

2018 年泰州华诚医学投资集团有限公司
公司债券 2020 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 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【58】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 田珊

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
城投公司信用评级方法，
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020年06月03日	2019年05月28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2020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。该评级结果是考虑到公司外部环境较好，继续为其发展提供良好基础；未来收入来源较有保障；公司继续受到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2019年公司资金回笼状况转弱，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；公司有息负债规模较大且增速较快，面临较大的偿付压力以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，继续为其发展提供良好基础。2019年泰州市经济保持稳步增长，实现地区生产总值5,133.36亿元，同比增长6.4%，其中，以医药、电气等高新技术产业的固定资产投资增速较快，成为地方经济的重要支撑；同时，作为国家级医药高新区的泰州医药高新区经济情况发展良好，基础设施不断完善，入驻企业不断增加，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2019年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计44.28亿元，若未来顺利完工并被委托方回购，将产生较大规模的收入；本期

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。

债券募投项目医疗器械园一期、二期已经竣工并对外出租，预计未来将产生一定的租金收入；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。

- **公司继续受到外部支持。**公司为泰州市医药高新区重要的投融资主体之一，政府 在项目承接、税收优惠等方面给予公司一定的支持，此外，2019 年公司收到政府 补助 1.73 亿元，提升了公司利润水平。
- **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：

- **2019 年公司资金回笼状况转弱，在建项目后续投资金额较大，面临一定的资金压 力。**2019 年公司收现比大幅下降至 0.38，资金回笼状况转弱。截至 2019 年底，公 司在建自建项目和房地产项目合计尚需投资 21.67 亿元，后续投资金额较大，公司 面临一定的资金支出压力。
- **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 63.59%，应收款项占用公司较多营运资金，回收时间存在不确定性，存货变现 取决于项目进度和委托方资金安排，收入与回款存在不确定性。此外，货币资金、 存货及投资性房地产等资产存在较大规模受限情况，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司有息负债规模较大且增速较快，面临较大的偿付压力。**2019 年公司有息负债 同比增长 30.39%至 120.42 亿元，增速较快，其中短期有息负债达 42.06 亿元，现 金短期债务比为 43.70%，货币对短期负债的覆盖程度一般。2019 年末公司资产负 债率为 69.89%，负债水平较高，EBITDA 保障倍数仅为 0.34，公司整体面临较大 的偿付压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额合计 24.26 亿元，占净资产的比重为 41.06%，其中，对民营企业担保金额为 8.58 亿元。公司 对外担保规模较大，被担保方较多民企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	2019年	2018年	2017年
总资产	1,961,759.47	1,629,800.53	1,514,036.40
所有者权益	590,768.75	504,340.07	469,460.79
有息债务	1,204,176.04	923,499.99	922,879.64
资产负债率	69.89%	69.06%	68.99%
现金短期债务比	43.70%	55.29%	96.59%
营业收入	96,048.78	135,328.99	116,617.91
其他收益	17,338.53	1,519.58	7,070.26
营业外收入	1,793.25	8.76	5.38
利润总额	27,851.06	11,625.53	8,661.96
综合毛利率	16.86%	17.17%	13.29%
EBITDA	32,367.37	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.24	0.26
经营活动现金流净额	11,346.40	119,512.33	-212,813.99
收现比	0.38	1.47	0.36

资料来源：公司 2017-2019 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
在保责任余额（亿元）	295.02	482.41	330.74
风险准备金覆盖率	4.79%	3.02%	4.46%
融资性担保放大倍数	7.37	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

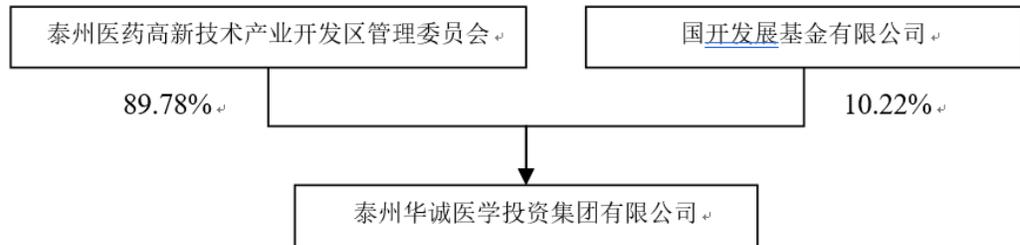
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为209,211.25元。

