

跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1237 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持台州市椒江区国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

台州市椒江区国有资产经营有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
12 椒江债/PR 椒江债	7 亿元	2012/09/13	8 年	AA	AA
15 椒江债	10 亿元	2015/07/06	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	9.32	41.65	53.56
资产总额(亿元)	192.54	396.82	451.42
所有者权益(不含少数股东权益)/所有者权益(亿元)	97.86	172.15	188.02
短期债务(亿元)	9.64	73.61	68.62
长期债务(亿元)	36.14	86.38	117.64
全部债务(亿元)	45.78	159.99	186.26
主营业务收入/营业收入(亿元)	7.58	94.52	108.63
利润总额(亿元)	3.26	3.93	3.36
EBITDA(亿元)	6.37	15.61	17.98
经营性净现金流(亿元)	-0.91	3.43	2.77
主营业务利润率/营业利润率(%)	9.66	26.77	25.54
净资产收益率(%)	3.11	1.71	1.03
资产负债率(%)	48.55	56.62	58.35
全部债务资本化比率(%)	31.61	48.17	49.77
流动比率(%)	401.33	191.59	201.99
经营现金流动负债比(%)	-2.73	3.09	2.57
全部债务/EBITDA(倍)	7.18	10.25	10.36

注：本报告 2014 财务数据采用会计旧准则编制，2015~2016 年数据采用新会计准则编制。

分析师

竺文彬 辛纯璐

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

台州市椒江区国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）作为台州市椒江区国有资产运营主体及重要的基础设施建设主体，具有以医药生产销售为主导，辅以基础设施建设、城市水务和交通运输的多元化经营结构。跟踪期内，公司资产及收入规模持续增长；椒江区政府在资产划拨、财政补贴方面持续给予公司大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司医药生产销售受行业政策影响、基础设施项目投资规模大、资产流动性较弱及债务规模持续扩大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

未来，公司医药生产销售板块将进一步推进跨区域发展，整合产品、渠道、终端等资源，积极拓展海外市场；此外，政府加大对基础设施建设的投资，随着中国城市化进程加快，公司行业发展前景良好，联合资信对公司评级展望为稳定。

公司为“12 椒江债/PR 椒江债”设立专项偿债资金，公司以其合法拥有的土地使用权为“12 椒江债/PR 椒江债”提供抵押担保，保障了“12 椒江债/PR 椒江债”本息偿还的安全性。

“12 椒江债/PR 椒江债”和“15 椒江债”均设置本金分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司的集中偿付压力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 椒江债/PR 椒江债”和“15 椒江债”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，公司资产及收入规模持续扩大。
2. 跟踪期内，公司作为台州市椒江区基础设施建设及运营主体，在资产划拨、财政补贴等方面持续获得了政府的大力支持。
3. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公

司存续期内债券单年最高分期偿还金额的覆盖程度好。

关注

1. 2016 年，台州市椒江区地方政府债务负担重。
2. 公司医药生产销售业务易受行业政策影响，跟踪期内，受原研产品特治星供货原因以及 FDA 和 EMA 的警示影响，公司医药生产销售业务仍处于低谷。
3. 公司未签订回购协议的基建项目规模较大，未来基础设施建设收入存在一定不确定性。
4. 公司投资项目较多，建设周期长、资金需求量较大，对外部资金的需求较强。
5. 2016 年，受台州市椒江区平台整合影响，公司未来水费收入和工程施工收入将不可持续。
6. 截至 2016 年底，公司尚未收到“15 椒江债”募投项目配套保障资金，联合资信将继续关注“15 椒江债”募投项目配套资金的到位情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由台州市椒江区国有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

台州市椒江区国有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于台州市椒江区国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“椒江国资”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

公司系由台州市椒江区人民政府出资组建的国有独资公司。2004年8月根据椒江区政府办公室[2004]145号文，公司由台州市椒江区人民政府出资成立，注册资金为250万元人民币。2005年5月，根据椒政发[2004]171号文，公司注册资金增加至1985.69万元。2006年4月，根据椒国资经字[2006]11号文，公司注册资本增加至13303.77万元，其中台州市椒江区人民政府占注册资本的100%。截至2016年底，公司注册资本13303.77万元，台州市椒江区人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生重大变化，2016年底，公司下设综合办公室、产权管理科、审计监督科、投资发展科四个职能部门；截至2017年3月底，公司在职职工

384人。

截至2016年底，公司合并资产总额451.42亿元，所有者权益合计188.02亿元（其中少数股东权益72.19亿元）。2016年，公司实现营业收入108.63亿元，利润总额3.36亿元。

公司注册地址：浙江省台州市椒江区中山东路338号；法定代表人：徐玲荣。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2016年底，联合资信所评的公司存续债券包括“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”，债券余额合计17.00亿元，债券概况见下表1。跟踪期内，上述债券公司均已按期支付债券利息及本金，公司既往付息情况良好。“12椒江债/PR椒江债”募集资金已全部用于台州市椒江区十一围垦工程、台州市椒江区保障性住房项目和75省道南延二桥至温岭松门段工程建设，上述项目均已完工。“15椒江债”募集资金已全部用于台州市椒江区洪家场浦排涝调蓄工程的建设，该项目总投资21.93亿元，已完成投资11.20亿元。

表1 截至2016年底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
12椒江债/PR椒江债	10	2012/09/13	8年	7	按年付息，在存续期最后6年分期偿还本金，即2015~2019年每年偿还本金1.5亿元，2020年偿还本金2.5亿元
15椒江债	10	2015/07/06	7年	10	按年付息，在存续期最后5年每年偿还20%本金
合计	20			17	

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了

缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，

固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影

响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产

投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概述

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥

离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印

发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》(财预【2016】152号,以下简称“《152号文》”),依据不同债务类型特点,分类提出处置措施,明确地方政府偿债责任,是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性,已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性,而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还,城投债的信用风险可能加大。此外,《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度,丰富债券品种,进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等,支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金,为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日,财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》(财综【2016】11号文”),强调多渠道筹集资金,加大对棚户区改造的支持力度,促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述,《43号文》之后,随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离,城投公司与地方政府信用关联性有所弱化,城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体,其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关,短期内城投公司完成转型的可能性较小,其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

(3) 行业发展

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,全国各地区发展不平衡。截至2016年底,中国城镇化率为57.35%,较2015年提高1.25个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,中国城镇化率仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景

下,基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日,中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看,城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,发展环境良好。

近年来,中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策,同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金,从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下,联合资信认为,未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司,其发展及信用基本面将得到支撑。同时,联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 医药行业

(1) 行业概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一,20世纪70年代以来,全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度,与国际相比,中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生,需求具有刚性,药品需求弹性普遍较小,因此医药制造业具有防御性特征,抵御经济周期风险的能力较强。此外,医药行业属于技术密集型行业,具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强,近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010年以来,随着基层医疗机构的发展,新兴农村合作医疗建设以及医改的深入,中国药品市场需求快速增长。工信部消费品司公布的数据显示,2016年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入29635.86亿元,同比增长9.92%,全年利润总额3216.43亿元,同

比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医

疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 2 近年来中国医药工业规模以上企业主要经济指标（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85

资料来源：工信部

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球市场的份额达到了 22%，位居首位。统计数据显示，2016 年 1~12 月全国化学药品原料药制造总产值为 2281.14 亿元，累计增长率为 14.08%；出口交货值为 411.02 亿元，累计增长率为 5.21%。从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2016 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 5034.90 亿元，同比增长 8.40%，增速继续放缓；实现利润总额 445.25 亿元，同比增长 25.85%，销售利润率有所提高。

（2）行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2012 年底已经超过 6000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技

术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》，欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药

品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这 3 种药的谈判价格降幅均在 50% 以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

（3）行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表3 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015年4月	食品药品监督管理总局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015年5月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015年5月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015年10月	国务院办公厅	《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2016年2月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016年3月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016年4月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。

2017 年 2 月	国务院办 公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

（4）未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

3. 区域经济及地方财力情况

目前公司经营与投资的项目基本在台州市椒江区，公司的发展直接受台州市椒江区经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

区域概况

台州位于浙江沿海中部、长三角经济区南翼，陆地面积 9411 平方公里，总人口 578.47 万。下辖椒江、黄岩、路桥三个区，临海、温

岭两个县级市，玉环、天台、仙居、三门四个县。台州制造业门类齐全，目前已形成了汽车摩托车及配件、医药化工、家用电器等“5+1”主导产业，拥有国家级工业生产基地 49 个。台州市有 48 个工业制成品市场占有率居国内外第一，是浙江制造业的重要基地。

椒江是台州市主体城区之一，位于浙江沿海中部台州湾入口处，境域东濒大海，西接黄岩，北界临海。陆域总面积 343.58 平方公里，海岸线长 22.7 公里，海域面积 600 平方公里。城区面积 29.25 平方公里，辖 4 镇 8 街道，截至 2016 年底，椒江区户籍总人口 53.51 万人。

2016 年，椒江区生产总值 487.58 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.8%。其中，第一产业增加值 20.42 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 198.01 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 269.16 亿元，增长 5.4%。三次产业结构由上年的 4.0：41.1：54.9 调整为 4.2:40.6:55.2。人均生产总值 91569 元，比上年增长 5.0%，按年平均汇率折算达 13786 美元。

