



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪619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已发行的“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）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持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
二零一九年六月三十一日

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）跟踪评级报告（2019）

发行主体	宜华健康医疗股份有限公司		
担保主体	广东省融资再担保有限公司		
债券简称	18 宜健 01		
债券代码	112807		
发行年限	3 年，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		
起息日	2018/11/30		
发行规模	2 亿元		
上次评级时间	2018/11/7		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

宜华健康	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	25.10	23.84	25.22	25.80
总资产（亿元）	72.00	76.35	82.74	85.76
总债务（亿元）	26.71	31.90	35.17	32.84
营业总收入（亿元）	12.96	21.16	22.04	5.20
营业毛利率（%）	25.92	31.52	31.11	30.38
EBITDA（亿元）	12.02	4.83	4.92	1.30
所有者权益收益率（%）	29.59	7.71	7.96	8.44
资产负债率（%）	65.13	68.78	69.52	69.92
总债务/EBITDA（X）	2.22	6.61	7.15	6.31
EBITDA 利息倍数（X）	8.43	2.69	2.47	3.30
广东再担保	2016	2017	2018	
总资产（亿元）	80.01	84.57	84.25	
所有者权益（亿元）	69.21	73.10	71.65	
在保责任余额（亿元）	195.13	192.69	236.76	
净资产放大倍数（X）	2.82	2.64	3.30	
营业收入（亿元）	4.94	4.69	4.04	
担保业务收入（亿元）	1.87	2.22	1.56	
净利润（亿元）	2.70	3.85	1.59	
担保准备金（亿元）	4.00	6.02	7.08	
累计代偿率（%）	0.07	0.08	0.32	
代偿保障率（%）	7.55	17.30	19.03	

注：1、宜华健康 2017 年财务数据使用 2018 年期初调整数；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
3、宜华健康“长期应付款”科目中应付融资租赁款和按揭贷款已调整至长期债务；
4、宜华健康 2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2018 年，宜华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”或“公司”）医疗健康产业链协同效应持续显现、收入规模有所增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到众安康后勤集团有限公司（以下简称“众安康”）盈利能力下滑、公司应收账款增长较快以及商誉规模较大等因素可能对宜华健康及本期债券整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持宜华健康主体信用等级 AA，评级展望稳定，维持“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）”信用等级为 AAA。上述债券级别同时考虑了广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 医疗健康产业链协同效应持续显现，收入规模持续增长。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，2018 年公司收入规模持续增长。
- 雄厚的担保实力。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

- 众安康业绩下滑。受医疗专业工程业务开工率不足、期间费用增长以及计提坏账准备的影响，2018 年众安康业绩大幅下滑，其未来经营情况需持续关注。
- 应收账款增长较快。公司医疗工程业务回款周期较长，此外随着业务规模的扩大，公司应收账款增长较快。截至 2018 年末，公司应收账款

分析师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

林灿鸿 chlin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月21日

10.31 亿元，较上年末增长 20.91%，对资金形成一定占用。

- 商誉规模较大。近年来公司主要通过并购的方式进行业务转型，形成了较大规模的商誉。截至 2019 年 3 月末，公司商誉账面金额 19.27 亿元，占同期末净资产的比重为 74.69%，被收购公司未来经营业绩情况值得关注。

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和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。

募集资金使用情况

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）（债券简称为“18 宜健 01”、债券代码为“112807”）于 2018 年 11 月 30 日完成发行，发行规模为 2 亿元，票面利率为 6.50%，期限为 3 年，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。截至 2018 年 12 月 31 日，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用，年末未使用余额 0.78 万元。

基本分析

我国医疗服务市场规模巨大，2018 年以来民营医院的数量实现较快增长；此外，养老行业鼓励政策的出台使行业内企业面临较好的外部环境。

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。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，2018 年末全国医疗卫生机构总数为 100.40 万个，与上年相比增加约 1.74 万个；同期末全国医疗床位数约为 845 万张，同比增长 7.64%。受益于相关政策的出台对非公立医疗机构在我国发展的支持，我国民营医院的数量得到快速增长，截至 2018 年 11 月末，民营医院数量上升至 2.04 万所，较 2017 年末增加 0.24 万所。

图 1：2014~2018 年全国医疗机构床位数



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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 2018 年末我国 60 周

岁以上老年人 2.49 亿人，占总人口的 17.9%，比上一年度提高 0.6%。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。2019 年 4 月 16 日，国务院印发了《关于推进养老服务发展的意见》，从深化放管服改革、拓展养老服务投融资渠道、扩大养老服务就业创业、扩大养老服务消费、促进养老服务高质量发展及促进养老服务基础设施建设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。

2018 年，公司一方面加快优质医疗资产和养老资产的收购兼并，另一方面加强业务板块间的产业协同，收入规模实现稳定增长。但众安康后勤集团有限公司（以下简称“众安康”）业绩出现较大下滑，未来经营情况值得关注。

宜华健康自 2015 年开始业务转型布局医疗健康领域，先后分别收购了众安康、达孜赛勒康医疗投资管理有限公司（以下简称“达孜赛勒康”）和亲和源股份有限公司（以下简称“亲和源”），确立了以医疗机构运营及服务及养老社区运营及服务为主的两大业务核心的发展战略。2018 年宜华健康一方面加快优质医疗资产和养老资产的收购拓展工作，另一方面加强业务板块间的产业协同，当年公司医疗健康业务实现收入 22.04 亿元，同比增长 4.15%，其中医疗板块收入为 19.26 亿元，同比小幅下降 1.20%；养老板块收入为 2.78 亿元，同比大幅增长 66.56%。

表 1：2016~2018 年宜华健康收入构成情况

单位：亿元			
分部	2016	2017	2018
医疗	12.75	19.49	19.26
养老	0.17	1.67	2.78
合计	12.92	21.16	22.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