二、发行主体概况

2019年公司控股股东及实际控制人未发生重大变更，控股股东和实际控制人仍为泰州医药高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“泰州医药高新区管委会”）。2019年公司注册资本和实收资本未发生变更，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为195,600万元。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司2017-2019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。2019年纳入公司合并报表范围的子公司共22家，比上期增加子公司6家、减少子公司10家，减少的子公司主要系公司资产处置，资产和收入规模不大，对公司影响较小，具体变化见附录二。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设工程投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设工程投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设工程投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司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，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性

债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

表1 2019 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
2019 年 3 月	政府工作报告	国务院	继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号）	财政部	切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务；禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益；明确禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 5 月	《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号）	国务院	积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市；从提升开放型经济质量、赋予更大改革自主权、打造现代产业体系、完善对内对外合作平台功能和加强要素保障和资源集约利用五个方面对国家级经开区的发展提出指导意见
2019 年 6 月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配	中共中央办公厅、国务院	合理保障必要在建项目后续融资；在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债

	套融资工作的通知》	办公厅	务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位；严禁项目单位以任何方式新增隐性债务
2019年12月	《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	中证协	非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，其中，负面清单包括：地方融资平台公司，所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

泰州市经济持续稳定增长，但增速进一步放缓；第二产业对经济增长的拉动作用较为显著

2019年，泰州市经济持续稳定增长，全市完成地区生产总值5,133.36亿元，按可比价计算，较上年增长6.4%，增速进一步放缓。其中，第一产业增加值292.50亿元，增长2.3%；第二产业增加值2,525.98亿元，增长5.9%；第三产业增加值2,314.88亿元，增长7.6%；三次产业结构从2018年的5.5：47.7：46.8调整为5.7：49.2：45.1，第二产业对经济增长的拉动作用较为显著。截至2019年末，按常住人口计算，泰州市全年人均地区生产总值110,731元，是全国人均地区生产总值的171.29%。

2019年泰州市规模以上工业增加值增长6.4%，其中轻工业增长6.0%，重工业增长6.5%；在规模以上工业中，民营工业增加值增长6.7%，大中型工业增长5.2%。支柱产业稳定支撑，全年船舶、医药、电气、化工等产业产值分别增长18.3%、12.5%、7.9%和4.8%。2019年泰州市先进制造业快速发展，全市高新技术产业产值增速快于规模以上工业产值增速3.7个百分点，高新技术产业产值占规模以上工业产值比重为45.0%，比上年提高1.5个百分点。规模以上工业中锂离子电池、光电子器件、太阳能电池等产品产量分别比上年增长17.4%、12.2%、5.4%。

泰州市2019全年固定资产投资较上年增长6.0%，其中第一产业投资下降82.2%，第二产业投资增长6.2%，第三产业投资增长6.5%。房地产市场健康发展，全年房地产开发投资352.58亿元，同比下滑0.3%，其中住宅投资284.96亿元，增长1.2%，商品房竣工面积544.45万平方米，增长44.1%。商品房销售面积659.69万平方米，下降6.4%。商品房待售面积238.95万平方米，下降15.7%。2019年泰州市全年社会消费品零售总额1,348.94亿元，较上年增长5.2%，对经济发展形成良好的补充。对外贸易方面，2019年泰州市完成进出口总额144.66

亿美元，较上年下降1.8%，其中出口95.32亿美元，进口49.34亿美元，下降5.1%。2019年泰州市金融信贷规模不断扩大，年末金融机构人民币存款余额6,879.13亿元，比上年增长12.4%，其中住户存款余额3,263.96亿元，增长13.5%；金融机构人民币贷款余额5,493.92亿元，增长14.8%。

表2 2018-2019年泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	5,133.36	6.4%	5,107.63	6.7%
第一产业增加值	292.50	2.3%	280.05	2.7%
第二产业增加值	2,525.98	5.9%	2,434.01	6.8%
第三产业增加值	2,314.88	7.6%	2,393.57	7.0%
规模以上工业增加值	-	6.4%	-	5.5%
固定资产投资	-	6.0%	-	9.2%
社会消费品零售总额	1,348.94	5.2%	1,282.87	5.8%
进出口总额（亿美元）	144.66	-1.8%	147.30	13.8%
存款余额	6,879.13	12.4%	6,119.38	6.8%
贷款余额	5,493.92	14.8%	4,784.04	14.6%
人均地区生产总值（元）		110,731		109,988
人均GDP/全国人均GDP		171.29%		170.14%

资料来源：泰州市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报

2019年泰州市一般公共预算收入完成374.58亿元，同比增长2.2%，其中税收收入287.48亿元，占一般公共预算收入的比重为76.75%；实现政府性基金收入362.81亿元，同比增长8.95%；同期一般公共预算支出594.23亿元，增长11.6%，财政自给率为63.04%。

