

信用等级公告

联合[2018] 1332 号

联合资信评估有限公司通过对台州市椒江区国有资产经营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“12 椒江债/PR 椒江债”和“15 椒江债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



台州市椒江区国有资产经营有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12椒江债/PR椒江债	5.50 亿元	2020/09/13	AA	AA
15椒江债	10.00 亿元	2022/07/06	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	45.61	58.60	49.88
资产总额(亿元)	396.82	451.42	482.11
所有者权益(亿元)	172.14	188.02	181.33
短期债务(亿元)	73.61	68.62	94.92
长期债务(亿元)	86.38	117.64	127.92
全部债务(亿元)	159.99	186.26	222.84
营业收入(亿元)	94.52	108.63	115.23
利润总额(亿元)	3.93	3.36	5.14
EBITDA(亿元)	15.61	17.98	21.01
经营性净现金流(亿元)	3.43	2.77	11.54
营业利润率(%)	26.77	25.54	29.00
净资产收益率(%)	1.71	1.03	2.06
资产负债率(%)	56.62	58.35	62.39
全部债务资本化比率(%)	48.17	49.77	55.14
流动比率(%)	191.59	201.99	173.34
经营现金流流动负债比(%)	3.09	2.57	8.47
全部债务/EBITDA(倍)	10.25	10.36	10.61
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	2.08	2.05

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、污水处理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；公司股东在资产划拨、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产能逐步释放，进一步整合产品、渠道等资源，积极拓展海外市场；此外，随着椒江区基础设施建设的持续投资，公司经营发展前景良好。

公司为“12椒江债/PR椒江债”设立专项偿债资金，并以合法拥有的土地使用权提供抵押担保，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。

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

优势

1. 跟踪期内，受益于原研产品特治星恢复供应、FDA进口警示解除等，公司医药板块业绩有所恢复，带动公司收入增长。
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。

关注

1. 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。

2. 公司药品生产销售业务易受行业政策影响，药品管制、药品招标及两票制等政策影响对该板块经营产生一定影响。
3. 跟踪期内，公司短期债务增长较快，短期偿债压力较大。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人仍为台州市椒江区人民政府。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 13303.77 万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生重大变化，公司组织结构未变化，内设综合办公室、产权管理科、审计监管科、投资发展科四个职能部门。2017 年底，公司并表范围一级子公司共 10 家，其中公司孙公司海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）为上海证券交易所上市公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 482.11 亿元，所有者权益合计为 181.33 亿元（其中少数股东权益 70.12 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 115.23 亿元，利润总额 5.14 亿元。

公司注册地址：浙江省台州市椒江区山东路 338 号；法定代表人：阮建明。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 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 15.50 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，公司既往还本付息情况良好。“12 椒江债/PR 椒江债”募集资金已全部用于募投项目建设，其中募投项目台州市椒江区十一围垦工程为自建项目、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为代建项目，上述项目均已建设完成，代建项目已确认完收入。“15 椒江债”募集资金已全部用于代建项目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 13.09 亿元。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
12 椒江债/PR 椒江债	10.00	5.50	2012/09/13	8 年
15 椒江债	10.00	10.00	2015/07/06	7 年
合计	20.00	15.50		

资料来源：联合资信整理

三、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实

施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制

	况的报告》	
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括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。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 医药行业

（1）医药工业现状

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。

据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017年医药产业经济运行分析》，2017年中国规模以上医药企业实现主营业务收入29826.0亿元，同比提高2.3个百分点，全年利润总额3519.7亿元，同比增长16.6%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表3 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015年		2016年		2017年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.7	436.1
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.6	1170.3
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.3	153.4
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.8	707.2
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.0	499.0
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.8	213.9
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.7	14.7
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.1	325.1
医药工业	26885.19	2768.23	29635.86	3216.43	29826.0	3519.7

资料来源：国家统计局

（2）行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。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，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表4 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
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” ¹ ，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。

¹ “两票制”指国家为优化药品购销秩序，压缩流通环节，在全国所有省份陆续推行的“生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票”的医药流通体制。

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。
2017年4月	国务院办公厅	《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等,其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成(中药饮片除外)	破除“以药养医”,落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任,充分发挥市场机制作用,提高医疗服务质量和效率,更好地解决群众看病就医问题;药房成为公立医院成本科室,处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力加强组织实施6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革,提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017年12月	CFDA	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围(艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发疾病)、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理,解决药品注册申请积压的矛盾,同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017年12月	国务院办公厅	《已上市化学仿制药(注射剂)一致性评价技术要求(征求意见稿)》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作,通过再评价的,享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于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,未来医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018年4月	国务院	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发,提升仿制药质量疗效和完善支持政策3个方面提出了15项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向,对推进一致性评价工作具有重要意义,医药企业间竞争力分化将愈加明显

资料来源:联合资信整理

(3) 未来发展

总体看,未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势,政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求,同时,随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地,药品价格下降趋势仍将持续,具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出,行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说,销售增长可期;两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业,为提高终端控制力度,医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期

看,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。

3. 区域经济

跟踪期内,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快,其中城市基础设施建设力度大,为公司发展提供了良好环境。

目前公司经营与投资的项目主要在台州市椒江区,公司的发展直接受台州市椒江区经济增长的影响,并与城市规划密切相关。

椒江区是台州市主体城区之一,截至2017年底,椒江区户籍总人口54.28万人,比上年

低增长 1.4%。2017 年，地区生产总值 551.18 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第一产业增加值 21.20 亿元，增长 0.4%；第二产业增加值 236.54 亿元，增长 10.1%；第三产业增加值 293.45 亿元，增长 4.0%，三次产业结构为 3.8:42.9:53.3。全年人均生产总值 102274 元。2017 年，椒江区工业生产稳中有进，全区实现工业增加值 204.25 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.4%。

