



信用等级通知书

信评委函字[2018]G248-2号

宜华健康医疗股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“宜华健康医疗股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十一月七日

宜华健康医疗股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	宜华健康医疗股份有限公司
发行规模	本期债券发行规模为人民币 2.00 亿元
债券期限	本期债券为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券票面年利率由发行人和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利；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
担保主体	广东省融资再担保有限公司
担保方式	提供无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

宜华健康	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益（亿元）	16.83	25.10	23.74	25.08
总资产（亿元）	45.50	72.00	76.20	80.06
总债务（亿元）	15.61	26.71	31.90	32.57
营业总收入（亿元）	10.31	12.96	21.16	11.54
营业毛利率（%）	23.70	25.92	31.52	38.59
EBITDA（亿元）	1.52	12.02	4.83	4.08
所有者权益收益率（%）	3.27	29.59	7.76	15.09
资产负债率（%）	63.00	65.13	68.85	68.68
总债务/EBITDA（X）	10.30	2.22	6.60	3.99
EBITDA 利息倍数（X）	0.46	8.43	2.69	-
广东再担保	2015	2016	2017	2018.H1
总资产（亿元）	63.23	80.02	84.57	85.28
净资产（亿元）	53.95	69.21	73.10	73.99
在保责任余额（亿元）	209.62	195.13	192.69	190.53
净资产放大倍数（X）	3.89	2.82	2.64	2.58
营业收入（亿元）	4.82	4.94	4.69	1.79
担保业务收入（亿元）	1.57	1.87	2.22	0.54
净利润（亿元）	2.13	2.70	3.85	0.91
担保准备金余额（亿元）	4.88	4.00	6.02	6.35
累计代偿率（%）	0.09	0.07	0.08	0.08
代偿保障率（%）	7.45	7.55	17.30	20.66
风险准备金充足率（%）	2.33	2.05	3.12	3.33

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、宜华健康“长期应付款”科目中按揭贷款已调整至长期债务；
3、宜华健康 2018 年上半年所有者权益收益率、总债务/EBITDA 经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“宜华健康医疗股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用级别为 **AAA**，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。上述债项级别主要考虑了广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）就本期债券兑付提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保所起到的保障作用。

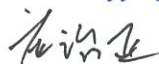
中诚信证评评定发行主体宜华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了宜华健康偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了宜华健康较雄厚的股东背景，医疗健康产业链逐渐形成、协同效应显现，收入规模快速增长、融资渠道顺畅等有利因素对公司信用质量的支持作用。同时，中诚信证评也关注到宜华健康面临的资本支出压力以及一定整合挑战等因素对公司信用质量产生的影响。

正 面

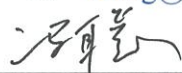
- 较雄厚的股东背景。宜华健康控股方宜华企业（集团）有限公司是一家集木业家居、医疗健康、房地产开发、投资管理四大产业于一体的集团企业，旗下拥有宜华生活科技股份有限公司及宜华健康两家上市公司，具有丰富的资本运作经验及较为雄厚的资金实力，可为宜华健康的发展提供有力的支持。
- 医疗健康产业链逐渐形成，协同效应不断显现。目前，宜华健康已形成涉及医疗后勤服务、医疗专业工程、医院及诊疗中心运营以及养老服务医疗健康产业链的业务布局，且各业务板块间逐渐发挥协同效应，表现出较好的经营业绩。

分 析 师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn



冯 翀 cfeng@ccxr.com.cn



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年11月7日



- 收入规模快速增长，且具有顺畅的融资渠道。随着业务转型的推进，宜华健康收入规模实现快速增长，近三年年均复合增长率为43.25%，毛利率亦逐年提升。同时，作为上市公司，宜华健康融资渠道顺畅，具有良好的流动性补充能力。
- 广东再担保具有很强的担保实力。广东再担保作为广东省重要的省级政策性再担保机构，具备极强的综合实力，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关 注

- 面临一定的资本支出压力。宜华健康将继续布局医疗服务、医院管理及养老服务产业，预计未来存在较大规模的投资，或面临一定的资本支出压力。
- 面临一定整合挑战。近年来随着医疗和养老板块收购项目的增加，公司经营规模不断扩大，下属管理机构数量逐渐增多，对其管理能力提出了更高的要求。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

宜华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”或“公司”）前身为麦科特光电股份有限公司（以下简称“光电股份”），成立于1993年2月，并于2000年在深圳证券交易所上市。2007年7月，光电股份将与生产、经营光学产品相关的全部资产（包括固定资产、厂房、存货以及相关债权债务）及所持有的广州北大青鸟商用信息系统有限公司90%的股权、惠州明港光电有限公司45%的股权以及相关债权债务、深圳青鸟光电有限公司94.84%的股权及相关债权出售给北京天桥北大青鸟科技股份有限公司，宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”）以广东宜华房地产开发有限公司（以下简称“宜华房产”）96%股权与光电股份出售上述资产后剩余全部资产和负债置换。同年10月，光电股份更名为宜华地产股份有限公司（以下简称“宜华地产”），主营业务变更为房地产开发。2015年宜华地产积极布局医疗健康行业，逐步剥离房地产开发业务，同年2月更名为宜华健康（股票代码000150）。截至2018年6月末，公司总股本447,804,807股¹，宜华集团持有其37.08%的股份，为其控股股东，公司实际控制人为刘绍喜先生。

公司经营业务包括医院后勤管理服务，医疗行业计算机软硬件技术开发，养老产业项目投资、策划、服务，医疗器械经营等。2014年以来，公司通过收购众安康后勤集团有限公司（以下简称“众安康”）进入医疗服务行业，2015年底公司向控股股东宜华集团出售全部房地产业务，同时收购达孜赛勒康医疗投资管理有限公司（以下简称“达孜赛勒康”）、爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司（以下简称“爱奥乐”）²，全面向医疗健康领域转型，并于2016年收购养老企业亲和源股份有限公司（以下简

称“亲和源”），实现养老产业板块的布局。目前，宜华健康已形成以医疗机构运营及服务 and 养老社区运营及服务为核心的业务板块。

截至2017年12月31日，公司总资产76.20亿元，所有者权益23.74亿元，资产负债率为68.85%；2017年，公司实现营业总收入21.16亿元，净利润1.84亿元，经营活动净现金流0.43亿元。

截至2018年6月30日，公司总资产80.06亿元，所有者权益25.08亿元，资产负债率为68.68%；2018年1~6月，公司实现营业总收入11.54亿元，净利润1.89亿元，经营活动净现金流1.69亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	宜华健康医疗股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模为人民币 2.00 亿元
债券期限	本期债券为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券票面年利率由发行人和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，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
募集资金用途	用于偿还金融机构借款
担保措施	本期债券由广东省融资再担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医疗服务行业

医疗服务是指相关医疗机构为病人提供的服务，主要包括体检、诊断、治疗、康复、预防保健、分娩、生育规划及相关服务。我国的医疗机构主要包括高端诊疗中心、医院、乡镇卫生院、社区卫生服务中心（站）、诊所（卫生所、医务室）、村卫生室、疾病预防控制中心和卫生监督所（中心）等。

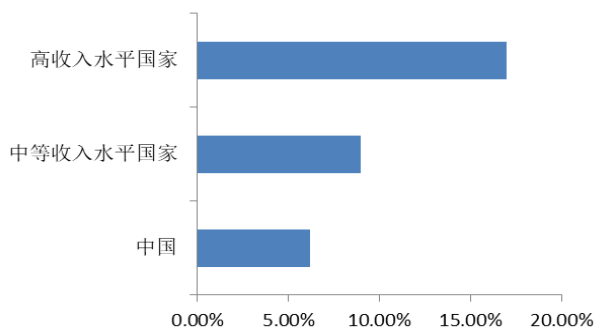
中国医疗服务市场规模巨大，并且在人口老龄化、城镇化、财富增长以及基本医疗保障制度等因素的驱动下迅速扩容。2016年我国卫生费用总额4.21万亿元，为2012年的1.53倍，年均复合增长率为11.25%。我国医疗卫生费用总额占国民生产总值比重为5.66%，仍然低于大部分中高收入水平国家。

¹ 公司 2017 年度权益分派事宜于 2018 年 7 月 16 日实施并登记完毕，转增后，公司总股本由 447,804,877 股变更为 626,926,827 股。

² 2017 年 12 月 12 日宜华健康发布公告称，因战略调整的需要，拟以人民币 3.00 亿元将持有的爱奥乐 100%股权转让给芜湖九九股权投资合伙企业（有限合伙），2018 年 4 月已完成股权过户手续，交易完成后，宜华健康不再持有爱奥乐股权，爱奥乐不再纳入其合并报表范围。

考虑到我国人口和消费的巨大基数，我国医疗服务市场距饱和状态相差甚远，医疗后勤服务市场亦存在很大的上升空间。根据《2017年我国卫生健康事业发展统计公报》，2017年全国卫生费用总额预计5.16万亿元，我国医疗卫生费用总额占国民生产总值比重为6.20%。

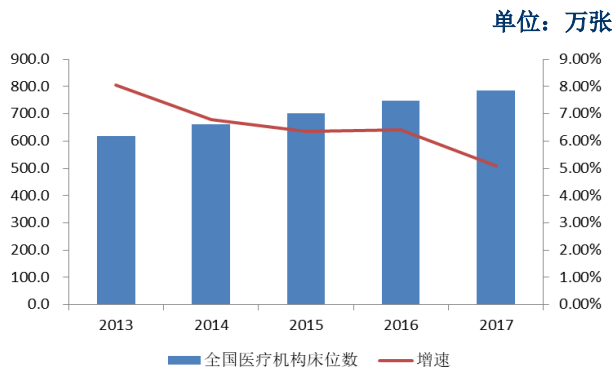
图 1：2017 年卫生费用占 GDP 百分比情况



资料来源：世界银行，中诚信证评整理

医疗服务行业整体供给的增长步伐难以与快速增长的医疗服务需求相匹配。根据统计年鉴数据，2017年末全国医疗卫生机构总数为99.5万个，与上年相比增加约2,000个；同期末全国医疗床位数约为785万张，同比增长5.09%。

图 2：2013~2017 年全国医疗机构床位数

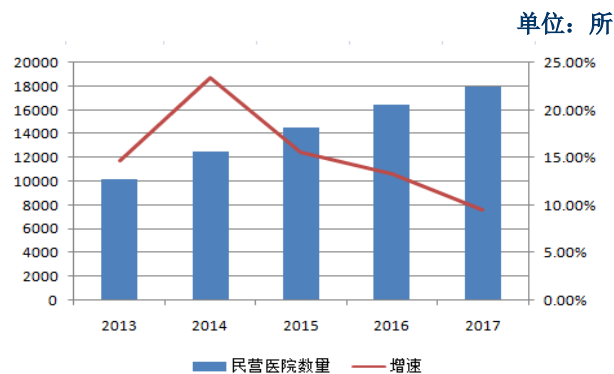


资料来源：国家卫计委，中诚信证评整理

行业格局方面，公立医院在我国的医疗服务系统中仍然占据主导地位，不仅提供约90%的服务量，也汇聚了优质的医疗资源及医疗人才。民营医疗机构相对于公立医疗机构仍处弱势，但在政策的强力支持下，民营医疗机构正步入快速发展的阶段。政府鼓励社会资本投资以提升服务质量满足民众多层次多元化的需求，新医改的深入为社会资本进入医疗服务行业带来了机遇，同时也在深远地影响市场格局。在医疗服务方面，我国将积极推进公立医

院改革，引导社会资本以多种方式参与部分公立医院改制重组，对各类社会资本举办非营利性医疗机构给予优先支持。2013年10月国务院发布了《关于促进健康服务业发展的若干意见》（国发【2013】40号），指出我国要形成公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的多元办医格局，政府将加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、等级评审、技术准入等方面同等对待的政策，引导非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团，此外，非公立医疗机构医疗服务价格将实行市场调节价。这一政策的出台有利于非公立医疗机构在我国的发展，并吸引更多社会资本加速进入医疗服务领域。受益于此，近年我国民营医院的数量和总诊疗人次数都得到了快速发展，增速已经远超过公立医院，2010~2017年，我国的民营医院数量从0.66万所增加到1.80万所，年均复合增长率15.41%。从数量占比来看，截至2017年末，民营医院数量占比已经达到60%，未来几年非公立医疗机构占比有望继续提高。

图 3：2013~2017 年全国民营医院发展情况



资料来源：国家卫计委，中诚信证评整理

此外，国务院办公厅于2015年3月30日正式印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015~2020年）》，以指导各地科学、合理地制订实施区域卫生规划和医疗机构设置规划。文件中要求“在医院床位中，每千人常住人口公立医院床位数3.3张，按照每千人常住人口不低于1.5张为社会办医院预留规划空间”。2015年我国公立医院约430万张床位，民营医院只有约103万张床位；民营医院每千人床位数约为0.75张，远小于规划数量每千人不低于

1.5张的标准，可见民营医院未来增长空间巨大。

总体来看，在人口老龄化、城镇化及财富水平迅速提高的背景下，中国医疗服务市场正处于快速扩张的阶段。同时，在政府政策的大力支持下，社会资本加速进入医疗服务行业，非公立医疗机构得到了快速发展，并有望带动医疗服务行业整体供给与需求的匹配。

