



内部编号: 2023060598

泰州华信药业投资有限公司
及其发行的公开发行债券
跟踪评级报告

分析师: 胡颖  huying@shxsj.com
覃斌  qb@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100513】

评级对象：泰州华信药业投资有限公司及其发行的公开发行债券

本次跟踪：

前次跟踪：

首次评级：

	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
20 泰信 01	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定 AA+/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定 AA+/2019 年 12 月 31 日
20 泰华信 MTN001	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定 AAA/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 2 月 11 日
20 泰信 02	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定 AAA/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 22 日
21 泰华信 MTN001	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定 AAA/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2021 年 3 月 1 日
21 泰华信 MTN002	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定 AAA/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2021 年 4 月 7 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 外部环境良好。泰州市工业经济基础较雄厚，近年来经济稳步发展，可为地方基础设施建设提供支撑。
- 政府支持力度大。泰州医药高新区是江苏省及泰州市重点建设的医药产业核心区，也是国家科技部、卫生部和江苏省的共建项目。作为泰州市大健康产业的运营主体，泰州华信享有国家、省及市级的重大扶持政策。近年来公司获得政府持续增资及补助支持。
- 拥有较大规模的土地资产。泰州华信拥有较大规模的土地资产，为公司履行偿债义务提供一定的支撑。
- 外部担保提升债券偿付保障。江苏信保集团为 20 泰华信 MTN001 和 20 泰信 02 提供全额不可撤销的连带责任保证担保，中证融担和中投保分别为 21 泰华信 MTN001 和 21 泰华信 MTN002 提供全额不可撤销的连带责任保证担保，可有效提升上述债券的偿债保障程度。

主要风险：

- 主业盈利能力一般。泰州华信目前毛利主要来源于医药商品销售、租赁和房地产销售业务，主业整体盈利能力一般，期间费用对利润侵蚀影响较大。
- 债务还本付息压力较大。近年来，泰州华信刚性债务规模快速扩张，已累积了较大的偿债压力，还本付息压力较大。同时，公司应收泰州市高新区管委会项目结算款金额较大，资金回笼速度较慢，一定程度上加大了公司的偿债压力。
- 项目投入资金回笼周期长。泰州医药高新区开发集中投入压力大，受托土地开发业务的资金回笼周期长，债务偿付受高新区招商、土地价格变动等因素影响较大，投入的集中性与产出的长期性、波动性之间存在较显著的矛盾。
- 或有损失风险。泰州华信对外担保被担保对象多为地方国有企业，但担保金额大，需关注或有损失风险。

未来展望

通过对泰州华信及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 20 泰信 01 还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级；认为 20 泰华信 MTN001、20 泰信 02、21 泰华信 MTN001 和 21 泰华信 MTN002 还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	30.78	17.28	14.45	17.40
刚性债务[亿元]	355.42	340.86	360.21	358.12
所有者权益[亿元]	255.16	272.92	270.05	270.11
经营性现金净流入量[亿元]	12.07	30.04	38.34	-2.52
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	794.76	859.19	890.86	898.45
总负债[亿元]	498.51	551.36	599.73	607.22
刚性债务[亿元]	430.94	455.70	516.63	532.51
所有者权益[亿元]	296.25	307.84	291.13	291.24
营业收入[亿元]	32.87	43.56	40.40	6.67
净利润[亿元]	3.93	4.16	4.06	0.10
经营性现金净流入量[亿元]	0.77	2.82	2.72	1.72
EBITDA[亿元]	8.90	7.51	7.72	—
资产负债率[%]	62.72	64.17	67.32	67.58
长短期债务比[%]	120.32	114.63	156.11	99.18
短期刚性债务现金覆盖率[%]	36.18	23.06	18.11	11.42
EBITDA/利息支出[倍]	0.24	0.23	0.20	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—
担保人合并口径数据及指标: (江苏省信用再担保集团有限公司)				
总资产[亿元]	223.40	264.83	333.33	—
所有者权益[亿元]	136.36	158.59	190.89	—
直接担保责任余额[亿元]	626.99	789.04	—	—
直接担保放大倍数[倍]	7.31	7.78	—	—
累计担保代偿率[%]	0.20	0.21	—	—
担保人合并口径数据及指标: (中证信用融资担保有限公司)				
总资产[亿元]	43.90	65.65	71.22	—
所有者权益[亿元]	41.34	58.97	62.59	—
担保在保余额[亿元]	133.83	305.45	365.67	—
担保放大倍数[倍]	3.24	5.18	5.84	—
累计担保代偿率[%]	-	-	0.004	—
担保人合并口径数据及指标: (中国投融资担保股份有限公司)				
总资产[亿元]	258.52	262.56	279.76	—
所有者权益[亿元]	116.42	111.35	109.42	—
期末担保余额(亿元)	480.03	634.62	827.82	—
融资性担保责任放大倍数[倍]	3.67	4.53	5.37	—
当期担保代偿率[%]	0.15	0.00	0.38	—

注: 发行人数据根据泰州华信经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算; 担保人数据根据江苏信保集团、中证融担和中投保经审计的 2020-2022 年财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		5
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）			
评级要素			风险程度
		其他因素	0
	调整理由： 无		
	个体信用级别		aa ⁻
外部支持	支持因素		2
	支持理由： 该公司是泰州市发展大健康产业的实施主体，在医药高新区土地开发、服务平台租赁等相关领域具有区域专营优势，可获得泰州市人民政府的直接支持		
	主体信用级别		AA ⁺

同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净流入 量（亿元）
南京溧水城市建设集团有限公司	884.49	346.83	60.79	29.98	4.13	-39.08
连云港市城建控股集团有限公司	1083.60	331.19	69.44	63.88	6.01	24.40
嘉善县国有资产投资集团有限公司	781.74	266.26	65.94	43.81	1.25	2.51
泰州华信药业投资有限公司	890.86	291.13	67.32	40.40	4.06	2.72

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照泰州华信药业投资有限公司 2020 年度第一期中期票据、2021 年度第一期中期票据、2021 年度第二期中期票据（分别简称“20 泰华信 MTN001”、“21 泰华信 MTN001”和“21 泰华信 MTN002”），2020 年泰州华信药业投资有限公司公司债券（第一期）和公司债券（第二期）（分别简称“20 泰信 01”和“20 泰信 02”）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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一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。

该公司于 2019 年 5 月在中国银行间债券市场交易商协会注册了发行额度为 20 亿元的中期票据（中市协注[2019]MTN239 号）。公司于 2020 年 3 月 11 日发行了 20 泰华信 MTN001，发行规模为 4 亿元，期限为 5 年，票面利率为 4.07%，该期中票由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏信保集团”）提供担保；公司于 2021 年 3 月 22 日发行了 21 泰华信 MTN001，发行规模为 6.50 亿元，期限为 5 年（3+2），附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 5.40%，由中证信用融资担保有限公司（简称“中证融担”）提供担保；公司于 2021 年 4 月 26 日发行了 21 泰华信 MTN002，发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年（3+2），附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。票面利率为 4.89%，由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供担保。上述中票发行用途均用于偿还公司即将到期的有息债务。

经国家发展改革委发改企业债券〔2019〕16 号文件批准，2019 年 2 月该公司获准向专业投资者发行总额不超过 16 亿元的公司债券。公司于 2020 年 3 月 23 日发行 20 泰信 01，发行金额 8 亿元，期限为 10 年（5+5），附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 6.30%。募集资金中 1.5 亿元用于中国医药城六期标准厂房项目，3.3 亿元用于工业邻里中心项目，3.2 亿元用于补充营运资金。公司于 2020 年 7 月 29 日发行 20 泰信 02，发行金额 4 亿元，票面利率为 4.68%，期限为 10 年（5+5），附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，由江苏信保集团提供担保。募集资金中 3.5 亿元用于中国医药城六期标准厂房项目，0.5 亿元用于补充营运资金。

近年来该公司已发行债券种类众多，截至 2023 年 5 月末，尚在存续期债券余额为 166.57 亿元，债券明细参见图表 1。其中，其中 2023 年内到期债券金额合计 15.00 亿元，到回售期的债券 26.65 亿元。公司另有存续期美元债余额 2.06 亿美元。

图表 1. 截至 2023 年 5 月末公司未到期债券概况

债项名称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
19 泰投 01	8.60	8.60	5（2+2+1）年	7.20	2019-03-27	2024-03-27	正常付息
19 泰投 02	7.10	6.65	5（2+2+1）年	6.50	2019-10-23	2024-10-23	正常付息
19 泰投 03	2.00	2.00	5（2+2+1）年	6.50	2019-11-22	2024-11-22	正常付息
20 泰华信 MTN001	4.00	4.00	5 年	4.07	2020-03-11	2025-03-11	正常付息
20 泰信 01(20 泰信 债 01)	8.00	8.00	10（5+5）年	6.30	2020-03-23	2030-03-23	正常付息
20 泰信 02(20 泰信 债 02)	4.00	4.00	10（5+5）年	4.68	2020-07-29	2030-07-29	正常付息
21 泰华 01	10.00	10.00	5（3+2）年	6.20	2021-03-01	2026-03-01	正常付息
21 泰华 03	5.00	5.00	5（2+2+1）年	6.50	2021-07-28	2023-07-28	正常付息
21 泰华 04	4.50	4.50	5（2+2+1）年	6.70	2021-07-28	2026-07-28	正常付息

债项名称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
21 泰华 05	5.00	5.00	5 (2+2+1) 年	6.80	2021-12-16	2026-12-16	正常付息
21 泰华信 MTN001	6.50	6.50	5 (3+2) 年	5.40	2021-03-22	2026-03-22	正常付息
21 泰华信 MTN002	5.00	5.00	5 (3+2) 年	4.89	2021-04-26	2026-04-26	正常付息
21 泰华信 PPN001	5.00	5.00	3 (2+1) 年	6.95	2021-11-26	2024-11-26	正常付息
22 泰华 01	5.50	5.50	5 (2+2+1) 年	6.70	2022-01-05	2027-01-05	正常付息
22 泰华 02	3.72	3.72	5 (3+2) 年	5.90	2022-06-23	2027-06-23	未到付息日
22 泰华 03	3.50	3.50	5 (3+2) 年	5.00	2022-09-16	2025-09-16	未到付息日
22 泰华 04	10.00	10.00	5 (3+2) 年	5.20	2022-10-25	2025-10-25	未到付息日
22 泰华信 PPN001	7.00	7.00	3 (2+1) 年	6.98	2022-01-26	2025-01-26	正常付息
22 泰华信 PPN002	3.00	3.00	3 (2+1) 年	6.98	2022-03-24	2025-03-24	正常付息
22 泰华信 PPN003	5.00	5.00	2 年	6.98	2022-03-30	2024-03-30	正常付息
22 泰华信 MTN001	8.60	8.60	3 年	5.90	2022-06-20	2025-06-20	未到付息日
23 泰华 01	7.00	7.00	5 (3+2) 年	5.20	2023-01-11	2028-01-11	未到付息日
23 泰华 02	2.28	2.28	5 (2+2+1) 年	5.40	2023-02-14	2028-02-14	未到付息日
23 泰华 03	7.90	7.90	5 (2+2+1) 年	5.78	2023-04-21	2025-04-21	未到付息日
23 泰华 D1	5.50	5.50	1 年	5.00	2023-02-21	2024-02-21	未到期
23 泰华 D2	8.22	8.22	1 年	4.80	2023-03-15	2024-03-15	未到期
23 泰华信 MTN001	5.10	5.10	2 年	5.75	2023-03-31	2025-03-31	未到付息日
23 泰华信 SCP001	6.00	6.00	266 日	4.80	2023-01-05	2023-09-27	未到期
23 泰华信 SCP002	4.00	4.00	270 日	4.50	2023-01-13	2023-10-10	未到期
合计	167.02	166.57	-	-	-	-	-