2017 年，固定资产投资规模扩大，全区固定资产投资 453.92 亿元，比上年增长 19.9%。其中，工业性投资 78.01 亿元，增长 10.1%；基础设施投资 268.51 亿元，增长 49.4%；房地产开发投资 90.37 亿元，下降 13.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为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

跟踪期内，公司董事长及部分高管因任职期满调动，对公司经营活动未产生重大影响。

因任职期满人事任免调动，公司股东台州市椒江区人民政府发布任免通知（椒政干[2017]14号），对台州市椒江区国有资产经营有限公司董事长、法定代表人和总经理作出调整，具体调整内容如下：

徐玲荣不再担任公司董事长、法定代表人和总经理，由阮建明担任公司董事长及法定代表人职位。陈力海不再担任公司副总经理，郑柏超担任公司副董事长、副总经理。

阮建明先生 1967 年出生，中共党员，大学学历，历任下陈街道党工委委员，葭芷街道办事处副主任、党工委委员、常务副主任，椒江区委委员、洪家街道党工委书记，椒江区财政局党组书记、局长，2017 年底开始兼任公司董事长。

郑柏超先生，1979 年出生，民建党党员，大学学历，历任椒江区财政局经济建设科副科长，椒江区政府性项目投融资管理中心主任、椒江区财政局经济建设科副科长（兼），自 2017 年底起担任公司副董事长和副总经理。

3. 企业规模

跟踪期内，台州市椒江区平台整合初步完成，并构建了以公司和城发集团为核心的“2+N”国有企业运行架构，公司在国有资产运营方面有一定专营性。

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。

2016年底，公司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（椒政发[2017]3号）。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”）、台州市椒江市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）等共九家子公司的全部股权划转至城发集团，划出子公司规模不大，但公司不再经营供水业务，基础设施建设业务将有所减少。

跟踪期内，台州市椒江区平台整合初步完成，并构建了以公司和椒江城发集团为核心的“2+N”国有企业运行架构，城发集团主要负责椒江区“一江两岸”的开发及少量基础设施建设；公司主要负责国有资产运营和椒江区主要基础设施建设。截至 2017 年底，公司出资设立了椒江排水集团有限公司（以下简称“排水集团”）和椒江金融投资有限公司等 7 家一级子公司，共含有 10 家一级子公司。公司在椒江区国有资产运营具有一定专营性。

4. 外部支持

跟踪期内，椒江区财政收入快速增长，一般公共预算收入质量高，政府债务负担仍较重。公司在资产划拨、资金支持、财政补贴等方面持续得到股东的大力支持。

2017年台州市椒江区可支配收入合计98.81亿元，同比增长38.23%，主要系基金收入大幅增长；构成看，椒江区可支配收入以一般公共预算收入和基金收入为主，占比分别为44.57%和39.21%。其中一般公共预算收入（44.04亿元）中税收收入占比为93.23%，一般公共预算收入质量高，一般公共预算支出为37.95亿元，财政自给率为113.68%，财政自给能力强；2017年椒江区实现基金收入38.74亿元，同比增长142.20%。

债务方面，截至2017年底，台州市椒江区

政府债务余额全部由直接债务余额71.41亿元构成，债务率为74.23%，同比下降17.27个百分点，但台州市椒江区地方政府债务负担仍较重。

资产划拨方面，跟踪期内，随着台州市平台整合初步完成，公司获得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”)等股权资产，合计5.74亿元，具体内容见下表。此外，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(以下简称“健达医疗”)、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无偿划入交投集团。

表5 2017年公司获得股权资产划拨情况(单位:亿元)

股权资产内容	资产价值	持股比例	划入时间	划入对象
台州市椒江交通建设投资经营有限公司股权	5.19	100%	2017年1月	公司本部
台州市椒江甲午岩度假村有限公司股权	0.28	100%	2017年1月	台州市椒江旅游集团有限公司
台州市椒江永安陵园服务有限公司股权	0.27	100%	2017年7月	台州市椒江公共事业发展有限公司
合计	5.74	--	--	--

资料来源:公司提供

公司基础设施建设资金部分来源于财政拨款，2017年公司获得建设资金1.12亿元；公司获得台州市椒江区财政局豁免债务1.44亿元，作为股东资本金投入。此外，2017年公司获得政府债券置换资金6.60亿元。

为支持公司业务发展，跟踪期内，椒江区政府持续给予公司补贴。2017年，公司获得政府补贴3.31亿元。

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。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的2018年6月11日中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码为G10331002000027801)，截至2018年6月11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。公司对外担保中含11.35亿元的关注类担保，是公司合并范围内项目公司台州市椒江洪家场浦综合开发有限公司的担保，主要系该公司为项目公司，债务率较高，被列为关注类，未发生代偿。

截至2018年6月14日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等

方面无重大变化，其中高管人员变动见本报告“基础素质”部分。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，椒江区平台整合的初步完成，公司业务板块随合并范围变化有所调整，但仍以药品生产销售为主导，并承担椒江区国有资产经营职责。受益于海正药业业绩恢复，公司营业收入和利润总额实现增长，盈利水平整体有所提高。

跟踪期内，受益于药品生产销售板块业绩恢复，公司主营业务收入实现增长，受城发公司无偿划出和部分公司划入的影响，公司减少

供水、绿化养护工程等业务板块，新增公墓销售、镜片、镜架等销售等板块；变动业务板块收入规模较小，公司主营业务收入仍以药品生产销售为主。

2017 年公司实现主营业务收入 112.74 亿元，同比增长 5.64%，主要系药品生产销售收入增长。药品生产销售收入仍占主导地位，占主营业务收入比重为上升至 95.11%。

2017 年公司主营业务毛利率为小幅上升至 30.11%，主要系占比较高的药品生产销售板块毛利率水平上升所致，热电销售板块受产品结构变化影响毛利率上升至 30.14%，污水处理费受水质标准提高成本大幅增长影响，毛利率下降至-62.65%，其余板块毛利率水平小幅波动。

