

2014 年泰州市新滨江开发有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪

信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2014年泰州市新滨江开发有限责任公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【103】号 01

债券简称:

14泰新滨江债/PR 新滨江

增信方式: 保证担保

担保主体: 泰州华信药
业投资有限公司

债券剩余规模: 4.0 亿
元

债券到期日期: 2021 年
03 月 05 日

债券偿还方式: 本期债
券设置本金提前偿还条
款, 在本期债券存续期
的第 3-7 年, 公司分别
偿还本金的 20%。

分析师

姓名:

何馨逸 张旻烁

电话:

021-51035670

邮箱:

hexy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址:

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019年05月28日	2018年05月22日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对泰州市新滨江开发有限责任公司（以下简称“新滨江”或“公司”）及其 2014 年 3 月 5 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供良好基础，公司业务持续性较好，继续获得一定的外部支持，泰州华信药业投资有限公司（以下简称“华信药业”或“担保人”）提供的保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障作用。同时我们也关注到了公司资产流动性较差，面临较大资金支出压力和债务偿还压力，且面临或有负债风险大等风险因素。

正面:

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年泰州市经济稳定增长，实现地区生产总值 5,107.63 亿元，按可比价计算，同比增长 6.7%；泰州医药高新技术产业开发区（以下简称“泰州医药高新区”）经济情况发展较好，2018 年实现地区生产总值 262.52 亿元，较上年增长 8.2%。
- 公司收入规模保持增长，业务持续性较好。公司主营业务包括城市基础设施建设、保障房等回购业务，2018 年公司实现营业收入 14.26 亿元，较上年增长 11.13%；截至 2018 年末，公司仍有 19.16 万平方米的保障房待回购，后期保障房收入有一定保障，公司在建、拟建项目规模较大，总投资达 83.04 亿元，基础设施建设项目均签订代建协议，未来持续性较好。
- 公司继续获得一定的外部支持。泰州医药高新区技术产业开发区管理委员会委托

泰州经济开发区滨江财政所从市政建设资金中安排拨付人民币 35,000 万元，作为 2018 年度泰州滨江工业园区环境建设维护专项财政补助。

- **保证担保提升了本期债券的安全性。**截至 2018 年末，泰州华信药业资产总额为 662.00 亿元，归属于母公司的所有者权益为 225.20 亿元，资产负债率为 59.45%。泰州华信药业 2018 年实现营业收入 19.46 亿元，实现利润总额 5.11 亿元，其为本期债券提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的本息偿付起到一定的保障作用。

关注：

- **公司资产以存货、应收款项为主，整体流动性较差。**2018 年末公司存货、应收款项规模分别为 101.24 亿元、101.76 亿元，合计占资产总额的 77.89%。应收款项主要系应收政府及相关单位的工程款、往来款，整体回收风险较小，但回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大占用；存货主要系基础设施、保障房、安置房等工程建设成本以及土地资产等，工程建设成本回款时间不确定性较大，且账面价值 14.60 亿元土地资产已被抵押，存货整体变现能力欠佳。
- **公司在建、拟建的工程项目较多，面临较大的资金支出压力。**截至 2019 年 3 月末，公司在建、拟建的主要市政基础设施项目预计总投资 83.04 亿元，尚需投资 68.97 亿元，尚需投资规模很大，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的债务偿还压力。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 128.51 亿元，占负债总额的 73.76%；资产负债率进一步上升至 66.85%，EBITDA 利息保障倍数为 1.20，公司面临较大的债务偿付压力。
- **公司对外担保规模持续上升，面临或有负债风险大。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 148.37 亿元，是年末公司净资产的 171.71%，被担保对象多为国有企业，民营企业的担保均有反担保措施，但公司对外担保规模大，面临或有负债风险大。

公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,606,216.62	2,099,238.59	1,956,573.83
所有者权益合计	864,053.78	796,657.69	734,543.16
有息债务	1,285,077.12	1,067,701.47	1,064,537.82
资产负债率	66.85%	62.05%	62.46%
流动比率	2.29	4.16	5.35
速动比率	1.30	2.40	3.33
营业收入	142,617.23	128,332.94	123,438.75
营业利润	504.58	24,320.66	25,275.74
营业外收入	36,575.57	40,895.11	40,406.49
利润总额	36,719.22	65,181.29	65,618.52
综合毛利率	10.68%	24.48%	22.94%
EBITDA	63,842.09	77,248.20	70,683.69
EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.19	1.23
经营活动现金流净额	28,016.35	-5,557.35	-176,791.17

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	6,619,967.23	6,361,323.60	5,612,258.40
归属于母公司所有者权益	2,262,005.11	1,850,810.75	1,739,114.45
资产负债率	59.45%	63.66%	61.03%
营业收入	194,609.97	215,501.48	158,368.49
净利润	35,779.35	29,890.59	20,734.32
经营活动现金流净额	9,668.73	6,066.87	2,060.36

资料来源：华信药业2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

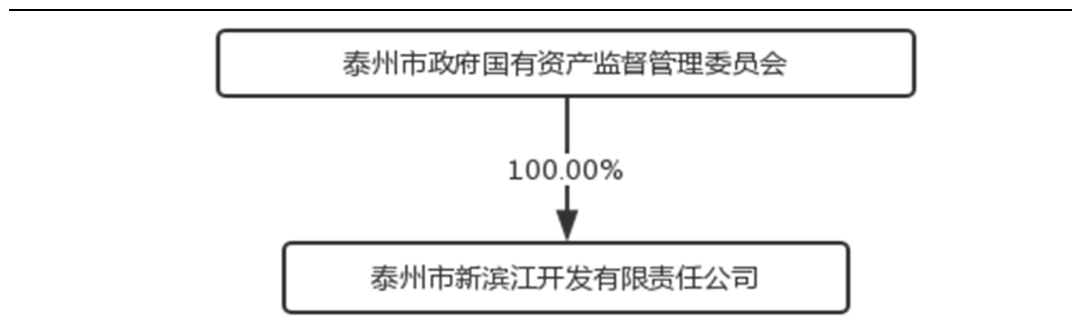
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年3月5日公开发行7年期的10.0亿元公司债券，发行利率为7.6%，募集资金原计划用于泰州市滨江花苑1-41幢防护区改造项目¹。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0元。

二、发行主体概况

截至2018年12月31日，公司注册资本、实收资本均未发生变化，均为433,000.00万元，公司控股股东和实际控制人仍为泰州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）。2018年度，公司合并范围新增8家子公司，详见表1。

图1 截至2019年4月30日公司的产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表1 2018年公司合并范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例		注册资本	主营业务	取得方式
	直接	间接			
泰州九远科技发展有限公司	100%	-	24,200.00	新材料技术研发、电子元器件研发、制造、电子产品销售等	设立
泰州万间置业有限责任公司	100%	-	20,000.00	房地产开发等	设立
江苏润祁项目管理有限公司	100%	-	20,000.00	工程项目管理，物业管理，房屋建筑工程、基础设施工程、土石方工程施工	设立
泰州智谷高新技术有限公司	-	100%	20,000.00	新能源科技、环保科技领域内的技术开发，工程项目管理等	设立
中物高新技术发展江苏有限公司	100%	-	100,000.00	新能源科技、环保科技	设立