众安康主要从事医疗后勤综合服务和医疗专业工程建设。业务运营方面，2018 年众安康实现营业收入为 12.63 亿元，同比下降 15.20%，其中医疗

后勤服务收入和医疗专业工程收入分别 10.32 亿元和 2.32 亿元，分别同比增长 26.16% 和下降 62.30%。值得关注的是，2018 年众安康的净利润为 0.07 亿元，同比大幅下滑 95.25%，主要系众安康部分工程开工率不足，导致医疗专业工程业务收入同比下降 62.30% 至 2.32 亿元；同时，随着医疗后勤业务规模

的扩大以及有息债务规模的增加，众安康期间费用有所增长；此外，众安康对应收账款计提的坏账准备大幅增加。未来公司拟加强管理降低管理费用，提高后勤项目经营效率，对医疗工程新项目投标进行严格测算，加快工程进度及回款进度，中诚信证评对众安康营业收入恢复情况将保持持续关注。

表 2：2016-2019.Q1 众安康业务开展情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
服务医院数量（家）	128	153	180	180
医疗后勤服务收入（万元）	68,467.19	88,144.56	103,165.41	25,214.41
医疗专业工程收入（万元）	32,101.42	60,844.44	23,170.97	3,538.58
营业总收入（万元）	100,568.61	148,989.00	126,336.39	28,752.98
净利润（万元）	10,703.13	15,347.42	732.29	2,447.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

达孜赛勒康业务主要分为医院管理与咨询业务和诊疗中心业务，前者主要通过向医院提供管理和咨询服务获取咨询管理服务，后者则是为合作医院患者提供医疗服务从而获取合作分成。截至 2019 年 3 月末，达孜赛勒康已直接控制或间接控制（含托管）的医院为 23 家。2018 年，达孜赛勒康继续加速医疗机构的投资布局，先后收购了公司参股子公司汕头市宜鸿投资有限公司持有的玉山博爱医院有限公司 70% 股权，并收购重庆永川卧龙医院有限公司 65% 股权及义乌市三溪堂国药馆连锁有限公司、义乌三溪堂中医保健院有限公司、义乌市三溪中医药研究所各 65% 股权。诊疗中心业务板块方面，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

统等高端肿瘤诊疗设备，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 2019 年 3 月末，达孜赛勒康共有诊疗中心 4 家，位于宁波。业务运营方面，2018 年达孜赛勒康实现收入 6.43 亿元，同比增长 78.36%，当期净利润为 2.00 亿元，同比增长 19.89%。业绩承诺方面，交易对手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 2018 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不低于人民币 19,563 万元。2018 年达孜赛勒康实际实现扣除非经常性损益后的净利润 19,520.87 万元，未能完成当年业绩承诺，但尚未触发业绩补偿。

表 3：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			
			2016	2017	2018	2019.Q1
PET-CT	宁波明州	宁波	1,442.52	1,785.99	4,820.66	671.12
直线加速器	宁波明州	宁波	-	62.39	2,044.80	201.63
宁波明州 PET-MR	宁波明州	宁波	-	-	138.95	-18.27
宁波明州 TOMO	宁波明州	宁波	-	-	1,406.77	277.4
合计			10,668.53	2,311.44	8,411.18	854.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年 11 月，宜华健康以现金支付方式完成对亲和源 58.33% 股权的收购，交易对价 4.08 亿元。

2017 年 11 月宜华健康完成了亲和源剩余 41.67% 股权的收购，交易对价为 2.92 亿元，亲和源成为宜华

健康的全资子公司。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，其业务覆盖养老社区、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和会员入住后的年费。项目方面，截至 2018 年末，亲和源经营项目为 8 个¹，其中当年新增浙江琳轩项目、青岛时代广场项目、杭州久茂大厦项目和宁波象山项目。目前，亲和源收入主要来自于上海康桥项目和上海康桥迎丰项目，2018 年收入分别为 0.90 亿元和 0.82 亿元。其中上海康桥项目为旗舰店项目，建筑面积 9.55 万平方米。截至 2019 年 3 月末，上海康桥项目入住率为 96%，较 2018 年末有所提升。

2018 年亲和源实现收入 2.78 亿元，同比增长 66.56%，当期净利润为 0.43 亿元，实现扭亏为盈。业绩承诺方面，交易对手奚志勇承诺亲和源 2018 年扣除非经常性损益后亏损不超过 1,000 万元。2018 年亲和源扣除非经常性损益后税后净利润为 3,415.10 万元，完成业绩承诺。此外，未来亲和源将根据自身资金情况，加大对养老市场的开拓，形成规模效应，稳步提升经营利润。

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 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 2017~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表，以下数据均为合并报表口径。公司按财政部于 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的要求按照一般企业财务报表格式编制 2018 年财务报表，2017 年经追溯调整。

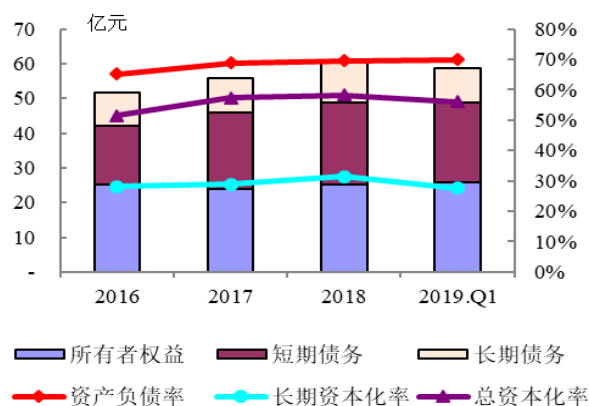
资本结构

跟踪期内，随着业务规模的扩大，公司资产规模有所增长，截至 2018 年末，公司总资产为 82.74 亿元，同比增长 8.37%；为满足业务发展的资金需

求，公司负债规模亦有所提升，2018 年末，公司负债总计为 57.52 亿元，同比增长 9.54%。所有者权益方面，得益于利润留存，截至 2018 年末，公司所有者权益为 25.22 亿元，较上年末增长 5.79%。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 85.76 亿元，负债总额为 59.96 亿元，所有者权益为 25.80 亿元。