2019年泰州市医药高新区经济持续增长，但增速放缓明显

泰州医药高新区是国家级医药高新区，随着近年来园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。目前，区内已集聚国内外50多家知名大学和医药研发机构，阿斯利康、武田制药、勃林格殷格翰、石药集团、海王药业等近一批国内外知名企业先后落户。

2019年，泰州医药高新区实现地区生产总值321.39亿元，较上年增长6.2%，其中，第一产业增加值1.17亿元，同比增长1.8%；第二产业增加值185.35亿元，同比增长7.0%；第三产业增加值134.87亿元，同比增长5.2%。截至2019年末，按常住人口计算，医药高新区人均地区生产总值185,775元，是全国人均地区生产总值的2.87倍，医药高新区经济发展情况较好。

2019年医药高新区完成固定资产投资较上年增长6.9%，规模以上工业总产值同比增长

4.1%，增速均大幅放缓；2019年医药高新区完成社会消费品零售总额150.74亿元，同比增长5.2%；完成进出口总额12.87亿美元，同比下滑8.7%，总体来看园区2019年的经济发展良好。

表3 2018-2019年泰州市医药高新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	321.39	6.2%	262.52	8.2%
第一产业增加值	1.17	1.8%	1.14	1.7%
第二产业增加值	185.35	7.0%	156.73	9.2%
第三产业增加值	134.87	5.2%	104.65	6.7%
规模以上工业总产值	-	4.1%	-	21.7%
固定资产投资	-	6.9%	-	10.8%
社会消费品零售总额	150.74	5.2%	143.25	4.2%
进出口总额（亿美元）	12.87	-8.7%	14.03	17.3%
人均地区生产总值（元）	185,775		156,822	
人均GDP/全国人均GDP	287.38%		242.59%	

注：2019年人均地区生产总值=地区生产总值/常住人口数，2019年医药高新区常住人口17.30万人
 资料来源：泰州市统计局公开数据，中证鹏元整理

2019年泰州医药高新区一般公共预算收入完成40.81亿元，同比下滑4.7%，其中税收收入31.01亿元，占一般公共预算收入的比重为75.99%；实现政府性基金收入16.88亿元，同比下滑47.5%；同期一般公共预算支出29.87亿元，同比下滑7.6%，财政自给率为136.63%。

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。2019年公司实现营业收入9.60亿元，同比减少29.03%，主要系其他业务收入减少，其他业务收入为公司前期的土地整理收入，不具备持续性。主营业务收入仍然实现增长，2019年主营业务收入为9.55亿元，同比增长19.25%，主要系房地产销售收入增加所致，公司主要收入来源于工程业务和房地产业务，分别占主营业务收入的56.59%和30.09%。毛利率方面，2019年毛利率较低的房地产业务增长较多使得主营业务毛利率下降至16.66%，同时综合毛利率下降至16.86%，较上年下降0.31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	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入：	95,518.09	16.66%	80,097.16	20.95%

工程收入	54,050.50	13.04%	58,535.00	13.04%
房地产收入	28,737.22	1.13%	9,283.99	2.26%
租金收入	3,916.30	100.00%	4,183.92	100.00%
办学投资	1,755.00	100.00%	1,755.00	100.00%
酒店	1,594.41	71.58%	1,549.10	72.70%
超市收入	1,528.06	14.38%	1,564.12	14.02%
咨询服务收入	1,416.13	41.10%	813.30	91.16%
物业收入	982.79	6.22%	450.53	-95.55%
影院收入	805.70	54.01%	906.45	53.69%
健身房	408.05	98.85%	322.52	100.00%
餐饮收入	323.83	7.78%	260.54	23.71%
其他	0.09	100.00%	472.68	100.00%
其他业务收入:	530.69	53.77%	55,231.83	11.67%
合计	96,048.78	16.86%	135,328.99	17.17%

资料来源：公司 2017-2019 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学区校区及配套设施建设的职责。教育学区建设方面，投资规模较大的项目，公司就具体项目与泰州医药高新区管委会、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 2019 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。2019 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，2019 年公司工程收入有所减少，当年度确认收入 5.41 亿元。由于收入确认按照成本加成模式，毛利率较为稳定，2019 年工程收入毛利率仍为 13.04%。截至 2019 年底，公司存货中相关委托代建工程建设成本合计 44.28 亿元，未来工程收入来源较有保障。

表5 2018-2019 年公司工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2019 年	2018 年
------	--------	--------

