

泰州华信药业投资有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺ 级

17 泰华信 CP001 信用等级： A-1 级

评级时间： 2018 年 2 月 13 日



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100014】

跟踪对象: 泰州华信药业投资有限公司 2017 年度第一期短期融资券(简称“本期短券”)

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA+级	稳定	A-1 级	2018 年 2 月 13 日
首次评级:	AA+级	稳定	A-1 级	2017 年 8 月 25 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	22.22	66.20	44.50	57.64
短期刚性债务	53.81	36.40	115.73	4.50
所有者权益	112.74	156.14	173.58	185.14
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.41	1.82	0.38	12.81
发行人合并数据及指标:				
流动资产	191.95	299.85	363.90	393.30
货币资金	35.28	76.70	88.64	99.99
流动负债	110.65	69.84	150.84	167.57
短期刚性债务	73.15	47.30	118.44	122.41
所有者权益	112.50	155.81	218.71	233.55
营业收入	13.66	14.85	15.84	12.96
净利润	2.68	2.78	3.01	2.81
经营性现金净流入量	-36.06	-5.12	0.21	14.44
EBITDA	8.44	6.34	7.83	-
资产负债率[%]	67.54	66.66	61.03	62.56
长短期债务比[%]	111.55	346.03	127.07	132.93
流动比率[%]	173.48	429.33	241.24	234.71
现金比率[%]	32.32	111.99	58.79	59.69
利息保障倍数[倍]	1.62	2.08	1.14	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.62	2.90	1.52	-
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.14	0.11	0.09	-

注:根据泰州华信经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽
Tel: (021) 63501349-926
E-mail: wxl@shxsj.com

吴迪妮
Tel: (021) 63501349-936
E-mail: wdn@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对泰州华信药业投资有限公司(简称“泰州华信”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2016 年以来泰州华信在区域环境、政府支持及区域市场等方面继续保持优势,同时也反映了公司在资本支出、债务偿付及担保等方面继续面临压力。

➤ 主要优势:

- **政府支持力度大。**泰州医药园区是泰州市重点开发园区,作为园区的开发主体,泰州华信可持续获得当地政府的大力支持。近年政府通过增资、给予财政补贴等方式支持公司的发展。
- **主业具有垄断经营优势。**泰州华信主营业务园区土地开发、服务平台租赁在当地为垄断经营。随着研发楼、标准厂房陆续竣工使用。同时公司每年获得的财政补贴持续性强,总体经营状况较为稳定。
- **拥有大量的土地资产。**泰州华信拥有大量土地资产,可逐步通过高新区管委会回购变现,为公司履行偿债义务提供一定的支撑。

➤ 主要风险:

- **主业盈利能力弱。**出于为园区服务的宗旨,泰州华信经营性业务盈利能力弱,利润主要来自财政补贴。
- **资金压力大。**泰州华信未来投资规模仍较大,仍然面临较大的资金支出压力。同时,可用于抵、质押的资产部分已被抵、质押,后续融资压力较大。
- **债务偿付压力大。**泰州华信刚性债务规模急剧扩大,存在较大的债务偿付压力。
- **投入与产出不匹配。**泰州华信园区开发集中投入,土地开发业务的资金回笼周期长,债务偿

付受园区招商、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。

- 或有损失风险较大。泰州华信对外担保数额大，被担保单位众多，管理难度大，存在较大的或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对泰州华信及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期短券还本付息安全性最高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对泰州华信药业投资有限公司 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级作如下声明：

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、评估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。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务，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有效期至泰州华信药业投资有限公司 2017 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

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。

泰州华信药业投资有限公司

2017 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照泰州华信药业有限公司(以下简称泰州华信、该公司或公司)2017 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据泰州华信提供的经审计的 2016 年度财务报告和未经审计的 2017 年前三季度财务报表及相关经营数据,对泰州华信的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下,整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,通胀预期走高,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,美国经济、就业表现强韧,美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地,经济增长有望保持强劲,需谨防地产和资本市场泡沫风险;欧盟经济复苏势头良好且前景乐观,但内部政治风险不容忽视,欧洲央行量化宽松缩减,或为继美联储之后第二个退出量化宽松;日本经济温和复苏,增长基础仍不稳固,超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中,相关央行普遍降息刺激经济,其中印度经济仍保持中高速增长,增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转;俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累,经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求

回暖带动下，2017年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对GDP增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

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。2018年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