从财务杠杆比率来看，跟踪期内，公司财务杠杆略有上升。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.52% 和 58.24%，分别同比上升 0.74 个百分点和 1.01 个百分点。另截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率 69.92%，总资本化比率为 56.00%。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司以非流动资产为主，截至 2018 年末，公司非流动资产为 54.03 亿元，同比增长 12.83%；占期末总资产的比重为 65.30%，较上年末增加 2.58 个百分点。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产构成。截至 2018 年末，公司固定资产账面价值为 7.19 亿元，同比下降 14.76%，主要系公司本期处置闲置资产所致；公司固定资产主要包括房屋建筑物和运营设备，2018 年末账面价值分别为 6.17 亿元和 0.36 亿元。同期末，公司在建工程余额为 5.12 亿元，较上年末 2.57 亿元大幅增长 99.39%，主要系公司子公司亲和源养老社区在建投入增加所致；公司在建工程主要包括宁波亲和源养老社区项目和青岛养老项目，期末余额分别为 3.36 亿元和 1.21 亿元。2018 年末，公司无形资产账面价值 6.46 亿元，同比增长 4.36%，其中土地使用权和收益权

¹ 2018 年，公司对辽宁营口项目持股比例下降对其失去重大影响，故不包括该项目。

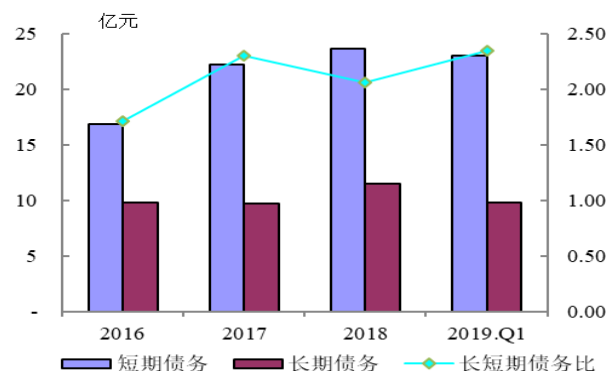
分别为 2.41 亿元和 4.01 亿元，收益权系达孜赛勒康作为实施主体的托管合同项下获得收入的权益。2018 年末，公司商誉余额为 19.27 亿元，同比下降 12.73%，主要系公司出售爱奥乐所致；期末公司商誉主要系因收购达孜赛勒康、众安康、亲和源、达孜慈恒医疗投资有限公司、余干仁和医院有限公司所产生，余额分别为 6.44 亿元、4.83 亿元、3.03 亿元、2.07 亿元和 1.42 亿元。2018 年末，公司其他非流动资产为 5.62 亿元，同比大幅增长，主要系当期公司新增杭州项目租金 1.58 亿元和股权购买款 2.23 亿元所致。另截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产小幅增至 54.57 亿元，其中固定资产 7.12 亿元，在建工程 4.03 亿元，无形资产 6.44 亿元，商誉 19.27 亿元，其他非流动资产 6.40 亿元。

流动资产方面，2018 年末公司流动资产为 28.71 亿元，同比小幅增长 0.86%；占总资产的比重为 34.70%，占比较上年末下降 2.58 个百分点。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 2018 年末，公司货币资金余额为 3.44 亿元，同比下降 26.13%，主要系固定资产、在建工程投资支付增加所致；期末公司货币资金受限规模 2.24 亿元，主要为票据保证金、保函保证金、借款保证金等。随着业务规模的扩大，公司应收账款余额持续增长，2018 年末公司应收账款余额 10.31 亿元，同比增长 20.91%，主要系公司业务规模扩大所致；其中公司前五大应收账款对象分别为深圳市康馨鹏城养老事业投资发展有限公司、常德市鼎城区人民医院、余干县医保局、利辛县荣安康医疗投资有限公司和邵东县妇幼保健院，期末余额合计 5.92 亿元，占比 52.41%。同期末，公司预付款项余额为 6.35 亿元，同比下降 21.24%，主要为医疗专业工程业务预付的工程款；从账龄来看，1 年以内（含 1 年）占比 49.99%，1~2 年（含 2 年）占比 21.48%，2~3 年（含 3 年）占比 11.31%，3 年以上占比 17.22%；集中度方面，期末前五大预付款项合计 4.58 亿元，占期末预付款项余额的比重为 72.16%。2018 年末，公司其他应收款余额 6.58 亿元，同比增加 22.16%，主要系股权转让款或股权投资款增加所致，期末前五大应收对象分别为芜湖

九九股权投资合伙企业（有限合伙）、南昌三三四医院、常德市鼎城区人民医院、常德市第四人民医院和深圳市康馨鹏城养老事业投资发展有限公司，金额合计 4.49 亿元；公司其他应收款主要包括押金、保证金，对关联公司的应收款项和股权转让款或股权投资款，占其他应收款期末余额的比重分别为 37.83%、25.94%和 21.40%。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产增至 31.19 亿元，其中货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款分别为 3.53 亿元、11.60 亿元、7.18 亿元和 6.92 亿元。

负债方面，公司负债主要由其他应付款、应付账款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司其他应付款为 11.55 亿元，同比增加 3.07%，主要系关联方往来款增加所致；公司其他应付款主要包括股权转让款、应付关联方公司往来款和其他往来款，期末余额分别为 5.75 亿元、3.15 亿元和 2.00 亿元；2019 年 3 月末，公司其他应付款增至 16.48 亿元。2018 年末，公司应付账款余额 5.07 亿元，同比增长 35.93%，其中 1 年以内（含 1 年）占比 66.29%，1~2 年（含 2 年）占比 19.24%，2~3 年（含 3 年）占比 6.27%，3 年以上占比 8.20%；2019 年 3 月末，公司应付账款小幅降至 5.04 亿元。有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务为 35.17 亿元，较上年末增长 10.26%，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 2.30 倍下降至 2.06 倍，公司仍以短期债务为主，或面临一定集中偿付压力；另截至 2019 年 3 月末，公司有息债务小幅降至 32.84 亿元，同期末长短期债务比为 2.35 倍。