¹ 即原滨江花苑保障房建设项目

				领域内的技术开发、电子产品、化工原料及产品的销售等。	受让
中物智造科技泰州有限公司	-	90%	50,000.00	自动化科技、信息技术、计算机科技、电子科技、环保科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术推广服务，计算机系统集成，计算机、软件及辅助设备、通信设备、电子产品、环保设备销售，自动化设备生产线及配件研发、设计、销售、安装、调试服务，工业机器人设备及零配件制造，自有设备租赁等	受让
一汽客车（大连）有限公司	-	72%	7,140.00	新能源汽车、客车、客车底盘、校车、专用客厢车的研发、制造、销售及技术咨询、技术服务、汽车零部件、汽车配件销售等	增资购买
瑞客新能源汽车（广州）有限公司	-	100%	1,000.00	汽车销售与租赁、汽车零配件批发与零售等	设立

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政

政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关

政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公

益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

泰州市经济持续稳定增长，第二、第三产业对经济增长的拉动作用较为显著

2018年，泰州市经济持续稳定增长，全市完成地区生产总值5,107.63亿元，按可比价计算，增长6.7%，增速有所放缓。其中，第一产业增加值280.05亿元，增长2.7%；第二产业增加值2,434.01亿元，增长6.8%；第三产业增加值2,393.57亿元，增长7.0%；三次产业结构从2017年的5.6：47.1：47.3调整为5.5：47.7：46.8，第二、第三产业对经济增长的拉动作用较为显著。截至2018年末，按常住人口计算，泰州市全年人均地区生产总值109,988元，是全国人均地区生产总值的1.70倍。

2018年泰州市规模以上工业总产值增长9.8%，增速有所放缓。分轻重工业看，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%；全年支柱产业医药、石化、装备制造、食品产业产值分别增长17.1%、11.0%、7.8%、4.4%。全年高新技术产业产值增长11.8%，占规模以上工业产值比重为44.2%，比上年提高1.2个百分点。

泰州市2018年全年固定资产投资较上年增长9.2%；房地产市场健康发展，全年房地产开发投资353.71亿元，增长21.3%，其中住宅投资281.59亿元，增长19.6%，商品房竣工面积377.75万平方米，增长9.0%。商品房销售面积704.76万平方米，下降20.2%。商品房待售面积283.36万平方米，下降10.8%。2018年泰州市全年社会消费品零售总额1,282.87亿元，较上年增长5.8%，对经济发展形成良好的补充。对外贸易方面，2018年泰州市完成进出口总额147.30亿美元，较上年增长13.8%，其中出口95.31亿美元，增长16.0%，进口51.99亿美元，增长9.9%。

表3 2017-2018年泰州市主要经济指标及同比变化情况

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值（亿元）	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值（亿元）	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值（亿元）	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
规模以上工业总产值（亿元）	-	9.8%	-	17.9%
固定资产投资（亿元）	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额（亿元）	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%

进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额（亿元）	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额（亿元）	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均地区生产总值（元）		109,988		102,058
人均 GDP/全国人均 GDP		170.14%		171.07%

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018 年泰州市一般公共预算收入完成 366.6 亿元，同比增长 6.58%，其中税收收入 294.86 亿元，占一般公共预算收入的比重为 80.43%，一般公共预算支出 532.65 亿元，增长 12.0%，财政自给率为 68.83%；市本级一般公共预算收入完成 26.59 亿元，其中税收收入 11.9 亿元，政府性基金收入完成 84.6 亿元，一般公共预算支出完成 70.35 亿元。

2018 年泰州市医药高新区经济持续增长，保持较快增速

泰州医药高新区成立时间较晚，随着近年来园区基础设施建设的不断完善以及招商引资活动的不断加强，入驻企业逐步增多，园区经济情况发展良好。2018 年，泰州医药高新区实现地区生产总值 262.52 亿元，较上年增长 8.2%，其中，第一产业增加值 1.14 亿元，同比增长 1.7%；第二产业增加值 156.73 亿元，同比增长 9.2%；第三产业增加值 104.65 亿元，同比增长 6.7%。截至 2018 年末，医药高新区人均地区生产总值 156,822 元，是全国人均地区生产总值的 2.43 倍，医药高新区经济发展情况较好。

2018 年医药高新区完成固定资产投资较上年增长 10.8%，增速有所放缓；规模以上工业总产值同比增长 21.7%，保持较快增速，工业发展对整体经济发展拉动作用明显；完成社会消费品零售总额 143.25 亿元，同比增长 4.2%；完成进出口总额 14.03 亿美元，同比增长 17.3%，总体来看园区 2018 年的经济发展良好。

表4 2017-2018 年泰州市医药高新区主要经济指标及同比变化情况

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	262.52	8.2%	234.06	11.5%
第一产业增加值（亿元）	1.14	1.7%	1.15	-1.9%
第二产业增加值（亿元）	156.73	9.2%	134.95	11.0%
第三产业增加值（亿元）	104.65	6.7%	97.96	12.6%
规模以上工业总产值（亿元）	-	21.7%	747.13	25.6%
固定资产投资（亿元）	-	10.8%	475.94	16.5%
社会消费品零售总额（亿元）	143.25	4.2%	103.46	12.4%
进出口总额（亿美元）	14.03	17.3%	11.97	37.9%
人均地区生产总值（元）		156,822		142,720
人均 GDP/全国人均 GDP		242.59%		239.22%

资料来源：泰州市统计局公开数据，中证鹏元整理

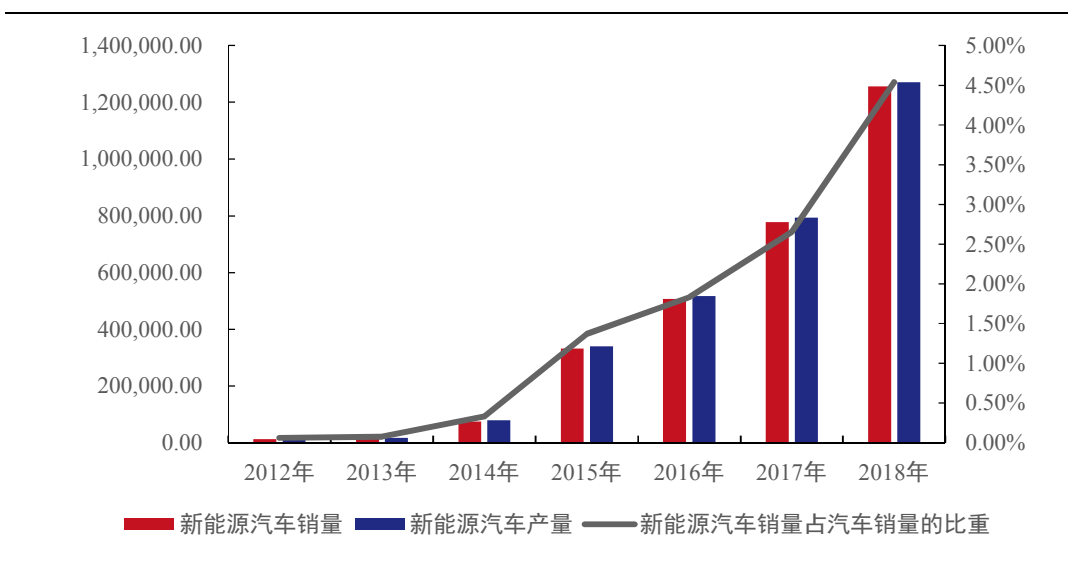
2018年泰州医药高新区一般公共预算收入完成42.81亿元，同比增长4.82%，其中税收收入36.45亿元，占一般公共预算收入的比重为85.14%；实现政府性基金收入32.14亿元，同比大幅增长326.29%；同期一般公共预算支出32.32亿元，同比增长1.22%，财政自给率为132.46%。