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电

力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021 年，国发[2021]5 号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策相继发布；2022 年 5 月和 7 月，财政部先后通报和问责了 16 个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022 年 6 月，国务院办公厅下发《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，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022 年 4 月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政

府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023 年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

医药流通行业

近年来，我国药品流通行业稳步发展，2022 年医药商品销售规模稳中有升。单体药店与中小连锁生存难度加大，全国性和区域龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店成为行业发展的主流。根据国家政策，未来医药流通领域在连锁化率、数字化转型及医药冷链布局等方面仍有较大发展空间。

医药行业作为我国国民经济的重要组成部分，与国计民生息息相关，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，也是推进健康中国建设的重要保障。近年来，我国人民生活水平持续提高，城镇化速度不断加快，使得国民医疗保健意识增强，医疗服务便利性提高，从而促进了医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在老龄化趋势加剧的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药行业不断发展。

随着人口老龄化程度提高，疾病谱变化以及人民健康意识的增强，药品流通行业的刚性需求保持稳定增长，2022 年全国七大类医药商品销售总额 18,678 亿元，同比增长 4.49%¹，我国药品流通市场规模稳步扩大，增速放缓。其中，医疗机构销售额 13,663 亿元，占终端销售额的比例为 73.15%；零售药店销售额 5,015 亿元，占终端销售额的 26.85%，较 2021 年上升 0.58 个百分点。从销售区域来看，我国医药商品需求集中在华东、华北及中南等地，其中华东地区需求最大，需求占比在 35%以上。根据《2022 年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，泰州市 2022 年中西药品类商品零售额增长 24.6%。

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2022 年 2 月，工信部、国家卫健委、国家医保局、国家药监局等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》，提出“十四五”期间医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在 8%以上，增加值占全部工业的比重提高到 5%左右，行业龙头企业集中度进一步提高。随着人口老龄化加剧、居民消费水平及医疗需求不断攀升，预计相关医疗卫生支出将保持持续增长，我国医药市场规模将以 10-12%速度增长，预计到 2025 年，行业规模将超过 3 万亿元。“十四五”期间将有一大批医药创新成果完成临床研究和申报上市，医药工业也将持续加大创新投入、加快创新驱动转型。

在产业政策驱动、资本介入、行业竞争等因素影响下，行业集中度持续提升。全国性和区域龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店成为行业发展的主流。截至 2022 年末，全国共有《药品经营许可证》持证企业 64.39 万家²。其中，批发企业 1.39 万家，零售连锁总部 6,650 家，零售连锁门店 36.00 万家，单体药店 26.33 万家；药店连锁率为 56.95%，较 2021 年末减少 0.70 个百分点。单体药店与中小连锁生存难度加大，相比单体药店和小型连锁，中大型连锁药店具备更专业化的服务、更多样的商品供应、更严格的品质管控和更有序的医保资金使用等优势，行业集中度的提升惠国惠民。根据商务部《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，到 2025 年，药品零售百强企业年销售额有望占药品零售市场总额 65%以上；药品零售连锁率接近 70%，药店连锁率仍有提升空间。

¹ 数据来源：中国药店，大参林 2022 年年度报告。

² 数据来自国家药品监督管理局发布的《药品监督管理统计年度数据（2022 年）》。

(3) 区域因素

泰州市经济基础和区位优势良好，工业基础较好。2022 年受宏观环境影响，泰州市经济增速有所下滑。泰州市固定资产投资及工业投资仍保持较快增速，但房地产景气度较弱，工业和商住用地出让面积及成交均价均有所下滑。财政方面，2022 年泰州市一般公共预算收入及政府性基金收入均下滑，收支平衡对上级转移支付及政府债务依赖度上升。

泰州市地处江苏中部，长江北岸，全市总面积 5,787.98 平方公里。截至 2023 年 3 月末，泰州市行政区划三市三区，其中靖江、泰兴、兴化三个县级市，海陵区、医药高新区（高港区）、姜堰区三区。泰州市是上海都市圈、南京都市圈、苏锡常都市圈重要节点城市，具有区位优势。从陆路交通来看，新长、宁启铁路，京沪、宁通、盐靖、启扬高速公路纵横全境，泰州火车站 5 条黄金始发线路通往全国上百个主要城市；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。从水路交通来看，国家一类开放口岸泰州港跨入亿吨大港行列，六大沿江港区连接远海大洋。高铁规划方面，北沿江高铁和盐泰锡常宜高铁线路均规划途径泰州，高铁通车运营将有利于泰州更好地融入长三角一体化战略。2022 年末泰州市常住人口为 450.56 万人，比上年减少 1.62 万人；常住人口城镇化率 69.24%，比上年末提升 0.60 个百分点。

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

依托于良好的经济背景和区位优势，近年泰州市的国民经济保持增长。2022 年泰州市全年实现地区生产总值 6,401.77 亿元，同比增长 4.4%，增速较上年下降 5.7 个百分点。分产业看，第一产业增加值 334.41 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 3,158.01 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 2,909.35 亿元，增长 3.0%。全年三次产业结构比例为 5.2: 49.3: 45.5。泰州市工业生产稳中有进，2022 年全年规模以上工业增加值同比增长 8.5%，其中轻工业增长 9.4%，重工业增长 8.1%。按常住人口计算，人均地区生产总值 141,830 元，增长 4.5%。2022 年，泰州市固定资产投资同比增长 9.4%，其中高技术产业投资增长 15.6%。

图表 2. 泰州市主要经济数据

项 目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	5,312.77	3.6	6,025.26	10.1	6,401.77	4.4
人均生产总值 (元)	114,596	未公布	133,323	10.0	141,830	4.5
规模以上工业增加值 (亿元)	1,357.51	6.4	未公布	13.1	未公布	8.5
全社会固定资产投资 (亿元)	未公布	0.2	未公布	8.3	未公布	9.4
社会消费品零售总额 (亿元)	1,333.26	-1.3	1,576.94	18.3	1,588.36	0.7
进出口总额 (亿美元)	146.43	1.2	189.22	29.2	196.18	4.9

资料来源：泰州市国民经济和社会发展统计公报

图表 3. 泰州市主要固定资产投资情况 (单位: 亿元, %)

项 目	2020 年		2021 年		2022 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	未公布	-5.5	未公布	24.8	未公布	11.4
房地产	498.47	41.4	354.00	-29.0	353.23	-0.2

资料来源：泰州市国民经济和社会发展统计公报

2020-2022 年泰州市工业投资同比增速分别为-5.5%、24.8%和 11.4%。同期，泰州市商品房投资规模分别为 498.47 亿元、354.00 亿元和 353.23 亿元，同比增速分别为 41.4%、-29.0%和-0.2%，受政策调控影响明显。2022 年，泰州市商品房施工面积 2,201.41 万平方米，同比增长 0.8%，其中商品住宅施工面积 1,715.58 万平方米，同比下降 4.2%；商品房销售面积 701.49 万平方米，同比下降 28.6%；住宅类

商品房销售面积 511.37 万平方米，同比下降 32.1%。

图表 4. 泰州市房屋建设、销售情况

项 目	2020 年		2021 年		2022 年	
	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)
商品房施工面积 (万平方米)	2,385.79	-8.2	2,220.11	6.9	2,201.41	-0.8
商品房竣工面积 (万平方米)	449.38	-17.5	222.41	50.5	287.29	57.8
商品房销售面积 (万平方米)	751.47	13.9	981.93	30.7	701.49	-28.6

资料来源：泰州市统计局，泰州市国民经济和社会发展统计公报

近三年泰州市工业用地和商住用地出让面积呈下降趋势，2020-2022 年泰州市工业用地出让面积分别为 553.53 万平方米、545.65 万平方米和 466.34 万平方米；商住用地出让面积分别为 851.76 万平方米、520.19 万平方米和 390.65 万平方米。土地出让价格方面，2022 年工业用地出让单价较上年小幅下降，商住用地出让单价较上年下降 14.39%。

图表 5. 2020-2022 年泰州市土地市场交易情况

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让总面积 (万平方米)	1,439.80	1,107.86	1,081.99
其中：工业用地出让面积 (万平方米)	553.53	545.65	466.34
商住用地出让面积 (万平方米)	851.76	520.19	390.65
土地出让总价 (亿元)	466.53	453.33	440.89
其中：工业用地出让总价 (亿元)	21.39	24.08	19.92
商住用地出让总价 (亿元)	439.09	425.83	273.77
土地出让均价 (元/平方米)	3,240.21	4,091.94	4,075.00
其中：工业用地出让单价 (元/平方米)	386.48	441.31	427.00
商住用地出让单价 (元/平方米)	5,155.08	8,186.05	7,008.06

资料来源：泰州市国土资源局

2020-2022 年，泰州市一般公共预算收入分别为 383.08 亿元、420.29 亿元和 416.62 亿元，2022 年其规模在江苏省排名第 8 位；其中，税收收入分别为 282.06 亿元、316.96 亿元和 264.49 亿元。2020-2022 年泰州市一般公共预算支出分别为 627.68 亿元、667.90 亿元和 696.90 亿元，一般公共预算自给率分别为 61.03%、62.93%和 59.79%，收支平衡能力弱。

从政府性基金预算收支来看，泰州市政府性基金预算收入规模较大，在综合财力中占比较高。2020-2022 年泰州市政府性基金预算收入分别为 550.23 亿元、680.92 亿元和 523.01 亿元，波动较大，2022 年房地产市场景气度低迷，房企拿地意愿不强，国有土地使用权出让收入为 501.65 亿元，同比下降 22.20%。2020-2022 年泰州市政府性基金预算支出分别为 574.53 亿元、545.82 亿元和 455.16 亿元，2022 年加上地方政府专项债务还本支出、调出资金等，支出总计 602.89 亿元。总体来看，泰州市一般公共预算及政府性基金收支平衡对上级转移支付及政府债务依赖度上升。

