

信用等级公告

联合〔2019〕1636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长期信用状况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，“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

二〇一九年六月二十一日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<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

跟踪评级结果

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	4亿元	2020/09/13	AA	AA
15椒江债	8亿元	2022/07/06	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019年6月21日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年
现金类资产(亿元)	58.60	49.88	40.05
资产总额(亿元)	451.42	482.11	485.11
所有者权益(亿元)	188.02	181.33	176.94
短期债务(亿元)	68.62	94.92	117.52
长期债务(亿元)	117.64	134.44	109.99
全部债务(亿元)	186.26	229.37	227.51
营业收入(亿元)	108.63	115.23	112.16
利润总额(亿元)	3.36	5.14	1.47
EBITDA(亿元)	17.98	21.01	19.86
经营性净现金流(亿元)	2.77	11.54	31.16
营业利润率(%)	25.54	29.00	38.04
净资产收益率(%)	1.03	2.06	-0.03
资产负债率(%)	58.35	62.39	63.52
全部债务资本化比率(%)	49.77	55.85	56.25
流动比率(%)	201.99	173.34	142.07
经营现金流流动负债比(%)	2.57	8.47	18.55
全部债务/EBITDA(倍)	10.36	10.92	11.45
EBITDA利息倍数(倍)	2.08	2.05	1.67

注：1.现金类资产已剔除使用受限的货币资金；2.其他应付款和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务

分析师

张雪婷 闫旭 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，已形成医药生产销售为主导，基础设施建设、污水处理和交通运输为辅的多元化经营结构。跟踪期内，公司资产规模持续增长；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、公司下辖浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）出现业绩亏损且受到上海证券交易所纪律处分、公司往来款对资金形成占用、资产流动性较弱及短期债务规模上升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随着产能逐步释放，产品、渠道等资源进一步整合，以及积极拓展海外市场，业绩有望提升；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

- 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。
- 跟踪期内，子公司海正药业共实现专利申请68项；多项专利及产品获得荣誉称号。

3. 跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

关注

1. 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对该板块经营产生一定影响。
2. 2018年，海正药业发生业绩亏损，主要原因包括：部分研发项目确认中止或暂停开发，部分资本化研发项目进行费用化确认，并计提相关长期资产减值准备；在建工程推进及转固，使得费用化借款利息明显上升；原料药产品欧盟市场解禁晚于预期，高毛利产品在欧美等市场的销售下降等。
3. 海正药业以前年度研发投入项目过于分散，未能形成有效聚焦，投入规模大而产出滞后，从而造成资金沉淀。
4. 公司未签订回购协议的基建项目规模较大，未来基础设施收入存在一定不确定性。
5. 公司其他应收款及存货规模大，对资金形成占用，资产流动性弱。
6. 公司整体债务负担重；短期债务增长较快，短期偿债压力上升。

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

公司是经台州市椒江区人民政府批准，由椒江区国有资产监督管理委员会（以下简称“区国资委”）直接授权的国有资产运营企业，是椒江区最重要的国有资产经营主体，在椒江区经济和社会发展中具有重要地位和作用。公司子公司浙江海正集团有限公司（以下简称“海正集团”）持有上市公司浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）33.22%的股份，海正药业于2000年在上海证券交易所（以下简称“上交所”）成功上市，是椒江区首家上市公司。截至2018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持有公司100.00%股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生重大变化，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。截至2018年底，公司合并报表范围内的一级子公司共9家。

截至2018年底，公司资产总额为485.11亿元，所有者权益为176.94亿元（含少数股东权益65.57亿元）；2018年度公司实现营业收入112.16亿元，利润总额1.47亿元。

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：杨振江。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年底，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12.00亿元。“12椒江债/PR椒江债”募集资金已全部用于募投项目建设；“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。上述两期债券均在跟踪期内正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
12椒江债/PR椒江债	10.00	4.00	2012/09/13	2020/09/13
15椒江债	10.00	8.00	2015/07/06	2022/07/06
合计	20.00	12.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者

购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，

增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺

差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深

化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增长放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城投行业

(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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府

债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风

险在一定程度上有所缓和。

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底,中国城镇化率为59.58%,较2017年底提高1.06个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日,《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署,将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

2. 医药行业

(1) 医药工业

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。2015—2017年,医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示,2018年,中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓,全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24264.7亿元,同比增长12.4%;其中主营业务收入23986.3亿元,同比增长12.6%;实现利润总额3094.2亿元,同比增长9.5%。

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2 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:联合资信整理

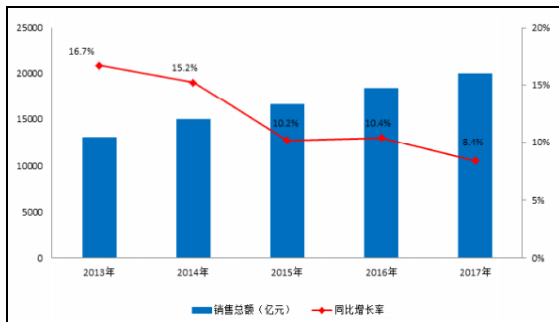
(2) 医药商业

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入,释放了国内的医疗及药品

需求量,中国药品流通行业销售额自2006年以来快速增长。2010年以来,中国药品流通行业步入稳定增长期,近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，2017年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额20016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，增速同比下降2.0个百分点。其中，药品零售市场4003亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比回落0.5个百分点。

图1 2013-2017年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017年药品流通行业运行统计分析报告》

药品批发企业销售增长有所放缓。2017年，全国药品流通直报企业主营业务收入14620亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比下降2.6个百分点；利润总额363亿元，扣除不可比因素同比增长10.9%，增速与上年持平；平均毛利率7.2%，同比上升0.2个百分点；平均费用率6.1%，同比上升0.9个百分点；平均利润率1.7%，同比下降0.1个百分点；净利润率1.5%，与上年基本持平。2017年，前100位药品批发企业主营业务收入同比增长8.4%，增速下降5.6个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长9.3%，增速下降2.9个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.0%，同比下降0.2个百分点。其中4家全国龙头企