医疗后勤服务行业

自2000年2月国务院体改办等八部委发布《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》以来，我国医疗机构后勤服务社会化改革开始起步，呈现出从医院自办后勤服务转变为向社会购买后勤服务的趋势。医疗后勤服务行业发展之初，服务供应商主要承担的职责以勤卫保洁、安全维护为主，业务性质较为单一，技术含量较低。随着经济的发展，医疗后勤服务的需求开始呈多元化趋势发展，除传统后勤业务外，还涉及便民商业服务、医疗辅助服务、医疗设施维护保养服务等。

从行业格局来看，目前我国医疗后勤服务市场参与者众多且竞争激烈，主要包括综合服务提供商、单一服务提供商、传统物业服务提供商及部分劳务派遣机构。参与者规模普遍较小，且由于医院地域分散的缘故，市场呈高度分散状态，形成了大部分后勤服务企业集中服务本地客户的格局。近年来，部分管理规范、资金实力较强的大型综合服务提供商如爱玛客服务产业（中国）有限公司、广东众安康后勤集团有限公司、上海吉晨卫生后勤服务管理有限公司、上海复医天健医疗服务产业股份有限公司等利用品牌优势积极进行跨区域经营，经营区域主要分布于一、二线城市。

市场方面，经过多年的发展，我国医疗后勤服务市场已发展到一定阶段。尽管如此，由于目前综合服务能力强、能够平台化运作的后勤服务提供商数量仍然较少，因此产品供给不能完全满足下游市场对服务专业化、个性化的需求。但随着竞争优势的逐步建立，相关综合服务能力较强、品牌优势较大的后勤服务提供商有望占据市场主要份额，并在此基础上满足医疗后勤服务的全面性需求。

政策上来看，2013年9月，国务院发布《国务

院关于促进健康服务业发展的若干意见》，并强调需广泛动员社会力量，多措并举发展健康服务业，加强医疗后勤第三方服务。随着国家不断深入公立医院改革，专业机构提供后勤服务已成为一项降低医院管理成本、提升后勤服务专业化和精细化水平、改善患者就诊体验的有效措施。

总体来看，现阶段国内医疗后勤服务行业竞争较为激烈，参与者以中小企业为主且所提供服务仍然缺乏多样性，但随着国家政策的引导及竞争格局的变化，国内医疗后勤服务企业综合服务能力和专业化水平将有望得到转变。

医疗器械行业

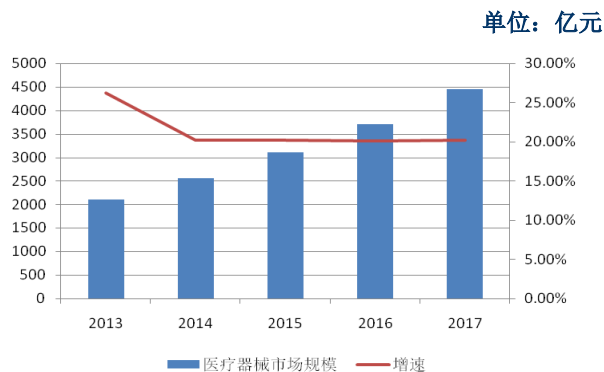
医疗器械行业是一个产品品种多、技术门类广、生产规模大小不一的特殊行业。该行业是医疗卫生体系建设的重要基础，具有高度的战略意义，其战略地位受到了世界各国的普遍重视，已经成为一个国家科技进步和国民经济现代化水平的重要标志，其核心技术涵盖医用高分子、血液学、生命科学、检验医学等多个学科。

从目前国内行业格局来看，国内医疗器械行业集中度总体偏低，呈现小而散的状态，主要为民营企业 and 三资企业，并未形成规模发展，绝大部分停留在零散分布、低水平恶性竞争的粗放增长阶段。截至2017年末，国内医疗器械生产企业约1.60万家，同比增长4.28%，其中80%以上的企业为收入规模不足2,000万元的中小企业。同时，由于国内医疗器械行业起步晚、创新能力较弱、科研投入不足等原因导致高端医疗器械较少，本土医疗器械企业在高端市场的占有率较低，大约70%左右的医疗器械中高端市场被国外企业占据，国内医疗器械中高端市场面临外企垄断的竞争格局。但随着国内医疗器械行业的不断发展成熟，中高端市场被外企垄断的现象正逐步改善。

市场方面，中国老龄化趋势使得医疗器械特别是一些特定的医疗器械如供氧机、血糖仪等产品的市场需求不断扩张。2012年至2017年，中国医疗器械行业收入的复合增速达21.46%，远高于全球7%~8%的增速。2016年，中国医疗器械市场总规模达3,700亿元，同比增长20.13%，排名世界第二。2017

年,我国医疗器械市场总规模达4,450亿元,增长率为20.27%。此外,基层医改推动了各级政府将更多的财力和物力投向基层。根据新医改的相关方案,从2009年到2020年,卫生部同国家发改委将投资1,000亿元,支持建设全国约2,000所县级医院、5,000所中心卫生院和2,400所社区卫生服务中心,并对基层医疗卫生机构中的装备配置开展医疗器械集中采购工作。随着医保覆盖面的扩大和基层报销比例的提高,基层医疗机构对医疗器械的需求有望大幅增加。由于国家卫计委明确表示在基层医疗机构器械采购中将严格执行《政府采购法》优先采购国产医疗器械,同时医疗设备存在8~12年的更新周期,为国内医疗器械企业的持续发展提供了保障。

图 4: 2013~2017 年中国医疗器械市场规模情况



资料来源: 中国产业信息网, 中诚信证评整理

政策方面,由于医疗器械关系到民众健康及生命安全,政府的支持国内医疗器械企业发展的同时对医疗器械行业的监管也逐步加强。2014年6月1日,国内正式施行新版的《医疗器械监督管理条例》(以下简称“《条例》”),与旧版相比,新版《条例》按照风险程度对器械进行分类监管,强化了企业的质量管理制度和质量管理体系,并新增了不良事件处理和医疗器械的召回章节。2015年10月,《医疗器械使用质量监督管理办法》(国家药监局令 第18号)发布,自2016年2月1日起要求医疗器械使用单位必须由其制定部门或人员进行统一采购,其他人员不得自行采购,并要求使用单位对植入和介入人类医疗器械建立使用记录,确保信息可追溯。

总体来看,我国医疗器械行业以中小企业为主,进入门槛较低,核心技术较为缺乏,目前仍处于粗放增长阶段,与国外企业相比处于滞后状态。

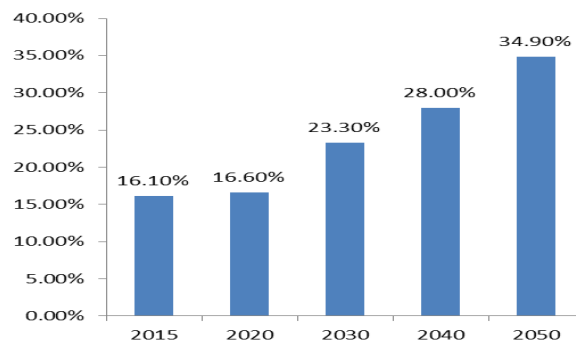
但随着基层医改的推动,基层医疗机构对国产医疗器械的需求将有较大增长,国内医疗器械行业状况有望得到改善。

养老服务行业

养老服务是指为老年人提供饮食起居、清洁卫生、生活护理、健康管理和文体娱乐活动等服务。养老服务项目既体现老年人养老居住的需求,也能享受到各方面社会化的服务。与居家养老相比,专业养老服务在居住环境、生活家务、医疗保障、精神文化等方面都有着特有的优势,能为老年人提供一体化的养老配套服务。

当前,我国已经进入人口老龄化快速发展的阶段,根据统计资料显示,截至2017年底我国60周岁以上老年人24,090万人,占总人口的17.30%,其中65岁及以上人口15,831万人,占总人口的11.40%。人口统计数据显示,我国从1999年进入人口老龄化社会到2017年的18年间,老年人口净增1.1亿。预计到2050年前后,我国老年人口数将达到峰值4.87亿,占总人口的34.90%,趋于严峻的人口老龄化问题将带动养老产业整体的市场化发展。

图 5: 未来中国老龄化情况发展预测

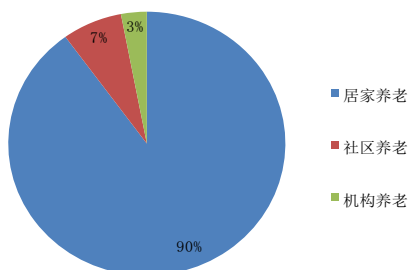


资料来源: 中国产业信息网, 中诚信证评整理

随着人口老龄化程度的加深以及家庭养老功能的逐渐弱化,养老公寓等专业养老服务项目将承担起更多的养老责任。此外,社会发展水平的提高及养老人群收入的增加,使得中国老人“养儿防老”的观念正在发生积极变化,越来越多的老年人开始存在选择机构养老的意向,这将增加对养老公寓的需求量。截至2017年,我国有近90%的老年人选择居家养老,约7%的老年人在社区享受日间照料和托老服务,只有不到3%的老年人入住养老机构。而在西方发达国家,5%~15%的老年人采用机构养老,

其中北欧大约为5%~12%，英国大约为10%，美国大约为20%。我国老年人入住养老机构比例远低于发达国家水平，且我国人口基础庞大，未来养老服务行业具备巨大的潜力。

图 6：2017 年我国养老类型占比



资料来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

政策上，近年来养老服务行业利好政策频出，2013 年，国务院印发了《关于加快发展养老服务业的若干意见》等多项政策，从投融资、用地、人才及运营等多方面对养老产业的发展进行扶持。这些政策从国家政府层面明确了养老产业作为我国新兴朝阳产业之一的地位，有利于促进我国社会养老服务体系及养老服务行业的发展。

从当前国内养老服务市场格局来看，虽然养老服务行业巨大的潜力吸引了众多企业的参与，但是竞争者在规模和能力方面并不均衡。目前市场中主要存在三类竞争者。第一类为保险机构，保险机构参与投资不动产需要满足保监会发布的《保险资金投资不动产暂行办法》中资本金、盈利和人员等方面的要求，获得投资资质的保险企业较少，截至 2017 年末仅有泰康人寿、中国平安、太平洋保险等六家保险机构。第二类为房地产开发商推出的养老地产项目，万科、保利、华润等地产公司先后专门成立了养老产业的研究团队，传统房地产企业已纷纷进入养老地产行业。第三类为医疗机构推出的养老服务项目，医疗改革的到来为国内医疗机构带来了巨大的商机，目前国内医疗机构倾向于打造医疗健康完整产业链，养老服务有望成为国内医疗机构新的增长点。总体而言，当前国内养老服务行业企业间的竞争较为激烈，而养老产业项目多采用出租模式，租金普遍低于商业地产，资金回笼速度较慢，故在行业竞争中资本实力较强的企业较有优势。

总体来看，目前国内养老服务行业尚处起步阶段，行业竞争激烈，参与者众多且规模大小不均衡。随着国内经济水平的提高、人口老龄化问题的加深、养老观念的转变及相关利好政策的出台，养老服务行业有望得到较快发展。

竞争实力

较为雄厚的股东背景，具有丰富的资本运作经验和资金实力

公司控股方宜华集团是一家集木业家居、医疗健康、房地产开发和投资管理四大产业于一体的集团企业，业务呈现多元发展格局，整体具备较雄厚的实力。

宜华集团旗下木业家居业务由宜华生活科技股份有限公司（以下简称“宜华生活”）负责运营，近年来木业家居产业链整合不断推进，一方面向上游买林造林资源拓展，另一方面向下游推进国内营销网络的渠道建设，形成了纵贯“人工造林、林地采伐、木材加工、产品研发、家具制造、销售网络”一体化经营模式的家具企业，宜华生活不仅是在中国家居行业中少有的在国外市场采用自有品牌销售的企业之一，同时亦形成了完整产业链的经营模式，具备很强的市场竞争实力。同时，宜华健康打造的医疗健康板块产业链亦逐渐形成，通过资本运作收购企业整合，成功构建医疗养老后勤服务、医疗机构专业服务和养老社区专业服务的“三位一体”服务体系，协同效应逐步显现。此外，宜华生活和宜华健康作为 A 股上市企业，具有较为顺畅的融资渠道，在资本运作方面经验丰富，资金实力较强。

宜华集团较雄厚的股东实力背景以及核心业务的良好经营表现有助于推进宜华健康各项战略规划的落地实施，对房地产转型升级、医疗健康板块的投资形成有力的支撑，同时利用宜华集团内部发展较为成熟的地产及家居行业，宜华健康有望在养老产业上实现快速协同发展。

医疗健康产业链逐渐形成，协同效应逐步显现

近年来，公司逐步剥离房地产业务，通过收购方式进入医疗健康产业。截至 2018 年 6 月末，公

司持有众安康、达孜赛勒康和亲和源 100%股权，在医疗健康领域布局逐渐完成。

通过对旗下资源的整合，公司已形成以众安康为主的医疗后勤综合服务和医疗专业工程业务、以达孜赛勒康为主的医院管理咨询服务和诊疗中心合作业务、以及以亲和源为主的会员制养老社区运营业务。上述业务板块协同发展，协同效应逐步显现。

具体来看，达孜赛勒康的诊疗中心合作业务与众安康医疗后勤服务形成优势互补，众安康可为达孜赛勒康的诊疗中心提供专业化的后勤综合服务，达孜赛勒康诊疗中心的医疗专业工程可由众安康来负责建设；同时，亲和源的养老业务与众安康启动的养老服务工程相呼应，并在养老社区的运营管