三、 公司所处行业及区域经济环境

跟踪期内，泰州市经济发展平稳，财政实力不断增强，可对重大项目的建设形成有力支持。随着我国医药流通行业的进一步整合，行业集中度有望得到提高。

1. 泰州市经济与财政状况

2016年泰州市的国民经济发展稳中有进，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（如图表1所示），人民生活水平有较大的提高，城镇居民人均可支配收入与农民人均纯收入保持较快增长。2016年，泰州市实现地区生产总值4,101.78亿元，比上年增长9.5%。其中，第一产业增加值240.00亿元，增长1.4%；第二产业增加值1933.89亿元，增长8.8%；第三产业增加值1927.89亿元，增长11.4%。三次产业结构为5.9:47.1:47.0，经济发展的重心继续向第三产业聚拢。按常住人口计算，全年人均地区生产总值88,330元，增长9.4%。2016年，泰州市规模以上工业总产值为12,575.81亿元，同比增长12.9%；固定资产投资为3,164.12亿元，同比增长17.4%。

图表 1. 2014 年以来泰州市主要经济指标完成情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2016 年增幅(%)
地区生产总值(亿元)	3,370.89	3,655.53	4,101.78	9.5
规模以上工业总产值(亿元)	9,709.60	11,173.68	12,575.81	12.9
固定资产投资(亿元)	2,200.19	2,695.66	3,164.12	17.4
社会消费品零售总额(亿元)	937.17	1,001.64	1,183.34	11.7
城镇居民人均可支配收入(元)	31,346	34,092	36,828	8.0
农民人均可支配收入(元)	15,076	16,410	17,861	8.8

资料来源：泰州市政府网站

2014-2016年泰州市区¹地方综合财力分别为374.29亿元、434.12亿元和286.42亿元，其中一般公共预算收入分别为141.88亿元、161.31亿元和174.41亿元。一般公共预算收入以税收收入为主，占比在80%左右。此外，财政对土地依赖程度较高，2016年国有土地使用权出让收入大幅减少导致当年综合财力下降明显，2016年国有土地使用权出让收入较上年大幅减少166.52亿元至45.57亿元，占地方综合财力的比重为15.91%。

¹ 泰州市区涵盖泰州市本级、医药高新区、海陵区、高港区、姜堰区和农业开发区。

2017 年前三季度泰州市区实现一般公共预算收入 135.53 亿元，较上年同期增长 4.26%，其中税收收入 98.00 亿元，较上年同期减少 6.1%；政府性基金收入 47.15 亿元，较上年同期增长 36.69%。

图表 2. 2014-2016 年泰州市区综合财力情况 (单位: 亿元)

指 标	2014 年	2015 年	2016 年
(一) 一般公共预算收入	141.88	161.31	174.41
1. 税收收入	113.30	128.73	138.42
2. 非税收入	28.58	32.58	35.98
(二) 转移支付和税收返还收入	40.87	48.83	45.42
1. 一般性转移支付收入	10.42	16.40	14.68
2. 专项转移支付收入	19.46	21.50	17.28
3. 税收返还收入	10.99	10.94	13.45
(三) 国有土地使用权出让收入	178.31	212.09	45.57
(四) 预算外财政专户收入	13.23	11.89	21.01
地方综合财力	374.29	434.12	286.42

资料来源：泰州市政府网站

泰州市区财政支出呈增长状态，2014-2017 年前三季度市区一般公共预算支出分别为 174.96 亿元、210.00 亿元、223.39 亿元和 176.69 亿元。从财政预算收支平衡看，泰州市近几年处在快速发展时期，一般公共预算收入均小于一般公共预算支出，基金收入总体亦小于支出。

图表 3. 2014~2016 年泰州市区财政支出情况 (单位: 亿元)

	2014 年	2015 年	2016 年
一般公共预算支出	174.96	210.00	223.39
政府性基金支出	188.25	225.20	68.01
预算外支出	7.04	16.93	6.64
上解上级支出	22.31	23.65	26
财政总支出	392.56	475.78	324.04

注：刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生及公共安全支出。

政府债务方面，截至 2016 年末，泰州市的地方政府债务余额为 333.67 亿元，其中由财政承担偿还责任的融资平台借款 29.65 亿元，由财政承担偿还责任的融资平台债券 21.20 亿元；同期末，泰州市地方政府债务率为 116.50%。