2022 年末，泰州市政府债务余额为 1,001.45 亿元（其中一般债务余额 446.27 亿元，专项债务余额 555.17 亿元），较上年末增长 3.69%；当年末政府债务率较上年末小幅上升 1.68 个百分点至 89.38%，处于较高水平。

图表 6. 泰州市主要财政数据（单位：亿元）

项目	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 (末)
一般公共预算收入	383.08	420.29	416.62
其中：税收收入	282.06	316.96	264.49
一般公共预算支出	627.68	667.90	696.90
政府性基金预算收入	550.23	680.92	523.01
政府性基金预算支出	574.53	545.82	455.16
政府债务余额	844.14	965.82	1,001.45

资料来源：泰州市财政局

2021 年 6 月，泰州医药高新区与高港区“区政合一”融合完成，融合后为泰州医药高新区（高港

区），有助于推动区域经济发展。泰州医药高新区为国家级医药高新技术产业开发区，2022 年以来泰州医药高新区（高港区）受外部环境影响地区经济增速有所放缓，但支柱产业医药制造业仍保持较快增长。

泰州是全国最大的医药生产科研基地之一，医药产业各项经济指标已连续多年稳居江苏省第一，在全国同行业中具有一定影响力。泰州市的扬子江药业、济川医药、江山制药、苏中药业等 4 家企业连续多年位列全国医药百强企业，泰州已成为全国最大的中成药、麻醉药和维生素药生产基地。

泰州医药高新区自 2009 年获国务院批复为全国第 56 个国家级高新区后，泰州市对其发展日益重视，于 2010 年起扩大其管辖范围。2021 年 6 月，泰州医药高新区与高港区启动融合发展，实行“区政合一”的运行模式，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，下辖 5 个乡镇、7 个街道。融合后的泰州医药高新区（高港区）土地总面积 402.87 平方公里，全区家庭总户数 13.70 万户，户籍总人口 34.90 万人，国家高新技术企业总量 283 家，累计获批省级潜在“独角兽企业”9 家、省“瞪羚企业”22 家，国家级“专精特新”小巨人企业 11 家；万人发明专利拥有量达 52.39 件。

生物医药产业园区（泰州医药园区）为医药高新区的核心区域，致力打造中国规模最大、产业链最完善的生物医药产业基地。泰州医药园区总体规划面积 30 平方公里，由科研开发区、生产制造区、会展交易区、康健医疗区（国际精准健康中心）、教育教学区、综合配套区等六大功能区组成，目前建成区面积超过 22 平方公里。形成了抗体、疫苗、诊断试剂及高端医疗器械、化学药新型制剂、特医配方食品等一批特色产业集群。目前，区内已集聚 1,200 多家国内外知名医药企业，其中包括阿斯利康、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；2,100 多项“国际一流、国内领先”的医药创新成果落地申报；4,300 多名海内外高层次人才落户创新创业；入选“国家生物医药产业园区综合竞争力”前 20 强。

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。2020 年，医药高新区重大开工项目包括泰康生物抗体药物产业化项目、瑞科生物新冠疫苗产业化项目、金迪克生物流感疫苗二期产业化项目等。2021 年，泰州医药高新区（高港区）新开工 5 亿元和 3,000 万美元以上项目 30 个，新竣工项目 28 个，6 个项目列入年度省重大项目投资计划；新开工项目中，研发设备投资共计 62.6 亿元，占比达 26%；全年高技术产业投资占固定资产投资比重为 30.8%。2022 年，泰州医药高新区（高港区）完成签约 5 亿元和 3,000 万美元以上项目超 100 个，全年新开工 5 亿元和 3,000 万美元以上项目 28 个、新竣工 24 个。

2022 年，泰州医药高新区（高港区）地区生产总值为 1,153.39 亿元，按不变价计算，比上年增长 2.7%。其中第一、第二和第三产业分别为 16.36 亿元、648.01 亿元和 489.02 亿元。三次产业结构比为 1.4:56.2:42.4。泰州医药高新区（高港区）规上工业产值同比增长 12.0%，其中医药制造业累计实现产值 631.25 亿元，同比增长 12.1%。

2. 业务运营

该公司是泰州市发展大健康产业的实施主体，在医药高新区土地开发、服务平台租赁等相关领域具有区域专营优势，同时依托高新区发展的药品物流和销售业务亦拥有一定的资源优势。2022 年，公司医药商品销售业务收入和毛利率有所下降；租赁业务收入增长主要系上年租金减免基数较低及部分物业由在建转为运营所致；当期天禄湖花园项目进一步结转，房地产销售收入和毛利有所增长；工业品销售业务利润微薄，对主业贡献度有限。公司在建项目后续投资规模仍较大，存在一定的资金平衡压力。

公司业务围绕泰州医药高新区的开发与经营进行，原以区域内土地开发整理、重点工程建设、基础设施建设为主，随着泰州医药高新区逐步成熟，公司业务转为经营性房产租赁、医药商品销售、工业品销售及房地产销售等为主。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司营业收入分别 32.87 亿元、43.56 亿元、40.40 亿元和 6.67 亿元；综合毛利率分别为 15.26%、16.05%、21.60%和 22.43%。其中 2021 年收入大幅增长，主要系房地产销售和医药商品销售规模增长，2022 年收入小幅下降，主要受工业品销售和医药商品销售收入下降和房地产销售、租赁收入增长的综合影响；综合毛利率较上年上升 5.55 个百分点，主要受益于毛利率较低的工业品销售业务收入占比下降及毛利率提升。

从收入毛利结构来看，该公司收入主要由医药商品销售和工业品销售贡献，毛利主要由租赁、医药商品销售、工业品销售和房地产销售贡献。2022 年公司医药商品销售收入为 11.08 亿元，同比减少 9.70%，各渠道医药商品销售收入均有不同程度下降；总代理、总经销渠道毛利率提升 1.11 个百分点至 18.70%，带动医药商品销售毛利率较上年提升 0.91 个百分点。工业品销售收入规模较大，但毛利空间较薄。2022 年租赁收入为 3.34 亿元，同比增长 37.03%，主要系部分物业由在建转为运营及上年租金减免基数较低的双重影响；因投资性房地产为公允价值计量，因此租赁业务毛利率很高，当年为 89.42%。当年因天禄湖花园项目进一步结转，房地产销售结转收入 11.95 亿元，毛利率为 17.61%。工程收入³主要业务区域为泰州医药高新区内各街道办事处、各企事业单位，该业务收入规模很小，2022 年收入较上年增加 0.33 亿元至 0.46 亿元，毛利率为 20.77%。此外，公司传统业务代建管理费规模小，对整体收入利润形成一定补充。

图表 7. 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	32.87	100.00	43.56	100.00	40.40	100.00	6.67	100.00
租赁	3.04	9.25	2.44	5.59	3.34	8.26	0.43	6.44
医药商品销售	9.35	28.43	12.27	28.16	11.08	27.42	2.68	40.14
工业品销售	19.30	58.72	18.78	43.10	12.66	31.33	1.29	19.33
房地产销售	0.27	0.82	9.59	22.00	11.95	29.57	1.98	29.64
工程收入	0.36	1.09	0.13	0.31	0.46	1.15	-	-
代建管理费	0.02	0.07	0.02	0.04	0.58	1.43	-	-
土地转让	-	-	-	-	-	-	-	-
毛利率	15.26		16.05		21.60		22.43	
租赁	97.16		90.62		89.42		82.66	
医药商品销售	15.90		20.69		21.60		24.26	
工业品销售	2.41		0.65		2.25		-2.04	
房地产销售	13.24		21.35		17.61		20.21	
工程收入	9.75		-119.90		20.77		-	
代建管理费	100.00		100.00		100.00		-	
土地转让	-		-		-		-	

资料来源：泰州华信

（1）主业运营状况/竞争地位

A. 租赁业务

该公司的租赁业务包括厂房、研发楼等出租，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一至六期、单元式研究所和研发大楼，以及医药物流平台、新药申报平台、新药创制平台、医药研发平台等公共服务平台。随着高新区各个功能区基本建成、基础设施建设日益完备，厂房和办公室租赁逐渐成为公司营业收入和毛利的重要来源。2021 年起，公司委托政府下属企业泰州华融物业管理有限公司统一经营管理，因此协议出租率为 100%。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现租金收入 3.04 亿元、2.44 亿元、3.34 亿元和 0.43 亿元，其中 2021 年收入下滑主要系减免租金所致。

³ 工程业务运营主体为泰州高新区康居建设开发有限公司，其拥有建筑工程施工总承包三级资质、房地产开发二级资质，主要采用建筑工程施工总承包自营模式承接各类工程施工项目。

图表 8. 公司拥有房屋类租赁情况表（单位：平方米，万元）

租赁地址	产权证总面积	2020 年		2021 年		2022 年	
		出租率	租金收入	出租率	租金收入	出租率	租金收入
研发区	20,551.37	73.49%	504.27	100.00%	317.07	100.00%	214.93
一期	105,563.2	95.71%	1,347.86	100.00%	716.73	100.00%	1,019.99
二期	58,627.27	91.44%	950.56	100.00%	751.66	100.00%	1,096.48
三期	323,589.3	86.40%	5,660.06	100.00%	3,551.11	100.00%	6,505.15
四期	331,749.6	89.62%	9,296.80	100.00%	3,983.62	100.00%	6,215.25
六期	325,166.5	24.88%	1,157.04	100.00%	2,213.29	100.00%	1,774.37
八号楼	12,654.25	30.86%	132.04	100.00%	149.16	100.00%	152.34
科技大厦	21,457.05	26.95%	258.68	100.00%	140.69	100.00%	58.01
C1 楼	38,990.4	67.28%	1,170.62	100.00%	446.41	100.00%	803.32
M 楼	50,108.44	1.83%	35.00	-	-	-	-
疫苗工程中心	46,045.62	16.64%	139.40	100.00%	135.17	100.00%	35.46
QB3	64,842.41	9.94%	288.29	100.00%	3.93	100.00%	348.08
康居新城	25,064	44.41%	83.28	100.00%	659.91	100.00%	183.29
人才公寓	207,132	2.78%	320.93	100.00%	270.58	100.00%	3,979.66
祥和花园二期	8,830.95	100.00%	3.81	100.00%	116.44	100.00%	39.86
永兴花园	5,421.44	100.00%	61.78	100.00%	111.93	100.00%	76.70
假日酒店	25,152.77	-	-	100.00%	461.52	-	461.52
会展中心	165,017.82	-	-	100.00%	1,211.14	-	1211.14
精准医疗孵化基地	-	-	-	-	-	8.04	152.05
平台租赁	-	-	9,000.00	-	9,000.00	-	9,000.00
合 计	1,835,964.39	55.27%	30,410.41	100.00%	24,240.35	96.92%	33,327.58

