273.30

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，持续性较好

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%。2018年投资办学业务收入为1,755.00万元，较为稳定。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之日为止，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、影院收入是公司营业收入的有力补充；2018年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，但该块业务收入存在较大不确定性

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2018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1.60%。

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。

2018 年公司其他收入主要为土地整理收入，2014 年泰州市政府将原经济开发区管委会北侧地块纳入拆迁计划，2016 年交由公司负责该块地土地平整工作，2018 年土地平整工作完成，将该块地的部分土地出让金作为公司土地平整收入，平衡公司土地平整支出，2018 年确认土地平整收入 54,700.05 万元，计入其他业务收入，对应土地平整业务支出成本 48,421.01 万元。2018 年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，公司目前暂无其他土地平整业务，但受政府规划影响，未来公司可能会承接该块业务，存在较大不确定性。

公司继续受到较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平

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力度支持。2018 年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资 25,000 万元，同时，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

五、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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2018 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，2017 年财务数据追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 2 家，具体情况见表 1。

资产结构与质量

公司总资产规模稳步增长，但应收款项和存货占比较高，且受限资产规模较大，整体

资产流动性偏弱

在股东注资及利润积累下，2018年末总资产规模增至162.98亿元，较上年增长7.65%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的83.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年底，公司货币资金规模为21.57亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中5.21亿元的其他货币资金为保证金，此外银行存款中1.80亿元的存单质押，合计受限资金为7.01亿元，占比32.50%。公司应收票据及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2018年底，应收票据及应收账款账面价值为19.10亿元，较上年增长20.13%，从账龄来看，3年以内的占比76.91%，3年以上的占比23.03%，部分应收票据及应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2018年末，其他应收款账面价值为33.47亿元，当年度计提坏账0.56亿元，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司为民营企业，存在一定的回收风险，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、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。存货主要为翰林学院教学区、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾住宅、金融中心商业项目形成的开发成本，随着上述项目不断推进，存货账面价值增长至2018年末的62.64亿元，此外，截至2018年底，账面价值为3.58亿元的存货用已抵押，占存货规模的5.72%，公司存货变现能力一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	215,671.00	13.23%	261,381.77	17.26%
应收票据及应收账款	191,010.06	11.72%	158,998.36	10.50%
其他应收款	334,690.41	20.54%	340,251.13	22.47%
存货	626,353.68	38.43%	540,418.22	35.69%
流动资产合计	1,368,783.93	83.98%	1,301,794.27	85.98%
固定资产	50,884.65	3.12%	52,411.45	3.46%
在建工程	138,528.61	8.50%	112,958.74	7.46%
非流动资产合计	261,016.60	16.02%	212,242.12	14.02%
资产总计	1,629,800.53	100.00%	1,514,036.40	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。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4.85亿元，公司以此入股翰林学院并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2018年在建工程账面为13.85亿元，较上年增长22.64%，主要由于医疗器械园一期、二期、三期项目不断投入所致。

盈利能力

2018年公司盈利能力有所增强，对政府补助依赖程度有所降低

2018年实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%，2018年营收收入增长主要有其他业务收入增长所贡献，主营业务收入有所减少。公司主营业务收入考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，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。

毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点，公司盈利能力有所增强，同时利润总额对政府补贴依赖程度有所降低，2018年公司收到的政府补助为1,512万元，占同期利润总额的比重为13.00%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	135,328.99	116,617.91
其他收益	1,519.58	7,070.26
营业利润	11,638.69	8,656.74
营业外收入	8.76	5.39
利润总额	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	17.17%	13.29%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司资金回笼状况转好，经营活动现金流状况改善，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司资金回笼状况转好，收现比大幅提升至1.47，但收现情况波动较大，受委托方资金安排影响，未来仍有不确定性。2018年度公司收入增长且资金回笼状况较好，销售商品、提供劳务收到的现金较去年大幅增加至19.88亿元；同时2018年土地购买支出较上年度减少，使得2018年购买商品、接受劳务支付的现金较上年减少13.55亿元。上述因素影响下，经营活动现金流由2017年的净流出21.28亿转变为2018年的净流入11.95亿元。

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、三期等在建项目的投资建设，随着项目进度不断推进，2018年投资活动现金继续净流出，达5.74亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，公司通过各类融资渠道筹集资金。2018年公司取得借款收到的现金较上年度减少39.51亿元，同时当年度偿还债务支付的现金达34.90亿元，较上年增加3.84亿元，使得2018年筹资活动现金净流出17.54亿元。截至2018年底，公司在建项目合计尚需投资金额为14.38亿元，公司面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.47	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	198,756.09	42,455.24
收到的其他与经营活动有关的现金	23,688.31	53,057.40
经营活动现金流入小计	222,444.40	95,512.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,170.97	196,610.72
支付的其他与经营活动有关的现金	30,414.37	104,999.46
经营活动现金流出小计	102,932.07	308,326.63
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35
现金及现金等价物净增加额	-113,320.78	-66,248.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，且负债水平较高，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模继续增长，截至2018年末，公司负责总额达112.55亿元，同比增长7.74%。随着资本注入和利润积累，2018年公司所有者权益增至50.43亿元，上述因素影响下，2018年公司产权比率小幅上升，达223.16%，依然处于较高水平，净资产对于负债的保障程度较差。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,125,460.46	1,044,575.60
所有者权益	504,340.07	469,460.79
产权比率	223.16%	222.51%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债由上年度的以非流动负债为主转变为以流动负债为主，截

至 2018 年底，流动负债占负债总额的 52.59%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。截至 2018 年底短期借款为 5.37 亿元，其中质押借款 0.67 亿元，保证借款 3.90 亿元，信用借款 0.80 亿元，借款银行以股份制银行为主。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 9.00 亿元，应付商业承兑汇票 0.55 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。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，由于 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年香榭湾三期项目预售，因此 2018 年预收账款大幅增加至 9.74 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。2018 年底一年内到期的非流动性负债为 22.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 6.47 亿元，1 年内到期的应付债券为 16.12 亿元。

截至 2018 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 31.09 亿元的信用借款、11.42 亿元的保证借款、4.80 亿元的抵押借款以及 0.90 亿元的质押借款构成，新增的信用借款较多，借款银行包括国家开发银行、浦发银行等。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 年底，应付债券较 2017 年底减少 7.85 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债科目。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,659.58	4.77%	44,200.00	4.23%
应付票据及应付账款	145,554.17	12.93%	49,602.46	4.75%
预收款项	97,399.62	8.65%	2,647.56	0.25%
其他应付款	81,486.82	7.24%	100,239.62	9.60%
一年内到期的非流动性负债	225,933.61	20.07%	205,875.56	19.71%
流动负债合计	591,900.33	52.59%	397,117.61	38.02%
长期借款	482,107.41	42.84%	517,500.00	49.54%
应付债券	51,299.39	4.56%	129,804.08	12.43%
非流动负债合计	533,560.14	47.41%	647,457.99	61.98%
负债合计	1,125,460.46	100.00%	1,044,575.60	100.00%
其中：有息债务	923,499.99	82.06%	922,879.64	88.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着项目进度不断推进，2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，有息负债占比较高，面临较大的偿债压力，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

