

信用等级公告

联合〔2020〕2253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/PR 椒江 01”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

二〇二〇年七月十七日



台州市椒江区国有资产经营有限公司

2020 年度跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
台州市椒江区国有资产经营有限公司	AA	稳定	AA	稳定
12 椒江债/PR 椒江债	AA	稳定	AA	稳定
15 椒江债/PR 椒江 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
12 椒江债/PR 椒江债	10 亿元	2.5 亿元	2020/09/13
15 椒江债/PR 椒江 01	10 亿元	4 亿元	2022/07/06

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 7 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa-		AA	
	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	资本结构	2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
公司区域经济重要性突出,能够持续获得当地政府补助,外部环境良好				1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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,公司持续获得股东在财政补贴方面给予的支持,政府支持力度大;营业收入在医药制剂销售及医药商业流通业务带动下保持增长,但受期间费用高企及计提大额资产减值损失影响,主业持续亏损,利润对非经营性损益的依赖度很高。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建设项目投资规模大且未签订委托代建或回购协议的项目规模大、存货及往来款对资金占用明显、资产流动性弱及债务负担重等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

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,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。

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/PR 椒江 01”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司区域经济重要性突出,能够持续获得当地政府补助,外部环境良好。公司是台州市椒江区基础设施建设的主要主体之一,在椒江区国有资产运营具有一定专营性。跟踪期内,公司在财政补贴等方面持续获得政府支持,2019 年收到各类政府补助 4.39 亿元。

分析师：孔祥一 闫旭
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

2. 子公司海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）保持销售渠道优势。海正药业销售渠道布局完善，目前自主营销网络已覆盖 31 个省（市、自治区），5317 家医院，6 家大连锁药店，210 家一般连锁药店。对于自营队伍无法覆盖的区域，公司通过与当地优质代理商的紧密合作，实现销售广覆盖和快速增长。

3. 公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。截至 2019 年底，公司剔除使用受限后的现金类资产（40.68 亿元）对一年内到期债券的保障倍数为 9.04 倍。

关注

1. 公司主业持续亏损，利润总额对非经常性损益依赖度很高。跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀影响加大，加之计提大额资产减值损失，导致主业持续亏损，非经常性损益占利润总额 236.85%，主业盈利能力弱；跟踪期内，公司投资收益主要来自处置子公司股权，可持续性弱。

2. 其他应收款持续增长，对资金占用显著，公司资产流动性弱。跟踪期内，公司流动资产中存货和其他应收款持续增长，且在资产中占比很高，其他应收款主要为公司与椒江区区域内国有企业的往来拆借款，对资金占用明显。

3. 基础设施建设项目回款存在不确定性，尚需投资规模仍较大，存在资金压力。公司基础设施建设项目投资规模较大，竣工结算时间无法确定，未签订回购协议的基础设施项目后续回款存在不确定性；考虑到在建项目尚需投资规模仍较大，未来仍存在资金支出压力。

4. 债务负担重。公司整体债务负担重，短期债务占比高，债务结构有待优化。

主要财务数据

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	49.88	40.05	40.68
资产总额(亿元)	482.11	485.11	506.63
所有者权益(亿元)	181.33	176.94	184.00
短期债务(亿元)	94.92	117.52	108.15
长期债务(亿元)	134.44	109.99	119.20
全部债务(亿元)	229.37	227.51	227.35
营业收入(亿元)	115.23	112.16	124.39
利润总额(亿元)	5.14	1.47	6.98
EBITDA(亿元)	21.01	19.86	28.49
经营性净现金流(亿元)	11.54	31.16	10.40
营业利润率(%)	29.00	38.04	38.82
净资产收益率(%)	2.06	-0.03	2.58
资产负债率(%)	62.39	63.52	63.68
全部债务资本化比率(%)	55.85	56.25	55.27
流动比率(%)	173.34	142.07	160.44
经营现金流流动负债比(%)	8.47	18.55	6.21
全部债务/EBITDA(倍)	10.92	11.45	7.98
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	1.67	2.32