图 3：2016-2019.Q1 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，公司资产规模及自有资本实力有所

增强，财务杠杆略有上升。公司应收账款规模较大且有所增长，对资金形成一定占用；同时公司商誉规模较大，被收购公司未来经营业绩情况值得关注；此外，公司债务仍以短期债务为主，或面临一定集中偿付压力。

盈利能力

从收入规模看，2018 年公司通过加强医疗业务和养老业务的产业协同，实现营业收入 22.04 亿元，同比增长 4.15%。毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 31.11%，同比小幅下降 0.41 个百分点，主要系公司当年医疗工程业务毛利率下降所致。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.20 亿元，同比下降 8.83%；毛利率 30.38%，同比下降 11.90 个百分点，主要系公司医疗工程业务毛利率下滑所致。

期间费用方面，2018 年，公司合计发生期间费用 4.79 亿元，同比增长 20.06%；同期三费收入占比为 21.75%，较上年上升 2.88 个百分点。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，其中 2018 年公司管理费用为 2.63 亿元，同比大幅增长 59.09%，主要系公司业务规模扩大，职工薪酬和交通差旅等办公费用大幅增长所致；财务费用为 1.41 亿元，同比增长 2.54%。另 2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 0.96 亿元，三费收入占比为 18.47%，公司对期间费用的把控能力仍有待加强。

表 4：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

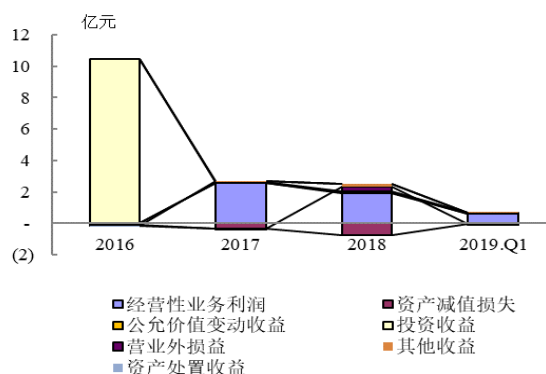
单位：亿元				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.59	0.97	0.76	0.19
管理费用	1.38	1.65	2.63	0.52
财务费用	1.26	1.37	1.41	0.25
三费合计	3.22	3.99	4.79	0.96
营业总收入	12.96	21.16	22.04	5.20
三费收入占比	24.85%	18.87%	21.75%	18.47%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2018 年，公司实现经营性业务利润 1.95 亿元，同比下降 23.91%，主要系期间费用增加所致；投资收益 0.24 亿元，较上年 0.05 亿元增长幅度较大，当年公司投

资收益包括权益法核算的长期股权投资收益 0.13 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 0.08 亿元和可供出售金融资产在持有期间的投资收益 0.03 亿元；同期公司实现营业外损益 0.31 亿元，主要系公司收到的业绩补偿款；此外公司当年计提资产减值损失 0.74 亿元，较 2017 年的 0.33 亿元大幅增长，主要系坏账准备，主要包括应收账款坏账准备 0.44 亿元和其他应收款坏账准备 0.27 亿元，对利润当年利润形成侵蚀。2018 年公司实现利润总额 1.96 亿元，同比减少 15.15%；同期所得税费用-0.04 亿元，主要系递延所得税费用-0.52 亿元所致，同期公司实现净利润 2.01 亿元，同比增加 9.19%，所有者权益收益率为 7.96%，同比上升 0.25 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.65 亿元，其中经营性业务利润 0.61 亿元，投资收益 0.05 亿元；同期公司实现净利润 0.54 亿元，所有者权益收益率为 6.33%。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内，受益于公司已基本完成业务转型，营业务收入水平有所上升，但期间费用对公司利润空间形成较大侵蚀，经营性业务利润有所下滑。

偿债能力

债务规模方面，截至 2018 年末，公司总债务为 35.17 亿元，较上年末增长 10.26%，长短期债务比 2.06 倍。2019 年 3 月末，公司总债务小幅降至 32.84 亿元，长短期债务比 2.35 倍。

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 4.92 亿元，较上年小幅增长 1.83%；同期公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.15 倍和 2.47 倍，

较上年分别上升 0.54 倍和下降 0.22 倍, EBITDA 对债务本息保障能力有所下滑。

从现金流来看, 公司经营活动净现金流状况较好, 2018 年其经营活动产生现金净流入为 3.73 亿元, 较上年 0.45 亿元有较大幅度增长, 主要系公司经营款项的回收增加所致; 同期公司经营净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.11 倍和 1.87 倍, 较上年分别上升 0.10 倍和 1.62 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所提升。

表 5: 2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	16.88	22.23	23.67	23.02
总债务 (亿元)	26.71	31.90	35.17	32.84
经营性净现金流 (亿元)	-5.66	0.45	3.73	0.53
EBITDA (亿元)	12.02	4.83	4.92	1.30
资产负债率 (%)	65.13	68.78	69.52	69.92
总资本化比率 (%)	51.55	57.23	58.24	56.00
总债务/EBITDA (X)	2.22	6.61	7.15	6.31
EBITDA 利息保障倍数 (X)	8.43	2.69	2.47	3.30
经营活动净现金流/总债务	-0.21	0.01	0.11	0.07
经营活动净现金流/利息支出	-3.97	0.25	1.87	1.36

注: 2019.Q1 公司总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务经年化处理。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产受限方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司受限资产合计 9.11 亿元, 占同期末总资产的比重为 10.63%, 包括货币资金 2.24 亿元、固定资产 5.94 亿元、无形资产 0.69 亿元、投资性房地产 0.20 亿元和应收账款 0.04 亿元, 主要系公司对外借款抵押所致。

银行授信方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司共获得各家金融机构授信额度为 31.79 亿元, 未使用额度 3.00 亿元, 备用流动性较弱。