偿债指标方面，2018 年公司资产负债率为 69.06%，依然处于较高水平，流动比率和

速动比率较上年分别下降至 2.31 和 1.25，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，EBITDA 利息保障倍数依然较低，2018 年为 0.24，有息债务/EBITDA 继续增长至 65.80，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.06%	68.99%
流动比率	2.31	3.28
速动比率	1.25	1.92
EBITDA（万元）	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	65.80	61.42

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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 2018 年 6 月 30 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15 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，中证鹏元整理

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。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	-	-
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12
当期担保发生额（亿元）	-	272.25
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41
担保风险准备金（万元）	-	142,124.60
风险准备金覆盖率	-	3.02%
融资性担保业务净资产放大倍数	--	7.73
当期担保代偿率		1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2018 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。经中证鹏元综合评定，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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年5月7日，公司合并口径净资产金额为50.59亿元，对外担保的余额合计26.92亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为8.42亿元。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17 截至 2019 年 5 月 7 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	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	2020/2/5	国有	否
	60,000.00	2022/1/20	国有	否
	20,000.00	2019/10/19	国有	否
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营	-
	3,000.00	2019/11/8	民营	-
江苏泰建建设集团有限公司	2,500.00	2019/8/3	民营	有
	2,500.00	2019/8/10	民营	有
	4,500.00	2019/5/7	民营	否
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营	否
	5,000.00	2020/1/28	民营	否
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019/10/16	国有	否
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	20,000.00	2020/3/29	国有	否
	8,500.00	2019/8/27	国有	否
	1,500.00	2019/8/27	国有	否
	6,500.00	2020/3/15	国有	否
	19,000.00	2020/1/10	国有	否
	10,000.00	2021/11/28	国有	否
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2019/8/1	民营	否
江苏华创医药研发平台管理有限公司	2,980.00	2020/3/28	民营	-
泰州新滨江开发有限责任公司	15,000.00	2022/10/28	国有	否
泰州港润投资发展有限公司	4,000.00	2022/2/25	国有	否
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2019/6/24	民营	否
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2020/1/2	民营	有
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营	否

	8,000.00	2021/3/28	民营	有
	4,000.00	2019/6/12	民营	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2019/5/27	民营	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2019/6/8	民营	有
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营	有
	1,000.00	2019/6/14	民营	有
江苏大同盟制药有限公司	6,000.00	2019/6/21	民营	有
江苏丞字米特医疗科技有限公司	2,000.00	2019/6/8	民营	有
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,500.00	2019/6/28	民营	否
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2019/8/2	民营	否
江苏荃信生物科技有限公司	3,000.00	2019/12/20	民营	否
合计	269,180.00			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年泰州市和泰州医药高新区地方经济保持较快增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；公司作为泰州医药高新区主要的基础设施建设主体，继续得到较大力度的外部支持，2018年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，同时，当年度公司收到政府补助1,512万元，提升了公司的资本实力和利润水平；截至2018年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计45.34亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑；瀚华担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，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。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	215,671.00	261,381.77	327,356.63
应收票据及应收账款	191,010.06	158,998.36	102,258.76
其他应收款	334,690.41	340,251.13	209,502.40
存货	626,353.68	540,418.22	261,923.65
流动资产合计	1,368,783.93	1,301,794.27	907,741.10
固定资产	50,884.65	52,411.45	52,629.03
在建工程	138,528.61	112,958.74	138,370.77
非流动资产合计	261,016.60	212,242.12	379,673.70
资产总计	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
短期借款	53,659.58	44,200.00	38,983.30
应付票据及应付账款	145,554.17	49,602.46	48,534.97
预收账款	97,399.62	2,647.56	20,808.24
其他应付款	81,486.82	88,008.94	39,816.98
一年内到期的非流动负债	225,933.61	205,875.56	0.00
流动负债合计	591,900.33	397,117.61	156,953.24
长期借款	482,107.41	517,500.00	459,523.00
应付债券	51,299.39	129,804.08	218,655.28
非流动负债合计	533,560.14	647,457.99	678,331.39
总负债	1,125,460.46	1,044,575.60	835,284.63
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
营业利润	26,277.90	8,656.74	-976.74
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00
营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
净利润	9,901.55	6,904.10	6,742.58
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44	-58,718.89
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35	587,323.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
收现比	1.47	0.36	1.00
产权比率	223.16%	222.51%	184.74%
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%

流动比率	2.31	3.28	5.78
速动比率	1.25	1.92	4.11
EBITDA (万元)	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
有息债务/EBITDA	65.80	61.42	54.13

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

附录三 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。

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【45】号 01

债券简称：18 泰华诚债
/18 泰华诚

增信方式：不可撤销连带
责任担保

担保主体：瀚华融资担保
股份有限公司

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2025 年
12 月 26 日

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%

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份 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.cspengyuan.com

2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级：	AA+	AA+
发行主体长期信用等级：	AA	AA
评级展望：	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 28 日	2018 年 10 月 10 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”）及 2018 年 12 月 26 日发行的公司债券的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好，未来收入来源较有保障，公司继续受到较大力度的外部支持以及瀚华融资担保股份有限公司¹（以下简称“瀚华担保”或“担保方”）提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平；同时我们也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产流动性偏弱，资产负债率较高，有息债务规模较大，公司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。**2018 年泰州市实现地区生产总值 5,107.63 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，同期泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元，同比增长 12.2%，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。
- **公司未来收入来源较有保障。**截至 2018 年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计 45.34 亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑。
- **公司继续受到较大力度的外部支持。**2018 年泰州医药高新技术产业开发区管理委

¹瀚华担保股份有限公司于 2018 年 8 月企业名称变更为瀚华融资担保股份有限公司。

员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）以货币方式向公司注资 25,000 万元，此外，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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。

关注：

- **公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司在建项目合计尚需投资 14.38 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。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占总资产的 70.69%，占用较多营运资金，应收款项回收时间存在不确定性，且货币资金及存货存在受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，占比较高，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期集中偿还压力，此外，2018 年公司资产负债率为 69.06%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.24，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年 5 月 7 日，公司合并口径净资产金额为 50.59 亿元，对外担保的余额合计 26.92 亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为 8.42 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（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%
流动比率	2.31	3.28	5.78
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00

营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
利润总额	11,625.53	8,661.96	7,570.80
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
EBITDA	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
经营活动现金流净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	-	3.02%	4.46%
净资产放大倍数	-	7.73	5.35
当期担保代偿率	-	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月26日发行7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目、中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目以及补充公司流动资金。截至2019年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为9,133.36元。

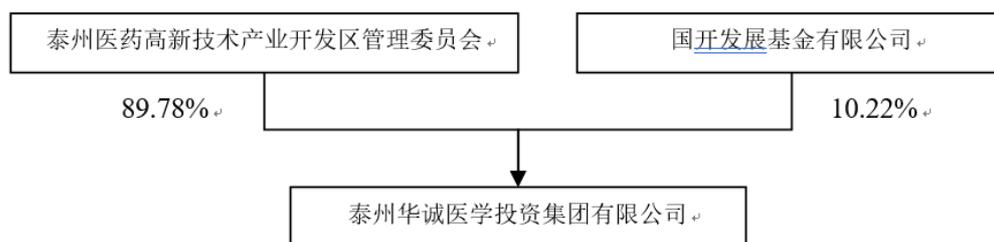
二、发行主体概况

2018年，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，具体情况如下：免去赵庆年董事职务，免去吉鹏飞监事职务，聘任汤溢为职工监事，公司财务总监由赵庆年先生变更为胡大兵先生。