业主营业务收入占同期全国医药市场规模的37.6%，同比上升0.2个百分点。

按销售渠道分类，2017年对生产企业销售额107亿元，占销售总额的0.5%，同比上升0.2个百分点；对批发企业销售额7227亿元，占销售总额的36.1%，同比下降4.8个百分点；对终端销售额12682亿元，占销售总额的63.4%，同比上升4.6个百分点。其中，对医疗机构销售额8766亿元，占终端销售额的69.1%，同比下降1.9个百分点；对零售终端和居民零售销售额3916亿元，占终端销售额的30.9%，同比上升1.9个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

(3) 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3 2018年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018年3月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降

		是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	趋势仍将延续
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
2018年4月	国家中药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018年4月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018年4月	财政部	自2018年5月1日期，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税将为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018年5月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018年5月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018年6月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，可提供药理学及非临床安全性研究资料，	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性，更好地满足中医临床

	规定的公告》	免报药效学研究及临床试验资料，申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	使用经典名方的需要，利好于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种有原来的520种增加到685中，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》	选取了31中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2018年12月	国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	将制订辅助用药目录，明确医疗机构辅助用药范围，对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控	有利于控制辅助用药滥用现象，提高合理用药水平

资料来源：联合资信整理

（4）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

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，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，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。

一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018年2月至7月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至2019年5月18日，共有192个品种完

成一致性评价。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE于2017年12月发布了《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）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018年11月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018年12月7日，招标工作完成，31个试点通用名药品有25个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药22个，原研药3个，仿制药替代效应显现；与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅52%，最高降幅96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明

显。

3. 区域经济环境

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

椒江区是台州市主体城区之一，2018年，地区生产总值627.10亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值20.80亿元，同比增长0.4%；第二产业增加值76.50亿元，同比增长9.8%；第三产业增加值329.80亿元，增长8.7%。三次产业结构为3.3:44.1:52.6。全年人均生产总值102274元。2018年，全区实现财政总收入82.07亿元，同比增长12.8%；实现一般公共预算收入49.55亿元，较上年增长12.5%，其中税收收入系其主要组成部分，政府性基金预算收入96.44亿元，同比增长148.9%。

2018年，全区固定资产投资比上年增长27.6%。其中，房地产开发投资同比增长70.0%，工业性投资同比增长65.0%，基础设施投资同比下降1.9%，民间投资增长95.7%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至目前，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公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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。截至2018年底，公司共含有9家一级子公司，在椒江区国有资产运营具有一定专营性。

公司下辖海正药业为国家首批“创新型企业”，建有国家认定的企业技术中心和博士后科研工作站、院士工作站。跟踪期内，海正药业共实现专利申请68项（国内申请48项，PCT国际申请20项），其中发明专利申请62

项,实用新型专利申请 6 项;专利授权 48 项,均为发明专利。酸性重组蛋白药物的纯化方法获中国专利优秀奖。两个研发产品获得国家和省级技术奖:“阿卡波糖”获得了中国科技产业化促进会标准项目创新奖一等奖,“达托霉素原料药及其制剂的产业化研究”获得了浙江省药学会科学技术奖一等奖。

目前海正药业拥有“海正”和“HISUN”中国驰名商标,拥有品种齐全的产品梯度,跟踪期内,海正药业产品获得多项行业荣誉称号:拳头产品伊索佳(硫酸氨基葡萄糖胶囊)获得“2018 中国化学制药行业其他各科用药优秀产品品牌”称号;注射用硫酸卷曲霉素获得“2018 中国化学制药行业抗感染类优秀产品品牌”称号;喜美欣(丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片)获得“2018 中国化学制药行业消化系统类优秀产品品牌”称号。瀚晖制药有限公司(以下简称“瀚晖制药”)的产品多达一(氨氯地平阿托伐他汀钙片)获得“2018 中国化学制药行业降血压类优秀产品品牌”的称号,艾诺宁(注射用盐酸伊达比星)获得“2018 中国化学制药行业儿童用药优秀产品品牌”的称号,伊达力(厄贝沙坦片)进入“2018 中国化学制药行业优秀仿制药特设奖”榜单。

3. 外部支持

2018 年,台州市椒江区可支配收入合计 160.90 亿元(2017 年为 98.81 亿元),主要系基金收入大幅增长所致;从构成看,椒江区可支配收入以一般预算收入和基金收入为主,分别为 49.55 亿元和 96.44 亿元。其中一般预算收入中税收收入为 45.99 亿元,一般预算收入质量高;一般公共预算支出为 44.76 亿元,财政自给率为 102.75%,财政自给能力强;2018 年椒江区实现基金收入 96.44 亿元,同比增长 248.94%。

根据台州市椒江区人民政府椒政函(2018)29 号《关于要求将台州市椒江水利投资开发有限公司 60%股份无偿划转至台州市椒江平安

水利开发有限公司的函》和台州市人民政府国有资产监督管理委员会台国资〔2018〕150 号《关于同意无偿划转台州市椒江水利投资开发有限公司股权的批复》,将台州市基础设施建设投资集团有限公司持有的台州市椒江水利投资开发有限公司 60%股权无偿划拨给子公司台州市椒江平安水利开发有限公司持有,台州市人民政府国有资产监督管理委员会确定股权划拨基准日为 2018 年 7 月 1 日,并以被合并公司 2018 年 6 月 30 日的净资产作为股权划拨价值(1202.65 万元)。

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。2018 年,公司获得政府补贴 7.04 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。

七、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;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〔2019〕6 号),对公司董事长、法定代表人、董事和监事作出调整,具体调整内容如下:

阮建明不再担任公司董事长和法定代表人,由杨振江担任公司董事长及法定代表人职位。陈力海、姜益不再担任公司董事,变更为徐林灯、李华川。周荣考、李克强、吕芳珍不再担任公司监事,变更为李军、徐溢挺和王隽豪。

杨振江先生 1973 年出生,曾任三甲镇人民政府科员、团委书记、政法民政办主任;椒江区委组织部机关党工委干事、办公室副主任;参照办主任、干部一科科长;白云街道办事处副主任;椒江区政府金融工作办公室副主任、党组成员;台州市商贸核心区开发建设投资有限公司董事长、经理;椒江区下陈街道办事处常务副主任;现任公司法定代表人、董事长。