总体而言，泰州市经济发展平稳，税收收入增速较快，地方一般公共预算收入中税收收入占比较高，来源相对稳定，可为市重大项目建设提供有力的资金支持。近年来随着城市化进程的推进，泰州市财政支出逐年增加，财政收入对财政支出的覆盖一般。

2016 年度泰州医药高新区地区生产总值 195.20 亿元，同比增长 11.6%；完成固定资产投资 408.4 亿元，其中产业投资达 331.8 亿元，同比分别增长 23.5% 和 28.3%，投资结构进一步优化。2017 年前三季度泰州医药高新区地区生产总值为 179.1 亿元，同比增长 11.6%；完成固定资产投资 298.03 亿元，同比增长 18.2%。

泰州医药园区规划 30 平方公里，已建成 14 平方公里，打造了科研开发、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 700 余家，医药产业规模近 150 亿元。在发展定位上，泰州医药园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，泰州医药园区的基础设施建设效果显著。目前泰州医药园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，工业邻里中心、中国医药城商务中心主体封顶，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，2016 年新签约亿元以上内资项目和 1000 万美元以上外资项目 201 个，禾柏生物、迈博太科二期、千禧光、可利科技、巨腾电子、浪潮集团等一批 5 亿元以上项目先后落户。新开工亿元以上项目 107 个，新竣工亿元以上项目 57 个，总量全市第一。目前泰州医药高新区内已集聚 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、亿康公司等多家知名医药企业先后入驻；同时积极开展人才战略，目前国家“千人计划”专家达到 43 名，省“双创人才”达到 84 名，159 个人才团队入选高层次创新创业人才团队，建成省级留学人员创新创业园。

2. 医药物流和药品销售行业

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，呈现持续、健康的转型发展趋势。2017 年 6 月 14 日，商务部发布《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》（简称“报告”）。报告指出，2016 年全国七大类医药商品销售总额达 18,393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速同比上升 0.2 个百分点。其中，药品零售市场 3,679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13,994 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.6%，增速同比上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，扣

除不可比因素同比增长 10.9%，增速同比上升 0.3 个百分点；平均毛利率 7.0%，同比上升 0.1 个百分点；平均利润率为 1.8%，同比上升 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，同比上升 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；医药电商成为药品流通行业重要发展模式；医药物流运营效率及服务功能持续提升。

近年来，医药流通行业运行平稳，销售和利润增速同比放缓。药品流通行业主管部门以贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》为契机，继续鼓励企业兼并重组，做大做强，提高行业集中度，努力提高行业组织化水平，实现规模化、集约化经营。在医改顶层设计指引下，医药市场流通秩序逐步规范，行业并购重组频发，多元化资本并举进入激发行业动力，医药电商亦深入影响行业运营模式且发展潜力巨大。未来，随着人口老龄化的增长，人口结构的变化为药品流通市场的增长提供了稳定的市场环境。同时，医保补助标准的逐年提高为药品使用提供了增长基础。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必然成为一个新的经济增长点。

四、 公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司治理、管理水平等方面无显著变化。

跟踪期内，该公司治理结构及管理水平未发生显著变化。截至 2017 年 9 月末，泰州市人民政府持有该公司 71.10% 的股权，新吸收的国开发展基金和富安达资产管理（上海）有限公司分别持有 0.75% 和 28.15% 的股权。二者均授权泰州市人民政府行使其股东权利，泰州市人民政府仍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件一。

截至 2017 年 9 月末公司一级子公司为：泰州华盛投资开发有限公司（简称“华盛投资”）、泰州医药高新股份有限公司（简称“医药高新”）、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”）和泰州中国医药城高新商业保理有限公司（简称“保理公司”）。

（二）经营状况

跟踪期内，该公司主营业务集中于土地出让、医药品销售和租赁业务，整体发展平稳，主营业务收入稳定增长。公司后续项目投资规模大，土地资产变现周期长，存在较大的资金压力。

2016年该公司营业收入为15.84亿元，较上年增长6.64%。公司主营业务集中于土地出让、医药品销售、租赁业务和房屋销售，2016年度上述四类业务合计占营业收入的比重为96.35%。当年公司出让土地实现收入1.14亿元，占营业收入的7.17%；实现商品销售收入10.19亿元，占营业收入的64.35%；实现租赁收入2.87亿元，占营业收入的18.14%；房屋销售实现收入1.06亿元，占营业收入的6.69%。