根据公司于2019年5月8日发布的《泰州华诚医学投资集团有限公司关于变更经营范围、公司住所和注册资本的公告》，经营范围新增生物医药、医疗器械的研发及技术转让、技术推广服务。公司住所变更为泰州市医药高新区海陵南路179号B座1610室。

2018年，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，增资后泰州医药高新区管委会持有公司89.78%股权，国开发展基金有限公司持有公司10.22%股权，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新区管委会。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至195,600万元。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

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。2018年纳入公司合并报表范围的子公司共26家，比上年新增2家，分别为泰州华宿公寓管理有限公司和泰州融健达天使创业投资有限公司。

表1 2018 年公司合并报表变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500	公寓管理，自有房屋租赁，预包装食品销售，日用百货销售，代收代缴水电费服务	设立
泰州融健达天使创业投资有限公司	99.00%	3,500	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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),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),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。

2018 年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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,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),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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。

表2 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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[2018]61号)	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,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济保持持续增长,但增速有所下滑

2018年泰州市实现地区生产总值5,107.63亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持较快增长,但增速有所回落。其中2018年泰州市第一产业增加值280.05亿元,可比价增长2.7%;第二产业增加值2,434.01亿元,可比价增长6.8%;第三产业增加值2,393.57亿元,可比价增长7.0%,三次产业结构由上年的5.6:47.1:47.3调整为5.5:47.6:46.9,第三产业占比有所下降。2018年泰州市人均地区生产总值109,988元,同比增长6.8%,是全国人均GDP同期水平的170.14%。

2018年工业生产总体平稳运行，全年规模以上工业产值增长9.8%，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%。分行业来看，生物医药及高新能医疗器械产值增长16.8%，高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%，新一代信息技术产业产值增长33.3%，先进制造业加快发展，工业质量继续提升。

2018年固定资产投资稳步增长，但增速有所下滑，全年固定资产投资增长9.2%，其中第一产业投资下降54.9%，第二产业投资增长8.9%，第三产业投资增长11.6%。第二产业投资中，工业投资增长8.5%，其中食品行业投资增长5.5%，医药制造业投资增长12.1%，金属制品业投资增长34.0%，电气投资增长13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长14.4%，仪器仪表制造业投资增长24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长102.1%，租赁和商务服务业投资增长36.9%，科学研究和技术服务业投资增长37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长10.8%。

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.3%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均GDP（元）		109,988		102,058
人均GDP/全国人均GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年泰州市实现公共财政收入366.64亿元，同比增长6.6%，其中税收收入294.86亿元，占公共财政收入比重为80.42%；实现政府性基金收入333.18亿元，同比增长71.54%；同期泰州市公共财政支出为532.65亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.83%。

2018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。2018年泰州医药高新区实现地区生产总值262.52亿元，同比增长12.2%，增长较快。

2018年泰州医药高新区实现公共财政收入42.81亿元，同比增长4.8%，其中税收收入36.45亿元，占公共财政收入比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比增长226.3%；同期泰州医药高新区公共财政支出为32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为132.46%。

四、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。2018年公司实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%。从收入结构来看，2018年主营业务收入为8.01亿元，同比下降31.24%，主要系工程收入与房地产销售收入下滑所致，2018年营业收入的增长主要有其他业务收入贡献，其他业务收入主要为土地整理收入，具有较大的不确定性。毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	80,097.16	20.95%	116,488.83	13.22%
工程收入	58,535.00	13.04%	82,740.67	13.04%
房地产收入	13,467.91	32.63%	26,275.76	-0.59%
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
超市收入	1,564.12	14.02%	1,342.65	14.11%
影院收入	906.45	53.69%	788.55	54.38%
咨询服务收入	813.30	91.16%	690.47	91.62%
酒店	1,549.10	72.70%	488.09	27.44%
物业收入	450.53	-95.55%	362.43	-81.11%
餐饮收入	260.54	23.71%	162.73	19.94%
健身房	322.52	100.00%	-	-
其他	472.68	100.00%	1,882.48	100.00%
其他业务收入：	55,231.83	11.67%	129.07	75.32%
合计	135,328.99	17.17%	116,617.91	13.29%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中已完工尚未确认收入规模较大，未来收入来源较有保障

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教学校区及配套设施建设的职责。教育教学校区建设方面，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、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“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。截至2018年末上述项目均已经完工但尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2018年公司工程收入来自泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，受工程进度和委托方安排的影响，2018年公司工程收入有所减少，当年度确认收入5.85亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2018年工程收入毛利率仍为13.04%。截至2018年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2017-2018年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2018年	2017年
泰州职业技术学院中国医药城新校区	58,535.00	82,740.67
合计	58,535.00	82,740.67

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。

公司自建项目主要为教育教学校区行政楼工程，教育教学校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，教育教学校区行政楼工程，教育教学校区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，本期债券募投项目已经竣工但尚未结转，截至2018年末，

主要的自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计12.98亿元，尚需投资合计3.46亿元。

表6 截至2018年末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
中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	43,059.12	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	57,448.99	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	24,903.06	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	129,845.94	

资料来源：公司提供

房地产业务对公司营业收入形成重要补充，但需关注未来房地产业务收入的持续性

2015年12月，公司以评估价格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”）100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。目前公司在运营的房地产项目主要为金融中心一、二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，计划建筑面积84,507.00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月开始陆续对外出租。截至2018年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为40%，2018年度实现出租收入4,183.92万元，计入房地产收入科目。

截至2018年末，金融中心二期商业项目在建，计划建筑面积171,393.66平方米，该项目计划总投资7.03亿元，已投资0.09亿元，尚需投资6.94亿元。

表7 截至2018年末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	在建	70,345.96	932.44	171,393.66	-

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。截至2018年底，香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资9.15亿元，尚需投资3.98亿元，已经累计确认收入13.13亿元，剩余可售面积0.69万平方米，预计还会带来一定的收入。从

毛利率来看，2018年房产收入毛利率为32.63%，较上年度大幅增加，主要系上年度成本确认因素导致毛利率过低。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。此外，除上述项目外，公司暂无其他在建房地产项目，需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2018年末房地产业务情况（单位：万元、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
香榭湾	131,273.30	91,461.51	6,868.33	218,783.00	131,273.30

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，持续性较好

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%。2018年投资办学业务收入为1,755.00万元，较为稳定。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之日为止，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、影院收入是公司营业收入的有力补充；2018年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，但该块业务收入存在较大不确定性

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2018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1.60%。

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。

2018 年公司其他收入主要为土地整理收入，2014 年泰州市政府将原经济开发区管委会北侧地块纳入拆迁计划，2016 年交由公司负责该块地土地平整工作，2018 年土地平整工作完成，将该块地的部分土地出让金作为公司土地平整收入，平衡公司土地平整支出，2018 年确认土地平整收入 54,700.05 万元，计入其他业务收入，对应土地平整业务支出成本 48,421.01 万元。2018 年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，公司目前暂无其他土地平整业务，但受政府规划影响，未来公司可能会承接该块业务，存在较大不确定性。

