



2018年泰州华诚医学投资集团有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 泰华诚债/PR 泰华诚	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到泰州医药高新区（高港区）经济发展态势较好，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”）作为泰州医药高新区（高港区）重要的投融资主体之一，业务持续性仍较好，且继续获得一定的外部支持，此外，瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“18 泰华诚债/PR 泰华诚”（以下简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司受限资产规模较大，整体资产流动性较弱，项目资本投入规模较大，总债务水平较高，且短期债务规模占比偏高，面临较大的资金压力和债务偿付压力，以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来一段时间内职能定位稳定，业务持续性较好，此外仍将持续获得一定的外部支持。

评级日期

2023 年 06 月 28 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：季涛
jit@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	303.50	295.80	264.24	242.75
所有者权益	95.96	95.93	79.91	75.34
总债务	186.29	179.30	165.41	148.86
资产负债率	68.38%	67.57%	69.76%	68.96%
现金短期债务比	0.40	0.41	0.32	0.40
营业收入	2.76	10.90	10.48	8.78
其他收益	0.00	0.17	0.05	0.72
利润总额	0.03	1.28	1.38	1.95
销售毛利率	4.55%	8.82%	12.52%	16.65%
EBITDA	--	1.88	1.96	2.38
EBITDA 利息保障倍数	--	0.15	0.22	0.27
经营活动现金流净额	0.86	5.48	0.60	2.21

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **泰州医药高新区（高港区）地处长三角一体化、扬子江城市群多重战略叠加区域，经济发展态势较好。**2021 年 6 月高港区与泰州医药高新区启动融合发展，融合后实行“区政合一”的运行模式，泰州医药高新区（高港区）地处长三角一体化、扬子江城市群多重战略叠加区域，主要产业包括生物医药、电子信息、高端装备制造、石化及新材料，近年经济实力稳步增强，工业经济增长势头强劲。
- **公司为泰州医药高新区（高港区）重要的投融资主体之一，业务收入较有保障。**公司主要负责泰州医药高新区教育教学区内的基础设施项目建设，并涉及房产销售及出租、商品销售等业务，公司存货中尚未结转收入的代建项目开发成本和在建项目（含自建及房地产项目）规模较大，业务收入较有保障。
- **公司继续获得一定的外部支持。**当地政府在财政补贴方面继续给予公司一定支持，2022 年公司收到泰州医药高新区管委会的政府补助 0.17 亿元。
- **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

- **公司受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。**公司资产中应收款项、存货和投资性房地产占比较高，其中应收款项回收时间具有一定的不确定性，对运营资金形成较大占用，存货中的开发成本变现依赖于项目工程进度，且部分用于抵押，投资性房地产中主要为厂房和商业地产等项目，且全部已抵押，2022 年末公司受限资产账面价值合计占同期末总资产比重达 22.49%。
- **公司项目资本投入规模较大，仍面临较大的资金压力。**截至 2022 年末，公司主要在建项目（含工程代建、自建及房地产项目）尚需投入资金规模较大。
- **公司总债务水平较高，且短期债务规模占比偏高，面临较大的债务偿付压力。**截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率达 68.38%，处于较高水平，且总债务规模为 186.29 亿元，较 2021 年末增长 12.62%，其中短期债务占比偏高，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数较低。
- **公司仍存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额较大，占同期末所有者权益的 48.97%，被担保对象主要为地方国有企业，但其中对民营企业江苏康禾生物制药有限公司和泰州泽成生物技术有限公司的担保金额合计为 0.90 亿元，且均未采取反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
泰州新滨江	主要负责化学新材料产业园（滨江工业园区）内基础设施投资、高新技术产业投资等	449.20	153.69	23.05
华诚医学	主要负责生物医药产业园区教育教学区的基础设施建设业务	295.80	95.93	10.90
东方控股	生物医药产业园区重要的基础设施建设主体之一	248.68	75.13	13.16
通泰投资	生物医药产业园区重要的基础设施建设主体之一	101.33	38.43	5.18

注：（1）泰州新滨江为泰州市新滨江开发有限责任公司的简称、东方控股为泰州东方中国医药城控股集团有限公司的简称；通泰投资为泰州通泰投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年末/年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分 5/7	城投融资&经营状况	4/7
	区域状况初始评分 5/7	城投融资&财务状况	3/7
	行政层级 2/5		
调整因素	ESG 因素		0
	审计报告质量		0
	不良信用记录		0
	补充调整		0
个体信用状况			a
外部特殊支持			3
主体信用等级			AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司作为泰州医药高新区（高港区）基础设施建设主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泰州医药高新区（高港区）政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与泰州医药高新区（高港区）政府的联系非常紧密以及对泰州医药高新区（高港区）政府较为重要。同时，中证鹏元认为泰州医药高新区（高港区）政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+/18 泰华诚债/PR 泰华诚	2022-06-24	毕柳、范俊根	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+/18 泰华诚债/PR 泰华诚	2018-10-10	党雨曦、张伟亚	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
18 泰华诚债/PR 泰华诚	4.00	2.40	2022-06-24	2025-12-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2018年12月发行7年期4亿元公司债券，募集资金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2023年6月2日，本期债券募集资金专项账户余额为21.10万元。

三、发行主体概况

2021年6月高港区与泰州医药高新区启动融合发展，2022年4月，泰州医药高新区管委会将其持有的公司股权无偿划转给泰州医药城控股集团有限公司（以下简称“药城控股”）进行平台整合，公司控股股东变更为药城控股，持股比例为93.23%。

跟踪期内，公司职能定位未发生变更，公司名称、注册资本、实收资本及实际控制人均未发生变化，截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为29.56亿元，公司控股股东为药城控股，实际控制人仍为泰州医药高新区管委会，公司股权结构图见附录二。

2022年及2023年1-3月，公司合并范围新增1家子公司，减少8家子公司，具体情况如下表所示，截至2023年3月末，纳入公司合并报表的子公司共17家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
泰州泰信检测服务有限公司	0.10	100.00%	检验检测服务	投资设立

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	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
泰州诚居业房地产顾问有限公司	0.01	100.00%	房地产咨询服务、房产经纪等	已注销
泰州恒泰置业有限公司	1.00	100.00%	房地产开发	已注销
泰州华聚人力资源服务有限公司	0.02	100.00%	劳务派遣经营	已注销
泰州华思工程服务有限公司	0.10	100.00%	工程招标代理、造价咨询	已注销
泰州华秀建筑设计顾问有限公司	0.03	100.00%	建筑工程设计咨询服务	已注销
泰州中国医药城医疗器械研究院有限公司	0.12	100.00%	医疗器械的技术研发	已注销
泰州中国医药城医药研究院有限公司	0.15	100.00%	药品技术研发	已注销
泰州华鑫创业投资管理有限公司	0.05	91.25%	投资及商务咨询服务等	股权划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业

重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

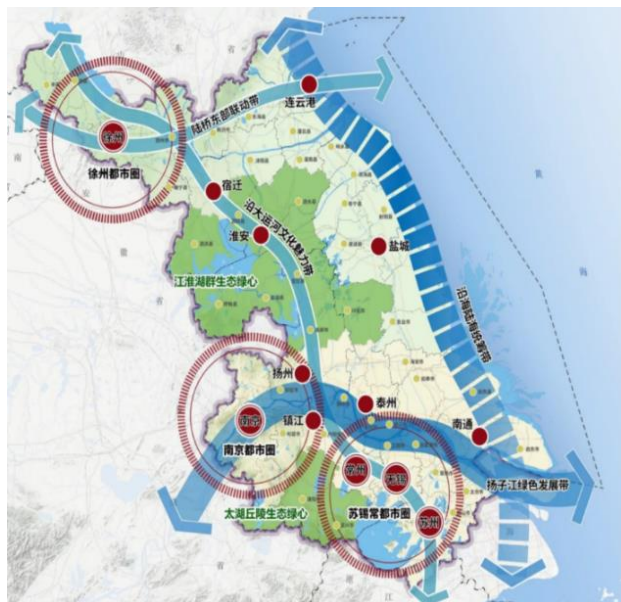
区域经济环境

泰州市作为长三角地区重要的工贸港口城市，区位优势较好，全市境内矿产资源较为丰富；泰州市工业基础雄厚，经济发展水平较高，2022年经济增速排名全省第二，产业以医药、机械、化工等为支柱，区域工业发展态势良好