或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司无对外担保, 或有负债风险较小。

总体来看, 随着公司逐步完成业务转型, 跟踪期内公司资产规模及收入规模均有所提升; 但公司债务规模有所上升, 主要偿债指标有所弱化。

担保实力

广东省融资再担保有限公司 (以下简称“广东再担保”或“公司”) 就本期债券的到期偿付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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 年末, 公司累计服务中小微企业、“三农”超过 3 万户次, 累计与超过 40 家银行及超过 80 家担保机构建立了合作关系, 对缓解中小微企业融资难的问题起到了良好的作用。

截至 2018 年 12 月 31 日, 公司总资产为 84.25 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 合计为 71.65 亿元; 期末担保责任余额为 236.76 亿元, 净资产放大倍数 3.30 倍。2018 年公司实现营业收入 4.04 亿元, 净利润 1.59 亿元, 经营活动净现金流-4.40 亿元。

业务运营

担保业务

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, 业务已具有一定规模。公司担保业务主要分为再担保和直保业务两大类。2018 年, 公司新增担保额 427.78 亿元, 同比增长 3.08%; 解除担保额 410.58 亿元, 同比增长

8.11%。截至 2018 年末，公司累计担保发生额约 2,595 亿元，期末在保余额 547.36 亿元，较上年末增长 3.24%。

表 6：2016~2018 年公司担保业务发生及代偿情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
在保余额	494.95	530.16	547.36
年新增担保额	346.81	414.98	427.78
年解除担保额	288.62	379.78	410.58
累计解除担保额	1,256.78	1,636.56	2,047.14

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，2018 年末，公司再担保业务余额为 369.88 亿元，同比增长 6.84%；占同期末在保业务余额的比重为 67.58%，较上年末增加 2.28 个百分点。同期末，公司直保业务余额为 177.48 亿元，同比下降 3.51%，主要系结构化履约担保、保本类公募及专户产品担保业务因政策原因收缩所致。

表 7：2016~2018 年末公司在保业务构成

单位：亿元

业务类型	2016	2017	2018
(一) 再担保业务	332.68	346.21	369.88
1.机构再保	331.79	340.13	348.23
2.产品再保	0.89	6.08	14.33
其中：粤保盈	0.00	4.02	0.15
参控股地市公司“银政担”风险分担产品	0.00	0.06	1.85
非参控股政策性担保机构比例再担保业务产品/广东省中小企业信用担保代偿补偿资金比例再担保业务产品	0.00	1.81	10.60
3.项目再保	0.00	0.00	9.82
(二) 直保业务	162.27	183.94	177.48
1.融资性直保	153.96	179.00	170.05
其中：银行贷款	15.86	10.50	12.29
信托项目	2.22	16.17	16.05
公司债	16.59	23.09	48.21
企业债	28.00	47.00	39.00
私募债	13.54	22.87	12.7
结构化履约担保	33.25	24.50	12.42
保本类公募及专户产品担保	23.08	16.71	6.92
2.非融资性直保	8.31	4.94	7.43
其中：保函易	3.92	4.39	7.38
总计	494.95	530.16	369.88

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。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。截至 2018 年末，与公司进行机构再担保合作的担保机构 17 家，年末公司机构再担保业务在保余额为 348.23 亿元，占公司总在保余额的 63.62%，较 2017 年末小幅下降 0.54 个百分点。此外，期末公司前五大再担保合作机构在期末总在保余额中占比 53.36%，较上年末小幅下降 0.91 个百分点，集中度进一步降低。

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。2018 年，公司进一步推动参控股地市公司“银政担”风险分担产品和非参控股政策性担保机构比例再担保业务产品的发展，期末余额分别为 1.85 亿元和 10.60 亿元，较上年末分别增加 1.79 亿元和 8.79 亿元。

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。2018 年，公司直保业务发生额为 76.02 亿元，同比下降 8.02%，主要系公司收缩结构化履约担保、保本类公募及专户产品担保业务所致，同期公司直保业务解除担保额 82.48 亿元。截至 2018 年末，公司直保业务余额为 177.48 亿元，较上年末下降 3.51%；占期末总在保余额的比重为 32.42%，较上年末下降 2.27 个百分点。

融资性直保业务在公司直保业务中的占比较大，截至 2018 年末，公司融资性直保在保余额 170.05 亿元，在保余额在公司直保业务总在保余额中占比达 95.81%，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）、结构化履约担保、保本类公募及专户产品担保等。金融市场业务直保方面，近年来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 年末，公司在保公司债、企业债和私募债余额合计 99.91 亿元，较上年末增长 7.48%；在公司直保业务在保余额中占比 56.29%，较上年末增加 5.76 个百分点。

结构化履约担保业务是公司主要的直保业务品种之一，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。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 2018 年末，该项业务在保余额为 12.42 亿元，较上年末下降 58.59%；在公司直保业务在保余额中占比 7.00%，较上年末下降 6.32 个百分点。

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均实力较强，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 2018 年末，公司保本基金在保余额为 6.92 亿元，较上年末下降 58.59%。

此外，公司围绕粤财集团旗下粤财信托产品，积极开展信托产品担保业务，截至 2018 年末，公司信托项目在保余额为 16.05 亿元，较上年末小幅下降。

非融资性直保方面，截至 2018 年末，公司非融资性直保在保余额 7.38 亿元，较上年末增长 68.11%，其中“保函易”业务占比 99.33%。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。截至 2018 年末，在保余额为 7.38 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 2018 年末，诉讼保全在保余额为 0.05 亿元，较上年末下降 0.50 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。10 家地市担保公司已经全部开业运营，针对小微企业特点先后推出税融担、转贷担保、知识产权质押贷款、产业链“1+N”等担保产品，担保业务规模稳步提升。2018 年，10 家地市担保公司共落地项目 693 个（企业 540 户），担保发生额 17.16 亿元，较 2017 年增长 14.19 亿元；截至 2018 年末，地市担保公司平均运营时间为 21 个月，累计担保发生额 20.13 亿元，服务企业 777 户次。