表 6 2016~2017 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

主营业务收入	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品生产销售	95.72	89.69	28.29	107.23	95.11	31.17
生物材料销售	1.22	1.14	15.43	1.52	1.35	14.17
热电销售	1.01	0.95	2.37	1.18	1.05	30.14
工程施工	1.44	1.35	11.51	1.11	0.99	7.22
污水处理费	0.53	0.49	-24.80	0.65	0.58	-62.65
交通运输	0.58	0.55	6.22	0.65	0.57	12.44
公墓销售				0.13	0.11	48.97
基础设施建设	3.00	2.81	0.00			
水费	2.14	2.00	17.96			
绿化养护工程	0.59	0.55	15.95			
其他	0.50	0.46	54.24	0.27	0.24	47.56
合计	106.72	100.00	26.33	112.74	100.00	30.11

注：2016 年公司其他主营业务包括教育业、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、担保收入和管网安装工程收入。

2017 年公司其他主营业务包括教育业、镜片、镜架、隐形眼镜销售、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。

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

(1) 药品生产销售

受益于海正药业业绩恢复及新增子公司健达医疗，公司药品生产销售板块收入实现增长，盈利水平有所提高。此外，辉瑞公司已将海正

辉瑞股权转让，需持续关注辉瑞股权处置对公司经营业绩和财务质量方面的影响。

公司药品生产销售业务，主要由孙公司海正药业和健达医疗负责经营。健达医疗为 2017 年 1 月由政府无偿划拨至公司，主要负责药品

器材销售和少量药品，业务范围集中的台州市主要医院、药店及医药公司，2017年实现收入3.83亿元，毛利率为16.13%。

海正药业收入包括原料药、自产制剂生产销售以及第三方药品销售构成。2017年，海正药业实现药品生产销售收入105.72亿元，同比增长8.61%，主要是医药工业收入增长带动，主要系：（1）原料药方面CMO（合同定制）业务的增加以及FDA(Food and Drug Administration, 美国食品药品监督管理局)解禁带来

的产品销量的增加；（2）制剂方面是抗感染类及心血管类品种等销售增长。医药商业方面，辉瑞注入品种特治星恢复供货后的销售收入增加，但由于2017年以来药品流通两票制全面实施，公司医药商业分销业务营收规模有所减少。药品生产销售区域分布方面，2017年国内销售占比90.63%。

2017年医药生产销售毛利率同比上升至31.52%，主要系毛利率水平较高的医药工业占比上升。

表7 2016~2017年海正药业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药工业	33.10	34.01	51.28	43.06	40.73	53.12
其中：原料药（自产外销）	10.14	10.42	30.03	10.85	10.26	28.11
原料药CMO（合同定制）	2.74	2.82	32.84	4.36	4.12	28.52
成品药	20.22	20.77	64.45	27.85	26.35	66.70
医药商业	62.62	64.33	15.53	60.38	57.11	16.50
合计	97.33	100.00	27.67	105.72	100.00	31.52

资料来源：公司提供

医药工业

2017年，公司医药工业实现销售收入43.06亿元，同比增长30.09%，主要系成品药销售增长带动。海正药业生产药品种类没有大的变化，仍为抗肿瘤、抗心血管疾病、抗感染等七类原料药。基于海正药业2017年经营数据，除了抗肿瘤药销售规模小幅下降之外，其他主要药品均有所增长，其中公司抗感染药和心血管药销售收入同比均增长较快，抗感染药实现销售收入11.86亿元，同比增长42.89%，主要系达托、

美罗、亚胺西司等产品销售增加，同时原辉瑞产品盐酸米诺环素胶囊实现地产化后，计入该分类；心血管药实现收入6.87亿元，同比增长23.05%，是原辉瑞产品氨氯地平阿托伐他汀钙片地产化后，计入该分类。

毛利率方面，2017年，公司医药生产销售业务毛利率小幅上升至53.12%，主要系心血管药和其他药品毛利上升所致。其中心血管药毛利率水平上升系原辉瑞产品地产化后，归类到本项目致毛利率水平上升。

表8 2016~2017年海正药业主要医药产品情况（单位：亿元、%）

产品名称	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
抗肿瘤药	8.17	24.68	78.09	7.62	17.70	73.27
抗感染药	8.30	25.08	58.43	11.86	27.54	56.81
心血管药	3.08	9.31	20.45	6.87	15.95	45.30
抗寄生虫药及兽药	6.42	19.40	38.47	7.58	17.60	35.10
内分泌药	2.07	6.25	9.18	2.14	4.97	5.34
其他药品	5.06	15.29	48.62	6.99	16.23	66.68
合计	33.10	100.00	51.30	43.06	100.00	53.12

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，原材料供应商经过 FDA 或 EDQM 及辉瑞等大客户的评估审计认可。药品销售方面，公司原料药销售仍包括自产原料药出口和合同定制；公司自产制剂产品的国内推广业务由浙江省医药工业有限公司（以下简称“省医药公司”）转为浙江海坤医药有限公司（简称“海坤医药”）承担，主要包括骨科药物硫酸氨基葡萄糖胶囊等品种；海正辉瑞制药有限公司（以下简称“海正辉瑞”）负责销售海正药业和辉瑞合资时双方注入的品种。

在生产方面，海正药业持续推进跨区域建设，跟踪期内，海正药业生产基地仍主要包括泰州基地、富阳基地和南通基地。跟踪期内，《国家基本药物目录》并未进行更新，公司不存在产品新进入或退出情况。

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。2017 年研发投入 8.44 亿元，占销售收入的 7.99%，其研发投入占比较高；2017 年海正药业共获得 9 个品种 18 个临床批件（其中生物药 2 个品种 3 个批件），新增申报临床 4 个（其中生物药 2 个）。