公司继续受到较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平

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力度支持。2018 年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资 25,000 万元，同时，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

五、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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2018 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，2017 年财务数据追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 2 家，具体情况见表 1。

资产结构与质量

公司总资产规模稳步增长，但应收款项和存货占比较高，且受限资产规模较大，整体

资产流动性偏弱

在股东注资及利润积累下，2018年末总资产规模增至162.98亿元，较上年增长7.65%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的83.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年底，公司货币资金规模为21.57亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中5.21亿元的其他货币资金为保证金，此外银行存款中1.80亿元的存单质押，合计受限资金为7.01亿元，占比32.50%。公司应收票据及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2018年底，应收票据及应收账款账面价值为19.10亿元，较上年增长20.13%，从账龄来看，3年以内的占比76.91%，3年以上的占比23.03%，部分应收票据及应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2018年末，其他应收款账面价值为33.47亿元，当年度计提坏账0.56亿元，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司为民营企业，存在一定的回收风险，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、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。存货主要为翰林学院教学区、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾住宅、金融中心商业项目形成的开发成本，随着上述项目不断推进，存货账面价值增长至2018年末的62.64亿元，此外，截至2018年底，账面价值为3.58亿元的存货用已抵押，占存货规模的5.72%，公司存货变现能力一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	215,671.00	13.23%	261,381.77	17.26%
应收票据及应收账款	191,010.06	11.72%	158,998.36	10.50%
其他应收款	334,690.41	20.54%	340,251.13	22.47%
存货	626,353.68	38.43%	540,418.22	35.69%
流动资产合计	1,368,783.93	83.98%	1,301,794.27	85.98%
固定资产	50,884.65	3.12%	52,411.45	3.46%
在建工程	138,528.61	8.50%	112,958.74	7.46%
非流动资产合计	261,016.60	16.02%	212,242.12	14.02%
资产总计	1,629,800.53	100.00%	1,514,036.40	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。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4.85亿元，公司以此入股翰林学院并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2018年在建工程账面为13.85亿元，较上年增长22.64%，主要由于医疗器械园一期、二期、三期项目不断投入所致。

盈利能力

2018年公司盈利能力有所增强，对政府补助依赖程度有所降低

2018年实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%，2018年营收收入增长主要有其他业务收入增长所贡献，主营业务收入有所减少。公司主营业务收入考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，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。

毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点，公司盈利能力有所增强，同时利润总额对政府补贴依赖程度有所降低，2018年公司收到的政府补助为1,512万元，占同期利润总额的比重为13.00%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	135,328.99	116,617.91
其他收益	1,519.58	7,070.26
营业利润	11,638.69	8,656.74
营业外收入	8.76	5.39
利润总额	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	17.17%	13.29%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司资金回笼状况转好，经营活动现金流状况改善，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司资金回笼状况转好，收现比大幅提升至1.47，但收现情况波动较大，受委托方资金安排影响，未来仍有不确定性。2018年度公司收入增长且资金回笼状况较好，销售商品、提供劳务收到的现金较去年大幅增加至19.88亿元；同时2018年土地购买支出较上年度减少，使得2018年购买商品、接受劳务支付的现金较上年减少13.55亿元。上述因素影响下，经营活动现金流由2017年的净流出21.28亿转变为2018年的净流入11.95亿元。

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、三期等在建项目的投资建设，随着项目进度不断推进，2018年投资活动现金继续净流出，达5.74亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，公司通过各类融资渠道筹集资金。2018年公司取得借款收到的现金较上年度减少39.51亿元，同时当年度偿还债务支付的现金达34.90亿元，较上年增加3.84亿元，使得2018年筹资活动现金净流出17.54亿元。截至2018年底，公司在建项目合计尚需投资金额为14.38亿元，公司面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.47	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	198,756.09	42,455.24
收到的其他与经营活动有关的现金	23,688.31	53,057.40
经营活动现金流入小计	222,444.40	95,512.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,170.97	196,610.72
支付的其他与经营活动有关的现金	30,414.37	104,999.46
经营活动现金流出小计	102,932.07	308,326.63
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35
现金及现金等价物净增加额	-113,320.78	-66,248.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，且负债水平较高，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模继续增长，截至2018年末，公司负责总额达112.55亿元，同比增长7.74%。随着资本注入和利润积累，2018年公司所有者权益增至50.43亿元，上述因素影响下，2018年公司产权比率小幅上升，达223.16%，依然处于较高水平，净资产对于负债的保障程度较差。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,125,460.46	1,044,575.60
所有者权益	504,340.07	469,460.79
产权比率	223.16%	222.51%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债由上年度的以非流动负债为主转变为以流动负债为主，截

至 2018 年底，流动负债占负债总额的 52.59%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。截至 2018 年底短期借款为 5.37 亿元，其中质押借款 0.67 亿元，保证借款 3.90 亿元，信用借款 0.80 亿元，借款银行以股份制银行为主。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 9.00 亿元，应付商业承兑汇票 0.55 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。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，由于 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年香榭湾三期项目预售，因此 2018 年预收账款大幅增加至 9.74 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。2018 年底一年内到期的非流动性负债为 22.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 6.47 亿元，1 年内到期的应付债券为 16.12 亿元。

截至 2018 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 31.09 亿元的信用借款、11.42 亿元的保证借款、4.80 亿元的抵押借款以及 0.90 亿元的质押借款构成，新增的信用借款较多，借款银行包括国家开发银行、浦发银行等。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 年底，应付债券较 2017 年底减少 7.85 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债科目。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,659.58	4.77%	44,200.00	4.23%
应付票据及应付账款	145,554.17	12.93%	49,602.46	4.75%
预收款项	97,399.62	8.65%	2,647.56	0.25%
其他应付款	81,486.82	7.24%	100,239.62	9.60%
一年内到期的非流动性负债	225,933.61	20.07%	205,875.56	19.71%
流动负债合计	591,900.33	52.59%	397,117.61	38.02%
长期借款	482,107.41	42.84%	517,500.00	49.54%
应付债券	51,299.39	4.56%	129,804.08	12.43%
非流动负债合计	533,560.14	47.41%	647,457.99	61.98%
负债合计	1,125,460.46	100.00%	1,044,575.60	100.00%
其中：有息债务	923,499.99	82.06%	922,879.64	88.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着项目进度不断推进，2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，有息负债占比较高，面临较大的偿债压力，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

偿债指标方面，2018 年公司资产负债率为 69.06%，依然处于较高水平，流动比率和

速动比率较上年分别下降至 2.31 和 1.25，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，EBITDA 利息保障倍数依然较低，2018 年为 0.24，有息债务/EBITDA 继续增长至 65.80，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.06%	68.99%
流动比率	2.31	3.28
速动比率	1.25	1.92
EBITDA（万元）	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	65.80	61.42

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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 2018 年 6 月 30 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15 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，中证鹏元整理