资料来源：泰州华信

注：承租方主要为入驻园区企业，其享受政府租金补贴政策，租金补贴由政府支付。

B. 医药商品销售业务

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

成立之初，华为医药主要从事药品批发零售业务。近年来，为增强高新区商贸医药物流集聚性，拓展业务规模，华为医药还给入驻高新区的药品、医疗器械企业提供药品销售、药品第三方物流、药品终端配送服务，并为上下游客户提供差异化增值服务。截至 2022 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 800 多家企业建立了合作关系，具有较强的配送功能。作为第三方物流企业中标为泰州市基本用药的主流配送商，华为医药配送的药品品种达 1,652 种以上，总药品品种达到 6,885 个，与华为医药签订药品第三方物流服务的入园企业已达 13 家。除医药销售收入之外，华为医药还收取一定运输费、平台费及服务费（记在公司的“其他业务”），2020-2022 年及 2023 年第一季度分别贡献收入 1,452.45 万元、1,715.67 万元、1,523.42 万元和 825.66 万元。

该公司医药商品销售的供应商主要是国内外各大医药及医疗产品制造企业，同时也向部分医药流通企业采购，进行二级分销。公司长期合作的上游药品供应商超过 400 多家，主要供应商包括海默尼（香港）贸易有限公司、海默尼药业股份有限公司、江苏苏博康医药有限公司、江苏海邦医药有限责任公司和江苏华越医疗器械投资有限公司等，2022 年对前五大供应商采购额共计 4.12 亿元，占比为 54.65%，集中度较高。

该公司医药销售模式可分为以总代理总经销、医院纯销（覆盖泰州三市三区）和现销快配，2022 年上述三种模式销售收入占比分别为 74.14%、25.49%和 0.37%。总代理总经销方面，公司与各大医药销售公司合作，成为地区总代理总经销，2022 年该模式收入同比减少 12.36%至 8.21 亿元，前五大客户销售占比为 20.35%；医院纯销方面，公司的销售客户为江苏省内各大中型城市当地主要医院，前五大客户销售占比为 27.36%，2022 年医院纯销收入同比减少 1.00%至 2.82 亿元；快销现配销售对象主要是个人诊所、药店、零售个人等，较为分散且规模小。销售账期方面，除现销快配客户信用账期短（5-7 天）外，公司总代理总经销客户账期在 30-90 天之间，医院纯销销售客户的回款周期平均在 90 天左右，账期较长，对公司流动资金形成一定占用。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司医药商品销售业务分别实现收入 9.35 亿元、12.27 亿元、11.08 亿元和 2.68 亿元，2021 年总代理总经销、医院纯销呈良好增长，带动板块收入增长，2022 年总代理总经销、医院纯销均有不同程度下滑，致使板块收入下降。

C. 工业品销售业务

该公司工业品销售业务主要由子公司泰州信康建设有限公司（简称“信康建设”）、泰州信诚新型建材有限公司（简称“信诚建材”）负责运作，信康建设于 2019 年下半年正式开展业务，并于 2020 年 4 月取得危险化学品经营许可证，贸易品种主要包括螺纹钢、轻质循环油、燃料油、纯苯、乙二醇、铝锭等各种工业品；信诚建材主要经营品种为水泥、中粗砂、石子等建筑材料。建筑材料方面，下游客户主要为泰州市其他平台公司和与公司有工程业务合作的施工企业，因公司对其有应付工程款项，从而销售款回笼较有保证。石油和化工品销售方面，公司与大型石油化工公司建立合作关系，主要以批发模式，销售给钢铁、建设、化工等行业的客户，赚取一定差价。公司以销售订单数量来决定采购数量，下游客户主要为国有企业，运输由客户承担，风险较可控，但油品运输时间较长，客户验收后付款，付款周期一般在 20-30 天，存在一定资金占用。2020-2022 年和 2023 年一季度，公司工业品销售业务分别实现收入 19.30 亿元、18.78 亿元、12.66 亿元和 1.29 亿元，毛利率分别为 2.41%、0.65%、2.25%和-2.04%，盈利空间微薄。

D. 房地产销售

该公司还有少量房地产开发业务，目前主要房地产项目为天禄湖花园和盛雅园项目，天禄湖花园项目处于在建在售状态，项目位于泰州市医药高新区海陵南路东侧、药城大道北侧。项目规划总用地面积 12.21 万平方米，计容建筑面积为 19.73 万平方米，主要包括 23 幢 12-25F 高层住宅（其中：25F 住宅 9 幢、16F 住宅 12 幢、12F 住宅 2 幢），3 幢 2F 的配套公建。项目总投资约 31.09 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 18.67 亿元。截至 2023 年 3 月末，天禄湖花园项目已销售公寓 737 套，签约销售金额 25.25 亿元，预订公寓 2 户。2023 年，天禄湖花园项目计划销售公寓 22 套，已销售 5 套。

盛雅园项目已于 2022 年开工建设，位于医药高新区中国医药城商圈，项目地址位于仲野路与海陵南路西南侧交汇处，占地面积 65.75 平方米，项目规划总建筑面积 16.94 万平方米，其中计容面积 11.84 万平方米，不计容面积 5.11 万平方米，建设一类高层商业建筑(含 2 幢高层塔楼及相应裙楼，建筑层数 3-6 层)、3 幢 17F 高层住宅，1 幢 21F 高层住宅、4 幢 25F 高层住宅，机动车停车位 1,118 辆，总户数 608 户，配套建设道路、绿化、给排水、配电房、开关站、垃圾收集屋等基础设施。盛雅园项目总投资 15 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 9.34 亿元。截至 2023 年 3 月末，盛雅园项目已销售公寓 262 套，签约销售金额 4.26 亿元，预定公寓 11 户，2023 年度计划销售公寓 176 套，已销售 41 套。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司房地产销售分别结转收入 0.27 亿元、9.59 亿元、11.95 亿元和 1.98 亿元，毛利率分别为 13.24%、21.35%、17.61%和 20.21%。其中 2021 年结转项目为天禄湖花园，项目盈利情况较好，因此房地产销售收入和毛利率同比均有所增长，2022 年主要结转项目仍为天禄湖花园。

E. 代建管理业务

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

土地开发业务方面，根据泰医高（2007）48号、泰医高（2007）66号文，泰州市高新区管委会授权该公司进行土地开发。管委会每年将土地指标拨至公司，公司向江苏省国土资源厅支付相关土地指标费用（约12-13万/亩），取得建设用地指标。公司在取得建设用地指标的土地上进行“九通一平”的土地一级开发，自筹支付土地整理费用。土地整理过程中，公司缴纳的土地规费、支付的拆迁补偿费和九通一平相关支出列入会计科目“存货-开发成本”。结算方面，管委会每年度对已完工的土地项目进行审计结算，并按照投资额（含项目融资成本）加一定比例的管理费（一般为6%）作为竣工决算金额，并计划在工程竣工决算后5年内支付给公司。根据代建协议，公司按收取的项目管理费作为代建收入计入营业收入。

该公司其他工程代建项目的运作模式大致如下：对于道路、桥梁、排水管线等基础设施，由管委会投入项目资本金，公司主要负责这些基础设施项目的建设，管委会按实际的开发成本加成3%的代建费向公司支付资金，其中加成的6%作为公司代建管理费收入。而对于泰州医药高新区六大功能区内的公共服务平台和相关基础设施配套，在管委会制定总体规划并做出年度计划后，则由公司投入项目资本金进行建设，建成后资产产权归公司所有，并由公司负责运营管理，没有代建管理费收入。

2020-2022年，该公司确认代建管理费收入分别为216.24万元、161.88万元和5,763.85万元。目前公司在建代建管理项目为康泽东苑（安置房）项目，预计总投资28.62亿元，截至2022年末已投资18.60亿元，待竣工验收后结算收入。

F. 土地转让业务

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

该类土地转让业务由该公司投资开发，待土地开发成熟后，一部分由公司通过“招拍挂”程序上市拍卖获得土地使用权，用于自建标准厂房及相关物业对园区内企业出租和管理；一部分由有需要的入园或待入园企业购买；剩余部分由园区管委会结算。近年来公司仍有土地开发整理支出，截至2022年末主要开发的片区包括野徐城市更新和康健医疗区工程等，账面余额分别为121.22亿元和50.42亿元，2022年上述2个片区新增投资额分别为15.79亿元和6.14亿元。公司土地开发业务收入随开发进度出现较大的波动，2019年，公司转让土地54.33亩，实现土地转让收入1.30亿元；2020-2022年公司未转让土地，无土地转让收入。

（2）运营规划/经营战略

该公司主要在建项目主要为在建租赁房产、房地产项目和代建管理业务等，其中在建经营性房产包括孵化基地和天禄湖国际大酒店（三环酒店）等，在建房地产销售项目包括天禄湖花园和盛雅园，在建代建管理项目为康泽东苑（安置房）项目。泰州市第一外国语学校培训中心为公司与江苏光华合作的项目，后期公司将作出租使用。上述项目总投资合计95.32亿元，截至2022年末已投资58.96亿元，2023-2025年分别计划投入12.17亿元、13.72亿元和10.47亿元，后续仍有一定的资本性支出压力。

图表9. 截至2023年3月末公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	2023年3月末实际已投资额	未来三年投资计划		
			2023年4-12月	2024年	2025年
天禄湖花园	31.09	18.67	4.00	4.00	4.42
康泽东苑（安置房）	28.62	18.60	3.00	3.00	4.02

项目名称	项目总投资	2023 年 3 月 末实际已投资 额	未来三年投资计划		
			2023 年 4- 12 月	2024 年	2025 年
盛雅园	15.00	9.34	1.66	2.00	2.00
孵化基地	10.00	5.97	2.00	2.00	0.03
天禄湖国际大酒店（三环酒店）	7.61	3.41	1.48	2.72	--
外国语学校培训中心	3.00	2.97	0.03	--	--
合计	95.32	58.96	12.17	13.72	10.47

资料来源：泰州华信

管理

2021 年，泰州市人民政府回购富安达剩余 6 亿元投资份额，并对公司增资股本 10 亿元，对公司持股比例上升至 99.45%。跟踪期内，公司董事、高级管理人员有一定变动，公司认为不会影响其日常管理、生产经营和偿债能力。公司部分款项被参股企业占用，存在一定的资金占用风险。