公司本部 (母公司)			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	123.62	122.19	134.39
所有者权益(亿元)	75.38	75.45	75.44
全部债务(亿元)	42.50	40.80	51.50
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.02
利润总额(亿元)	0.04	0.05	0.01
资产负债率(%)	39.02	38.25	43.86
全部债务资本化比率(%)	36.05	35.10	40.57
流动比率(%)	895.96	534.11	731.90
经营现金流流动负债比(%)	0.32	2.25	5.74

注：1. 其他流动负债中的有息部分已计入短期债务和全部债务；2. 长期应付款中的有息部分已计入长期债务和全部债务；3. 现金类资产中已剔除使用受限的货币资金

债项评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 椒江债/PR 椒江 01、12 椒江债 /PR 椒江债	AA	AA	稳定	2019/6/21	张雪婷 闫旭 辛纯璐	联合资信工商企业主体评级方法（2013年） 综合类行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
15 椒江债/PR 椒江 01	AA	AA	稳定	2015/5/22	焦洁 张峻铖	联合资信工商企业主体评级方法（2013年）	阅读全文
12 椒江债/PR 椒江债	AA	AA	稳定	2012/9/7	周旭 孙恩哲	企业主体评级方法（2009年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020 年度跟踪评级报告

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“椒江国资”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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”，代码：600267.SH）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 2019 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，公司职能定位和经营范围未发生重大变化，公司组织结构未发生变化，内设综合办公室、产权管理科、审计监管科、投资发展（财务）科四个职能部门。截至 2019 年底，公司合并报表范围内的一级子公司共 9 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 506.63 亿元，所有者权益为 184.00 亿元（含少数股东权益 68.36 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 124.39 亿元，利润总额 6.98 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：杨振江。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，由联合资信评级的存续债券包括“12 椒江债/PR 椒江债”和“15 椒江债”，债券余额合计 6.50 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/PR 椒江 01”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	2.50	2012/09/13	2020/09/13
15 椒江债 /PR 椒江 01	10.00	4.00	2015/07/06	2022/07/06
合计	20.00	6.50	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负

增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、

美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至

2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利

率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强了对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的巨大防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债

券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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

投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，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）行业监管与政策

2019年以来，特别是2020年“新冠”疫情爆发以来，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策

以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作

为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资

发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

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。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，中国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 医药行业

(1) 行业概况

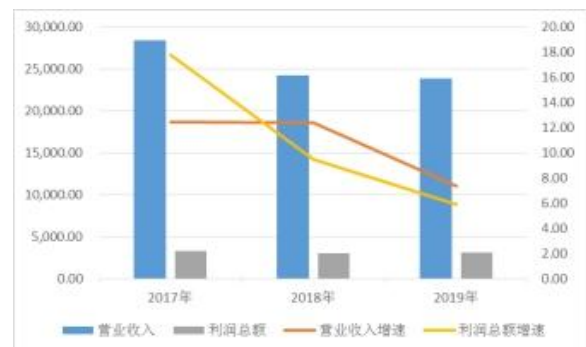
中国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

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。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019年中国医药制造业企业实现营业收入23908.60亿元，较上年增长7.40%，增速较上年下降5.00个百分点；实现利润总额3119.50亿元，较上年增长5.90%，增速较上年下降3.60个百分点。

图1 近年来中国医药工业总产值变化

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind

(2) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻的影响。未来，

医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、

药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 4 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019 年 10 月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整

资料来源：联合资信整理

（3）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。

医保目录调整

2019 年 8 月 20 日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019 版医保目录”），

将于 2020 年 1 月 1 日起正式实施。2019 版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含 2643 个药品，较 2017 版医保目录增幅约 4.3%，包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个），共调出 150 个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019 版医保目录中收录西药甲类药品 398 个，中成药甲类药品 242 个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入 892 个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了 148 个品种，其中重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了 128 个拟谈判药品，包括 109 个西药和 19 个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期 2 年（2020—2021 年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019 年 11 月 28 日，国家医保局、人社部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉乙类范围的通知》，本次谈判共 97 个药品谈判成功（其中新增 70 个品种，续约谈判品种中 27 个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、

