

2020 年泰州华信药业投资有限公司

公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010805】

评级对象: 2020 年泰州华信药业投资有限公司公司债券(第一期)

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA+

评级时间: 2019 年 12 月 31 日

发行规模上限: 8 亿元人民币

基础发行规模: 5 亿元人民币

发行目的: 补充营运资金和项目投资

不超过 10 年期, 附第 5 年末

存续期限: 发行人调整票面利率选择权

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

及投资者回售选择权

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	44.50	59.44	35.57
刚性债务	295.56	317.20	286.51
所有者权益	171.83	184.81	225.16
经营性现金净流入量	12.73	20.21	-10.19
合并数据及指标:			
总资产	561.23	636.13	662.00
总负债	344.26	405.76	393.56
刚性债务	314.77	360.37	324.83
所有者权益	216.97	230.37	268.43
营业收入	15.84	21.55	19.46
净利润	3.01	2.99	3.58
经营性现金净流入量	0.21	0.61	0.97
EBITDA	7.83	9.19	9.70
资产负债率[%]	61.34	63.79	59.45
长短期债务比[%]	125.61	116.41	108.06
权益资本与刚性债务比率[%]	68.93	63.93	82.64
流动比率[%]	238.48	239.79	254.97
现金比率[%]	58.12	53.16	43.18
利息保障倍数[倍]	1.14	1.75	1.43
EBITDA/利息支出[倍]	0.42	0.34	0.31
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注: 根据泰州华信的 2015-2017 年三年连审财务数据及经审计的 2018 年财务数据整理、计算。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 政府支持力度大。泰州医药高新区是江苏省及泰州市重点建设项目, 也是国家科技部、卫生部和江苏省的共建项目。作为泰州市大健康产业的开发主体, 泰州华信享有国家、省及市级的重大扶持政策。
- 外部环境良好。泰州市工业经济基础较雄厚, 近年来经济稳步发展, 可为地方重点工程建设提供支撑。
- 业务发展空间较大。随着泰州医药高新区建设的推进, 入园企业增加, 为泰州华信的经营性业务发展提供了较大的空间。
- 拥有大量的土地资产。泰州华信拥有大量的土地资产, 为公司履行偿债义务提供一定的支撑。

主要风险:

- 债务偿付压力大。近年来, 泰州华信刚性债务规模快速扩大, 利息负担重, 且债务结构有待改善。同时, 公司应收泰州市高新区管委会项目回购款金额较大, 资金回笼速度较慢, 一定程度上加大了公司的偿债压力。
- 投入与产出周期不匹配。泰州医药高新区开发集中投入压力大, 受托土地开发业务的资金回笼周期长, 债务偿付受高新区招商、土地价格变动等因素影响较大, 投入的集中性与产出的长期性、波动性之间存在较显著的矛盾。
- 融资压力大。泰州华信后续建设资金需求量大, 较多资产已被抵、质押, 后续融资压力较大。

- 或有损失风险。泰州华信对外担保对象以泰州市国有企业为主，但担保对象众多，数额仍较大，2019 年 9 月末担保比率为 33.21%，存在一定的或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对泰州华信及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年泰州华信药业投资有限公司

公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司系根据泰州市政府专题会议纪要（2005 年市政府专题会议纪要第 54 号）于 2005 年 12 月由泰州市华泰工业控股经营有限公司（以下简称“华泰控股”）和泰州海华工业建设发展有限公司（以下简称“海华建设”）共同出资设立，初始注册资本为 10,000 万元。其中华泰控股出资 9,267.73 万元，占 92.7% 的股权；海华建设出资 732.7 万元，占 7.3% 的股权。2006 年 11 月和 2007 年 6 月，华泰控股对公司分别增资 1,700 万元和 10,000 万元。2007 年 9 月，经泰州市政府国有资产管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）批准，华泰控股受让海华建设持有的公司全部股权，成为公司的唯一股东。2007 年 11 月，泰州市政府收回华泰控股持有公司的全部股权，公司变更为市政府出资的国有独资公司。自 2008 年 5 月起，泰州市人民政府多次以实物资产和现金的方式对公司增资。2014 年 8 月、2015 年 6 月、2015 年 7 月、2015 年 9 月和 2015 年 11 月，泰州市政府以现金增资的方式增加公司注册资本 10 亿元、4 亿元、3 亿元、3 亿元和 9 亿元。截至 2015 年末，公司注册资本为 37.89 亿元。2016 年 1 月和 3 月，公司分别吸收国开发展基金有限公司 0.40 亿元和富安达资产管理（上海）有限公司（简称“富安达”）15.00 亿元资金¹，实收资本变更为 53.29 亿元，公司由泰州市人民政府的全资子公司变更为控股子公司，泰州市人民政府持有公司 71.10% 的股权。按照约定，2019 年 9 月 21 日，泰州市国资委回购富安达优先级投资份额 3 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司实收资本未变，泰州市人民政府持股比例升至 76.73%，泰州市人民政府授权泰州市国资委代表泰州市政府履行出资人职责。

该公司是应泰州医药高新技术产业开发区（简称“泰州医药高新区”，又名“中国医药城”）发展的要求而成立的。公司作为泰州市大健康产业的开发主体，承担基础设施建设、房屋开发、设备和厂房出租管理等职能，并按建设

¹ 15 亿元基金名称为泰州高新区城市发展基金，其中优先级 12 亿元由富安达-江苏银行-金融信 2 号专项资产管理计划出资，劣后级 3 亿元由泰州华信药业投资有限公司出资。基金的期限为 2016 年 3 月 30 日至 2021 年 3 月 29 日，其中前 3 年为基金投资期，剩余期限为退出期。优先级出资人每年的收益率为 6.5%，每季度支付一次。3 年投资到期后，根据约定，由泰州市国资委收购优先级投资份额，其中 2019 年 9 月 21 日收购 3 亿元，2020 年 3 月 21 日收购 3 亿元，2020 年 9 月 21 日收购 3 亿元，2021 年 3 月 29 日收购 6 亿元。

项目的投资计划负责委托设计、招标、施工。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司本期债券发行事项已获董事会及控股股东泰州市国资委决议通过。本期债券发行规模不超过 8 亿元，其中基础发行规模 5 亿元，弹性额度为 3 亿元；发行期限不超过 10 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券募集资金拟用于项目投资和补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2020 年泰州华信药业投资有限公司公司债券（第一期）
发行规模上限:	8 亿元人民币
基础发行规模:	5 亿元人民币
本期债券期限:	不超过 10 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率:	本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内前 5 年固定不变，在存续期的第 5 年末，发行人可选择上调或下调债券存续期后 5 年债券票面年利率 0 至 300 个基点（含本数），存续期后 5 年票面利率为本期债券存续前 5 年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在存续期后 5 年固定不变。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自其兑付日起不另计利息。
增级安排:	无

资料来源：泰州华信

(2) 募集资金用途

本期债券基础发行额 5 亿元，其中 1.5 亿元用于中国医药城六期标准厂房项目，1.5 亿元用于工业邻里中心项目，2 亿元用于补充营运资金；如本期债券行使弹性配售额选择权，总发行规模变为 8 亿元（5+3 亿元），其中 1.5 亿元用于中国医药城六期标准厂房项目，3.3 亿元用于工业邻里中心项目，3.2 亿元用于补充营运资金。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	项目批复情况	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
中国医药城六期标准厂房项目	已获得发改委、国土局、规划局、环保局的批复文件	11.01	1.50
工业邻里中心项目	已获得发改委、国土局、规划局、环保局的批复文件	5.50	1.50（3.30）

资料来源：泰州华信

1. 中国医药城六期标准厂房项目

根据 2017 年 2 月由泰州市规划局批复的《建筑施工规划许可证》，该项目位于泰州国家高新技术产业开发区药城大道南侧，秀水路东侧，主要功能

设计为中国医药城保健、美化、中药、医疗器械等中小生产企业标准厂房，总建筑面积 328,076.35 平方米，其中：地上建筑面积 304,343.62 平方米，包括 3-9 层的标准厂房 20 幢、1 层的门卫 5 栋及配套设施（给排水、消防、电气、污水、通讯、管网等），地下建筑面积 23,732.73 平方米（包括地下车库、消防水池、泵房），地面停车位 364 个，地下停车位 608 个，建筑密度 40%，绿地率 14.5%，容积率 1.633。

该项目建设期为 2017 年 4 月开始建设，预计完工时间为 2021 年 4 月。项目总投资为 110,119.5 万元。截至 2019 年 9 月末，该项目已完成投资 5.71 亿元。该项目目前正在全面建设中，已投资比例占总投资比例为 51.86%。根据具有甲级资质的江苏春天工程设计院有限公司编制的本项目可行性研究报告测算得出，本项目投资财务内部收益率为 9.14%，项目投资回收期为 9.56 年；项目运营期内，本项目收入总计为 227,475 万元，总成本费用（包括运营成本及费用、营业税金及附加，不含折旧）总计为 20,794 万元，产生的可用于偿债的净收益为 206,681 万元，能够覆盖项目的总投资 110,119.5 万元；债券存续期内，项目总收入为 148,893 万元，总成本费用（包括运营成本及费用、营业税金及附加，不含折旧）总计为 13,034 万元，产生的可用于偿债的净收益总计为 135,859 万元，能够覆盖本项目拟使用的债券募集资金本息和 24,750.00 万元（利率暂按 6.5% 计算）。因此，本项目具有良好的经济效益，为本期债券的到期偿还提供了有力保障。

2. 工业邻里中心项目

该项目主要建设 10 栋多层宿舍楼、5 栋高层宿舍楼以及配套服务用房、物管用房、配电房等。根据 2016 年 2 月和 3 月由泰州市规划局批复的《建筑施工规划许可证》，总建筑面积 206,541.66 平方米。