图表4. 2016年及2017年前三季度公司营业收入构成及毛利率情况

主营业务	收入（亿元）		毛利率（%）	
	2016年	2017年前三季度	2016年	2017年前三季度
出让土地	1.14	-	0.00	-
商品销售	10.19	9.04	17.90	29.29
租赁	2.87	1.72	34.11	54.35
建设方管理费	0.36	-	100.00	-
房地产开发	1.06	2.02	-5.15	0.27
其他	0.22	0.36	80.62	51.84
合计	15.84	12.96	20.74	28.40

资料来源：泰州华信

2017年前三季度，该公司商品销售业务稳步发展，加上香樟湾房地产项目预售良好，公司前三季度实现营业收入12.96亿元，较上年同期增长21.92%；毛利率为28.40%，较上年同期上升4.21个百分点。

1. 基础设施及公共服务平台建设

该公司承担的泰州医药园区基础设施建设任务主要由全资子公司华盛投资承担，公共服务平台建设主要由母公司承担。

截至2017年9月末，该公司在六大功能区基础设施配套及公共平台建设方面主要在建项目有8个，总投资160.02亿元，已投入89.45亿元，2017年第四季度~2020年需累计投入70.57亿元左右，其中2017年第四季度计划投入16.08亿元。目前，公司正在建设的项目包括生产制造区的出口创新基地三期、泰州医药高新技术产业开发区能源站一期工程、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、野徐镇农

民集中安置区、工业邻里中心、香樟湾和标准厂房六期等。

图表 5. 泰州医药高新区在建及拟建情况 (单位: 亿元)

项目名称	项目总投资	资金来源		2017年9月未实际已投资额	未来四年投资计划			
		自筹	贷款		2017年第四季度	2018年	2019年	2020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%	36.26	5.00	7.20	8.06	0.74
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%	8.76	1.40	1.25	1.49	0.00
中国医药城基础设施一期工程	26.30	30.00%	70.00%	17.89	1.52	2.20	2.50	2.19
中国医药城基础设施二期工程	8.74	31.38%	68.62%	4.90	1.00	1.20	1.64	0.00
野徐镇农民集中安置区	28.00	30.26%	69.74%	17.50	3.30	4.00	3.20	0.00
工业邻里中心	5.50	30.00%	70.00%	2.00	0.00	2	1.5	0.00
香樟湾 ²	10.31	30.00%	70.00%	2.00	2.00	3.00	3.00	0.31
标准厂房六期	11.01	20.00%	80.00%	0.14	1.86	3.00	3.00	3.01
合计	160.02	-	-	89.45	16.08	23.85	24.39	6.25

资料来源：泰州华信

该公司对园区的基础设施建设资金投入时间集中，收益主要包括政府回购土地收益、工业土地出让金收益、办公楼或标准厂房及公共平台租金回收等，回报均存在滞后性，且周期较为漫长，用于园区建设的债务偿付受园区招商、土地价格变动等因素影响较大。园区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。

2. 土地开发业务

该公司的土地开发业务为受托开发。公司接受产业园管委会委托，对管委会国土局征用、收购的土地进行以“九通一平”为主要内容的一级开发。开发的土地在开发整理完成后，通过“招拍挂”程序上市拍卖获得土地使用权。根据泰医高[2007]66号文，泰州医药高新区政府扣除相关税费后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

² 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。

金并偿还银行贷款本息。公司获得土地后，一部分自建标准厂房及相关物业对园区内企业出租和管理，另一部分出售给有需要的入园或待入园企业。

截至 2017 年 9 月末，该公司累计征地 16,749.81 亩，其中已整理 13,454.56 亩（其中已出让 4,888.12 亩，用于园区建设 8,657.44 亩）；待整理 829.74 亩；由园区管委会回购 2,465.51 亩。由于公司是泰州医药园区服务，故土地开发业务收入随园区开发进度出现较大的波动。2017 年前三季度，公司未出让土地。