罕见病、肝炎、糖尿病等 10 余个治疗领域；其中包括 22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病用药和 4 个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

一致性评价进程加快，带量采购扩面，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。截至 2019 年 11 月 4 日，共有 455 个品种完成一致性评价，2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。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。

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。

2019年9月1日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，在“4+7”集采中，每个品种只有1家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为1~3家。采购周期方面，中选企业不超过2家（含）的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。

2019年9月24日，上海阳光医药网公布拟中标结果，从拟中标结果来看，多品种药价再次下调，与“4+7”试点中标价格水平相比，平均降幅25%。以有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例，该品种“4+7”集采中标价为0.55元/片，第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看，一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用；同时，作为一致性评价的关联政策，第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国，而2019年11月20日召开的国务院常务会议在部署下一步深化医药卫生体制改革重点时，要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下，预计未来仿制药

生产企业的利润空间仍将承压，对于有品种中标的医药制造企业，还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率，具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

3. 区域经济环境

跟踪期内，台州市椒江区经济发展稳健，财政收入保持增长。

椒江区是台州市主体城区之一，2019年，全年全区生产总值674.26亿元，按可比价格计算，同比增长5.6%。其中，第一产业增加值22.33亿元，同比增长1.9%；第二产业增加值278.67亿元，同比增长2.6%；第三产业增加值373.26亿元，同比增长8.2%，第三产业对GDP增长的贡献率达到78.9%。三次产业结构调整调整为3.3:41.3:55.4。全年全区人均生产总值（按户籍人口计算）122011元，同比增长4.4%，按年平均汇率折算达17687美元。2019年，全区财政总收入83.47亿元，同比增长1.7%；实现一般公共预算收入51.28亿元，较上年增长3.5%，其中税收收入系其主要组成部分。

2019年，全区固定资产投资比上年增长11.9%。其中，房地产开发投资同比增长45.6%，工业性投资同比下降10.5%，交通投资、高新技术产业投资、民间投资、生态环保和公共设施投资分别比上年增长13.0%、下降14.0%、增长40.2%和下降44.6%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019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公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司区域经济重要性突出，跟踪期内下辖子公司海正药业保持了产品组合及销售渠道优势，成功获得多项发明专利、专利授权和医

药行业荣誉称号。

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重要主体之一。截至 2019 年底，公司共有 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。截至 2019 年底，海正药业资产规模为 214.66 亿元，所有者权益为 76.83 亿元（含少数股东权益 14.08 亿元）；2019 年，海正药业实现营业收入 110.73 亿元，同比增长 8.68%，实现利润总额 5.07 亿元，同比增加 6.19%。

海正药业保持了较为多元化的产品组合，以此缓冲部分品种的波动影响，具有从原料药到制剂的一体化优势，有利于控制成本。海正药业成品药涵盖抗肿瘤、抗感染、抗结核、保肝利胆等领域。跟踪期内，通过持续对制剂销售平台实施整合，海正药业形成了以瀚晖制药为主体的品牌差异化平台和省医药公司为主体的医药商业配送平台，为适应两票制全面实施新增海坤医药，多样化的渠道有利于其各类产品实现较好的销售。

2019 年，海正药业共实现专利申请 36 项（国内申请 23 项，PCT 国际申请 13 项），均为发明专利；专利授权 65 项，其中发明专利 59 项，实用新型专利 6 项。表阿霉素的制备方法及其中间体项目获“中国专利优秀奖”称号。同期，海正药业瑞舒伐他汀片和厄贝沙坦片两个产品以全国最低价入围新一轮全国药品集采，累计 6 个品种 11 个品规通过仿制药一致性评价，4 个原料药通过技术审评，8 个制剂产品获美国 FDA 批准、1 个制剂产品获加拿大批准、8 个原料药分获美国、加拿大、EDQM 批准；阿达木单抗获得上市批件（已随子公司股权转让而转出），海泽麦布已完成临床核查，门冬胰岛素、英夫利昔单抗等 7 个产品处于临