区位特征：泰州市作为长三角地区重要的工贸港口城市，区位优势较好，全市境内矿产资源较为丰富。泰州位于江苏省中部，南濒长江、北邻盐城、东临南通、西接扬州，是承南启北的水陆要津，是长江三角洲地区重要的工贸港口城市。交通方面，泰州市区位优势较好，在长三角北翼交通枢纽占有重要地位：泰州市境内有新长、宁启铁路，京沪、宁通、盐靖、启扬高速公路纵横全境，扬泰机场通航，江阴长江大桥、泰州长江大桥“双桥飞渡”贯通大江南北，此外，已列入国家“八纵八横”高铁干线网规划、即将开工建设的北沿江高铁和京沪第二通道将在泰州交汇，建成通车后泰州到上海只需1小时，到北京只需4小时。泰州拥有国家一类开放口岸泰州港，泰州港是长江25个干线港口之一，泰州港包含高港港区、泰兴港区、靖江港区，其中高港港区以干散货和集装箱运输为主；泰兴港区以液体化工品和散杂货运输为主；靖江港区以件杂货和能源、原材料运输为主。2022年泰州港全年累计完成吞吐量3.64亿吨，年吞吐量在全国排名第11，全省排名第二、仅次于苏州港。泰州市境内矿产资源较为丰富，为区

域工业发展提供良好的资源优势：泰州市内矿产资源主要以地下石油、天然气、二氧化碳气、地热等为主，其中石油分布在兴化、姜堰、泰兴，探明储量1,287万吨，页岩油勘探获战略突破，初步落实溱潼凹陷地区页岩油资源量3.5亿吨；黄桥二氧化碳气田为全国最大气田和生产基地，二氧化碳纯度99%以上，探明储量65亿立方米，主要用于食品保护焊接、油田驱油以及化工等特殊领域；地热资源条件优越，蕴藏较大面积的孔隙型地热水和中深部裂隙型地热水，埋深650-3000米，水温38-69℃，资源储量约10亿立方米。泰州市现辖靖江、泰兴、兴化三个县级市，海陵区、医药高新区（高港区）和姜堰区三区，全市总面积为5,787平方公里，2022年末全市常住人口为450.56万人，与2010年的461.86万人相比减少11.30万人，常住人口呈流出态势。

图 1 泰州市区域空间图



资料来源：《泰州市国土空间总体规划泰州医药高新区（高港区）分区规划（2021-2035 年）》

经济发展水平：泰州市经济实力稳步增强，2022年经济增速排名全省第二，电气、计算机通信电子设备制造业、船舶等支柱产业拉动作用明显，固定资产投资结构持续优化，整体经济发展水平较高。近年泰州市地区生产总值稳步增长，其中2022年全市实现地区生产总值6,401.77亿元，在江苏省13个地市中排名中等，同比增长4.4%，增速在江苏省内排名第二。从产业结构来看，三次产业结构由2020年的5.8：47.8：46.4调整至2022年的5.2：49.3：45.5，第二、第三产业占主导地位，第二产业占比提升。2022年泰州市人均GDP约为14.18万元，为全国同期水平的1.65倍，地区经济发展水平较高。

2022 年泰州市工业经济稳中向好，全年规模以上工业增加值比上年增长 8.5%，增速列全省第四，其中产业电气、汽车制造、计算机通信电子设备制造业、船舶产值增速均超 15.0%，对经济增长拉动作用明显。泰州市固定资产投资态势较好，增速高于全省 5.6 个百分点，投资结构进一步优化，高技术产业投资和基础设施投资均保持较快增速。受房地产市场景气度下滑影响，2022 年房地产全年累计投资 353.23 亿元，同比下降 0.2%，其中商品房销售面积同比下降 28.6%，房地产市场有所缩量。社会消费品

零售总额增长疲软。外贸继续保持一定增长，其中民营企业进出口总额增长 10.3%。

表2 江苏省 2022 年部分地市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	23,958.30	2.0%	18.60	2,329.18	1,735.68
南京市	16,907.85	2.1%	17.88	1,558.21	1,560.29
无锡市	14,850.82	3.0%	19.84	1,133.38	1,128.78
常州市	9,550.10	3.5%	17.80	631.78	1,414.95
盐城市	7,079.80	4.6%	10.56	453.26	742.80
泰州市	6,401.77	4.4%	14.18	416.62	523.01
镇江市	5,017.00	2.9%	15.58	303.96	403.76
连云港市	4,005.03	2.4%	8.70	212.81	311.34

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	6,401.77	4.4%	6,025.26	10.1%	5,312.77	3.6%
固定资产投资	-	9.4%	-	8.3%	-	0.2%
社会消费品零售总额	1,588.36	0.7%	1,576.94	18.3%	1,333.26	-1.3%
进出口总额（亿美元）	196.18	4.9%	189.22	29.2%	146.43	1.2%
人均 GDP（元）	141,830		133,323		117,727	
人均 GDP/全国人均 GDP	165.20%		164.65%		162.50%	

注：“-”数据未公告；2020 年人均 GDP=地区生产总值/第七次人口普查泰州市常住人口（451.28 万人）

资料来源：2020-2022 年泰州市国民经济与社会发展统计公报、泰州市统计局，中证鹏元整理

产业情况：泰州市工业基础雄厚，产业以医药、机械、化工等为支柱，区域工业发展态势良好。

泰州市工业基础雄厚，目前已形成生物医药和新型医疗器械产业集群、高端装备和高技术船舶产业集群、化工及新材料产业集群等三大特色产业集群，其中生物医药和新型医疗器械集群基本涵盖了化学原料药、化学制剂、中成药、中药饮片、生物制药、医疗器械等九大领域，泰州医药高新区是全国首个国家级医药高新区，是国家新型疫苗及特异性诊断试剂产业区域集聚发展试点，区域内形成以扬子江药业为龙头，汇聚了雀巢、阿斯利康、勃林格殷格翰、武田制药、阿拉宾度、药明康德等国内外医药企业 1,200 多家；大健康产业体系 2022 年完成规上工业总产值超 1,700 亿元，其中医药产业规模占全国的二十分之一、江苏的四分之一。高端装备和高技术船舶产业集群涵盖金属制品、通专用设备、船舶、汽车及零部件、新能源、电子等领域，拥有扬子江船业、新时代造船、长城汽车、乐金电子、兴达钢帘线等一批龙头企业，在船舶、汽车及零部件等领域具有比较优势；海工装备和高技术船舶产业集群 2022 年完成规上工业总产值 572.5 亿元，造船完工量占全球的十分之一、全国的四分之一、江苏的二分之一，是全国最大的民营造船基地和唯一交船完工量超千万载重吨的地级市。化工及新材料集群初步形成精细化工和石油化工两大特色领域，其中，精细化工领域已形成较为完善的氯碱、烯烃两大精细化工产业链；石油化工领域正向高端润滑油和高端聚烯烃方向转型，化工及新材料产业集群 2022 年完成规上工业总产值 1947.9 亿元。