跟踪期内，公司人事变动未对经营产生重大影响。

八、重大事项

公司下辖海正药业于 2018 年 12 月收到上交所纪律处分决定书《关于对浙江海正药业股份有限公司及有关责任人予以纪律处分的决定》（〔2018〕67 号）：经查明，海正药业在信息披露、规范运作等方面，有关责任人在职责履行方面存在违规行为。

1. 未经决策擅自修改重要子公司合资合同的重要条款，且未及时披露

2017 年 11 月，Pfizer Luxembourg Sarl（以下简称“辉瑞”）将 2012 年与海正药业合资设立的海正辉瑞制药有限公司（以下简称“海正辉瑞”或“合资公司”）49%的股权转让给其全资子公司 HPPC Holding Sarl（以下简称“HPPC”）。同日，海正药业与 HPPC 签署《经修订及重述的合资合同》和《经修订及重述的公司章程》（以下简称“修订文件”），删除原修订文件中关于转让股权的限制条款。2017 年 11 月 10 日，辉瑞将 HPPC 100%股权转让给 SAPHIRE I (HK) HOLDINGS LIMITED（以下简称“外方”）。转让后，辉瑞不再直接或间接持有海正辉瑞任何股权。

原修订文件约定，一方转让海正辉瑞的股权时，另一方享有优先购买权，向关联方转让的除外。若向关联方转让后，该关联方不再是转让方的关联方时，应将其受让股权转回给原转让方。修订文件删除了对股权转回的相关要求，导致一方可以通过先向关联方转让海正辉瑞的股权、再改变关联关系的方式，实现豁免另一方的优先购买权，向第三方转让海正辉瑞股权的目的。这一修订及重述属于对海正药业及合资方关于海正辉瑞权利义务安排的重大调整。

海正药业与辉瑞合资设立海正辉瑞于 2012 年 6 月 12 日经董事会审议，并于 2012 年

6 月 29 日通过股东大会审议。上述重大修改应当及时披露并履行董事会、股东大会决策程序。但海正药业在未经决策程序的情况下签署修订文件，且在 2017 年 11 月 11 日披露的海正辉瑞股权变动提示性公告中未披露修订合同及章程事项。经监管督促，海正药业直至 11 月 29 日才补充披露上述事项并履行董事会决策程序，至 12 月 15 日才履行股东大会决策程序。

2. 未按规定披露重大日常经营合同相关内容

辉瑞退出后，海正药业、外方和合资公司签署《关于海正辉瑞制药有限公司之主协议》，终止原合资期间相关协议，同时，HPPC 与海正辉瑞或其子公司签署《许可协议》、《技术转移协议》和《供应协议》等一系列附属协议，其中《供应协议》涉及累计采购总金额约为 79.41 亿元。

上述协议涉及 9 项产品品种，其中 5 项为海正药业 2017 年年报披露的主要产品品种，可能对海正药业经营成果产生重大影响，且协议金额占最近一个会计年度经审计营业收入的 50%以上，绝对金额超过 5 亿元，属于特别重大合同，应当按照相关规则要求及时履行信息披露义务。但海正药业仅在《关于控股子公司海正辉瑞制药有限公司股权变动的提示性公告》中提及上述协议签署事项，未按规定披露合同标的情况、合同对方当事人情况，以及合同金额、违约责任、签署时间等合同主要条款。经监管督促，海正药业直至 11 月 29 日才补充披露。

3. 隐瞒影响处置收益确认的回购权等合资合同重要条款

2018 年 1 月 2 日，海正药业披露关于浙江导明医药科技有限公司（以下简称“导明医药”）增资及债转股事项的进展公告。公告显示，海正药业控股子公司导明医药通过挂牌引进战略投资者。Growth River Investment Limited 和

Empire Gateway Investment Limited 两家企业于 2017 年 12 月 29 日成功摘牌，同日完成合资合同签署、资金汇缴和工商登记等全部事项，预计将增加 2017 年归属于母公司股东的净利润 1.3 亿元左右，最终数据以审计数据为准。2018 年 3 月 27 日，公司 2017 年年报披露，由于摘牌方和债转股方拥有回购权，其回购行为是否会实际发生存在不确定性，海正药业因投资核算方法转换所对应的处置收益尚无法确定已经实现，暂不确认投资收益。

回购权是合资各方在上述合资合同签署时明确约定的条款。该回购权条款约定，若自合同签订之日起 60 个月内导明医药未能完成合格上市或合格并购，海正药业可能承担回购义务。这一回购权安排属于涉及上市公司权利与义务安排的实质性条款，理应及时、准确、完整披露。同时，海正药业 2017 年最终实现归属于母公司股东的净利润 1356.62 万元。上述处置收益能否确认将对海正药业业绩产生重大影响，甚至可能影响公司业绩盈亏。而回购权安排是影响上述处置收益是否满足确认条件的关键因素，对投资者预期及决策具有重大影响。但公告中未披露包括该回购权条款在内的多项重要条款，且未充分提示因回购权条款将导致海正药业相关处置收益无法确认的重大风险。

经监管督促，海正药业直至 2018 年 1 月 19 日才补充披露回购权等合同重要条款，同时提示本次交易能否确认收益存在不确定性。

鉴于上述情节，上交所对海正药业及时任董事长白骅予以公开谴责；对时任董事兼总裁林剑秋、时任董事兼高级副总裁王海彬、时任董事会秘书沈锡飞、时任财务总监刘远燕予以通报批评。对于上述纪律处分，上交所将通报中国证监会和浙江省人民政府，并记入上市公司诚信档案。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司药品生产销售板块和工程施工板块有所下降；其余板块均有不同程度的增长。2018 年，公司实现主营业务收入 109.31 亿元，同比下降 3.04%，主要系药品生产销售收入下降所致；营业收入仍以药品生产销售收入为主，2018 年占 93.99%。

2018 年，公司主营业务毛利率上升至 39.06%，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，污水处理费受水质标准提高导致成本居高影响，毛利率进一步下降至 -74.08%；工程施工毛利率大幅下降至 -55.03%；其他业务变动幅度较小。