床 III 期，核心产品管线的优势将逐步释放。

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“2019 中国医药创新企业 100 强”、“新中国成立 70 年医药产业脊梁企业-海正药业”、“2019 年中国化学制药行业工业企业综合实力百强”、“2019 中国医药研发产品线最佳工业企业”等称号。

3. 外部支持

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。

2019 年，台州市椒江区可支配收入合计 139.09 亿元（2018 年为 160.90 亿元），主要系基金收入有所下降；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 51.28 亿元（2018 年为 49.55 亿元）和 87.81 亿元（2018 年为 96.44 亿元）。其中一般预算收入中税收收入为 46.68 亿元（2018 年为 45.99 亿元），一般预算收入质量高；一般公共预算支出为 50.50 亿元，财政自给率为 101.54%，财政自给能力强；2019 年椒江区实现基金收入 87.81 亿元，同比下降 8.95%。

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。2019 年，公司收到各类政府补助 4.39 亿元。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码为 91331002765228285R），截至 2020 年 6 月 8 日，公司本部无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

跟踪期内，公司控股子公司浙江海正博锐生物制药有限公司（以下简称“海正博锐”）通过增资扩股及部分老股转让，引进战略投资者 PAG Highlander (HK) Limited。本次交易完成后，海正博锐不再纳入公司合并范围。目前，交易股权转让价款已收到 17.50 亿元，未收到 10.78 亿元。

2019 年 9 月，海正药业控股子公司海正博锐在台州市产权交易所有限公司（以下简称“台交所”）挂牌实施增资扩股及部分老股转让（以下简称“本次交易”），台交所确认 PAG Highlander (HK) Limited（以下简称“太盟”）摘牌，认购海正博锐 8928.5714 万元注册资本增资金额，成交价格为 10 亿元人民币；同时，受让公司控股子公司海正药业（杭州）有限公司（以下简称“海正杭州公司”）持有的海正博锐本次交易前 40.3410% 股权（对应注册资本人民币 20170.50 万元）及海正药业持有的海正博锐本次交易前 10.1590% 股权（对应注册资本人民币 5079.50 万元），成交价格分别为 22.59 亿元人民币和 5.69 亿元人民币。增资前，海正博锐注册资本 50000.00 万元；海正药业持有海正博锐 29829.50 万股，持股比例 59.6590%；海正杭州公司持有海正博锐 20170.50 万股，持股比例 40.3410%。截至 2019 年 4 月底，海正博锐资产总计 12.83 亿元，所有者权益总计 9.16 亿元，2019 年 1—4 月营业收入 0.53 亿元，利润总额-832.79 万元。

海正博锐与太盟已就上述增资事宜签署了《增资扩股协议》及补充约定，太盟与海正药业、海正杭州公司已就上述股权转让事宜分别签署了《海正博锐股权转让协议》及补充约定。此外，太盟与海正药业还就后续经营的责任划分签署了《合资经营协议》。其中，《增资扩股协议》主要内容包括：海正博锐通过台交所以公开征集投资方（即新增加股东）的方

式进行增资，增加人民币 89285714 元注册资本，投资方按照台交所公布的报名条件和增资规则对海正博锐增资；太盟对海正博锐增资 10 亿元人民币，本次增资占海正博锐本次增资后股权比例为 15.1515%；太盟以现金方式投资 10 亿元人民币，其中 8928.5714 万元作为注册资本，其余计入资本公积；增资及股权转让完成后，海正博锐注册资本 58928.5714 万元，海正药业持有海正博锐股权比例为 42.00%，太盟持有海正博锐股权比例为 58.00%。本次交易完成后，海正药业丧失对海正博锐的控制权，不再将海正博锐纳入合并范围。