截至2022年12月底，泰州市已有亚星锚链、华达科技、亚虹医药-U等17家上市公司，上市公司数量在全省中排名中等，主要以民营企业为主，市值规模偏小，行业主要集中在医药生物、化工及机械装备等。

财政及债务：近年来泰州市财政收入有所波动，财政自给水平一般，政府债务持续扩张。受留抵退税因素影响，2022 年泰州市一般公共预算收入同比下降 2.83%，税收收入占比较往年也有所下滑；2022 年泰州市财政自给率为 59.79%，财政自给水平一般。泰州市综合财力对土地出让依赖度较高，土地出让收入占政府性基金收入比重均超 94%，受国有土地出让收入下滑影响，2022 年政府性基金收入同比下滑 23.20%。区域债务方面，2022 年泰州市地方政府债务限额为 1,086.06 亿元，年末全市地方政府债务余额为 1,001.45 亿元，地方政府债务余额仍呈扩张趋势。

表4 泰州市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	416.62	428.77	375.20
税收收入占比	63.48%	75.41%	75.18%
财政自给率	59.79%	62.95%	59.79%
政府性基金收入	523.01	681.03	550.23
地方政府债务余额	1,001.45	965.83	844.14

财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

资料来源：泰州市人民政府网，中证鹏元整理

泰州医药高新区（高港区）地处长三角一体化、扬子江城市群多重战略叠加区域，区位优势较为显著，已形成生物医药、电子信息、高端装备制造、化学新材料及港口物流五大功能产业园区，工业经济增长势头强劲

区位特征：2021年6月高港区与泰州医药高新区实行“区政合一”的运行模式，泰州医药高新区（高港区）地处长三角一体化、扬子江城市群多重战略叠加区域，区位优势较为显著。高港区是泰州市的滨江主城区、中国人民解放军海军诞生地，也是长三角地区著名的“鱼米之乡”“教育之乡”“银杏之乡”。泰州医药高新区位于泰州市南部，2009年获国务院批复为全国第56个国家级高新区，是第一个以医药命名的国家高新区，也是第一个部省共建的高新区。2021年6月高港区与泰州医药高新区启动融合发展，实行“区政合一”的运行模式，目前区级职能机构融合已经到位，下设生物医药、化学新材料、电子信息、高端装备制造、港口物流等5个功能园区，并下辖5个乡镇、7个街道，也是江苏省第四个、长江以北第一个推行“区政合一”管理体制改革的开发区。自2021年起，泰州医药高新区和高港区合并公开经济财政数据。泰州医药高新区（高港区）濒临长江，北连泰州市海陵区，东接姜堰区、泰兴市，西临扬州市江都区，南与扬中市隔江相望，距离上海虹桥国际机场203公里，南京禄口国际机场170公里，无锡硕放机场约90公里，距扬泰机场30公里，属上海2小时经济圈、长三角一体化及扬子江城市群多重战略叠加区域。区内京沪高速、宁通高速、328国道、231省道、沿江高等级公路（336省道）等穿境而过，江阴大桥和泰州长江大桥横跨医药高新区（高港区）、无锡、常州、镇江，加快了医药高新区（高港区）与苏州、无锡、常州、上海、浙江等长三角主要城市和地区经济的快速融合，医药高新区（高港

区）辖区内拥有国家一类开放港口—泰州港，建有专门的国际集装箱运输码头，经泰州港起运由上海港中转的班轮可到达世界104个国家和地区。融合后的泰州医药高新区（高港区）土地总面积404.5平方公里，根据第七次全国人口普查数据，常住人口为48.13万人。

经济发展水平：泰州医药高新区（高港区）经济总量在泰州市各个区县中排名中等，2022年受固定资产投资下滑影响，经济增速放缓。2022年泰州医药高新区（高港区）实现生产总值1,153.39亿元，同比增长2.7%，经济体量在泰州市各区县（市）中排名居中，经济增速低于泰州市增速1.7个百分点。从产业结构来看，三次产业结构由2021年的1.4：55.1：43.5调整至2022年的1.4：56.2：42.4，第二产业占主导地位且占比提升。按第七次人口普查常住人口计算，2022年泰州医药高新区（高港区）人均GDP为23.96万元，远高于全国平均水平，经济发展水平较高。

2022年泰州医药高新区（高港区）固定资产投资出现下滑，其中工业投资同比下降15.5%，服务业投资同比下降10.4%。同期房地产市场景气度下滑，商品房销售面积同比下滑29.8%，但全年房地产投资累计投资约126.00亿元，同比仍增长14.2%。社会消费方面，2022年社会消费品零售总额有所下滑。近年泰州医药高新区（高港区）外贸形势回稳向好，2022年受出口下滑影响，进出口总额增幅放缓。

表5 泰州市各区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP （万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
泰兴市	1,366.67	5.3%	13.75	90.00	120.12
靖江市	1,226.18	5.3%	18.45	75.07	102.01
泰州医药高新区（高港区）	1,153.39	2.7%	23.96	101.16	70.97
兴化市	1,085.19	4.3%	9.63	48.03	65.88
姜堰区	837.34	5.2%	12.47	41.26	51.57
海陵区	733.00	3.1%	12.62	36.92	53.04

注：1）人均GDP依据各区（市）2022年GDP/2021年末各区（市）常住人口计算，其中医药高新区（高港区）常住人口按第七次人口普查高港区和医药高新区常住人口总和计算

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 泰州医药高新区（高港区）主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,153.39	2.7%	1,106.86	11.0%	634.97	4.1%
固定资产投资	-	-13.5%	-	8.4%	-	5.5%
社会消费品零售总额	275.83	-3.2%	284.98	16.3%	96.69	8.7%
进出口总额（亿美元）	40.89	4.4%	39.66	26.0%	14.30	-9.1%
人均 GDP（元）	239,641		229,973		243,844	
人均 GDP/全国人均 GDP	279.63%		284.00%		336.58%	

注：“-”表示数据未披露；2020-2022 年人均 GDP 根据第七次人口普查常住人口计算；2020 年为高港区数据。

资料来源：2020 年高港区国民经济和社会发展统计公报、2021-2022 年泰州医药高新区（高港区）国民经济和社会发展统计公报、政府网站，中证鹏元整理

产业情况：泰州医药高新区（高港区）形成生物医药、电子信息、高端装备制造、化学新材料及

港口物流五大功能产业园区，工业经济增长强劲。2021年高港区与泰州医药高新区两区融合为泰州医药高新区（高港区），下设生物医药、化学新材料、电子信息、高端装备制造、港口物流等5个功能园区，其中医药产业集约化发展，园区已集聚1,200多家国内外知名医药企业，包括阿斯利康、雀巢、武田制药、勃林格殷格翰、阿拉宾度等14家知名跨国企业，泰州医药产业园疫苗产业集聚度为全国园区中最高，是国家唯一的新型疫苗及特异性诊断试剂产业集聚发展试点，大力发展以扬子江药业为龙头的化学药，以龙凤堂为主体的中成药，以疫苗和单抗类为重点的生物药，以体外诊断试剂为特色的高端医疗器械，打造“中国第一、世界有名”医药名城；电子信息产业依托泰州经济开发区（泰州综合保税区），重点发展电子信息、智能制造和基于电子信息的制药装备、医疗设备等产业，集聚了蓝思精密、巨腾电子、纬创资通等一批行业龙头型企业，培育了南瑞泰事达、新源电工、神舟传动等一批高成长型企业；高端装备制造依托省级泰州港经济开发区，重点发展汽车整车及关键零部件和高技术船舶、高端装备制造产业，招引落户了长城汽车、万向精工、鹏翎胶管等企业；石化及新材料产业依托滨江工业园、高永化工园区，加速中海油气的产能释放，打造高端聚烯烃和高端润滑油品生产基地。2022年新认定高新技术企业132家，新增独角兽企业3家、瞪羚企业12家、省级以上“专精特新”小巨人企业41家。2022年大健康、高端装备制造、石化及新材料、电子信息等主导产业产值达2,000亿元、同比增长11%，占规上工业总产值80%以上。