表 4 2017-2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务收入	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品生产销售	107.23	95.11	31.17	102.73	93.99	41.14
生物材料销售	1.52	1.35	14.17	2.25	2.06	15.44
热电销售	1.18	1.05	30.14	1.64	1.50	33.69
工程施工	1.11	0.99	7.22	0.51	0.46	-55.03
污水处理费	0.65	0.58	-62.65	0.76	0.69	-74.08
交通运输	0.65	0.57	12.44	0.66	0.6	6.75
公墓销售	0.13	0.11	48.97	0.30	0.28	40.13
其他	0.27	0.24	47.56	0.46	0.42	43.56
合计	112.74	100.00	30.11	109.31	100	39.06

资料来源：公司审计报告

注：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，租赁收入，门票、市民卡、旅游业及其

他，教育业收入和担保收入。2018年公司其他主营业务包括镜片、镜架、隐形眼镜销售，安保器材销售与服务，租赁，门票、市民卡、旅游业及其他，教育业收入和担保收入。

2. 经营分析

(1) 药品生产销售

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销售，业务范围集中在台州市主要医院、药店及医药公司。

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。截至2018年底，海正药业资产规模为218.54亿元，所有者权益为73.79亿元（含少数股东权益11.95亿元）；2018年，海正药业实现营业收入101.87亿元，同比下降3.63%，主要是医药商业的减少，系两票制全面推广后，医药商业中涉及分销和原料销售大幅减少，以及尚未地产化的辉瑞产品改为推广收入，导致相应的销售额减少；

利润总额-1.12亿元，发生业绩亏损，主要原因包括：①原料药产品欧盟市场解禁晚于预期，公司原料药在欧美等市场的高毛利产品销售下降，原料药毛利同比下降约1.5亿元；②海正药业调整研发方向和策略，部分研发项目确认中止或暂停开发，其中包括了部分已资本化处理的研发项目，不再符合资本化条件，本期进行费用化确认；③海正药业对在在建工程项目进行了梳理和评估，决定停止个别与市场需求不符的生产线的后续建设，本期计提相关长期资产的减值准备；④随着在建工程进度推进及结转固定资产，费用化利息大幅增加；⑤由于本期无辉瑞补偿款收入，导致营业外收入同比大幅减少。

药品生产销售区域分布方面，2018年海正药业国内销售占91.51%。

表5 2017-2018年海正药业主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药工业	43.06	41.63	53.12	52.97	53.34	58.49
其中：原料药（自产外销）	10.85	10.26	28.11	15.08	15.18	18.85
原料药CMO（合同定制）	4.36	4.12	28.52			
成品药	27.85	26.35	66.70	37.89	38.16	74.26
医药商业	60.38	58.37	16.50	46.32	46.65	23.20
合计	103.44	100.00	31.52	99.30	100.00	42.02

资料来源：公司提供

医药工业

2018年，公司医药工业实现销售收入52.97亿元，同比增长23.03%，主要系其他类药（骨科、保肝护肝和生物药）、心血管药和抗感染类药销量增加。跟踪期内，海正药业生产药品种类未发生变化，仍为抗肿瘤、心血管疾病、抗感染等七类原料药。

毛利率方面，制剂业务为公司主要的毛利来源。2018年，公司医药工业毛利率上升至58.49%，主要系心血管药和其他药品毛利上升

所致。其中，其他类药品2018年实现毛利8.85亿元，同比增长90.92%，主要系安佰诺大线正式投产，生物药销售快速增长，同时规模效应逐步显现，销售成本降低，带动毛利增幅较大；同时，伊索佳与喜美欣销量的增长，驱动其他类产品销售规模和毛利规模的增加。心血管药2018年实现毛利5.66亿元，同比增长18.25%，主要系瑞舒伐他汀钙片与厄贝沙坦片销量带动。

表 6 2017-2018 年海正药业主要医药产品情况 (单位: 亿元、%)

产品名称	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
抗肿瘤药	7.62	17.70	73.27	8.72	16.46	73.41
抗感染药	11.86	27.54	56.81	12.46	23.52	64.18
心血管药	6.87	15.95	45.30	9.60	18.13	58.90
抗寄生虫药及兽药	7.58	17.60	35.10	7.10	13.40	20.63
内分泌药	2.14	4.97	5.34	3.28	6.19	18.85
其他药品	6.99	16.23	66.68	11.81	22.30	74.92
合计	43.06	100.00	53.12	52.97	100.00	58.49

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, 海正药业及其子公司瀚晖制药共有 12 个产品(吗替麦考酚酯片、甲泼尼龙片、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠、盐酸米诺环素胶囊、单硝酸异山梨酯片、来曲唑片、瑞舒伐他汀钙片、注射用盐酸吉西他滨、注射用异环磷酰胺、注射用盐酸平阳霉素、吗替麦考酚酯胶囊)新纳入《国家基药目录》, 退出注射用丝裂霉素 1 个产品。其中主要产品注射用甲泼尼龙琥珀酸钠(甲强龙)、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠(特治星)和甲泼尼龙片(美卓乐)首次纳入《国家基药目录》。

研发方面, 2018 年海正药业研发投入为 10.34 亿元, 同比增长 22.47%, 占销售收入的 10.15%, 研发投入占比进一步上升, 主要面向

生物医药板块、仿制药板块和创新药板块, 均取得实质性进展。

截至 2018 年底, 海正药业在建项目计划投资额为 63.59 亿元, 已完成投资 49.92 亿元, 主要围绕原料药向制剂转型展开, 未来仍存在一定规模的投资。海正药业注重医药研发, 但以前年度研发投入项目过于分散, 与市场脱节, 未能形成有效聚焦, 存在投入规模大而产出滞后的问题, 资金大量沉淀于在建项目。目前, 海正药业已着手进行研发支出与研发体系的优化调整, 联合资信将持续关注其产能释放及新建项目效益情况。

表 7 截至 2018 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
国家战略性药品创新及产业化平台项目	6.48	2.48
新建生物工程二期项目	15.17	16.97
年产760吨辛伐他汀等21个原料药生产项目	13.00	12.52
年产20亿片固体制剂、4300万支注射剂项目	8.17	5.90
抗肿瘤固体制剂技改项目	3.16	1.91
企业研究院项目	4.48	3.27
干粉吸入剂生产线项目	4.73	4.40
瀚晖制药注射剂扩建生产项目(特治星地产化项目)	3.95	1.71
扩建海正生物单抗类药物原液和制剂生产线	4.45	0.76
合计	63.59	49.92