3. 商品（药品）销售业务

该公司的商品（药品）销售业务由子公司华为医药经营。2008 年成立之初，华为医药主要从事药品批发业务，近年逐渐转型为药品第三方物流平台，专门给入驻园区的药品、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，成为中国医药城招商引资的一个重要平台。另外，为增强园区商贸医药物流集聚性，公司利用自身的仓储设施设备和计算机信息技术，为入园企业提供仓储物流平台。截至 2016 年末，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 1540 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 8,726 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 年华为医药转变销售模式，不再进行单纯的商业配送行为，而将销售重点逐步转向服务外包业务，因此商品销售业务的成本转嫁至销售费用。当年该公司商品销售业务实现收入 10.19 亿元，毛利率则由于成本转嫁至销售费用而较上年大幅增加 14.35 个百分点至 17.90%。2017 年前三季度华为医药实现商品销售收入 9.04 亿元，同时由于医药产品结构调整，医药品售价提升，当期毛利率上升至 29.29%。

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等。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 年公司实现租金收入 2.87 亿元，毛利 0.98 亿元，毛利率为 34.10%。随着园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，公司租赁业务快速发展，2017 年前三季度，公司租赁业务实现收入 1.72 亿元，因为大部分租赁款将于年底结算故前三季度确认收入较少，毛利率为 54.35%。

（三）财务质量

大华会计师事务所有限公司对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并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》（财政部 2006 年颁布）及其补充规定，2014 年根据财政部要求执行新的 8 项会计准则。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总计为 561.23 亿元，所有者权益为 218.71 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 173.91 亿元）；当年度实现营业收入 15.84 亿元，净利润 3.01 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.94 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 0.21 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 623.87 亿元，所有者权益为 233.55 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 186.72 亿元）；1~9 月实现营业收入 12.96 亿元，实现净利润 2.81 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.81 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 14.44 亿元。

随着医药城集团和鸿泰担保股权的转让，截至 2017 年 9 月末，该公司纳入合并范围的子公司共有 11 家，其中一级子公司 5 家，包括华盛投资、医药城管、华康投资、医药高新和保理公司。

跟踪期内，该公司资产负债率基本保持稳定，总体运营较为平稳，政府给予的财政补贴持续性强，盈利水平变化不大。由于代建业务每年回款金额不同，加上公司近年来开始涉足房地产业务，导致公司经营性质现金净流量波动较大。同时，公司刚性债务快速扩张，偿债压力大。

（四）公司抗风险能力

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。

近两年，泰州市经济稳步发展，财政实力不断增强。作为泰州医药

园区的建设投资和运营管理主体，该公司得到泰州市政府的大力支持。2014年~2016及2017年前三季度，公司营业外收入分别为0.67亿元、3.80亿元、4.38亿元和2.46亿元。同时，公司较大的土地资产存量也为公司融资提供了坚实的基础。随着公司各个建设项目的建成并投入使用，公司的业务规模有望进一步扩大。

五、 公司盈利能力与偿债能力

（一） 公司盈利能力

2016年该公司营业收入保持稳定增长，但由于自身盈利能力较弱，主要依靠财政补贴实现盈利。

2016年度，该公司营业收入进一步增加，当年度实现营业收入15.84亿元，同比增长6.64%，一方面商品销售业务维持较高的收入规模，另一方面房屋销售实现结转。公司营业成本较上年略有减少，因此毛利率由2015年的14.10%升至2016年的20.74%。公司主营业务的毛利主要来源于商品销售和租赁业务，2016年上述业务产生的毛利分别为1.82亿元和0.98亿元，毛利率分别为17.90%和34.10%，占总毛利的比例分别为55.49%和29.88%。

2016年该公司期间费用3.53亿元，期间费用率为22.28%，较上年显著提升5.61个百分点，由于华为医药改变销售模式，向服务外包转型，公司销售费用较上年大幅增加2.09亿元至2.46亿元；2016年公司财务费用较上年显著下降74.57%至0.37亿元，主要是CMC工程建设进入收尾阶段，结转资本化利息较多。当年公司通过投资理财产品获得投资收益0.05亿元。2016年公司营业利润为-1.35亿元。作为泰州医药园区的投资建设主体，公司每年都可获得泰州市财政的大力支持，2016年公司获得营业外收入4.38亿元（其中政府补助4.27亿元）。较上年增长15.29%。公司2016年净利润为3.01亿元，同比增长8.18%，净利润率为19.01%，较上年增长0.27个百分点。

2017年前三季度，该公司实现营业收入12.96亿元，较上年同期增长21.91%，主要是因为医药商品销售进一步增加；同期实现净利润2.81亿元，同比增长4.22%。