2016 年，全区固定资产投资 378.63 亿元，比上年增长 30.9%。其中，工业性投资 70.82 亿元，比上年增长 25.7%；基础设施投资 179.71 亿元，比上年增长 85.0%；房地产开发投资 103.84 亿元，比上年下降 16.9%。重点建设项

目有序推进，台州银泰城建成开业，海正育才小学、实验小学下陈校区建成投用；沿海高速、台金高速等工程加快推进；金台铁路、现代大道、北大附属台州书生学校等工程启动建设；台州浙东医养项目、洪家场浦排涝调蓄工程项目等重点工程进展顺利。

综合来看，跟踪期内，随着整体经济的复苏回暖，台州市椒江区生产总值持续增长；同时，固定资产投资增速较高，其中城市基础设施建设力度大。

财政实力

台州市椒江区地方可支配收入由一般公共预算收入、政府性基金收入、上级补贴收入以及预算外收入构成。2016年台州市椒江区可支配收入合计71.48亿元，同比减少2.74%，主要系预

算外收入减少所致。

从一般公共预算收入情况看，2016年台州市椒江区财政一般公共预算收入持续增长，2016年为40.72亿元，同比增长10.98%，以税收收入为主（占比91.77%），收入比较稳定。一般公共预算收入中非税收收入主要包括专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入等，2016年台州市椒江区非税收收入合计3.35亿元。2016年政府性基金收入合计15.99亿元，同比增长14.95%，主要系国有土地使用权出让收入有所增长所致。2016年预算外收入大幅下降主要系统口径变化所致。

整体看，跟踪期内，台州市椒江区地方可支配收入受预算外收入减少的影响小幅下降，但椒江区一般公共预算收入增幅较平稳。

表4 台州市椒江区2014~2016年地方可支配收入

(单位:万元)

科目	2014年	2015年	2016年
(一) 一般公共预算收入	344756	366891	407191
税收收入	323062	331681	373709
非税收入	21694	35210	33482
(二) 基金收入	128878	139092	159943
(三) 上级补助收入	150979	140300	135322
(四) 预算外收入	117551	88610	12345
地方可支配收入总计	742164	734893	714801

资料来源：台州市椒江区财政局

表5 2016年台州市椒江区政府债务及综合财力情况

地方债务（截至2016年底）	金额（万元）	地方财力（2016年）	金额（万元）
(一) 直接债务余额	637100	(一) 地方一般公共预算本级收入	407191
1、外国政府贷款		1. 税收收入	373709
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	33482
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	135322
3、国债转贷资金		1. 一般性转移支付收入	61382
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	50576
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	23364
6、国内金融机构借款	104600	(三) 国有土地使用权出让收入	141409
(1) 政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	136460
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	104600	2. 国有土地收益基金	3411
7、债券融资	532500	3. 农业土地开发资金	651
(1) 中央代发地方政府债券	462500	4. 新增建设用地有偿使用费	887
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	70000	(四) 预算外财政专户收入	12345

8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的国内金融机构借款			
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	637100	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	696267
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%		91.50%	

资料来源：台州市椒江区财政局

地方政府债务

截至 2016 年底，台州市椒江区政府债务余额全部由直接债务余额 63.71 亿元构成，债务率为 91.50%，同比小幅下降 2.44 个百分点，但台州市椒江区地方政府债务负担仍重。

未来发展规划

根据《台州市椒江区国民经济和社会发展的第十三个五年（2016—2020 年）规划纲要》（以下简称“十三五”规划纲要），台州市椒江区“十三五”经济和社会发展的预期目标为：2016~2020 年均经济增长速度稳定在 6.5%左右，全社会固定资产投资年均增长 12%以上。2020 年地区生产总值达到 630 亿元以上，人均可支配收入 5.80 万元以上；2015 年末城市化率达到 59%以上。

城市建设方面，优化中心城区空间结构。深入实施“东进、南延、西扩、北拓、改中”战略。东进，加强与集聚区产城融合，完善配套设施建设，促进产业发展与城市建设良性互动；南延，加快洪家场浦和商贸核心区建设，强化功能布局；西扩，完成台州大道三期和内环东路建设，加快乌龟山公园及东山湖排涝蓄水工程建设，做好绿心区块和高教园区配套建设；北拓，做好沿江两岸开发，椒南加快江滨公园西进、东进等工程，椒北加快沿海功能区块建设，启动沿江开发；改中，完成十字马路地下通道、解放南路地下空间开发，加快东南片、葭沚片旧城改造以及五座山体景观改造等工程。

城市建设融资方面，建立透明规范的城市

建设投融资机制，拓宽城市建设融资渠道，扩大社会资本投资领域，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，全方位开放经营性基础设施和经营性社会事业领域，推进 PPP 等新型直接融资模式。建立健全地方政府投资项目风险管理与绩效评价制度，提高投资效率。探索建立民间融资管理机制，规范民间融资，引导民间资金合理健康发展。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2016年底，公司注册资本13303.77万元，台州市椒江区人民政府为其唯一股东和实际控制人。

2. 人员素质

截至2017年3月底，公司在职职工384人，大学本科及以上68人，占17.71%，大专123人，占32.03%，大专及以下学历193人，占50.26%；从年龄看，50岁以上97人，占25.26%，30~50岁236人，占61.46%，30岁以下51人，占13.28%；从岗位构成看，管理人员88人，占22.92%，生产人员290人，占75.52%，销售人员6人，占1.56%。

总体来看，跟踪期内，公司员工规模有所扩大，员工结构较合理，能够满足公司业务发展的需要。

3. 企业规模

公司是经台州市椒江区政府批准，由椒江

区国资委直接授权的国有资产运营企业，同时也是台州市椒江区基础设施建设的主要主体之一。

根据中共台州市椒江区委文件椒区委发[2016]85号《关于组建台州市椒江城市发展投资集团有限公司的通知》和椒政发[2017]3号《台州市椒江区人民政府关于同意无偿划转股权的批复》的相关规定，公司之子公司台州市城建公共设施发展有限公司（以下简称“城发公司”）更名为台州市椒江城市发展投资集团有限公司（以下简称“城发集团”），其股东变更为台州市椒江区国有资产监督管理委员会，并将公司持有的部分子公司股权划转至城发集团。截至2016年底，公司将持有的台州市城建公共设施发展有限公司、台州自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）、台州市椒江椒南清泉供水服务有限公司、台州市椒江市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）、台州市椒江建设工程质量检测中心有限公司、台州市椒江建设工程园林工程有限公司、台州市椒江江滨公园西进开发有限公司、台州市椒北供水有限公司、台州市椒江椒北清泉供水服务有限公司共九家子公司的全部股权划转至城发集团。未来公司将不再负责自来水经营业务和工程施工业务。

2016年3月，公司出资设立台州市椒江排水集团有限公司（以下简称“排水集团”）（注册资本5000万元），截至2016年底，公司实际出资4290.00万元。2016年4月，排水集团出资设立台州市椒江污水泵站管网建设管理有限公司。公司排水集团将整合公司相关资源负责污水处理、污水设施建设等业务。2016年7月，浙江金豹运业有限公司（以下简称“金豹运业”）和公司子公司台州市椒江旅游集团有限公司（以下简称“旅游集团”）共同出资设立台州市椒江旅游票务有限公司，注册资本380万元，金豹运业子公司台州市汽车客运总站有限公司出资设立台州市汽车客运总站加油站有限公司，注册资本100万元，未来公司将新增大陈岛票务收入及加油站租赁业务收入。

根据中共台州市椒江区委、台州市椒江区人民政府印发的《关于深化椒江区国有资产管理和投融资体制改革的实施意见》（椒区委发[2016]60号）和台州市椒江区人民政府《关于同意调整组建台州市椒江社会事业发展集团有限公司》（椒政发[2016]161号）的规定，在2017年将台州市椒江区投资发展有限公司持有的台州市椒江交通建设投资经营有限公司（原名台州市十一塘综合开发利用有限公司，以下简称“交投集团”）100%股权无偿划转给公司持有，并将公司持有的台州市椒江区科技创业服务有限公司、台州市椒江农信担保有限公司、台州市椒江奥搏体育服务有限公司、台州市洪家场浦综合开发有限公司、台州市椒江心海绿廊综合开发有限公司、台州市椒江区十一塘围垦开发有限公司、台州市椒江保安公司、台州市椒江区交通场站建设有限公司和台州市椒江交通基础设施投资有限公司的全部股权划转给交投集团。截至2016年5月底，上述股权已办妥划转手续。同时，2017年政府无偿将台州市椒江平安水利开发有限公司、台州市椒江交通投资开发有限公司、台州市椒江公共事业发展有限公司、台州市健达医疗服务有限公司、台州市椒江文化发展有限公司和台州市椒江教育发展有限公司的股权划入交投集团。