财政及债务水平：泰州医药高新区（高港区）财力有所增强，财政收入质量一般，财政自给程度较高。2022年泰州医药高新区（高港区）实现一般公共预算收入101.16亿元，同比略有增长；受留抵退税影响，税收收入占比有所下降。2022年泰州医药高新区（高港区）财政自给率为102.34%，财政自给程度较高。泰州医药高新区（高港区）政府性基金收入对土地出让依赖度较高，土地出让收入占政府性基金收入比重在92%以上。2022年泰州医药高新区（高港区）地方政府债务限额为178.39亿元，年末全市地方政府债务余额为170.68亿元。

表7 泰州医药高新区（高港区）主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	101.16	100.54	46.40
税收收入占比	64.36%	76.45%	70.80%
财政自给率	102.34%	117.67%	94.89%
政府性基金收入	70.97	51.25	12.06
地方政府债务余额	170.68	-	79.43

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2021年及以后泰州医药高新区和高港区两区合并，为合并口径数据，2020年为高港区数据。

资料来源：2020年高港区国民经济和社会发展统计公报、2021-2022年泰州医药高新区（高港区）国民经济和社会发展统计公报、泰州市统计局，中证鹏元整理

投融资平台：医药高新区（高港区）投融资平台较多，2021年高港区与泰州医药高新区两区融合后，

下设生物医药、化学新材料、电子信息、高端装备制造、港口物流等5个功能园区，分别对应6大市属¹及区属一级城投平台，各个平台之间的职能定位和业务划分更为清晰，其中泰州华信药业投资有限公司（以下简称“华信药业”）和药城控股主要负责生物医药园区的基础设施建设，华信药业主要负责区域内的土地整理，道路、桥梁等基础设施建设，药城控股主要负责生物医药产业园区的开发与建设。江苏创鸿资产管理有限公司（以下简称“创鸿资产”）主要负责高端装备制造产业园区（高港高新区）的基础设施、保障房建设等业务。泰州鑫泰集团有限公司（以下简称“鑫泰集团”）主要负责电子信息产业园区（泰州经济开发区和泰州综合保税区）内的基建业务。泰州新滨江主要负责化学新材料产业园（滨江工业园区）内的基建业务。江苏泰州港核心港区投资有限公司（以下简称“泰州核心港”）主要负责港口物流园区的基建业务。

表8 截至 2022 年末泰州医药高新区（高港区）主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
华信药业	泰州市人民政府	291.13	67.32%	40.40	455.70	主要负责生物医药产业园区内土地开发整理、基础设施建设以及设备和厂房租赁、药品销售等
药城控股	泰州医药高新技术产业开发区管理委员会	186.07	69.89%	27.89	336.11	主要负责生物医药产业园区中大健康产业园区及其他医药园区的开发与建设
创鸿资产	泰州市政府国有资产监督管理委员会	250.43	62.34%	41.90	368.34	主要负责高端装备制造产业园区（高港高新区）的基础设施、保障房建设等
鑫泰集团	泰州市政府国有资产监督管理委员会	227.91	66.69%	21.21	398.54	主要负责电子信息产业园区（泰州经济开发区和泰州综合保税区）内的基建业务
泰州新滨江	泰州市政府国有资产监督管理委员会	153.69	65.79%	23.05	255.06	主要负责化学新材料产业园（滨江工业园区）内基础设施投资、高新技术产业投资等
泰州核心港	泰州市高港区人民政府	90.05	61.17%	9.22	91.99	主要负责港口物流产业园区的基础设施建设
华诚医学	药城控股	95.93	67.57%	10.90	165.41	主要负责生物医药产业园区教育教学区的基础设施建设业务
东方控股	药城控股	75.13	69.79%	13.16	121.77	生物医药产业园区重要的基础设施建设主体之一
通泰投资	药城控股	38.43	62.07%	5.18	48.86	生物医药产业园区重要的基础设施建设主体之一

¹ 华信药业、创鸿资产、鑫泰集团和泰州新滨江股权上划至泰州市政府国有资产监督管理委员会或泰州市人民政府，但公司实际业务区域在医药高新区（高港区）。

泰州市高港高新区开发建设有限责任公司	创鸿资产	62.28	62.36%	14.77	77.74	高端装备制造产业园区重要的基础设施建设主体之一，主要负责高港高新区基础设施建设等业务
江苏望涛投资建设有限公司	创鸿资产	112.68	68.39%	23.41	113.38	高端装备制造产业园区重要的基础设施建设主体之一，负责高港区道路、绿化工程和保障房等基础设施建设业务

注：泰州核心港财务数据为 2021 年末/2021 年度；其余公司总债务为 2021 年末数据，其余财务数据为 2022 年末/2022 年度数据；通泰投资总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项。
资料来源：Wind、中证鹏元数据库、债券发行人公告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为泰州医药高新区（高港区）主要的投融资及建设主体之一，仍主要承担泰州医药高新区内基础设施等公益性建设任务，且项目储备较为充足，为业务持续性提供了有力支撑，并从事房产销售及出租、商品贸易等业务，经营性业务种类较多

公司主要负责泰州医药高新区的基础设施项目建设，此外还涉及房产销售及出租、商品贸易、办学投资等业务。2022年公司营业收入较上年小幅增长，从各类业务情况来看，2022年公司实现工程收入3.00亿元，同比有所增长，该业务毛利率较上年小幅下降，主要系代建项目费率差异所致；2022年公司房地产收入较上年小幅下降，但毛利率基本稳定；公司租金收入主要系对外出租厂房、办公大楼等形成的收入，2022年租金收入同比小幅增长，受当年租金补贴政策影响，业务毛利率有所下滑，但仍处于较高水平；2022年商贸业务收入小幅增长，但该业务毛利率低，盈利能力仍很弱；此外，2022年公司未实现办学投资收入，未来该业务持续性存在较大不确定性。综合影响下，2022年公司销售毛利率较上年有所下滑。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程收入	3.00	27.58%	10.78%	1.81	17.22%	13.04%
房地产收入	2.29	21.05%	15.00%	2.97	28.29%	15.03%
租金收入	0.39	3.57%	70.37%	0.37	3.49%	100.00%
商贸收入	5.10	46.79%	0.02%	4.97	47.42%	0.07%
其他收入	0.11	1.01%	16.59%	0.38	3.58%	69.75%
合计	10.90	100.00%	8.82%	10.48	100.00%	12.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程收入

2022年公司工程收入有所增长，且尚未结转收入的工程项目成本规模较大，未来该业务收入较有保障

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区校区及配套设施建设的职责。教育教学区建设方面，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”）或泰州东方中国医药城控股集团有限公司（以下简称“东方控股”）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。此外，2021年公司与委托方泰州润江企业管理有限公司（以下简称“润江管理”，原名为泰州江源工程建设有限公司，实际控制人为医药高新区管委会）就滨江工业园区及周边雨污分流改造工程项目签订了委托代建协议，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15%的比例支付公司工程款。