该项目于 2016 年 3 月开工建设，预计完工时间为 2020 年末。截至 2019 年 9 月末，本项目处于全面建设中，该项目在建工程账面价值约为 5.34 亿元。目前，项目主体工程已基本完工，项目建设进度约 95%，目前尚未进行竣工决算，部分工程款项尚未支付，部分款项系公司根据实际情况以自有资金和其他资金先行垫款，募集资金到位后予以置换。经测算，项目待支付资金缺口约为 3.3 亿元，其中待支付应付工程方工程款约 1.5 亿元；待支付前期项目自有资金垫款 1.5 亿元；待支付室内装修款及工程尾款 0.3 亿元。根据具有甲级资质的江苏锦丰工程咨询有限公司编制的本项目可行性研究报告测算可以得出，项目运营期内，本项目测算收入总计为 84,384 万元，总成本费用（包括运营成本及费用、营业税金及附加，不含折旧）总计为 7,808 万元，产生的可用于偿债的净收益为 76,576 万元，能够覆盖项目的总投资 55,000 万元；债券存续期内，项目总收入为 55,233 万元，总成本费用（包括运营成本及费用、营业税金及附加，不含折旧）总计为 4,938 万元，产生的可用于偿债的净收益总计为 50,295 万元，能够覆盖本项目拟使用的债券募集资金利息，与本项目拟使用的债券募集资金本息和 54,450 万元（利率暂按 6.5% 计算）相比，尚有 4,155 万元缺口，针对缺口部分，该公司拟以未来公司净利润对缺口进行补足。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内我国经济增长有望企稳，但面临的压力依然不小。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新

的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善 LPR 形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，前期逆周期政策成效将逐步体现，叠加基数效应，我国经济增长有望企稳，但面临的压力依然不小。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（1）行业环境

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

善。但近两年城投企业债务集中到期规模大,部分企业仍将面临集中偿付压力。

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

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

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

预[2017]50号),加强融资平台公司融资管理。5月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务预算管理,明确列示政府购买服务负面清单。6月,财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来,切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之,但与此同时,扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的重要举措,城投企业合理融资需求仍需保障。2月,国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号),对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止,进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款;不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任;不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。

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

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础,未来建设需求持续存在。43号文以来,地方政府债务管理持续推进,城投企业的政府融资职能剥离,但作为城市基础设施投资建设的主要参与者,其重要性中短期内仍将保持,且随着政府预算管理等制度的逐步完善,城投企业的业务开展模式将渐趋规范,

市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

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

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

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部

分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

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

（3）区域经济环境

依托良好的经济基础和区位优势，近年来泰州市经济发展呈现良好态势，

总体经济实力不断增强。泰州市工业经济基础较雄厚，近年来着力发展“产城一体”的医药高新区，被纳入国家创新体系。

泰州市地处江苏中部，长江北岸。全市总面积 5,787 平方公里，现辖靖江、泰兴、兴化三个县级市，海陵、高港、姜堰三区和泰州医药高新区。泰州市是上海都市圈、南京都市圈、苏锡常都市圈重要节点城市，具有一定的区位优势，在交通方面的优势较为明显。从陆路交通来看，新长、宁启铁路，京沪、宁通、盐靖、启扬高速公路纵横全境，泰州火车站 6 条黄金始发线路通往全国 60 多个主要城市，江阴长江大桥、泰州长江大桥“双桥飞渡”贯通大江南北；从水路交通来看，泰州港是长江中上游西部地区物资中转运输的重要口岸，已跨入全国亿吨大港行列，该港是江海河联运、铁公水中转、内外贸运输的节点，也是上海组合港中的配套港、国际集装箱运输的支线港和喂给港，具有装卸、仓储、物流服务等综合化功能；从空运交通来看，2012 年 5 月扬泰机场通航，现已开通北京、广州、深圳、成都、哈尔滨等多个城市航线。优越的区位和公铁水空一体化格局，为该地区经济发展奠定良好的基础。

泰州市工业经济基础较雄厚，形成以机电、化工、医药、造船、新材料等为主体的支柱产业，是长江三角洲地区工业发达、交通便捷、商贸繁荣的中心城市之一。近年，泰州市着力打造“产城一体”的医药高新区，建成国家级医药高新区，被纳入国家创新体系。

依托于良好的经济背景和区位优势，近年泰州市的国民经济保持平稳增长，规模以上工业总产值、固定资产投资和社会消费品零售总额等均保持快速增长。2018 年，泰州市地区生产总值为 5107.63 亿元，同比增长 6.7%。其中，第一产业增加值 280.05 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 2,434.01 亿元，同比增长 6.8%；第三产业增加值 2,393.57 亿元，同比增长 7.0%。从支撑 GDP 增长的产业发展来看，服务业比重不断提高。2018 年，泰州市服务业增加值占 GDP 比重为 46.9%，高于工业占比 5.4 个百分点，服务业增加值对经济增长的贡献率为 48.4%。高新技术产业产值占比不断提升，2018 年高新技术产业产值增长 11.8%，快于规模以上工业产值增速 2.0 个百分点；高新技术产业产值占规模以上工业产值比重为 42.2%，同比提升 1.2 个百分点。按常住人口计算，泰州全市人均地区生产总值为 109,988 元，同比增长 7.1%。2018 年，泰州市固定资产投资较上年增长 9.20%，增速有所放缓。

2019 年前三季度，泰州市地区生产总值为 3,880.64 亿元，可比增长 6.6%。其中，第一产业实现增加值 126.92 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值 1,986.05 亿元，增长 6.2%；第三产业增加值 1,767.67 亿元，增长 7.3%。同期，泰州市规模以上工业增加值增长 5.9%，固定资产投资增长 6.3%。总体来看，2019 年前三季度，泰州市经济运行在合理区间，但主要经济指标增速放缓，面临一定下行压力。

图表 3. 2016-2018 年泰州市主要经济指标及增速

项 目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年前三季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	4,101.78	9.5	4,744.53	8.2	5,107.63	6.7	3880.64	6.6
人均生产总值 (元)	88,330	9.4	102,058	8.1	109,988	6.8	未公布	未公布
规模以上工业增加值 (亿元)	未公布	10.0	未公布	9.3	未公布	9.8	未公布	5.9
全社会固定资产投资 (亿元)	3,164.12	17.4	3,623.33	14.5	未公布	9.2	未公布	6.3
社会消费品零售总额 (亿元)	1,118.34	11.7	1,254.22	12.2	1,282.87	5.8	1011.59	5.8
进出口总额 (亿美元)	103.81	1.5	129.48	24.8	147.30	13.8	108.10	-4.5

资料来源：泰州市国民经济和社会发展统计公报

图表 4. 2016-2018 年泰州市主要固定资产投资情况 (单位：亿元，%)

项 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	1,957.87	19.8	2,309.89	18.0	未公布	8.5%
房地产	250.71	1.3	291.54	16.3	353.71	21.3

资料来源：泰州市国民经济和社会发展统计公报

2018 年泰州市商品房施工面积和竣工面积由减转增，相反商品房销售面积有所下降，主要受房地产调控政策收紧影响。

图表 5. 2016-2018 年泰州市房屋建设、销售情况

项 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)
商品房施工面积 (万平方米)	2,312.85	0.7	2,256.50	-2.4	2,563.06	13.6
商品房竣工面积 (万平方米)	525.97	-6.7	346.46	-34.1	377.75	9.0
商品房销售面积 (万平方米)	698.56	31.8	883.33	26.4	704.76	-20.2

资料来源：泰州市统计局

近三年泰州市商住用地出让面积有所减少，而工业用地出让面积稳步增加，其中 2018 年工业土地出让面积较上年大幅增长 30.25%。土地出让价格方面，近两年工业用地出让单价和商住用地出让单价均呈上涨趋势，其中 2018 年分别上涨 25.71%和 27.35%，带动泰州市近年土地出让总价稳步增长。

图表 6. 2016-2018 年泰州市土地市场交易情况

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积 (万平方米)	1,397.63	1,382.45	1,714.12
其中：工业用地出让面积 (万平方米)	909.89	965.73	1,257.91
商住用地出让面积 (万平方米)	464.02	409.93	408.78
土地出让总价 (亿元)	174.91	215.97	277.09
其中：工业用地出让总价 (亿元)	33.07	37.18	46.74
商住用地出让总价 (亿元)	137.82	178.28	227.04
土地出让均价 (元/平方米)	1,251.45	1,562.40	1,616.49
其中：工业用地出让单价 (元/平方米)	363.48	385.10	371.56
商住用地出让单价 (元/平方米)	2,970.12	4,349.07	5,554.09

资料来源：泰州市国土资源局

泰州医药高新区为国家级医药高新技术产业开发区，近年来得益于招商引资力度加强、入驻企业数量增加，经济实力持续增强。

泰州是全国最大的医药生产科研基地之一，医药产业各项经济指标已连续

多年稳居江苏省第一，在全国同行业中具有一定影响力。泰州市的扬子江药业、济川医药、江山制药、苏中药业等 4 家企业连续多年位列全国医药百强企业，泰州已成为全国最大的中成药、麻醉药和维生素药生产基地。近年泰州市以医药高新区为核心，创建成国家火炬计划医药产业基地、国家科技兴贸出口创新基地和国家生物产业高技术产业基地。