资料来源: 公司提供

医药商业

医药销售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）。此外还包括瀚晖制药在过渡期内分销和推广部分产品。跟踪期内，公司实现医药商业收入 46.32 亿元，同比下降 23.38%，主要系两票制的全面推广所致。

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。

瀚晖制药系海正药业及其全资子公司海正药业（杭州）有限公司（以下简称“海正杭州公司”）与辉瑞设立的合资公司，注册资本 2.5 亿美元，其中，海正药业、海正杭州公司和辉瑞分别持股 5%、46% 和 49%。2017 年 11 月 10 日，辉瑞通过股权转让将其所持合资公司 49% 的股权转让给 HPPC，并于当日完成了将 HPPC100% 股权向外方的转让。高瓴资本管理的基金将通过外方间接持有合资公司 49% 股权。辉瑞拟在合资期间注入到合资公司并由合资公司在中国境内生产、销售和经销的产品（以下简称“指定辉瑞产品”¹）的相关权利，将通过技术转移的方式由合资公司保留。针对指定辉瑞产品，辉瑞承诺配合合资公司将指定辉瑞产品的生产技术转移至合资公司，协助合资公司实现相关产品的本地化生产。辉瑞股权处置后，辉瑞与合资公司仍将继续合作，包括直接或通过其关联方间接向海正辉瑞转移指定辉瑞产品的技术、许可指定辉瑞产品的知识产权²以及继续供应指定辉瑞产品等。原则上，指定辉瑞产品的技术转移应在 5 年内完成，监管许可的获得应在 7 年内完成。辉瑞承诺自交易生效

¹ 即多达一、瑞易宁、美卓乐、甲强龙、玫满、特治星、雷帕鸣、倍乐思、医药产品塞来昔布胶囊制剂（通用名非品牌名）、注射用帕瑞昔布钠成品规格制剂（通用版无产品名称）。

² 辉瑞及其关联方向合资公司许可指定辉瑞产品的相关知识产权，包括但不限于专利许可、专有技术许可、产品商标许可等，以使合资公司在中国生产、销售指定辉瑞产品。该等知识产权许可是持续有效的，除非因特殊原因提前终止。

日起的一定时间期限内，不在中国销售或分销与指定辉瑞产品具有相同有效成分、配方和剂量的药品。同时，合资公司还将保留生产、销售和经销辉瑞指定产品和合资期间由合资公司研发的产品的权利。合资公司已于 2018 年 6 月完成更名，后续将尽快停止使用与“辉瑞”或“Pfizer”相关的商标或商号。考虑合资公司仍保留辉瑞注入的指定辉瑞产品以及相关生产技术和权利，辉瑞的退出暂时对海正药业影响不大，但与高瓴资本的合作对海正药业未来发展存在一定不确定性。

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别最高的市场，2018 年，特治星实际销售 499.17 万支，其中由瑞海医药发货 57.69 万支，由辉瑞大连工厂直接发给经销商 441.48 万支，主要是受“两票制”影响，因此由辉瑞大连工厂直接发货给经销的产品数量不计入瀚晖的销售量。

（2）生物材料销售和热电销售

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。2018 年公司实现生物材料销售收入 2.25 亿元，同比增长 47.88%，主要系外销的销售量增加（市场需求增加），毛利率水平同比略有增长，为 15.44%。2018 年，生物材料销售客户主要分布在欧洲、江苏省和广东省，前五名集中度为 50% 左右，集中度高。

表8 2017-2018年生物材料销售情况（单位：万元）

产品类别	2017 年	2018 年
纯料收入	7709.20	11843.02
改性料收入	7336.21	10558.95
委托加工等收入	174.88	105.09
合计	15220.29	22507.06

资料来源：公司提供

公司的热电销售业务主要由孙公司台州市椒江热电有限公司（以下坚持“椒江热电”）运营。椒江热电业务为热电联产，是椒江区唯一一家热电业务运营主体，主要负责外沙岩头工业园区的蒸汽供应及对国网浙江台州市椒江区供电公司的供电业务。截至 2018 年底，台州市椒江热电有限公司拥有 2 台 100t/h 高温高压循环流化床锅炉，配套 1 台 25MW 背压式汽轮发电机组完成供电、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力用户，2018 年实现热电销售收入 1.64 亿元，同比增长 38.19%，主要系市场需求量上升；毛利率为 33.69%，同比略有增长。

表9 2017-2018年热电销售情况

项目	2017 年		2018 年	
	销售量	销售收入 (万元)	销售量	销售收入 (万元)
电 (万度)	5175.07	2126.64	11167.73	4617.52
汽 (万吨)	56.52	9719.85	60.46	10873.21
合计	--	11846.49	--	15490.73

资料来源：公司提供

注：2018年，公司电销售收入与汽销售收入合计为15490.73万元，与表4中的热电销售收入存在一定出入，系审计报告中是按企业分类列示收入，其中包括煤渣等下脚料销售，以及销售给海正药业的内部销售

(3) 污水处理

污水处理业务由子公司台州市椒江排水集团有限公司（以下简称“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；2018 年，公司实现污水处理费收入 0.76 亿元，同比有所增长。目前，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-74.08%。

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 2018 年底，排水公司拥有污水处理厂 2 座，建有泵站 29 座，一级污水管网 436 公里，服务面积 94.96 万平方公里，拥有污水处理能力 27 万吨/日，以及 15 万吨/日的中水处理能力。

表 10 污水业务经营情况

项目	2017 年	2018 年
污水处理量 (万立方米)	6093.89	9105.89
污水处理排放水质综合合格率 (%)	98.89	100.00
污水处理能力 (万吨/日)	27	27
中水处理能力 (万吨/日)	5	15
一级管网 (公里)	436	436

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，排水集团主要在建项目包括污水处理厂二期、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。

(4) 工程施工及基础设施建设

跟踪期内，工程施工收入主要来源为公司 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。2018 年排水建设实现收入 0.51 亿元，同比下降 54.39%，主要系 2018 年进度款结算减少所致。

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”）运营。

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。

截至 2018 年底,公司主要基础设施在建项目合计总投资 41.22 亿元,已累计完成投资 28.86 亿元。2019-2020 年计划投资 3.20 亿元和 3.10 亿元。无拟建基础设施项目。