本次交易股权转让价款的支付方式、期限及付款条件：首期系太盟于股权转让合同生效后五个工作日内向海正药业支付人民币 1.91 亿元，向海正杭州公司支付人民币 7.59 亿元；第二期系太盟于海正博锐及其全资子公司依法获发其名下的药品生产许可证及安佰诺药品注册证且收到海正博锐书面通知后 10 个工作日内，向海正药业支付人民币 2.51 亿元（减）转让标的一的首期付款，向海正杭州公司支付人民币 9.99 亿元（减）转让标的二的首期付款；第三期系太盟于在海正博锐或其全资子公司依法获发其名下的阿达木单抗药品注册证且收到海正博锐书面通知后 20 个工作日内，向海正药业支付人民币 3.52 亿元（减）转让标的一的首期付款及第二期付款；向海正杭州公司支付人民币 13.98 亿元（减）转让标的二的首期付款及第二期付款；其余价款应在本股权转让合同生效后届满 1 周年的当日付清。

目前，上述股权转让已完成工商变更，目前已收到价款 17.50 亿元，剩余 10.78 亿元价款未收到，剩余尾款预计在 2020 年 9 月全部收回。

该项交易存在多项特别约定事项，若触发约定条件会导致海正药业对太盟进行补偿，将对海正药业经营及财务产生重大影响。

表5 本次交易涉及的特别约定事项及海正药业应补偿金额（单位：亿元）

产品	里程碑条件	金额	期限
阿达木单抗	若合资产品中阿达木单抗产品的以下两项条件均未达成：(i)海正药业或海正博锐或海正博锐全资子公司不晚于2019年12月底获得阿达木单抗上市批件；以及(ii)海正药业或海正博锐或海正博锐全资子公司在2020年6月底前获得阿达木单抗上市批件，且获得上市批件的日期不晚于首家阿达木单抗生物类似药获取上市批件后的6个月	3.75	3个月内
英夫利昔单抗	若海正博锐于2021年9月底尚未获得合资产品中英夫利昔单抗上市批件	0.9	3个月内
	若海正博锐于2021年12月底依然未获得英夫利昔单抗上市批件	(追加) 0.85	3个月内
曲妥珠单抗	若海正博锐于2022年3月底尚未获得合资产品中曲妥珠单抗上市批件	1.5	3个月内
	若海正博锐于2022年6月底依然未获得曲妥珠单抗上市批件	(追加) 1.25	3个月内
如因药品注册适用法律的重大变化使得主管政府机关审核/审批程序延迟，导致上述条中的任一药品上市批件延期获得的，且该变化同时影响到海正博锐申报产品管线及与该药品拥有相同通用名的多数同类竞争产品申报及获得上市批件的，该药品的上述约定期限及补偿款支付应进行相应顺延。上述补偿款应在相关里程碑条件触发之后三个月内由海正药业支付给太盟或其指定方。			
产品	特殊转移补偿	金额	期限
药品生产许可证或安佰诺的药品注册证	如果海正博锐或其全资子公司截至2020年3月31日尚未获得药品生产许可证或安佰诺的药品注册证	3.00	2020/3/31后20个工作日内
阿达木单抗	如果海正博锐或其全资子公司截至2020年12月31日尚未获得阿达木单抗的上市批件	(追加) 5.00	2020/12/31后20个工作日内
海正药业应就太盟因老股转让方及海正博锐违反本次增资扩股及老股转让的相关交易文件而遭受的损失进行赔偿。			

注：截至报告出具日，海正药业已完成阿达木单抗和安佰诺的所有对赌
资料来源：联合资信根据海正药业公告及企业回复资料整理

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受医药制剂销售及医药商业流通业务带动，公司收入及毛利率实现增长。

跟踪期内，公司主营业务同比有所增长，收入构成变化不大，新增房产销售收入。2019年，公司实现主营业务收入121.40亿元，同比增长11.06%，主要系药品生产销售收入增长所