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，公司与东方控股签订了委托代建协议。截至 2022 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。2022 年公司工程收入来自滨江工业园区及周边雨污分流改造工程和香兰湾安置房项目，当年度确认收入合计 3.00 亿元，业务毛利率较上年有所下降，主要系香兰湾安置房项目毛利率偏低所致，其中香兰湾安置房项目系经泰州医药高新区管委会，为满足房屋搬迁需求，由鑫泰集团（控股股东为泰州市政府国有资产监督管理委员会）购买公司香兰湾住宅作为安置房房源，公司提供 150 套房源，按照 8,016 元/平方米作为结算单价。截至 2023 年 3 月末，公司暂无在建或拟建的代建工程项目，但存货中尚未结转收入的相关委托代建工程建设成本规模较大，未来工程收入来源较有保障，但值得关注的是，代建项目收入实现时间易受项目结算进度的影响，未来收入可能存在一定波动。

（二）房地产销售和出租业务

2022年公司房地产销售和出租收入基本稳定，在建房地产项目较大，业务发展较有保障，同时在建房地产与自建项目陆续投入，公司面临较大的资金压力

2022年公司房地产销售收入主要系销售香榭湾商品房项目所产生的收入。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，该项目主体为华诚医学及其下属企业泰州高新置业有限公司，2022年公司销售香榭湾商品房所实现的收入为2.29亿元，业务毛利率为15.00%，该业务毛利率较上年基本稳定，截至2022年末，香榭湾商品房项目已基本销售完毕。

此外，公司房地产出租业务收入主要系出租中国医药城医疗器械园一期、二期、三期标准厂房（一期、二期为本期债券募投项目）和医药园区 6 号地块金融中心一期商业项目（汇鸿金融大厦）等所产生的收入，出租率基本在80%以上。2022年公司实现租金收入0.39亿元，业务毛利率较上年有所下降，主要系当年租金补贴政策影响，但仍处于较高水平。

截至2022年末，公司主要在建的房地产项目包括官河湾项目、金融中心二期商业项目、医疗器械园四期标准厂房等，预计总投资为41.15亿元，已投资24.04亿元，其中2022年末官河湾项目已预售3.91亿

元，但需要注意的是，公司在建的房地产项目收益易受房地产市场波动等因素影响，且未来随着在建房地产项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。

表10 截至 2022 年末公司主要在建房产项目情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划总投资	已完成投资
销售项目	官河湾项目	13.33	12.03
	小计	13.33	12.03
出租项目	金融中心二期商业项目	7.03	4.82
	中国医药城医疗器械园四期标准厂房	20.79	7.19
	小计	27.82	12.01
	合计	41.15	24.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司自建项目主要为教学校区及配套设施建设项目，以及协助泰州医药高新区进行的部分厂房、研究大楼、仓库建设项目。自建项目均由公司自筹资金进行建设，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、研究大楼、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。公司已完工的自建项目主要为泰职院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，以及泰州医药园区药品专用公共型保税仓库、中国医药城生物医药与医疗器械研究院（东南大学）等，目前已对外出租产生收益。截至2023年3月末，公司主要在建的自建项目为体育文创中心，预计总投资合计为12.67亿元，已投资11.75亿元，未来随着自建项目的陆续投入，将进一步加大公司的资金压力，自建项目受工程进度、出租情况等因素影响，能否实现预期收益存在较大不确定性。

（三）商贸业务

2022年公司商贸业务收入同比小幅增长，为公司主要收入来源之一，但盈利能力仍很弱

公司商贸业务主要经营主体为子公司泰州泰达贸易有限公司（以下简称“泰达贸易”）和泰州泰捷贸易有限公司（以下简称“泰捷贸易”），主要贸易产品为钢材，贸易业务采取“按需购入”的经营方式，根据下游客户的需求进行采购，公司不承担仓储和物流工作，公司对上下游方结算方式为现金或银行转账，结算周期均采用月结方式，2022年公司实现商贸业务收入5.10亿元，较上年小幅增长，占公司营业收入的46.79%，毛利率为0.02%，盈利很弱，对公司利润贡献很小。

（四）投资办学业务

2022年公司未实现投资办学业务收入，未来该业务持续性具有较大不确定性

公司建设的翰林学院一期项目完工并实现回购收入后，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%，但翰林学院已停止招生，在校生按原计划完成学业后被南京中医药大学收回办学权，因此 2022 年未实现投资办学收入。除了与南京中医药大学合办翰林学院外，公司后续计划与南京医科大学合作举办南京医科大学康达学院，与南京工业大学合作开立南京工业大学泰州医药研究院，扩展公司办学投资业务，但公司未来办学投资业务持续性有较大不确定性。

公司继续获得一定的外部支持

公司为泰州医药高新区（高港区）重要的投融资主体之一，政府在财政补贴方面继续给予公司一定支持。2022 年公司收到泰州医药高新区管委会的政府补助 0.17 亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年及 2023 年 1-3 月，公司合并范围新增 1 家子公司，减少 8 家子公司，具体情况见表 1，截至 2023 年 3 月末，纳入公司合并报表范围的子公司共 17 家，详见附录四。

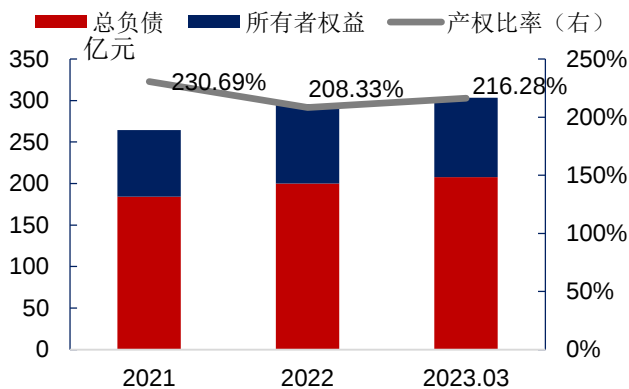
资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，但资产中以项目投入成本为主要构成的存货占比较高，应收款项回款时间具有不确定性且受限资产规模较大，资产整体流动性较弱

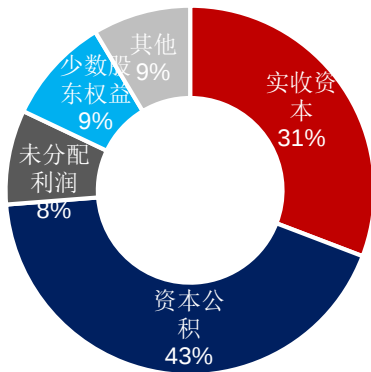
随着公司融资规模的增加，公司负债规模有所增长，2023 年 3 月末公司负债总额为 207.54 亿元，较 2021 年末增长 12.59%。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，随着少数股东向子公司增资以及公司利润的积累，2023 年 3 月末所有者权益规模为 95.96 亿元，较 2021 年末亦有所增长。此外，2023 年 3 月末公司产权比率达 216.28%，较 2021 年末虽有所下降，但公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 2 公司资本结构

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年3月末公司资产规模较2021年末有所增长，资产仍以流动资产为主，其中应收款项和存货比重较高。公司应收账款主要系应收东方控股、泰州医药高新区管委会等的工程款，2023年3月末应收账款规模较2021年末有所增长。2022年末公司其他应收款规模较上年末小幅下降，应收前五大应收对象的款项合计34.71亿元，占其他应收款总额的83.91%，由于应收对象以区域内政府单位和国有企业为主，回收风险总体可控，但应收款项规模较大，且回收时间具有一定不确定性，对公司运营资金形成较大占用。存货主要为翰林学院教学区地块、泰州职业学院等代建工程以及香榭湾、官河湾等房产项目形成的开发成本，随着项目的不断推进，2022年末存货规模同比有所增长，其中账面价值为11.46亿元的存货已抵押。2023年3月末，公司存货规模较2022年末继续保持增长态势。