表 9 2016~2017 年公司药业板块研发投入情况
(单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年
费用化研发投入	4.11	4.39
资本化研发投入	3.64	4.05
合计	7.75	8.44

资料来源: 公司提供

截至 2017 年底，海正药业在建项目计划投资额 69.32 亿元，已完成投资 54.81 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。此外，考虑到公司研发投入规模较大，海正药业面临一定投资压

力。

表 10 2017 年底海正药业主要在建项目情况
(单位: 亿元)

项目	计划总投资	已投资额
二期生物工程项目	15.17	13.75
年产760吨21个原料药生产项目	7.8	5.14
富阳制剂出口基地建设项目	12.19	8.04
富阳年产1500万支注射剂生产项目	5.32	2.98
干粉吸入剂生产线	4.73	3.63
国家战略性药品创新及产业化平台项目	6.47	5.46
企业研究院项目	4.48	3.14
口服固体制剂连续化生产线项目	4.99	4.37
年产20亿片固体制剂、4300万支注射剂技改项目	8.17	8.31
合计	69.32	54.81

资料来源: 公司提供

医药商业

医药销售仍主要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。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仍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。跟踪期内，公司实现医药商业收入 60.38 亿元，同比减少 3.57%，主要系 2017 年下半年实施的两票制影响，分销业务规模下滑。

伴随 FDA 解除对海正药业原料药的进口禁令以及 2017 年 6 月辉瑞的意大利工厂已全面恢复正常生产，并将 2017 年的中国市场（即向海正辉瑞供货）作为辉瑞特治星全球供应优先级最高的市场。2017 年度，公司特治星实现销售收入（含税）3.65 亿元，同比增加 3.18 亿元，但较往年的峰值仍有较大差距，未来特治星恢复销售量将逐步恢复。

根据海正药业 2017 年 11 月公告，PfizerLuxembourgSarI（简称“辉瑞”）已将其在

海正辉瑞 49% 的权益转让给了其关联方 HPPCHoldingS.à.r.l (简称“HPPC”)。HPPC 又将股权转让给了境外买方 SAPPHIREI (HK) HOLDINGS LIMITED (简称“外方”)。辉瑞股权处置完成后, 辉瑞不再直接或间接持有海正辉瑞任何股权权益, 海正药业直接和间接只有持有海正辉瑞 51% 的股权, 辉瑞股权处置完成后, 海正辉瑞将逐步停止使用带有“辉瑞”字眼的名称标识, 联合资信持续关注辉瑞股权处置对海正药业经营业绩和财务质量方面的影响。

(2) 生物材料销售和热电销售

跟踪期内, 受市场需求增长, 生物材料销售收入增长; 受益于产能扩大, 热电销售业务持续增长, 生物材料销售和热电销售业务毛利率水平均有所提高。

公司生物材料销售仍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。2017 年公司实现生物材料销售收入 1.52 亿元, 同比增长 24.59%, 主要系外销的销售量增加(市场需求增加), 毛利率水平同比变化不大, 为 14.17%。2017 年, 生物材料销售客户主要分布在江苏省、广东省和国外客户, 前五名集中度 60% 左右, 集中度较高。

表11 2016~2017年生物材料销售情况 (单位: 万元)

产品类别	2016 年	2017 年
纯料收入	5815.05	7709.20
改性料收入	6268.85	7336.21
委托加工等收入	92.83	174.88
合计	12176.73	15220.29

资料来源: 公司提供

公司热电销售业务仍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 2017 年底, 公司目前拥有 2 台 100t/h 高温高压循环流化床锅炉, 配套 1 台 B25 汽轮发电机组完成发电、供热, 总装机容量为 25MW, 最大供热能力为 180t/h, 主要客户仍为外沙岩头工业园区的电汽用户,

2017 年实现热电销售收入 1.18 亿元, 同比增长 16.83%, 主要系发电产能上升, 致发电量上升, 毛利率水平大幅上升至 30.14%, 主要系产能增加单位固定成本下降以及蒸汽价格小幅上升。

表12 2016~2017年热电销售情况

项目	2016 年		2017 年	
	销售量	销售收入 (万元)	销售量	销售收入 (万元)
电(万度)	3494.07	1443.80	5175.07	2126.64
汽(万吨)	54.45	8651.83	56.52	9719.85
合计		10095.63		11846.49

资料来源: 公司提供

(3) 污水处理

跟踪期内, 受益于污水处理价格上调和产能扩大, 公司污水处理收入持续增长, 由于排水水质要求提高及管网折旧增长, 污水处理毛利率水平大幅下降。

污水处理业务由子公司排水集团负责, 污水处理业务范围仍主要覆盖椒江区、集聚区、台州市开发区; 2017 年公司实现污水处理费收入 0.65 亿元, 同比增长 22.64%, 主要系根据椒江区发展和改革局(椒发改价【2017】1 号)文件自 2016 年 12 月 31 日起, 污水处理价格整体上调, 调整后, 居民生活污水为 0.95 元/立方米, 工业污水为 1.8 元/立方米, 其中高污染工业为 2.25 元/立方米, 非工业污水 1.4 元/立方米。受台州市里对水质提标要求, 公司增加药剂投入, 营业成本大幅上升影响, 公司污水处理业务毛利率水平大幅下降至-62.65%。

随着管网建设项目逐步完工, 排水集团管网长度快速增长, 处理能力快速上升, 截至 2017 年底, 排水集团拥有污水处理厂 2 座, 建有泵站 29 座, 服务面积 94.96 平方公里, 2016~2017 年公司水务业务经营情况见下表。2017 年污水处理量下降小幅下降, 主要系工业污水量减少及天然雨水少致雨污水量减少。

表 13 污水业务经营情况

项目	2016 年	2017 年
污水处理量（万立方米）	6431.00	6093.89
污水处理排放水质综合合格率（%）	99.30	98.89
污水处理能力（万吨/日）	17	27
中水处理能力（万吨/日）	5	5
一级管网（公里）	183	436