整体看,公司基础设施建设项目投资规模较大,建设周期较长,持续存在资金需求。2018

年,由于洪家场浦排涝调蓄工程仍在建设中,公司暂未收到基础设施项目回款,未确认基础设施建设收入;未签订回购协议的基础设施项目后续回款存在不确定性。

表11 截至2018年底公司主要基础设施在建项目情况 (单位:万元)

项目名称	总投资额	项目建设周期	已投资额	会计科目	是否签订回购协议
洪家场浦排涝调蓄工程	217299.00	2013年--2020年	175200.00	在建工程	是
十一塘围垦工程*	88113.00	2007年11月--2012年12月	98600.00	在建工程	否
大陈岛海洋旅游综合开发项目	106820.00	2018年--2022年	14762.00	在建工程	否
合计	412232.00		288562.00	--	

资料来源:公司提供

注:标*项目已建设完工,但由于尚未竣工结算,在本表列示

3. 经营效率

2018年,公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.69 次、0.87 次和 0.23 次,同比均略有下降。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,未来公司严格定义核心与非核心业务,聚焦资源加速核心业务板块发展;优化产品组合及研发管线布局,提高研发效率和市场转化成功率,为公司持续健康发展奠定基础;剥离非核心业务,优化股权结构,最大化公司价值;加强整体管控体系建设,建立并实施系统项目管理体系及财务预算与资金管控体系,优化资产负债结构;优化 API-制剂产业链,提升运营效率,聚焦核心科室覆盖,形成规模及成本优势;建立产学研战略联盟,加速仿制药向创新药转型,聚焦有突破性医疗价值,巨大市场空间的创新领域(免疫,抗肿

瘤,老龄慢性病等);着重打造专业化、国际化、智能化的高效率运营体系;精细化管理产品管线的生命周期,最大化转化产品研发的市场价值;在重点发展领域努力推进创新药项目自主开发与国际研发同步接轨;扩展国际业务合作,建立广泛行业合作战略伙伴,在重点发展领域内引入更多新产品,持续开辟国内外市场,倾力打造海正品牌价值。

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。

十、财务分析

公司提供了 2017-2018 年度财务报表,由中汇会计师事务所有限公司对上述财务报告进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内,公司合并范围增加子公司 4 家,转让减少子公司 4 家。合并范围变化对公司财务可比性影响不大。

截至 2018 年底,公司资产总额为 485.11 亿元,所有者权益为 176.94 亿元(含少数股东权益 65.57 亿元);2018 年度公司实现营业收

入 112.16 亿元，利润总额 1.47 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 485.11 亿元，同比保持相对稳定，流动资产与非流动资产占比分别为 49.19% 和 50.81%。

截至 2018 年底，公司流动资产为 238.62 亿元，同比略有增长，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 43.54 亿元，同比下降 9.21%，其中货币资金中受限资金 5.11 亿元，系银行承兑汇票保证金、用于担保的保证金；公司应收账款同比增长 10.38% 至 15.73 亿元，主要为海正药业药品销售应收款。截至 2018 年底，公司其他应收款同比增长 11.54% 至 91.74 亿元，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往来款（76.77 亿元），不计提坏账准备。其他应收款中前五名占比达到 74.28%，联合资信将持续关注回款情况。

表 12 2018 年底前五名其他应收账款客户构成情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	性质	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	52.21	56.91
台州市土地储备中心	往来款	5.00	5.45
台州市椒江区基础设施投资公司	往来款	4.23	4.73
75 省道南延指挥部	往来款	3.68	4.01
洪家街道办事处	往来款	3.02	3.29
合计	--	68.15	74.28

资料来源: 公司提供

截至 2018 年底，公司存货为 79.17 亿元，同比变化不大，主要为开发土地 55.01 亿元（占比 69.48%）和库存商品（占比 17.73%），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。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 246.49 亿元，同比变化不大，主要由固定资产、在建工程构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 22.58 亿元，同比保持相对稳定，主要包括对台州循环经济发展有限公司 12.11 亿元的投资和台州市沿海开发投资有限公司 7.60 亿元的投资。公司固定资产为 91.91 亿元，同比增长 13.01%，主要系在建工程转入及无偿转入固定资产，其构成主要包括房屋及建筑物（45.95 亿元）和机器设备（38.49 亿元）。公司在建工程同比下降 15.60% 至 87.30 亿元，主要系部分在建工程项目转入固定资产；同期，在建工程中的口服固体制剂连续化生产线项目计提 0.55 亿元减值准备，系项目暂停所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 32.20 亿元，以存货中的土地（10.42 亿元）、货币资金（5.11 亿元）、固定资产（6.91 亿元）为主，占总资产比重为 6.64%。

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，货币资金较充裕，流动资产中存货和其他应收款占比仍很高，对资金形成较大占用，资产流动性弱，公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 176.94 亿元（其中少数股东权益为 65.57 亿元），较 2017 年底减少 2.42%，构成主要为实收资本（1.33 亿元）、资本公积（87.09 亿元）和未分配利润（22.69 亿元）。

公司所有者权益中少数股东权益占比较高，稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 308.16 亿元，同比略有增长，流动负债与非流动负债占比分别为 54.50% 和 45.50%，流动负债占比进一步上升。

截至 2018 年底，公司流动负债同比增长

23.30%至167.96亿元,构成主要为短期借款(占46.31%)、应付账款(占8.90%)、其他应付款(占14.74%)和一年内到期的非流动负债(占21.82%)。

截至2018年底,公司短期借款同比增长12.13%至77.79亿元,构成主要为46.34亿元保证借款,22.74亿元信用借款和4.61亿元抵押借款;应付账款同比增长16.89%至14.95亿元,其他应付款同比增长23.96%至24.75亿元,主要系往来款和市场推广未结算款增长所致,从构成看仍以台州市椒江区财政局(5.64亿元)和台州市椒江城建有限公司(3.87亿元)等往来款为主;公司一年内到期的非流动负债同比增长48.72%至36.66亿元,主要由一年内到期的长期借款29.45亿元和一年内到期的应付债券3.50亿元构成。