泰州职业技术学院中国医药城新校区	54,050.50	58,535.00
合计	54,050.50	58,535.00

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区行政楼工程，教育教学区高级学生公寓及教师公寓项目，医疗器械园一期、二期、三期标准厂房（一期、二期为本期债券募投项目）以及泰州医药园区药品专用公共型保税仓库等，其中，教育教学区行政楼工程，教育教学区高级学生公寓、教师公寓项目及本期债券募投项目医疗器械园一期、二期已经完工，本期募投项目原计划将厂房70%部分和配套地下停车位将以优惠销售价格出售给开发区招商引商的医疗器械企业，其余用于对外出租，但园区管委会尚未统一安排出售事项，暂时全部以对外出租的形式收取租金，体现在租金收入科目。截至2019年末，主要的自建项目在建工程预计总投资19.03亿元，已投资合计8.28亿元，尚需投资合计10.75亿元，面临一定的资金压力。

表6 截至2019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
泰州医药高新区体育中心	126,658.3	52,856.21	自建项目
中国医药城医疗器械园三期标准厂房	48,000.00	25,501.57	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	190,278.30	82,792.55	

资料来源：公司提供

2019年房地产销售收入大幅增加，成为公司主要收入来源之一，但需关注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2019年末，该项目已完工，可出租面积为68,403平方米，出租率约为100.00%，相关出租收入亦计入租金收入科目。

截至2019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。由于政府规划的原因，2019年金融中心二期商业项目没有新增投入，项目进度存在不确定性。

表7 截至2019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	48,392.65	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。2019年香榭湾项目预收款结转收入2.87亿元，截至2019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14.86亿元，剩余可售面积1.41万平方米，预计还会带来一定的收入。从毛利率来看，2019年房产收入毛利率为1.13%，毛利率较低，主要系该业务受政策指导，带有半公益性质。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，除香榭湾项目外，公司暂无其他在建房地产项目，但19年新增住宅用地，仍需关注未来房地产业务收入的持续性。

表8 截至2019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	14,054.67	225,076.73	148,563.60

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 and 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%。2019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

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2019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。

2019年公司继续受到外部支持

公司为泰州市医药高新区重要的投融资主体之一，政府在项目承接、税收优惠等方面给予公司一定的支持。2019年公司收到政府补助1.73亿元，提升了公司的利润水平。

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2017-2019年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财政部2019年4月30日发布的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号），对一般企业财务报表格式进行了修订，将“应收票据及应收账款”科目拆分为“应收票据”和“应收账款”两个科目；将“应付票据及应付账款”科目拆分为“应付票据”和“应付账款”两个科目，并对2018年数据追溯调整。2019年纳入公司合并报表范围的子公司共22家，比上期增加子公司6家、减少子公司10家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

2019年公司总资产规模增长较快，但应收款项和存货占比依然较高，且受限资产规模较大，整体资产流动性偏弱

公司资产规模增长较快，2019年末总资产规模为196.18亿元，较上年末增长20.37%。资产结构依然以流动资产为主，占总资产的74.09%。

截至2019年底，公司货币资金规模为18.38亿元，主要由4.09亿元的银行存款和14.29亿元的其他货币资金构成，其他货币资金为保证金和存单质押，使用受到一定限制，占比77.75%，受限比例较大，流动性受到一定影响。公司应收账款主要系应收泰州医药城控股、泰州医药高新区管委会的工程款，截至2019年底，应收账款账面价值为23.55亿元，较上年增长23.30%，从账龄来看，主要集中在3年以内，部分应收账款账龄较长。其他应收款主要系应收政府及相关单位的往来款，截至2019年末，其他应收款账面价值为32.97亿元，当年度计提坏账0.81亿元，前五大应收对象分别为泰州医药高新区管委会、华信药业、泰州高教投资发展有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司和泰州华霖企业管理合伙企业（有限合伙），均为区域内政府单位和国有企业，回收风险不大，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。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2019年末的68.21亿元，此外，截至2019年底，账面价值为2.38亿元的存货已抵押，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	2019年	2018年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	183,803.60	9.37%	215,671.00	13.23%
应收账款	235,544.94	12.01%	191,010.06	11.72%
其他应收款	329,747.42	16.81%	334,690.41	20.54%
存货	682,112.30	34.77%	626,353.68	38.43%
流动资产合计	1,453,426.87	74.09%	1,368,783.93	83.98%
投资性房地产	262,133.00	13.36%	0.00	0.00%
固定资产	47,599.93	2.43%	50,884.65	3.12%
在建工程	105,636.49	5.38%	138,528.61	8.50%
非流动资产合计	508,332.60	25.91%	261,016.60	16.02%
资产总计	1,961,759.47	100.00%	1,629,800.53	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2019年，公司新增投资性房地产账面价值26.21亿元，按公允价值计量，主要由在建工程和存货中用于对外出租的资产转入投资性房地产科目，其中在建工程转入12.49亿元，存货转入4.84亿元，公允价值变动8.88亿元，计入其他综合收益，此外投资性房地产已经全部用于抵押。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4.71亿元，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，其中0.26亿元的固定资产已经用于抵押。在建工程主要为体育中心、医疗器械园三期项目等，上述项目竣工后主要通过出租来获取收益。截至2019年末在建工程账面为10.56亿元，较上年有所下降，主要由于部分项目已完工以及转入投资性房地产科目所致，此外，账面价值2.55亿元的在建工程用于借款抵押，流动性受到一定限制。