跟踪期内，泰州市政府仍为公司的控股股东和实际控制人。按照约定，泰州市国资委分别于 2019 年 9 月、2020 年 3 月和 2020 年 9 月回购富安达优先级投资份额各 3 亿元。2020 年 5 月，泰州市人民政府对公司增资 10 亿元，泰州市人民政府持股比例升至 89.89%。2021 年 3 月，泰州市人民政府回购富安达剩余 6 亿元投资份额。2021 年 8 月，泰州市人民政府对公司增资 10 亿元，公司实收资本增至 73.29 亿元。截至 2023 年 3 月末，泰州市人民政府持股比例为 99.45%，国开发展基金有限公司持有 0.55% 的股权。根据公司章程，经市政府授权，由泰州市国资委代表市政府对公司履行出资人职责。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司董事、高级管理人员有一定变动。2022 年 6 月，杨镔不再担任公司董事、总经理，聘任宋凌翔担任公司董事、总经理；吉圣荣、贾爱华不再担任公司监事，选举韩蕾担任公司监事会主席；选举袁真辰、万莉为公司监事；吴志兰不再担任公司职工董事，选举吉圣荣担任公司职工董事；2023 年 3 月，张由凤不再担任公司董事长、法定代表人，由宋凌翔担任公司董事长、法定代表人；2023 年 4 月，宋凌翔不再担任公司总经理，聘任艾建军担任公司总经理，李小兵不再担任公司副总经理、财务负责人，聘任朱见伟担任公司副总经理、财务负责人；2023 年 5 月，选举艾建军、陆小飞为公司董事；吉圣荣不再担任公司职工董事、选举李小兵为公司职工董事；袁真辰不再担任公司监事，选举高纯为公司监事。此外，公司组织架构未发生变动，职能部门仍为 7 个，详见附录二。

截至 2022 年末，该公司应收关联方款项合计 10.34 亿元，为应收泰州双兴建设有限公司（公司参股 44%）7.79 亿元和应收泰州医药高新区华银金融投资有限公司（公司参股 10.24%）2.55 亿元。

根据该公司提供的本部（2023/4/3）、子公司华为医药（2023/4/3）、华盛投资（2023/4/3）、信康建设（2023/4/3）、泰州华康投资有限公司（简称“华康投资”，2023/4/3）、泰州中国医药城资产管理有限公司（简称“医药城资管”，2023/4/3）、泰州医药高新股份有限公司（简称“医药高新”，2023/4/3）、泰州高新区康居建设开发有限公司（简称“康居建设”，2023/4/3）《企业信用报告》，公司本部及上述子公司近三年不存在债务违约及欠息情况。经 2023 年 6 月 10 日查国家企业信用信息公示系统，公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

财务

受益于政府增资、投资性房地产计量方式改变及经营积累，该公司所有者权益规模不断增长，但以刚性债务为主的负债规模扩张速度快于权益增长，公司资产负债率呈上升趋势，已处于较高水平。公司项目建设仍需持续投入、且债务规模已较大，债务滚续及利息支出负担较重，融资及还本付息压力较大。公司主业盈利能力一般，期间费用规模偏大，政府补助和投资性房地产产生的公允价值变动

对盈利形成有益补充。公司对外担保规模大，担保对象均为国资体系内下属企业，关注或有损失风险。

1. 数据与调整

大华会计师事务所有限公司对该公司 2020 年至 2021 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。因合作期限到期，公司改聘中兴华会计师事务所对 2022 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。2021 年起，公司执行财政部 2017/2018 年修订的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》、《企业会计准则第 14 号——收入》和《企业会计准则第 21 号——租赁》。

2020 年，该公司合并范围内新增 2 家子公司，为投资设立信诚建材和江苏华腾医疗器械有限公司；减少 1 家子公司，为股权转让的泰州中国医药城高新商业保理有限公司；2021 年，公司新设成立 2 家子公司，分别为泰州华臻文化传媒有限公司和泰州盛合置业有限公司；股权转让 1 家子公司，为泰州中国医药城新药基金管理有限公司。2022 年，公司注销泰州信鸿装配式建筑有限公司，截至 2022 年末合并范围内子公司共 15 家，其中二级子公司 7 家，包括华盛投资、医药城管、华康投资、医药高新、华信药业（香港）有限公司（简称“华信香港”）、康居建设和泰州万豪绿化工程有限公司。

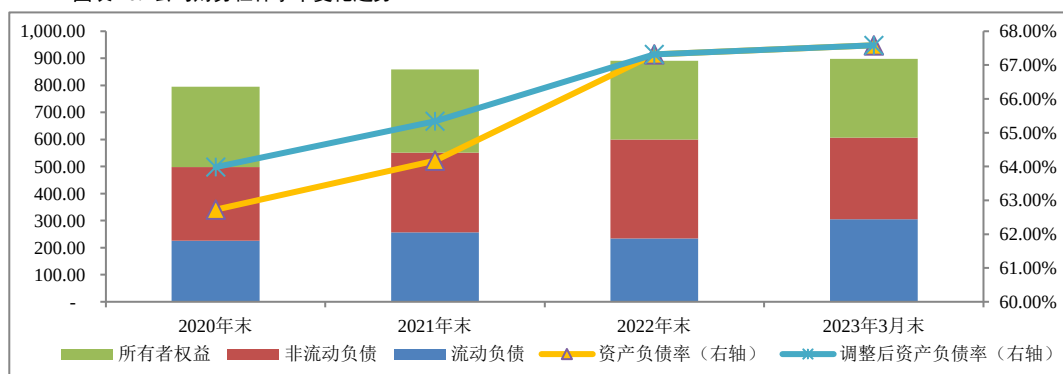
该公司 2023 年 3 月末资产负债表未对长期借款及应付债券作期限结构拆分，为保持数据及指标连贯性，本报告根据公司提供的借款明细数据，将长期借款拆分为长期借款及一年到期的长期借款，将应付债券拆分为一年到期的应付债券及应付债券，数据与真实情况可能有所差异。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

泰州医药高新区自启动开发以来，建设资金需求量很大，该公司债务规模持续增长，已积累了大规模的债务。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司负债总额分别为 498.51 亿元、551.36 亿元、599.73 亿元和 607.22 亿元。近年来股东对公司不断增资，同时经营积累逐年增加，资本实力亦有所增强，但财务杠杆仍呈上升趋势。近三年一期末公司资产负债率分别为 62.72%、64.17%、67.32%和 67.58%。若将永续中票计入负债中，同期末公司资产负债率将分别为 63.98%、65.34%、67.32%和 67.58%，2022 年 2 月“17 泰华信 MTN001”偿还后，公司已无永续债，调整后资产负债率和未调整的资产负债率一致。目前公司在建项目规模较大、债务滚续利息支出负担较重，财务杠杆或将进一步上升。

图表 10. 公司财务杠杆水平变化趋势



资金来源构成	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动负债 (亿元)	226.27	256.88	234.17	304.85
非流动负债 (亿元)	272.24	294.47	365.55	302.37
所有者权益 (亿元)	296.25	307.84	291.13	291.24
资产负债率 (%)	62.72	64.17	67.32	67.58

资金来源构成	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
调整后资产负债率 (%)	63.98	65.34	67.32	67.58

资料来源：根据泰州华信所提供资料整理、绘制。

从债务期限结构来看，近年来该公司增加长期借款及长期债券融资，长短期债务结构整体呈现优化，2020-2022 年及 2023 年 3 月末，长短期债务比分别为 1.20、1.15、1.56 和 0.99，其中 2023 年 3 月末有所下降，主要系部分刚性债务转入一年内到期的非流动负债所致。

该公司负债以刚性债务为主，占负债总额的 80%以上，除刚性债务外，公司负债还包括应付账款、预收款项（含合同负债）和其他应付款。2022 年末公司应付账款为 18.72 亿元，较上年末下降 19.55%，主要系房地产开发等项目待结算的工程款减少，其中包括工程款 13.36 亿元和应付材料款 5.35 亿元；预收款项（含合同负债）较上年末下降 43.46%至 8.60 亿元，主要系天禄湖花园和盛雅园项目销售资金回笼；其他应付款为 42.52 亿元，较上年末下降 19.88%，主要系应付往来款减少所致，其中应付借款为 19.71 亿元（上年末为 34.72 亿元），主要为向泰州市建业投资建设集团有限公司（简称“建业投资”）的借款，系棚改项目贷款及履约保证金；往来款为 21.03 亿元（上年末为 16.83 亿元）。2023 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 1.25%，主要系刚性债务较上年末增加 15.88 亿元至 532.51 亿元；其他应付款较上年末下降 11.86%至 37.47 亿元；其他科目较上年末变化不大。

（2）债务结构

该公司主要通过银行借款、发行债券进行债务融资，近年来，公司刚性债务规模持续扩张，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 430.94 亿元、455.70 亿元、516.63 和 532.51 亿元。2022 年末短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 162.68 亿元和 353.96 亿元，其中短期刚性债务较上年末持平，中长期刚性债务较上年末增加 61.03 亿元，主要系公司增加长期借款所致。从借款渠道来看，公司银行长短期借款、应付票据、短期债券和应付债券（含一年内到期的应付债券）分别为 318.16 亿元、15.45 亿元、27.78 亿元和 149.81 亿元。2023 年 3 月末，公司刚性债务较上年末增加 25.88 亿元，主要系应付债券（含一年内到期的应付债券）增加。

从借款条件来看，该公司短期借款、长期借款主要为保证借款、信用借款、抵押及质押借款等。2022 年末，公司短期借款中，信用借款、保证借款、抵押或质押借款分别为 2.00 亿元、38.92 亿元和 3.42 亿元；长期借款中，信用借款、保证借款、抵押或质押（或附带保证条件）借款分别为 37.59 亿元、127.20 亿元和 68.57 亿元。提供担保的主体主要为泰州医药高新区内其他国有企业或公司本部等，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。债券融资方面，近年来，公司存续的长期债券利率区间为 4.07-6.98%，2022 年以来长期债券中无担保发债利率区间为 5.00-6.98%，现存的两支超短期融资券利率成本分别为 4.50%和 4.80%。

整体来看，该公司已累积了较大规模的债务，综合融资成本偏高，对债务滚续依赖度高，债务还本付息压力较大。

图表 11. 公司刚性债务构成分析(单位：亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	159.76	162.77	162.68	241.26
其中：短期借款	46.18	40.16	46.98	46.31
应付票据	13.87	20.48	15.45	13.01
一年内到期的长期借款	39.79	51.31	37.83	44.86
应付短期债券（含应计利息）	42.15	36.10	27.78	38.05
其他短期刚性债务	17.77	14.72	34.64	99.02
中长期刚性债务合计	271.18	292.93	353.96	291.25
其中：长期借款（含信托借款、融资租赁）	187.00	180.95	233.36	221.08

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
应付债券（含永续债券）	84.18	111.98	120.60	70.17