其他资产方面，2022年末公司货币资金账面余额较上年末有所下降，其中使用受限资金账面余额为18.24亿元，主要系保证金、存单质押等，受限比例较高。公司固定资产规模小幅波动，主要包括泰职院教学楼、行政楼等。在建工程主要是公司在建的自建项目，包括体育文创中心等项目，主要通过出租来获取收益，随着公司加大对自建项目的投资建设，2022年末公司在建工程账面价值同比增长29.90%，其中已抵押的在建工程账面价值为9.75亿元，受限比例为37.38%。2022年末公司其他权益工具投资账面价值较上年末增加12.36亿元，主要系新增对泰州市新滨江科技发展有限公司的投资，持股比例为17.12%。公司长期股权投资规模较为稳定，主要系对泰州中昂投资管理有限公司和泰州赛昂医疗器械有限公司等公司的投资。公司投资性房地产以公允价值计量，主要为对外出租的金融中心商业和医疗器械园厂房等项目，2022年末公司投资性房地产规模较上年末小幅增长，公司投资性房地产已全部用于抵押。截至2022年末，公司受限资产账面价值合计68.26亿元，占同期末资产总额的22.49%。总体来看，公司应收款项回收时间具有一定不确定性，存货中的开发成本变现依赖于项目工程进度，且部分用于抵押，投资性房地产中主要为厂房和商业地产等项目，且全部已抵押，整体资产流动性较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	24.85	8.19%	24.00	8.11%	24.82	9.39%
应收账款	22.73	7.49%	22.39	7.57%	19.28	7.30%
其他应收款	41.40	13.64%	40.80	13.79%	42.52	16.09%
存货	102.04	33.62%	100.56	34.00%	88.27	33.41%
流动资产合计	192.88	63.55%	189.59	64.10%	179.11	67.78%
固定资产	13.22	4.35%	13.02	4.40%	13.24	5.01%
在建工程	30.14	9.93%	26.07	8.81%	20.07	7.59%
其他权益工具投资	18.32	6.04%	18.32	6.19%	5.96	2.26%
长期股权投资	10.29	3.39%	10.29	3.48%	10.38	3.93%
投资性房地产	28.48	9.38%	28.48	9.63%	27.03	10.23%
非流动资产合计	110.63	36.45%	106.20	35.90%	85.14	32.22%
资产总计	303.50	100.00%	295.80	100.00%	264.24	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入小幅增长，销售毛利率较上年有所下滑

2022年公司营业收入较上年小幅增长，受毛利率低的商贸收入规模增长以及高毛利的办学投资业务未实现收入的影响，2022年公司销售毛利率较上年有所下滑，2023年1-3月公司实现营业收入2.76亿元。截至2023年3月末，公司在建项目（含工程代建、自建及房地产项目）以及存货中尚未结转收入的代建项目开发成本规模均较大，业务持续性较好。此外，2022年公司实现利润总额1.28亿元，其中当期确认了公允价值变动收益1.98亿元；2022年公司收到泰州医药高新区管委会拨付的补助0.17亿元，占利润总额的比重为13.28%。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	2.76	10.90	10.48
营业利润	0.05	1.28	1.01
其他收益	0.00	0.17	0.05
公允价值变动收益	0.00	1.98	0.45
利润总额	0.03	1.28	1.38
销售毛利率	4.55%	8.82%	12.52%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模有所增长，且短期债务占比偏高，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数较低，面临较大的刚性债务偿付压力

截至2023年3月末，公司总债务规模为186.29亿元，较2021年末增长12.62%，占负债总额的比重为

89.76%。从品种结构来看，公司债务以银行借款、债券融资和非标融资为主，公司银行借款主要以保证借款和质押借款为主，随着项目建设资金需求增加，2023年3月末银行借款规模较2021年末有所增长；2022年末公司应付债券账面余额较上年末有所增长，主要系公司新发行较多私募债券及中期票据、定向工具等债务融资工具所致，2022年新发行债券票面利率在5.50%-6.70%之间；公司长期借款和应付债券中部分为非标融资，主要包括融资租赁、信托、理财直融等借款，公司非标融资占比较高。从债务期限结构来看，总债务以长期债务为主，但公司短期债务占比偏高，公司面临较大的刚性债务偿付压力。

表13 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	1 年以内（含）	1 年以上	融资余额
银行借款	25.95	39.80	65.75
债券融资	5.36	50.40	55.76
非标融资（含理财直融）	12.49	28.42	40.91
其他债务	2.91	0.00	2.91
合计	46.71	118.62	165.33

注：未包括应付票据和其他非流动负债，其他债务主要系债务应付利息。

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.00	8.19%	21.07	10.54%	23.37	12.68%
应付票据	5.36	2.58%	13.57	6.79%	10.67	5.79%
其他应付款	13.32	6.42%	12.43	6.22%	10.50	5.70%
一年内到期的非流动负债	39.93	19.24%	24.67	12.34%	43.51	23.60%
流动负债合计	80.85	38.95%	77.19	38.62%	93.91	50.95%
长期借款	82.34	39.67%	68.22	34.13%	50.28	27.27%
应付债券	41.27	19.88%	51.37	25.70%	37.44	20.31%
非流动负债合计	126.69	61.05%	122.68	61.38%	90.42	49.05%
负债合计	207.54	100.00%	199.86	100.00%	184.34	100.00%
总债务	186.29	89.76%	179.30	89.71%	165.41	89.73%
其中：短期债务	62.29	30.01%	59.32	29.68%	77.56	42.07%
长期债务	124.00	59.75%	119.99	60.03%	87.86	47.66%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，2023年3月末公司资产负债率较2021年末小幅下降，继续处于较高水平，现金短期债务比小幅提升，但2023年3月末公司现金短期债务比仅为0.40，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。2022年公司EBITDA利息保障倍数有所下降，仅为0.15，公司盈利对利息支出的保障程度仍较弱。

总体来看，公司资金需求主要来自于基础设施项目建设及债务的还本付息，未来仍需通过再融资平衡资金缺口，预计中短期内公司债务规模将持续增加，公司作为泰州医药高新区重要的基础设施建设主

体之一，必要时可获得当地政府的支持，且公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，根据公司提供的数据，截至2022年末，尚未使用银行授信额度为24.87亿元，必要时可为公司提供流动性支持。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	68.38%	67.57%	69.76%
现金短期债务比	0.40	0.41	0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	0.15	0.22

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司设立股东会，依法决定公司经营方针和投资计划、增减注册资本、合并、分立、解散、清算或变更公司形式、修改公司章程等重大事项。公司依法设立了董事会、监事会及其他高级管理人员职位，公司董事会由 7 人组成，其中职工董事 1 人，由职工代表大会选举产生，其他成员由股东会选举产生，设董事长 1 人，由董事会选举产生；公司监事会由 5 名监事组成，其中职工代表 2 名；公司设经理 1 人，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

2022 年 3 月，公司免去孙柏彬、胡大兵、刘国虎董事职务，另职工代表大会选举刘国虎为职工代表董事，新聘任石芮、宋子贤、吴峰、刘小峰为董事；2023 年 4 月，公司法定代表人发生变动，由张路变更为秦鑫，工商变更登记手续已完成。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月16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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计46.98亿元，为同期末净资产的48.97%，主要为对当地国有企业的担保，但其中对民营企业江苏康禾生物制药有限公司和泰州泽成生物技术有限公司的担保金额合计为0.90亿元，公司对外担保金额规模较大且均未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。公司具体对外担保情况见附录五。