整体来看，公司总资产规模增长较快，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。

盈利能力

2019年公司主营业务收入有所增长，但整体盈利能力有所下降

2019年公司实现营业收入9.60亿元，同比减少29.03%，主要系其他收入减少，主营业务收入仍然实现增长，2019年主营业务收入为9.55亿元，同比增长19.25%，主要系房地产销售收入增加所致，公司主要收入来源于工程业务和房地产业务，分别占主营业务收入的56.59%和30.09%。考虑到公司存货中委托代建工程建设成本合计44.28亿元，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；而房地产销售收入主要来自于香榭湾商品房住宅项目，该项目剩余可销售面积不多，且公司无在建房地产项目，该业务收入持续性存在较大不确定性。

毛利率方面，2019年毛利率较低的房地产业务增长较多使得主营业务毛利率下降至16.66%，同时综合毛利率下降至16.86%，较上年下降0.31个百分点。2019年公司处置对泰州华康工程管理有限公司的股权投资取得投资收益1.03亿元。由于2019年公司收到的政府补贴较多以及投资收益大幅增加使得利润总额较上年大幅增加，但对政府补贴依赖程度较大，2019年公司收到的政府补助为1.73亿元，占同期利润总额的比重为62.25%。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	96,048.78	135,328.99
投资收益	9,751.81	-918.57
其他收益	17,338.53	1,519.58
营业利润	26,082.56	11,638.69
营业外收入	1,793.25	8.76
利润总额	27,851.06	11,625.53
综合毛利率	16.86%	17.17%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司资金回笼状况转弱，经营活动现金净流入大幅减少，在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

2019年公司资金回笼状况转弱，收现比大幅下降至0.38，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。销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为公司主营业务收支，2019年公司主营业务资金回笼状况转弱，公司主营业务收支由上年的大幅净流入转变为净流出。上述因素影响下，2019年经营活动现金流净流入1.13亿元，净流入规模较上年大幅下降。

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体育中心、医疗器械园三期等在建项目的投资建设，2019年投资支付的现金为收购泰州华安工程管理有限公司、泰州华康工程管理有限公司和江苏兴源药业所产生，随着前期项目不断推进以及对上述公司的收购，2019年投资活动现金净流出规模进一步加大达13.43亿元。

为满足公司经营、投资环节的资金需求，2019年公司加大融资力度，取得借款收到的现金为73.42亿元，借款规模较上年大幅增加，使得2019年筹资活动现金净流入1.82亿元。截至2019年底，公司在建自建项目以及房地产项目合计尚需投资金额为21.67亿元，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	2019年	2018年
收现比	0.38	1.47
销售商品、提供劳务收到的现金	36,023.56	198,756.09
收到的其他与经营活动有关的现金	145,283.43	23,688.31
经营活动现金流入小计	181,306.99	222,444.40
购买商品、接受劳务支付的现金	44,554.48	61,170.97
支付的其他与经营活动有关的现金	107,629.16	30,414.37
经营活动现金流出小计	169,960.59	102,932.07
经营活动产生的现金流量净额	11,346.40	119,512.33
投资活动产生的现金流量净额	-134,336.09	-57,430.85
筹资活动产生的现金流量净额	18,200.99	-175,402.26
现金及现金等价物净增加额	-104,788.70	-113,320.78

资料来源：公司 2017-2019 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增速较快，面临较大的偿付压力