（三）行业环境

在政策与市场驱动下，新能源汽车行业将继续保持高速增长

自2012年国务院出台《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》以来，在国家政策的大力扶持下，我国新能源汽车行业实现了飞跃式发展，技术和市场成熟度不断提高。从近年数据来看，我国新能源汽车销量从2012年的1.28万辆增长至2018年的125.62万辆，占汽车总销量比例由2012年的0.06%提升至2018年的4.54%，占比提升4.48个百分点。在政策和市场驱动下，未来新能源汽车行业将继续保持高速增长，中证鹏元预测，2019年-2020年新能源汽车年销量将达到175万辆和227万辆，将超过工信部、发改委和科技部提出的到2020年新能源汽车年产销达200万辆的目标，若未来2年汽车总销量维持在2,880万辆左右，则新能源汽车销量占汽车总销量比例将达到6.08%和7.88%。

图2 2012-2018年新能源汽车产销量与销量占比（单位：辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

新能源汽车产业政策趋向明朗，补贴政策由普惠向扶优扶强转变，鼓励生产长续航和低能耗车型，但补贴大幅退坡短期将冲击行业尤其是新能源客车行业的盈利能力

新能源汽车在中央和地方的高额补贴以及行政支持下，近几年得到了高速的发展，同时也催生出诸多行业乱象，如“僵尸企业复苏”，“骗补风波”等事件，引起了监管部门的重视。近年来行业政策逐渐明晰，监管更加严厉，补贴退坡与双积分政策倒逼行业技术升级，加速低端产能出清，推动行业健康持续发展。

自2009年国家开始新能源汽车推广试点以来，新能源汽车市场高速发展，高额补贴政策不可持续，国家逐步降低对新能源汽车的补贴。2015年开始明确补贴退坡政策，2016年开始实行补贴退坡政策，2017年补贴开始加速退坡，纯电动乘用车和客车国家补贴分别降低20%和40%以上，地方补贴上限由中央补贴的100%下降到50%，2018年2月，相关部门对新能源汽车补贴再次作相应调整，其中纯电动客车补贴下调幅度40%左右，低续航纯电动乘用车补贴也大幅下滑。政策导向方面，对于新能源乘用车，达到一定技术要求补贴不降反增，而对于新能源客车则全面大幅降低补贴，政策上体现出做强新能源乘用车的导向。中证鹏元认为政策补贴大幅下调将使得行业盈利承压，且新能源客车较乘用车受到政策的影响和冲击更大。

四、经营与竞争

公司主要承担泰州医药高新区滨江工业园区基础设施投资、施工建设、高新技术产业投资等职能。公司主营业务包括城市基础设施建设、安置房与保障房等回购业务。2018年，公司实现营业收入14.26亿元，较上年增长11.13%。从收入结构来看，2018年城市基础设施建设回购及转让业务收入0.87亿元，较上年大幅下降72.52%；保障房回购业务收入5.58亿元，占营业收入的比重达39.11%，成为2018年营业收入的主要来源；油品销售业务保持较大规模，实现收入2.87亿元，较上年大幅增长19.95%；资产租赁业务收入较上年增长1.14%，较为稳定，但整体规模较小；新增物流车业务实现收入3.70亿元，占营业收入的比重为25.97%。毛利率方面，由于占比较大的保障房回购业务毛利大幅下滑，使得综合毛利率较上年下降13.80个百分点。2017-2018年公司营业收入及毛利率情况如下表所示。

表5 2017-2018 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城市基础设施建设回购及转让	8,668.85	15.33%	31,542.12	16.00%
安置房回购	-	-	16,097.55	16.00%
资产租赁业务	5,586.76	43.93%	5,523.91	41.68%
保障房回购	55,773.55	17.10%	51,271.63	40.96%
油品销售	28,665.37	2.17%	23,897.73	2.06%

物流车业务	37,043.58	3.03%	-	-
己内酰胺	3,751.37	1.85%	-	-
锦纶 6 切片	3,079.01	1.95%	-	-
其他	48.73	94.65%	-	-
合计	142,617.23	10.68%	128,332.94	24.48%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

受回购规模减小影响，园区基础设施建设回购业务收入大幅下降；公司承担滨江工业园区内基础设施项目及园区内企业委托的配套工程，建设规模较大，后期收入较有保障，同时也面临较大的资金压力

经泰州滨江工业园区管理委员会（以下简称“滨江管委会”）同意后，授权方决定将泰州滨江工业园园区内土地整理及市政基础设施建设工程（包括安置房、保障房建设）等项目委托公司进行投资建设，授权方授权公司作为项目的投资主体，按照要求进行建设，并在项目建成后移交给授权方，授权方以回购的方式支付公司相关工程项目的建设投资成本和投资回报。根据相关回购协议，2018年回购的滨江工业园区部分基础设施项目回购方（授权方）为泰州润江建设发展有限公司。

除了承担滨江工业园区市政基础设施建设工程外，公司还负责园区内企业委托的相关配套项目工程的建设业务，其主要是接受进园企业委托开展生产设备、厂房、仓储、管线建设，项目结算时，按投资成本加上双方约定的业务回报作为该建设项目的收入，项目投资回报率为25%（含税）。根据回购协议，2018年公司合计确认基础设施建设回购收入8,999.10万元（含税），主要是滨江工业园区高鸿纺织等15项基础设施项目。

表6 2018年公司城市基础设施建设回购及转让情况（单位：万元）

项目	投资成本	回购额
高鸿纺织	1,584.95	1,981.19
基础设施	1,308.61	1,635.76
湿地公园	2.40	3.00
核电项目	25.01	31.26
边防检查站项目	69.46	86.83
华业石油	1,157.75	1,447.19
梅兰化工	548.81	686.01
中海国际	304.62	380.78
欣成投资	1,331.36	1,664.20
齐正电力	404.97	506.21
宝华项目	0.87	1.09
万邦无纺	10.25	12.81
环保科技项目	5.42	6.77

体育文创中心项目	2.91	3.64
高新非织造	441.89	552.36
合计	7,199.28	8,999.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前承担的园区基础设施以及园区内企业委托的配套工程建设项目较多，在建、拟建项目投资规模较大。截至2019年3月末，公司在建、拟建的项目预计总投资83.04亿元，尚需投资68.97亿元。主要在建、拟建项目中的基础设施项目均签订了代建协议，保障了公司未来收入水平，但同时我们也关注到，公司在建、拟建的项目整体投资规模很大，对公司造成较大的资金压力。