八、外部特殊支持分析

公司是泰州医药高新区（高港区）政府下属重要企业，控股股东为药城控股，实际控制人为泰州医药高新区管委会，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泰州医药高新区（高港区）政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与泰州医药高新区（高港区）政府的联系非常紧密。公司控股股东为药城控股，实际控制人为泰州医药高新区管委会，对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，公司大部分业务来源于泰州医药高新区管委会及相关单位支持，且近年公司获得泰州医药高新区管委会较大力度的外部支持，未来公司与泰州医药高新区（高港区）政府的联系将维持稳定。

（2）公司对泰州医药高新区（高港区）政府较为重要。基础设施建设业务是公司营业收入的主要来源，但也有相当一部分业务是市场化的，泰州医药高新区（高港区）政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的，公司对泰州医药高新区（高港区）政府和经济的贡献一般；此外，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

瀚华担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平

本期债券由瀚华担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，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。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。

瀚华担保成立于2009年8月，由瀚华金控股份有限公司（股票代码：3903.HK，以下简称“瀚华金控”）前身联合其他24名法人和自然人发起设立的民营资本商业性担保公司，初始注册资本10亿元。后经过多次增资、未分配利润转增股本以及股权变更，截至2022年末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控，持股比例为99.90%。

瀚华担保主要发展“供应链金融、资本市场融资、非融资担保”三大业务。瀚华担保的直接融资担保客户主要是城投公司，发行人主体信用级别集中于 AA，随着存量债券担保业务逐步到期解保，瀚华担保的直接融资担保余额逐年下降，截至 2022 年末为 89.04 亿元。

表16 瀚华担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	644.63	445.52	250.26
其中：直接融资担保发生额	14.15	15.00	0.00
间接融资担保发生额	51.44	44.43	83.60
非融资担保发生额	579.04	386.09	166.66
当期解除担保额	635.55	461.52	292.23
期末担保余额	343.77	334.69	350.69
其中：直接融资担保余额	89.04	119.59	152.29
间接融资担保余额	49.31	51.69	76.45
非融资担保余额	205.42	163.41	121.95
融资担保责任余额	120.31	147.41	198.69
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.87	3.55	4.89

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保的间接融资担保业务客户群体主要为中小企业，单笔业务金额相对较小。随着 2020 年房地产企业“三道红线”出台以及受突发事件影响，批发零售业以及建筑行业景气度下降，客户抗风险能力趋弱，为控制风险，瀚华担保主动收缩贷款担保业务，当期担保发生额和期末担保余额均逐年下降。

瀚华担保围绕公共资源交易中心，重点拓展电子投标保函，该保函可替代原有保证金，一方面增强政府招标项目的安全性，一方面缓解投标企业资金压力，近年来非融资担保业务发生额和期末余额均快速增长，截至 2022 年末非融资担保余额为 205.42 亿元。

截至 2022 年末，瀚华担保的资产总额为 55.51 亿元，主要由货币资金、投资资产、应收代偿款和存出保证金构成，同期末上述资产的账面价值分别为 13.65 亿元、27.67 亿元、2.46 亿元和 3.33 亿元，其中投资资产包括 22.52 亿元委托贷款及其他投资、5.14 亿元权益投资。

表17 瀚华担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	55.51	55.79	60.35
其中：货币资金	13.65	16.01	25.43
应收代偿款净额	2.46	3.60	4.19
所有者权益合计	41.90	41.58	41.16
营业收入	5.38	6.38	7.04
其中：担保业务收入	3.84	3.89	3.65
净利润	1.73	1.98	2.07
净资产收益率	4.14%	4.79%	5.06%

累计担保代偿率	1.63%	1.68%	1.71%
累计代偿回收率	54.56%	50.25%	48.57%
拨备覆盖率	387.40%	302.71%	294.19%

注：此处累计担保代偿率、累计代偿回收率的统计口径为融资担保业务口径。

资料来源：瀚华担保 2020-2022 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

截至 2022 年末，瀚华担保的负债总额为 11.76 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、债务融资构成，同期末上述负债余额分别为 4.11 亿元、2.02 亿元和 3.10 亿元。

瀚华担保的营业收入主要来源于担保业务收入、投资资产产生的利息收入、手续费及佣金收入。受利息收入下降以及瀚华担保降低手续费和佣金的费率影响，2022 年瀚华担保的营业收入和盈利能力有所下降，当期实现营业收入和净利润分别为 5.38 亿元和 1.73 亿元，净资产收益率为 4.14%。

瀚华担保的代偿主要来自于间接融资担保业务。因非融资担保业务风险低以及间接融资担保业务余额持续下降，2022 年瀚华担保的当期代偿额大幅下降至 0.70 亿元。截至 2022 年末，瀚华担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.63% 和 54.56%。

瀚华担保的控股股东瀚华金控是全国较为领先的普惠金融集团，瀚华担保作为瀚华金控旗下的重要布局板块，瀚华金控对瀚华金控的支持意愿很强，可为瀚华担保提供一定程度的业务支持和资金支持。

经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券由瀚华担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

2021 年 6 月高港区与泰州医药高新区启动融合发展，融合后实行“区政合一”的运行模式，泰州医药高新区（高港区）地处长三角一体化、扬子江城市群多重战略叠加区域，近年经济实力稳步增强。公司作为泰州医药高新区（高港区）重要的基础设施建设主体之一，主要负责泰州医药高新区教育教学区内的基础设施项目建设，并涉及房产销售及出租、商品销售、办学投资等业务，虽然公司在建项目资金需求较大，总债务水平较高，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低，面临较大的债务偿付压力，但公司存货中尚未结转收入的代建项目开发成本和在建项目（含自建及房地产项目）规模较大，业务持续性较好，且公司业务种类较多，未来收入来源较有保障，政府在财政补贴方面继续给予公司一定支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。此外，瀚华担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平。

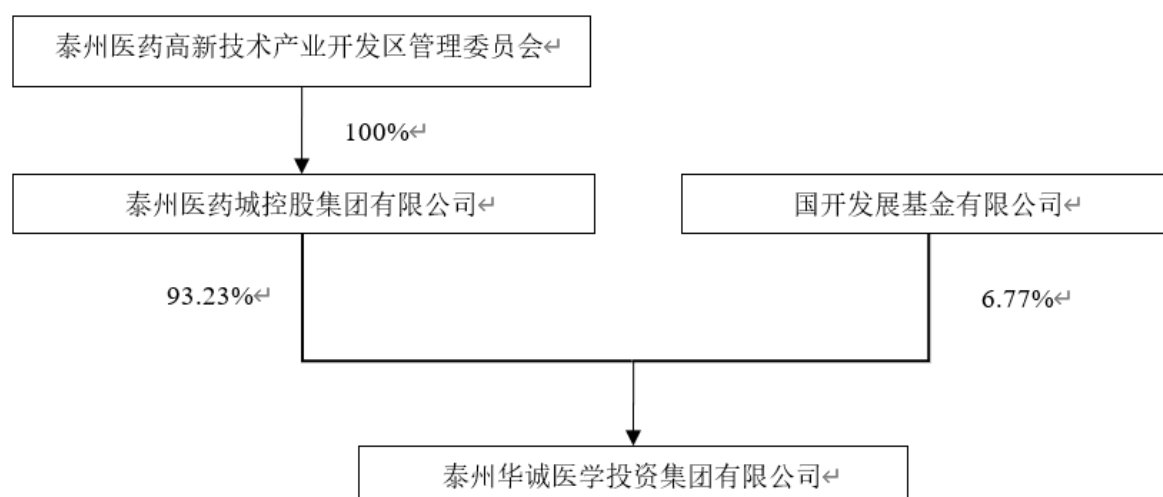
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“18 泰华诚债/PR 泰华诚”的信用等级为 AA+。