联合资信将持续关注台州市椒江区各平台重组进展情况。

5. 政府支持

跟踪期内，公司在资金支持、财政补贴和资产划拨方面持续得到了地方政府的支持。

财政补贴

为支持公司业务发展，椒江区政府在资金上给予公司持续的支持。2015~2016年，公司分别获得政府补贴收入4.47亿元和3.70亿元，计入营业外收入。

资金支持

公司基础设施建设资金部分来源于财政拨款，财务核算时在“专项应付款”中体现，截至

2016 年底，公司专项应付款为 21.88 亿元，其中 2016 年新增 3.24 亿元，主要为交通工程项目财政拨款 0.59 亿元、大陈岛核心景区建设经费 0.17 亿元和政府置换债券 2.17 亿元；公司累计置换债券 5.61 亿元，尚有 6.10 亿元债务余额待置换。

资产划拨

跟踪期内，子公司排水集团收到椒江区人民政府无偿划入的管网资产 4.09 亿元，计入固定资产，相应增加应付账款 0.50 亿元、其他应付款 1.34 亿元（部分管网资产剩余部分工程款）和资本公积 2.60 亿元；此外，公司本部获得无偿划入改制房产 0.20 亿元，计入固定资产。

根据台州市椒江区人民政府区长办公会议纪要（2016 年第 40 次）规定，子公司台州市商贸核心区开发建设投资有限公司收到椒江区人民政府无偿划入土地 14.37 亿元，均为出让地，计入无形资产，并按公司持股比例增加资本公积 13.65 亿元。

整体来看，作为椒江区主要的国有资产运营企业，跟踪期内，公司持续获得政府的大力支持。

6. 企业信用记录

根据公司提供的 2017 年 5 月 17 日中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G10331002000027801），截至 2017 年 5 月 17 日，公司无已结清或未结清的不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是台州市椒江区国有资产运营主体以及重要的城市基础设施建设主体，自 2015 年将浙江海正集团有限公司纳入公司合并范围，公司形成了以医药生产销售为主导、辅以基础设施建设、城市水务、道路运输等业务的多元化发展框架。公司业务大多由下属子公司负责经营，本部主要行使投资管理职责。

2016 年公司实现主营业务收入 106.72 亿元，同比增长 15.06%，主要系药品生产销售收入增长和实现基础设施项目开发收入所致。公司收入结构变化不大，药品生产销售收入仍占主导地位，占主营业务收入比重为 89.69%。2016 年部分基础设施项目结转确认收入 3.00 亿元，占主营业务收入比重 2.81%，除热电销售外，公司其他业务平稳发展，收入规模均有不同程度的增长。

从毛利率看，跟踪期内，公司主营业务毛利率为 26.33%，同比小幅下降 1.06 个百分点，主要系水费收入、工程施工和热电销售毛利率下降以及 2016 年发生的基础设施开发收入毛利率为 0 所致，公司其他业务板块毛利率变化不大。

表 6 2015~2016 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

主营业务收入	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品生产销售	857487.35	92.45	28.13	957184.22	89.69	28.29
基础设施项目开发收入				30004.47	2.81	0.00
水费收入	19448.34	2.10	21.96	21394.50	2.00	17.96
工程施工收入	12912.16	1.39	16.16	14359.91	1.35	11.51
生物材料销售	6972.04	0.75	15.40	12176.73	1.14	15.43
热电销售	12734.55	1.37	28.08	10095.63	0.95	2.37

绿化养护工程收入	4160.83	0.45	16.53	5892.50	0.55	15.95
交通运输收入	5248.29	0.57	11.01	5845.65	0.55	6.22
污水处理费收入	4897.40	0.53	-25.76	5274.77	0.49	-24.80
检测费收入	2253.77	0.24	54.49	2589.63	0.24	52.91
其他	1416.10	0.15	45.40	2371.55	0.22	55.69
合计	927530.83	100.00	27.39	1067189.54	100.00	26.33

注：2016 年公司将生物材料销售板块和热电销售板块单独核算，故本表 2015 年经营数据采用 2016 年年初数据。

公司其他主营业务包括安保器材销售与服务收入、租赁收入、门票、市民卡、旅游业及其他收入、教育业收入、担保收入和管网安装工程收入。

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

药品生产销售

公司药品生产销售业务，主要由孙公司浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）负责经营，包括原料药、自产制剂生产销售以及第三方药品销售构成。2016 年，公司实现药品生产销售收入 95.72 亿元，同比增长 11.02%，医药工业和医药商业均有所增长；2016 年医药生产销售毛利率同比变化不大为 28.29%。

表 7 2015~2016 年公司医药板块收入构成
(单位：亿元、%)

项 目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
医药工业	29.91	34.09	33.10	34.58
医药商业	56.21	64.06	62.62	65.42
其他	1.63	1.85		
合计	87.75	100.00	95.72	100.00

资料来源：公司提供

(1) 医药工业

海正药业现有抗肿瘤、抗心血管疾病、抗感染等七类原料药(其中 17 个产品获欧盟 COS 证书，24 个产品获得美国药品监督管理局 (FDA) 注册)。2016 年，公司医药工业实现销售收入 33.10 亿元，同比增长 10.67%，基于海正药业 2016 年经营数据，公司抗肿瘤药、抗感染药和心血管药销售收入同比均有所增长。从产品类别来看，抗肿瘤药实现收入 8.17 亿元，同比增长 42.20%，主要是成品药表阿霉素和依达比星产品销量回升；抗感染药实现收入 8.30 亿元，同比增长 23.40%，主要系异帕米星针剂、替加环素针剂、亚胺西司针剂和美罗培南原料药销量增加；抗寄生虫及兽药实现收入 6.42 亿元，同比减少 10.54%，主要系米尔贝霉素、朵拉克汀、吡喹酮销量减少。

毛利率方面，2016 年，公司医药生产销售业务毛利率小幅下降，为 51.30%，主要系抗寄生虫及兽药、内分泌药和其他药品毛利下降所致。其中内分泌药毛利率降幅较大主要系奥利司他、阿卡波糖原料药售价下降幅度较大。

表 8 2015~2016 年海正药业主要医药产品情况 (单位：亿元、%)

产品名称	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
抗肿瘤药	5.74	19.19	79.27	8.17	24.68	78.09
抗感染药	6.73	22.50	60.33	8.30	25.08	58.43
心血管药	2.86	9.56	21.33	3.08	9.31	20.45
抗寄生虫药及兽药	7.18	24.01	44.99	6.42	19.40	38.47
内分泌药	2.44	8.16	22.54	2.07	6.25	9.18

其他药品	4.95	16.55	58.18	5.06	15.29	48.62
合计	29.91	100.00	53.13	33.10	100.00	51.30

资料来源：公司提供

药品原材料供应方面，公司是国际市场中非专利药生产商的原料药供应商，公司的原材料供应商需经过 FDA 或 EDQM 及辉瑞等大客户的评估审计认可；而公司自产制剂所用主辅料以及自用原料药亦需符合 GMP 的相关要求。

公司自产药品销售主要由海正辉瑞制药有限公司（以下简称“海正辉瑞”）和浙江省医药工业有限公司（以下简称“省医药公司”）负责。其中，海正辉瑞采用以自主营销为主，代理为辅的营销模式。省医药公司原除第三方业务外还承担了海正药业自产制剂产品的国内推广业务，包括 OTC 减肥药物奥利司他片、骨科药物硫酸氨基葡萄糖胶囊、通络生骨胶囊等品种。

在生产方面，海正药业持续推进跨区域建设，提升 QEHS 硬件及管理体系。跟踪期内，原料药方面：海正台州基地 2016 年完成瑞戈非尼、利伐沙班等 6 个新产品的试生产和验证工作。截至 2016 年底，公司共有 35 个品规被纳入《国家基本药物目录》；未纳入产品中，有 49 个品规被纳入部分省份增补基本药物目录。此外，公司共有 116 个品规被纳入国家《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》；未纳入的产品中，有 18 个品规被纳入部分省份增补医保目录。

研发方面，公司聚焦于发展高技术附加值、高毛利的抗肿瘤药产品以及高端重症抗感染药产品，近年来则逐步向生物药和创新药倾斜。2016 年全年获得 35 个品种 66 个临床批件（其中创新药 4 个品种 12 个批件，生物药 7 个品种 8 个批件）。2015~2016 年公司研发投入分别为 8.28 亿元和 7.75 亿元，分别为当年医药生产销售收入的 9.66% 和 8.10%，截至 2016 年底，公司医药相关开发支出余额 6.48 亿元，同比增长 94.01%，主要是增加对生物药、仿制药和创新药的研发投入。

表 9 2015~2016 年公司药业板块研发投入情况

（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年
费用化研发投入	4.46	4.11
资本化研发投入	3.82	3.64
合计	8.28	7.75

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，海正药业在建项目计划投资额 76.15 亿元，已完成投资 68.83 亿元，公司新投入项目主要围绕原料药向制剂转型展开，未来公司仍存在一定规模的投资，联合资信将持续关注其产能释放情况。

（2）医药商业

医药销售由海正药业子公司省医药公司负责，主要从事第三方药品及部分自产药品的纯销、分销及零售业务（含连锁药房、电子商务等）。此外还包括海正辉瑞制药有限公司在过渡期内分销和推广部分产品。