投资业务

管理和运用自由资金是公司业务运作的重要内容之一。除了持有货币资金外，公司主要投向信托计划、银行理财产品及债权产品等安全性高的固定收益类投资。截至 2018 年末，公司现金及投资资产的总额为 72.23 亿元，同比下降 10.17%，主要系公司当年新增代偿款 5.41 亿元所致。其中货币资

金占比 61.80%，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 30.98%，长期股权投资占比为 6.43%。

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 年末，公司投资信托资产（不含应收款项类投资信托）余额为 8.48 亿元，以粤财信托产品为主；银行理财产品余额 4.37 亿元，以现金管理类资产为主；此外公司还投资在广州金融资产交易中心备案的债务融资产品，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 年末公司投资余额 4.26 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 年末投资余额为 0.38 亿元，持股比例为 17.44%。

风险管理

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。同时，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。

信用风险方面，公司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。截至 2018 年末，公司在保责任余额 236.76 亿元，较上年末增长 22.87%；净资产放大倍数 3.30 倍，较上年末增加 0.64。总的来看，公司在保责任余额及净资产放大倍数有所上升，但整体风险仍处于可控范围之内。

流动性风险方面，公司在满足担保到期责任对

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，公司的承保组合期限结构仍以中长期为主。截至 2018 年末，公司直保业务在保余额到期期限在 2~3 年的占比最高，金额为 40.64 亿元，占比 22.90%；其次为到期期限在 1 年以内的，金额和占比分别为 33.63 亿元和 18.95%。从资产流动性来看，截至 2018 年末，公司高流动资产约 45.05 亿元，其中货币资金 44.64 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。

表 8：截至 2018 年末，公司直保在保余额到期期限分布

到期期限	2018	
	在保余额（亿元）	占比（%）
1 年以内	33.63	18.95
1-2 年	28.23	15.91
2-3 年	40.64	22.90
3-4 年	23.09	13.01
4-5 年	32.05	18.06
5-10 年	19.84	11.18
合计	177.48	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

操作风险方面，公司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。

市场风险方面，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的运用，公司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 年末，公司现金及投资资产的总额为 72.23 亿元，其中货币资金占比 61.80%，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 30.98%，长期股权投资占比为 6.43%。

组合风险方面，目前公司的业务布局已基本覆盖整个广东省，直保业务分布虽较为分散，仍以广东省为主。从客户个体风险集中度来看，公司风险集中度整体有所下降。截至 2018 年末，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 4.69%，较上年末下降 4.67 个百分点；占公司净资产的比例为 15.44%，较上年末下降 9.18 个百分点，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。2018 年末公司最大十家客户在保责任余额合计为 71.82 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 30.33%，较上年末下降 11.12 个百分点；最大十家客户在保责任余额/净资产为 100.24%，较上年末下降 9.02 个百分点。总体上看，公司直保业务的客户集中度有所下滑。

表 9：2016~2018 年公司客户集中度状况

	单位：%		
	2016	2017	2018
最大单一客户集中度 ^[1]	10.25	9.34	4.67
最大单一客户在保责任余额/净资产	28.90	24.62	15.44
最大十家客户集中度 ^[2]	41.64	41.45	30.33
最大十家客户在保责任余额/净资产	117.39	109.26	100.24

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

代偿方面，截至 2018 年末，公司累计代偿 64,765 万元；累计代偿率为 0.32%。2018 年公司代偿 51,371 万元，同比大幅增长，系公司为客户于广东金融资产交易中心发行的产品提供担保，产品到期后客户未按时还款，该项目已设定抵押担保的反担保措施，抵押物为位于上海市奉贤区的 21 幢房产，估值约 3 亿元，公司或将面临一定的损失，但处置和回收周期或较长。

表 10：2016~2018 年公司担保项目质量

单位：百万元

	2016	2017	2018
年内代偿额	0.00	40.27	513.71
年内代偿率（%）	0.00	0.11	1.28
累计代偿率（%）	0.07	0.08	0.32
担保损失准备金/在保责任余额（%）	2.05	3.12	2.99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，2018 年公司担保业务稳定发展，同时通过加强风险管理等措施，严防代偿风险；此外，公司投资业务保持稳定发展，对公司收入形成有益补充。但值得关注的是，公司 2018 年发生代偿额 5.14 亿元，需关注代偿款未来收回情况。

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）审计并出具标准无保留意见的 2016 年财务报告，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年财务报告，以下数据均为合并口径。

资本充足性

2018 年，公司按董事会决议将资本公积转增资本，注册资本增加 0.50 亿元至 60.60 亿元；受利润分配的影响，公司自有资本实力有所下滑，2018 年末公司所有者权益合计 71.65 亿元，较上年末下降 1.99%。公司与担保机构、合作银行均实施了风险分担，2018 年末公司在保责任余额分别为 236.76 亿元，较上年末增长 22.87%；同期末公司净资产放大倍数分别为 3.30 倍，较上年末增加 0.66 倍。

表 11：2016~2018 年公司资本充足性指标

单位：百万元

	2016	2017	2018
净资产	6,920.80	7,310.08	7,164.78
净资产放大倍数（X）	2.82	2.64	3.30
担保损失准备金	400.06	601.92	708.21

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之和为 70,820.76 万元，较上年末增长 17.66%；担保损失准备金余额与在保责任余额之比为 2.99%，较上年末下降 0.13 个百分点。