由于项目建设投入的不断增长，公司负债规模持续增长，截至2019年末，公司负责总额达137.10亿元，同比增长21.81%。随着利润的积累和其他综合收益的增加，2019年末公司所有者权益增至59.08亿元，上述因素影响下，2019年公司产权比率小幅上升，达232.07%，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	2019年	2018年
负债总额	1,370,990.72	1,125,460.46
所有者权益	590,768.75	504,340.07
产权比率	232.07%	223.16%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，由于 2019 年长期借款大幅增加，公司负债由上年度的以流动负债为主转变为以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的 58.79%。截至 2019 年底短期借款为 23.16 亿元，较上年大幅增加，其中保证借款 20.11 亿元，质押借款 3.04 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 10.30 亿元，应付商业承兑汇票 0.56 亿元，信用证 1.50 亿元，以银行承兑汇票为主。预收账款主要系预收的香榭湾项目房款，2019 年预收款部分结转为收入使得预收款规模有所下降。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，2019 年末规模有所下降。2019 年底一年内到期的非流动性负债为 8.04 亿元，其中

1年内到期的长期借款为3.79亿元，1年内到期的应付债券为4.25亿元，一年内到期的非流动性负债规模有所下降。

截至2019年底，公司长期借款为70.50亿元，新增长期借款较多，其中保证借款42.99亿元、信用借款16.50亿元、抵押借款11.90亿元以及质押借款2.90亿元。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2019年底，应付债券为7.86亿元，主要新增了浦发银行泰州高新区支行的理财融资工具。

2019年公司加大了对外融资力度，有息负债增长至120.42亿元，同比增长30.39%，增速较快，有息负债占总负债的87.83%，占比较高，面临较大的偿付压力，其中短期有息负债达42.06亿元，占有息负债的34.93%，短期负债占比较高，面临较大的短期内集中偿还压力。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	231,556.68	16.89%	53,659.58	4.77%
应付票据	108,570.00	7.92%	110,500.00	9.82%
预收款项	76,041.36	5.55%	97,399.62	8.65%
其他应付款	62,863.57	4.59%	81,486.82	7.24%
一年内到期的非流动性负债	80,435.76	5.87%	225,933.61	20.07%
流动负债合计	565,020.69	41.21%	591,900.33	52.59%
长期借款	704,979.51	51.42%	482,107.41	42.84%
应付债券	78,634.09	5.74%	51,299.39	4.56%
非流动负债合计	805,970.02	58.79%	533,560.14	47.41%
负债合计	1,370,990.72	100.00%	1,125,460.46	100.00%
其中：有息债务	1,204,176.04	87.83%	923,499.99	82.06%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2019年公司资产负债率为69.89%，依然处于较高水平。2019年末，公司现金短期债务比为43.70%，货币对短期负债的覆盖程度一般，考虑到公司货币资金存在受限情况，短期偿付压力或大于账面。由于2019年利润总额大幅增长带动EBITDA大幅增长，使得2019年公司EBITDA利息保障倍数上升至0.34，有息债务与EBITDA的比值下降至37.21，但公司盈利对有息债务的本息偿还保障程度仍然较弱。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	69.89%	69.06%
现金短期债务比	43.70%	55.29%

EBITDA（万元）	32,367.37	14,034.06
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.24
有息债务/EBITDA	37.20	65.80

资料来源：公司 2017-2019 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。

瀚华担保原名瀚华担保集团有限公司，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。公司经重庆市工商行政管理局批注更名为现名。公司经多次股权变更，截至 2018 年 12 月 31 日，注册资本和实收资本均为 35.00 亿元，控股股东为瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”），实际控制人为涂建华，股权结构如下表所示。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司股权结构

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 2018 年审计报告

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。2018 年瀚华担保营业收入仍主要来自担保业务、委托贷款以及投资业务等，全年实现营业收入 7.36 亿元，其中已赚担保费占比为 68.21%，为其最主要收入来源。利息收入主要来自委托贷款利息收入，投资收益主要来自其持有的非标准化金融产品带来的收益，其他业务收入主要为租金收入。2018 年瀚华担

保获得担保代偿补助、担保业务补助等政府补助合计2,042.32万元，计入其他收益。

表16 2017-2018年瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	50,185.58	68.21%	52,743.05	71.54%
担保业务收入	44,017.92	59.83%	58,515.43	79.37%
减：提取未到期责任准备金	-6,167.66	-8.38%	5,772.38	7.83%
利息收入	12,995.61	17.66%	15,785.84	21.41%
手续费及佣金收入	9,145.97	12.43%	3,261.08	4.42%
投资收益	667.28	0.91%	332.86	0.45%
其他业务收入	210.26	0.29%	193.88	0.26%
资产处置收益	-222.19	-0.30%	4.16	0.01%
其他收益	2,042.32	2.78%	1,399.82	1.90%
公允价值变动收益	-1,450.87	-1.97%		0.00%
营业收入	73,573.96	100.00%	73,720.69	100.00%