资料来源：根据泰州华信所提供资料整理、绘制

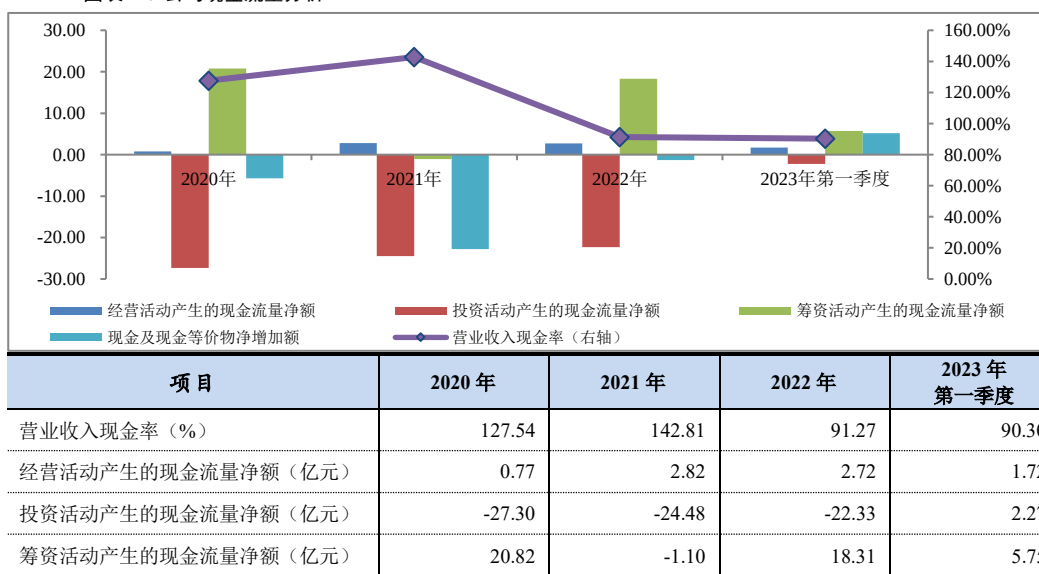
注：因公司 2023 年 3 月末资产负债表未披露科目明细，且未对长期借款及应付债券作期限结构拆分，本报告根据公司提供的借款明细数据进行计算，数据与真实情况可能有所差异。

3. 现金流量

该公司经营环节的现金流入主要来自商品销售、转让土地、由高新区管委会按实际开发成本支付的建设费用回笼，以及往来款项的流入。2020-2022 年及 2023 年第一季度公司经营性现金净流量分别为 0.77 亿元、2.82 亿元、2.72 亿元和 1.72 亿元，保持净流入，但规模小。

近年来，随着泰州医药高新区的建设的推进，各项基础设施和厂房建设、土地拆迁款、补偿款支出及投资组建子公司等导致该公司投资环节的现金流出量规模较大，投资性现金流一直处于净流出状态。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司投资活动现金净流出分别为 27.30 亿元、24.48 亿元、22.33 亿元和 2.27 亿元。公司投资环节现金流资金缺口较大，经营环节现金净流入不足以覆盖，为此公司主要通过借款融资和发行债券以满足项目建设及利息支出资金需求，近三年一期筹资活动现金净流入分别为 20.82 亿元、-1.10 亿元、18.31 亿元和 5.75 亿元，其中 2021 年呈小幅净流出，主要系股东增资 16.00 亿元、债务规模增长与利息支出等综合影响。

图表 12. 公司现金流量分析



资料来源：泰州华信

注：因 2023 年第一季度财务报表未提供应收票据明细，营业收入现金率与实际有所偏差。

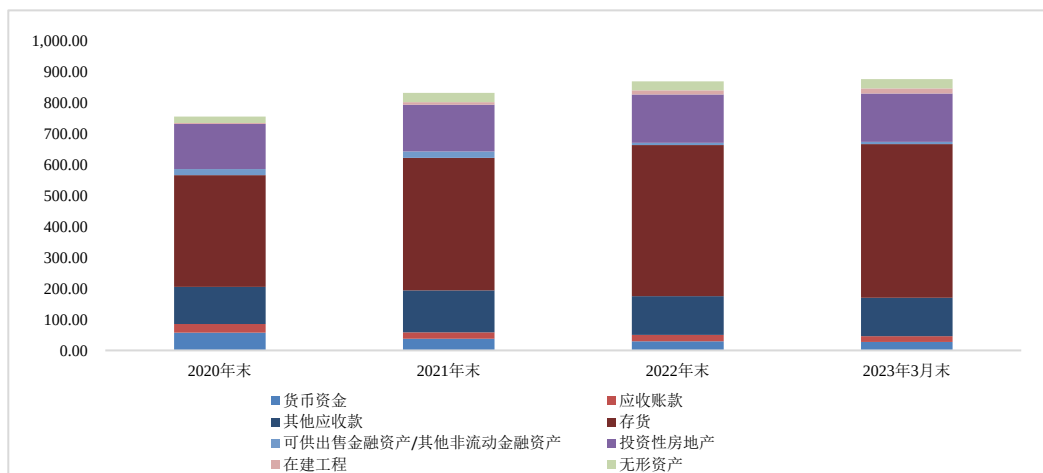
4. 资产质量

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 296.25 亿元、307.84 亿元、291.13 亿元和 291.24 亿元，其中 2020 年末增长主要系政府增资、投资性房地产计量方式变更调整未分配利润及经营积累；2021 年末增长主要系政府增资；2022 年下降主要系 10 亿元永续中票到期所致。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，2022 年末分别为 73.29 亿元、145.77 亿元、57.93 亿元和 10.34 亿元，其中资本公积较上年末增加 5 亿元，主要系政府增资投入。2023 年 3 月末，所有者权益增加 0.11 亿元至 291.24，系未分配利润增加所致，其余科目没有变动。

随着医药高新区项目建设的投入及应收往来款的增长，该公司资产规模呈逐年增长态势，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，资产总额分别为 794.76 亿元、859.19 亿元、890.86 亿元和 898.45 亿元，

其中 2022 年末资产总额增长主要系存货增加所致。从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，2022 年末占总资产的比重为 75.48%。

图表 13. 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：泰州华信

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2022 年末，货币资金较上年末减少 21.72%至 29.35 亿元，其中有 16.89 亿元为受限资金，减少主要系项目建设消耗及往来款资金拆出等所致；应收账款为 20.39 亿元，较上年末减少 3.05%，主要为应收泰州医药高新区管委会款项 10.22 亿元。公司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。总体看公司应收账款回款周期长。同期末，其他应收款为 125.19 亿元，较上年末减少 7.30%，其中，应收泰州医药高新区管委会往来款 68.70 亿元，较上年末增加 0.36 亿元（具体还款安排参见图表 14），应收泰州华正工程管理服务有限公司的往来款 27.45 亿元；存货较上年末增长 14.00%至 489.30 亿元，主要由开发成本（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）和库存商品（主要是待出售的医药商品和贸易品）构成，2022 年末分别为 464.97 亿元、20.83 亿元和 3.13 亿元，近年来由于在建项目建设推进及土地整理前期支出投入，开发成本持续增加。2023 年 3 月末，公司流动资产为 676.54 亿元，较上年末增长 0.62%，构成科目较上年末变动不大。

图表 14. 截至 2022 年末公司其他应收款中管委会账款还款安排（亿元）

项目	2022 年 已回款	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年 及 以后	合计
房租收入返还	12.73	1.04	-	-	-	-	-	1.04
土地返还款项 1		0.91	-	-	-	-	-	0.91
土地返还款项 2		3.44	3.44	3.44	3.44	3.44	5.94	23.14
土地返还款项 3		2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	4.77	16.77
土地返还款项 4		2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.58	16.28
康居安置房		1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	2.02	10.57
合 计	12.73	12.24	10.29	10.29	10.29	10.29	15.31	68.70

资料来源：泰州华信

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产及其他非流动金融资产、投资性房地产和无形资产等构成，2022 年末其他非流动金融资产（会计变更前为“可供出售金融资产”）为 7.07 亿元，主要为私募基金投资；投资性房地产为 156.13 亿元，为由存货、在建工程、无形资产转入的用于出租的房屋与土地，其中 66.47 亿元投资性房地产已用于借款抵押。公司无形资产基本为土地使用权，同期末为 29.22 亿元，较上年末减少 2.09%，其中用于借款抵押的土地使用权账面价值合计 5.94 亿元。此外，公司其他非流动资产为 5.51 亿元，主要为土地收益权 2.36 亿元和预付借款利息 3.14 亿元。2023 年 3 月末，

公司非流动资产较上年末增长 1.58%至 221.91 亿元，其中在建工程较上年末增加 3.45 亿元至 16.65 亿元，其他科目变化不大。

5. 盈利能力

该公司盈利主要来源于主业毛利和政府补助，投资性房地产的公允价值变动对利润形成一定补充。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司主营业务毛利分别为 5.02 亿元、6.99 亿元、8.73 亿元和 1.50 亿元，其中 2020 年增长，主要受医药商品销售规模增长、租赁业务因会计处理方式变化、毛利空间大幅提升等带动；2021 年增长受益于医药商品销售规模扩大、盈利能力提升及房地产销售结转增加；2022 年增长主要受益于租赁业务和代建管理业务毛利空间的提升。

该公司期间费用主要由销售费用构成，主要系医药商品销售业务的推广成本计入销售费用，2020-2022 年及 2023 年第一季度销售费用分别为 1.72 亿元、2.46 亿元、2.48 亿元和 0.76 亿元，其中 2021 年大幅增长 43.19%，主要系为扩大医药商品销售规模、推广成本大幅增加，2022 年变动不大。2022 年，公司管理费用和财务费用分别为 1.14 亿元和 0.55 亿元，财务费用较少，主要系利息支出大部分资本化。近三年一期公司期间费用分别为 3.30 亿元、4.29 亿元、4.17 亿元和 1.28 亿元；期间费用率分别为 10.05%、9.84%、10.32%和 19.14%，处于偏高水平。

作为泰州市大健康产业的实施主体，该公司可获取泰州市医药高新区财政的大力支持。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别获得其他收益 3.03 亿元、2.58 亿元、2.15 亿元和 166.02 万元。由于自 2020 年起，公司改以公允价值法计量投资性房地产，2020-2022 年确认的公允价值变动净收益为 1.73 亿元、1.30 亿元和 0.45 亿元。近三年一期公司分别实现净利润 3.93 亿元、4.16 亿元、4.06 亿元和 0.10 亿元，近三年净资产收益率分别为 1.39%、1.38%和 1.36%。总体来看，近年来公司主业毛利呈增长趋势，但盈利能力仍偏弱，每年可获得的政府补助收入及投资性房地产产生的公允价值变动对公司盈利形成较好补充。

图表 15. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
营业毛利	5.02	6.99	8.73	1.50
投资净收益	0.13	-0.02	0.007	-
公允价值变动损益	1.73	1.30	0.45	-
营业外净收入	0.03	-0.00	0.01	0.00
其他收益	3.03	2.58	2.15	0.02
合计	9.92	10.85	11.35	1.52