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：亿元）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	24.85	24.00	24.82	27.73
其他应收款	41.40	40.80	42.52	43.99
存货	102.04	100.56	88.27	75.69
流动资产合计	192.88	189.59	179.11	174.35
固定资产	13.22	13.02	13.24	12.86
在建工程	30.14	26.07	20.07	12.84
投资性房地产	28.48	28.48	27.03	26.58
非流动资产合计	110.63	106.20	85.14	68.40
资产总计	303.50	295.80	264.24	242.75
短期借款	17.00	21.07	23.37	22.74
一年内到期的非流动负债	39.93	24.67	43.51	30.50
流动负债合计	80.85	77.19	93.91	85.09
长期借款	82.34	68.22	50.28	58.50
应付债券	41.27	51.37	37.44	21.50
非流动负债合计	126.69	122.68	90.42	82.32
总负债	207.54	199.86	184.34	167.41
短期债务	62.29	59.32	77.56	68.86
总债务	186.29	179.30	165.41	148.86
所有者权益	95.96	95.93	79.91	75.34
营业收入	2.76	10.90	10.48	8.78
营业利润	0.05	1.28	1.01	1.95
其他收益	0.00	0.17	0.05	0.72
利润总额	0.03	1.28	1.38	1.95
经营活动产生的现金流量净额	0.86	5.48	0.60	2.21
投资活动产生的现金流量净额	-4.44	-23.19	-16.32	-18.52
筹资活动产生的现金流量净额	9.11	20.04	15.05	16.30
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	4.55%	8.82%	12.52%	16.65%
资产负债率	68.38%	67.57%	69.76%	68.96%
短期债务/总债务	33.44%	33.08%	46.89%	46.26%
现金短期债务比	0.40	0.41	0.32	0.40
EBITDA（亿元）	--	1.88	1.96	2.38
EBITDA 利息保障倍数	--	0.15	0.22	0.27

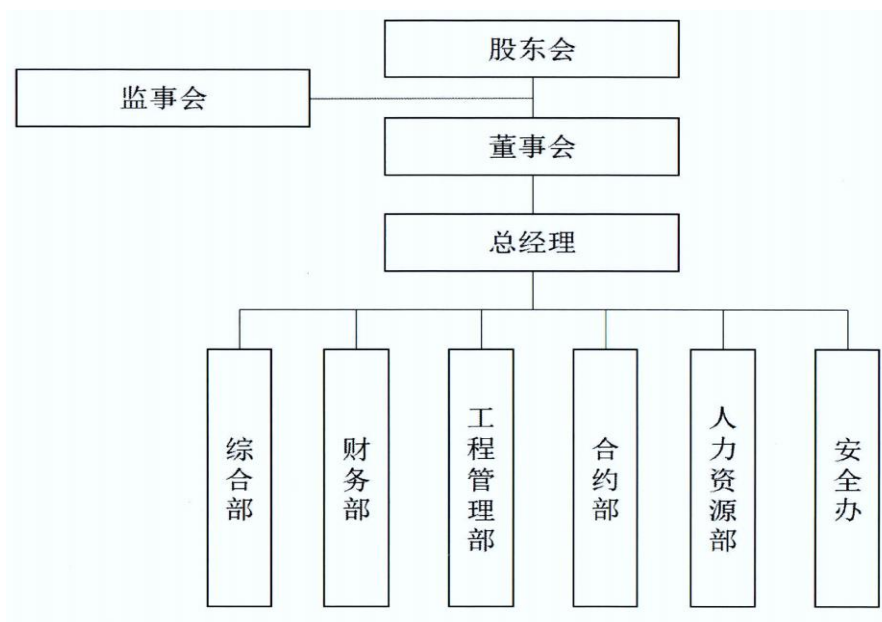
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泰州高新置业有限公司	3.00	100.00%	房地产开发经营，房屋租赁服务等
泰州华铭工程管理有限公司	3.00	100.00%	工程管理服务
泰州华威投资有限公司	3.59	83.50%	投资管理，资产管理等
泰州医药高新区融媒文化发展有限公司	0.10	100.00%	互联网新闻信息服务等
泰州中国医药城融健达创业投资管理有限公司	0.02	81.00%	投资及商务咨询服务等
泰州泰达贸易有限公司	1.10	100.00%	金属材料、建筑材料销售等
泰州新豪置业有限公司	3.10	83.87%	房地产开发经营，房屋租赁服务等
泰州华诚金晟置业有限公司	0.50	100.00%	房地产开发经营，房屋租赁服务
泰州华康工程管理有限公司	3.57	100.00%	工程管理等
泰州华安工程管理有限公司	10.00	100.00%	工程管理等
泰州医药高新区华创科技投资有限公司	10.00	100.00%	创新创业载体的投资、建设,资产管理等
泰州市华永医药投资有限公司	3.00	60.00%	医药实业投资等
泰州泰捷贸易有限公司	1.60	68.75%	建筑材料销售等
泰州华博健康管理有限公司	1.35	81.48%	健康管理，医学研究和试验发展等
泰州华际餐饮管理有限公司	1.00	100.00%	餐饮服务等
泰州洪泰健康投资管理中心（有限合伙）	22.70	99.12%	股权投资、受托资产管理等
泰州泰信检测服务有限公司	0.10	100.00%	检验检测服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
	1.03	2035/4/17
	5.00	2023/3/26
泰州鑫泰集团有限公司	0.76	2027/2/24
	2.36	2037/4/10
	0.60	2025/9/1
泰州市新滨江科技发展有限公司	0.44	2024/11/23
	0.30	2025/12/9
	0.50	2028/12/16
泰州市新滨江开发有限责任公司	2.00	2024/4/8
	3.20	2028/12/31
	1.50	2023/6/29
泰州润江建设实业有限公司	1.00	2025/11/30
	1.40	2023/11/17
泰州市软件园有限公司	0.30	2023/6/16
	0.40	2023/6/29
	2.00	2023/11/11
泰州高教投资发展有限公司	0.75	2025/6/9
	0.80	2025/1/14
	0.49	2023/3/28
	1.90	2023/5/16
	0.90	2024/11/25
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	0.53	2027/1/12
	1.44	2023/1/27
	1.00	2023/11/27
	0.45	2024/12/23
江苏华创医药研发平台管理有限公司	0.30	2023/3/25
	1.00	2023/4/21
泰州安力昂生物制药有限公司	0.50	2023/11/15
江苏新智源医学科技有限公司	0.30	2023/6/28
江苏泰州港核心港区投资有限公司	2.50	2029/12/14
江苏康禾生物制药有限公司	0.70	2023/6/20
江苏江港新材料科技发展有限公司	0.20	2025/12/9
江苏华为医药物流有限公司	2.00	2023/5/3
泰州泽成生物技术有限公司	0.20	2023/4/8
泰州医药高新技术产业投资发展有限公司	2.70	2031/11/21
泰州医药城华盈商贸有限公司	0.28	2023/11/24

泰州新滨江现代物流产业发展有限公司	1.65	2027/5/10
泰州通泰投资有限公司	0.41	2023/9/21
泰州舒世物业管理有限公司	0.36	2023/2/7
泰州市高港区新街新农村建设服务有限公司	1.00	2027/11/18
泰州赛昂医疗器械有限公司	0.36	2023/1/19
泰州乾富商贸有限公司	0.33	2023/2/6
泰州国泰会展管理有限公司	0.50	2023/11/17
泰州港润投资发展有限公司	0.65	2023/5/30
合计	46.98	--

注：泰州乾富商贸有限公司已更名为泰州华富商业管理有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录七 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。