注：2017年数据采用2018年审计报告上年数。

资料来源：瀚华担保2018年审计报告，中证鹏元整理

近年监管政策导向推动担保行业健康长远发展，瀚华担保积极调整经营策略，由传统单一客户零售模式向产品批发供应链金融模式转变，有助于平衡市场开拓及风险管控，瀚华担保货币资金充足，风险准备金计提充分，代偿能力依然较强。同时鹏元也关注到瀚华担保融资担保业务发展空间受限，供应链金融业务风险控制能力有待市场检验，传统融资担保业务存在一定风险，对地方融资平台担保风险有所加大，部分信用风险高发行业在保余额占比依然较大，委托贷款业务行业和客户集中度均维持在较高水平，应收款项类投资面临一定减值风险等风险因素。

表17 2016-2018年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	607,453.59	617,895.37	578,319.94
归属于母公司所有者权益（万元）	400,528.98	409,702.35	403,850.20
营业收入（万元）	73,573.96	73,705.14	74,443.98
投资收益（万元）	667.28	6,597.12	3,323.71
营业利润（万元）	28,880.79	26,277.90	22,877.09
利润总额（万元）	28,906.00	26,261.33	23,825.58
净资产收益率	5.89%	5.50%	5.00%
经营活动现金流净额（万元）	42,560.57	53,109.12	77,190.63
当期担保发生额（亿元）	-	272.25	413.66
期末在保责任余额（亿元）	295.02	482.41	330.74
担保风险准备金（万元）	141,376.40	142,124.60	147,569.10

风险准备金覆盖率	4.79%	3.02%	4.46%
融资性担保放大倍数	7.37	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

综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，代偿能力强，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，从2016年1月1日至报告查询日（2020年4月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司合并口径净资产金额为59.08亿元，对外担保的余额合计24.26亿元，占净资产的比重为41.06%，其中，对民营企业担保金额为8.58亿元。公司对外担保规模较大，被担保方较多民企且部分未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 18 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	企业性质
泰州高教投资发展有限公司	4,000.00	2020/2/5	国有
	45,000.00	2022/1/20	国有
	19,000.00	2020/10/18	国有
江苏康禾生物制药有限公司	10,000.00	2021/2/20	民营
江苏泰建建设集团有限公司	7,000.00	2020/8/22	民营
江苏省建安建设集团有限公司	10,000.00	2019/4/24	民营
泰州安力昂生物制药有限公司	5,000.00	2020/11/13	国有
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	19,000.00	2020/5/28	国有
	5,000.00	2020/3/29	国有
	5,100.00	2020/1/5	国有
	4,900.00	2020/1/4	国有
	10,000.00	2020/6/10	国有
	10,000.00	2020/2/23	国有
	10,796.15	2022/12/27	国有
泰州赛昂医疗器械有限公司	4,500.00	2020/1/9	民营