省医药公司的第三方业务销售模式主要是接受制药企业或其他医药销售代理商的委托，向其采购药品后销售给浙江省内的医疗机构、药品零售商与批发商。

目前公司作为主要部分制药企业在浙江省的总代理或一级代理商从事第三方业务，客户包括辉瑞、杨森、强生等跨国企业以及仙琚药业等国内制药企业。跟踪期内，省医药公司新增经销品种 900 多个，组建了 OTC 推广团队，覆盖浙江省 4000 多家零售药店和连锁药店，与 250 多家民营医院建立业务关系。2016 年，公司实现医药商业收入 62.62 亿元，同比增长 11.40%。

总体来看，2016 年公司原研产品特治星供货原因导致部分药品销售收入减少，以及 2015 年 FDA 进口警示和 2016 年欧盟药品管理局（EMA）警告影响，公司部分原料药暂时不

能进入美国和欧洲市场几原材料涨价影响，公司整理业绩水平仍处于低谷。随着 2017 年 5 月 22 日，FDA 解除对公司人用原料药的进口禁令（共涉及阿卡波糖等 9 个产品），以及公司对国内制剂业务战略布局的推进，未来公司医药生产销售收入有望好转。

城市水务

2016 年公司水务收入包括自来水收入和污水处理费两部分，分别由子公司排水集团下的自来水公司和水处理公司负责。

截至 2016 年底，椒江城建共拥有水厂 2 个，日供水能力 21.50 万立方米，供水管网达 1211 千米，供水面积 82 平方公里，服务人口 42 万人，在当地市场具有主导地位，区域内规模优势和专营优势显著。2016 年底，自来水公司股权从城建集团划出，不再纳入公司合并范围，公司未来不再有自来水收入。

2016 年底，水处理公司股权自城建集团划入新成立的排水集团，椒江排水集团拥有污水处理厂 2 座，建有泵站 29 座，一级污水管网 183 多公里，服务面积 190 万平方公里，拥有污水处理能力 17 万吨/日，以及 5 万吨/日的中水处理能力。2014~2016 年公司水务业务经营情况见下表。

表 10 自来水和污水业务经营情况

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
平均日制水量(万立方米)	17.23	17.39	18.93
售水量(万立方米)	5752	5742	6147
自来水用户数(万户)	13	14	14
管网压力合格率平均值(%)	100.00	100	100
管网水质综合合格率平均值(%)	100	100	100
电耗平均值(千瓦时/立方米)	0.143	0.14	0.128
污水处理量(万立方米)	4585.00	5230.03	6431.00
污水处理排放水质综合合格率(%)	98.00	96.17	99.30

资料来源：公司提供

2016 年，公司实现水费收入 2.14 亿元，同比增长 10.00%，主要受益于 2016 年初自来水价格上调影响，但受水资源费同步上调、新增管网折旧增大以及水质体单位成本的共同影响，公司水费收入毛利率由 21.96%下降至 17.96%。上调后的水价执行表如下：

表 11 台州市椒江区水价状况(单位：元/吨)

		分类	城市供水价格	污水处理费	到户价格	
台发改价格 [2015]210 号	关于 调整 水资 源费 征收 标准 的通 知	0-240 吨/年	2.87	0.45	3.32	自 2016 年 1 月 1 日用水时 间起执行
		241-360 吨/年	4.25		4.7	
		超过 360 吨/年	8.37		8.82	
		合表居民用户	2.92		3.37	
		行政事业单位	3.71	1.4	5.11	
		一般工业、商企业	3.71	1.58	5.29	
		化工等重污染工业	3.71	2.05	5.76	
		特种行业	6.34	1.58	7.92	
台发改价格 [2016]281 号	关于 调整 市区 污水	0-240 吨/年	2.87	0.95	3.82	自 2016 年 12 月 31 日用 (排水)
		241-360 吨/年	4.25		5.20	
		超过 360 吨/年	8.37		9.32	
		合表居民用户	2.92		3.87	

	处 理 收 费 标 准 的 通 知	行政事业单位	3.71	1.4	5.11	时间起执 行
		商业	3.71	1.4	5.11	
		一般工业	3.71	1.8	5.51	
		高污染工业	3.71	2.25	5.96	
		特种行业	6.34	1.4	7.74	

资料来源：公司提供

2016 年底，椒江区污水处理价格上调，污水处理费由 0.45 元/吨上调至 0.95 元/吨，一般工业和高污染行业污水处理费也有相应上调，污水处理价格上调有利于未来公司污水处理业务的收入规模增长和盈利水平的提升。

2016 年，受污水处理服务面积的增加和城乡结合部二三级管网的推进影响，2016 年，公司污水处理量进一步增长至 6431.00 万吨，同比增长 23.02%，由于污水费收入与处理成本不配比，污水处理费收入仅增长 7.71%。

截至 2016 年底，公司子公司排水集团在建项目主要有污水处理厂二期、污水处理厂三期、污水处理厂三期准地表管网工程、65 行政村污水管网建设工程和椒北区块第二阶段二级污水管网截污工程，合计总投资余额 12 亿元，2017 年计划投资 7.15 亿元。公司的供排水和污水处理项目投资规模较大，随着项目完工，公司污水处理服务面积将进一步扩大，同时考虑污水处理价格上调，公司污水处理业务前景良好。

交通运输业

公司交通运输业由金豹运业负责经营，在台州市椒江区运输业居龙头地位，主要经营县际（内）班车客运及包车客运、省（市）际班车客运及包车客运、货运及机动车维修。

受 2016 年金豹运业合并台州市荣远客运有限公司（以下简称“荣远客运”）的影响，公司交通运输业实现收入同比增长 11.38%，至 5845.65 万元，主要来自荣远客运的水上运输收入的增长，公司陆上客运收入持续下降至 4388 万元，主要系受台州市开通动车组与高铁客运方式对金豹运业的客运量造成一定冲击所致。2016 年，公司客运量 203 万人，周转量 21893 万人/公里。

表 12 金豹运业公司经营指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
客运车辆（辆）	117	115	115
班线（条）	46	46	46
客运量（万人）	216	208	203
周转量（万人公里）	22256	23518	21893
客运收入（万元）	5323	4573	4388
货运收入（万元）	701	0	0

资料来源：公司提供

跟踪期内，金豹运业公司投资控股荣远客运新增水上运输收入，同时，公司新设台州市汽车客运总站加油站有限公司，形成业务经营多元化应对传统客运行业风险，预计 2017 年交通运输业务收入有望保持稳定增长。

工程施工

工程施工收入主要来源于城建集团子公司椒江市政工程公司，该公司因受技术及施工资质限制，只负责较简单的市政工程施工。作为椒江区政府城市基础设施建设运营商，公司先后完成了台金高速东延椒江段及连接线、开发大道东延和西延、市府大道西延、台州汽车客运总站等工程建设。公司工程施工主要是市政工程公司、台州自来水公司和台州市椒北供水有限公司负责；主要负责市政设施工程、自来水管安装工程项目施工。2015~2016 年，工程施工板块分别实现收入 1.29 亿元和 1.44 亿元，同比增长 11.21%。随着 2016 年底椒江市政工程公司股权划出给城发集团，不再纳入合并范围，未来工程施工不具有可持续性。

基础设施建设

公司是经椒江政府批准，由区国资委直接授权的国有资产运营企业，是椒江区基础设施

投资主体之一。公司基础设施板块主要由子公司台州市椒江交通基础设施投资有限公司（以下简称“交通基础投资公司”）和城建集团负责。

经营模式方面，项目前期的建设资金由财政拨款拨付至公司，后续建设资金由公司承担，财务核算时分别计入“专项应付款”和“其他应收款”（或“在建工程”），已签订回购协议的基础设施项目计入“存货——开发成本”，未来决算完成后若移交政府，按照公司承担的建设部分成本确认收入（基础设计建设板块毛利率为0%），不计提代建管理费。2016年，公司收到基础设施项目回款3.00亿元，具体包括开发大道0.49亿元和台州大道三期项目2.51亿元。

在建项目方面，2016年公司主要投资建设的项目包括洪家场浦排涝调蓄工程、椒江区江

滨公园西进工程和台州大道三期等项目，截至2016年底，公司主要基础设施在建项目合计总投资55.50亿元（部分项目已完工但没有签订回购协议，仍在在建工程核算），均未签订回购协议，已累计完成投资36.05亿元，尚需投资19.45亿元，未来随着工程进度的推进，公司存在一定投资压力。

拟建项目方面，截至2016年底，公司主要的拟建项目有区妇产医院（区妇幼保健院）建设项目、华东师范大学附属台州学校建设工程、学院路南延（开发大道至现代大道）工程、洪家北环线马庄小区至东环大道工程等，计划总投资额为20亿元左右，建设周期1~3年不等，目前上述拟建项目尚未签订政府购买服务协议或代建协议。