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司子公司排水集团主要在建项目有污水处理厂二期、污水处理厂三期、三期提标改造工程、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等，合计总投资 18.58 亿元，截止 2017 年底已完成投资额 7.59 亿元，2018 年计划投资 2.97 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。

（4）工程施工及基础设施建设

跟踪期内，公司实现少量工程施工业务收入，基础设施建设业务稳步推进，未确认收入，且大部分项目未签订代建协议，未来经营模式存在不确定性。

跟踪期内，工程施工收入主要来源由原来的城发集团子公司椒江市政工程公司变更为公司 2017 年新成立的孙公司椒江排水建设有限公司（以下简称“排水建设”），排水建设公司主要从事市政公用工程、地基基础工程、钢结构工程，业务范围分布在台州市，具有市政公用工程施工总承包三级资质，排水建设主要通过

市场化投标获得项目及政府委托建设项目。2017 年排水建设实现收入 1.11 亿元，确认收入主要项目包括农村三级管网工程、中水组团工程等，在建项目包括农村三级管网工程、枫南东路压力管工程、中水组团工程、中水一期扩建工程等，前十大在手合同额约 2.47 亿元。

跟踪期内，公司基础设施板块主要由子公司台州市椒江交通建设投资经营有限公司（以下简称“交通投资公司”）和台州市商贸核心区开发建设投资有限公司等负责。

经营模式方面，项目前期的建设资金由财政拨款支付至公司，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”，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。2017 年，公司未收到基础设施项目回款，未确认基础设施建设收入。

截至 2017 年底，公司主要基础设施在建项目 5 个，合计总投资 48.50 亿元，除了洪家场浦排涝调蓄工程其他均未签订回购协议，已累计完成投资 29.27 亿元。

拟建项目方面，截至 2017 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等，计划总投资额分别为 10.50 亿元和 7.02 亿元左右，建设周期 1~3 年不等，目前上述拟建项目计划以 PPP 模式进行建设。考虑到在建项目尚需投资 19.23 亿元，未来随着工程进度的推进，公司基础设施建设业务存在一定投资压力。

表 14 截至 2017 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	130936.00	在建工程
2	董家洋有机更新项目	143947.00	2017 年--2022 年	34637.00	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	洪家北环线中心大道至永宁河段及连	19000.00	2016 年--2017 年 8 月	21542.00	在建工程

	接线四工程*				
5	大陈岛核心景区建设工程	16678.00	2014年--2019年	7007.00	在建工程
	合计	485037.00		292722.00	

注：标*项目已建设完工，但由于尚未竣工结算，在本表列示。

资料来源：公司提供

3. 经营效率

跟踪期内，公司应收账款及存货周转管理较好，经营效率整体有所提高，2017年公司销售债权周转次数、存货周转次数分别为7.37次、1.00次，同比分别上升0.13次和0.03次，总资产周转次数为0.25次，同比减少0.01次。总体看，公司经营效率较弱。

4. 未来发展

随着椒江区平台整合的完成，公司地位进一步明确、实现投融资平台到实体国有企业的转变。

药品生产销售方面，未来该公司将继续推进“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、生产向研发营销型转型、产品经营向产业与资本相结合转型”五大转型；向治疗的两端即保健和预防延伸；进军欧美高端制剂市场，进而遍及全球市场。公司新投入在建工程主要围绕原料药向制剂转型展开，根据公司“生产一代，储备一代，研制一代”的产品开发思路。药品生产销售在建项目主要包括新建生物工程二期项目、年产760吨辛伐他汀等21个原料药生产项目等，上述项目计划投资额约为70亿元，已完成投资54.81亿元，未来两年分别预计投入10亿元左右。

除了药品生产销售外，公司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。

八、财务分析

公司提供了2016~2017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，受台州市椒江区平台整合营销，公司合并范围新增30家子公司，减少3家，合并范围的变化对专项应付款、营业收入、资本公积等科目的可比性有一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，伴随公司与政府平台公司往来款规模增长、医药研发项目和基建项目持续投入，公司资产规模持续增长，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。

2017年底，公司资产总额482.11亿元，较2016年底增长6.80%，主要系其他应收款和在建工程增长所致。2017年底，流动资产和非流动资产占比仍相当。

表15 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	56.75	12.57	47.96	9.95
应收账款	13.25	2.94	14.25	2.96
其他应收款	52.68	11.67	82.25	17.06
存货	82.47	18.27	78.63	16.31
流动资产合计	218.04	48.30	236.12	48.98
可供出售金融资产	18.41	4.08	22.40	4.65
长期股权投资	2.63	0.58	7.48	1.55
固定资产	78.60	17.41	81.33	16.87
在建工程	93.50	20.71	103.44	21.46
无形资产	26.11	5.78	10.39	2.15
非流动资产合计	233.38	51.70	245.99	51.02

资产总计	451.42	100.00	482.11	100.00
------	--------	--------	--------	--------

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，公司流动资产为 236.12 亿元，较 2016 年底增长 8.29%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017 年底，公司货币资金 47.96 亿元，其中货币资金中受限资金 3.66 亿元。2017 年底，公司应收账款 14.25 亿元，主要为海正药业药品销售应收款。公司其他应收款为 82.25 亿元，较 2016 年底下降 56.12%。按组合计提坏账准备类以其他组合为主，主要为应收政府部门及其控制的公司的往来款，为 73.15 亿元，不计提坏账。其他应收款中前五名占比达到 74.42%，联合资信将持续关注回款情况。

表 16 2017 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
台州市椒江区投资发展有限公司	往来款	46.39	56.40
台州市土地储备中心	往来款	5.00	6.08
台州市椒江区基础设施投资公司	往来款	3.94	4.79
洪家街道办事处	往来款	3.00	3.65
台州市椒江区水利投资开发有限公司	往来款	2.89	3.52
合计	--	61.21	74.42