致；2019年，公司药品生产销售收入占92.08%，为公司收入主要来源。

2019年，公司主营业务毛利率为39.87%，同比略有上升，主要系占比较高的药品生产销售板块毛利率水平小幅提升所致。污水处理费受水质标准提高导致成本加大影响，毛利率进一步下滑至-155.53%；工程施工毛利率由负转正，增至4.59%；其他业务变动幅度对公司综合毛利率影响不大。

表5 2018-2019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	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品生产销售	102.73	93.99	41.14	111.78	92.08	42.50
生物材料销售	2.25	2.06	15.44	2.31	1.90	15.87
热电销售	1.64	1.50	33.69	1.69	1.39	38.58
工程施工	0.51	0.46	-55.03	0.44	0.36	4.59
污水处理费	0.76	0.69	-74.08	0.67	0.55	-155.53
交通运输	0.66	0.6	6.75	0.61	0.50	4.82
公墓销售	0.30	0.28	40.13	0.29	0.24	45.18
房产销售	--	--	--	2.48	2.04	19.02
其他	0.46	0.42	43.56	1.13	0.93	23.95
合计	109.31	100.00	39.06	121.40	100.00	39.87

注：2019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

资料来源：公司审计报告

(1) 药品生产销售

公司医药销售渠道布局完善，跟踪期内，受益于成品药经营情况良好，驱动销量及毛利增加、省医药公司医药流通类销售收入提升和引进推广制剂，海正药业药品生产销售业务实现营业收入及毛利率的共同提升，但经营性利润仍亏损，海正博锐股权重组实现的非经营性损益为其主要利润来源。联合资信将持续关注海正药业原料药产品欧盟市场解禁进展。

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。其中，原料药业务主要包括传统的自产原料药出口业务、全球制药企业的原料药合同定制业务和国内销售业务，但受 2016 年 9 月收到欧盟药品管理局（EMA）禁令，公司原料药欧美市场销售迅速下滑。2019 年 3 月，以西班牙药品和医疗设备局牵头的欧盟官方对公司台州工厂进行了 GMP 检查，本次检查系对 2016 年检查的跟踪检查。

2019 年 7 月，欧盟药品管理局（EMA）发布关于海正药业台州工厂的《GMP 不符合声明》，对此，海正药业已实施整改措施，但受疫情爆发影响，欧盟现场复检工作延期，欧盟禁令解除时间仍存在不确定性，联合资信将持续关注海正药业解禁进展。

2019 年，海正药业实现营业收入 110.72 亿元，同比增长 8.68%，主要来自公司制剂销售及商业流通业务销售的增长；利润总额为 5.07 亿元，实现扭亏为盈，主要原因包括：制剂业务板块中自产制剂业务和引进推广制剂业务销售的增长带来毛利贡献的增加；完成对子公司海正博锐的股权重组交易以及其它非核心长期资产处置，并确认了相关收益。药品生产销售区域分布方面，2019 年海正药业国内销售占 92.30%，占比略有上升。

2020 年 1—3 月，海正药业实现营业收入 24.99 亿元，同比下降 10.66%，主要系新冠肺炎疫情爆发，公司上下游产业链受到一定影响。考虑到国内疫情已得到有效控制，公司海外业务占比较低，疫情对海正药业经营产生的影响可控。

表 6 2018 - 2019 年海正药业主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药工业	52.97	53.34	58.49	54.52	50.45	61.78
其中：原料药	15.08	15.18	18.85	13.59	12.58	22.56
成品药	37.89	38.16	74.26	40.93	37.87	75.14
医药商业	46.32	46.65	23.20	53.54	49.54	24.64
合计	99.30	100.00	42.02	108.07	100.00	43.38