表13 截至2016年底公司主要基础设施在建项目情况 （单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	项目建设周期	已投资额	会计科目
1	洪家场浦排涝调蓄工程	217299.00	2013年—2018年	112000.00	在建工程
2	东片道路工程	48482.19	2012年—2014年	42861.22	在建工程
3	十一塘围垦工程	88113.00	2007年11月—2012年12月	98600.00	在建工程
4	台州大道三期葭芷段工程	6231.10	2007年11月—2013年4月	37396.60	在建工程
5	台州大道三期洪家段工程	35956.80	2011年3月—2013年12月		在建工程
6	椒江区白云山西路延伸段区块	29000.00	2013年—2015年	6627.00	在建工程
7	区江滨公园西进工程	98000.00	目前属于拆迁阶段	45631.00	在建工程
8	椒江云西公园工程	12898.00	2015年—2017年	7044.00	
9	洪家北环线中心大道至永宁河段及连接线四工程	19000.00	2016年—2017年8月	10351.47	
合计		554980.09		360511.29	

资料来源：公司提供

生物材料销售

公司生物材料销售主要由浙江海正生物材料股份有限公司负责经营，具体业务包括生物材料、降解塑料的树脂及制品的研发、产销等。2016年公司实现该板块业务收入1.22亿元，同比增长74.65%，主要系“一万吨聚乳酸生产线”投入运行扩大了产能，其中，聚乳酸产能由5000吨扩充至15000吨，产品结构比例由原有的纯树脂和改性树脂合

并销售转向以改性树脂销售为主、纯树脂为辅的销售策略，产品应用领域在现有的基础上逐步向3D打印、薄膜、特种纤维等高附加值领域拓展，由此，公司生物材料销售的外销比例由2015年的10.94%增长至39.89%。

表14 2015~2016年生物材料销售情况（单位：万元）

产品类别	2015 年	2016 年
纯料收入	1564.12	5815.05
改性料收入	5312.94	6268.85
委托加工等收入	94.98	92.83
合计	6972.04	12176.73

资料来源：公司提供

热电销售

公司热电销售业务由孙公司台州市椒江热电有限公司负责经营，该业务主要包括销售电、汽以及下脚料煤渣。截至 2016 年底，公司目前拥有 3 台 65t/h、3 台 65t/h 中温中压链条锅炉，配套 3 台 C6、1 台 B3 和 1 台 B6 的汽来完成发电机组，总装机容量为 27MW，最大供热能力为 180t/h。主要客户为外沙岩头工业园区的电汽用户，2016 年实现收入 1.01 亿元，同比下降 20.72%，主要系椒江环境整治部分化工厂关闭，下游需求疲软。

表15 2015~2016年热电销售情况

项目	2015 年		2016 年	
	销售量	销售收入 (万元)	销售量	销售收入 (万元)
电（万度）	2993.14	1351.64	3494.07	1443.80
汽（万吨）	66.43	11382.90	54.45	8651.83
合计		123734.54		10095.63

资料来源：公司提供

3. 未来发展

药品生产销售方面，公司逐步实现“原料药向高端制剂转型、化学药向生物药转型、仿制向自主创新转型、生产向研发营销转型、产品经营向产业与资本相结合转型”五大转型；产业模式从“API 为主”向“制剂为主”转型向治疗的两端即保健和预防延伸。药品研发方面，公司聚焦于发展高技术附加值、高毛利的抗肿瘤药产品以及高端重症抗感染药产品，未来逐步向生物药和创新药倾斜。医药生产方面，公司聚焦于升级制造方

式：提升供应链运营能力，从产能、原材料采购、生产、信息流高效传输等方面进行精益化管理；把装备、工艺、信息化、管理、质量、EHS 等集成融合，按“工业 4.0”概念，升级制造智能化。药品销售方面，公司将积极进军欧美高端制剂市场，进而遍及全球市场。

基础设施建设方面，2017 年公司将完善国企新格局，即以公司为一级母公司，按照不同建设职能，下设交通投资（椒江交通建设投资经营有限公司）、排水（椒江排水集团有限公司）、旅游（椒江旅游集团有限公司）、集聚区（台州湾循环经济产业集聚区椒江分区建设投资有限公司）、商贸核心区（台州商贸核心区建设开发有限公司）和台州市椒江金融投资有限公司、椒江工业地产开发有限公司、台州市新府成传媒有限公司等二级子公司。公司进一步明确定位、有效整合资源、创新投融资模式，实现投融资平台到实体国有企业的转变。

公司除了主营药品生产销售外，将继续定位于交通基础设施建设、旧城改造、河道整治、污水管网建设等基础设施建设，将公司城市基础设施板块做大做强。

九、财务分析

公司提供了 2015~2016 年度财务报表，中汇会计师事务所有限公司对报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围新增 5 家子公司，其中 1 家为非同一控制合并，其余 4 家公司或子公司投资设立；合并范围减少 11 家子公司，其中 2 家为注销，9 家系台州市椒江区平台整合 2016 年底划出。合并范围的变化对固定资产、资本公积等科目有一定影响。

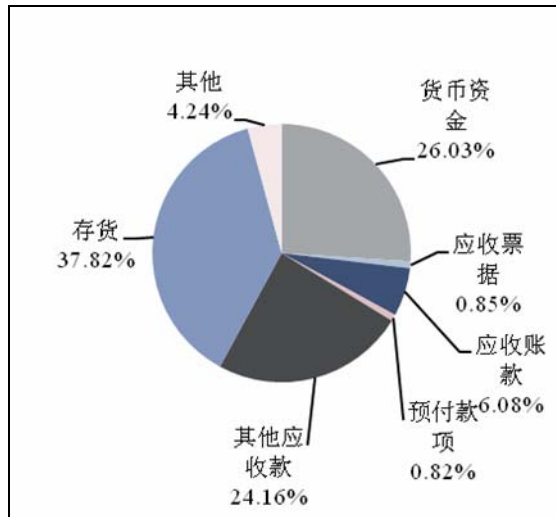
2016 年底，公司合并资产总额 451.42 亿元，所有者权益合计 188.02 亿元（其中少数股东权益 72.19 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 108.63 亿元，利润总额 3.36 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底,公司资产总额 451.42 亿元,较 2015 年底增长 13.76%,主要系固定资产、在建工程 and 无形资产大幅增长所致。2016 年底,流动资产占 48.30%,非流动资产占 51.70%。

2016 年底,公司流动资产合计 218.04 亿元,较 2015 年底增长 2.62%。2016 年底,公司流动资产主要由货币资金(占 26.03%)、其他应收款(占 24.16%)、存货(占 37.82%)、应收账款(占 6.08%)构成。

图 1 2016 年底公司流动资产结构情况



资料来源：公司审计报告

2016 年底,公司货币资金为 56.75 亿元,较 2015 年底增长 31.64%,主要系 2016 年公司成功发行公司债,筹资活动现金流入规模较大所致。2016 年底,公司货币资金中银行存款占比较高,为 98.77%,同期,公司货币资金中受限资金 5.03 亿元,主要包含 4.38 亿元质押的定期存单和保证金 0.60 亿元。

2016 年底,公司应收账款为 13.25 亿元,主要为海正药业药效销售应收款,较 2015 年底增长 6.91%。按组合集体坏账准备 0.78 亿元,计提比例为 5.56%;期末单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款 0.10 亿元,全部计提坏账。账龄方面,公司应收账款账龄以 1 年以内为主(占比为 97.58%)。

2016 年底,公司预付款项为 1.78 亿元,较 2015 年底减少 48.64%,主要系收回公司预付给台州市椒江区住房保障管理办公室椒江区保障性住房工程建设项目工程款 1.50 亿元。

2016 年底,公司其他应收款为 52.68 亿元,较 2015 年底下降 5.22%。公司其他应收款以应收政府部门及其控制的公司款项组合和应收工程指挥部组合为主,均未计提坏账准备,分别占比 70.64%和 24.38%。账龄方面,其他应收款中账龄在一年以内的占比 23.34%,2~3 年占比 28.43%,3 年以上占比 48.23%,其他应收款中前五名占比达到 52.05%,联合资信将持续关注回款情况。

表 16 2016 年底前五位其他应收账款客户构成情况
(单位:亿元)

单位名称	内容	金额	占其他应收款比重
椒江区投资发展有限公司	往来款	9.63	18.28%
椒江区基础设施投资有限公司	往来款	5.14	9.76%
台州市土地储备中心	往来款	5.00	9.49%
75 省道南延指挥部	往来款	4.65	8.83%
洪家街道办事处	往来款	3.00	5.69%
合计	--	27.43	52.05%

资料来源：公司提供

2016 年底,公司存货为 82.47 亿元,较 2015 年底下降 0.45%,同比变化不大。2016 年底,公司存货中开发土地 55.01 亿元(占比 66.70%),开发成本 5.03 亿元(占比 6.09%),分别为政府划拨的土地和项目建设成本;存货中库存商品、在产品和原材料分别为 12.87 亿元、4.41 亿元和 2.62 亿元,新增计提跌价准备 0.83 亿元,主要系海正药业部分产品产能利用下降,使得成本有所上升,导致成本高于售价或可变现净值。

2016 年底,公司新增其他流动资产为

8.66 亿元，同比减少 27.96%，主要系海正集团的银行理财产品减少，从构成看，主要由待抵扣增值税 5.54 亿元和银行理财产品 3.30 亿元构成。

2016 年底，公司非流动资产为 233.38 亿元，较 2015 年底增长 26.60%，主要为固定资产、在建工程 and 无形资产的增长所致。非流动资产主要由在建工程（占比 40.06%）、固定资产（占比 33.68%）、无形资产（占比 11.19%）和可供出售金融资产（占比 7.89%）构成。