资料来源：公司提供

2017 年底，公司存货为 78.63 亿元，同比变化不大，主要为开发土地 55.01 亿元（占比 69.96%）和库存商品（占比 19.23%），存货计提跌价准备 0.93 亿元，主要系海正药业部分产品成本高于售价或可变现净值。

2017 年底，公司非流动资产为 245.99 亿元，较 2016 年底增长 5.41%，主要由固定资产、在建工程构成。

2017 年底，公司可供出售金融资产为 22.40 亿元，较 2016 年底增长 21.68%。主要系增加

对台州市沿海开发投资有限公司投资 2.91 亿元。公司长期股权投资为 7.48 亿元，同比增长 184.42%，主要系增加对台州市市域铁路第一项目有限公司的投资（1.68 亿元）和浙江导明医药科技有限公司失去控制权计入本科目所致。公司固定资产为 81.33 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 51.09%）、机器设备（占比 40.77%）和排水设备（占比 5.34%）构成。公司在建工程为 103.44 亿元，较 2016 年底增长 10.63%，主要为公司负责的椒江区基础设施项目和海正药业的生产项目。公司无形资产为 10.39 亿元，较 2016 年底减少 60.23%，主要系无偿划转出土地 14.37 亿元，构成看，主要由土地使用权（8.38 亿元）和非专利技术（5.92 亿元）构成。

2017 年底，公司受限资产合计 17.45 亿元，以存货中的土地（10.42 亿元）和货币资金中的存单质押（3.66 亿元）为主，占总资产比重为 3.62%。

2. 资本结构

跟踪期内，受原政府划入的土地所有权无偿转出等影响，公司所有者权益小幅减少，所有者权益中少数股东权益占比仍较高，稳定性一般；公司债务规模增长较快，整体债务负担进一步加重。

2017 年底，公司所有者权益 181.33 亿元（其中少数股东权益为 70.12 亿元），较 2016 年底减少 3.56%，主要系资本公积和少数股东权益减少，2017 年底，公司资本公积为 88.70 亿元，同比减少 6.58%，主要系台州市商贸核心区开发建设投资有限公司无偿划出土地 14.37 亿元以及无偿划入交投集团股权 5.19 亿元等综合影响。

表 17 2016~2017 年公司所有者权益主要构成情况
(单位：亿元、%)

项目	2016		2017	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	1.33	0.71	1.33	0.73

资本公积	94.94	50.49	88.70	48.91
未分配利润	19.32	10.28	20.94	11.55
少数股东权益	72.19	38.40	70.12	38.67
所有者权益合计	188.02	100.00	181.33	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司负债总额 300.78 亿元，较 2016 年底增长 14.19%。从负债构成看，流动负债占比上升至 45.29%。

表 18 2016~2017 年公司负债主要构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	52.81	20.05	69.37	23.06
其他应付款	16.84	6.39	19.97	6.64
应付账款	11.33	4.30	12.79	4.25
一年内到期的非流动负债	14.85	5.64	24.65	8.19
流动负债合计	107.95	40.98	136.22	45.29
长期借款	57.31	21.76	71.07	23.63
应付债券	60.33	22.91	56.85	18.90
长期应付款	9.36	3.55	12.16	4.04
专项应付款	21.88	8.31	13.25	4.41
递延收益	6.46	2.45	9.41	3.13
非流动负债合计	155.45	59.02	164.56	54.71
负债合计	263.40	100.00	300.78	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债为 136.22 亿元，较 2016 年底增长 26.19%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017 年底，公司短期借款为 69.37 亿元，同比增长 31.38%；公司其他应付款 19.97 亿元，较 2016 年底增长 18.61%，主要系往来款和市场推广未结算款增长所致，从构成看仍以和台州市椒江城建有限公司、台州市椒江区财政局等往来款（12.84 亿元）为主；公司一年内到期的非流动负债 24.65 亿元，主要由长期借款 14.57 亿元和应付债券 8.49 亿元构成。

2017 年底，公司非流动负债 164.56 亿元，较 2016 年底增长 5.86%，主要系长期借款和长

期应付款增长。

2017 年底，公司长期借款为 71.07 亿元，较 2016 年底增长 24.01%，主要由保证借款（占比 70.86%）、抵押保证借款（占比 10.93%）和质押保证借款（占比 15.65%）构成；公司应付债券为 56.85 亿元，同比减少 5.78%，主要系部分债券重分类至一年内到期非流动负债中以及 2017 年公司新发债券 5 亿元；公司专项应付款为 13.25 亿元，同比减少 39.42%，主要系合并范围变化转出 6.08 亿元。2017 年底，公司预计负债为 1.75 亿元，主要为海正药业处置子公司浙江导明医药科技有限公司预计股权转让回购义务等事项存在重大不确定性形成的负债 1.52 亿元；递延收益增长主要为政府补助增长。

公司有息债务规模随着公司业务范围的扩大持续增长，2017 年底，公司全部有息债务合计 222.84 亿元，同比增长 19.64%，其中短期债务占比上升至 42.60%，从债务指标来看，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 41.36%、55.14% 和 62.39%，同比分别增长 2.88 个百分点、5.37 个百分点和 4.04 个百分点，公司整体债务负担进一步加重，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，受益于药品生产销售板块收入增长，公司营业收入规模有所扩大，盈利水平有所提高；利润总额对政府支持依赖程度仍较高。

跟踪期内，公司合并范围有所调整，业务板块有增减变动，但主营收入仍以药品生产销售为主导。跟踪期内，受益于海正药业收入增长，2017 年公司实现营业收入 115.23 亿元，同比增长 6.08%，营业成本同比增长 0.76%，营业利润率同比上升 3.46 个百分点，至 29.00%。

跟踪期内，公司期间费用构成仍以销售费用和管理费用为主，期间费用占营业收入的比重为 10.27%，对公司利润形成一定侵蚀。2017 年公司计提资产减值损失 1.16 亿元，主要为海