(二) 公司偿债能力

跟踪期内，该公司刚性债务规模快速扩张，偿债压力增大，未来公司仍存在较大的融资需求，而资产变现能力较弱，流动性风险日益积聚。

随着泰州医药园区建设的持续，该公司负债规模持续增长，2016年末，公司负债总额为 342.51 亿元，较上年末增长 9.95%；同期末资产负债率为 61.03%，较上年末降低 5.63 个百分点，主要是因为当年公司吸收投资 15.40 亿元促使财务杠杆水平降低。公司负债以刚性债务、应付账款和其他应付款为主，2016 年末刚性债务为 309.77 亿元，占负债总额的 90.44%，其中短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款、其他短期刚性债务、长期借款和应付债券分别为 10.29 亿元、0.75 亿元、69.10 亿元、38.30 亿元、101.85 亿元和 89.47 亿元。其中较多中长期借款及应付债券将于一年内到期，公司一年内到期的非流动负债迅速增加导致短期刚性债务较上年末增长 150.43% 至 118.44 亿元，中长期刚性债务则较上年末下降 20.71% 至 191.33 亿元。2016 年末公司应付账款为 7.33 亿元，较上年末增长 97.31%，其中工程款 5.58 亿元（上年末为 1.67 亿元）。其他应付款余额为 22.96 亿元，其中往来款 5.55 亿元，借款 15.12 亿元，年末泰州市建业投资建设集团有限公司欠款 14.85 亿元，系棚改项目贷款及履约保证金。2016 年末公司预收款项较上年末大幅增加 1.61 亿元，主要是公司房地产业务香樟湾预收的购房款。

截至 2017 年 9 月末，该公司刚性债务规模进一步扩大，合计 343.39 亿元，其中短期刚性债务 122.41 亿元，中长期刚性债务为 220.98 亿元。公司刚性债务扩张较快，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、质押贷款，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。

截至 2017 年 9 月末，该公司对外担保余额合计为 114.58 亿元，担保比率为 49.06%，担保对象为 20 家，其中，对泰州鑫泰集团有限公司、泰州市新滨江开发有限责任公司和泰州医药高新技术产业投资发展有限公司的担保金额占比分别为 49.37%、13.61% 和 15.00%。公司担保比率高，一部分原因是由于公司转让原子公司医药城集团及其子公司的股权，导致原相关对子公司的担保被列入对外担保。虽然目前被担保单位经营正常，但由于被担保企业众多，担保金额庞大，管理难度大，公

司存在较大的或有损失风险。

该公司的经营性现金流入主要来自于出让土地、由高新区管委会按照实际开发成本的建设费用回笼及商品销售业务，以及往来款的流入。建设费用回笼主要根据泰州医药园区的建设进度支付，每年数额变化较大。由于泰州医药园区目前仍处于大规模投入期，土地出让回购款小且支付存在滞后性，造成公司经营性现金流总体状态不佳。2016年由于公司收到较多往来款回笼，经营性现金流量净额为0.21亿元，相比上年度净流入增加5.33亿元。2016年公司继续对自持物业进行投资建设，全年投资活动现金净流量为-34.99亿元，比上年度少流出17.27亿元。同时公司继续通过银行借款和发行债券来弥补资金缺口，加上当年吸收投资15.40亿元，当年筹资性活动现金流净流入58.54亿元。

2017年1~9月，该公司的经营性现金净流量、投资性活动现金净流量、筹资性活动现金净流量分别为14.44亿元、-21.34亿元、25.76亿元。综合来看，2017年前三季度公司由于往来款支出减少，经营性现金流改善，同时整体维持了较大的筹资力度。

2016年末，该公司资产总额比上年末增长20.09%至561.23亿元。其中流动资产和非流动资产分别占64.84%和35.16%。2016年末公司流动比率为241.24%，速动比率为109.35%。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，公司的资产流动性较弱。

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，其中货币资金较上年末增长15.57%至88.64亿元，现金比率为58.79%，但货币资金中有15.68亿元为受限资金；应收账款为40.37亿元，同比增长9.27%，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36.64亿元，占期末应收账款的89.63%，包括土地返还款18.46亿元、工程代建款13.55和往来款4.62亿元。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6。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31.64亿元，较上年末增长2.15%，其中往来款25.52亿元，暂借款5.94亿元。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。2016 年末，存货余额为 169.90 亿元，较上年末增长 29.46%，主要是由于园区工程项目和商品房建设稳步推进促使开发成本和开发产品增加。