资料来源：泰州华信

6. 偿债能力与流动性

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司流动比率分别为 257.17%、245.46%、287.31%和 221.92%，实际上由于公司应收账款、其他应收款和存货占比较大，而应收款项回收时间长，公司的资产实际流动性弱于指标显示。受益于医药商品销售、工业品销售及房地产销售等市场化业务规模增长较快，公司应收账款和存货周转速度均有所提升，近三年公司应收账款周转速度分别为 1.02 次/年、1.77 次/年和 1.95 次/年，存货周转速度分别为 0.08 次/年、0.09 次/年和 0.07 次/年，由于工程项目建设周期长、资金结算缓慢，应收账款和存货周转速度仍处于偏慢水平。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司现金比率分别为 25.54%、14.61%、12.58%和 9.03%，货币资金中受限资金较多，实际现金充裕度弱于指标显示。总体来看，公司资产流动性偏弱。

近年来该公司 EBITDA 呈下降趋势，2020-2022 年分别为 8.90 亿元、7.51 亿元和 7.72 亿元，其中 2020 年因投资性房地产改用公允价值计量，折旧大幅减少；2021 年则因费用化利息支出减少；2022 年利润总额有所增长而增加 0.21 亿元。公司刚性债务及利息支出规模大，EBITDA 对债务本息覆盖能力

弱，2022 年 EBITDA 对刚性债务和利息支出覆盖比例分别为 0.02 和 0.20。由于医药高新区仍处于开发投入阶段，而公司经营性现金流仅小额净流入，经营性现金流对负债的保障程度低。

图表 16. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
EBITDA/利息支出(倍)	0.24	0.23	0.20	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.02	-
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.34	1.17	1.11	-
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	0.19	0.64	0.56	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-11.71	-8.97	-7.99	-
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.69	-4.89	-4.03	-
流动比率 (%)	257.17	245.46	287.31	221.92
现金比率 (%)	25.54	14.61	12.58	9.03
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	36.18	23.06	18.11	11.42

资料来源：泰州华信

注：因 2023 年第一季度财务报表未提供应收票据明细，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率与实际有所偏差。

截至 2023 年 3 月末，该公司受限资产合计 108.95 亿元，占总资产的比重为 12.13%，包括受限货币资金 10.35 亿元，主要作为各类保证金；受限存货 17.05 亿元、投资性房地产 75.64 亿元和无形资产 5.91 亿元，均用于借款抵押。

7. 表外事项

该公司对外担保数额大，被担保企业较多。截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额合计为 158.47 亿元，担保比率为 54.41%，担保对象为 16 家，均为当地国资委、管委会、财政局控制下的国有企业。其中对泰州鑫泰集团有限公司、泰州医药高新技术产业投资发展有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、泰州华诚医学投资集团有限公司、江苏创鸿资产管理有限公司和泰州医药高新区城镇改造开发有限公司担保金额分别为 44.63 亿元、29.08 亿元、17.94 亿元、16.00 亿元、13.25 亿元和 12.69 亿元。

外部支持

作为泰州市大健康产业的实施主体，该公司受到泰州市人民政府的大力支持。市政府主要通过注入土地、增资及政府补助等形式向公司提供支持。2020 年至 2023 年第一季度，泰州市人民政府对公司增资共计 32 亿元（其中 20 亿元计入“实收资本”，12 亿元计入“资本公积”），回购富安达剩余 6 亿元投资份额，截至 2023 年 3 月末，公司实收资本增至 73.29 亿元。2020-2022 年及 2023 年第一季度公司累计获得的政府补助（计入其他收益）合计 7.78 亿元。泰州市财政实力较强，市政府的支持可为公司的持续发展提供较有力的保障。

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

该公司通过间接融资获得资金周转与补充的渠道较畅通。截至 2023 年 3 月末，公司获得的银行机构总授信额度为 292.17 亿元，其中已使用额度为 201.91 亿元，尚有 90.26 亿元未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 20 泰华信 MTN001：外部担保

本期中票由江苏信保集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

江苏信保集团成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团有限公司共同出资组建的国有控股企业⁴。经过多次增资及股权变更，截至 2014 年末，江苏信保集团注册资本增至 37.34 亿元。2015 年起，江苏信保集团与江苏省各级政府开展战略合作，持续吸收各地政府资金，截至 2022 年末，注册资本增至 115.61 亿元，股东均为江苏省各级地方政府及国有企业，实际控制人为江苏省人民政府。

江苏信保集团的经营范围包括：再担保业务，担保业务，投资和资产管理，财务顾问，市场管理，商务服务，社会经济咨询，资产评估，机械设备租赁。目前主要在江苏省内从事再担保、直接担保、融资租赁、小额贷款和典当等业务。

截至 2022 年末，江苏信保集团经审计的合并口径总资产为 333.33 亿元，股东权益为 190.89 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 172.31 亿元）；当年实现营业收入 27.71 亿元，净利润 9.45 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 9.20 亿元）。2022 年末，公司及其合并范围子公司以再担保形式形成的或有负债合计 1097.71 亿元，以直保形式形成的或有负债合计 1682.01 亿元。

江苏信保集团是江苏省政府为有效缓解省内中小企业融资难问题，推动金融机构增加对中小企业的信贷投放，更好地为经济发展服务而批准设立的政策性专业信用再担保机构，可在业务开展、风险化解和资本补充等方面获得江苏省各级政府的有力支持。江苏信保集团具有较强的经营能力，业务增长较快，货币资金及交易性金融资产等高流动性资产较为充裕，偿债能力能够得到保障。作为政策性和非营利性的再担保机构，江苏信保集团的再担保业务收费偏低，资金运用、融资租赁、小额贷款、典当等市场化业务经营效益较好，但也对其风险管控能力提出更高要求。

2. 21 泰华信 MTN001：外部担保

本期中票由中证融担提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中证融担于 2019 年 12 月 9 日在深圳注册成立，是根据《公司法》和有关法律法规的规定，由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）以货币出资的形式设立的全资子公司。中证融担初始注册资本为 30.00 亿元，2019 年 12 月，中证融担股东决议增加中证融担注册资本 10.00 亿元，由股东中证信用以货币资金全额认缴。截至 2022 年末，中证融担注册资本及实收资本均为 40.00 亿元。

中证融担主要经营范围为：为企业及个人提供借款类担保、发行债券担保以及其他监管机构批准业务。

截至 2022 年末，中证融担合并口径总资产为 71.22 亿元，股东权益为 62.59 亿元；2022 年，中证融担实现营业收入 7.32 亿元，其中增信业务收入 4.76 亿元，净利润 4.36 亿元。

中证融担的股东是中证信用。由于中证信用主要业务为各类信用主体及债项产品信用增进，与中证融担业务协同性较高，业务发展策略和管控方面承袭了中证信用的增信业务管理模式。中证融担融资担保业务以传统债券担保业务为主，辅以消费金融及小微类担保业务。其中，债券担保业务以城投类融资担保为主，消费金融融资担保受近年来消费金融监管趋严影响，相关业务规模有所收缩。中小微业务主要为围绕核心企业供应链提供中小微企业融资担保服务。另外也将逐步开展各项创新业务，致力于盈利模式的探索。中证融担的高管及核心业务团队均为中证信用的相关人员，具备良好的专业背景和丰富的管理经验，可为中证融担业务的持续和健康发展提供坚实的人才保障。因此，中证融担未来

⁴2013 年 8 月，江苏雨润食品产业集团有限公司向东台市人民政府出让全部股份。

业务发展能够得到中证信用的支持。

在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，中证融担面临的市场风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对中证融担的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

3.21 泰华信 MTN002：外部担保

本期中票由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5.00 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资集团公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名；同年 12 月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2022 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 17. 截至 2022 年末中投保股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

资料来源：中投保

截至 2022 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 279.76 亿元，股东权益为 109.42 亿元；当年实现营业总收入 17.32 亿元，净利润 5.43 亿元。

中投保建立健全以担保增信为一体，资管投资、金融科技为两翼，延伸信用服务链条积极探索第二增长曲线的“一体两翼+”信用服务链条。2022 年，随着发行债券担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著增长。中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好，基本实现当期回收。资产管理方面，中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）作为中投保旗下最重要的投资、资管平台，下设两家子公司开展资产管理业务，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，以促进业务转型升级为目标，持续加强金融科技能力建设，不断丰富金融科技业务场景和应用实践，促进科技与业务深度融合，加快构建数字化风控体系，搭建具有金融科技属性的业务系统，为业务发展提供科技动力。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，目前主要分布于定期存款、债券、基金、股权投资、理财计划、委托贷款、信托计划等，其中非标投资面临一定的信用减值压力。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强，但宏观经济变化的不确定性和资本市场波动对其风险管理能力提出更高要求。

4.20 泰信 02：外部担保

本期债券由江苏信保集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，与 20 泰华信 MTN001 担保方相同。

跟踪评级结论

2021 年 6 月，泰州医药高新区与高港区“区政合一”融合完成，融合后为泰州医药高新区（高港区），有助于推动区域经济发展。泰州医药高新区为国家级医药高新技术产业开发区，2022 年以来泰州医药高新区（高港区）受外部环境影响地区经济增速有所放缓，但支柱产业医药制造业仍保持较快增长。

2021 年，泰州市人民政府回购富安达剩余 6 亿元投资份额，并对公司增资股本 10 亿元，对公司持股比例上升至 99.45%。跟踪期内，公司董事、高级管理人员有一定变动，公司认为不会影响其日常管理、生产经营和偿债能力。公司部分款项被参股企业占用，存在一定的资金占用风险。

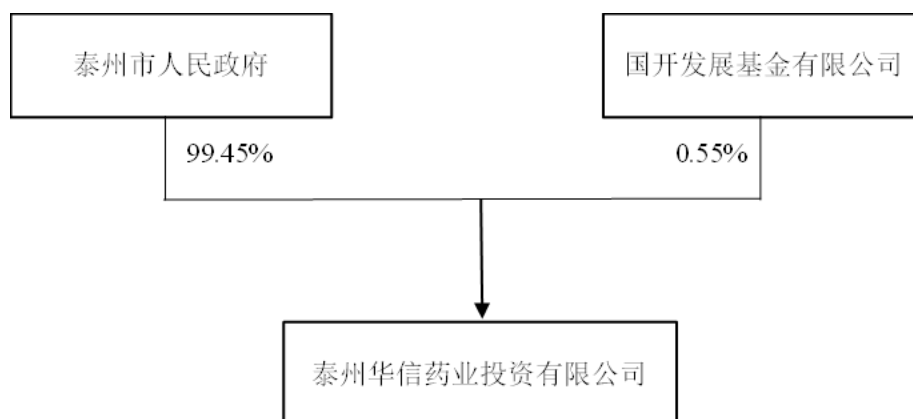
该公司是泰州市发展大健康产业的实施主体，在医药高新区土地开发、服务平台租赁等相关领域具有区域专营优势，同时依托高新区发展的药品物流和销售业务亦拥有一定的资源优势。2022 年，公司医药商品销售业务收入和毛利率有所下降；因不再实施减免租金，租赁业务收入有所回升；当期天禄湖花园项目进一步结转，房地产销售收入毛利有所增长；工业品销售业务利润微薄，对主业贡献度有限。公司在建项目后续投资规模仍较大，存在一定的资金平衡压力。