2016 年底，公司可供出售金融资产为 18.41 亿元，较 2015 年底增长 16.05%。主要系增加对浙江台州市沿海开发投资有限公司投资 1.86 亿元和新增对台州市路泽太高架快速路有限公司投资 0.61 亿元。从构成看，主要为对台州循环经济发展有限公司投资 12.11 亿元。

2016 年底，公司固定资产为 78.60 亿元，较 2015 年底增长 13.89%，主要系在建工程转入增加 13.60 亿元和政府无偿划拨增加的房屋建筑物、运输工具等固定资产原值 4.19 亿元；跟踪期减少的固定资产主要包括处置 1.98 亿元和因减少子公司而减少固定资产原值 3.80 亿元等。2016 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 51.24%）、机器设备（占比 40.27%）、排水设备（占比 5.79%）和电子及其他设备（占比 1.80%）构成。

2016 年底，公司在建工程为 93.50 亿元，较 2015 年底增长 21.54%，主要系新增商贸核心区开发建设工程投资 6.54 亿元、增加对二期生物工程项目（新增 2.78 亿元）、年产 760 吨 21 个原料药生产项目（新增 2.08 亿元）、洪家场浦排涝调蓄工程（新增 4.38 亿元）等投资。

2016 年底，公司无形资产为 26.11 亿元，较 2015 年底增长 158.12%，主要来自台州市椒江区人民政府无偿划转存量土地。2016 年底，公司无形资产累积摊销 3.70 亿元，其中 2016 年摊销 0.68 亿元，2016 年底，公司无形

资产中，土地使用权占比 85.74%，非专利技术占比 12.83%，其中 1.04 亿元用于借款抵押。

2016 年底，公司开发支出为 6.52 亿元，较 2015 年底增长 84.72%，主要系公司二级子公司海正药业进入临床期间的产品投入增加导致仿制药等开发支出增加。

表 17 2016 年底公司受限资产情况

项目名称	金额（万元）
货币资金	50335.66
应收票据	1142.41
固定资产	29119.73
无形资产	5556.73
存货	104200.53
合计	190355.05

资料来源：公司审计报告

2016 年底，公司受限资产合计 19.04 亿元，以存货中的土地和货币资金中的保证金为主，占总资产比重为 4.22%。

跟踪期内，受医药研发项目和基建项目投入加大以及政府无偿划拨资产的影响，公司资产规模持续增长，非流动资产占比上升，但流动资产中存货和其他应收款占比仍较高，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016 年底，公司所有者权益为 188.02 亿元（其中少数股东权益为 72.19 亿元），较 2015 年底增长 9.23%，主要系资本公积和未分配利润增长，2016 年底，公司资本公积为 94.94 亿元，同比增长 14.32 亿元，主要为政府无偿划入的土地、管网资产及改制房产，跟踪期内，受划出部分子公司的影响，资本公积减少 2.88 亿元。

2016 年底，公司所有者权益中实收资本占 0.71%、资本公积占 50.49%、盈余公积占 0.13%、未分配利润占 10.28%，少数股东权益

占 38.39%，少数股东权益占比较大。

跟踪期内，受政府无偿划入公司资产的影响，公司所有者权益规模有所扩大，公司少数股东权益规模仍较大。

负债

2016 年底，公司负债总额 263.40 亿元，较 2015 年底增长 17.24%。从负债构成看，流动负债占 40.98%，非流动负债占 59.02%。

2016 年底，公司流动负债为 107.95 亿元，较 2015 年底下降 2.66%，主要系一年内到期的非流动负债大幅减少。2016 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 48.92%）、一年内到期的非流动负债（占比 13.76%）、其他应付款（占比 15.60%）和应付账款（占比 10.50%）构成。

2016 年底，公司短期借款 52.81 亿元，较 2015 年底增长 20.62%，主要保证借款增长，从构成看，主要由保证借款（占比 64.81%）和信用借款（占比 30.77%）构成。2016 年底，公司应付账款为 11.33 亿元，较 2015 年底下降 5.95%，主要为海正集团应付账款，账龄一年以内的应付款占比 91.34%。2016 年底，公司其他应付款为 16.84 亿元，较 2015 年底减少 13.99%，主要系往来款减少所致，从构成看以往来款（12.00 亿元）、市场推广未结算款（2.18 亿元）和押金及保证金（1.22 亿元）为主。公司其他应付款中账龄超过 1 年的主要为与椒江区财政局、台州市椒江区城市建设发展有限公司和交投集团的往来款合计 8.29 亿元。其他应付款前五名情况具体见下表，合计占其他应付款 56.97%，集中度较高。

表 18 2016 年底前五位其他应付款客户构成情况
(单位：亿元、%)

单位名称	内容	金额	占其他应付款比重
台州市椒江区财政局	往来款	4.94	29.36
台州市椒江区城市建设发展有限公司	往来款	2.24	13.32
台州市椒江交通建设投资经	往来款	1.38	8.22

营有限公司			
台州市椒江城市发展投资集团有限公司	往来款	0.52	3.11
污水二期工程预估	往来款	0.50	2.96
合计	--	9.59	56.97

资料来源：公司审计报告

2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.85 亿元，同比减少 12.86 亿元，主要系偿还一年内到期债券 11.00 亿元（浙江海正集团有限公司 2011 年度第一期中期票据和 2016 年到期的海正药业股份有限公司于 2011 年度发行的 8 亿元公司债券），截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债由长期借款 13.35 亿元和应付债券 1.50 亿元构成。

截至 2016 年底，公司其他流动负债为 4.03 亿元，较 2015 年底增长 3.99 亿元，主要系子公司海正集团发行 4 亿元的浙江海正集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券将在一年内到期。

2016 年底，公司非流动负债为 155.45 亿元，较 2015 年底增长 36.63%，主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。2016 年底，公司长期借款为 57.31 亿元，较 2015 年底变化不大，主要由保证借款 33.65 亿元和抵质押借款 23.65 亿元构成。

2016 年底，公司应付债券为 60.33 亿元，较上年底增长 30.44 亿元，主要系孙公司浙江海正药业股份有限公司新发行“16 海正债”12 亿元和公司本部发行“16 椒江债”20 亿元。2016 年底，公司长期应付款为 9.36 亿元，同比增长 8.81 亿元，主要系新增台州市椒江区财政局借款 6.50 亿元、富成融资租赁有限公司借款 1.57 亿元、浙江台州市沿海开发投资有限公司借款 0.56 亿元和国开发展基金有限公司借款 0.40 亿元，其中有息款项规模相对有息债务总额较小，未调整至长期债务。

2016 年底，公司专项应付款为 21.88 亿元，同比增长 2.79%，本期新增 3.24 亿元，同时结转 2.64 亿元。新增部分主要包括财政

局置换债券 2.17 亿元和交通工程项目财政拨款 0.59 亿元。2016 年底，公司递延收益为 6.46 亿元，同比增长 18.87%。

从有息债务来看，2016 年底，公司全部有息债务合计 186.26 亿元，同比增长 16.42%，其中短期债务占比 36.84%，长期债务占比 63.16%，从债务指标来看，2016 年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率同比均有所上升，分别为 38.49%、49.77% 和 58.35%，同比分别增长 5.07 个百分点、1.60 个百分点和 1.73 个百分点，公司整体债务负担小幅加重。

总体来看，跟踪期内，公司非流动负债占比有所上升，债务规模增长较快，整体债务负担小幅加重。

3. 盈利能力

公司已经形成了以医药生产销售、城市基础设施建设、城市水务、道路运输等为主的业务框架。2016 年公司实现营业收入 108.63 亿元，同比增长 14.92%，主要为药品销售的增长。营业利润率为 25.54%，同比变化不大。

从期间费用看，2015~2016 年，公司营业费用、管理费用及财务费用三项费用占主营业务收入的比重分别为 27.77% 和 25.44%，其中资产减值损失系存货跌价损失和坏账损失增长的影响同比增长 1.29 亿元。总体来看，公司期间费用占营业收入的比重大幅仍较高，对公司利润形成一定侵蚀。

非经营性收入方面，政府补贴收入为公司利润总额主要来源，2015~2016 年，公司获得营业外收入分别为 4.55 亿元和 4.59 亿元，其中 2016 年公司获得政府补贴 3.70 亿元和收到辉瑞卢森堡公司（持有海正药业控股子公司海正辉瑞制药有限公司 49% 股权）给予子公司浙江海正药业股份有限公司 0.66 亿元的补偿款。

从盈利能力指标看，2015~2016 年，公

司净资产收益率分别为 1.71% 和 1.03%，总资产收益率分别为 2.43% 和 2.54%，跟踪期内，公司所有者权益规模增长较快，公司净资产收益率有所下降，总资产收益率小幅上升。