泰州医药高新区自 2009 年获国务院批复为全国第 56 个国家级高新区后，泰州市对其发展日益重视，于 2010 年起扩大其管辖范围。目前泰州医药高新区下辖 7 个功能性园区和 5 个镇（街道），除原有的启动区——泰州医药园区外，新划入泰州经济开发区、泰州出口加工区、泰州高等教育园区、泰州市周山河街区、泰州数据产业园区、泰州滨江工业园区等 6 个园区，5 个镇街是野徐镇、寺巷街道、明珠街道、凤凰街道、沿江街道。其中，泰州医药园区重点发展生物医药健康产业，致力打造疫苗、诊断试剂及高端医疗器械、生物制药、化学药新型制剂、中药现代化、保健品及化妆品等六大产业，建设以大健康产业集聚为特色的中国医药名城；泰州经济开发区与泰州出口加工区重点发展电子信息产业，着力打造新光电、新机电、新能源、新材料和现代服务业等产业；泰州滨江工业园重点发展高端石油化工、新材料产业；泰州数据产业园区重点发展软件和信息化服务、电子商务、服务外包产业；泰州高等教育园区主要负责泰州本科学院的规划、建设和管理；泰州市周山河街区是泰州未来的城市客厅，目标建成商业商务核心区、绿色生态宜居区、优质教育集聚区。全区土地总面积 121.9 平方公里，总人口 20 万人、其中城镇人口 15 万人。

泰州医药园区规划 30 平方公里，已建成 16 平方公里，建设了科研开发、生产制造、综合配套、教育教学、会展交易、康健医疗六大功能区，已集聚生物医药企业 800 余家，医药产业规模近 150 亿元。在发展定位上，泰州医药高新区重点发展生物医药健康产业，建设以大健康产业集聚为特色的中国医药名城。

近年来，泰州医药高新区的基础设施建设效果显著。目前泰州医药高新区六大功能区中科研开发区一二期、生产制造区一至四期、会展交易区一期、教育教学区一期、综合配套区、教育教学区邻里中心、青年公寓、泰职院新校区等已建成投入使用，中国医药城商务中心主体工程已基本竣工，会展中心二期即将竣工交付。近年泰州医药高新区放大特色产业的集聚效应，不断加大项目招引力度，2017 年医药高新区参加全市扩大有效投资重大产业项目集中开工活动的亿元以上项目共有 21 个，投资体量大、科技含量高、市场前景广，计划总投资 87.86 亿元，其中 5-10 亿元项目 2 个，10 亿元以上项目 3 个。这些项目紧扣医药高新区生物医药、电子信息、石化新材料三大主导产业，涵盖诊断试剂、智能医疗设备、兽用生物制品、润滑油调合装置、新能源汽车、锂电池材料、智能仓储机器人、现代物流等领域，代表了当前国内外的先进水平，为推进医药高新区三大主导产业做大做强积蓄了强劲动力，也为医药高新区保持“发展速度快于全市、总量占比逐年提高”良好态势提供了强力支撑。

2018 年泰州医药高新区地区生产总值 262.52 亿元，同比增长 8.20%；完

成固定资产投资 314.73 亿元，同比增长 10.80%。

近几年，我国药品流通行业发展势头良好，行业规模和效益稳步增长。随着医药流通行业整合进程的推进，未来医药物流企业和医药电商将有较大的发展空间。

随着社会和经济的发展，我国卫生保健服务水平进一步提高，医药市场规模快速增长，1998年以来中国医药行业增长率相当于同期GDP增长率的2倍。国家“十一五”规划期间，农村合作医疗制度已基本覆盖全国农村居民，农村合作医疗制度的全面推行将带来农村医药市场新增约300亿元的需求空间。目前，全国约有1.3万多家医药流通企业，逐渐形成覆盖全国的医药分销网络。但我国缺乏具有全国物流网络的药品流通企业，专业的药品第三方物流发展滞后。根据《2018年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，泰州市2018年医药制造业投资117.87亿元，同比增长12.1%。

我国药品流通行业发展势头良好，行业规模和效益稳步增长，呈现持续、健康的转型发展趋势。我国药品流通行业发展势头良好，行业规模和效益稳步增长，呈现持续、健康的转型发展趋势。根据商务部统计数据显示，2018年全国七大类医药商品销售总额为21586亿元，扣除不可比因素较上年同比增长7.7%，扣除不可避免因素同比增长7.7%，增速同比下降0.7个百分点。从销售结构来看，2018年，西药类销售额为15585.09亿元，占七大类医药商品销售总额的72.20%，其次是中成药类占15.10%，其他类占比均不超过5%。截至2018年11月，全国共有药品批发企业1.36万家。2018年，我国零售药店终端销售额为3,923亿元，同比增长7.6%，增长速度放缓。2018年全国药品流通直报企业主营业务收入15774亿元，扣除不可以因素同比增长8.6%；实现利润总额401亿元，较2017年增加38亿元，扣除不可以因素同比增长9.0%。医药流通直报企业平均毛利率为8.2%，同比上升1.0个百分点；平均费用率6.5%，同比上升0.4个百分点；利润率和净利润率分别为1.9%和1.6%，同比分别提高0.2和0.1个百分点。

同时，我国药品流通行业发展呈现出以下主要特点：药品批发企业销售增长放缓，集中度略有上升；药品零售企业销售有所回升，连锁率持续提高；医药电商开启资源整合的平台化发展之路，医药市场竞争明细加剧；医药物流运营效率及服务功能持续提升。目前我国经济整体处于结构调整的优化升级阶段，随着国内居民消费水平的提高，健康观念的提升，在人口老龄化下，对医药的需求整体扩大，经促使我国药品流通行业规模进一步扩大。同时，在政策利好推动下，医药流通领域的行业集中度还会继续提高，企业竞争尤其是龙头企业间的竞争也会益发激烈。在 market 需求的引导和国家政策的支持下，医药物流企业和医药电商将有较大的发展空间，提供专业物流服务的第三方物流将成为一个新的经济增长点。

2017年1月，2017年1月，国务院医改办会同国家卫生计生委等8部门下发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，

规定在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”。“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

2. 业务运营

该公司是泰州市大健康产业的开发主体，在土地开发、服务平台租赁等相关领域具有区域垄断专营优势，同时依托高新区发展的药品物流和销售业务亦拥有一定的资源优势。

该公司业务围绕泰州医药高新区的开发与经营进行，范围涵盖高新区内土地开发整理、重点工程建设、基础设施建设以及设备和厂房租赁、商品（药品）销售等领域。

2016~2018 年该公司营业收入分别为 15.84 亿元、21.55 亿元和 19.46 亿元。公司主营业务主要包含医药商品销售收入、土地转让收入、代建管理费收入、房屋销售收入和租赁收入（如图表 6 所示）。2018 年，公司商品销售、房屋销售、租赁业务和代建管理费收入合计占公司营业收入的比重为 94.19%，当年没有土地转让收入。从收入结构来看，2018 年公司商品销售收入 10.32 亿元，因公司减少部分低利润的药品销售较上年减少 19.75%，占营业收入的 53.03%；2016 年以来随着香樟湾项目展开销售，房屋销售收入逐年大幅增加，2018 年为 4.73 亿元，较上年增长 21.91%，占营业收入的 24.31%；租赁收入稳步增长，2018 年为 2.97 亿元，占营业收入的 15.26%；而代建管理费收入规模较小，2018 年为 0.31 亿元，仅占营业收入的 1.59%。

毛利率方面，2016-2018 年该公司综合毛利率分别为 20.74%、26.21%和 32.04%。分业务看，药品销售业务原采用流通环节层层加价定价模式，采购成本相对较高，2016 年上半年及之前该业务毛利率较低；2016 年下半年开始推行“两票制”后，公司更多依赖外部销售公司及团队推广销售，推广成本计入销售费用，因此该业务毛利率大幅提升，2018 年毛利率为 31.60%；房地产业务 2016 年和 2017 年处于品牌推广期，销售业务毛利率水平低甚至为负，2018 年随着地产销售价格的上涨，毛利率提升至 18.51%；租赁业务毛利率水平较高，在 40%上下波动。

图表 7. 2016-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	15.84	100.00	21.55	100.00	19.46	100.00
商品销售	10.19	64.35	12.86	59.65	10.32	53.03
代建管理费	0.36	2.25	0.16	0.75	0.31	1.59
土地转让	1.14	7.17	1.13	5.26	0.00	0.00
房地产销售	1.06	6.69	3.88	17.99	4.73	24.31
租赁	2.87	18.14	2.95	13.68	2.97	15.26
毛利率	20.74		26.21		32.04	
商品销售	17.90		28.28		31.60	

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费		100.00		100.00		100.00
土地转让		0.00		0.00		0.00
房地产销售		-5.15		3.56		18.51
租赁		34.10		47.06		38.49

资料来源：泰州华信

(1) 代建管理业务

该公司代建管理业务包括土地开发代建管理业务和其他工程代建管理业务等，主要由全资子公司泰州华盛投资开发有限公司（简称“华盛投资”）和公司本部承担。

土地开发业务方面，根据泰医高（2007）48 号、泰医高（2007）66 号文，泰州市高新区管委会授权该公司进行土地开发。管委会每年将土地指标拨至公司，公司向江苏省国土资源厅支付相关土地指标费用（约 12-13 万/亩），取得建设用地指标。公司在取得建设用地指标的土地上进行“九通一平”的土地一级开发，自筹支付土地整理费用。土地整理过程中，公司缴纳的土地规费、支付的拆迁补偿费和九通一平相关支出列入会计科目“存货-开发成本”。结算方面，管委会每年度对已完工的土地项目进行审计结算，并按照投资额（含项目融资成本）加一定比例的管理费（一般为 3%）作为竣工决算金额，并计划在工程竣工决算后 5 年内支付给公司。根据代建协议，公司按收取的项目管理费作为代建收入计入营业收入。

该公司其他工程代建项目的运作模式大致如下：对于道路、桥梁、排水管线等基础设施，由管委会投入项目资本金，公司主要负责这些基础设施项目的建设，管委会按实际的开发成本加成 3% 的代建费向公司支付资金，其中加成的 3% 作为公司代建管理费收入。而对于泰州医药高新区六大功能区内的公共服务平台和相关基础设施配套，在管委会制定总体规划并做出年度计划后，则由公司投入项目资本金进行建设，建成后资产产权归公司所有，并由公司负责运营管理，没有代建管理费收入。