表7 截至2019年3月末公司主要在建、拟建项目情况²（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	是否代建 ³
军民融合产业园项目	59,933.00	18,912.69	否
高性能锂电池生产项目	317,414.10	16,730.76	否
年产1万吨镍钴铝三元锂电池正极材料项目	150,024.00	7,704.61	否
汇鸿景云商品房项目	134,978.60	73,340.93	否
南官河生态绿化	36,000.00	10,000.00	是
滨江生态公园建设	18,000.00	3,000.00	是
公共管廊建设	14,000.00	7,000.00	是
长江大道东侧生态绿化	9,000.00	4,000.00	是
创业中心、生态公园建设项目	48,000.00	0.00	是
润祁节能厂房项目	43,060.00	0.00	是
合计	830,409.70	140,688.99	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司安置房、保障房存量业务规模较大，未来收入较有保障

2015年公司同滨江管委会签定滨江工业园居民搬迁项目回购协议，滨江管委会将滨江花苑1-41幢安全卫生防护区项目或棚户区改造项目（以下简称“滨江花苑改造项目”）⁴整体委托给公司，由公司进行居民搬迁安置补偿及安置房管理。滨江管委会授权公司作为该项目的投资主体，按照相关政策法规及滨江管委会的要求进行居民搬迁安置补偿及安置房管理，根据《泰州医药高新技术产业开发区管理委员会与泰州市新滨江开发有限责任公司关于滨江花苑保障性住房建设项目之投资建设与转让收购（BT）协议》，滨江管委会对公司滨江花苑改造项目在2015-2020年进行分期回购，2016年起回购方变更为泰州润江资产管理有限公司（以下简称“润江资管”），润江资管实际控制人为泰州医药高新技术产业开

² 原中海油项目、东联化工项目、海阳化纤项目、园区职工之家、赵泰支港项目均已完工

³ 非代建项目系公司自营项目

⁴ 本期债券募投项目

发区管委会（以下简称“医药高新区管委会”）。2018年未按约定对安置房进行回购，因此未产生安置房收入，目前滨江花苑改造项目均已完工建设，尚有19-41幢安置房尚未回购，未来安置房收入仍受回购方资金安排的影响，具有一定的不确定性。

保障房建设业务系腾龙御园的保障房政府回购项目，其模式为：公司从泰州市通海房地产开发有限公司（以下简称“通海房地产”）处收购腾龙御园保障房，再由江苏省泰州经济开发区滨江财政所（以下简称“滨江财政所”）进行保障房回购。2018年公司与通海房地产关于腾龙御园保障房的收购价由原框架协议约定的3,880元/平方米提高至5,037.95元/平方米，差额1,157.95元/平方米，基于此，滨江财政所对差额单价按成本加成20%（含税）对保障房进行回购，并对2014-2017年交付的2,532套保障房住户（面积合计322,777.82平方米）进行差额补足，2018年合计补足回购金额4.49亿元；此外，2018年公司交付腾龙御园保障房（二期）174套，合计房屋面积21,771.93平方米，按回购单价6,297.54元/平方米结算，回购金额为1.37亿元。由于保障房业务收购价（即成本）提升且滨江财政所按约定比例进行回购，公司保障房回购项目毛利率下降至17.10%。

截至2018年末，腾龙御园项目已完工建设，按照腾龙御园规划的居住建筑面积（37.29万平方米），公司后续仍有19.16万平方米的保障房回购，后期保障房收入有一定保障。

资产租赁、油品销售等业务丰富了公司的收入来源

公司的资产租赁收入由房屋租赁收入、地下综合管线资产租赁收入以及少量车位租赁构成。房屋租赁收入主要是公司出租的两栋商务楼的租赁收入。根据滨江管委会与公司签订的房屋租赁协议，公司将其合法拥有的坐落于泰州市中国医药城海陵南路西侧、药城大道南侧的2号、3号两栋商务楼（不含3号楼西幢1-12层及15-16层）出租给滨江管委会使用，其中2号商务楼建筑面积52,955.10平方米，3号商务楼（不含3号楼西幢1-12层及15-16层）建筑面积22,883.84平方米，合计建筑面积75,838.94平方米。此外，经医药高新区管委会协调，公司将3号商务楼西幢1-12层及15-16层出租给江苏省泰州地方税务局办公使用，合计建筑面积17,709.66平方米。两栋商务楼日租金均按0.8元/平方米计，2018年公司获得的房屋租赁收入为3,028.91万元。根据公司与润江资管签订的地下综合管线资产租赁协议，从2016年11月1日起至2019年12月31日，公司将所属的位于泰州经济开发区滨江工业园的制定道路地下综合管线（管道及槽沟）资产出租给润江资管，租金按人民币200万元/月计，2018年公司获得地下综合管线资产租赁收入2,400.00万元，丰富了公司租赁收入来源。

公司油品销售业务由子公司泰州港润投资发展有限公司（以下简称“港润投资”）负责，公司预先签订油品销售合同后再进行油品采购，该项业务主要客户为滨江工业园油品制造企业中海油气（泰州）石化有限公司（以下简称“中海油”）。2018年公司油品销售业

务实现收入2.87亿元，较上年增长19.95%，主要系中海油并购重组后产能增加，其需求量的增长带动公司油品销售业务实现增长。

2018年公司新增己内酰胺、锦纶6切片业务，由港润投资负责，收入规模分别为3,751.37万元和3,079.01万元，两项新增业务均属于贸易类业务，毛利率较低，但进一步丰富了公司的收入来源。

2018年新增子公司的物流车业务有效提升公司收入规模，但毛利率水平偏低

2018年1月公司子公司江苏正豪新能源汽车有限公司（以下简称“正豪汽车”）通过投资7.20亿元直接持有一汽客车（大连）有限公司（以下简称“一汽客车”）72%股权，正豪汽车通过委派董事长到一汽客车的方式参与一汽客车经营管理，2018年一汽客车被纳入公司合并范围，其主营业务为新能源物流车业务，主要是对新能源客车及物流车的制造与销售，2018年物流车业务产生收入3.70亿元，占公司营业收入的比重为25.97%，有效提升公司收入规模，但毛利率较低，仅为3.03%。

表8 子公司一汽客车（大连）有限公司 2018 年前五大客户和供应商情况（单位：万元）

	客户	销售金额	供应商	采购金额
1	江苏鑫睿新能源汽车科技有限公司	18,914.98	江苏智航新能源有限公司	21,226.83
2	徐州长德汽车销售有限公司	2,262.86	江苏蔚翔新能源汽车有限公司	5,501.80
3	大连雄途新能源汽车有限公司	1,310.98	无锡华宸控制技术有限公司	4,063.33
4	北京丽港运输有限公司	1,272.80	一汽吉林汽车有限公司	2,897.01
5	常州长德汽车销售有限公司	1,272.80	江苏新万宝车业制造有限公司	2,067.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司继续获得一定的外部支持

根据泰州医药高新区技术产业开发区管理委员会《关于从市政建设资金中安排对泰州市新滨江开发有限责任公司进行专项财政补助的批复》文件（泰高新复【2018】12号），同意从市政建设资金中安排人民币35,000.00万元，作为公司2018年度泰州滨江工业园区环境建设维护专项财政补助，并委托泰州经济开发区滨江财政所进行款项拨付。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，公司报表采用新会计准则编制。2018年公司合并范围新增8家子公司。截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共16家，具体情况见附录

二。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但应收款项占比较大，存货中土地资产部分被抵押，整体资产流动性较差