图表 6. 截至 2017 年末公司应收管委会账款还款安排

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
代建工程款项	6.00	7.55	0.00	0.00	0.00	13.55
土地返还款项	3.894	4.00	4.00	3.00	2.59	17.484
合计	9.894	11.55	4.00	3.00	2.59	31.034

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、在建工程和无形资产构成，2016 年末投性房地产为 53.33 亿元，比上年末增长 8.16%，主要系由存货、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，年末账面价值约 17.02 亿元。年末在建工程为 55.63 亿元，较上年末增长 97.33%，主要是因为 CMC 工程及康居社区工程已进入建设收尾阶段，加上会展中心二期建设稳步推进，公司在建工程规模迅速扩大。公司无形资产年末为 66.78 亿元，同比减少 16.71%，基本均为土地使用权，但年末已用于借款抵押的土地使用权账面价值合计 35.48 亿元。

2017 年 9 月末，该公司资产总额为 623.87 亿元，其中流动资产为 393.30 亿元，比年初增长 8.08%。与年初相比，资产中变化较大的科目为货币资金、预付款项和在建工程。2017 年以来，公司成功发行 10 亿元永续中票使 9 月末货币资金较年初增长 12.81%至 99.99 亿元；预付款项及在建工程则随着园区开发投入而增加。

该公司受限资产规模较大，截至 2016 年末，货币资金中 15.68 亿元是定存质押贷款、银行承兑汇票保证金等；作为抵、质押物的房屋和土地使用权账面价值合计 105.09 亿元。

(三) 外部支持

作为泰州医药园区的建设和运营主体，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。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。

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 2017 年 9 月末，公司获得的金融机构总授信额度为 290.04 亿元，其中已使用

额度为 194.07 亿元，尚有 95.97 亿元未使用。

六、 公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业基本信用信息报告》所载，截至 2017 年 12 月 4 日，公司无违约情况发生。

近年来该公司已发行债券种类众多，截至 2017 年末，已发行未偿付的债券余额合计 128.70 亿元。

图表 7. 公司已发行债券情况 (单位: 亿元)

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
11 泰医高债	16.00	7 (5+2)	6.96	2011 年 5 月	未到期
12 泰华信 MTN1	9.50	5	6.80	2012 年 9 月	到期兑付
13 泰华信 PPN001	5.00	3	8.50	2013 年 12 月	提前兑付
14 泰华信 PPN001	5.00	0.49	8.00	2014 年 1 月	到期兑付
14 泰华信 PPN002	8.00	3	8.00	2014 年 6 月	到期兑付
14 泰华信 PPN003	5.00	3	7.30	2014 年 9 月	到期兑付
14 泰州医药 PRN001	3.00	10	8.50	2014 年 12 月	未到期
15 泰州医药 PRN001	5.00	5	7.00	2015 年 5 月	未到期
15 泰华信 PPN001	2.00	3	7.30	2015 年 4 月	未到期
15 泰华信 PPN002	5.00	1	5.10	2015 年 9 月	到期兑付
15 泰华信 PPN003	5.00	1	4.49	2015 年 11 月	到期兑付
15 华信 01	10.00	5	6.90	2015 年 9 月	未到期
15 华信 02	10.00	5	6.70	2015 年 9 月	未到期
15 泰华信 MTN001	5.00	5 (5+N)	6.20	2015 年 10 月	未到期
16 泰华信 CP001	7.50	1	3.13	2016 年 2 月	到期兑付
16 泰华信 CP002	7.50	1	3.10	2016 年 9 月	到期兑付
16 泰华信 PPN001	5.00	3	4.50	2016 年 3 月	未到期
16 泰华信 PPN002	5.00	3	4.50	2016 年 7 月	未到期
16 泰高 01	10.00	5 (3+2)	4.00	2016 年 11 月	未到期
17 泰华信 MTN001	10.00	5 (5+N)	6.20	2017 年 2 月	未到期
17 泰华信 PPN001	5.00	5 (3+2)	5.75	2017 年 4 月	未到期
17 泰华信 PPN002	10.00	1	5.70	2017 年 7 月	未到期
17 泰华信 SCP001	12.00	0.74	5.09	2017 年 8 月	未到期
17 泰华信 SCP002	3.00	0.74	5.08	2017 年 8 月	未到期
17 泰华信 CP001	7.50	1	5.16	2017 年 9 月	未到期
17 华信 01	10.20	3	6.20	2017 年 11 月	未到期