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。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	-	-
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12
当期担保发生额（亿元）	-	272.25
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41
担保风险准备金（万元）	-	142,124.60
风险准备金覆盖率	-	3.02%
融资性担保业务净资产放大倍数	--	7.73
当期担保代偿率	-	1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2018 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。经中证鹏元综合评定，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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年5月7日，公司合并口径净资产金额为50.59亿元，对外担保的余额合计26.92亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为8.42亿元。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17 截至 2019 年 5 月 7 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	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	2020/2/5	国有	否
	60,000.00	2022/1/20	国有	否
	20,000.00	2019/10/19	国有	否
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营	-
	3,000.00	2019/11/8	民营	-
江苏泰建建设集团有限公司	2,500.00	2019/8/3	民营	有
	2,500.00	2019/8/10	民营	有
	4,500.00	2019/5/7	民营	否
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营	否
	5,000.00	2020/1/28	民营	否
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019/10/16	国有	否
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	20,000.00	2020/3/29	国有	否
	8,500.00	2019/8/27	国有	否
	1,500.00	2019/8/27	国有	否
	6,500.00	2020/3/15	国有	否
	19,000.00	2020/1/10	国有	否
	10,000.00	2021/11/28	国有	否
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2019/8/1	民营	否
江苏华创医药研发平台管理有限公司	2,980.00	2020/3/28	民营	-
泰州新滨江开发有限责任公司	15,000.00	2022/10/28	国有	否
泰州港润投资发展有限公司	4,000.00	2022/2/25	国有	否
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2019/6/24	民营	否
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2020/1/2	民营	有
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营	否

	8,000.00	2021/3/28	民营	有
	4,000.00	2019/6/12	民营	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2019/5/27	民营	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2019/6/8	民营	有
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营	有
	1,000.00	2019/6/14	民营	有
江苏大同盟制药有限公司	6,000.00	2019/6/21	民营	有
江苏丞字米特医疗科技有限公司	2,000.00	2019/6/8	民营	有
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,500.00	2019/6/28	民营	否
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2019/8/2	民营	否
江苏荃信生物科技有限公司	3,000.00	2019/12/20	民营	否
合计	269,180.00			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年泰州市和泰州医药高新区地方经济保持较快增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；公司作为泰州医药高新区主要的基础设施建设主体，继续得到较大力度的外部支持，2018年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，同时，当年度公司收到政府补助1,512万元，提升了公司的资本实力和利润水平；截至2018年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计45.34亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑；瀚华担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，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。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	215,671.00	261,381.77	327,356.63
应收票据及应收账款	191,010.06	158,998.36	102,258.76
其他应收款	334,690.41	340,251.13	209,502.40
存货	626,353.68	540,418.22	261,923.65
流动资产合计	1,368,783.93	1,301,794.27	907,741.10
固定资产	50,884.65	52,411.45	52,629.03
在建工程	138,528.61	112,958.74	138,370.77
非流动资产合计	261,016.60	212,242.12	379,673.70
资产总计	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
短期借款	53,659.58	44,200.00	38,983.30
应付票据及应付账款	145,554.17	49,602.46	48,534.97
预收账款	97,399.62	2,647.56	20,808.24
其他应付款	81,486.82	88,008.94	39,816.98
一年内到期的非流动负债	225,933.61	205,875.56	0.00
流动负债合计	591,900.33	397,117.61	156,953.24
长期借款	482,107.41	517,500.00	459,523.00
应付债券	51,299.39	129,804.08	218,655.28
非流动负债合计	533,560.14	647,457.99	678,331.39
总负债	1,125,460.46	1,044,575.60	835,284.63
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
营业利润	26,277.90	8,656.74	-976.74
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00
营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
净利润	9,901.55	6,904.10	6,742.58
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44	-58,718.89
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35	587,323.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
收现比	1.47	0.36	1.00
产权比率	223.16%	222.51%	184.74%
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%

流动比率	2.31	3.28	5.78
速动比率	1.25	1.92	4.11
EBITDA (万元)	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
有息债务/EBITDA	65.80	61.42	54.13

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

附录三 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。

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第
【45】号 01债券简称: 18 泰华诚债
/18 泰华诚增信方式: 不可撤销连带
责任担保担保主体: 瀚华融资担保
股份有限公司

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2025 年
12 月 26 日债券偿还方式: 每年付息
一次, 在债券存续期第
3-7 年每年偿还本金的
20%

分析师

姓名:
党雨曦 刘师宇电话:
021-51035670邮箱:
dangyx@cspengyuan.com本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券
2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级:	AA+	AA+
发行主体长期信用等级:	AA	AA
评级展望:	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 28 日	2018 年 10 月 10 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)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”)及 2018 年 12 月 26 日发行的公司债券的 2019 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司发展外部环境较好, 未来收入来源较有保障, 公司继续受到较大力度的外部支持以及瀚华融资担保股份有限公司¹(以下简称“瀚华担保”或“担保方”)提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平; 同时我们也关注到公司在建项目后续投资金额较大, 面临一定的资金压力, 公司资产流动性偏弱, 资产负债率较高, 有息债务规模较大, 公司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。2018 年泰州市实现地区生产总值 5,107.63 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 6.7%, 同期泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元, 同比增长 12.2%, 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。
- 公司未来收入来源较有保障。截至 2018 年底, 公司存货中委托代建项目建设成本合计 45.34 亿元, 公司未来工程收入来源较有保障, 此外, 办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定, 为未来收入提供一定的支撑。
- 公司继续受到较大力度的外部支持。2018 年泰州医药高新技术产业开发区管理委

¹瀚华担保股份有限公司于 2018 年 8 月企业名称变更为瀚华融资担保股份有限公司。

员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）以货币方式向公司注资 25,000 万元，此外，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

- **瀚华担保提供的保证担保能够有效提高本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，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。

关注：

- **公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年底，公司在建项目合计尚需投资 14.38 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。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占总资产的 70.69%，占用较多营运资金，应收款项回收时间存在不确定性，且货币资金及存货存在受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，占比较高，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期集中偿还压力，此外，2018 年公司资产负债率为 69.06%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.24，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年 5 月 7 日，公司合并口径净资产金额为 50.59 亿元，对外担保的余额合计 26.92 亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为 8.42 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（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%
流动比率	2.31	3.28	5.78
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00

营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
利润总额	11,625.53	8,661.96	7,570.80
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
EBITDA	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
经营活动现金流净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	-	3.02%	4.46%
净资产放大倍数	-	7.73	5.35
当期担保代偿率	-	1.23%	1.41%

资料来源：瀚华担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月26日发行7年期4亿元公司债券，募集资金原计划用于中国医药城医疗器械园一期标准厂房项目、中国医药城医疗器械园二期标准厂房项目以及补充公司流动资金。截至2019年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为9,133.36元。

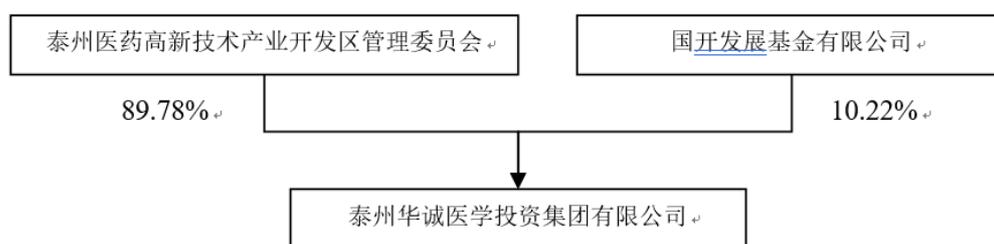
二、发行主体概况

2018年，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，具体情况如下：免去赵庆年董事职务，免去吉鹏飞监事职务，聘任汤溢为职工监事，公司财务总监由赵庆年先生变更为胡大兵先生。