整体上看，2018 年，由于公司业务规模的扩大，公司担保放大倍数有所增加，但仍处于适中水平。公司风险准备金规模尚可，可对未来的风险偿付提供一定保障。

资产流动性

从公司的资产结构来看，公司资产主要由货币资金、其他流动资产、其他非流动资产、应收代偿款和长期股权投资等为主。2018 年末，上述科目占总资产的比重分别为 52.98%、16.83%、9.97%、6.97%和 5.51%。截至 2018 年末，公司货币资金余额 44.64 亿元，其中受限部分合计 5.78 亿元，包括广东省中小企业信用担保代偿资金(受托管理)5.15 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资金 0.12 亿元，以及广东省企业债券省级风险缓释基金(受托管理) 0.51 亿元。同期末公司其他流动资产余额 14.18 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，期末余额分别为 8.48 亿元、0.30 亿元、4.37 亿元和 1.02 亿元。公司其他非流动资产期末余额为 8.20 亿元，主要为公司购买的在广州金融资产交易中心备案的理财产品。2018 年末，公司应收代偿款余额 5.87 亿元，较上年末大幅增加，主要系公司支付广州金融资产交易中心 5.14 亿元代偿款，为福建海西中科建设公司在广州金融资产交易中心募集直融产品 5 亿元承担连带责任保证担保所产生的违约本金和利息。同期末，公司长期股权投资余额 4.64 亿元，主要包括对广东中小企业股权投资基金有限公司的投资 4.26 亿元、对广东粤财节能环保创业投资基金有限公司的投资 0.38 亿元。

截至 2018 年末，公司现金类资产的比率为 53.47%，较上年末增加 14.06 个百分点；代偿保障率 19.03%，较上年末增加 1.73 个百分点，备付代偿损失的实力较强。

表 12：2016~2018 年末公司流动性水平主要指标

	单位：%		
	2016	2017	2018
现金类资产比	18.40	39.41	53.47
代偿保障率	7.55	17.30	19.03

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司的资产主要以货币资金及银行理财产品为主，流动性较好，公司备付代偿损失的实力较强。

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。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。2018 年，公司实现担保费收入 1.56 亿元，同比下降 29.60%，主要系公司直保业务发生额有所下滑，同时新增直保业务平均期限有所降低所致²。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，2018 年，公司实现投资收益(含利息收入) 2.40 亿元，同比小幅增长 0.47%。

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，2018 年，公司计提赔偿准备金 1.21 亿元。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，2018 年公司未到期担保责任准备金提转差为-2,986 万元。成本控制方面，2018 年公司业务及管理费支出为 0.87 亿元，同比增长 13.92%，主要系随着公司参控股地市政政策性融资担保公司业务的开展所致。

受担保业务收入下滑、公司风险准备金的计提以及业务及管理费支出的增加的影响，2018 年，公司实现净利润 1.59 亿元，同比下降 58.83%。

² 公司直保业务期初一次性收取担保费用。

表 13：2016~2018 年公司利润表摘要

单位：百万元

项目	2016	2017	2018
担保业务收入	187.11	222.03	156.32
投资收益（含利息收入）	304.18	239.19	240.31
提取未到期担保责任准备金	(15.11)	(17.68)	29.86
提取担保赔偿准备金	(96.55)	143.16	(120.92)
业务及管理费	(52.46)	(76.19)	(86.79)
手续费及佣金	(1.27)	(0.21)	(0.22)
税金及附加	(1.92)	(3.15)	(2.67)
营业利润	326.62	513.04	216.19
营业外收支净额	5.17	2.79	0.00
税前利润	331.79	515.83	216.18
净利润	270.04	385.45	158.70

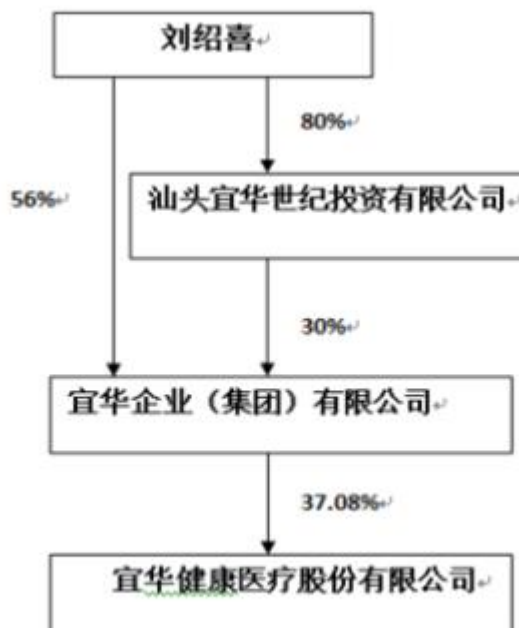
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，受担保业务收入下滑、公司风险准备金的计提以及业务及管理费支出的增加的影响，2018 年公司盈利能力有所下滑。但考虑到公司定位重要，可获得股东支持力度大，且担保决策机制较完善，风险管理能力较强，加之公司流动性较好。备付代偿损失的实力较强，整体仍具备极强综合实力，能够有效提高本期债券的偿付安全性。

结 论

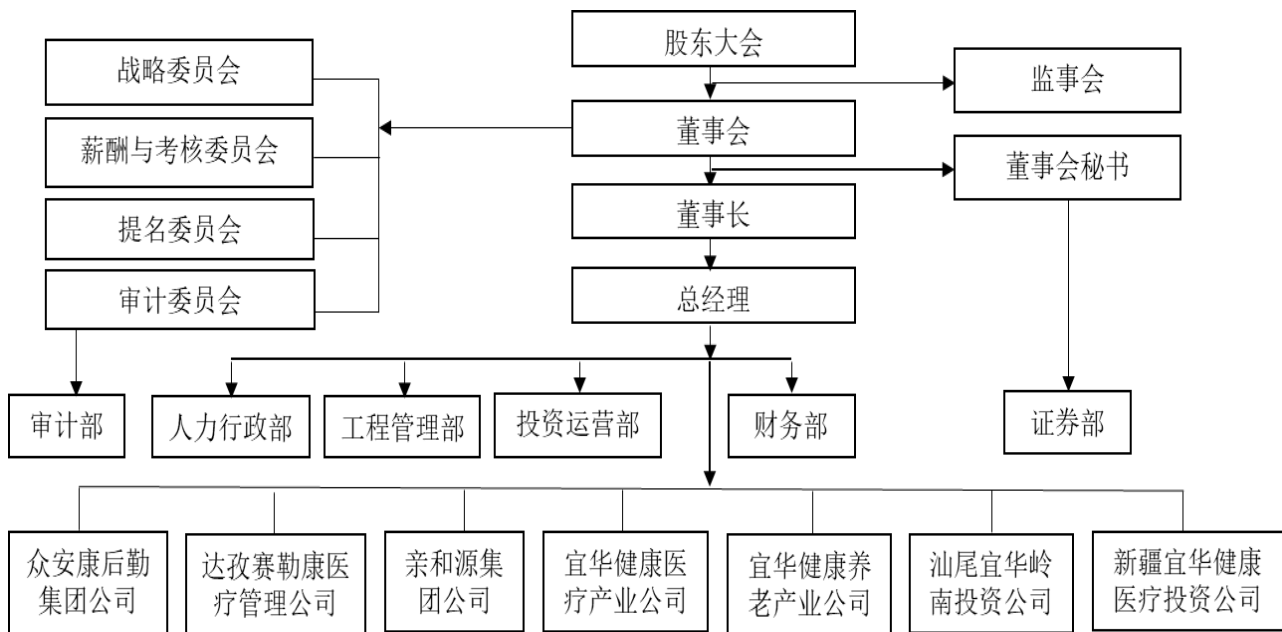
综上，中诚信证评维持宜华健康医疗股份有限公司主体信用级别为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“宜华健康医疗股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为**AAA**。