资料来源: Wind 资讯

七、跟踪评级结论

跟踪期内，该公司刚性债务规模快速扩张，偿债压力增大，未来仍存在较大的融资需求，而资产变现能力弱，流动性风险日益积聚。公司主营业务发展平稳，营业收入稳定增长，但公司自身盈利能力较弱，整体盈利对补贴依赖度较高。

附录一：

信用等级符号及定义

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	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 级	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 级	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 级	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
投 机 级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

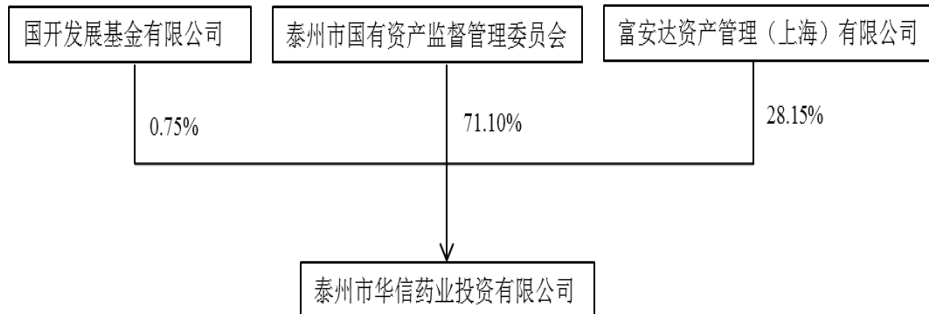
本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义	
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录二：

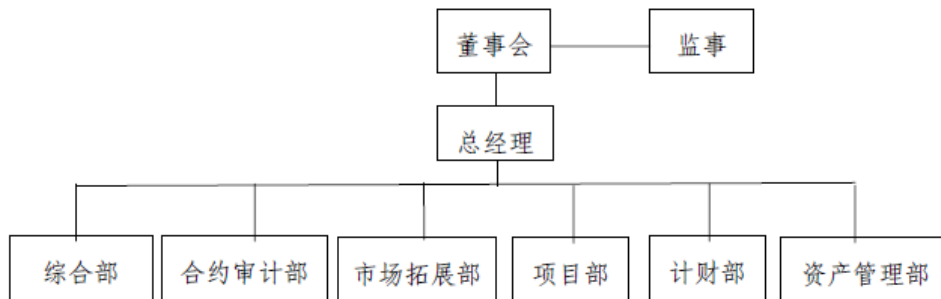
公司股权结构图



注：根据泰州华信提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录三：

组织架构图



注：根据泰州华信提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录四：

公司主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	191.95	299.85	363.90	393.30
货币资金	35.28	76.70	88.64	99.99
流动负债合计	110.65	69.84	150.84	167.57
短期刚性债务	73.15	47.30	118.44	122.41
所有者权益合计	112.50	155.81	218.71	233.55
营业收入	13.66	14.85	15.84	12.96
净利润	2.68	2.78	3.01	2.81
EBITDA	8.44	6.34	7.83	—
经营性现金净流入量	-36.06	-5.12	0.21	14.44
投资性现金净流入量	-35.83	-52.25	-34.99	-21.34
资产负债率[%]	67.54	66.66	61.03	62.56
长短期债务比[%]	111.55	346.03	127.07	132.93
长期资本固定化比率[%]	65.54	42.13	48.08	50.53
流动比率[%]	173.48	429.33	241.24	234.71
速动比率[%]	101.02	211.39	109.35	112.47
现金比率[%]	32.32	111.99	58.79	59.69
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.49	1.65	0.75	0.82
毛利率[%]	12.35	14.10	20.74	28.40
营业利润率[%]	15.40	-7.67	-8.52	2.83
利息保障倍数[倍]	1.62	2.08	1.14	—
总资产报酬率[%]	1.58	1.12	1.14	—
净资产收益率[%]	2.51	2.07	1.61	—
营业收入现金率[%]	46.04	141.31	116.18	131.06
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-35.07	-5.68	0.19	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-69.92	-63.58	-31.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.62	2.90	1.52	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.14	0.11	0.09	—

注：表中数据依据泰州华信经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务报表整理、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	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×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%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度	报告期营业收入/[[(期初资产总额+期末资产总额)/2]]
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%
利息保障倍数	(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)
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%
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%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[[(期初流动负债+期末流动负债)/2]]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[[(期初流动负债+期末流动负债)/2]]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=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+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额