正药业的存货跌价损失（0.70 亿元）和商誉减值损失²（0.27 亿元）。

非经营性收入方面，补贴收入为公司利润总额主要来源，2017 年，公司获得补贴款项为 4.33 亿元，其中收到辉瑞卢森堡公司因其注入子公司海正辉瑞制药有限公司产品特治星供应短缺造成公司业绩影响而给予子公司海正药业的补偿款 1.02 亿元和政府拨付的基础设施建设及经营等补贴款合计 3.31 亿元。同期，公司利润总额为 5.14 亿元，利润总额对政府补贴依赖较高。

从盈利能力指标看，跟踪期内，伴随净利润的增长，公司净资产收益率和总资本收益率均有所上升，分别为 2.06% 和 2.90%，公司盈利水平小幅上升。

4. 现金流分析

受益于公司营业收入规模扩大和持续较好的业务收现能力，公司经营活动现金净流入大幅增长；公司投资活动净流出规模大幅扩大，经营活动产生的现金流量净额无法覆盖投资活动对资金的需求，公司仍存在一定外部融资需求。

经营活动现金流方面，公司药品生产销售业务持续表现较好的收现能力，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 112.92 亿元，公司现金收入比为 97.99%，同比小幅下降 1.53 个百分点；同期，经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，收到与支付其他与经营活动有关的现金规模仍较大，主要为财政补贴及往来款。跟踪期内公司实现经营活动现金净流入为 11.54 亿元，同比大幅增长 316.35%。

投资活动现金流方面，随着海正药业在建项目投入及公司基础设施建设项目持续投入，

投资活动净流出规模持续扩大。2017 年，公司投资活动现金流入 23.39 亿元，主要为收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金（与资产相关的政府补助及收到的借款），同期，公司投资活动现金流出为 72.84 亿元，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（支付公司借款）为主。2016 年公司投资活动现金净额为 -50.45 亿元，同比净流出规模扩大 93.08%。

筹资活动现金流方面，2017 年公司筹资活动现金流入 149.90 亿元，以取得借款收到的现金为主（124.74 亿元），此外吸收投资收到的现金 7.39 亿元主要为少数股东增资款。同期，公司筹资活动现金流出 118.54 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。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额 31.36 亿元，同比减少 12.01%。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模大幅增长，短期偿债压力较大；公司长期偿债能力仍一般，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，公司整体偿债能力较强。

受流动负债规模同比大幅增长的影响，公司短期偿债能力指标有所下降，2017 年底流动比率和速动比率分别下降为 173.34% 和 115.62%，2017 年公司经营活动净现金流入规模扩大，经营现金流动负债比上升至 8.47%。2017 年公司现金类资产为 49.88 亿元，对短期债务的覆盖倍数下降至 0.53 倍，保障能力弱。

长期偿债能力方面，2016~2017 年公司 EBITDA 分别为 17.98 亿元和 21.01 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 10.36 倍和 10.61 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力仍一般；2016~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 2.08 倍和 2.05 倍。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，公司整体偿债能力较强。

² 海正药业计提云南生物制药有限公司商誉减值，主要系云南生物制药有限公司厂址搬迁后部分员工离职，管理层变动及疫苗销售政策改变等因素导致经营未达预期。

截至 2017 年底，公司子公司台州市椒江农信担保有限公司的担保余额 4218 万元（截至 2017 年底的代偿余额为 201 万元，2017 年发生代偿金额为 185.41 万元），公司对外担保合计 6.87 亿元，担保比率为 3.79%，担保比率低，被担保对象以国有企业为主，处于正常经营状态，公司担保比率低，或有风险可控。

截至 2017 年底，公司获得银行授信额度约 216.04 亿元，已使用银行授信额度 155.01 亿元，未使用 61.03 亿元，公司间接融资渠道较通畅。公司合并范围子公司海正药业为上海交易所上市公司，公司直接融资渠道较通畅。

九、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2017年底，公司存续债券余额65.50亿元，其中一年内到期的应付债券为8.50亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券 8.50 亿元（含本报告跟踪债权一年内需偿付本金 3.50 亿元），2019 年将达到存续债券待偿本金峰值 23.50 亿元。2017 年底，公司现金类资产 44.85 亿元；2017 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 120.92 亿元、11.54 亿元和 21.01 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力较好，经营活动流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较好。

表19 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	8.50
未来待偿债券本金峰值	23.50
现金类资产/一年内到期债券余额	5.28
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.15
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.49
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.89

资料来源：联合资信整理

2、存续期企业债券保护条款分析

联合资信评定的企业债券设置了土地抵押和土地出让金等保障条款，跟踪期内指定代建项目回购款和配套土地出让未按计划执行，联合资信将持续关注债项保障措施实施情况。

（1）12 椒江债/PR 椒江债

“12 椒江债/PR 椒江债”设立了专项偿债资金和偿债专户，并以椒江区三宗土地使用权提供抵押担保。

专项偿债资金

公司将提前提取专项债基金用于“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，来源包括指定代建项目的政府回购资金和公司日常经营收入。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，公司按要求提前将应付利息和本金存入偿债专户。

专项偿债资金来源中指定项目政府采购金额合计为 22.71 亿元，累计收到回购款 12.99 亿元。由于公司合并范围变化，指定项目中台州开发大道东延段工程、台州大道三期工程均不再纳入合并范围，尚未回款部分（1.23 亿元）不再作为专项偿债资金来源。整体看，代建项目的回款情况未按计划执行，联合资信将持续关注“12 椒江债/PR 椒江债”偿债基金筹集情况。