理等多方面形成互助，能够较为有效的降低运营成本。

业务运营

公司积极推动房地产业务转型，逐步打造医疗健康板块，通过收购众安康、达孜赛勒康、爱奥乐和亲和源，目前已形成医疗后勤服务、医疗机构投资及运营以及养老服务业务板块。2015~2017 年，公司营业收入分别为 10.31 亿元、12.96 亿元和 21.16 亿元。其中，2017 年来源于医疗板块和养老板块的营业收入占比分别为 92.11%和 7.89%。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.54 亿元，医疗业务收入占比为 82.47%。

表 2：2015~2018.H1 宜华健康营业收入构成

单位：亿元、%

分部	2015		2016		2017		2018.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医疗版块	9.40	91.14	12.75	98.35	19.49	92.11	9.52	82.47
养老版块	-	-	0.17	1.33	1.67	7.89	2.02	17.53
房地产销售	0.91	8.86	0.04	0.33	-	-	-	-
合计	10.31	100.00	12.96	100.00	21.16	100.00	11.54	100.00

注：由于数据经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

众安康

2015 年 1 月，公司以现金支付及发行股份的方式完成对众安康 100%股权的收购，共支付交易对价 7.20 亿元，其中现金支付 1.48 亿元，以发行股份方式支付 5.72 亿元，正式布局医疗健康产业。众安康主要从事医疗后勤综合服务和医疗专业工程建设。

众安康成立于 1999 年 11 月，截至 2018 年 6 月末，注册资本 2 亿元，为宜华健康的全资子公司。作为医院非诊疗业务综合服务供应商，众安康在为医院提供医疗辅助服务、医疗设施维护和保养、环境管理、安全管理等医疗后勤服务的基础上，将业务范围扩大到医疗专业工程领域，包括医院手术室、重症监护室、消毒供应室、产房等的洁净工程和医用氧气供应站、医疗正负压气流系统工程等业务。目前，众安康已形成医疗后勤综合服务和医疗专业工程两大主营业务，基本囊括了医院除诊疗服

务外的所有服务项目。

表 3：众安康主要服务项目明细

服务项目	具体内容
物业管理服务	锅炉太阳能供热系统、氧气中央制氧供给系统、正负压系统、变配电系统、电梯系统、给排水系统、污水处理系统、房屋本体及室内外公用设施管理与养护等
医疗辅助	导医、护工、病人陪护、医用被服洗涤等
器械	智能健康垫、智能健康枕、智能健康毯等
医疗工程	洁净工程（层流净化）、医用气体工程、X 射线防护工程、医院智能化；手术室、ICU、中心供氧、正负压设备运行维护
医院后勤管理	职工用餐、接待餐饮、病患者营养配套；物资采购配送、总务仓库管理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

医疗后勤服务方面，医疗后勤服务内容涵盖医疗辅助服务、医疗设施维护和保养服务、环境管理服务、安全管理服务等医院非诊疗服务。众安康服务主要客户为各类医疗机构，业务一般通过招投标的方式取得，主要步骤包括获取业务信息、组织投

标和签订服务合同。盈利模式上，众安康每月与医院根据合同确认结算价款，其主要成本为大量的低值易耗品及员工工资。

医疗专业工程方面，众安康专业为医院提供符合国内及国际化标准规范的手术室、各类 ICU 监护室、化验室、实验室、洁净用房及中心供氧系统和特种仪器设备功能设施的专业设计、装饰及设备配

置，同时近年来众安康还承接了大型的医院整体建设工程。盈利模式上，医疗专业工程业务主要通过招投标的方式取得，根据合同签订方案，众安康负责工程施工材料采购，提供建筑施工劳务，并对全过程的各环节实施有效的监控，按照完工进度确认收入。

表 4：2015~2018.H1 众安康业务开展情况

	2015	2016	2017	2018.H1
服务医院数量（家）	96	128	153	180
医疗后勤服务收入（万元）	66,539.24	68,467.19	88,144.56	46,714.52
医疗专业工程收入（万元）	27,451.51	32,101.42	60,844.44	14,183.78
营业总收入（万元）	93,990.74	100,568.61	148,989.00	60,898.30
净利润（万元）	8,292.91	10,703.13	15,347.42	6,055.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业务运营方面，2015~2017 年，众安康服务医院数量分别为 96 家、128 家和 153 家，实现营业收入 9.40 亿元、10.06 亿元、14.90 亿元，其中医疗后勤服务收入分别为 6.65 亿元、6.85 亿元和 8.81 亿元，实现医疗专业工程收入分别为 2.75 亿元、3.21 亿元和 6.08 亿元。2018 年 1~6 月，众安康服务医院数量达到 180 家，实现营业收入 6.09 亿元，其中医疗后勤服务收入和医疗专业工程收入分别为 4.67 亿元和 1.42 亿元。

业绩承诺方面，宜华健康收购众安康的交易方案中，众安康原股东（林正刚等 12 名自然人）承诺众安康 2015 年、2016 年、2017 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 7,800 万元、10,140 万元、10,059.33 万元，2015 年~2017 年众安康分别实现扣除非经常性损益后的净利润为 7,858.17 万元、10,394.51 万元和 15,295.10 万元，较好完成业绩承诺。

达孜赛勒康

2016 年 1 月，公司以现金支付方式完成购买达孜赛勒康 100% 股权，共支付交易对价 12.72 亿元。达孜赛勒康业务分为医院管理与咨询、诊疗中心两个业务板块。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，达孜赛勒康分别实现营业收入 1.44 亿元、2.29 亿元、3.61 亿元和 3.21 亿元，同期净利润分别为 0.59 亿元、1.30 亿元、1.83 亿元和 0.96 亿元。

医院管理与咨询服务板块方面，达孜赛勒康为医院提供管理和咨询服务，收取咨询管理服务费。达孜赛勒康提供服务的医院包括托管医院和并表医院二类。托管医院为第三方医院，同达孜赛勒康没有关联，达孜赛勒康按客户医院经审计的年度总收入的一定比例计提咨询管理服务费；并表医院为达孜赛勒康投资的盈利性质医院，有控股权，投资医院的收入实现并表，截至 2017 年末，公司控股的医院为 12 家。

2017 年，达孜赛勒康继续加速医疗机构的投资布局，先后收购了余干仁和医院有限公司、杭州养和医院有限公司、昆山长海医院有限公司、江阴百意中医医院股份有限公司等 8 家医院，合计支付对价 7.13 亿元。2017 年，达孜赛勒康控股的各家医院的运营情况良好，均较好地完成的业绩承诺指标。

诊疗中心业务板块，达孜赛勒康与医院建立合作关系通过合作分成的方式为患者提供医疗服务。具体来看，达孜赛勒康提供包括 OUR-QGD 型立体定向伽马射线全身治疗系统、KLF-A 型 OPEN 式立体定向放疗系统的高端肿瘤诊疗设备，并提供相应的配套增值服务，合作医院提供医技人员、医疗场地等。盈利模式上，根据达孜赛勒康与合作医院签订的《合作协议》，合作医院方按照项目毛收入计提收益，在医院方提取相关收益后剩余收益扣除

诊疗中心发生的成本后为达孜赛勒康的收益。截至 2018 年 6 月末，达孜赛勒康共有诊疗中心 3 家，位

表 5：达孜赛勒康诊疗中心情况

单位：万元

诊疗中心	合作医院	所在城市	收入			
			2015	2016	2017	2018.H1
伽马刀	455 医院	上海	12,883.76	9,226.01	463.06	179.71
PET-CT	宁波明州	宁波	277.22	1,442.52	1,785.99	1,493.80
直线加速器	宁波明州	宁波	-	-	62.39	481.06
合计			13,160.98	10,668.53	2,311.44	2,154.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业绩承诺方面，在宜华健康收购达孜赛勒康的交易方案中，西藏大同康宏医疗投资合伙企业（有限合伙）及其实际控制人承诺 2015~2020 年达孜赛勒康实现扣除非经常性损益后归属母公司股东的税后净利润分别不低于人民币 6,165 万元、11,141 万元、15,235 万元、19,563 万元、21,410 万元和 23,480 万元。2015~2017 年达孜赛勒康实现扣除非经常性损益后的净利润分别为 6,183.67 万元、12,703.53 万元和 16,619.05 万元，均完成业绩承诺。

爱奥乐

2016 年 2 月，宜华健康完成对爱奥乐 100% 股权收购，交易对价 3 亿元，全部以现金支付。爱奥乐成立于 2004 年 4 月，主营业务是利用生物传感技术研发、生产、销售及时检测产品，产品线可分为传统医疗监测产品、远程医疗检测产品及 OEM/ODM 系列。2015~2017 年爱奥乐分别实现营

业收入 0.83 亿元、1.23 亿元和 0.99 亿元。

爱奥乐的传统医疗检测产品主要包括传统血压计、血糖仪及试纸、体温计，其中血糖仪与配套试纸是一一对应的封闭体系，不同品牌和型号的仪器和试纸不能通用。远程医疗检测产品方面，爱奥乐于 2013 年开始生产 GPRS/WIFI/蓝牙系列远程血糖、血压仪，是国内最早拥有生产许可证的企业之一。OEM/ODM 产品方面，爱奥乐目前与腾讯、九号云健康、北京叮当云健康、血糖宝、江苏先声健康医药有限公司等签订 OEM/ODM 采购合同，为客户贴牌生产指定产品。2015~2017 年，爱奥乐传统医疗监测产品销售收入分别为 4,433 万元、7,691 万元和 7,966 万元，远程医疗监测产品（含 OEM/ODM 系列）销售收入分别为 3,872 万元、4,584 万元和 1,944 万元。

表 6：爱奥乐产品分类

类型	产品	2015年销售收入（万元）	2016年销售收入（万元）	2017年销售收入（万元）	2018年1~4月销售收入（万元）
传统医疗监测产品	血压计、血糖仪及试纸、体温计	4,433	7,691	7,966	749.69
远程医疗监测产品	血压计、血糖仪及试纸	3,872	4,584	1,944	1,392.27

注：远程医疗监测产品为 OEM/ODM 系列

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，爱奥乐根据订单情况组织采购。在供应商选择上，爱奥乐制定了严格的标准，通过接洽、实地考察等方式，从质量、价格、供货及时性等方面对供应商进行综合评价，选择信誉良好者建立备选的合格供应商目录。另外，对于一般原材料，爱奥乐会选择两个以上供应商；基于规模效应的考量，部分原材料爱奥乐只选用一家供应商。

生产方面，爱奥乐产品生产由生产部负责具体实施。对于检测仪生产，爱奥乐主要负责 PCB 电子线路的设计、软件的设计以及后续软件的烧录和调试等核心工序；在血糖试纸生产方面，爱奥乐通过定制的方式从供应商处获取裸片，其后负责裸片电子线路的设计、醇液的配制等核心工序。

销售方面，爱奥乐目前主要销售渠道包括国内

药店、国内 OEM/ODM、出口及电子商务。目前，爱奥乐拥有 3 万个零售药房终端，并建立了医院相关投标专属团队，展开与医院的供应商合作，同时在天猫、京东、1 号店等电商平台开设网店进行产品销售。在定价方面，国内药店、出口及电子商务渠道主要是参照行业水平和竞争对手情况，在保证

合理的产品毛利率的基础上确定销售价格；对于 OEM/ODM 渠道，爱奥乐通过成本加成的方法确定销售价格。爱奥乐销售集中度较高，2015~2017 年前五大客户销售额分别为 4,602 万元、5,096 万元和 4,092 万元，占比分别为 55.43%、41.53%和 41.30%。

表 7：2015~2017 年爱奥乐销售额排名前五客户情况

客户	2015 年销售额 (万元)	占比 (%)	客户	2016 年销售额 (万元)	占比 (%)	客户	2017 年销售额 (万元)	占比 (%)
深圳市腾讯计算机系统有限公司	1,733	20.87	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1,621	13.20	乐寿（北京）健康科技有限公司	2,282	23.03
北京北湖九号云健康科技有限公司	1,606	19.34	乐寿（北京）健康科技有限公司	1,064	8.67	泉州兴贤医院有限公司	495	5.00
佰奥乐有限公司	797	9.60	山东康诺盛世医药有限公司	909	7.41	深圳市腾讯计算机系统有限公司	458	4.62
中科云健康科技（北京）有限公司	287	3.46	武汉联众云网信息科技有限公司	770	6.28	Controller Comercio e Servicos Ltda.	456	4.60
中科政平数控科技（北京）有限公司	179	2.16	Controller Comercio e Servicos Ltda.	732	5.97	北京康康盛世信息技术有限公司	401	4.05
合计	4,602	55.43	合计	5,096	41.53	合计	4,092	41.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业绩承诺方面，根据宜华健康购买爱奥乐股权的交易方案，交易对方北京爱马仕投资管理有限公司（以下简称“爱马仕”）与肖士诚承诺 2016~2020 年实现扣除非经常性损益后归属母公司股东的税后净利润分别不低于 2,000 万元、3,502 万元、4,500 万元、5,000 万元和 5,501 万元。2016~2017 年，爱奥乐分别实现扣除非经常性损益后归属母公司股东的税后净利润为 2,023.74 万元和 1,306.12 万元，2016 年实际盈利数高于承诺盈利数，2017 年爱奥乐未实现业绩承诺，主要原因系受市场因素影响，导致其产品销售达不到预期，交易对方爱马仕与肖士诚应当按照协议向公司支付补偿款 3,178.28 万元。