截至2018年底,公司非流动负债140.21亿元,同比下降14.80%,主要系长期借款减少。

截至2018年底,公司长期借款同比大幅下降34.53%至46.53亿元,系部分长期借款将于一年内到期转入流动负债科目核算,其构成主要为保证借款28.04亿元、质押+保证借款8.95亿元和抵押+保证借款6.58亿元;应付债券同比下降3.74%至54.72亿元;预计负债为1.52亿元,系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;9.69亿元递延收益主要为政府补助。

截至2018年底,公司有息债务合计227.51亿元,同比变动不大,其中短期债务同比增长23.80%至117.52亿元。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分别为38.33%、56.25%和63.52%,同比分别下降4.24个百分点、增加0.40个百分点和增加1.14个百分点,公司整体债务负担重,短期债务占比上升,短期偿债压力较大,债务结构有待优化。

3. 盈利能力

2018年,公司实现营业收入112.16亿元,同比略有下降,主要系海正药业受两票制影响收入下降所致;营业成本同比下降15.25%至68.46亿元,主要系医药商业成本下降所致。

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,期间费用合计47.08亿元,占营业收入比重为41.98%;其中,销售费用同比增长57.01%至25.28亿元,主要系制剂销售业务收入增加,带动销售推广费用增加;财务费用同比增长60.02%至6.70亿元;研发费用增至6.40亿元,主要系部分暂停或终止的项目因前期资本化费用转费用化所致。公司期间费用控制能力较弱,对利润影响大。2018年,公司计提资产减值损失1.66亿元,主要为海正药业的存货跌价损失(0.72亿元)和在建工程减值损失(0.55亿元,系口服固体制剂连续化生产线项目暂停所致)。

2018年,公司获得政府补助力度较大,其他收益达到7.04亿元,同比大幅增长94.79%,主要系椒江区财政局等单位及对公司基础设施建设及药业板块的相关补助。同期,公司利润总额为1.47亿元,利润总额对政府补贴依赖程度高。

从盈利能力指标看,跟踪期内,公司净资产收益率有所下降,为-0.03%;总资产收益率有所上升,为2.92%。

整体看,受两票制实施的影响,公司营业收入略有下降,期间费用水平显著上升,对利润形成侵蚀;利润总额对政府补助依赖程度很高,整体盈利能力较弱。

4. 现金流及保障

从经营活动来看,2018年,公司经营活动现金流入同比增长8.70%至131.45亿元,其中,销售商品、提供劳务收到的现金为109.11亿元,公司现金收入比为97.28%,同比变动不大;同期,经营活动现金流出为100.28亿元,以购买商品、接受劳务支付的现金为主,其中收到与

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31.16亿元，同比大幅增长179.98%。

从投资活动来看，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仍较大。2018年，公司投资活动现金流入27.77亿元，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（收回公司借款及利息）；同期，公司投资活动现金流出为67.41亿元，以购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金为主。2018年公司投资活动现金流量净额为-39.64亿元，净流出规模同比有所下降，但仍维持较大规模。

筹资活动现金流方面，2018年公司筹资活动现金流入141.31亿元，以取得借款收到的现金（117.43亿元）为主。同期，公司筹资活动现金流出138.28亿元，主要为偿还债券支付的现金（119.43亿元）和分配股利、利润和偿付利息支付的现金（14.21亿元）。2018年公司筹资活动产生的现金流量净额为3.03亿元，同比大幅减少28.33亿元。

整体看，公司经营净现金流持续上升，收入实现能力尚可；但在建工程和基础设施建设项目规模大，导致投资净流出维持较大规模，仍存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为142.07%和94.93%，同比分别减少31.27个百分点和20.68个百分点；经营现金流流动负债比同比增加10.08个百分点至18.55%。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

长期偿债能力方面，2018年公司EBITDA为19.86亿元，同比略有下降；全部债务/EBITDA为11.45倍；EBITDA利息倍数为1.67倍。考虑到台州市椒江区人民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。

截至2019年3月底，公司对外担保金额合计24.19亿元，占公司净资产的13.56%，主要系对台州市椒江城市发展投资集团有限公司、椒江城建集团有限公司、台州市商贸核心区开发建设投资有限公司及台州市椒江新都市建设开发有限公司的担保，区域较为集中。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度223.89亿元，已使用银行授信额度153.09亿元，未使用70.80亿元，公司间接融资渠道较通畅。公司孙公司海正药业为A股上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务情况分析

截至2018年底，母公司资产总计122.19亿元，同比略有下降；流动资产与非流动资产占比分别为77.64%和22.36%。截至2018年底，母公司流动资产同比下降1.60%至94.86亿元，以其他应收款（36.46亿元）和存货（55.19亿元）为主。同期，母公司非流动资产为27.32亿元，同比变动不大，构成主要为可供出售金融资产（12.76亿元）和长期股权投资（11.47亿元），同比均变动不大。整体看，母公司资产以其他应收款和存货为主，资产流动性偏弱。

截至2018年底，母公司负债合计46.74亿元，同比下降3.11%；流动负债与非流动负债占比分别为38.00%和62.00%。截至2018年底，母公司流动负债同比增长65.06%至17.76亿元，主要包括短期借款（3.80亿元），其他应付款（5.26亿元）和一年内到期的非流动负债（8.50亿元）；母公司非流动负债为28.98亿元，同比下降22.68%，主要为应付债券（28.50亿元）。截至2018年底，母公司所有者权益合计75.45亿元，同比保持相对稳定，主要为资本公积（71.88亿元）。

从盈利能力来看，母公司营业收入很小，2018年为226.99万元，同比有所下降；利润总额为514.72万元；其中，投资收益为1373.14万元。整体看，母公司盈利能力弱。

现金流方面，2018年，母公司经营活动产生的现金流入及流出规模小，分别为0.62亿元和0.22亿元；经营性净现金流为0.40亿元。2018年，母公司投资活动产生的现金流入同比增长50.56%至17.05亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金16.57亿元；投资活动产生的现金流出同比下降27.66%至16.47亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金16.26亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.58亿元。母公司筹资活动产生的现金流入为取得借款收到的现金，2018年为3.80亿元；筹资活动产生现金流出主要系偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，为7.78亿元；筹资活动现金流呈净流出态势，2018年为-3.98亿元。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G10331002000027801），截至2019年5月24日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