根据公司于2019年5月8日发布的《泰州华诚医学投资集团有限公司关于变更经营范围、公司住所和注册资本的公告》，经营范围新增生物医药、医疗器械的研发及技术转让、技术推广服务。公司住所变更为泰州市医药高新区海陵南路179号B座1610室。

2018年，泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，增资后泰州医药高新区管委会持有公司89.78%股权，国开发展基金有限公司持有公司10.22%股权，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新区管委会。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至195,600万元。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系图



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

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。2018年纳入公司合并报表范围的子公司共26家，比上年新增2家，分别为泰州华宿公寓管理有限公司和泰州融健达天使创业投资有限公司。

表1 2018 年公司合并报表变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500	公寓管理，自有房屋租赁，预包装食品销售，日用百货销售，代收代缴水电费服务	设立
泰州融健达天使创业投资有限公司	99.00%	3,500	创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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)，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)，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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表2 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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[2018]61号)	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,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济保持持续增长,但增速有所下滑

2018年泰州市实现地区生产总值5,107.63亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持较快增长,但增速有所回落。其中2018年泰州市第一产业增加值280.05亿元,可比价增长2.7%;第二产业增加值2,434.01亿元,可比价增长6.8%;第三产业增加值2,393.57亿元,可比价增长7.0%,三次产业结构由上年的5.6:47.1:47.3调整为5.5:47.6:46.9,第三产业占比有所下降。2018年泰州市人均地区生产总值109,988元,同比增长6.8%,是全国人均GDP同期水平的170.14%。

2018年工业生产总体平稳运行，全年规模以上工业产值增长9.8%，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%。分行业来看，生物医药及高新能医疗器械产值增长16.8%，高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%，新一代信息技术产业产值增长33.3%，先进制造业加快发展，工业质量继续提升。

2018年固定资产投资稳步增长，但增速有所下滑，全年固定资产投资增长9.2%，其中第一产业投资下降54.9%，第二产业投资增长8.9%，第三产业投资增长11.6%。第二产业投资中，工业投资增长8.5%，其中食品行业投资增长5.5%，医药制造业投资增长12.1%，金属制品业投资增长34.0%，电气投资增长13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长14.4%，仪器仪表制造业投资增长24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长102.1%，租赁和商务服务业投资增长36.9%，科学研究和技术服务业投资增长37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长10.8%。

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	9.3%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均GDP（元）		109,988		102,058
人均GDP/全国人均GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年泰州市实现公共财政收入366.64亿元，同比增长6.6%，其中税收收入294.86亿元，占公共财政收入比重为80.42%；实现政府性基金收入333.18亿元，同比增长71.54%；同期泰州市公共财政支出为532.65亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.83%。

2018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。2018年泰州医药高新区实现地区生产总值262.52亿元，同比增长12.2%，增长较快。

2018年泰州医药高新区实现公共财政收入42.81亿元，同比增长4.8%，其中税收收入36.45亿元，占公共财政收入比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比增长226.3%；同期泰州医药高新区公共财政支出为32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为132.46%。

四、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。2018年公司实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%。从收入结构来看，2018年主营业务收入为8.01亿元，同比下降31.24%，主要系工程收入与房地产销售收入下滑所致，2018年营业收入的增长主要有其他业务收入贡献，其他业务收入主要为土地整理收入，具有较大的不确定性。毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	80,097.16	20.95%	116,488.83	13.22%
工程收入	58,535.00	13.04%	82,740.67	13.04%
房地产收入	13,467.91	32.63%	26,275.76	-0.59%
办学投资回报收入	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
超市收入	1,564.12	14.02%	1,342.65	14.11%
影院收入	906.45	53.69%	788.55	54.38%
咨询服务收入	813.30	91.16%	690.47	91.62%
酒店	1,549.10	72.70%	488.09	27.44%
物业收入	450.53	-95.55%	362.43	-81.11%
餐饮收入	260.54	23.71%	162.73	19.94%
健身房	322.52	100.00%	-	-
其他	472.68	100.00%	1,882.48	100.00%
其他业务收入：	55,231.83	11.67%	129.07	75.32%
合计	135,328.99	17.17%	116,617.91	13.29%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入为委托代建收入，存货中已完工尚未确认收入规模较大，未来收入来源较有保障

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教学校区及配套设施建设的职责。教育教学校区建设方面，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、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“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。截至2018年末上述项目均已经完工但尚未完全结转，体现在存货-开发成本科目中。2018年公司工程收入来自泰州职业技术学院中国医药城新校区项目，受工程进度和委托方安排的影响，2018年公司工程收入有所减少，当年度确认收入5.85亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2018年工程收入毛利率仍为13.04%。截至2018年底，公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2017-2018年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2018年	2017年
泰州职业技术学院中国医药城新校区	58,535.00	82,740.67
合计	58,535.00	82,740.67

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。

公司自建项目主要为教育教学校区行政楼工程，教育教学校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，教育教学校区行政楼工程，教育教学校区高级学生公寓及教师公寓项目已经完工，本期债券募投项目已经竣工但尚未结转，截至2018年末，

主要的自建项目在建工程预计总投资15.72亿元，已投资合计12.98亿元，尚需投资合计3.46亿元。

表6 截至2018年末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
中国医药城医疗器械园一期标准厂房	43,342.00	43,059.12	自建项目
中国医药城医疗器械园二期标准厂房	50,286.40	57,448.99	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	24,903.06	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	129,845.94	

资料来源：公司提供

房地产业务对公司营业收入形成重要补充，但需关注未来房地产业务收入的持续性

2015年12月，公司以评估价格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”）100%股权，股权转让价款为24,964.01万元，公司新增房地产业务。目前公司在运营的房地产项目主要为金融中心一、二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，计划建筑面积84,507.00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月开始陆续对外出租。截至2018年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为40%，2018年度实现出租收入4,183.92万元，计入房地产收入科目。

截至2018年末，金融中心二期商业项目在建，计划建筑面积171,393.66平方米，该项目计划总投资7.03亿元，已投资0.09亿元，尚需投资6.94亿元。

表7 截至2018年末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	在建	70,345.96	932.44	171,393.66	-

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教学区，主要定位于销售给区域内高校教师、教育教学区职工及其他社会公众，是教育教学区主要住宅配套设施。截至2018年底，香榭湾项目计划总投资13.13亿元，已投资9.15亿元，尚需投资3.98亿元，已经累计确认收入13.13亿元，剩余可售面积0.69万平方米，预计还会带来一定的收入。从

毛利率来看，2018年房产收入毛利率为32.63%，较上年度大幅增加，主要系上年度成本确认因素导致毛利率过低。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。此外，除上述项目外，公司暂无其他在建房地产项目，需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2018年末房地产业务情况（单位：万元、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
香榭湾	131,273.30	91,461.51	6,868.33	218,783.00	131,273.30