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	11,250.00	2022/10/28	国有
泰州港润投资发展有限公司	7,689.00	2022/2/25	国有
江苏杜瑞制药有限公司	3,000.00	2020/7/30	民营
泰州东方小镇商务管理有限公司	5,000.00	2020/5/22	民营
上海汇伦江苏药业有限公司	3,000.00	2021/9/20	民营
	8,000.00	2021/3/28	民营
	4,000.00	2020/5/23	民营
	3,000.00	2020/6/11	民营
泰州国泰会展管理有限公司	5,000.00	2020/12/11	民营
江苏天一时制药有限公司	1,900.00	2021/12/31	民营
	800.00	2020/3/25	民营
江苏大同盟制药有限公司	1,500.00	2020/8/9	民营
	2,000.00	2020/8/20	民营
	2,000.00	2020/8/30	民营
	1,000.00	2020/9/9	民营
	1,000.00	2020/9/19	民营
江苏丞宇米特医疗科技有限公司	2,000.00	2020/5/30	民营
江苏华越医疗器械投资有限公司	1,450.00	2020/7/22	民营
桑缇亚（中国）生物技术有限公司	800.00	2020/8/21	民营
江苏荃信生物科技有限公司	2,900.00	2020/12/5	民营
泰州泽成生物技术有限公司	3,000.00	2020/9/28	民营
合计	242,565.15	合计	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年泰州市经济保持稳定增长，经济实力进一步增强，同期泰州医药高新区经济情况发展良好，入驻企业不断增加，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，2019年公司收到政府补助1.74亿元，提升了公司利润水平；截至2019年底，公司存货中委托代建项目建设成本合计44.28亿元，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2019年公司资金回笼状况转弱，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，面临较大的偿付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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	183,803.60	215,671.00	261,381.77
应收账款	235,544.94	191,010.06	158,998.36
其他应收款	329,747.42	334,690.41	340,251.13
存货	682,112.30	626,353.68	540,418.22
流动资产合计	1,453,426.87	1,368,783.93	1,301,794.27
投资性房地产	262,133.00	0.00	0.00
固定资产	47,599.93	50,884.65	52,411.45
在建工程	105,636.49	138,528.61	112,958.74
非流动资产合计	508,332.60	261,016.60	212,242.12
资产总计	1,961,759.47	1,629,800.53	1,514,036.40
短期借款	231,556.68	53,659.58	44,200.00
应付票据	108,570.00	145,554.17	49,602.46
预收账款	76,041.36	97,399.62	2,647.56
其他应付款	62,863.57	81,486.82	88,008.94
一年内到期的非流动负债	80,435.76	225,933.61	205,875.56
流动负债合计	565,020.69	591,900.33	397,117.61
长期借款	704,979.51	482,107.41	517,500.00
应付债券	78,634.09	51,299.39	129,804.08
非流动负债合计	805,970.02	533,560.14	647,457.99
总负债	1,370,990.72	1,125,460.46	1,044,575.60
有息债务	1,204,176.04	923,499.99	922,879.64
所有者权益	590,768.75	504,340.07	469,460.79
营业收入	96,048.78	135,328.99	116,617.91
营业利润	26,082.56	26,277.90	8,656.74
其他收益	17,338.53	1,519.58	7,070.26
营业外收入	1,793.25	8.76	5.38
净利润	22,110.89	9,901.55	6,904.10
经营活动产生的现金流量净额	11,346.40	119,512.33	-212,813.99
投资活动产生的现金流量净额	-134,336.09	-57,430.85	-16,138.44
筹资活动产生的现金流量净额	18,200.99	-175,402.26	162,704.35
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	16.86%	17.17%	13.29%
收现比	0.38	1.47	0.36
产权比率	232.07%	223.16%	222.51%

资产负债率	69.89%	69.06%	68.99%
现金短期债务比	43.70%	55.29%	96.59%
EBITDA（万元）	32,367.37	14,034.06	15,024.56
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.24	0.26
有息债务/EBITDA	37.20	65.80	61.42

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 2019年公司合并报表变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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	经营范围	合并方式
泰州医药高新区华创科技投资有限公司	100.00%	100,000.00	创新创业载体的投资、建设,资产管理等	设立
泰州市华永医药投资有限公司	100.00%	30,000.00	医药实业投资, 后勤管理等	设立
泰州华诚金晟置业有限公司	100.00%	5,000.00	房地产开发经营, 房屋租赁服务	设立
泰州华安工程管理有限公司	90.00%	14,625.60	工程管理, 房屋租赁, 物业管理	收购
泰州华康工程管理有限公司	71.16%	35,676.00	工程管理, 房屋出租, 体育运动咨询服务, 健身服务等	收购
江苏兴源药业有限公司	100.00%	5,000.00	药品技术研发、技术转让、技术服务、技术咨询（不含生产和销售）	收购

2、跟踪期内不再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	不再纳入合并报表的原因
泰州舒世界物业管理有限公司	100.00%	300.00	物业管理, 酒店管理, 商业管理, 会议服务, 展览服务, 房屋租赁服务	资产处置
泰州华耀酒店管理有限公司	100.00%	5,000.00	酒店管理服务（不含餐饮服务）	资产处置
泰州华宿公寓管理有限公司	100.00%	500.00	寓管理, 自有房屋租赁, 预包装食品销售等	资产处置
泰州华欣商务管理有限公司	100.00%	6,000.00	企业管理服务, 酒店管理服务, 物业管理服务等	资产处置
泰州乾富商贸有限公司	100.00%	600.00	预包装食品批发与零售, 散装食品零售等	资产处置
泰州华冠餐饮管理有限公司	100.00%	200.00	餐饮管理, 酒店管理, 餐饮服务	资产处置
泰州华力美健身管理有限公司	100.00%	200.00	健身管理, 健身服务, 体育器材等	资产处置
泰州华祥酒店管理有限公司	100.00%	800.00	酒店管理, 中餐制售, 会务服务等	资产处置
泰州华轩酒店管理有限公司	100.00%	500.00	酒店管理服务, 住宿服务、餐饮服务	资产处置
泰州苏艺影城有限公司	100.00%	100.00	电影放映; 设计、制作、发布、代理国内各类广告等	资产处置

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

附录四 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。