2017 年 12 月 12 日，公司第七届董事会第九次会议审议通过《关于出售爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司 100%股权的议案》，公司拟以人民币 3 亿元将持有的爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司 100%股权转让给芜湖九九股权投资合伙企业（有限合伙），并与肖士诚、芜湖九九股权投资合伙企业（有限合伙）、爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司、西藏爱马仕投资管理有限公司签订《关于爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司股权转让的协议书》。2018

年 4 月 24 日，爱奥乐已经完成股权过户手续。本次交易完成后，公司不再持有爱奥乐公司 100%股权，爱奥乐不再纳入公司合并报表范围，原《股权收购协议》终止。

亲和源

2016 年 11 月，宜华健康完成对亲和源 58.33% 股权的收购，交易对价 4.08 亿元，以现金方式支付。收购前，亲和源由上海亲和源置业有限公司（以下简称“亲和源置业”）、TBP Nursing Home Holdings (H.K.) Limited、上海浦东新区康桥镇集体资产管理有限公司、周星增和奚志勇持有，持股比例分别为 30%、25%、20%、13.33%和 11.67%。2017 年 11 月公司完成了亲和源集团有限公司剩余 41.67% 股权的收购，亲和源成为公司的全资子公司，交易对价为 2.92 亿元。

亲和源是一家从事会员制养老社区运营及提供养老服务管理的专业服务公司。目前亲和源主要运行了四条产品线，覆盖养老社区、休闲养老、医疗护理、养老咨询及委托运营等方面。亲和源采用俱乐部、会员制养老模式，收入来源主要为出售会员卡 and 会员入住后的年费。

项目方面，截至 2018 年 6 月末，亲和源经营项目为 9 个，其中上海亲和源项目为旗舰店项目，建筑面积 9.55 万平方米，项目入住率为 94.87%。

近年来亲和源业务不断发展，在海南三亚、浙江海宁、浙江宁波等地通过控股或参股的形式实现初步扩张。

表 8：截至 2018 年 6 月末亲和源经营项目情况

项目	获取方式 (自建/租赁/收购/参股等)	规模(平方米)	入住率
上海亲和源	自建	95,502	94.87%
海南亲和源	收购	13,037	旺季 60%-70%，淡季 20%-30%
上海迎丰亲和源	租赁	18,400	63.49%
辽宁营口亲和源	参股	80,000	15.61%
浙江桐乡亲和源	租赁	27,860	29.63%
象山亲和源项目	自建	89,000	建设期
青岛亲和源项目	租赁	27,901	装修期
杭州亲和源项目	租赁	34,607	装修期
海宁亲和源项目	参股	84,104	一期入住率 87.56%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营方面，2015~2017 年，亲和源分别实现营业收入 0.90 亿元、0.85 亿元和 1.67 亿元。利润方面，近年来亲和源整体呈现亏损状态，但 2017 年亏损有所收窄，2015~2017 年分别亏损 0.27 亿元、0.28 亿元和 0.04 亿元。2018 年 1~6 月，亲和源实现营业收入 2.02 亿元，同期净利润为 0.78 亿元。此外，考虑到养老项目前期资金投入较大，运营成本较高，亲和源未来盈利具有一定的不确定性。

战略规划上，亲和源将加大对养老市场的开拓，探索连锁经营模式，形成规模效应，稳步提升经营利润。截至 2018 年 6 月末，亲和源投资的项目为 9 个，计划总投资额约 39.92 亿元，已投资金额为 24.64 亿元，尚需投资 15.28 亿元，未来或存在一定的资本支出压力。

表 9：截至 2018 年 6 月末亲和源投资项目情况

单位：万元

项目	拟投资金额	已投资金额
上海康桥项目	58,271	58,663
海南亲和源	28,144	28,144
上海迎丰项目	29,643	8,695
辽宁营口亲和源	50,000	40,200
浙江桐乡亲和源	30,610	734
象山亲和源项目	64,000	29,483
青岛海尔项目	47,556	8,145
杭州久茂项目	34,970	24,291
浙江海宁琳轩	56,000	48,014
合计	399,194	246,369

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业绩承诺方面，奚志勇承诺亲和源 2016 年亏损不超过 3,000 万元、2017 年亏损不超过 2,000 万元、2018 年亏损不超过 1,000 万元、2019 年净利润不低于 2,000 万元、2020 年净利润不低于 4,000 万元、2021 年净利润不低于 6,000 万元、2022 年净利润不低于 8,000 万元、2023 年净利润不低于 10,000 万元。2016~2017 年亲和源分别亏损 2,831.19 万元和 696.66 万元，损失金额在业绩承诺范围内。

房地产业务

公司原有主营业务为房地产开发，近年来开发建设的项目包括汕头水岸名都、梅州金色华府、湘潭湘江名城以及外砂一期项目等。

项目运作方面，2013~2015 年公司实现销售面积分别为 9.17 万平方米、5.08 万平方米和 4.26 万平方米，实现签约销售金额分别为 4.58 亿元、0.99 亿元和 1.29 亿元。结算方面，2013~2015 年公司实现结算面积分别为 16.04 万平方米、5.26 万平方米和 4.13 万平方米，结算金额分别为 7.41 亿元、1.49 亿元和 1.33 亿元。整体来看，受公司业务转型影响房地产业务呈收缩态势。

表 10：2013~2015 年公司房地产项目经营情况

单位：万平方米、亿元

指标	2013	2014	2015
销售面积	9.17	5.08	4.26
签约金额	4.58	0.99	1.29
结算面积	16.04	5.16	4.13
结算金额	7.14	1.49	1.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年 9 月 21 日，公司发布《第六届董事会第十九次会议决议公告》，审议通过了《关于公司符合上市公司重大资产重组条件的议案》。公司拟向宜华集团出售其持有的广东宜华房地产开发有限公司（以下简称“广东宜华”）100%股权、梅州市宜华房地产开发有限公司（以下简称“梅州宜华”）100%股权、汕头市荣信投资有限公司（以下简称“汕头荣信”）100%股权。宜华集团拟以支付现金方式购买上述三家公司股权，广东宜华、汕头荣信和梅州宜华的交易对价分别为 184,368.14 万元、9,419.89 万元和 11,620.08 万元，合计 205,408.11 万元。2015 年 12 月 31 日，公司公告称已收到宜华集团支付的梅州宜华 50%股权转让款 5,811 万元及汕头荣信 50%股权转让款 4,710 万元，在收到上述 50%股权转让款后，公司已向工商登记部门办理了相关工商变更登记，梅州宜华和汕头荣信股东变更为宜华集团，其 100%股权已过户至宜华集团名下。2016 年 4 月 8 日，公司已收到宜华集团支付广东宜华 50%股权转让款 9.22 亿元，广东宜华 100%股权已过户至宜华集团名下，相关工商登记已经完成。至此，公司已完成了房地产开发业务的完全剥离。

总的来看，宜华健康医疗健康产业布局逐步完成，涉及医院管理运营、医疗后勤服务、诊疗中心运营以及养老服务的全产业链初具雏形，且旗下收购企业业绩承诺完成情况较好，未来随着各业务板块协同效应凸显，其经营业绩有望进一步提升。

战略发展

公司目前在医疗大健康领域确立以医疗机构运营及服务、养老社区运营及服务为主的两大业务核心，构建全国性医疗综合服务平台和连锁式养老服务社区，逐步形成全面融合的医养结合运营体系，同时延伸到医疗专业工程、健康护理及康复、

互联网医疗等领域，打造体系完整、协同高效的医疗及养老产业生态链。

未来，公司将继续聚焦医疗产业及养老产业的投资、运营及服务，围绕医疗机构运营、养老社区运营、医疗后勤服务、医疗专业工程等领域，整合国内外优质的医疗和养老资源，同时带动互联网医疗、医疗教育、医疗保险和金融等相关产业，逐步构建以用户为核心、医疗机构和养老社区为载体、大数据为基础、智慧医疗为方向的医疗健康产业生态圈，最终使公司成为体系完整，协同高效的医疗及养老产业平台型上市公司。

总的来看，随着公司业务转型的推进，公司将加大对医疗服务行业的资源整合，挖掘协同优势，延长健康产业链，以较快速度增强其在医疗健康领域的竞争实力。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》和其他相关法律、法规的相关规定，制定了较为完善的法人治理结构。

公司设有股东大会，是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划、审批董事会报告、审批监事会报告、审批公司年度财务预算方案和决算方案等。同时，公司设有董事会，对股东大会负责；董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，董事会负责召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等；公司董事由股东大会选举或更换，任期每届三年，任期届满，可连选连任。此外，公司设有监事会，由 3 名监事组成，设主席 1 人；监事会负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务、对董事或高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司股东、董事、监事及管理层各司其职，为公司合理规范运营提供保障。公司股东大会、董事会、监事会和管理层的职责权限明晰，形成了决策、执行和监督相互分离、相互制衡的组织架构体系，

为公司的整体协调运作提供了有力支持。

内部管理

公司制定了较为完善的规章制度以规范日常工作的运作。

资金管理方面，公司制定了《资金管理制度》、《费用开支审批制度》、《财务预决算管理制度》、《财务印章和票据管理制度》等管理制度及业务流程，加强对资金活动的管理，明确筹资、投资、运营等环节的职责权限和岗位分离要求，确保资金安全和有效的运作。

资产管理方面，公司制定了《固定资产管理制度》、《无形资产管理制度》等资产管理制度及业务流程，规范资产管理流程，明确资产取得、验收入库、仓储保管、领用发出、盘点处置等环节的要求，确保资产管理全过程得到有效控制。

销售方面，公司制定了《策划销售管理制度》、《销售合同管理制度》、《销售核算及应收款管理制度》，以及《医疗综合后勤服务管理制度》等销售管理制度及业务流程，明确医疗后勤开发项目、销售收款、运营客户、核算管理等环节的职责和审批权限。

采购方面，公司制定了《采购管理制度》、《采购应付款管理及支付管理制度》、《发票管理制度》等，统筹安排采购计划，明确请购、审批、购买、验收、付款等环节的职责和审批权限，有效防范采购环节存在的风险，确保物资采购满足企业生产经营需要。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

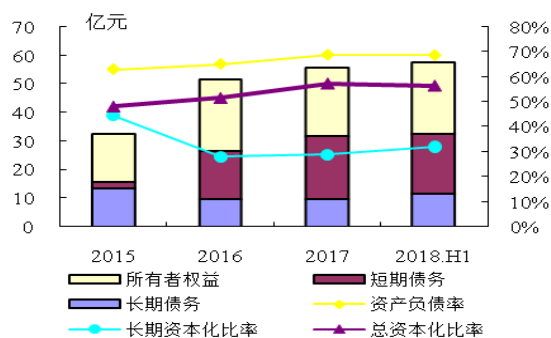
以下财务分析基于宜华健康提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2016 年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年上半年财务报表，以下数据均为合并报表口径。

资本结构

近年来，公司剥离房地产业务并积极布局医疗健康产业，随着并购企业的增加，公司总资产规模持续上升，2015~2017 年末分别为 45.50 亿元、72.00 亿元和 76.20 亿元，年均复合增长率为 29.42%。同时，为满足业务转型的资金需求，公司负债规模亦有显著提升，同期末分别为 28.66 亿元、46.90 亿元和 52.46 亿元，年复合增长率为 35.29%。自有资本实力方面，近年公司所有者权益有所波动，2015~2017 年末分别为 16.83 亿元、25.10 亿元和 23.74 亿元，2017 年所有者权益下降主要系公司收购亲和源集团有限公司剩余 41.67% 股权，冲减资本公积 2.27 亿元所致。另截至 2018 年 6 月末，公司资产总额为 80.06 亿元，负债总额为 54.98 亿元，所有者权益为 25.08 亿元。

财务杠杆方面，2015~2017 年末公司资产负债率分别为 63.00%、65.13% 和 68.85%，总资本化率分别为 48.12%、51.55% 和 57.33%，财务杠杆率在公司转型过程中有所上升，但处于适中水平。另截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 68.68% 和 56.50%。

图 7：2015~2018.H1 公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司以非流动资产为主，2015~2017 年及 2018 年 6 月末占比分别为 22.87%、54.32%、62.84% 和 57.79%。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成。截至 2017 年末，公司长期股权投资余额为 3.34 亿元，主要包括对联营企业汕头市宜鸿投资有限公司的投资。固定资产 2017 年末余额为 8.43 亿元，主要系房屋和建筑物。无形资产年末余额为 6.19 亿元，主要包括土地使用权和收益权。商誉年末余额

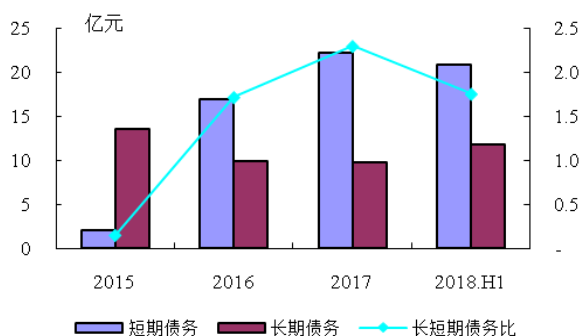
为 22.08 亿元，同比增长 29.01%，主要系收购余干仁和医院有限公司、达孜慈恒医疗投资有限公司等所致。截至 2018 年 6 月末，公司长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉账面金额分别为 3.34 亿元、7.14 亿元、5.97 亿元和 19.30 亿元。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 4.61 亿元，较上年末下降 70.60%，主要系当年归还到期银行贷款较多、拓展业务而支付股权款、工程款较多所致；应收账款年末余额为 8.52 亿元，同比增长 203.65%，主要系收购医院后合并统计医院的应收医保款所致；预付款项年末余额为 7.99 亿元，账龄一年以内占比为 69.23%；同期末，其他应收款账面余额为 5.36 亿元，同比增长 20.59%，包括集团内往来款 1.75 亿元及押金、保证金 2.66 亿元。另截至 2018 年 6 月末，公司货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款账面金额分别为 3.67 亿元、10.83 亿元、9.35 亿元和 7.83 亿元。