资料来源：公司提供

公司投资办学业务收入较为稳定，持续性较好

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%。2018年投资办学业务收入为1,755.00万元，较为稳定。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之日为止，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、影院收入是公司营业收入的有力补充；2018年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，但该块业务收入存在较大不确定性

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2018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1.60%。

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。

2018 年公司其他收入主要为土地整理收入，2014 年泰州市政府将原经济开发区管委会北侧地块纳入拆迁计划，2016 年交由公司负责该块地土地平整工作，2018 年土地平整工作完成，将该块地的部分土地出让金作为公司土地平整收入，平衡公司土地平整支出，2018 年确认土地平整收入 54,700.05 万元，计入其他业务收入，对应土地平整业务支出成本 48,421.01 万元。2018 年土地平整收入成为当年度营业收入的重要支撑，公司目前暂无其他土地平整业务，但受政府规划影响，未来公司可能会承接该块业务，存在较大不确定性。

公司继续受到较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平

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力度支持。2018 年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资 25,000 万元，同时，当年度公司收到政府补助 1,512 万元，提升了公司的资本实力和利润水平。

五、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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2018 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，2017 年财务数据追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 2 家，具体情况见表 1。

资产结构与质量

公司总资产规模稳步增长，但应收款项和存货占比较高，且受限资产规模较大，整体

资产流动性偏弱

在股东注资及利润积累下，2018年末总资产规模增至162.98亿元，较上年增长7.65%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的83.98%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年底，公司货币资金规模为21.57亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中5.21亿元的其他货币资金为保证金，此外银行存款中1.80亿元的存单质押，合计受限资金为7.01亿元，占比32.50%。公司应收票据及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2018年底，应收票据及应收账款账面价值为19.10亿元，较上年增长20.13%，从账龄来看，3年以内的占比76.91%，3年以上的占比23.03%，部分应收票据及应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2018年末，其他应收款账面价值为33.47亿元，当年度计提坏账0.56亿元，前五大应收对象中泰州华安工程管理有限公司为民营企业，存在一定的回收风险，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、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。存货主要为翰林学院教学区、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾住宅、金融中心商业项目形成的开发成本，随着上述项目不断推进，存货账面价值增长至2018年末的62.64亿元，此外，截至2018年底，账面价值为3.58亿元的存货用已抵押，占存货规模的5.72%，公司存货变现能力一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	215,671.00	13.23%	261,381.77	17.26%
应收票据及应收账款	191,010.06	11.72%	158,998.36	10.50%
其他应收款	334,690.41	20.54%	340,251.13	22.47%
存货	626,353.68	38.43%	540,418.22	35.69%
流动资产合计	1,368,783.93	83.98%	1,301,794.27	85.98%
固定资产	50,884.65	3.12%	52,411.45	3.46%
在建工程	138,528.61	8.50%	112,958.74	7.46%
非流动资产合计	261,016.60	16.02%	212,242.12	14.02%
资产总计	1,629,800.53	100.00%	1,514,036.40	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。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4.85亿元，公司以此入股翰林学院并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2018年在建工程账面为13.85亿元，较上年增长22.64%，主要由于医疗器械园一期、二期、三期项目不断投入所致。

盈利能力

2018年公司盈利能力有所增强，对政府补助依赖程度有所降低

2018年实现营业收入13.53亿元，同比增长16.04%，2018年营收收入增长主要有其他业务收入增长所贡献，主营业务收入有所减少。公司主营业务收入考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计45.34亿元，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。

毛利率方面，房地产毛利率大幅上升带动主营业务毛利率上升至20.95%，同时综合毛利率上升至17.17%，较上年增长3.88个百分点，公司盈利能力有所增强，同时利润总额对政府补贴依赖程度有所降低，2018年公司收到的政府补助为1,512万元，占同期利润总额的比重为13.00%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	135,328.99	116,617.91
其他收益	1,519.58	7,070.26
营业利润	11,638.69	8,656.74
营业外收入	8.76	5.39
利润总额	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	17.17%	13.29%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司资金回笼状况转好，经营活动现金流状况改善，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2018年公司资金回笼状况转好，收现比大幅提升至1.47，但收现情况波动较大，受委托方资金安排影响，未来仍有不确定性。2018年度公司收入增长且资金回笼状况较好，销售商品、提供劳务收到的现金较去年大幅增加至19.88亿元；同时2018年土地购买支出较上年度减少，使得2018年购买商品、接受劳务支付的现金较上年减少13.55亿元。上述因素影响下，经营活动现金流由2017年的净流出21.28亿转变为2018年的净流入11.95亿元。

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、三期等在建项目的投资建设，随着项目进度不断推进，2018年投资活动现金继续净流出，达5.74亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，公司通过各类融资渠道筹集资金。2018年公司取得借款收到的现金较上年度减少39.51亿元，同时当年度偿还债务支付的现金达34.90亿元，较上年增加3.84亿元，使得2018年筹资活动现金净流出17.54亿元。截至2018年底，公司在建项目合计尚需投资金额为14.38亿元，公司面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.47	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	198,756.09	42,455.24
收到的其他与经营活动有关的现金	23,688.31	53,057.40
经营活动现金流入小计	222,444.40	95,512.64
购买商品、接受劳务支付的现金	61,170.97	196,610.72
支付的其他与经营活动有关的现金	30,414.37	104,999.46
经营活动现金流出小计	102,932.07	308,326.63
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35
现金及现金等价物净增加额	-113,320.78	-66,248.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，且负债水平较高，面临较大的偿债压力

由于项目建设投入的不断增加，公司负债规模继续增长，截至2018年末，公司负责总额达112.55亿元，同比增长7.74%。随着资本注入和利润积累，2018年公司所有者权益增至50.43亿元，上述因素影响下，2018年公司产权比率小幅上升，达223.16%，依然处于较高水平，净资产对于负债的保障程度较差。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,125,460.46	1,044,575.60
所有者权益	504,340.07	469,460.79
产权比率	223.16%	222.51%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债由上年度的以非流动负债为主转变为以流动负债为主，截

至 2018 年底，流动负债占负债总额的 52.59%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动性负债构成。截至 2018 年底短期借款为 5.37 亿元，其中质押借款 0.67 亿元，保证借款 3.90 亿元，信用借款 0.80 亿元，借款银行以股份制银行为主。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 9.00 亿元，应付商业承兑汇票 0.55 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。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，由于 2017 年没有新的房地产项目预售，而 2018 年香榭湾三期项目预售，因此 2018 年预收账款大幅增加至 9.74 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。2018 年底一年内到期的非流动性负债为 22.59 亿元，其中 1 年内到期的长期借款为 6.47 亿元，1 年内到期的应付债券为 16.12 亿元。