截至 2018 年末，公司资产总额 260.62 亿元，同比增长 24.15%，资产增长主要集中在货币资金、应收款项以及存货的增长。公司资产结构未发生变化，仍以流动资产为主，2018 年末流动资产占总资产的比重为 89.11%。

表9 2017-2018 年公司主要资产情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	238,845.54	9.16%	127,899.17	6.09%
应收账款	258,434.68	9.92%	204,405.37	9.74%
预付款项	19,072.75	0.73%	25,322.06	1.21%
其他应收款	759,145.86	29.13%	712,770.33	33.95%
存货	1,012,427.81	38.85%	793,497.47	37.80%
流动资产合计	2,322,332.01	89.11%	1,873,506.02	89.25%
投资性房地产	40,139.43	1.54%	45,060.34	2.15%
固定资产	66,927.69	2.57%	38,704.38	1.84%
在建工程	112,540.69	4.32%	109,356.28	5.21%
其他非流动资产	17,490.00	0.67%	31,500.00	1.50%
非流动资产合计	283,884.62	10.89%	225,732.57	10.75%
资产总计	2,606,216.62	100.00%	2,099,238.59	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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，2018 年末，公司货币资金余额 23.88 亿元，较上年大幅增长 86.75%，其中其他货币资金为 15.51 亿元，包括银行承兑汇票保证金及银行承兑汇票质押存单 9.84 亿元、银行质押定期存单及质押定期存款 3.82 亿元、对外担保质押存单 0.36 亿元和对外担保银行质押保证金 1.50 亿元，货币资金受限比例为 64.94%。2018 年末，公司应收账款规模为 25.84 亿元，较上年增长 26.43%，主要应收对象合计占比 89.44%（详见表 10），应收对象主要为政府及地方国有企业，应收账款回收的风险相对不大，但因沉淀了大量资金，仍需关注其回款的时效性。公司预付款项主要是预付的工程款，2018 年末账面价值为 1.91 亿元，主要是工程尚未完工验收所致。

表10 截至 2018 年末公司主要应收对象情况（单位：万元）

债务人名称	企业性质	金额	占应收账款总额的比例 (%)
江苏省泰州经济开发区滨江财政所（筹）	地方政府	92,166.14	34.74
泰州润江资产管理有限公司	地方国企	57,928.78	21.84
泰州润江建设发展有限公司	地方国企	54,043.93	20.37
江苏鑫睿新能源汽车科技有限公司	地方国企	13,194.98	4.97
深圳市民富沃能新能源汽车有限公司	民营企业	7,809.15	2.94
泰州菲思特建设工程有限公司	地方国企	4,972.00	1.87
泰州滨江工业园区管理委员会	地方政府	3,808.64	1.44
南京倍特汽车销售有限公司	民营企业	3,357.93	1.27
合计	-	237,281.56	89.44

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年末，公司其他应收款账面价值为 75.91 亿元，较上年增长 6.51%，其他应收款主要应收对象为滨江管委会、泰州菲思特建设工程有限公司、泰州润江建设发展有限公司、泰州东联化工有限公司（以下简称“东联化工”）⁵和泰州滨江资产管理有限公司等公司的往来款项及利息费用以及应收大连市财政局的新能源汽车补贴⁶。公司其他应收款规模较大，其他应收对象多为地方国企，回收风险相对较小，但回收时间具有较大不确定性，对公司营运资金形成较大占用。截至 2018 年末公司存货账面价值为 101.24 亿元，同比增长 27.59%，主要系开发成本和库存商品的增长所致，年末公司开发成本和库存商品账面价值分别为 68.07 亿元和 8.47 亿元，开发成本主要是公司代建的中海油项目、东联化工项目、汇鸿景云项目和海阳化纤项目等，库存商品主要是腾龙御园保障房。截至 2018 年底，公司存货中土地资产规模 24.22 亿元，较上年减少 12.83%，主要是其中一块房地产开发用地转至开发成本中核算，存货中账面价值 14.60 亿元的土地资产被抵押，占存货的比重为 14.42%。

表11 截至 2018 年末公司主要其他应收对象情况（单位：万元）

债务人名称	企业性质	款项性质	金额	占其他应收款总额的比例 (%)
泰州滨江工业园区管理委员会	地方政府	往来借款及利息	342,323.21	44.97

⁵ 东联化工系滨江工业园内企业，公司持有东联化工 33.23% 的股份，该其他应收款项系公司支持东联化工正常发展产生的往来款，东联化工近年正常运营，款项回收风险较小。

⁶ 按照《财政部 科技部 工业和信息化部 发改委关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知（财建〔2018〕18 号）》等相关文件规定的新能源汽车补贴标准及一汽客车（大连）有限公司对已售新能源汽车的使用监管情况，一汽客车（大连）有限公司对至 2018 年 12 月 31 日销售的新能源汽车应收财政补贴款余额为 242,05.97 万元。

泰州菲思特建设工程有限公司	地方国企	往来借款及利息	124,799.66	16.39
泰州润江建设发展有限公司	地方国企	往来借款及利息	135,991.41	17.86
泰州东联化工有限公司	民营企业	往来借款及利息	23,493.81	3.09
泰州润江资产管理有限公司	地方国企	往来借款及利息	54,365.58	7.14
江苏省泰州经济开发区滨江财政所(筹)	地方政府	往来借款及利息	21,217.76	2.79
大连市财政局	地方政府	新能源汽车补贴	24,205.96	3.18
合计	-	-	726,397.39	95.42

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要为投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产，截至 2018 年末，公司长期股权投资规模 1.82 亿元，主要系对江苏海阳锦纶新材料有限公司和对泰州华睿沿江军民融合产业创业投资基金(有限合伙)的投资，投资损益按权益法进行核算。2018 年末投资性房地产账面余额为 4.01 亿元，投资性房地产包括房屋及建筑物和土地使用权。2018 年末公司固定资产账面价值为 6.69 亿元，同比增长 72.92%，主要系公司购置和企业合并使房屋及构筑物增加所致。2018 年末公司在建工程账面余额 11.25 亿元，主要是公司的滨江花苑安全卫生防护区项目（即本期债券募投项目）。该项目是根据江苏省环保厅于 2013 年 11 月 13 日发布的《关于切实加强全省化工园区环境管理工作的意见》（征求意见稿）中提出的化工园区与居民区间隔带不少于 500 米宽，公司对安全卫生防护区的拆迁、安置工作，目前该项目已竣工并进入回购期，截至 2017 年末，已完成滨江花苑 1-18 幢安全卫生防护区项目的回购，2018 年度未按约定对该项目进行回购。2018 年末公司无形资产账面价值 1.99 亿元，主要系企业合并产生和公司购置的土地使用权。公司其他非流动资产由委托贷款构成，2018 年末账面价值 1.75 亿元，主要是公司为支持滨江工业园区内企业发展进行的委托贷款，存在一定回收风险。