资料来源：公司提供

医药工业

2019 年，海正药业医药工业实现销售收入 54.52 亿元，同比增长 2.93%。其中，成品药同比增长 9.03% 至 40.93 亿元，主要是其他类药（骨科、保肝护肝和生物药）、心血管药和抗感染类药销量增长及两票制导致的成品药销售价格调整所致；同期，原料药收入同比有所下降，为 13.59 亿元，因欧盟未对公司原料药

产品销售解禁，导致公司原料药欧美市场销售出现显著下滑。

从毛利来看，公司成品药业务为公司主要的毛利来源。2019 年，公司医药工业毛利率上升至 61.78%，主要系抗感染药、心血管药、抗寄生虫药及兽药和内分泌药的毛利率上升所致。其中，其他类药品 2019 年实现收入 13.28 亿元，同比增长 12.42%，主要系伊索佳与喜美

欣销售增加，驱动其他类产品销售规模和毛利增加；抗感染药 2019 年毛利率增加 8.41 个百

分点至 72.59%，主要系替加环素针及万古霉素针等产品销量上升带动相关收入及毛利增加。

表 7 2018 - 2019 年海正药业主要医药产品情况（单位：亿元、%）

产品名称	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
抗肿瘤药	8.72	16.46	73.41	8.24	15.11	72.06
抗感染药	12.46	23.52	64.18	12.60	23.11	72.59
心血管药	9.60	18.13	58.90	9.65	17.7	62.34
抗寄生虫药及兽药	7.10	13.40	20.63	6.38	11.70	29.25
内分泌药	3.28	6.19	18.85	4.37	8.02	28.28
其他药品	11.81	22.30	74.92	13.28	24.36	71.39
合计	52.97	100.00	58.49	54.52	100.00	61.78

资料来源：公司提供

药品原材料供应方面，海正药业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、礼来等大客户的评估审计认可；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。

药品销售方面，海正药业原料药业务主要包括传统的自产原料药出口业务、全球制药企业的原料药合同定制业务和国内销售业务。海正药业子公司瀚晖制药拥有抗肿瘤制剂、口服固体制剂和高端培南类制剂生产线，其自产制剂产品依托自主销售与代理销售相结合的营销模式进行市场推广。海正药业销售渠道布局完善，目前自主营销网络已覆盖 31 个省（市、自治区），5317 家医院，6 家大连锁药店，210 家一般连锁药店。对于自营队伍无法覆盖的区域，通过与当地优质代理商的紧密合作，以实现销售广覆盖和快速增长。海正药业自产制剂产品的国内推广业务由孙公司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、通络生骨胶囊、保肝护肝类腺苷蛋氨酸注射剂、片剂等品种。

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

台州基地、富阳基地和南通基地。跟踪期内，《国家基本药物目录》未进行更新，海正药业无产品新进或退出，截至 2019 年底共有 52 个品种被纳入《国家基本药物目录》（其中 23 个品种已转入瀚晖制药）。同期，新上市产品琥珀酸索利那新片新纳入《国家医保目录》；截至 2019 年底，海正药业共有 127 个品种纳入《国家医保目录》，主要药品均被纳入国家医保目录。

研发方面，2019 年海正药业研发投入为 8.14 亿元，同比下降 21.31%，占销售收入的 7.35%，研发投入占比有所上升，重点锁定风湿免疫、抗肿瘤、抗感染、心血管及消化系统疾病等 5 个重点优势领域。

截至 2019 年底，海正药业在建项目计划投资额为 13.95 亿元，已完成投资 4.94 亿元，较上年底大幅减少，主要系海正药业前期研发投入规模较大，部分在建项目研发周期长，经济效益低，造成资金沉淀。跟踪期内，海正药业已着手进行研发支出与研发体系的优化调整，对无法后续投入或完成投入后未来产出现金流无法达到预期的在建项目进行计提减值或处置。

表8 截至2019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	2.80
瀚晖制药注射剂扩建生产项目(特治星地产化项目)	3.95	3.14
抗肿瘤固体制剂技改项目	3.16	2.14
合计	13.95	4.94