截至 2018 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 31.09 亿元的信用借款、11.42 亿元的保证借款、4.80 亿元的抵押借款以及 0.90 亿元的质押借款构成，新增的信用借款较多，借款银行包括国家开发银行、浦发银行等。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 年底，应付债券较 2017 年底减少 7.85 亿元，主要系转入一年内到期的非流动负债科目。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,659.58	4.77%	44,200.00	4.23%
应付票据及应付账款	145,554.17	12.93%	49,602.46	4.75%
预收款项	97,399.62	8.65%	2,647.56	0.25%
其他应付款	81,486.82	7.24%	100,239.62	9.60%
一年内到期的非流动性负债	225,933.61	20.07%	205,875.56	19.71%
流动负债合计	591,900.33	52.59%	397,117.61	38.02%
长期借款	482,107.41	42.84%	517,500.00	49.54%
应付债券	51,299.39	4.56%	129,804.08	12.43%
非流动负债合计	533,560.14	47.41%	647,457.99	61.98%
负债合计	1,125,460.46	100.00%	1,044,575.60	100.00%
其中：有息债务	923,499.99	82.06%	922,879.64	88.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着项目进度不断推进，2018 年公司有息负债增长至 92.35 亿元，占总负债的 82.06%，有息负债占比较高，面临较大的偿债压力，其中短期有息负债达 39.01 亿元，占有息负债的 42.24%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

偿债指标方面，2018 年公司资产负债率为 69.06%，依然处于较高水平，流动比率和

速动比率较上年分别下降至 2.31 和 1.25，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，EBITDA 利息保障倍数依然较低，2018 年为 0.24，有息债务/EBITDA 继续增长至 65.80，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.06%	68.99%
流动比率	2.31	3.28
速动比率	1.25	1.92
EBITDA（万元）	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	65.80	61.42

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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 2018 年 6 月 30 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15 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，中证鹏元整理

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。2018 瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，担保业务仍是瀚华担保最主要收入来源。

截至 2018 年 12 月 31 日，瀚华担保资产总额为 60.75 亿元，所有者权益合计为 40.05 亿元，资产负债率为 34.06%；2018 年度，瀚华担保实现营业收入 7.36 亿元，利润总额 2.89 亿元，经营活动现金净流入 4.26 亿元。

表16 2017-2018 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018 年	2017 年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计（万元）	400,528.98	409,702.35
资产负债率	34.06%	33.69%
营业收入（万元）	73,573.96	73,720.69
投资收益（万元）	667.28	332.86
营业利润（万元）	28,880.79	26,293.45
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33
综合毛利率	39.25%	35.67%
净资产收益率	-	-
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12
当期担保发生额（亿元）	-	272.25
期末在保责任余额（亿元）	-	482.41
担保风险准备金（万元）	-	142,124.60
风险准备金覆盖率	-	3.02%
融资性担保业务净资产放大倍数	--	7.73
当期担保代偿率		1.23%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2018 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

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。经中证鹏元综合评定，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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年5月7日，公司合并口径净资产金额为50.59亿元，对外担保的余额合计26.92亿元，占净资产的比重为 53.21%，其中，对民营企业担保金额为8.42亿元。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17 截至 2019 年 5 月 7 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	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	2020/2/5	国有	否
	60,000.00	2022/1/20	国有	否
	20,000.00	2019/10/19	国有	否
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营	-
	3,000.00	2019/11/8	民营	-
江苏泰建建设集团有限公司	2,500.00	2019/8/3	民营	有
	2,500.00	2019/8/10	民营	有
	4,500.00	2019/5/7	民营	否
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营	否
	5,000.00	2020/1/28	民营	否
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2019/10/16	国有	否
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	20,000.00	2020/3/29	国有	否
	8,500.00	2019/8/27	国有	否
	1,500.00	2019/8/27	国有	否
	6,500.00	2020/3/15	国有	否
	19,000.00	2020/1/10	国有	否
	10,000.00	2021/11/28	国有	否
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2019/8/1	民营	否
江苏华创医药研发平台管理有限公司	2,980.00	2020/3/28	民营	-
泰州新滨江开发有限责任公司	15,000.00	2022/10/28	国有	否
泰州港润投资发展有限公司	4,000.00	2022/2/25	国有	否
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2019/6/24	民营	否
江苏盈科生物制药有限公司	1,500.00	2020/1/2	民营	有
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营	否

	8,000.00	2021/3/28	民营	有
	4,000.00	2019/6/12	民营	有
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2019/5/27	民营	有
江苏崇尚生物科技有限公司	500.00	2019/6/8	民营	有
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营	有
	1,000.00	2019/6/14	民营	有
江苏大同盟制药有限公司	6,000.00	2019/6/21	民营	有
江苏丞宇米特医疗科技有限公司	2,000.00	2019/6/8	民营	有
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,500.00	2019/6/28	民营	否
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2019/8/2	民营	否
江苏荃信生物科技有限公司	3,000.00	2019/12/20	民营	否
合计	269,180.00			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年泰州市和泰州医药高新区地方经济保持较快增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；公司作为泰州医药高新区主要的基础设施建设主体，继续得到较大力度的外部支持，2018年泰州医药高新区管委会以货币方式向公司注资25,000万元，同时，当年度公司收到政府补助1,512万元，提升了公司的资本实力和利润水平；截至2018年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计45.34亿元，公司未来工程收入来源较有保障，此外，办学投资回报收入、超市、影院、酒店等收入较为稳定，为未来收入提供一定的支撑；瀚华担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压力，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，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。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	215,671.00	261,381.77	327,356.63
应收票据及应收账款	191,010.06	158,998.36	102,258.76
其他应收款	334,690.41	340,251.13	209,502.40
存货	626,353.68	540,418.22	261,923.65
流动资产合计	1,368,783.93	1,301,794.27	907,741.10
固定资产	50,884.65	52,411.45	52,629.03
在建工程	138,528.61	112,958.74	138,370.77
非流动资产合计	261,016.60	212,242.12	379,673.70
资产总计	1,629,800.53	1,514,036.40	1,287,414.80
短期借款	53,659.58	44,200.00	38,983.30
应付票据及应付账款	145,554.17	49,602.46	48,534.97
预收账款	97,399.62	2,647.56	20,808.24
其他应付款	81,486.82	88,008.94	39,816.98
一年内到期的非流动负债	225,933.61	205,875.56	0.00
流动负债合计	591,900.33	397,117.61	156,953.24
长期借款	482,107.41	517,500.00	459,523.00
应付债券	51,299.39	129,804.08	218,655.28
非流动负债合计	533,560.14	647,457.99	678,331.39
总负债	1,125,460.46	1,044,575.60	835,284.63
有息债务	923,499.99	922,879.64	736,661.58
所有者权益	504,340.07	469,460.79	452,130.17
营业收入	135,328.99	116,617.91	63,237.05
营业利润	26,277.90	8,656.74	-976.74
其他收益	1,519.58	7,070.26	0.00
营业外收入	8.76	5.38	8,550.37
净利润	9,901.55	6,904.10	6,742.58
经营活动产生的现金流量净额	119,512.33	-212,813.99	-287,150.55
投资活动产生的现金流量净额	-57,430.85	-16,138.44	-58,718.89
筹资活动产生的现金流量净额	-175,402.26	162,704.35	587,323.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.17%	13.29%	19.41%
收现比	1.47	0.36	1.00
产权比率	223.16%	222.51%	184.74%
资产负债率	69.06%	68.99%	64.88%

流动比率	2.31	3.28	5.78
速动比率	1.25	1.92	4.11
EBITDA (万元)	14,034.06	15,024.56	13,607.88
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.26	0.37
有息债务/EBITDA	65.80	61.42	54.13

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

附录三 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。