2016-2018 年，根据管委会文件，该公司确认代建管理费收入分别为 3,566.00 万元、1,624.10 万元和 3,110.35 万元。

目前该公司在建代建管理项目共有 3 个，为中国医药城基础设施一期工程、中国医药城基础设施二期工程和野徐镇农民集中安置区项目。截至 2019 年 9 月末，公司在建代建项目总投资合计 63.04 亿元，已投入 55.05 亿元，2020 年计划投入 5.79 亿元。

图表 8. 截至 2019 年 9 月末公司代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	资金来源		2019 年 9 月末实际已投资额（按账面价值）	未来三年投资计划		
		自筹	贷款		2020 年	2021 年	2022 年
中国医药城基础设施一期工程	26.30	30.00%	70.00%	23.61	2.19	0.00	0.00
中国医药城基础设施二期工程	8.74	31.38%	68.62%	7.60	0.64	0.00	0.00

项目名称	项目总投资	资金来源		2019年9月 末实际已投 资额(按账面 价值)	未来三年投资计划		
		自筹	贷款		2020年	2021年	2022年
野徐镇农民集中安置区	28.00	30.26%	69.74%	23.84	2.96	0.00	0.00
合计	63.04	-	-	55.05	5.79	0.00	0.00

资料来源：泰州华信

(2) 土地转让业务

该公司成立初期，政府为支持公司发展，下发了泰医高（2007）48号、泰医高（2007）66号文支持公司开展土地开发业务，泰州医药高新区政府扣除相关税费后分期全额返还公司缴纳的土地出让金，用于重大项目建设的资本金并偿还银行贷款本息。在财综[2016]4号文之后，公司土地相关业务模式调整为：前期开发成本支出按实际发生额结算，不再与土地出让金收入直接挂钩。

该类土地转让业务由该公司投资开发，待土地开发成熟后，一部分由公司通过“招拍挂”程序上市拍卖获得土地使用权，用于自建标准厂房及相关物业对园区内企业出租和管理；一部分由有需要的入园或待入园企业购买；剩余部分由园区管委会结算。公司土地开发业务收入随开发进度出现较大的波动。2016~2017年公司分别转让土地74.71亩和35.92亩，分别实现土地转让收入1.14亿元和1.13亿元。2018年公司未转让土地，无土地转让收入。2019年前三季度，公司转让土地54.33亩，实现土地转让收入1.30亿元。土地转让对象主要为入园企业，2016~2017年无土地转让毛利，主要是由于对科技含量高的部分入园企业实行优惠价格供地，转让收入低于成本部分由财政补足，加之业务模式调整，故收入与成本金额相等。

(3) 房屋销售

香樟湾项目系该公司商品房项目，位于泰州医药高新区海陵南路东侧、姜高大道南侧、曙光路西侧、安康路北侧。项目规划总用地面积9.64万平方米，总建筑面积26.67万平方米，主要建设：30幢2层排屋、2幢9层小高层住宅、5幢11层小高层住宅、5幢28层高层住宅以及1幢3层的综合服务楼。项目总投资10.31亿元，于2016年开工建设，建设期为2年，截至2019年3月末已累计投资7.77亿元。同期末，香樟湾项目已销售排屋30幢，已销售公寓970套，预订公寓119户，累计销售金额11.18亿元。2016-2018年分别实现房地产销售收入3.88亿元、3.94亿元和4.73亿元；毛利率分别为-5.15%、3.56%和18.51%，前两年毛利率低系由于公司为积累口碑，吸引购房者，前期采取部分优惠销售的政策，2018年以来随着销售单价的上涨，毛利率明显提升。

(4) 租赁业务

该公司的租赁业务包括设备、厂房出租，大部分由公司本部和下属公司华盛投资经营。公司现有的经营性房产主要集中在已建成的科研开发区和生产制

造区。对外租赁的房产主要为标准厂房、单元式研究所和研发大楼，以及医药物流平台、新药申报平台、新药创制平台、医药研发平台等公共服务平台。2016~2018 年公司分别实现租金收入 2.87 亿元、2.95 亿元和 2.97 亿元；分别实现毛利 0.98 亿元、1.39 亿元和 1.14 亿元，毛利率分别为 34.10%、47.06%和 38.49%。随着高新区各个功能区基本建成、基础设施建设日益完备，厂房和办公室租赁逐渐成为公司营业收入和利润的重要来源。随着入驻企业增加，公司租赁业务收入逐年增长。

图表 9. 截至 2018 年末公司拥有房屋类租赁情况表（平方米，万元）

租赁地址	产权证总面积	已租面积	出租率	租金收入
研发区	19,532.13	14,603.87	74.77%	747.25
一期	21,255.28	17,618.00	82.89%	612.75
	84,307.94	75,396.35	89.43%	1,775.55
二期	57,334.51	54,682.24	95.37%	1,304.05
三期	323,589.28	277,445.27	85.74%	4,439.52
				540.61
四期	331,749.63	280,043.53	84.41%	6,819.07
				663.24
八号楼	12,654.25	8,678.97	68.59%	208.83
科技大厦	21,457.05	6,996.40	32.61%	425.12
C1 楼	38,990.40	34,314.11	88.01%	1,398.58
M 楼	50,108.44	1,058.82	2.11%	40.44
疫苗工程中心	46,045.62	7,659.70	16.64%	197.17
QB3	64,842.41	8,957.99	13.82%	238.33
商务一号楼	40,599.45	40,599.45	100.00%	863.57
康居新城	25,064.00	9,776.00	39.00%	256.71
人才公寓	209,411.00	3,116.00	1.49%	67.71
永兴花园	5,421.44	5,421.44	100.00%	60.55
平台租赁	-	-	-	9,000.00
合计	1,352,362.83	846,368.14	-	29,659.05

资料来源：泰州华信

（5）商品（药品）销售业务

该公司的商品（药品）销售业务主要由子公司江苏华为医药物流有限公司（简称“华为医药”）经营，经营品种囊括中成药、中药材、中药饮片、化学药原料药及其制剂、抗生素原料药及其制剂、生化药品、生物制品、二类精神药品、一类精神药品、麻醉药品及体外诊断试剂、医疗器械等，辅以医药物流配送、普通货运等业务。

成立之初，华为医药主要从事药品批发零售业务。近年来，为增强高新区商贸医药物流集聚性，拓展业务规模，华为医药还给入驻高新区的药品、医疗器械企业提供药品销售、药品第三方物流、药品终端配送服务，并为上下游客户提供差异化增值服务。截至 2019 年 3 月末，华为医药相继建成一期、二期 GSP 仓库和三期公共型保税库，合计物流仓储面积约 3.6 万平方米。华为医药营销网络已覆盖全国 26 省市地区，已与上游 839 家工商企业建立了合作关系，

具有较强的配送功能。作为第三方物流企业中标为泰州市基本用药的主流配送商，华为医药配送的药品品种达 1,652 种以上，总药品品种达到 6,885 个，与公司签订药品第三方物流服务的入园企业已达 13 家。2016-2018 年，华为医药仓储物流（记在公司的“其他业务”）分别实现收入 885.29 万元、932.46 万元和 2,529.93 万元，快速增长。

该公司药品销售的供应商主要是国内外各大医药及医疗产品制造企业，同时也向部分医药流通企业采购，进行二级分销。公司长期合作的上游药品供应商超过 400 多家，2017 年和 2018 年前五大供应商供应商品金额占比分别为 44.62%和 63.28%，集中度较高。

该公司医药销售模式可分为以总代理总经销、医院纯销（覆盖泰州三市区）和现销快配。总代理总经销方面，公司与各大医药销售公司合作，成为地区总代理总经销；医院纯销方面，公司的销售客户为江苏省内各大中型城市当地主要医院；快销现配销售对象主要是个人诊所、药店、零售个人等，较为分散。销售账期方面，除现销快配客户信用账期短（5-7 天）外，公司总代理总经销客户账期在 30-90 天之间，医院纯销销售客户的回款周期平均在 90 天左右，账期较长，对公司流动资金形成一定占用。

2016-2018 年该公司商品销售业务分别实现收入 10.19 亿元、12.86 亿元、和 10.32 亿元；毛利率分别为 17.90%、28.28%和 31.60%。2016 年下半年推行“两票制”后，华为医药业务模式发生变化，由原先的层层加价模式转为服务外包模式，商品销售业务的部分成本转嫁至销售费用，因此 2016 年和 2017 年该业务毛利率分别同比上升 14.35 个百分点和 10.38 个百分点，但整体盈利能力（扣除成本费用后）变化不大。2018 年下半年起“两票制”正式实行，对公司经营冲击较大。

（6）运营规划

除代建管理项目和房地产项目之外，该公司主要在建项目包括泰州生物医药高新技术产业出口创新基地三期工程（简称“创新基地三期”）、泰州医药高新技术产业开发区能源站一期工程（简称“能源站一期”）、标准厂房六期项目等。项目总投资合计 92.17 亿元，截至 2019 年 9 月末已投资 68.30 亿元，2020 年至 2022 年还须投入 17.66 亿元左右，其中 2020 年计划投入 9.77 亿元，2021 年计划投入 6.89 亿元。

创新基地三期、标准厂房六期和工业邻里中心建成后均作出租使用，收取租金收入；能源站一期建成后通过对外供电、供热、供冷实现收入；泰州市第一外国语学校为该公司与江苏光华合作的项目，后期公司将收取学校日常管理费用。