土地抵押

公司为“12 椒江债/PR 椒江债”提供土地抵押，抵押土地面积为 166.67 万平方米，土地用途为商业和住宅用地，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 2018 年 6 月 13 日提供的证明，抵押的三宗土地与 2013 年 4 月的评估价值一致，无减值），总价值为 25 亿元，对“12 椒江债/PR 椒江债”债券余额（5.50 亿元）的覆盖倍数为 4.55 倍，是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。

（2）15 椒江债

根据《台州市椒江区人民政府关于台州市

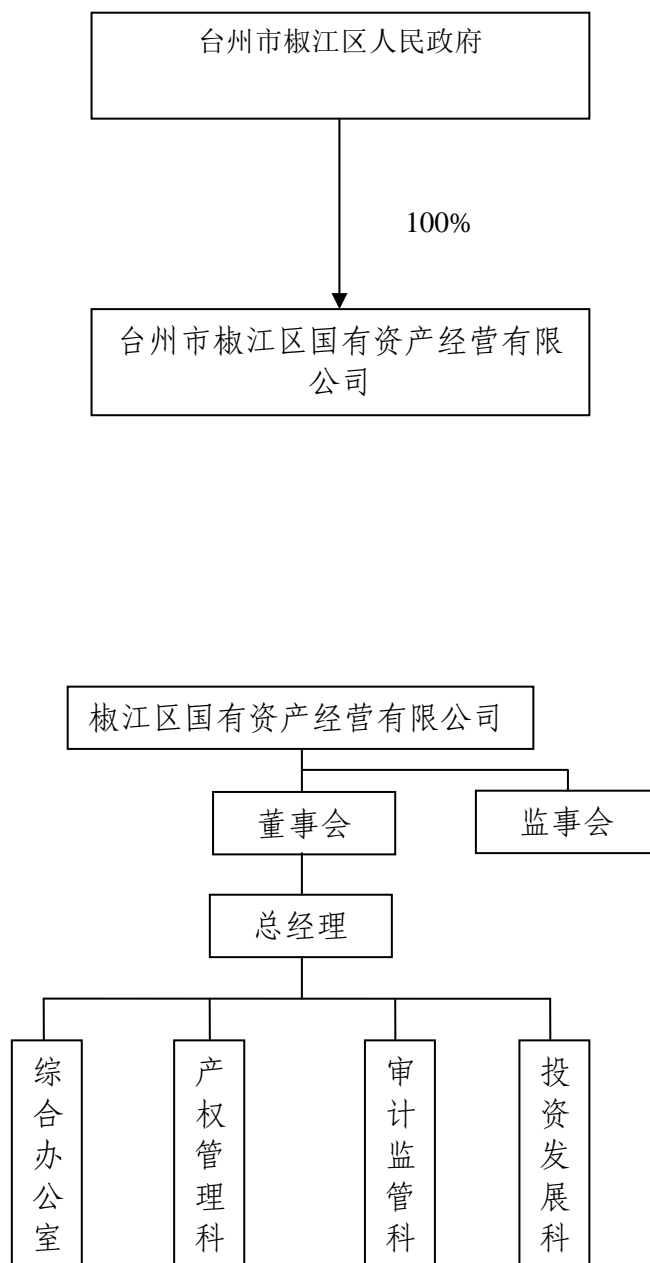
椒江区国有资产经营有限公司台州市椒江区洪家场浦排涝调蓄工程项目配套资金安排的批复》（椒政发〔2014〕71号），台州市椒江区人民政府同意将位于台州市椒江区东江湖区域的一宗商业、住宅用地（面积约为742.84亩）的土地出让收入的90%部分、约40.11亿元作为洪家场浦公司（公司全资子公司）建设该项目的配套资金，由台州市椒江区财政局分12年拨付给洪家场浦公司。

截至2017年底，由于洪家场浦排涝调蓄工程还在建设中，配套土地未对外出让，公司未收到相应配套资金。联合资信将继续关注配套资金的到位情况。

十、结论

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

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 2017 年底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例(%)	取得方式
1	台州市椒江排水集团	污水处理	100	设立
2	台州市椒江旅游集团有限公司	旅游业	100	设立
3	台州市商贸核心区开发建设投资有限公司	基础设施建设	95	设立
4	台州市椒江交通建设投资经营有限公司	基础设施建设	100	非同一控制
5	台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司	基础设施建设	100	设立
6	台州市民卡营运管理中心有限公司	服务业	100	设立
7	台州市椒江金融投资有限公司	金融投资	100	设立
8	台州市椒江工业地产开发有限公司	房产开发	100	设立
9	台州市新府城传媒有限公司	广告业	100	设立
10	浙江海正集团有限公司	制造业	40	同一控制

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	45.61	58.60	49.88
资产总额(亿元)	396.82	451.42	482.11
所有者权益(亿元)	172.14	188.02	181.33
短期债务(亿元)	73.61	68.62	94.92
长期债务(亿元)	86.38	117.64	127.92
全部债务(亿元)	159.99	186.26	222.84
营业收入(亿元)	94.52	108.63	115.23
利润总额(亿元)	3.93	3.36	5.14
EBITDA(亿元)	15.61	17.98	21.01
经营性净现金流(亿元)	3.43	2.77	11.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.65	7.24	7.37
存货周转次数(次)	0.85	0.97	1.00
总资产周转次数(次)	0.25	0.26	0.25
现金收入比(%)	104.01	99.52	97.99
营业利润率(%)	26.77	25.54	29.00
总资本收益率(%)	2.43	2.54	2.90
净资产收益率(%)	1.71	1.03	2.06
长期债务资本化比率(%)	33.41	38.49	41.36
全部债务资本化比率(%)	48.17	49.77	55.14
资产负债率(%)	56.62	58.35	62.39
流动比率(%)	191.59	201.99	173.34
速动比率(%)	116.88	125.59	115.62
经营现金流动负债比(%)	3.09	2.57	8.47
全部债务/EBITDA(倍)	10.25	10.36	10.61
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	2.08	2.05

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+一年内到期非流动负债+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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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。