负债方面，公司负债主要由其他应付款和有息债务构成。2017 年末，公司其他应付款账面余额为 11.09 亿元，主要为其他往来款 1.41 亿元和股权转让款 9.43 亿元。2018 年 6 月末，公司其他应付款账面余额为 14.32 亿元。

债务方面，2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 15.61 亿元、26.71 亿元和 31.90 亿元，呈上升趋势。债务期限结构方面，公司以短期债务为主，2015~2017 年末长短期债务比分别为 0.15 倍、1.72 倍和 2.30 倍，公司以短期债务为主，或面临一定集中偿付压力。另截至 2018 年 6 月末，公司总债务为 32.57 亿元，长短期债务比为 1.76 倍。

图 8：2015~2018.H1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司已完成地产业务的剥离并积极布局医疗健康产业，其资产和负债规模均呈上升趋势，业务规模有所扩大，财务杠杆比率仍保持适中水平。同时，我们也注意到，公司债务期限结构不甚合理，短期偿债压力较大。

盈利能力

随着公司业务转型，其主要收入来源由房地产销售转变为医疗业务。2015~2017 年，公司营业收入分别为 10.31 亿元、12.96 亿元和 21.16 亿元，2017 年公司营业收入出现大幅上升，主要系当年公司已基本完成业务转型，医疗健康服务收入大幅增长所致。毛利率方面，2015~2017 年，公司毛利率分别为 23.70%、25.92%和 31.52%，随着业务转型的完成及业务板块的整合，公司初始获利空间呈上升态势。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 27.27%；毛利率 38.59%，同比增长 4.27 个百分点。

期间费用方面，2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月，公司期间费用合计分别为 1.65 亿元、3.22 亿元、3.99 亿元和 2.44 亿元，由于业务转型的需要，公司期间费用呈上升趋势。同期，三费收入占营业总收入比例分别为 16.02%、24.85%、18.87%和 21.14%，公司对期间费用的把控能力有待加强。

表 11：2015~2018.H1 宜华健康期间费用分析

单位：亿元

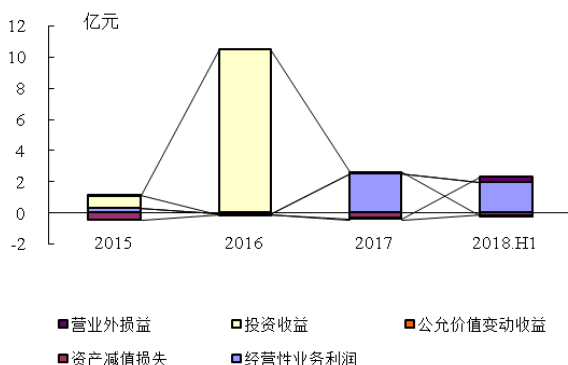
项目	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	0.54	0.59	0.97	0.57
管理费用	0.43	1.38	1.65	1.14
财务费用	0.68	1.26	1.37	0.73
三费合计	1.65	3.22	3.99	2.44
营业总收入	10.31	12.96	21.16	11.54
三费收入占比	16.02%	24.85%	18.87%	21.14%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司利润总额分别为 0.68 亿元、10.29 亿元、2.32 亿元和 2.21 亿元，其中经营性业务利润分别为 0.32 亿元、0.01 亿元、2.56 亿元和 1.97 亿元。得益于 2017 年公司已基本完成业务转型，医疗健康服务收入大幅增长，其经营性业务利润也快速增

长。同期，公司投资收益分别为 0.79 亿元、10.45 亿元、0.05 亿元和-0.03 亿元。2016 年公司投资收益主要来源于剥离地产业务，出售旗下房地产企业股权产生，随着公司业务转型的完成，投资收益有所减少。综上，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司分别实现净利润 0.55 亿元、7.43 亿元、1.84 亿元和 1.89 亿元，所有者权益收益率分别为 3.27%、29.59%、7.76%和 15.09%。

图 9：2015~2018.H1 公司利润总额来源分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于业务转型的完成，近年来公司收入规模和利润总额规模逐年提升，但受业务转型逐步推进影响，经营性业务盈利水平表现波动，同时，公司期间费用上升较快，期间费用把控能力有待加强。

偿债能力

2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总债务规模分别为 15.61 亿元、26.71 亿元、31.90 亿元和 32.57 亿元，呈上升趋势。

表 12：2015~2018.H1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.H1
短期债务（亿元）	2.05	16.88	22.23	20.75
总债务（亿元）	15.61	26.71	31.90	32.57
经营性净现金流（亿元）	3.77	-5.66	0.43	1.69
EBITDA（亿元）	1.52	12.02	4.83	4.08
资产负债率（%）	63.00	65.13	68.85	68.68
总资本化比率（%）	48.12	51.55	57.33	56.50
总债务/EBITDA（X）	10.30	2.22	6.60	3.99
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.46	8.43	2.69	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 1.52 亿元、12.02 亿元和 4.83 亿元，随着公司

业务转型的逐步推进，其获现能力出现较大波动。从偿债指标来看，同期公司总债务/EBITDA 分别为 10.30 倍、2.22 倍和 6.60 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 0.46 倍、8.43 倍和 2.69 倍，获现能力对公司债务本息保障程度有所波动。现金流方面，2015~2017 年公司经营性活动净现金流分别为 3.77 亿元、-5.66 亿元和 0.43 亿元，难以对债务本息形成有效保障。

资产受限方面，截至 2018 年 6 月末，公司受限资产合计 8.35 亿元，占同期末总资产的比重为 10.42%，包括货币资金 1.81 亿元、固定资产 5.73 亿元、无形资产 0.75 亿元和投资性房地产 0.06 亿元，主要系公司对外借款抵押所致。

银行授信方面，截至 2018 年 6 月末，公司共获得各家金融机构授信额度为 40.20 亿元，未使用额度 6.35 亿元，备用流动性一般。

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司无对外担保，或有负债风险较小。

总体来看，公司已逐步完成业务转型，近年来资产规模、收入规模稳步上升，财务杠杆比率相对较低，盈利能力提升。未来随着公司对医疗健康行业的进一步布局，其经营业绩仍有较大的提升空间，可对其债务的偿还形成保障。

担保措施

广东省融资再担保有限公司（本节或简称“广东再担保”或“公司”）就本期债券的到期偿付提供连带责任保证担保。

概况

广东再担保成立于 2009 年 2 月 17 日，前身为广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）出资设立，初始注册资本 20 亿元。后经多次增资，截至 2018 年 6 月末，公司注册资本 60.60 亿元，粤财控股持有公司 100% 股权，公司实际控制人为广东省人民政府。

广东再担保成立的宗旨是为广东省加快基础设施建设和经济发展提供担保和再担保，推动产业转型升级和建立现代产业体系服务；推动和引导广

东省担保体系建设，增强中小微企业的融资担保能力，推动全省担保行业的健康发展，服务于广东经济社会发展。公司再担保业务品种包括机构再担保、产品再担保及项目再担保，直保业务品种包括金融市场产品在内的各类融资性直保以及非融资性直保等，业务覆盖全省所有地市。截至 2018 年 6 月末，公司累计服务中小微企业 2.6 万户次，累计与超过 30 家银行及超过 70 家担保机构建立无合作关系，对缓解中小微企业融资难的问题起到了良好的作用。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 84.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 73.10 亿元，资产负债率为 13.56%；期末担保责任余额为 192.69 亿元，净资产放大倍数 2.64 倍。2017 年公司实现营业收入 4.69 亿元，净利润 3.85 亿元，经营活动净现金流 0.60 亿元。

截至 2018 年 6 月 30 日，公司总资产为 85.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 73.99 亿元，资产负债率为 13.24%；期末担保责任余额为 190.53 亿元，净资产放大倍数 2.58 倍。2018 年 1~6 月公司实现营业收入 1.79 亿元，净利润 0.91 亿元，经营活动净现金流-0.05 亿元。

业务运营

目前公司通过扩大合作银行、合作担保机构、合作区域和担保产品线的策略，业务已具一定规模。公司业务主要分为再担保和直保业务两大类。截至 2018 年 6 月末，公司累计担保发生额约 2,196 亿元，期末在保余额 530.09 亿元。由于公司执行较为严格的风险控制，目前已解除担保责任的代偿率约 0.08%，风险控制情况良好。

表 13：2015~2018.H1 公司担保业务发生及代偿情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.H1
在保余额	436.76	494.95	530.16	530.09
年新增担保额	230.92	346.81	414.98	29.00
年解除担保额	189.34	288.62	379.78	29.07
累计解除担保额	968.16	1,256.78	1,636.56	1,665.63
年内代偿额	0.25	0.00	0.40	0.04
累计代偿额	0.84	0.84	1.24	1.28

资料来源：公司提供

公司的在保业务主要由再担保业务构成，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月末，公司再担保业务余额分别为 274.42 亿元、332.68 亿元、346.21 亿元和 341.98 亿元，占同期末在保业务余额的比重分别为 62.83%、67.21%、65.30%和 64.51%，近年来公司再担保业务余额增速有所放缓。同期末，公司直保业务余额分别为 162.34 亿元、162.27 亿元、183.94 亿元和 188.11 亿元，其中 2017 年受融资性担保业务提升影响，公司直保业务在保余额较上年末提升 13.35%，主要系信托和债券产品担保占比有所提升。

表 14：2015~2017 年末公司在保业务构成

单位：亿元

业务类型	2015	2016	2017
（一）再担保业务	274.42	332.68	346.21
1.机构再保	273.21	331.79	340.13
2.产品再保	0.79	0.89	6.08
其中：粤保盈	0.00	0.00	4.02
参控股地市公司			
“银政担”风险分担产品	0.00	0.00	0.06
非参控股政策性担保机构比例再担保业务产品	0.00	0.00	1.81
3.项目再保	0.43	0.00	0.00
（二）直保业务	162.34	162.27	183.94
1.融资性直保	155.04	153.96	179.00
其中：银行贷款	23.26	15.86	10.50
信托项目	5.60	2.22	16.17
公司债	17.30	16.59	23.09
企业债	21.00	28.00	47.00
私募债	14.52	13.54	22.87
结构化履约担保	56.62	33.25	24.50
保本类公募及专户产品担保	0.00	23.08	16.71
2.非融资性直保	7.29	8.31	4.94
其中：保函易	2.98	3.92	4.39
总计	436.76	494.95	530.16

注：如合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，均系计算中四舍五入造成

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基于粤财控股旗下各方面资源的协同效应、公司明确的市场定位、快速铺设的分支机构以及良好的人才基础，公司在产品开发和业务创新方面取得了较好的进展，再担保业务和直保业务产品结构较为多元化。从业务结构上来看，公司再担保业务主

要集中于机构再担保和产品再担保。

机构再担保业务

机构再担保是指公司与担保机构或与担保机构及合作银行签订再担保合同，合同约定在一定条件下（损失范围内）公司按一定比例承担担保机构银行贷款担保业务组合发生的贷款本金或本息损失。机构再担保业务包括信用支持类再担保和附宽限期的连带责任保证再担保。

近年来，公司积极优化再担保业务结构，一方面推动合作担保机构从以民营机构合作为主向政府支持的融资担保机构为主、与民营机构保持合理规模转型，并推动再担保业务模式从以“增信型”为主向“增信和分险”并重的模式转型，推动合作担保机构与银行、地方政府风险分担产品的落地。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司再担保业务发生额分别为 192.55 亿元、278.14 亿元、330.23 亿元和 1.30 亿元，年内解除担保额分别为 116.82 亿元、219.57 亿元、321.88 亿元和 4.81 亿元，截至 2018 年 6 月末，公司机构再担保业务在保余额为 336.62 亿元，占公司总在保余额的 63.50%。从再担保业务机构集中度来看，2018 年 6 月末，公司前五大机构再担保合作机构在期末总在保余额中占比 85.42%，集中度较高。

表 15：截至 2018 年 6 月末，公司机构再担保业务前五大机构合作情况

单位：亿元

合作机构	在保余额
机构 1	202.17
机构 2	36.53
机构 3	19.85
机构 4	14.86
机构 5	14.12
合计	287.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品再担保业务

公司的产品再担保业务目前包括“企业通”、“粤保盈”以及比例分担型再担保业务。受银行信贷政策收紧和产品局限性的影响，公司原有“速保通”已不再开展新业务，仅进行存量业务管理。2017 年，公司以省级代偿补偿资金为抓手，推动合作担保机

构与银行、地方政府合作，构建融资担保行业新型“政银担”合作机制，在“企业通”、机构再担保项下比例分保等产品的基础上，进一步推出参控股地市融资担保公司“银政担”风险分担、非参控股政策性融资担保机构比例再担保等产品，与符合条件的 24 家担保机构签署了合作协议，其中有 18 家机构实现业务落地。截至 2017 年末，公司机构再担保下比例分保产品在保余额为 3.69 亿元，参控股地市公司“银政担”风险分担和非参控股政策性融资担保机构比例再担保产品担保业务开始逐步落地，期末在保责任余额较小。