图表 10. 截至 2019 年 9 月末公司主要在建项目（平方米，万元）

项目名称	项目 总投资	资金来源		2019 年 9 月 末实际已投 资额（按账面 价值）	未来四年投资计划		
		自筹	贷款		2020 年	2021 年	2022 年
泰州生物医药高新技术产业 出口创新基地三期工程	57.26	30.00%	70.00%	43.86	5.74	3.60	1.00
泰州医药高新技术产业开发 区能源站一期工程	12.90	30.00%	70.00%	11.41	1.00	0.00	0.00
工业邻里中心	5.50	30.00%	70.00%	5.34	0.00	0.00	0.00
标准厂房六期项目	11.01	20.00%	80.00%	5.71	2.01	3.29	0.00
泰州市第一外国语学校	5.50	20.00%	80.00%	1.98	1.02	0.00	0.00
合计	92.17	-	-	68.30	9.77	6.89	1.00

资料来源：泰州华信

管理

该公司是泰州市的建设投资和运营主体，股权结构清晰，法人治理结构较为健全。公司逐步建立了与业务相适应的内部管理体制，并完善与之相适应的组织体系与经营管理制度。2019 年 6 月，公司董事长、总经理、财务负责人等职位发生变更。

1. 产权关系与公司治理

（1）产权关系

截至 2019 年 9 月末，泰州市政府持有该公司 76.73% 的股权，国开基金和富安达分别持有 0.75% 和 22.52% 的股权。二者均授权泰州市政府行使其股东权利，泰州市政府为公司的控股股东和实际控制人。根据公司章程，经市政府授权，由泰州市国资委代表市政府对公司履行出资人职责。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

该公司在泰州市政府及泰州市国资委的授权和指导下从事各项经营管理活动。公司设立了董事会、监事会、经理层。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责日常经营管理工作。公司重大经营决策需董事会集体讨论决定。目前公司正根据自身经营管理的需要逐步建立和健全各项管理制度，以逐渐规范运营管理。

泰州市国资委通过法定程序委派或更换该公司董事会成员并指定公司董事长，委派或更换由非职工代表担任的监事会成员并指定公司监事会主席；对所委派的董事会、监事会成员进行管理和考核，决定委派人员的薪酬，并依据考核结果进行奖惩。

根据泰州市国资委出具的《市国资委关于同意泰州华信药业投资有限公司董事会成员调整的批复》（泰国资复[2019]22 号）及该公司董事会决议：自 2019 年 6 月 12 日起，申忠健同志不再担任公司董事长、总经理职务；夏楠同志不再担任公司董事、副总经理及财务负责人职务。自 2019 年 6 月 12 日起，由张由凤同志担任公司董事长，由杨镔同志担任公司董事、总经理，由杭祥同志担任董事、副总经理及财务负责人，任期均为三年。公司公告称上述事项未对公司日常管理、生产经营和偿债能力经营管理造成重大不利影响。

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

该公司根据业务发展情况，不断优化机构布局，合理配置资源。目前，公司设立了包括综合部、合约审计部、市场拓展部、项目部、计财部和资产管理部在内的 6 个职能部门（公司组织架构详见附录二）。

（2）管理制度及水平

该公司建立了较为完善的内部管理制度，对各项业务实行较为严格的制度化、规范化管理。

在资金管理方面，该公司制定了《货币资金管理制度》，明确了货币资金管理的职责分工、权限范围、审批程序和凭证记录等方面的操作规范和管理要求。公司重要的货币资金支付业务，如对外投资、委托贷款、购置固定资产的资金，实行集体决策和审批，由总经理签批，并建立责任追究制度，由分管的资产管理部门负责跟踪。

在投融资管理方面，该公司各投资项目的选择需符合公司发展战略和产业规划要求，并有利于公司的可持续发展。公司根据投资额度占总资产的百分比分档次设有相应的审批程序，以提高投资效益，控制投资风险。公司的融资按发行债券和股票、长期借款及短期借款设立了不同的审批程序。

在子公司管理方面，该公司对控股子公司实行资金、人员的统一调配，并对日常运营进行全面管理。对参股子公司则主要实行监督政策，公司不参与参股子公司的运营管理，投资收益的实现主要通过协议约定好的退出机制体现，退出机制主要有约定回报、股权转让、上市退出等三类。

在对外担保管理方面，该公司对外担保实行统一管理，公司分支机构不得对外提供担保。公司设立了风险评估和控制管理小组负责对外担保的风险评估和初步审核，最终由董事会审议决定。在担保履行过程中，公司及时关注担保方的生产经营、资产负债变化以及对外商业信用的变化情况，以控制或有损失风险。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 1 月 2 日，公司本部不存在债务违约及欠息情况。经查国家企业信用信息公示系统，公司本部未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

财务

该公司负债期限结构尚合理，但财务杠杆水平较高，且刚性债务占比高，已累积较大的偿债压力。公司账面货币资金较充裕，可为即期债务偿还提供一定支撑。公司盈利主要来源于主业毛利和政府补助，近年来主业盈利能力虽有所增强但仍偏弱。公司现金流状况不佳，资金流入主要来源于对外融资。

1. 公司财务质量

大华会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了三年连审，对公司 2018 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》；公司执行 2018 年财政部发布的《财政部关于修订印发 2018 年一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对财务报表进行了修订。

近年，为完善企业法人治理结构和提高运营效率，该公司对控股子公司进行了整合，部分对外转让，盘活了资产。截至 2019 年 3 月末公司控股的一级子公司为：华盛投资、泰州中国医药城资产管理有限公司（简称“医药城管”）、泰州华康投资有限公司（简称“华康投资”）、泰州中国医药城高新商业保理有限公司（简称“保理公司”）、泰州医药高新股份有限公司（简称“医药高新”）和华信药业（香港）有限公司（简称“华信香港”）。其中，华康投资和医药高新系公司于 2016 年新设立的公司，原一级子公司华为医药注入医药高新；华信香港系公司于 2017 年新设立的子公司。

2. 公司偿债能力

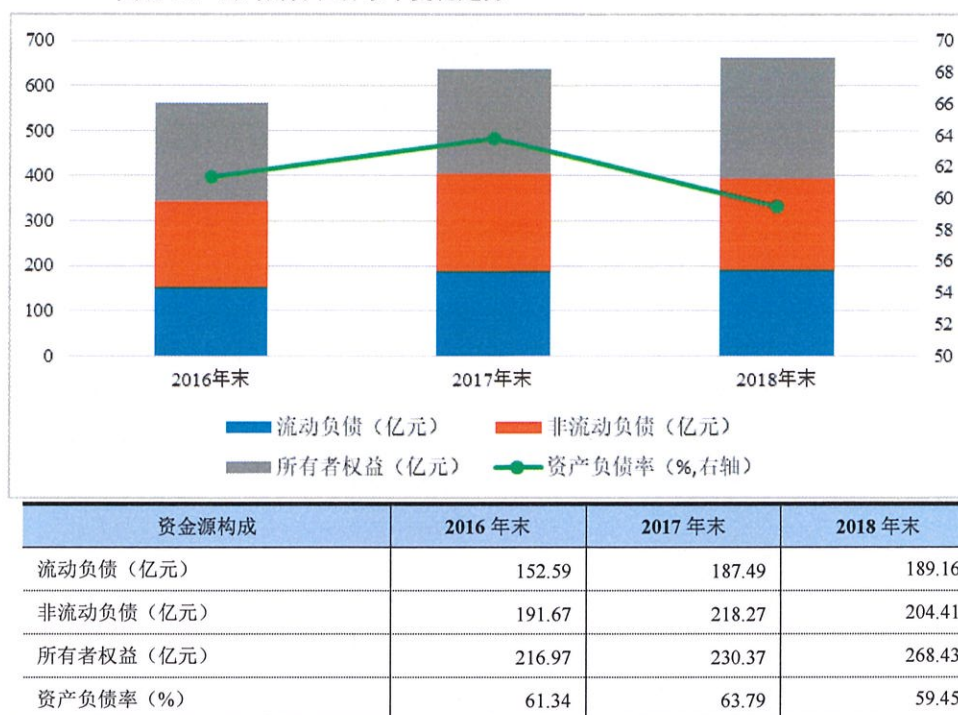
(1) 债务分析

A. 债务结构

泰州医药高新区自启动开发以来，建设资金需求量很大，该公司已积累较大规模的负债。2016~2018 年末公司负债总额分别为 344.26 亿元、405.76 亿元和 393.56 亿元。近年来公司不断吸收投资，同时经营积累逐年增加，资本实

力亦有所增强，但财务杠杆仍较高。2016~2018 年末公司资产负债率分别为 61.34%、63.79%和 59.45%。若将 15 亿元永续中票计入负债中，2018 年末资产负债率将升至 61.72%。目前泰州医药高新区仍有较多基础设施处于在建阶段，公司未来两年仍存在较大的资金需求。

图表 11. 公司财务杠杆水平变化趋势



资料来源：根据泰州华信所提供资料整理、绘制。

该公司负债以刚性债务为主，2018 年末刚性债务为 324.83 亿元，占负债总额的 82.54%，从债务期限结构来看，2018 年末流动负债为 189.16 亿元，长短期债务比为 1.08，期限结构较为合理，但近年来呈短期化趋势。

除刚性债务外，该公司负债主要包括应付账款和其他应付款。2018 年末公司应付账款为 17.87 亿元，较上年末增长 25.00%，其中包括工程款 15.51 亿元（上年末为 9.61 亿元）和贷款 2.36 亿元（上年末为 4.69 亿元）。其他应付款余额为 58.52 亿元，较上年末增长 43.68%，其中借款较上年末增加 13.56 亿元至 45.72 亿元，主要为向泰州市建业投资建设集团有限公司（简称“建业投资”）的借款 35.72 亿元，系棚改项目贷款及履约保证金；往来款较上年末增加 4.32 亿元至 7.95 亿元。此外，2018 年末公司预收款项较上年末增加 1.29 亿元至 4.35 亿元，主要是公司房地产业务香樟湾预收的购房款。