十一、存续期债券偿债能力分析

1. 存续期内偿债能力分析

截至2019年3月底，公司存续期债券包括一般企业债“12椒江债/PR椒江债”，发行额度10亿元，余额4.00亿元；“15椒江债”，发行额度10亿元，余额8.00亿元；一般公司债“16椒江债”，发行额度20.00亿元，余额20.00亿元。公司应付债券余额合计32.00亿元。“12椒江债/PR椒江债”和“15椒江债”均设有分期偿还条款，截至2018年底，有3.50亿元应付债券将于一年内到期。

截至2018年底，公司剔除使用受限后的现金类资产（40.05亿元）对一年内到期的债券（3.50亿元）的保障倍数为11.44倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

2018年，公司经营活动现金流入量、经营

活动现金流净额和EBITDA分别为存续债券余额的4.11倍、0.97倍和0.62倍。公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年
一年内到期债券余额	3.50
现金类资产/一年内到期债券余额	11.44
经营活动现金流入量/应付债券余额	4.11
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.97
EBITDA/应付债券余额	0.62

资料来源：联合资信整理

2. 存续期企业债券保护条款分析

（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，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。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2019年6月10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25.00亿元，对“12椒江债/PR椒江债”债券余额（4.00亿元）的覆

盖倍数为6.25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

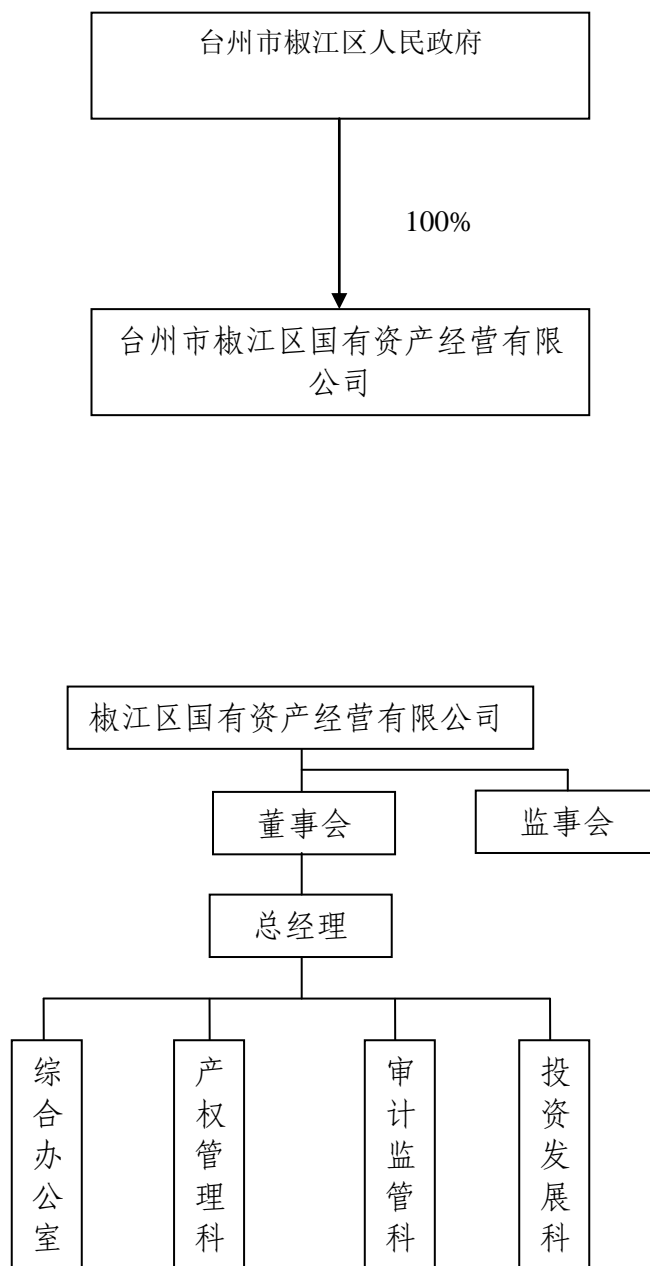
根据《台州市椒江区人民政府关于台州市椒江区国有资产经营有限公司台州市椒江区洪家场浦排涝调蓄工程项目配套资金安排的批复》（椒政发〔2014〕71号），台州市椒江区人民政府同意将位于台州市椒江区东江湖区域的一宗商业、住宅用地（面积约为742.84亩）的土地出让收入的90%部分（约40.11亿元）作为洪家场浦公司（公司全资子公司）建设该项目的配套资金，由台州市椒江区财政局分12年拨付给洪家场浦公司。

截至2018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。

十二、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 2018 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有限公司	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
4	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
5	台州市民卡营运管理中心有限公司	服务业	100	设立
6	台州市椒江金融投资有限公司	金融投资	100	设立
7	台州市椒江工业地产开发有限公司	房产开发	100	设立
8	台州市新府城传媒有限公司	广告业	100	设立
9	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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	58.60	49.88	40.05
资产总额(亿元)	451.42	482.11	485.11
所有者权益(亿元)	188.02	181.33	176.94
短期债务(亿元)	68.62	94.92	117.52
长期债务(亿元)	117.64	134.44	109.99
全部债务(亿元)	186.26	229.37	227.51
营业收入(亿元)	108.63	115.23	112.16
利润总额(亿元)	3.36	5.14	1.47
EBITDA(亿元)	17.98	21.01	19.86
经营性净现金流(亿元)	2.77	11.54	31.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.24	7.37	6.69
存货周转次数(次)	0.97	1.00	0.87
总资产周转次数(次)	0.26	0.25	0.23
现金收入比(%)	99.52	97.99	97.28
营业利润率(%)	25.54	29.00	38.04
总资本收益率(%)	2.54	2.90	2.92
净资产收益率(%)	1.03	2.06	-0.03
长期债务资本化比率(%)	38.49	42.58	38.33
全部债务资本化比率(%)	49.77	55.85	56.25
资产负债率(%)	58.35	62.39	63.52
流动比率(%)	201.99	173.34	142.07
速动比率(%)	125.59	115.62	94.93
经营现金流动负债比(%)	2.57	8.47	18.55
全部债务/EBITDA(倍)	10.36	10.92	11.45
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	2.05	1.67

注：1. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金；2. 其他应付款和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务

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	(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 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。

附件 5-3 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