表12 截至 2018 年末公司委托贷款明细（单位：万元）

债务人名称	委贷银行	借款金额	借款期限
一年内到期的其他非流动资产			
泰州金泰环保热电有限公司	南京银行股份有限公司泰州高港支行	4,000.00	2016/5/18-2019/5/16
泰州金泰环保热电有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	3,000.00	2016/8/26-2019/8/25
泰州市金太阳能有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	15,000.00	2017/1/24-2019/7/23
其他流动资产：			
江苏嘉泰电气有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	2,800.00	2018/11/2-2019/6/30
江苏嘉泰电气有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	1,000.00	2018/11/13-2019/6/30
江苏嘉泰电气有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	1,000.00	2018/11/14-2019/6/30
江苏嘉泰电气有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	3,000.00	2018/12/10-2019/6/30

江苏嘉泰电气有限公司	南京银行股份有限公司泰州高港支行	1,000.00	2018/2/14-2019/2/13
其他非流动资产:			
江苏嘉泰电气有限公司	中信银行股份有限公司泰州分行	1,900.00	2017/8/3--2020/8/3
江苏嘉泰电气有限公司	中信银行股份有限公司泰州分行	1,400.00	2017/10/30--2020/10/30
江苏嘉泰电气有限公司	浙商银行股份有限公司泰州分行	1,200.00	2017/4/26--2022/4/26
泰州润江资产管理有限公司	交通银行股份有限公司泰州高港支行	12,990.00	2018/1/4-2020/1/4

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，2018年公司资产规模有所增长，应收账款规模较大，需关注其回款的时效性；其他应收款规模较大，对公司营运资金形成较大占用；公司货币资金受限比例较高，土地资产部分被抵押，整体资产流动性较差。

盈利能力

2018年公司营业收入平稳增长，公司盈利对营业外收入依赖程度较高

2018年公司实现营业收入14.26亿元，较上年增长11.13%，发展平稳，但收入构成变化较大，其中城市基础设施建设回购及转让收入0.87亿元，占比降至6.08%；保障房回购业务收入5.58亿元，占比39.11%；油品销售业务规模继续增长19.95%，收入达2.87亿元，占比20.10%；2018年新增物流车业务，实现收入3.70亿元，占比25.97%，是2018年公司营业收入的主要构成部分。从业务持续性来看，公司安置房、保障房存量业务规模较大，未来收入较有保障；公司主要在建、拟建项目投资规模较大，基础设施建设项目均签订代建协议，未来持续性较好。

毛利率方面，由于公司2018年保障房回购业务规模较大但毛利大幅下降，使得当年综合毛利率降至10.68%，较上年下滑13.80个百分点。

2018年公司取得投资收益3,258.94万元，主要系公司委托贷款产生的收益，一定程度提升了公司收入和利润水平。2018年公司获得营业外收入3.66亿元，主要由政府补助构成，营业外收入占利润总额的比重为99.61%，有效提升公司的利润水平，但公司盈利对营业外收入依赖程度较高。2018年公司利润总额3.67亿元，同比下降43.67%，主要系2018年保障房业务营业成本大幅增长所致。

表13 2017-2018年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	142,617.23	128,332.94
营业利润	504.58	24,320.66

投资收益	3,258.94	2,563.00
营业外收入	36,575.57	40,895.11
利润总额	36,719.22	65,181.29
综合毛利率	10.68%	24.48%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司投资支出规模较大，考虑到在建的工程项目较多，公司未来面临较大的资金压力

2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2017 年减少 11.49%，购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 14.30%，使收现比降至 0.84，2018 年资金回笼情况一般。随着公司业务规模扩大，2018 年公司购买商品、接受劳务支付的现金继续增长，但由于 2018 年公司收到的其他与经营活动有关的现金规模较大，使经营活动现金净流入 2.80 亿元，经营活动现金流整体表现仍欠佳。

投资活动现金流方面，2018 年公司投资活动净流出 16.74 亿元，主要系当年公司投资支付的现金规模较大，2018 年公司投资支付现金 20.73 亿元，主要系股权投资款以及部分对外委托贷款。

筹资活动方面，2018 年公司主要通过银行及非银金融借款和发行债券等方式进行融资，其中发行债券收到现金 11.96 亿元，通过借款收到现金 68.87 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金 6.07 亿元，主要是到期的银行保证金。2018 年由于公司借款规模同比大幅增长 113.27%使筹资活动现金净流入规模增至 15.60 亿元。

整体来看，2018 年公司资金回笼情况变差，考虑到公司工业园区内在建项目规模较大，未来随着工业园区项目的持续建设、到期债务的逐步偿还，公司未来面临较大的资金压力。

表14 公司 2017-2018 年现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.84	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	119,529.46	135,052.46
收到其他与经营活动有关的现金	121,324.39	41,973.36
经营活动现金流入小计	240,853.85	177,025.83
购买商品、接受劳务支付的现金	183,656.45	160,683.24
支付其他与经营活动有关的现金	21,723.89	19,243.47
经营活动现金流出小计	212,837.50	182,583.17

经营活动产生的现金流量净额	28,016.35	-5,557.35
投资活动产生的现金流量净额	-167,413.33	-125,779.21
筹资活动产生的现金流量净额	155,995.07	47,171.07
现金及现金等价物净增加额	16,520.37	-84,260.16

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司有息负债规模较大，面临较大债务偿还压力

截至2018年末，公司负债总额为174.22亿元，较上年增长33.75%，所有者权益86.41亿元，较上年增长8.46%，主要系未分配利润的增长及部分盈余积累。截至2018年末，公司负债和所有者权益比率为201.63%，较上年提升38.12个百分点，净资产对负债的保障程度进一步减弱。

表15 2017-2018年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
负债合计	1,742,162.84	1,302,580.90
所有者权益合计	864,053.78	796,657.69
产权比率	201.63%	163.51%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018年公司负债以流动负债为主，截至2018年末流动负债占负债总额的比重为58.17%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末，公司短期借款主要包括7.53亿元质押借款、2.56亿元保证借款和6.18亿元信用借款，合计账面价值16.27亿元，同比大幅增长139.20%；应付票据主要系12.34亿元银行承兑汇票、0.80亿元商业承兑汇票。截至2018年末，公司应付账款3.92亿元，同比增长153.37%，主要系由于子公司合并产生的应付汽车零部件款项；年末其他应付款账面价值19.20亿元，同比大幅增长100.46%，主要系往来借款及利息增长所致。2018年末公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款12.84亿元、一年内到期的应付债券22.00亿元和一年内到期的长期应付款5.78亿元。

表16 2017-2018年公司主要负债情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	162,658.50	9.34%	68,000.00	5.22%
应付票据	141,350.00	8.11%	66,542.00	5.11%
应付账款	39,210.38	2.25%	15,475.76	1.19%
其他应付款	191,988.67	11.02%	79,499.37	6.10%

一年内到期的非流动负债	406,163.10	23.31%	148,000.00	11.36%
流动负债合计	1,013,376.03	58.17%	450,879.42	34.61%
长期借款	204,919.35	11.76%	325,416.00	24.98%
应付债券	358,550.27	20.58%	513,785.47	39.44%
长期应付款	152,978.74	8.78%	12,500.00	0.96%
非流动负债合计	728,786.81	41.83%	851,701.47	65.39%
负债合计	1,742,162.84	100.00%	1,302,580.90	100.00%
其中：有息负债	1,285,077.12	73.76%	1,067,701.47	81.97%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末长期借款账面价值20.49亿元，同比减少37.03%。2018年公司偿还14.20亿元应付债券以及新发行“18泰州滨江PPN001”、“NF20180788TH”、“18泰新专项债”、“18苏泰州新滨江ZR001”和“18苏泰州新滨江ZR002”，年末公司应付债券账面价值35.86亿元。公司长期应付款主要系融资租赁款和信托借款，2018年末账面价值15.30亿元，具体情况如表18所示。