跟踪期内，公司营业收入规模有所扩大，盈利水平受医药板块影响较大，利润总额对政府支持依赖程度高，随着椒江区平台整合导致部分子公司股权划出和无偿划入，公司自来水业务和工程施工等业务将不具有可持续性，预计新增旅游票务收入和药品和医疗器械销售收入，联合资信将持续关注公司业务范围变化和盈利情况。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2015~2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 98.31 亿元和 108.11 亿元。2016 年，公司现金收入比为 99.52%，同比小幅下降 4.48 个百分点，业务收入的现金实现情况整体仍较好。2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 10.14 亿元，主要为单位及个人往来款和政府补助。2015~2016 年，经营活动现金流出分别为 117.16 亿元和 115.68 亿元，其中 2016 年，购买商品、接受劳务支付的现金为 70.70 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 25.00 亿元，主要为支付往来款何期间费用付现支出。跟踪期内公司实现经营活动现金净流入 2.77 亿元，同比下降 19.22%。

投资活动现金流方面，2016 年公司投资活动现金流入 23.80 亿元，主要来源于收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，其中收回投资收到的现金 18.71 亿元，主要为海正药业及海正辉瑞购买的理财产品到期赎回，公司收到其他与投资活动有关的现金 4.36 亿元，主要为利息收入 2.55 亿元和收回保障房款项 1.50 亿元。同期，公司投资活动现金流出为 49.93 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 29.86 亿元；投资支付的现金 17.11 亿元，主要为海正

集团购买理财产品。2016年公司投资活动现金净额为-26.13亿元。

筹资活动现金流方面，2016年公司筹资活动现金流入137.79亿元，包括借款收到的现金91.20亿元和发行债券收到的现金35.67亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金10.05亿元主要为收到非金融机构借款7.79亿元、收回质押定期存单0.80亿元、银行承兑汇票贴现款0.63亿元和收到拨款0.97亿元等。同期，公司筹资活动现金流出102.15亿元，主要偿还债券支付的现金和分配股利、利润和偿付利息支付的现金。2016年公司筹资活动产生的现金流量净额35.64亿元。

跟踪期内，由于公司投资规模仍较大，经营活动产生的现金流量净额同比有所减少，无法覆盖投资活动对资金的需求，公司存在一定外部融资需求。

5. 偿债能力

受流动负债规模有所减小的影响，公司短期偿债能力指标小幅上升，2016年底流动比率和速动比率分别为201.99%和125.59%，较上年底分别上升10.40个百分点和8.70个百分点，公司流动资产中存货和其他应收款占比大，变现能力一般，实际对流动负债覆盖能力比上述指标弱。2016年公司经营现金流动负债比为2.57%，同比小幅下降。2016年公司现金类资产为48.53亿元（扣除受限货币资金），对短期债务的覆盖倍数为0.71倍，保障能力较弱。总体看，短期债务规模仍较大，短期偿债能力仍较弱。

长期偿债能力方面，2015~2016年公司EBITDA分别为15.61亿元和17.98亿元，全部债务/EBITDA分别为10.25倍和10.36倍，EBITDA对全部债务的保护能力变化不大，考虑到台州市椒江区政府对公司的支持力度较大，以及孙公司海正药业作为上市公司融资能力较强，公司整体偿债能力一般。

截至2016年底，考虑经营担保业务的子

公司台州市椒江农信担保有限公司的担保余额4612.00万元（截至2016年底的代偿余额为151.73万元），公司对外担保合计6.07亿元，主要系对台州市椒江区城镇化建设投资有限公司（4.60亿元）以及台州自来水有限公司（1.01亿元）的担保，担保比率为3.23%，担保比率低，被担保企业以国有企业为主，处于正常经营状态，公司或有风险可控。

截至2016年底，公司获得银行授信额度约167.86亿元，已使用银行授信额度118.72亿元，未使用49.14亿元，公司间接融资渠道通畅。公司合并范围子公司海正药业为上海证券交易所上市公司，公司直接融资渠道较通畅。

十、存续期债券偿债能力及保障措施分析

1、存续期内偿债能力分析

截至2016年底，联合资信评定的公司存续期内的企业债券“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”债券余额合计17.00亿元，2016年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为17.98亿元、118.45亿元和2.77亿元，分别为上述债券余额的1.06倍、6.97倍和0.16倍。

“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”均设置提前偿还本金条款，上述债券将在2020年达到单年最高偿还本金金额，为4.50亿元。以单年需偿还最高本金额（即4.50亿元）测算，2016年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为单年最高偿还本金金额的4.00倍、26.32和0.62倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”债券余额保障程度较高，EBITDA和经营活动现金流入量对公司存续期内债券单年最高偿还本金金额的覆盖程度高。

2、存续期企业债券保护条款分析

12椒江债/PR椒江债

“12椒江债/PR椒江债”设立专项偿债资

金，并且以椒江区三宗166.67万平方米土地使用权为本期债券提供抵押担保。

(1) 专项偿债资金

公司将提前提取偿债基金用于“12 椒江债/PR 椒江债”的兑付工作，偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分，公司需提前将足额利息和当年应付本金存入偿债专户，跟踪期内，公司按要求提前存入应付利息和本金。

专项偿债基金的具体来源包括本期债券募集资金投资项目的政府回购资金和公司日常经营收入。

政府采购是台州市椒江区政府对公司的支持之一，它有效保障公司投资的公益性基础设施项目资金回流。截至 2011 年 6 月底，公司与台州市椒江区政府（以下简称“政

府”）签订了一系列项目的政府采购协议，其中包括椒江污水处理二期工程、台州开发大道东延段工程、台州大道三期工程和台州市椒江区保障性住房项目。

签订采购协议的项目的投资模式为公司负责项目的工程建设，并承担建设工程的所有费用和 risk，待项目建成后，由政府实施采购。其中采购协议中主要条款约定如下：

政府针对代建项目实施采购，采购金额合计为 22.71 亿元，回款时间为 2015~2020 年，具体见下表。

台州市椒江区政府财政局通过政府采购的形式，自工程竣工验收合格之日起五年内，每年一次，分期按时、足额拨付资金进行采购。政府在本协议项下的付款义务是不可撤销和不可变更的。

表 19 2015~2020 年政府采购协议安排和实际回款情况

(单位: 亿元)

项目名称	截至 2016 年底实际回款额	计划回款额						
		总额	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
台州市椒江污水处理二期工程	0.00	7.39	0.39	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
台州开发大道东延段工程	3.43	4.47	0.47	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
台州大道三期工程	6.56	6.75	0.75	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
台州市椒江区保障性住房项目	3.00	4.09	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
回款额汇总	12.99	22.71	2.30	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08

资料来源：公司提供

从上表及采购协议的主要条款来看，2015~2020 年政府采购金额 22.71 亿元，是“12 椒江债/PR 椒江债”本金的 2.27 倍，回款资金量较为充裕。未来若正常回购，能对“12 椒江债/PR 椒江债”提供有力保障。截至 2016 年底，公司收到回款合计 12.99 亿元，2016 年实际回购额为 4.49 亿元，具体包括台州开发大道东延段工程 0.49 亿元、台州大道三期工程 2.51 亿元，保障房项目回款 1.49 亿元，其中保障房项目通过其他应收款扣减，回款未确认收入。整体看，2016 年实际收到的回购款项超过计划额，联合资信将持续关注本期债券募集资金投资项目回款情况。

(2) 土地抵押

公司提供的抵押资产为椒江区七宗国有土地使用权，地址位于椒江区十一塘（洪三路以北）。经台州金地土地评估有限公司评估（土地估价报告编号：台金地估[2013]字第021号，评估基准日：2013年4月16日），总价值为60.00亿元。本次评估价值较2011年评估价值增长1倍，系出于规划需求，该抵押土地用途变更为商业和住宅用地，由于土地性质变更致土地价值增长所致。为在保障公司利益的前提下提高资产使用效率，2013年9月公司依据《抵押资产监管协议》约定，申请解除抵押部分资产，并经监管银行审核同意，于2013年9月16日办理完毕上

述解押手续。解押后，抵押土地由七宗变为三宗，根据2013年4月份出具的土地估价报告（该报告已过期，但根据台州金地土地评估有限公司于2017年6月12日提供的证明，释放后的三宗土地与2013年4月的评估价值一致，无减值），总价值为25亿元，评估单价为0.15万元/m²，对“12椒江债/PR椒江债”债券余额（7.00亿元）的覆盖倍数为3.57倍，对该债券存续期单年最高偿还本金额（2.50亿元）的10倍，总体覆盖程度较好，能够满足本期债券预先设计的担保要求。

15 椒江债

根据《台州市椒江区人民政府关于台州市椒江区国有资产经营有限公司台州市椒江区洪家场浦排涝调蓄工程项目配套资金安排的批复》（椒政发〔2014〕71号），台州市椒江区人民政府同意将位于台州市椒江区东山区区域的一宗商业、住宅用地（面积约为742.84亩）的土地出让收入的90%部分、约40.11亿元作为洪家场浦公司（公司全资子公司）建设该项目的配套资金，由台州市椒江区财政局分12年拨付给洪家场浦公司。相关配套资金安排如下表所示：