直保业务

除了搭建再担保业务体系和开展再担保业务之外，公司也重点发展直保业务，承做包括融资性直保和非融资性直保业务。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司直保业务发生额分别为 37.94 亿元、68.36 亿元、82.65 亿元和 25.64 亿元，截至 2018 年 6 月末，公司直保在保余额为 188.11 亿元，在公司总在保余额中的占比为 35.49%。

融资性直保业务在公司直保业务中的占比较大，2015~2017 年公司新增融资性直保额 36.92 亿元、65.50 亿元和 80.04 亿元，解除直保额 68.99 亿元、66.69 亿元和 51.07 亿元。截至 2017 年末，公司融资性直保在保余额 179.00 亿元，在保余额在公司直保业务总在保余额中占比达 97.32%，主要业务子类包括银行贷款直保、信托项目直保、金融市场业务直保（中期票据、公司债、企业债、私募债、短期融资券、资产证券化、资产收益权回购及转让担保业务等）、“小贷通”、结构化履约担保、资产证券化、保本类公募及专户产品担保、融资租赁担保等。

金融市场业务直保方面，公司利用国家鼓励发展直接融资市场机遇，大力拓展直接融资担保业务。截至 2018 年 6 月末，公司直接融资担保产品已全面覆盖集合票据、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、私募债、非公开定向债务融资工具、资产支持证券及票据等在内的资本市场业务产品品种。2017 年，公司充分发挥主体高信用等级优势，服务省内实体经济直接融资，实现国内首单为新三板

板挂牌企业绿色债券发行增信、广东省内首单为新三板挂牌生物科技企业双创债发行增信、国内首单为附担保的可交换债增信。截至 2017 年末，公司在保金融市场业务产品在保余额 107.11 亿元，在公司直保业务在保余额中占比 58.23%，目前该项业务担保标的逐渐多样化，未来公司仍会立足广东，积极储备新的资本市场担保业务。

结构化履约担保业务是公司主要的直保业务品种之一，于 2012 年底推出，业务模式主要是通过券商设立的定向资产管理计划或信托公司发行的资金信托计划募集资金，投资于高质量的基础资产，客户承诺未来按协议价格溢价回购，在此过程中，公司针对客户回购基础资产的行为提供担保增信服务。该类业务的客户主要为政府融资平台，实力较强，基础资产质量较高，一般都设置较为充足的土地、房产抵押以及与优质担保公司分保结构。近年来，受政府平台融资相关监管政策的影响，公司结构化履约担保业务余额持续下降。截至 2017 年末，该项业务在保余额为 24.50 亿元，在保余额占到公司直保业务总在保余额的 13.32%。

保本类公募及专户产品担保业务是由公司为基金公司的保本基金产品提供保本担保，由于公司选择的保本基金管理人实力较强，且公司与基金管理人约定，若基金产品保本失败发生到期亏损，由基金管理人先行赔付，因此该产品公司所承担的风险较小。2017 年 1 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，规定避险策略基金的保障义务人在避险策略基金到期出现基金份额净值低于基金合同约定的投资本金情形时，保障义务人向基金份额持有人补足差额后，无权向基金管理人追偿。受此影响，公司保本基金担保业务规模持续下降。截至 2017 年末，公司保本基金在保余额为 16.71 亿元。

2017 年，公司围绕粤财集团旗下粤财信托产品，大力开展信托产品担保业务，截至 2017 年末，公司信托项目在保余额为 16.17 亿元，较上年末 2.22 亿元大幅提升。此外，公司还操作“小贷通”、国开基金股权投资回购担保等业务。以上担保方式，均为公司较少操作的品种，截至 2017 年末在保金额

4.02 亿元。

非融资性直保方面，2015~2017 年，公司分别新增非融资性直保担保金额 1.02 亿元、2.76 亿元和 2.61 亿元，截至 2017 年末，公司非融资性直保在保余额 4.93 亿元，其中“保函易”业务占比 88.94%。目前公司主要开展“保函易”（即工程保函业务）和诉讼保函业务。“保函易”的担保主体为施工方，一般约定见索即赔，反担保措施较少。因此针对此类业务，公司重点定位市政项目、大型国企及资质较好的客户，开展以来未发生过代偿。近年来，公司相继建立起与建设银行、农业银行、平安银行、华夏银行、浦发银行、南粤银行进行“保函易”产品合作的通道，并同时加快保函合作担保机构的准入。截至 2017 年末，在保余额为 4.39 亿元；除工程类保函外，公司也在研发诉讼保函业务，目前开发产品为诉讼保全保函、诉前保全保函，为原告查封被告资产提供担保，以确保标的物的及时查封，保护原告的权益。由于公司专业人员配备有限，截至 2017 年末，诉讼保全在保余额为 0.55 亿元。

政策性担保体系建设

政策性担保体系建设方面，公司以广东省中小微企业信用担保代偿补偿资金为依托，结合地市中小微企业信贷风险补偿资金，推动银行参与风险分担，建立地市担保公司、银行、再担保、地市政府多方参与，中央、省、地市多个层次的风险分担和补偿机制。在公司参控股地市担保公司的银担合作上，以“零一二三”为框架开展业务：零保证金、一九分险（银行至少承担 10% 的风险）、二项担保（尽量争取担保本金或担保本金+利息，不担保罚息等）、三月代偿（争取代偿宽限期不少于三个月）。目前主要采取广东再担保控股、地方参股的形式发起设立政策性融资担保机构，截至 2018 年 6 月末，公司参控股地市政策性融资担保公司达 10 家，注册资本合计 13.91 亿元，公司出资合计 7.36 亿元。2017 年内各地市担保公司均已实现运营，全年实现落地项目 84 个，担保发生额 2.97 亿元。

投资业务

截至 2018 年 6 月末，公司现金及投资资产的总额为 81.33 亿元，其中货币资金占比 35.90%，信

托计划、理财产品及债权产品等安全性高的固定收益类投资占比为 57.50%，长期股权投资占比为 6.38%。

固定收益类投资方面，基于粤财控股旗下信托渠道优势，目前公司的投资产品以信托产品和银行理财为主，截至 2018 年 6 月末，公司投资信托资产（不含应收款项类投资信托）余额为 31.30 亿元，以粤财信托产品为主；银行理财产品余额 2.50 亿元，以现金管理类资产为主；此外公司还投资部分债券，未来公司将拓展多元化资金运用渠道以提高收益率。股权投资方面，2010 年，公司发起设立广东中小企业股权投资基金有限公司，截至 2018 年 6 月末公司投资余额 4.37 亿元，持股比例为 22.50%，该项投资有利于充分利用公司的中小微企业信息资源，以提升资金收益率。公司与广东中小企业股权投资基金合作分别设立了广东广电网络投资一号有限合伙企业、广东广电网络投资二号有限合伙企业、广州粤财越秀产投广电投资企业和广东广粤财达晨广电投资企业，公司通过上述股权投资公司，配合集团战略，主要投资于广东省广播电视股份有限公司股权，持股比例均为 1.50% 以下。2013 年 11 月，公司设立了广东粤财节能环保创业投资基金有限公司（以下称“粤财环保创投”），截至 2018 年 6 月末投资余额为 0.42 亿元，持股比例为 17.44%。

总的来看，公司积极布局参控股地市政政策性融资担保公司，推进业务的合作模式创新及客户合作范围的扩大，近年来业务规模保持增长趋势。同时公司参与构建的“政银担”多个层次的风险分担和补偿机制在扩展业务范围的同时有利于公司明确了自身所承担代偿责任的界限，强化了对自身业务风险的补偿措施。未来随着公司业务进一步开展，对机构再担保的业务模式的创新仍需继续探索，同时再担保体系中风险的分担和补偿机制的实际效果有待持续跟踪。

风险管理

作为经营信用产品的特殊企业，再担保公司的核心职能是为担保公司的融资性担保业务提供信用再担保，从而使银行等金融机构提升对担保公司

的认可度，同时对担保公司发生的合理的业务风险给予赔偿或补偿。因此再担保公司面临的外部风险主要是担保公司和债务人的履约风险。此外，再担保公司还可以利用自身的资本金开展投资业务，因此还面临一定的市场风险。总体来看，目前国内的再担保公司面临的主要风险包括信用风险、流动性风险、市场风险和操作风险等。

公司建立了较为完善的风险管理组织体系，执行较为规范的担保项目评审机制。公司在董事会下设立风险控制委员会整体把控各类风险，设立项目评审委员会组织对担保项目的评审，控制担保业务风险；设立稽核部，执行对业务部门的监督审查工作，防范各类风险；各业务执行部门内部通过规范流程和设置角色分设来实现责权对称、相互监督，降低风险事件的发生。2017 年以来，针对下属 10 家参控股地市政政策性融资担保公司，公司建立强化风控小组，任命风控、法务人员参与强化风控小组工作，把公司的“三全三维”全面风控体系理念导入地市担保公司。

制度建设层面，公司成立以来制定了较为全面的业务规范和风险管理制度，较好地保障了业务的规范运营和良好的风险管理。公司持续完善和充实三全三维风险管理体系内涵，初步形成了覆盖全面、系统性强、迭代更新的制度体系，近年来结合监管要求、行业实践、风控要点、IT 升级、管理咨询建议等进行制度优化和升级；公司制定了《再担保评级办法》、《融资类担保机构授信管理办法》、《再担保业务审查办法》、《直保业务审查办法》、《再担保业务保后管理办法》、《直保业务保后管理办法》、《追偿代偿管理办法》等，修改完善《担保机构信用评级管理办法》、《融资类担保机构授信管理办法》和《参控股地市政融资担保机构授信管理暂行办法》等。再次，公司规范了担保机构准入及授信、再担保业务评审及新产品开发等方面的工作流程，保证操作的标准化和降低操作风险。

信用风险管理

信用风险是指债务人的信用状况和履约能力变化导致债权人资产价值发生变动而遭受损失的风险。对于再担保公司而言，影响其信用风险的因

素包括债务人和担保公司两个方面，债务人的信用包括信用程度、对担保公司担保提供反担保的方式；担保公司的信用包括担保公司自身的资产质量、担保贷款的质量、信用意愿、担保贷款的集中度等方面。广东再担保主要通过风险分担机制、严格机构准入、规范风险评审以及加强反担保措施等手段来识别和控制各方面的信用风险，以保障业务的持续健康运营。

作为政策性再担保机构，广东再担保在直保和再担保业务中都采取了与银行、合作担保机构风险分担的机制，以降低风险敞口，同时设立偿付宽限期，预留代偿前的追索时间，以利于降低实际代偿额。由于公司的担保业务与银行、担保机构之间有风险分担，公司实际承担的风险责任余额低于在保余额。担保责任余额是按照对应项目的协议分险比例乘以期末在保余额确定的。总得来看，按照自身承担的风险比例，截至 2018 年 6 月末，公司在保责任余额 190.53 亿元，净资产放大倍数 2.58 倍。总的来看，公司整体风险仍处于可控范围之内。

为防范来自合作担保机构的信用风险，公司利用外部评级和内部评审加强机构准入管理。公司聘请外部专业评级机构对担保机构评级，并对评级结果的客观性进行复核，评级结果作为合作授信的重要参考。评级工作结束后，公司要对已签订《机构再担保合作协议》的担保机构进行动态的评级跟踪，每季度聘请评级机构完成跟踪评级报告，再担保业务部主导完成保后的动态跟踪和评级管理。

在授信方面，公司参考评级结果对各类合作机构进行严格授信管理，授信期限均为 1-2 年。针对不同信用等级的机构给予不同的授信额度，授信额度根据合作担保机构实际用于支撑担保业务的资金即净资产的放大倍数来核定，按信用等级给予不同的放大倍数，最高限额一般不超过 8 倍。公司根据担保机构实际情况，调整或者终止其授信额度。在授信额度内，公司认为不需要逐笔审核确认的项目，采取备案制，由担保公司提出申请，公司审查登记后出具《再担保意向书》；对于单个被担保金额超过合同约定的一定金额时，公司需要逐笔审核，并且提升担保费率，以约束担保公司单笔承担

金额过大带来的集中度风险。

在保后管理方面，公司风险管理部作为保后管理的牵头部门，负责草拟和修改保后管理办法，整体把握、全程监控保后管理工作的执行进展，运用新手段新技术监控在保项目，协助汇总各类保后调查信息，与业务部共同披露和化解合作担保机构风险和再担保项目风险，提出风控建议，协助业务部落实风控措施。对于再担保业务，公司按不同业务品种，按不同频率，分别对合作担保机构开展保后检查工作。

反担保措施方面，公司对直保和再保业务均根据具体情况落实抵质押反担保措施。同时，公司聘请外部评估机构对抵质押物进行估值，向评估机构支付固定评估费用以降低利益冲突，并设专人管理合作评估机构，定期对各机构评估的标的价值进行复核，检验其合理性。公司对抵质押物价值评估的管理措施，较好地保障了合理的估值，对反担保措施覆盖风险敞口起到了至关重要的作用。

准备金计提方面，公司严格按照监管要求提取担保赔偿准备金和担保责任准备金。公司按保费收入的 50% 计提担保责任准备金，担保责任最终到期时一次性转回收益。同时，公司按在保责任余额计提 1% 的担保赔偿准备金。因此，公司准备金计提较为谨慎，有利于增强覆盖和弥补未来可能出现的代偿损失的能力。