B. 刚性债务

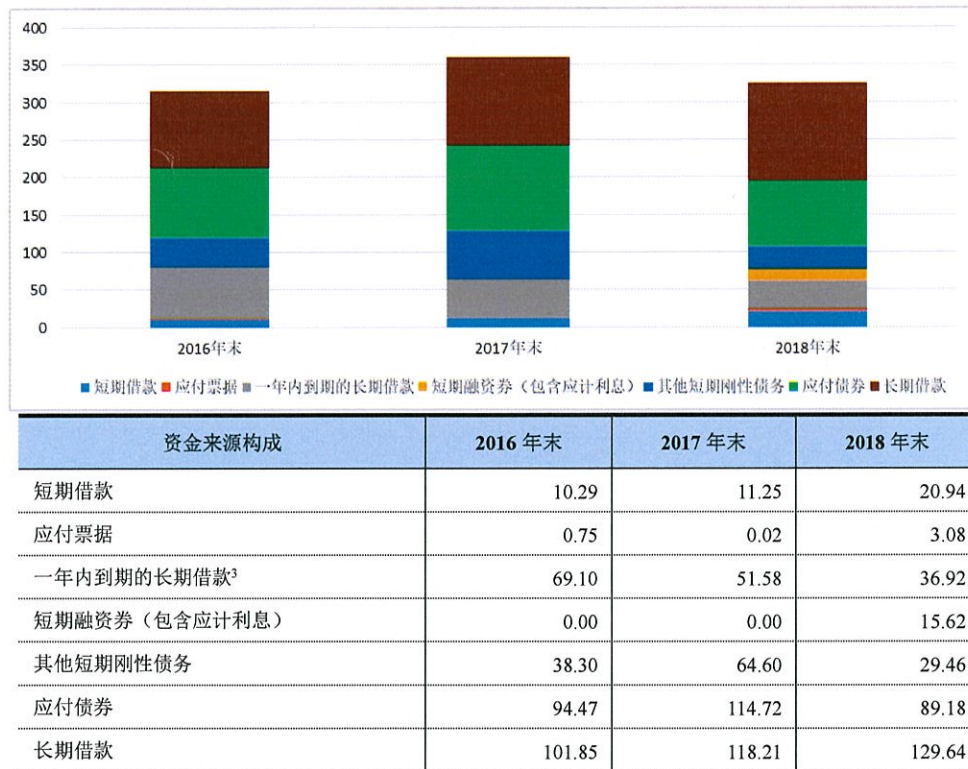
该公司主要通过银行借款、发行债券进行债务融资，近年来，公司刚性债务随着高新区建设的推进逐年增长。2018 年随着地方债券置换资金转增资本公积和偿还多笔到期长期借款，年末公司刚性债务²为 324.83 亿元，较上年

² 刚性债务统计包含永续中票，该公司 2016 年末永续中票余额 5 亿元，2017 年末和 2018 年末，永续中票余额均为 15 亿元。

末减少 35.54 亿元。其中，短期刚性债务较上年末减少 21.43 亿元至 106.02 亿元，占刚性债务比重为 34.22%。从刚性债务构成来看，短期借款、一年内到期的长期借款、短期融资券、其他短期刚性债务、长期借款和应付债券分别为 20.94 亿元、36.92 亿元、15.62 亿元、29.46 亿元、129.64 亿元和 89.18 亿元。公司刚性债务规模大，已累积较大的偿债压力。

从借款期限结构看，长期借款占该公司借款主要部分，公司借款绝大部分用于泰州医药高新区建设。从借款的类型看，公司银行借款类型主要为抵、质押借款，抵押借款的抵押物主要为公司拥有的土地使用权和房屋，质押借款的质押物为应收账款和存单。

图表 12. 公司刚性债务构成分析(单位：亿元)



资料来源：根据泰州华信所提供资料整理、绘制

近年来该公司已发行债券种类众多，截至 2019 年 11 月末，尚在存续期债券余额为 105.30 亿元。

图表 13. 截至 2019 年 11 月末公司未到期债券概况

债项名称	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 泰州医药 PRN001	3.00	10 年	8.50	2014 年 12 月	正常付息
15 泰州医药 PRN001	5.00	5 年	7.00	2015 年 5 月	正常付息
15 华信 01	10.00	5 年	6.90	2015 年 9 月	正常付息
15 华信 02	10.00	5 年	6.70	2015 年 9 月	正常付息
15 泰华信 MTN001	5.00	5 (5+N) 年	6.20	2015 年 10 月	正常付息

³应付债券和长期借款 2019 年 3 月末数据系手动调整数，已将上述科目中属于一年内到期的应付债券和一年内到期的长期借款分别调整至其他短期刚性债务和一年内到期的长期借款中。

债项名称	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 泰高 01	1.50	5 (3+2) 年	4.00	2016 年 11 月	正常付息
17 泰华信 MTN001	10.00	5 (5+N) 年	6.20	2017 年 2 月	正常付息
17 泰华信 PPN001	5.00	5 (3+2) 年	5.75	2017 年 4 月	正常付息
17 华信 01	10.20	5 (3+2) 年	6.20	2017 年 12 月	正常付息
18 泰华信 PPN001	5.00	5 (3+2) 年	7.50	2018 年 4 月	正常付息
18 泰投 01	7.90	5 (3+2) 年	7.50	2018 年 5 月	正常付息
19 泰华信 PPN001	5.00	1 年	6.75	2019 年 1 月	未到期
19 泰华信 PPN002	5.00	3 (2+1) 年	7.00	2019 年 3 月	未到期
19 泰投 01	8.60	5 (2+2+1) 年	7.20	2019 年 3 月	未到期
19 泰华信 PPN003	5.00	3 (2+1) 年	6.50	2019 年 10 月	未到期
19 泰投 02	7.10	5 (2+2+1) 年	6.50	2019 年 10 月	未到期
19 泰投 03	2.00	5 (2+2+1) 年	6.50	2019 年 11 月	未到期

资料来源：泰州华信

C. 或有负债

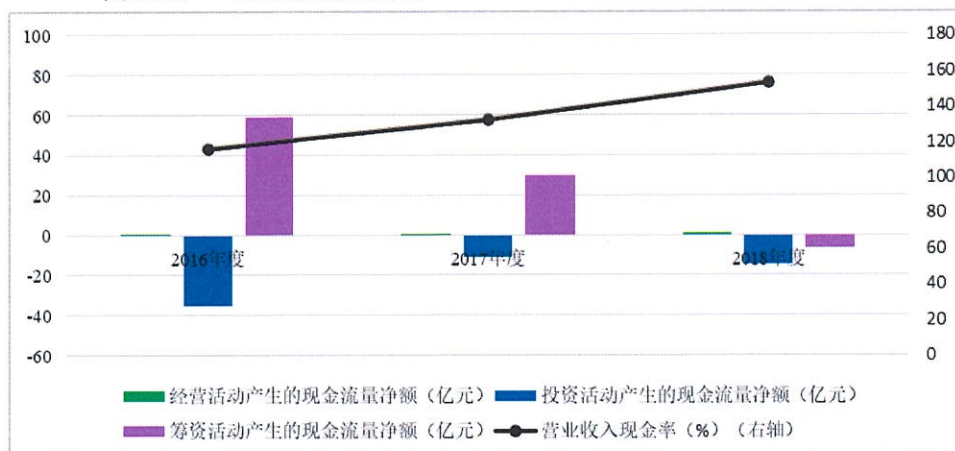
该公司对外担保数额大，被担保企业众多，跟踪监控难度较大。截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额合计为 89.40 亿元，担保比率为 33.21%，担保对象为 11 家。担保对象主要为泰州市地方国有企业，其中对泰州鑫泰集团有限公司及其下属泰州汽车城有限公司提供担保余额共计 52.45 亿元，对泰州医药高新技术产业投资发展有限公司提供担保余额为 17.82 亿元，对泰州市新滨江开发有限责任公司提供担保余额为 8.51 亿元，合计担保金额占比约 88%，担保单位集中度高，上述三家均为当地国资委、管委会、财政局控制下的国有企业。

(2) 现金流分析

该公司经营环节的现金流入主要来自商品销售、转让土地、由高新区管委会按实际开发成本支付的建设费用回笼，以及往来款项的流入。建设费用回笼主要根据泰州医药高新区的建设进度支付，每年数额变化较大。近三年泰州医药高新区处在大规模投入期，土地转让款支付存在滞后性，造成公司经营性现金流总体状态不佳。2016~2018 年公司经营性现金净流量分别为 0.21 亿元、0.61 亿元和 0.97 亿元。

近年来，随着泰州医药高新区的建设的推进，各项基础设施和厂房建设、土地拆迁款、补偿款支出及投资组建子公司等导致该公司投资环节的现金流出量规模较大，投资性现金流一直处于净流出状态。2016~2018 年公司投资活动现金净流出分别为 34.99 亿元、10.95 亿元和 14.56 亿元，随着前期大额投资的完成，后续现金流出规模将有所缩减。公司经营环节和投资环节现金流资金缺口较大，为此公司主要通过借款融资和发行债券以满足资金需求，融资规模迅速扩张，筹资性现金流主要处于净流入状态。2016~2018 年公司筹资活动现金净流入分别为 58.54 亿元、29.60 亿元和 -6.34 亿元。

图表 14. 公司现金流量分析



项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
营业收入现金率 (%)	116.18	132.47	153.36
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.21	0.61	0.97
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-34.99	-10.95	-14.56
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	58.54	29.60	-6.34