表 20 配套土地出让安排情况表

计划出让 年份	出让面积 (亩)	出让土地收入 合计(万元)	预计获得配套资 金(万元)
2014	18.52	11111.00	10000.00
2015	18.52	11111.00	10000.00
2016	64.81	38889.00	35000.00
2017	64.81	38889.00	35000.00
2018	64.81	38889.00	35000.00
2019	64.81	38889.00	35000.00
2020	64.81	38889.00	35000.00
2021	92.59	55556.00	50000.00
2022	92.59	55556.00	50000.00
2023	92.59	55556.00	50000.00

2024	92.59	55556.00	50000.00
2025	11.36	6816.00	6133.95
合计	742.84	445704.00	401133.95

资料来源：公司提供

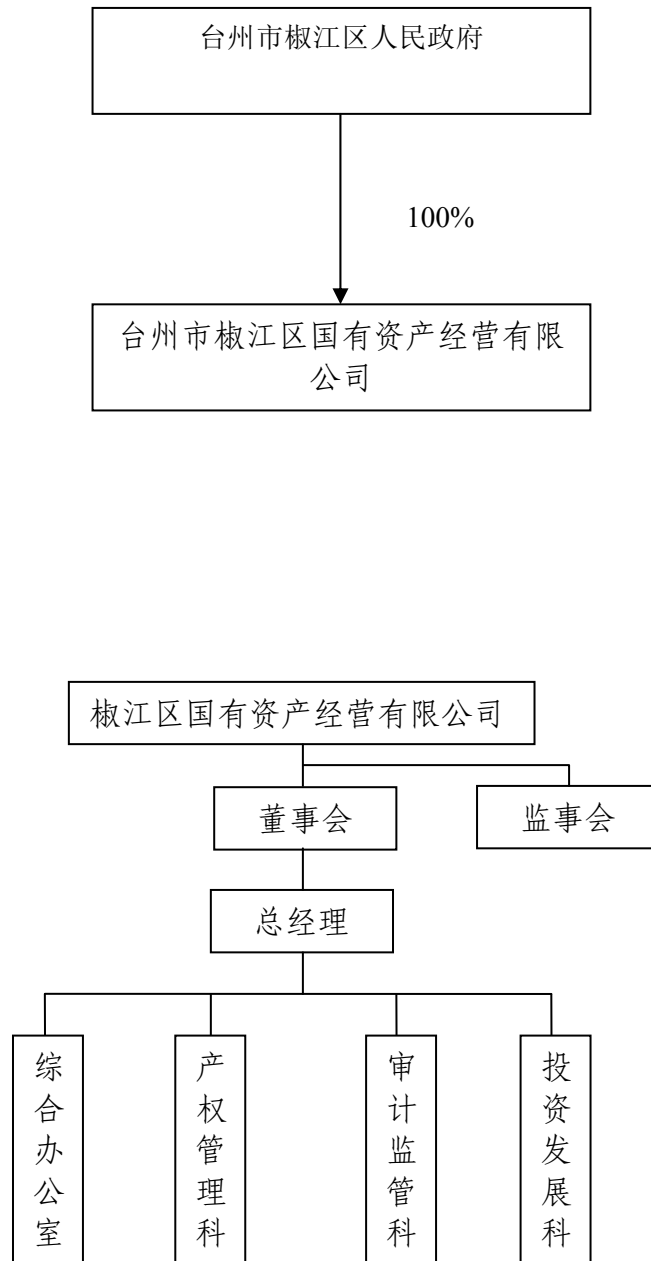
截至2016年底，公司未收到相应配套资金。配套资金的不准时到位将会对公司后续获得配套资金的及时性 & 到期偿还本金的安全性产生一定风险。联合资信将继续关注本期债券募投项目配套资金的到位情况。

总体来看，跟踪期内，公司的利润总额和经营现金流对存续期内债券单年最高分期偿还金额保障能力强。随着2017年5月FDA对公司的进口警示的消除，未来医药销售业务有望好转并带动利润规模的提升，“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”到期不能偿还风险很低。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司合并范围子公司情况（截至 2016 年底）

序号	子公司名称	级次	主要经营地	直接持股比例(%)	间接持股比例(%)	取得方式
1	台州市椒江区交通场站建设有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
2	台州市椒江区科技创业服务有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
3	台州市椒江农信担保有限公司	一级	浙江台州	99.00		设立
4	台州市椒江奥搏体育服务有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
5	台州市椒江洪家场浦综合开发有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
6	台州市椒江心海绿廊综合开发有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
7	台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
8	台州市椒江交通基础设施投资有限公司	一级	浙江台州	100.00		同一控制
9	台州市椒江区十一塘围垦开发有限公司	一级	浙江台州	100.00		同一控制
10	台州市椒江保安公司	一级	浙江台州	100.00		同一控制
11	浙江金豹运业有限公司	一级	浙江台州	42.97		同一控制
12	台州市荣远客运有限公司	二级	浙江台州		30.08	非同一控制
13	台州市汽车客运总站有限公司	二级	浙江台州		42.97	同一控制
14	台州市椒江排水集团有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
15	台州市椒江区前所水处理有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立
16	台州市水处理发展有限公司	二级	浙江台州		64.00	同一控制
17	台州市椒江污水泵站管网建设管理有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立
18	椒江城建集团有限公司	一级	浙江台州	100.00		同一控制
19	台州市民卡营运管理中心有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
20	台州市椒江旅游集团有限公司	一级	浙江台州	100.00		设立
21	台州市椒江大陈核心景区经营管理有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立
22	台州市椒江旅游资产管理有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立

序号	子公司名称	级次	主要经营地	直接持股比例(%)	间接持股比例(%)	取得方式
23	台州市椒江潜艇观光有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立
24	台州市游轮管理有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立
25	台州市椒江一江山岛战役遗址管理有限公司	二级	浙江台州		100.00	设立
26	台州市椒江旅游票务有限公司	二级	浙江台州		72.06	设立
27	台州市商贸核心区开发建设投资有限公司	一级	浙江台州	95.00		设立
28	台州市椒江新都市建设开发有限公司	二级	浙江台州		95.00	设立
29	浙江海正集团有限公司	一级	浙江台州	40.00		同一控制
30	浙江海正药业股份有限公司	二级	浙江台州		13.29	设立
31	台州市椒江热电有限公司	二级	浙江台州		20.38	非同一控制
32	浙江海正生物材料股份有限公司	二级	浙江台州		25.86	非同一控制
33	台州市椒江区海正育才小学	二级	浙江台州		21.82	设立

附件 1-3 截至 2016 年底公司合并范围对外担保情况（单位：万元）

担保单位	被担保单位或项目	担保借款余额	担保借款到期日
公司本部	台州市椒江区城镇化建设投资有限公司	20000.00	2017.11.20
公司本部	台州市椒江区城镇化建设投资有限公司	26000.00	2017.11.22
台州市椒江农信担保有限公司	担保责任余额	4612.00	2017.12.11
台州市水处理发展有限公司	台州自来水有限公司	1000.00	2017.11.23
台州市水处理发展有限公司	台州自来水有限公司	1000.00	2017.12.5
台州市水处理发展有限公司	台州自来水有限公司	1000.00	2017.6.2
台州市水处理发展有限公司	台州自来水有限公司	400.00	2017.7.24
椒江城建集团有限公司	台州自来水有限公司	700.00	2017.10.17
椒江城建集团有限公司	台州自来水有限公司	400.00	2017.12.2
椒江城建集团有限公司	台州自来水有限公司	1000.00	2017.1.6
椒江城建集团有限公司	台州自来水有限公司	1000.00	2018.4.29
椒江城建集团有限公司	台州自来水有限公司	1500.00	2017.7.5
台州市水处理发展有限公司、台州市椒江区城市建设发展有限公司	台州自来水有限公司	700.00	2018.11.20
	台州自来水有限公司	400.00	2018.7.5
	台州自来水有限公司	500.00	2019.7.5
	台州自来水有限公司	500.00	2017.12.11
合计		60712.00	

附件 2 主要财务数及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.32	41.65	53.56
资产总额(亿元)	192.54	396.82	451.42
所有者权益(亿元)	97.86	172.15	188.02
短期债务(亿元)	9.64	73.61	68.62
长期债务(亿元)	36.14	86.38	117.64
全部债务(亿元)	45.78	159.99	186.26
主营业务收入/营业收入(亿元)	7.58	94.52	108.63
利润总额(亿元)	3.26	3.93	3.36
EBITDA(亿元)	6.37	15.61	17.98
经营性净现金流(亿元)	-0.91	3.43	2.77
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.23	5.65	7.24
存货周转次数(次)	0.11	0.85	0.97
总资产周转次数(次)	0.04	0.25	0.26
现金收入比(%)	91.86	104.01	99.52
营业利润率(%)	9.66	26.77	25.54
总资本收益率(%)	3.77	2.43	2.54
净资产收益率(%)	3.11	1.71	1.03
长期债务资本化比率(%)	26.73	33.41	38.49
全部债务资本化比率(%)	31.61	48.17	49.77
资产负债率(%)	48.55	56.62	58.35
流动比率(%)	401.33	191.59	201.99
速动比率(%)	215.23	116.88	125.59
经营现金流动负债比(%)	-2.73	3.09	2.57
全部债务/EBITDA(倍)	7.18	10.25	10.36

注：本报告 2014 财务数据采用会计旧准则编制，2015~2016 年数据采用新会计准则编制

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。