附一：宜华健康医疗股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：宜华健康医疗股份有限公司组织架构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	157,125.82	46,193.63	34,429.80	35,276.03
应收账款净额	28,089.91	85,293.64	103,137.08	116,009.97
存货净额	12,984.26	15,886.21	15,229.00	16,043.46
流动资产	328,891.01	283,151.42	287,092.92	311,946.33
长期投资	50,154.53	50,549.95	52,678.46	53,162.58
固定资产合计	85,905.40	111,469.32	125,901.64	114,310.83
总资产	719,998.56	762,028.64	827,417.03	857,619.15
短期债务	168,803.48	222,257.41	236,703.81	230,225.78
长期债务	98,323.09	96,726.28	115,022.68	98,160.15
总债务（短期债务+长期债务）	267,126.57	318,983.69	351,726.48	328,385.92
总负债	468,956.49	524,618.74	575,247.54	599,642.01
所有者权益（含少数股东权益）	251,042.07	237,409.90	252,169.49	257,977.14
营业总收入	129,645.71	211,617.32	220,400.08	52,003.73
三费前利润	32,300.75	65,549.11	67,434.37	15,661.00
投资收益	104,495.78	537.68	476.96	531.08
净利润	74,273.61	18,431.58	20,068.01	5,442.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	120,188.80	48,295.74	49,170.39	-
经营活动产生现金净流量	-56,585.60	4,298.26	37,273.84	5,347.96
投资活动产生现金净流量	56,646.35	-144,047.39	-78,750.34	-16,584.07
筹资活动产生现金净流量	113,409.39	25,431.68	21,705.60	12,077.33
现金及现金等价物净增加额	113,470.13	-114,317.44	-19,767.51	841.23
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	25.92	31.52	31.11	30.38
所有者权益收益率（%）	29.59	7.76	7.96	8.44
EBITDA/营业总收入（%）	92.71	22.82	22.31	-
速动比率（X）	0.92	0.67	0.63	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	-0.21	0.01	0.11	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.34	0.02	0.16	0.09
EBITDA 利息倍数（X）	8.43	2.69	2.47	-
总债务/EBITDA（X）	2.22	6.60	7.15	-
资产负债率（%）	65.13	68.85	69.52	69.92
总债务/总资本（%）	51.55	57.33	58.24	56.00
长期资本化比率（%）	28.14	28.95	31.32	27.56

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、2017 年财务数据使用 2018 年期初数；

3、宜华健康“长期应付款”科目中的按揭贷款及应付融资租赁款已调整至长期债务；

4、2019.Q1 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）	2016	2017	2018
货币资金	143,049.62	285,662.98	446,379.38
其他流动资产	552,972.99	419,987.83	141,755.26
可供出售金融资产	4,200.00	47,600.00	4,100.00
长期股权投资	54,492.72	46,126.18	46,428.90
应收代偿款	4,525.47	7,742.43	58,703.92
资产合计	800,181.36	845,692.79	842,468.55
未到期担保责任准备金	9,355.40	11,122.94	8,137.30
担保赔偿准备	30,645.25	36,329.03	48,421.50
其他负债	68,100.38	67,233.05	69,431.31
负债合计	108,101.03	114,685.02	125,990.11
股本	601,000.00	601,000.00	606,000.00
所有者权益合计	692,080.32	731,007.77	716,478.44
担保业务收入	18,710.80	22,203.44	15,632.08
投资收益	24,005.99	16,800.63	16,467.90
利息收入	6,412.18	7,117.87	7,563.04
提取未到期责任准备金	1,511.02	1,767.54	-2,985.64
提取担保赔偿准备金	9,655.00	-14,316.22	12,092.47
业务及管理费	5,245.89	7,618.75	8,678.96
净利润	27,003.99	38,544.55	15,870.34
期末担保责任余额	1,951,312.00	1,926,910.00	2,367,606.00
当期担保业务发生额	3,468,117.00	4,149,812.00	4,277,802.00
财务指标	2016	2017	2018
净资产放大倍数 (X)	2.82	2.64	3.30
年内代偿率 (%)	0.00	0.11	1.28
累计代偿率 (%)	0.07	0.08	0.32
累计损失率 (%)	0.01	0.01	0.00
风险准备金充足率 (%)	2.05	3.12	2.99
现金类资产比率 (%)	18.40	39.41	53.47
代偿保障率 (%)	7.55	17.30	19.03
担保业务收入率 (%)	0.54	0.54	0.37
净资产收益率 (%)	3.90	5.27	2.22

注：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。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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

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%

资本充足率=(净资产-资本扣除项)/期末担保责任余额

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

风险准备金充足率=担保准备金余额/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%

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。