资料来源：泰州华信

近年来该公司 EBITDA 逐年增长，2016~2018 年分别为 7.83 亿元、9.20 亿元和 9.70 亿元，主要随着利润总额增长而逐年增加。公司利息支出主要由资本化利息构成，2016~2018 年，EBITDA 对利息支出的覆盖程度依次为 0.42、0.34 和 0.31，由于债务扩张速度快，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度有所弱化。由于医药高新区仍处于开发投入阶段，近三年公司经营性现金流一直处于小额净流入状态，经营性现金流对债务的保障程度较低。

图表 15. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.42	0.34	0.31
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.03
经营性现金流净额(亿元)	0.21	0.61	0.97
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.18	0.36	0.51
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.06	0.16	0.24

资料来源：泰州华信

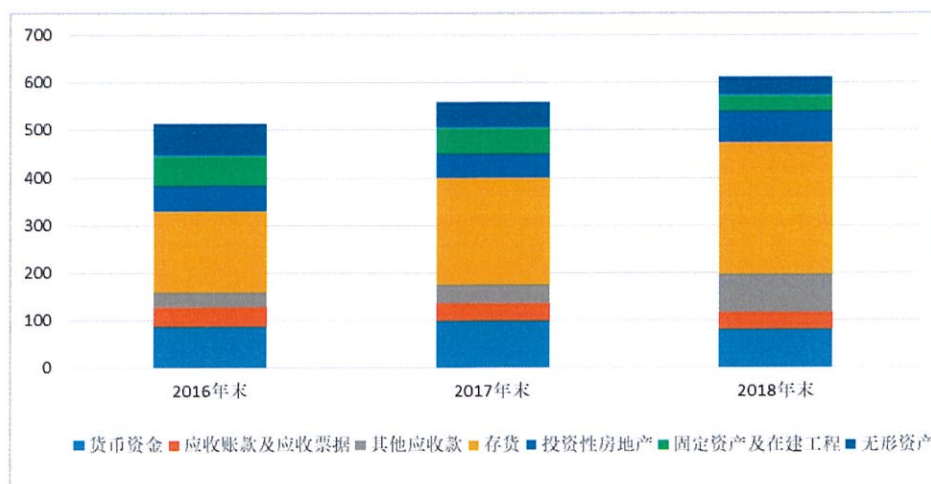
(3) 资产质量分析

2016~2018 年末，该公司所有者权益分别为 216.97 亿元、230.37 亿元和 268.43 亿元，分别较上年末增长 40.83%、6.18%和 16.52%。公司所有者权益中，由政府拨入的土地所构成的资本公积所占比重最大。2016 年公司分别吸收国开基金 0.40 亿元资金和富安达 15.00 亿元，年末公司实收资本增加至 53.29 亿元，此外新增少数股东权益 44.80 亿元，主要系新设立华盛投资的少数股东权益金额较大。2018 年，公司实收资本不变，资本公积金较上年末增加 37.62 亿元，系泰州国资委将原政府债券资金 32.62 亿元调整作为资本公积、拨付 5

亿元现金补充公司运营资金。此外，公司于 2015 年发行的 5.00 亿元永续中票和 2017 年初发行的 10.00 亿元永续中票计入其他权益工具。2018 年末公司股本和资本公积金合计占归属于母公司所有者权益的 82.25%，资本结构较稳健。

随着医药高新区土地整理和项目建设的投入，该公司资产规模呈现逐年增长的态势，2016~2018 年末资产总额分别为 561.23 亿元、636.13 亿元和 662.00 亿元。从资产结构上看，流动资产占总资产的比重逐年提高，从 2016 年末的 64.84% 上升至 2018 年末的 72.85%。非流动资产规模近两年小幅减少，2018 年末为 179.71 亿元，较上年末减少 3.66%。

图表 16. 2016-2018 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：泰州华信

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款与存货构成。2018 年末，因偿还借款货币资金较上年末减少 18.08% 至 81.64 亿元，现金比率为 43.18%，其中有 8.83 亿元为受限资金；应收账款为 35.23 亿元，同比减少 5.20%，公司应收账款集中度较高，其中应收泰州医药高新区管委会欠款 26.42 亿元，占期末应收账款的 74.09%，主要为待支付的土地返还款、工程代建款和房租收入返还款。工程代建款需在项目竣工验收合格后，泰州医药高新区管委会才支付工程代建款项，并在五年内付清，同时泰州高新区管委会将按照该工程总金额的 3% 向公司支付代建项目管理费，具体还款安排参见图表 16。总体看公司应收账款回款周期长，但坏账风险较小。其他应收款为 80.34 亿元，较上年末增加 41.19 亿元，主要系与泰州医药高新区管委会往来款较上年末增加 33.34 亿元至 58.79 亿元，因当年公司划分一部分土地供园区入住企业使用，应收管委会土地款增加；预付账款较上年末大幅减少 43.32 亿元至 1.62 亿元，主要为之前预付的园区建设的拆迁项目完工并转入存货所致。公司存货主要由开发产品、库存商品和开发成本构成，库存商品主要是待出售的医药商品，开发成本主要是公司土地整理和地块拆迁补偿款，开发产品主要是商品房。2018 年末，存货余额为 277.81 亿元，较上年末增长 24.39%，主要是由于高新区工程项目建设稳步推进促使开发成本较上年末增加 69.63 亿元。

图表 17. 截至 2018 年末公司其他应收款中应收管委会账款还款安排（单位：亿元）

项目	2018 年 已回款	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及 之后	合计
应收管委会账款	8.00	8.27	8.12	8.02	7.75	26.62	58.79

资料来源：泰州华信

该公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程 and 无形资产构成，2018 年末投资性房地产为 65.65 亿元，较上年末增长 26.76%，主要为由存货、在建工程、无形资产转入的用于出租的房屋与土地。公司部分投资性房地产已用于借款抵押，2018 年末已抵押的投资性房地产的账面价值约 31.35 亿元。2018 年末在建工程为 33.03 亿元，较上年末减少 29.64%，主要系部分在建工程完工转入投资性房地产。公司无形资产基本为土地使用权，年末余额为 37.04 亿元，同比减少 31.24%，其中用于借款抵押的土地使用权账面价值合计 19.13 亿元。

（4）流动性/短期因素

2016~2018 年末该公司流动比率分别为 238.48%、239.79%和 254.97%，但实际上由于公司应收账款、其他应收款和存货占比较大，而应收款项回收时间长，公司的资产实际流动性弱于指标显示。且由于工程项目建设周期长，资金结算缓慢，公司应收账款周转速度较慢，2016~2018 年公司应收账款周转速度为 0.41 次/年、0.56 次/年和 0.54 次/年；存货周转速度也较低，近三年分别为 0.08 次/年、0.08 次/年和 0.05 次/年。公司现金比率分别为 58.12%、53.16%和 43.18%，账面货币资金较充裕，可为即期债务偿还提供一定支撑。总体看，公司资产流动性偏弱。

图表 18. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	238.48	239.79	254.97
现金比率（%）	58.12	53.16	43.18
应收账款周转速度[次]	0.41	0.56	0.54

资料来源：泰州华信

2019 年 3 月末，该公司受限资产合计为 102.59 亿元，占总资产比重 14.81%。其中，受限货币资金 11.09 亿元，受限房屋、建筑物 28.00 亿元，受限土地资产 63.51 亿元。

图表 19. 截至 2019 年 3 月末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限原因
货币资金	11.09	存单质押保证金及购房保证金等
房屋、建筑物	28.00	借款抵押
土地	63.51	借款抵押

资料来源：泰州华信

3. 公司盈利能力

该公司盈利主要来源于主业毛利和政府补助。2016~2018 年，公司主营业务毛利分别为 3.28 亿元、5.65 亿元和 6.24 亿元，随着高新区运营步入正轨盈利能力有所增强。公司主营业务的毛利主要来源于商品销售业务、租赁业务和房地产销售业务，2018 年上述业务产生的毛利分别为 3.26 亿元、1.14 亿元和 0.87 亿元。商品销售业务占比规模逐渐扩大，毛利贡献度最高；租赁业务盈利空间相对较大。公司土地转让业务无毛利，主要系按土地开发成本结转收入。

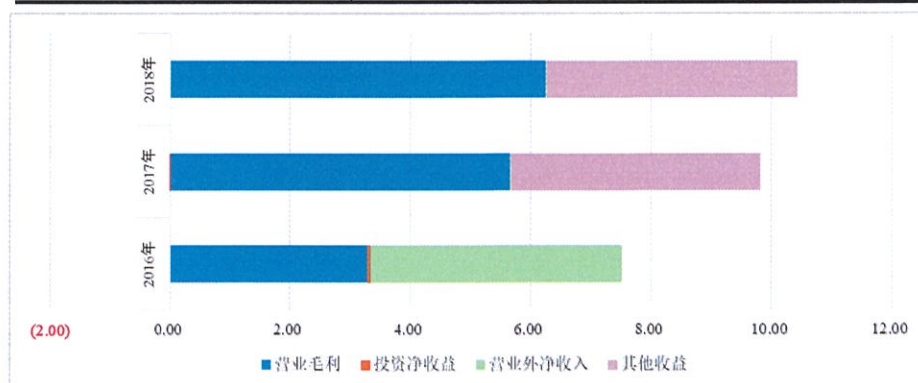
该公司期间费用主要由销售费用构成，随着 2016 年商品销售业务的成本转嫁至销售费用，公司 2016 年和 2017 年销售费用分别较上年增长 565.42%、29.20%，2018 年公司销售费用小幅增长 0.73%至 3.20 亿元。主要受销售费用和财务费用变动影响，同期公司期间费用分别为 3.53 亿元、4.59 亿元和 4.25 亿元；期间费用率分别为 22.28%、21.32%和 21.86%。

作为泰州市的建设主体，该公司可获取泰州市财政的大力支持。2016~2018 年，公司营业外收入分别为 4.36 亿元、0.04 亿元和 0.01 亿元，由于会计分类调整，2017 年和 2018 年与经营相关的政府补助 4.14 亿元和 4.18 亿元计入其他收益，近年来公司获得的政府补助数额较为稳定。