表17 公司2018年度新增应付债券情况

债券名称	发行日期	债券期限（年）	发行金额（万元）
18 泰州滨江 PPN001	2018/8/27	1+1+1	36,000.00
NF20180788TH	2018/8/29	2	2,555.00
	2018/9/30	2	845.00
	2018/10/31	2	235.00
18 泰新专项债	2018/12/21	7	60,000.00
18 苏泰州新滨江 ZR001	2018/12/19	3	10,000.00
18 苏泰州新滨江 ZR002	2018/12/28	2	10,000.00

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

表18 截至2018年末公司长期应付款情况（单位：万元）

序号	借款类别	贷款单位	借款金额	其中：1年内到期	担保单位/抵押物
1	保证	徽银金融租赁有限公司	7,500.00	5,000.00	泰州华信药业投资有限公司、江苏望涛投资建设有限公司
2	信用	平安国际融资租赁（天津）有限公司	9,000.00	4,700.00	
3	保证	中建投信托股份有限公司	40,000.00	27,800.00	泰州高教投资发展有限公司
4	保证抵押	渝农商金融租赁有限责任公司	25,375.00	7,250.00	担保：泰州高教投资发展有限公司抵押：泰州市新滨江开发有限责任公司苏（2018）泰州不动产权第0033915号、苏（2018）泰州不动产

					权第 0033901 号、苏 (2018) 泰州不动产权第 0033904 号
5	保证	苏州信托有限公司	19,651.00	7,317.00	泰州鑫泰集团有限公司
6	保证	兴大兴陇信托有限责任公司	35,000.00	0.00	泰州鑫泰集团有限公司
7	保证	国联信托股份有限公司	22,990.00	0.00	泰州鑫泰集团有限公司
8	保证	江苏省国际租赁有限公司	15,000.00	3,750.00	泰州华诚医学投资集团有限公司
9	保证	陆家嘴国际信托有限公司	16,570.00	0.00	泰州鑫泰集团有限公司
10	保证	上海爱建信托有限责任公司	1,000.00	0.00	泰州鑫泰集团有限公司
11	保证	华鑫国际信托有限公司	6,480.00	0.00	泰州鑫泰集团有限公司
12	保证	国药控股 (中国) 融资租赁有限公司	12,000.00	1,963.10	泰州鑫泰集团有限公司 泰州市新滨江开发有限责任公司
合计			210,566.00	57,780.10	

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年底，公司有息债务合计128.51亿元，较上年增长20.36%，占负债总额的比重为73.76%。有息债务构成方面，2018年末公司短期有息债务合计为56.88亿元，占有息债务的比重为45.01%，短期偿债压力较大；长期有息债务由长期借款、应付债券和长期应付款中的融资租赁款构成，2018年末合计为71.63亿元。

随着公司负债规模大幅增长，截至 2018 年末，公司资产负债率为 66.85%，较上年提升 4.80 个百分点，整体负债水平较高；2018 年公司流动比率、速动比率分别为 2.29 和 1.30，较上年均有所下降，且流动资产中应收款项与存货占比较大，应收款项回收时间不确定，存货变现取决于委托单位结算时间且部分土地资产被抵押，流动资产对流动负债保障能力较弱。2018 年公司 EBITDA 规模 6.38 亿元，同比下降 17.35%，EBITDA 利息保障倍数为 1.20，有息负债与 EBITDA 比值提升至 20.13，息税折旧前利润对于利息覆盖程度进一步减弱。

表19 公司 2017-2018 年主要偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	66.85%	62.05%
流动比率	2.29	4.16
速动比率	1.30	2.40
EBITDA (万元)	63,842.09	77,248.20
EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.19
有息债务/EBITDA	20.13	13.82

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的2019年5月6日的企业信用报告，跟踪期内，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计148.37亿元，是年末公司净资产的171.71%，被担保对象多为国有企业，为民营企业担保的均有反担保措施，但公司对外担保规模大，面临或有负债风险大。

表20 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保类型	担保余额	被担保债务到期时间
泰州鑫泰集团有限公司	保证/抵押	253,813.57	2024年2月9日
泰州华信药业投资有限公司	保证	150,772.46	2020年1月12日
泰州高教投资发展有限公司	保证	131,000.00	2022年1月18日
泰州市中天新能源产业发展有限公司	保证	74,733.64	2023年12月28日
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	保证	80,000.00	2021年1月28日
江苏望涛投资建设有限公司	保证	20,600.00	2020年12月24日
泰州东联化工有限公司	保证	20,000.00	2019年6月20日
泰州市临江港口开发有限公司	保证	11,427.87	2021年3月17日
江苏华创医药研发平台管理有限公司	保证	8,000.00	2019年5月22日
江苏合众融资租赁有限公司	保证	5,250.00	2020年10月30日
泰州市第二城南污水处理有限公司	保证	5,000.00	2021年11月18日
江苏泰昇健康医疗科技有限公司	保证	4,000.00	2019年2月6日
泰州医药城华盈商贸有限公司	保证	4,000.00	2019年2月6日
江苏华泰疫苗工程研究技术有限公司	保证	3,500.00	2019年2月6日
泰州市兴邦商贸有限公司	保证	2,900.00	2019年11月25日
泰州市新泰建设发展有限公司	保证	2,500.00	2019年4月20日
中海泰州特种油科技有限公司	保证	1,000.00	2022年2月28日
江苏九洲环保技术有限公司	保证	1,000.00	2019年5月17日
泰州润江建设发展有限公司	保证/抵押	552,169.20	2031年9月29日
泰州江源工程建设有限公司	保证	109,313.70	2024年4月18日
泰州菲思特建设工程有限公司	保证	18,200.00	2022年12月31日

泰州润江资产管理有限公司	保证	13,500.00	2019年12月26日
江苏海阳锦纶新材料有限公司	保证	11,000.00	2020年12月31日
合计	-	1,483,680.43	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、债券偿还保障分析

泰州华信药业经营情况良好，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的本息偿付起到一定的保障作用

泰州华信药业系泰州医药高新区基础设施投融资和建设主体，近年来主要从事商品销售、房产销售、租赁和土地出让等业务。截至2018年末，泰州华信药业资产总额662.00亿元，归属于母公司的所有者权益为226.20亿元，资产负债率为59.45%。2018年度，泰州华信药业实现营业收入19.46亿元，实现利润总额5.11亿元，2018年经营活动现金净流入0.97亿元。

表21 泰州华信药业 2017-2018 年主要财务指标

项目	2018年	2017年
总资产（万元）	6,619,967.23	6,361,323.60
归属于母公司所有者权益（万元）	2,262,005.11	1,850,810.75
资产负债率	59.45%	63.66%
流动比率	2.55	2.41
速动比率	1.08	1.21
营业收入（万元）	194,609.97	215,501.48
营业利润（万元）	50,948.86	43,092.83
利润总额（万元）	51,052.89	43,310.03
综合毛利率	32.04%	26.21%
EBITDA（万元）	96,937.08	104,115.18
经营活动现金流净额（万元）	9,668.73	6,066.87