受益于政府增资、投资性房地产计量方式改变及经营积累，该公司所有者权益规模不断增长，但以刚性债务为主的负债规模扩张速度快于权益增长，公司资产负债率呈上升趋势，已处于较高水平。公司项目建设仍需持续投入、且债务规模已较大，债务滚续及利息支出负担较重，融资及还本付息压力较大。公司主业盈利能力一般，期间费用规模偏大，政府补助和投资性房地产产生的公允价值变动对盈利形成有益补充。公司对外担保规模大，担保对象均为国资体系内下属企业，需关注或有损失风险。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）泰州市经济、财力变化；（2）在建项目投融资情况；（3）政府支持及应收款项到位情况；（4）该公司医药商品销售业务扩张及资金占用情况；（5）对外担保或有损失风险。

附录一：

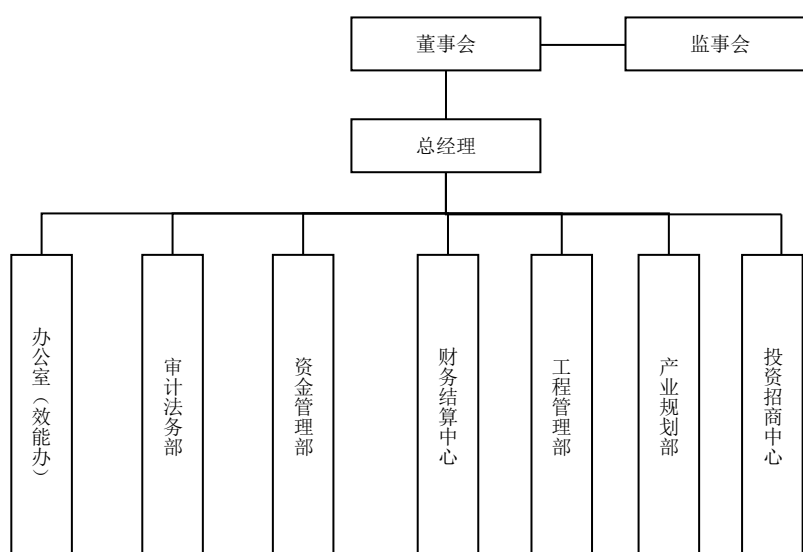
公司股权结构图



注：根据泰州华信提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据泰州华信提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
泰州华信药业投资有限公司	泰州华信	-	土地开发、基础设施建设、租赁业务	360.21	270.05	3.50	2.22	38.34	母公司口径
泰州华盛投资开发有限公司	华盛投资	51.28	实业投资、房地产开发	12.91	41.98	9.66	0.91	2.55	
泰州华康投资有限公司	华康投资	100.00	实业投资	27.88	20.26	0.02	0.05	-10.62	
江苏华为医药物流有限公司	华为医药	100.00	批发药品，销售医疗器械	29.05	6.13	11.25	0.02	-7.33	
泰州医药高新股份有限公司	医药高新	100.00	医药研发（不含生产销售），用房的出租及运营管理等	39.36	50.23	1.28	0.57	-20.33	
泰州信康建设有限公司	泰州信康	100.00	燃料油、化工原料、金属材料等商品贸易	10.31	7.19	7.16	0.02	0.84	

注：根据泰州华信 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
资产总额[亿元]	794.76	859.19	890.86	898.45
货币资金[亿元]	56.99	37.49	29.35	27.42
刚性债务[亿元]	430.94	455.70	516.63	532.51
所有者权益[亿元]	296.25	307.84	291.13	291.24
营业收入[亿元]	32.87	43.56	40.40	6.67
净利润[亿元]	3.93	4.16	4.06	0.10
EBITDA[亿元]	8.90	7.51	7.72	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.77	2.82	2.72	1.72
投资性现金净流入量[亿元]	-27.30	-24.48	-22.33	-2.27
资产负债率[%]	62.72	64.17	67.32	67.58
长短期债务比[%]	120.32	114.63	156.11	99.18
权益资本与刚性债务比率[%]	68.75	67.55	56.35	54.69
流动比率[%]	257.17	245.46	287.13	221.92
速动比率[%]	93.71	77.18	77.05	57.85
现金比率[%]	25.54	14.61	12.58	9.03
短期刚性债务现金覆盖率[%]	36.18	23.06	18.11	11.42
利息保障倍数[倍]	0.22	0.20	0.18	—
有形净值债务率[%]	180.90	198.96	229.63	232.26
担保比率[%]	39.95	29.74	39.29	54.41
毛利率[%]	15.26	16.05	21.60	22.43
营业利润率[%]	16.31	13.06	14.79	1.56
总资产报酬率[%]	1.11	0.82	0.80	—
净资产收益率[%]	1.39	1.38	1.36	—
净资产收益率*[%]	1.57	1.49	1.41	—
营业收入现金率[%]	127.54	142.81	91.27	90.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.34	1.17	1.11	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.19	0.64	0.56	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-11.71	-8.97	-7.99	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.69	-4.89	-4.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.24	0.23	0.20	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据泰州华信经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动

指标名称	计算公式
	负债合计 $\times 100\%$
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额 $\times 100\%$
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额) $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2] $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2] $\times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2] $\times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

中投保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	116.42	111.35	109.42
总资产（亿元）	258.52	262.56	279.76
货币资金（亿元）	12.42	27.57	31.87
风险准备金（亿元）	18.72	26.45	34.53
营业收入（亿元）	38.95	23.81	17.32
担保业务收入（亿元）	2.16	9.99	13.13
营业利润（亿元）	12.52	10.32	5.80
净利润（亿元）	8.34	8.07	5.43
加权平均净资产收益率*（%）	3.82	8.21	5.11
风险准备金充足率（%）	5.07	5.62	6.81
融资性担保放大倍数*（倍）	3.67	4.53	5.37
担保发生额（亿元）	192.03	429.10	470.62
期末担保余额(亿元)	480.03	634.62	827.82
当期担保代偿率*（%）	0.15	0.00	0.38
当期代偿回收率*（%）	1.90	0.37	11.90
当期担保损失率*（%）	1.00	0.84	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2020-2022 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算，2021 年末数据以 2022 年年报披露为准；

注 2：指标*均由中投保提供，详见其年报。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末净资产+本期末净资产）/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保责任余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录六：

江苏信保集团主要数据及指标表

项目	2020年	2021年	2022年
实收资本（亿元）	88.17	98.98	111.69
股东权益（亿元）	136.36	158.59	190.89
总资产（亿元）	223.40	264.83	333.33
货币资金（亿元）	62.13	37.93	46.23
风险准备金（亿元）	21.99	25.58	36.67
营业收入（亿元）	21.57	22.62	27.71
担保业务收入（亿元）	11.40	14.58	17.92
营业利润（亿元）	8.13	10.75	12.54
净利润（亿元）	5.53	7.23	9.45
平均资本回报率（%）	4.59	4.90	5.41
风险准备金充足率（%）	2.12	2.10	-
直接担保放大倍数（倍）	7.31	7.78	-
担保发生额（亿元）	1221.50	1300.42	-
直接担保责任余额(亿元)	626.99	789.04	-
累计担保代偿率（%）	0.20	0.21	-
累计代偿回收率（%）	38.68	33.79	-

注 1：根据江苏信保集团经审计的 2020-2022 年财务数据及其提供的期间业务数据整理、计算；其中 2020 年数据取自 2021 年审计报表的上年追溯数；

注 2：直接担保责任余额由江苏信保集团根据《融资担保责任余额计量办法》统计提供，为母公司口径数据；

注 3：直接担保放大倍数=直接担保责任余额/（江苏信保集团期末股东权益-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资），其中直接担保责任余额由江苏信保集团根据《融资担保责任余额计量办法》统计提供，为母公司口径指标。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末股东权益+本期末股东权益）/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录七：

中证融担主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本（亿元）	40.00	40.00	40.00
股东权益（亿元）	41.34	58.97	62.59
总资产（亿元）	43.90	65.65	71.22
货币资金（亿元）	8.54	12.00	22.25
风险准备金（亿元）	0.97	3.07	5.35
营业收入（亿元）	2.64	6.17	7.32
增信业务收入（亿元）	0.34	2.70	4.76
营业利润（亿元）	1.57	3.13	5.08
净利润（亿元）	1.33	2.65	4.36
平均资本回报率（%）	3.26	5.28	7.18
风险准备金充足率（%）	0.72	1.01	1.46
担保放大倍数（倍）	3.24	5.18	5.84
担保在保余额(亿元)	133.83	305.45	365.67
累计代偿率（%）	-	-	0.004
累计代偿回收率（%）	-	-	-
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注 1：根据中证融担经审计的 2020-2022 年度财务报表财务数据整理、计算，其中，2020 年财务数据为经审计的 2021 年审计报告期初重述数据；

注 2：担保放大倍数=期末担保在保余额/期末股东权益。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末股东权益+本期末股东权益）/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录九：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体 评级	历史首次评级	2011 年 1 月 4 日	AA/稳定	覃斌、刘晓华	新世纪评级业务基本规范（2009）	报告链接
	评级结果 变化	2015 年 6 月 26 日	AA+/稳定	覃斌、吴迪妮	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定	胡颖、吴凡	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定	胡颖、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
20 泰华信 MTN001	首次评级	2020 年 2 月 11 日	AAA	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	胡颖、吴凡	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA	胡颖、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
21 泰华信 MTN001	首次评级	2021 年 3 月 1 日	AAA	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	胡颖、吴凡	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA	胡颖、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
21 泰华信 MTN002	首次评级	2021 年 4 月 7 日	AAA	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8)	报告链接

	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	胡颖、吴凡	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX- GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA	胡颖、覃斌	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM- GG001 (2022.12)	-
20 泰信 01	首次评级	2019 年 12 月 31 日	AA ⁺	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX- GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AA ⁺	胡颖、吴凡	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX- GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	胡颖、覃斌	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM- GG001 (2022.12)	-
	首次评级	2020 年 6 月 22 日	AAA	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX- GG001(2019.8)	报告链接
20 泰信 02	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	胡颖、吴凡	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX- GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA	胡颖、覃斌	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM- GG001 (2022.12)	-

注 1: 上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2: 上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。