随着该公司经营性业务步入正轨，加之获得了市财政的大力支持，近三年公司盈利水平稳中有增，2016-2018 年归属于母公司所有者的净利润分别为 2.94 亿元、3.02 亿元和 3.59 亿元，总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.14%、1.27%和 1.21%，1.62%、1.34%和 1.43%。

图表 20. 公司盈利来源及构成分析（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业毛利	3.28	5.65	6.24
投资净收益	0.05	-0.01	0.00
营业外净收入	4.19	0.02	0.01
其他收益	0.00	4.14	4.18
合计	7.53	9.80	10.43



资料来源：泰州华信

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司可获得政府的大力支持，权益资本实力不断增强，土地资产存量较大，抗风险能力强。

该公司近年来保持着较好的发展势头。2016~2018 年公司营业总收入分别为 15.84 亿元、21.55 亿元和 19.46 亿元；实现净利润分别为 3.01 亿元、2.99 亿元和 3.58 亿元。

该公司货币资金较为充裕，由现金、银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款和其他货币资金占主要部分。2018 年末，公司货币资金余额为 81.64 亿元，在资产总额中的占比为 12.33%。

2. 外部支持因素

作为泰州市的建设和运营主体，该公司受到泰州市政府的大力支持。市政府主要通过注入土地及财政补贴的形式向公司提供支持。2014~2015 年间，泰州市政府对公司现金增资 19 亿元。2018 年泰州市政府将原政府债券资金 32.62 亿元调整作为公司资本公积、拨付 5 亿元现金补充公司运营资金。截至 2019 年 3 月末，公司资本公积为 132.77 亿元，主要为市政府作为国有投入的土地使用权划转形成。2016~2018 年公司累计获得营业外收入及其他收益 12.74 亿元。泰州市财政实力较强，市政府的支持可为公司的持续发展提供较有力的保障。

另外，该公司享有泰州市有关扶持大型企业集团的优惠政策，公司上缴的地方税费经财政核准后全部返还，用于公司按政府规划实施的投资项目；从 2011 年起，医药高新区内的公共财政预算收入财力继续全额留成给医药高新区，管委会将其中的 50%划拨予公司用于医药高新区建设。

该公司通过间接融资获得资金周转与补充的渠道较畅通。截至 2019 年 3 月末，公司获得的银行机构总授信额度为 188.35 亿元，其中已使用额度为 131.70 亿元，尚有 56.66 亿元未使用。

本期债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

该公司近年来保持着较好的发展势头。2016~2018 年公司营业总收入分别为 15.84 亿元、21.55 亿元和 19.46 亿元；实现净利润分别为 3.01 亿元、2.99 亿元和 3.58 亿元。

（二）偿债资金来源保障分析

根据募投项目的可行性研究报告，中国医药城六期标准厂房项目和工业邻里中心项目在债券存续期内的净收益基本能够覆盖本项目拟使用的债券募集资金本息。

该公司货币资金较为充裕，由现金、银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款和其他货币资金占主要部分。2016-2018 年末，公司货币资金余额分别为 88.64 亿元、99.66 亿元和 81.64 亿元，在资产总额中的占比分别为 15.79%、15.67%和 12.33%。公司货币资金充裕，财务流动性较好，可作为本期债券本息偿付的补充还款来源。

该公司与银行等金融机构具有良好的合作关系，在多家银行拥有较高的授信额度，融资能力较强。截至 2019 年 3 月末，公司获得的银行机构总授信额度为 188.35 亿元，其中已使用额度为 131.70 亿元，尚有 56.66 亿元未使用。

评级结论

我国经济增长所处外部环境仍较为复杂。从稳定经济增长的角度看，基础建设投资的政策工具作用仍将突出，但宏观调控与经济增长放缓所导致的地方政府财政收入增速和区域房地产市场景气波动，将令基础设施投融资主体的资金平衡能力进一步承压。泰州市具有较雄厚的工业经济基础，近年来经济稳步发展，财政实力不断增强，为重大项目建设提供了有力的资金支持。随着医保覆盖面的扩大，医药物流业的需求空间将继续扩大。

该公司股权结构清晰，治理结构日趋健全，正逐步建立起与业务相适应的内部管理体制，并完善与之相适应的组织体系与经营管理制度。2019 年 6 月，公司董事长、总经理、财务负责人等职位发生变更。

该公司是泰州市基础设施和公共服务平台的建设投资和运营主体，在土地开发、服务平台租赁等相关业务具有垄断专营优势。同时依托高新区发展的药品物流和销售业务亦拥有一定的资源优势。随着泰州医药高新区建设的深入推进，公司仍面临一定的资本性支出压力。

为泰州市服务的宗旨使该公司主营业务盈利能力偏弱，但财政补贴持续性强，总体盈利能力尚可。公司财务杠杆水平较高，且刚性债务占比高，期限结构有待改善，已累积较大的偿债压力。公司账面货币资金数额较大，可为即期债务偿还提供一定支撑。公司现金流状况不佳，资金流入主要来源于对外融资。公司货币资金存量较充裕，可对即期债务的偿付形成一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

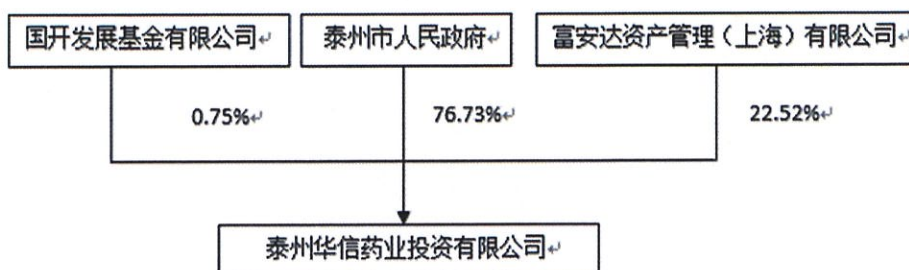
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

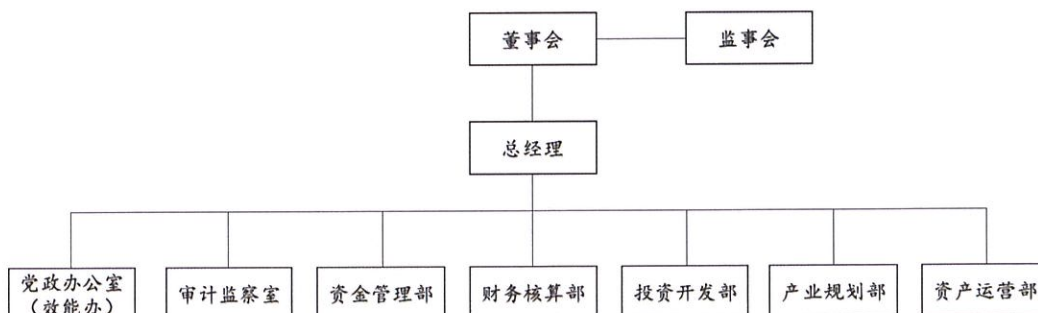
公司与实际控制人关系图



注：根据泰州华信提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据泰州华信提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动现金流 流入量 (亿元)
泰州华信药业投资有限公司	母公司	-	土地开发、基础设施建设	286.51	225.16	3.39	2.82	-10.19
泰州华盛投资开发有限公司	华盛投资	51.28	实业投资、房地产开发	10.00	40.18	4.82	0.35	4.34
泰州中国医药城资产管理股份有限公司	医药城资产管理公司	100.00	资产管理	10.96	3.99	0.00	0.35	4.20
泰州华康投资有限公司	华康投资	100.00	实业投资	0.00	20.08	0.00	0.07	-1.11
江苏华为医药物流有限公司	华为医药	100.00	批发药品，销售医疗器械	64.71	1.36	10.57	0.14	0.24
泰州医药高新股份有限公司	医药高新	86.36	医药研发（不含生产销售），用房的出租及运营管理等	0.00	41.56	0.33	-0.21	0.42

注：根据泰州华信提供资料整理

注：刚性债务没有统计应付票据金额

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	561.23	636.13	662.00
货币资金 [亿元]	88.64	99.66	81.64
刚性债务[亿元]	309.77	345.37	324.83
所有者权益 [亿元]	216.97	230.37	268.43
营业收入[亿元]	15.84	21.55	19.46
净利润 [亿元]	3.01	2.99	3.58
EBITDA[亿元]	7.83	9.19	9.70
经营性现金净流入量[亿元]	0.21	0.61	0.97
投资性现金净流入量[亿元]	-34.99	-10.95	-14.56
资产负债率[%]	61.34	63.79	59.45
长短期债务比[%]	125.61	116.41	108.06
权益资本与刚性债务比率[%]	68.93	63.93	82.64
流动比率[%]	238.48	239.79	254.97
速动比率 [%]	108.10	96.71	107.24
现金比率[%]	58.12	53.16	43.18
利息保障倍数[倍]	0.32	0.28	0.25
有形净值债务率[%]	229.23	229.93	170.12
担保比率[%]	54.97	42.22	33.97
毛利率[%]	20.74	26.21	32.04
营业利润率[%]	-8.44	20.00	26.18
总资产报酬率[%]	1.14	1.27	1.21
净资产收益率[%]	1.62	1.34	1.43
净资产收益率*[%]	1.80	1.69	1.75
营业收入现金率[%]	116.18	132.47	153.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.18	0.36	0.51
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.06	0.16	0.24
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-31.03	-6.08	-7.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.58	-2.76	-3.40
EBITDA/利息支出[倍]	0.42	0.34	0.31
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注 表中数据依据泰州华信 2015~2017 年三年连审财务数据、经审计的 2018 年财务数据及未经审计的 2019 年一季度财务数整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。