总体来看，广东再担保基于风险分担模式开展各类担保业务，约定了自身的风险边界。同时建立了严格的担保机构准入标准，通过动态评级、授信管理和保后管理对各类担保业务实施严格规范的承保和项目评审流程，并采取了规范、谨慎的反担保措施和准备金计提制度，能够较好地防范和控制来自担保机构和客户的信用风险。同时，公司建立了风险准备金池来应对系统性风险和非预期损失。作为广东省的政策性再担保机构，公司每年还享有一定的财政补偿资金，以支持公司再担保业务的稳健和持续发展。因此综合来看，公司面临的信用风险相对较低。

流动性风险管理

流动性风险是指公司自身无法满足各种到期

担保责任产生的资金需求，或者无法以合理的成本即使筹措到所需资金而产生的风险。广东再担保对流动性风险管理，旨在满足公司担保到期责任对流动性需求的前提下，通过制定科学合理的资金管理政策，提高资金风险运营收益。同时结合宏观形势、市场和政策变化，以及在保业务组合的流动性需求，对流动性风险进行动态跟踪和监测。

承保组合剩余期限方面，由于担保公司承保组合的平均剩余期限越长，担保公司对未来损失的预测能力则越受到削弱，流动性风险则可能越大。因此，管理和监控承保组合的到期期限至关重要。作为再担保机构，广东再担保的承保组合期限结构以中长期为主。截至 2018 年 6 月末，公司直保业务在保余额到期期限在 1 年以内的占比最高，金额为 43.36 亿元，占比 23.05%；其次为到期期限在 2-3 年的，金额和占比分别为 43.33 亿元和 23.03%，较短的担保期限降低了公司控制风险的难度。

表 16：截至 2018 年 6 月末，公司直保在保余额到期期限分布

到期期限	2018.H1	
	在保余额（亿元）	占比（%）
1 年以内	43.36	23.05
1-2 年	32.83	17.45
2-3 年	43.33	23.03
3-4 年	9.09	4.83
4-5 年	30.06	15.98
5-10 年	29.45	15.65
合计	188.11	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从资产流动性来看，截至 2018 年 6 月末，公司高流动性资产约 39.36 亿元，其中货币资金 29.19 亿元。考虑公司的现金、投资中的现金管理类的短期理财和安全性高的固定收益类信托产品投资均较为充足，公司面临的流动性风险较为可控。

操作风险管理

操作风险是指因公司业务流程、内控机制、决策程序、员工管理以及信息系统不完善或执行不利导致损失的风险。公司操作风险管理，旨在通过制度、流程、机制的设置最大限度降低人为操作失误或执行不利带来的损失；同时，不断强化提升员工的风险防范意识和业务执行力。

为降低业务操作中的操作风险，广东再担保建立了保前调查与担保审查、审核及审批分离的项目评审制度。保前调查阶段实施了业务部门 A、B 角双人现场调查制度。在审查环节，公司制定了《直保业务审查办法》和《再担保业务审查办法》，再担保业务涵盖担保机构准入及授信的审查、新开发再担保产品的审查和单笔贷款再担保项目的审查，公司遵循独立评审、分级授权的原则，所有审查的决策权归属项目评审委员会和风险控制委员会。同时坚持“三审分离”、整体评价和独立分析相结合的原则，法律事务部、风险管理部从法律、综合和财务的维度对审查对象进行初审，再在此基础上以部门为单位形成整体的审查意见，较好地起到监督和制衡的作用，降低了操作风险。

总体来看，广东再担保通过持续改进业务运作机制，定期优化业务流程和审批程序，完善流程环节的操作规划和指引，保证了业务的健康和顺畅运行。

市场风险管理

市场风险是指由于市场价格的不利变化带来的风险。担保公司面临的市场风险主要来源于自身的投资组合和担保抵质押物的价格波动。随着公司投资业务的开展，市场风险的影响日趋明显。

目前公司财务资源部负责资金运用，作为担保机构，广东再担保的投资业务与一般机构的投资业务有着本质的区别，其目的主要是为担保主业的持续健康发展提供支撑和保障，满足公司流动性安排的同时，增加收益。所有投资项目均需进行前期调研后由粤财控股进行最终审批，以确保投资资产的本金不受损失。

截至 2018 年 6 月末，公司货币资金及投资资产合计为 81.33 亿元，其中约 35.90%为具有高流动性的货币资金，同时，公司还将 57.50%的投资资产购买信托产品及银行理财等固定收益类产品以增加收益，目前的信托产品及理财产品绝大部分为粤财控股旗下的信托公司以及大型国有银行发行，主要为一年以内的短期产品，整体安全性较好。此外，公司还有约 6.38%的长期股权投资，均为非上市股权。

中诚信证评认为，目前公司的投资业务种类主要集中在粤财控股旗下的信托产品投资和银行理财等固定收益类产品，风险相对较小。同时作为一家政策性再担保公司，公司股东的盈利要求相对较低，公司对投资业务的风险偏好较为保守。但同时公司仍需密切关注金融市场变化，在有效评估市场风险的前提下，即时调整投资策略和投资组合，保证资金运营收益与风险的有效平衡。

组合风险管理

组合风险是担保公司业务运营中最常见的风险，即担保业务品种、客户、行业、区域、期限过于集中，从而导致违约风险的相关性过高，加大整体违约风险。

在担保组合方面，担保公司的经营特性要求承保组合应实现合理的风险分散，如果对单一客户、单一产品或单一市场的担保额度过高，公司的损失风险可能会高度依赖于该客户、产品或市场信用状况的波动，从而成为公司财务实力中最薄弱的环节。因此，担保公司需要合理分布业务，通过选择低损失担保业务或者充分分散担保客户地区、行业分布和个体分布来降低客户集中度风险并减轻损失。

从地区分布来看，目前公司的业务布局已基本覆盖整个广东省，直保业务分布较为分散化，截至2018年6月末，前十大地区直保业务占比合计为78.64%。

表 17：2018 年 6 月末直保业务余额（不含机构再担保）的

地区分布		
地区	在保余额（亿元）	占比（%）
广州	35.53	18.89
珠海	20.10	10.69
湛江	16.36	8.70
佛山	13.45	7.15
东莞	12.97	6.90
肇庆	12.19	6.48
江门	12.15	6.46
汕尾	11.11	5.91
茂名	9.00	4.78
中山	5.04	2.68
梅州	5.00	2.66
河源	4.00	2.13

深圳	3.60	1.61
汕头	3.45	1.83
揭阳	3.03	1.61
云浮	1.50	0.80
韶关	0.62	0.33
其他	19.01	10.10
合计	188.11	100.00

注：如合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，均系计算中四舍五入造成

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从客户个体风险集中度来看，由于公司近年来资本市场担保业务发展迅速，公司风险集中度整体有所提升。截至2018年6月末，公司最大单一在保责任余额为11.06亿元，为结构化履约担保业务，占公司全部在保责任余额的比例为5.80%，占公司净资产的比例为7.84%，由于该项目提供了土地抵押登记、第三方连带责任反担保等风险缓释措施，故实际风险较小；最大十家客户在保责任余额合计为71.93亿元，最大十家客户在保责任余额占公司全部在保责任余额的比例为37.75%，最大十家客户在保责任余额/净资产为97.22%。总体上看，公司直保业务的客户集中度尚可。

表 18：2015~2018.H1 公司客户集中度状况

	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.H1
最大单一客户集中度 ^[1]	9.30	10.25	9.34	5.80
最大单一客户在保责任余额/净资产	36.14	28.90	24.62	7.84
最大十家客户集中度 ^[2]	38.91	41.64	41.45	37.75
最大十家客户在保责任余额/净资产	151.17	117.39	109.26	97.22

注：[1]最大单一客户集中度=担保业务最大单一客户在保责任余额/担保业务总在保责任余额；

[2]最大十家客户集中度=担保业务最大十家客户在保责任余额/担保业务总在保责任余额。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

代偿情况

截至2018年6月末，公司累计代偿12,794万元；累计损失952万元，累计代偿率为0.08%，累计损失率为0.01%。其中2012年代偿2,052万元，2013年代偿2,696万元，2014年代偿1,141万元，2015年代偿2,494万元，2017年代偿4,027万元。2017年新增代偿主要来自于与湛江地区担保公司合作的机构再担保业务，当地民营担保公司已无代

偿能力。2017 年以前发生的代偿主要来自于分布在纺织服装、工业设备和生物制药领域的直保业务。由于以上代偿项目的反担保措施较为完善，一半以上有抵押或已查封财产，预计最终损失较小，但处置和回收周期较长。

表 19：2015~2018.H1 公司担保项目质量

单位：百万元

	2015	2016	2017	2018.H1
年内代偿额	24.94	0.00	40.27	3.84
年内代偿率（%）	0.13	0.00	0.11	0.13
累计代偿率（%）	0.09	0.07	0.08	0.08
担保损失准备金/ 在保责任余额（%）	2.33	2.05	3.12	3.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司直保业务的区域分布较为分散，目前客户集中度水平一般。但 2017 年公司新增代偿规模相对较大，需关注未来追偿情况。

股东及政府支持

公司作为广东省政府发起设立的再担保公司，致力于引导广东省担保行业健康发展、完善全省担保体系、缓解中小微企业融资困难，受到广东省政府和广东省各级政府在资金、业务拓展等方面的支持。首先，公司注册成立得到广东省财政厅的直接实际注资，2011 年 7 月，广东省出台了《关于贯彻落实国务院部署加快培育和发展战略性新兴产业的意见》，明确了“十二五”期间，广东省政府安排战略性新兴产业再担保资金 10 亿元，分年注资于公司，为战略性新兴产业企业提供再担保服务，目前已全部到位。此外，公司承接了广东省中小企业信用担保代偿补偿资金 5 亿元、企业债券省级风险缓释基金 0.5 亿元以及广东省中小微企业融资担保基金 10 亿元，积极开展广东省省级和地市级融资性担保及再担保体系建设，有效地提升了公司的资金实力及服务能力。

粤财控股是公司的单一股东，作为广东省政府全金融控股平台，旗下资产涉及信托、资产管理、再担保、股权投资、实业投资等领域，截至 2018 年 6 月末，粤财控股的注册资本为 238.09 亿元。公司的担保业务于信托、资产管理并列为粤财控股的三大核心板块，在粤财控股旗下具有较强的战略地位，成立以来多次得到粤财控股的增资，截至 2018

年 6 月末，公司注册资本增至 60.60 亿元。业务拓展方面，基于粤财控股旗下的不良资产处置需求和信托渠道，公司开展了集团内的诉讼保全担保，开发了对信托产品的担保及再担保业务，体现了良好的集团协同效应。

财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2015~2016 年财务报告，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计的 2017 年财务报告，以及未经审计的 2018 年上半年财务报表，以下数据均为合并口径。已审财务报告均被出具标准无保留审计意见。

资本充足性

近年来公司业务规模不断扩大，为提升自身资金实力和拓展业务，近年来公司多次增资。2015~2017 年末公司净资产分别为 53.95 亿元、69.21 亿元和 73.10 亿元，资本实力逐步提升。此外，公司还负责日常运营及管理中央和广东省政府共同出资的广东省中小企业信用担保代偿补偿资金 5 亿元和广东省企业债券省级风险缓释基金 5,000 万元。由于公司与担保机构、合作银行均实施了风险分担，2015~2017 年末公司在保责任余额分别为 209.62 亿元、195.13 亿元和 192.69 亿元，同期末公司净资产担保放大倍数分别为 3.89 倍、2.82 倍和 2.64 倍。另截至 2018 年 6 月末，公司净资产为 73.99 亿元，在保责任余额 190.53 亿元，净资产放大倍数为 2.58 倍。

表 20：2015~2018.H1 公司资本充足性指标

单位：百万元

	2015	2016	2017	2018.H1
净资产	5,395.11	6,920.80	7,310.08	7,398.62
净资产放大倍数（X）	3.89	2.82	2.64	2.58
担保损失准备金	488.35	400.06	601.92	634.54

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司新增担保业务的快速发展的同时，也严格按照政策要求计提保赔偿准备金和未到期责任准备金余额。截至 2018 年 6 月末，公司计提的担保损失准备金余额，即担保赔偿准备金、未到期担保责任准备金和一般风险准备金余额之和为

63,454.20 万元；担保损失准备金余额与在保责任余额之比为 3.33%。

整体上看，由于近年来持续增资，公司担保放大倍数有所下降，但由于公司业务品种和范围不断扩大，仍需持续关注公司的资本充足水平变化情况。

资产流动性

从公司的资产结构来看，公司资产主要由其他流动资产、货币资金、可供出售金融资产以及长期股权投资等为主。2017 年末，上述科目占总资产的比重分别为 49.66%、33.78%、5.63%和 5.45%。截至 2017 年末，公司其他流动资产余额 42.00 亿元，主要为理财产品，具体由信托产品、债权产品、银行理财产品和其他理财产品构成，同期末余额分别为 33.97 亿元、0.80 亿元、3.46 亿元和 3.77 亿元；2018 年 6 月末，公司其他流动资产余额下降至 36.30 亿元。截至 2017 年末，公司货币资金余额 28.57 亿元，主要为银行存款，其中受限部分合计 5.75 亿元，其中包括中小企业发展专项代偿补偿资金 5.13 亿元、因开展网络银行业务用于补偿网络银行业务可能出现的信贷损失而建立的风险池专户 0.11 亿元；另截至 2018 年 6 月末，公司货币资金小幅增至 29.19 亿元。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产余额 4.76 亿元，其中理财产品余额 4.35 亿元；2018 年 6 月末，公司可供出售金融资产增至 10.17 亿元。