资料来源：泰州华信药业 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年泰州华信药业实现营业收入19.46亿元，较上年下滑9.69%，主营业务集中在房产销售、商品销售和租赁等，上述业务占2018年营业收入的比重达到77.31%。2018泰州华信药业实现商品销售收入10.32亿元，占营业收入的53.02%；实现房产销售收入4.73亿元，占营业收入的24.29%；实现租赁收入2.97亿元，占营业收入的15.24%。2018年泰州华信药业综合毛利率达到32.04%，较上年提高5.82个百分点，主要系商品销售以及房产销售毛利率提升所致。

表22 泰州华信药业 2017-2018 年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品销售	103,179.53	31.60%	128,556.33	28.28%
租赁	29,659.05	38.49%	29,488.96	47.06%
土地出让	-	-	11,328.72	0.00%
建设方管理费	3,110.35	100.00%	1,624.10	100.00%
房产销售	47,268.67	18.51%	38,762.82	3.56%
其他	5,693.99	39.94%	2,482.36	45.25%
主营业务小计	188,911.59	30.78%	212,243.28	25.61%
其他业务小计	5,698.38	73.71%	3,258.20	65.38%
合计	194,609.97	32.04%	215,501.48	26.21%

资料来源：泰州华信药业 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

为支持泰州华信药业的发展，政府给予其一定的财政补贴，主要是从产业扶持、交通运输、科技研发和基础设施建设等几个方面给予支持。2018年度，泰州华信药业实现其他收益共计4.18亿元。

整体来看，泰州市正在全力推进医药高新区建设，医药城的招商工作已取得一定的成效，较强的财政实力可对医药城的建设提供有力的资金支持。泰州华信药业是泰州医药高新区基础设施的投融资和建设主体，政府支持力度较大，其为本期债券提供的全额不可撤销的连带责任保证担保可对本期债券的本息偿付起到一定的保障作用。

八、评级结论

2018年，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司收入规模保持增长，业务持续性较好，继续获得一定的外部支持，泰州华信药业提供的全额不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿付起到一定的保障作用。

但中证鹏元也关注到，公司资产以存货、应收款项为主，整体流动性较差，在建、拟建的工程项目较多，面临较大的资金支出压力，公司有息债务规模较大，面临较大的债务偿还压力；公司对外担保规模持续上升，面临或有负债风险大。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	238,845.54	127,899.17	227,467.33
应收账款	258,434.68	204,405.37	202,707.95
其他应收款	759,145.86	712,770.33	608,366.03
存货	1,012,427.81	793,497.47	656,196.27
资产总计	2,606,216.62	2,099,238.59	1,956,573.83
短期借款	162,658.50	68,000.00	72,600.00
应付票据	131,350.00	66,542.00	81,000.00
其他应付款	191,988.67	95,772.81	9,267.47
一年内到期的非流动负债	406,163.10	148,000.00	94,980.00
长期借款	204,919.35	325,416.00	377,983.00
应付债券	358,550.27	513,785.47	501,474.82
长期应付款	152,978.74	12,500.00	17,500.00
负债合计	1,742,162.84	1,302,580.90	1,222,000.68
有息债务	1,285,077.12	1,067,701.47	1,064,537.82
所有者权益	864,053.78	796,657.69	734,573.16
营业收入	142,617.23	128,332.94	123,438.75
营业利润	504.58	24,320.66	25,269.66
营业外收入	36,575.57	40,895.11	40,406.49
净利润	33,392.44	59,029.53	59,416.76
经营活动产生的现金流量净额	28,016.35	-5,557.35	-176,791.17
投资活动产生的现金流量净额	-167,413.33	-125,779.21	4,355.02
筹资活动产生的现金流量净额	155,995.07	47,171.07	220,113.29
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	10.68%	24.48%	22.80%
收现比	0.84	1.05	0.89
产权比率	201.63%	163.51%	166.36%
资产负债率	66.85%	62.05%	85.92%
流动比率	2.29	4.16	5.35
速动比率	1.29	2.40	3.33
EBITDA（万元）	63,842.09	77,248.20	70,683.68
EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.19	1.23
有息债务/EBITDA	20.13	13.82	15.06

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司合并范围子公司明细

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
泰州港润投资发展有限公司	泰州市	泰州市	油品销售等	100	-	受让
泰州菲思特建设工程有限公司	泰州市	泰州市	房屋建筑工程、市政公用工程、工程排水工程、机电设备安装工程、建筑装饰工程、钢结构工程承包；铝合金塑钢门窗制作、安装；建筑材料、水暖器材批发、零售；建筑机械出租服务。	100	-	受让
泰州新紫金企业管理有限公司	泰州市	泰州市	企业管理服务，商务咨询服务	70	-	设立
濱江國投有限公司 (BINJIANG GUOTOU LIMITED)	泰州市	香港	贸易、投资控股、环境治理	100	-	设立
江苏宸星新材料有限公司	泰州市	泰州市	新材料研发，锂电池正极材料的生产，锂电池、锂电池正极材料的研究开发，锂电池正极材料及其相关配件的销售	51	-	受让
江苏正豪新能源汽车有限公司	泰州市	泰州市	新能源汽车技术开发、技术转让、技术咨询，汽车及零部件制造、销售，汽车租赁服务	51	-	设立
江苏瑞溇新能源汽车有限公司	泰州市	泰州市	新能源汽车技术开发、技术转让、技术咨询，新能源汽车及零部件制造、销售，汽车租赁服务	-	100	设立
泰州新滨江环保科技有限公司	泰州市	泰州市	环保技术研发、咨询	-	76	增资受让
泰州滨江设备租赁有限公司	泰州市	泰州市	汽车租赁、农业机械租赁、建筑工程机械与设备租赁、其他机械与设备租赁	-	100	设立
泰州九远科技发展有限公司	泰州市	泰州市	新材料技术研发、电子元器件研发、制造、电子产品销售等	100%	-	设立
泰州万间置业有限责任公司	泰州市	泰州市	房地产开发等	100%	-	设立
江苏润祁项目管理有限公司	泰州市	泰州市	工程项目管理，物业管理，房屋建筑工程、基础设施工程、土石方工程施工	100%	-	设立

泰州智谷高新技术有限公司	泰州市	泰州市	新能源科技、环保科技领域内的技术开发, 工程项目管理等	-	100%	设立
中物高新技术发展江苏有限公司	泰州市	泰州市	新能源科技、环保科技领域内的技术开发、电子产品、化工原料及产品的销售等。	100%	-	设立受让
中物智造科技泰州有限公司	泰州市	泰州市	自动化科技、信息科技、计算机科技、电子科技、环保科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术推广服务, 计算机系统集成, 计算机、软件及辅助设备、通信设备、电子产品、环保设备销售, 自动化设备生产线及配件研发、设计、销售、安装、调试服务, 工业机器人设备及零配件制造, 自有设备租赁等	-	90%	受让
一汽客车(大连)有限公司	大连市	大连市	新能源汽车、客车、客车底盘、校车、专用客厢车的研发、制造、销售及技术咨询、技术服务、汽车零部件、汽车配件销售等	-	72%	增资购买

资料来源: 公司2018年审计报告, 中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。