总体来看，公司的资产主要以理财产品及货币资金为主，整体流动性较强。截至 2017 年末，公司现金类资产的比率为 39.41%，代偿保障率 17.30%；2018 年 6 月末，公司现金类资产的比率为 46.16%，代偿保障率 20.66%，备付代偿损失的实力较强。

表 21：2015~2018.H1 公司流动性水平主要指标

	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.H1
现金类资产比	24.69	18.40	39.41	46.16
代偿保障率	7.45	7.55	17.30	20.66

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力

公司的收入来源主要包括担保费收入、投资收

益（含利息收入）等。2015~2017 年，公司分别实现担保费收入 1.57 亿元、1.87 亿元和 2.22 亿元。

2016 年公司通过参控股地市担保公司、开发“企业通”等新产品以及加强银企合作等方式拓展担保业务规模；2017 年公司继续优化业务结构，在机构合作和业务模式转型的基础上，担保业务规模持续提升。从担保业务收入结构上看，公司担保费收入主要由直保业务收入构成，公司一般按照承保额度的 1~2%收取保费；公司再担保业务属于政策性担保业务，收费相对较低，2017 年与直保业务在总担保业务收入中占比分别为 1.20%和 98.80%。投资收益方面，基于公司现阶段充裕的资金，公司的银行存款、债券及投资的银行理财产品和信托产品每年实现一定的投资收益，2015~2017 年，公司分别实现投资收益（含利息收入）3.15 亿元、3.04 亿元和 2.39 亿元，主要受权益法核算的长期股权投资收益下降的影响，2017 年投资收益（含利息收入）同比有所下降。另 2018 年 1~6 月，公司实现担保费收入 0.54 亿元，投资收益（含利息收入）1.23 亿元。

从公司担保业务支出来看，风险准备金是主要的支出项，公司按当年年末在保责任余额的 1%差额计提担保赔偿准备金，并对风险较高的项目补充计提担保赔偿准备，以保持公司的偿付能力。按照上述原则，2015~2016 年，公司分别计提赔偿准备金 15,094 万元和 9,655 万元；2017 年，公司将原从担保赔偿准备金计提的中小企业信用担保代偿补偿资金 2 亿元冲回，计入其他应收款中，因此 2017 年公司冲回赔偿准备金 14,316 万元。此外公司按照担保费收入的 50%计提未到期担保责任准备金，考虑到转回因素，2015 年、2016 年和 2017 年公司未到期担保责任准备金提转差分别为-694 万元、1,511 万元和 1,768 万元。成本控制方面，2015~2017 年，公司业务及管理费支出分别为 0.50 亿元、0.52 亿元和 0.76 亿元，2017 年由于参控股地市政政策性融资担保公司的全面运营，公司业务及管理费用上升大幅增长。考虑到未来随着公司业务的进一步扩张、人员配置的增加以及内部管理、信息系统等各方面的完善，公司的费用或将进一步上升。

受益于担保业务收入的持续增长，以及风险准

备金计提的减少及转回，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现净利润 2.13 亿元、2.70 亿元、3.85 亿元和 0.91 亿元，整体经营效益较好。

表 22：2015~2018.H1 公司利润表摘要

单位：百万元

项目	2015	2016	2017	2018.H1
担保业务收入	156.89	187.11	222.03	54.16
投资收益（含利息收入）	314.83	304.18	239.19	122.67
提取未到期担保责任准备金	6.94	(15.11)	(17.68)	(28.03)
提取担保赔偿准备金	(150.94)	(96.55)	143.16	(4.59)
业务及管理费	(49.56)	(52.46)	(76.19)	(22.89)
手续费及佣金	(0.18)	(1.27)	(0.21)	(0.03)
税金及附加	(0.27)	(1.92)	(3.15)	(0.82)
营业利润	259.37	326.62	513.04	121.54
营业外收支净额	10.21	5.17	2.79	0.17
税前利润	269.57	331.79	515.83	121.70
净利润	213.16	270.04	385.45	91.23

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，得益于股东增资，公司的资本实力不断提升，担保放大倍数有所下降。公司的资产以理财产品及货币资金为主，资产流动性较强。得益于收入规模的持续增加，以及风险准备金计提的减少及转回，公司近年来净利润保持增长态势，整体经营效益较好。

结 论

综上，中诚信证评评定宜华健康医疗股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“宜华健康医疗股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于宜华健康医疗股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

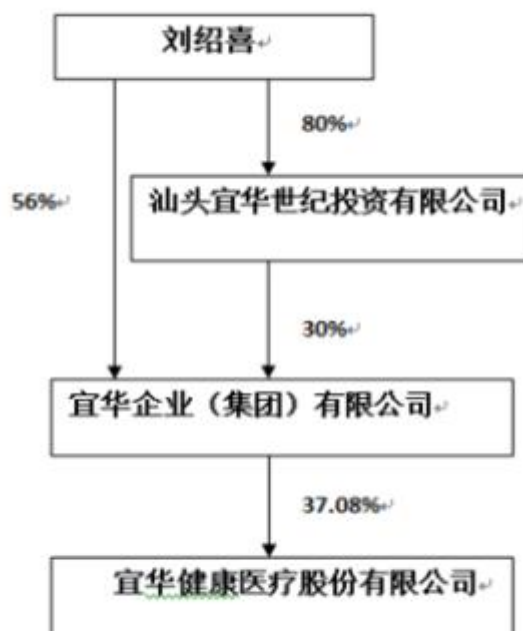
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后2个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

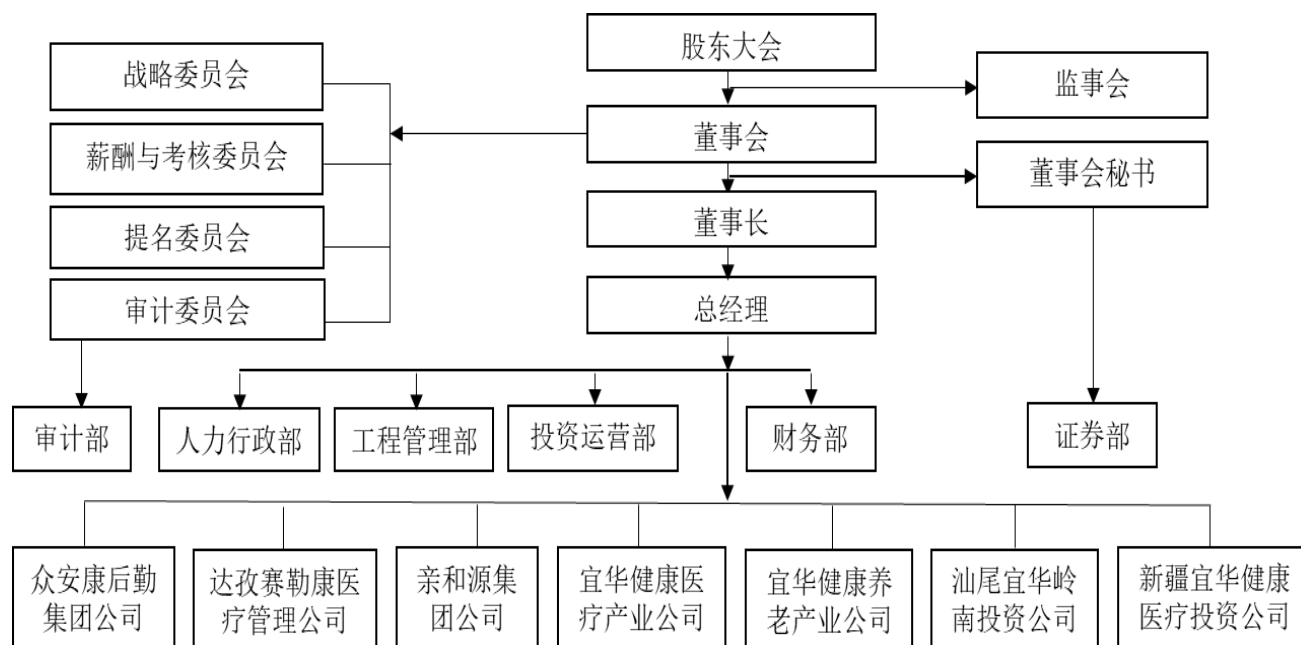
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：宜华健康医疗股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：宜华健康医疗股份有限公司组织架构（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附三：宜华健康医疗股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	33,986.83	157,125.82	46,193.63	36,650.99
应收账款净额	23,263.63	28,089.91	85,293.64	108,341.52
存货净额	231,961.45	12,984.26	15,886.21	15,387.23
流动资产	350,901.54	328,891.01	283,151.42	337,885.10
长期投资	24,371.48	50,154.53	50,549.95	50,883.77
固定资产合计	28,391.97	85,905.40	111,469.32	125,597.49
总资产	454,964.10	719,998.56	762,028.64	800,568.26
短期债务	20,500.00	168,803.48	222,257.41	207,475.04
长期债务	135,645.82	98,323.09	96,726.28	118,214.97
总债务（短期债务+长期债务）	156,145.82	267,126.57	318,983.69	325,690.01
总负债	286,634.60	468,956.49	524,618.74	549,812.77
所有者权益（含少数股东权益）	168,329.50	251,042.07	237,409.90	250,755.49
营业总收入	103,122.63	129,645.71	211,617.32	115,390.34
三费前利润	19,702.73	32,300.75	65,549.11	44,061.00
投资收益	7,902.62	104,495.78	537.68	-341.78
净利润	5,506.09	74,273.61	18,431.58	18,924.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	15,156.30	120,188.80	48,295.74	40,780.33
经营活动产生现金净流量	37,680.94	-56,585.60	4,298.26	16,923.75
投资活动产生现金净流量	-22,682.14	56,646.35	-144,047.39	-51,616.44
筹资活动产生现金净流量	16,260.48	113,409.39	25,431.68	21,437.92
现金及现金等价物净增加额	31,259.28	113,470.13	-114,317.44	-13,254.77
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	23.70	25.92	31.52	38.59
所有者权益收益率（%）	3.27	29.59	7.76	15.09
EBITDA/营业总收入（%）	14.70	92.71	22.82	35.34
速动比率（X）	0.86	0.92	0.67	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	-0.21	0.01	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	1.84	-0.34	0.02	0.16
EBITDA 利息倍数（X）	0.46	8.43	2.69	-
总债务/EBITDA（X）	10.30	2.22	6.60	3.99
资产负债率（%）	63.00	65.13	68.85	68.68
总债务/总资本（%）	48.12	51.55	57.33	56.50
长期资本化比率（%）	44.62	28.14	28.95	32.04

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、宜华健康“长期应付款”科目中的按揭贷款已调整至长期债务；

3、2018 年上半年所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

附四：广东省融资再担保有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	142,803.35	143,049.62	285,662.98	2,919,330.05
其他流动资产	403,907.50	552,972.99	419,987.83	363,006.50
可供出售金融资产	9,240.00	4,200.00	47,600.00	101,685.00
长期股权投资	44,972.53	54,492.72	46,126.18	51,926.18
应收代偿款	7,321.67	4,525.47	7,742.43	7,700.91
资产合计	632,291.56	800,181.36	845,692.79	852,768.71
未到期担保责任准备金	7,844.37	9,355.40	11,122.94	13,925.75
担保赔偿准备	40,990.25	30,645.25	36,329.03	36,788.15
其他负债	43,945.84	68,100.38	67,233.05	62,192.99
负债合计	92,780.46	108,101.03	114,685.02	112,906.89
股本	501,000.00	601,000.00	601,000.00	606,000.00
所有者权益合计	539,511.10	692,080.32	731,007.77	739,861.82
担保业务收入	15,688.74	18,710.80	22,203.44	5,415.56
投资收益	22,298.16	24,005.99	16,800.63	8,148.13
利息收入	9,185.01	6,412.18	7,117.87	4,119.24
提取未到期责任准备金	-694.47	1,511.02	1,767.54	2,802.81
提取担保赔偿准备金	15,093.78	9,655.00	-14,316.22	459.11
业务及管理费	4,956.48	5,245.89	7,618.75	2,289.18
净利润	21,316.44	27,003.99	38,544.55	9,122.62
期末担保责任余额	2,096,175.00	1,951,312.00	1,926,910.00	1,905,319.00
当期担保业务发生额	2,309,246.00	3,468,117.00	4,149,812.00	290,024.00
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
净资产放大倍数（X）	3.89	2.82	2.64	2.58
核心资本放大倍数（X）	3.89	2.90	2.65	2.59
年内代偿率（%）	0.13	0.00	0.11	0.13
累计代偿率（%）	0.09	0.07	0.08	0.08
累计损失率（%）	0.01	0.01	0.01	0.01
风险准备金充足率（%）	2.33	2.05	3.12	3.33
现金类资产比率（%）	24.69	18.40	39.41	46.16
代偿保障率（%）	7.45	7.55	17.30	20.66
担保业务收入率（%）	0.68	0.54	0.54	1.87
净资产收益率（%）	3.95	3.90	5.27	2.47

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年上半年净资产收益率经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金/利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附六：担保公司基本财务指标的计算公式

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产

担保准备金=未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金

净资产放大倍数=期末担保责任余额/净资产

年内代偿率=年度担保代偿额/年度担保解除额×100%

累计代偿率=累计代偿金额/累计解除担保金额×100%

风险准备金充足率=(未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金)/期末担保责任余额×100%

现金类资产比率=高流动性资产/总资产×100%

流动性覆盖率=高流动资产/(未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金)×100%

代偿保障率=高流动性资产/期末在保责任余额×100%

担保业务收入率=担保业务收入/年新增担保额×100%

净资产收益率=净利润/期末净资产余额×100%

附七：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。