资料来源: 公司提供

医药商业

医药商业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, 海正药业实现医药商业收入53.54亿元, 同比增长15.57%, 主要来源于省医药公司医药流通类销售收入和引进推广制剂销售收入。

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。

(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。2019年公司实现生物材料销售收入2.31亿元, 同比增长4.00%。2019年, 生物材料销售客户主要分布在福建省、江苏省和广东省, 前五名集中度为58%, 集中度高。

表9 2018-2019年生物材料销售情况(单位: 万元)

产品类别	2018年	2019年
纯料收入	11843.02	8340.14
改性料收入	10558.95	14157.79
委托加工等收入	105.09	464.75
合计	22507.06	22962.68

资料来源: 公司提供

公司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2019年底, 台州市椒江热电有限公司拥有3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汽用户, 2019年实现热电销售收入1.69亿元, 同比增长3.31%; 毛利率为38.58%, 同比增加4.89个百分点。

表10 2018-2019年热电销售情况

项目	2018年		2019年	
	销售量	销售收入(万元)	销售量	销售收入(万元)
电(万度)	11167.73	4617.52	12936.58	5793.14
汽(万吨)	60.46	10873.21	61.43	11119.20
合计	--	15490.73	--	16912.34

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) 污水处理业务

跟踪期内, 公司污水处理业务规模仍较小, 受政策调整因素影响, 收入及毛利率下降明显, 经营持续亏损。

公司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; 2019年, 公司实现污水处理费收入0.67亿元, 同比有所下降。2019年, 居民生活污水为0.95元/立方米, 工业污水为1.80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, 无变化。同期, 公司污水处理业务毛利率水平大幅下降至-155.53%, 主要系水质标准提升导致成本加大。

截至2019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 11 污水业务经营情况

项目	2018 年	2019 年
污水处理量（万立方米）	9106	9407
污水处理排放水质综合合格率（%）	100	100
污水处理能力（万吨/日）	27	27
中水处理能力（万吨/日）	15	15
一级管网（公里）	436	436

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，排水集团主要在建项目包括九塘区块污水配套管线工程、海门街道 8 个小区零直排工程、前所污水处理厂二期改扩建工程、永宁河河道生态补水工程等，合计总投资 3.7 亿元，截至 2019 年底已完成投资 1.3 亿元，2020 年计划投资 1.6 亿元。

（4）工程施工及基础设施建设业务

跟踪期内，公司工程施工收入有所下降，基础设施建设项目累计投资规模较大，尚未形成回款，未签订委托代建或回购协议的基础设施项目规模大，后续回款存在不确定性；考虑到在建项目尚需投资规模仍较大，未来仍存在资金支出压力。

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，主要通过市场化投标获得项目及政府委托建设项目。2019 年，排水建设实现收入 0.44 亿元，同比有所下降。确认收入的项目主要为台州经济开发区岸里村、前进村、祝昌村、呈龙村等 10 个村农村生活污水治理工程；椒江农场污水零直排工程；2017 年度椒江区农村生活污水治理工程（章安片）；前所污水处理厂绿化工程；截至 2019 年底，

排水建设公司在手合同额合计 0.31 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”）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”（项目未完工时在“在建工程”科目核算），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（基础设施建设板块毛利率为 0%），不计提代建管理费。

公司已完工的基础设施建设项目包括体育中心、台金高速东沿段及 82 省道复线。其中，82 省道复线项目已与政府签订委托代建协议，总投资 3.10 亿元，截至 2019 年底已收到政府回款 2.70 亿元，剩余金额及回款时间尚未明确。体育中心及台金高速东沿段项目未与政府签订代建协议，均于 2013 年以前完工，总投资 5.05 亿元（全部计入“其他应收款”），目前尚未收到回款。

截至 2019 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 33.91 亿元，尚未回款。2020-2021 年计划投资 3.20 亿元和 3.10 亿元。无拟建基础设施项目。

洪家场浦排涝调蓄工程计划总投资 21.73 亿元，截至 2019 年底已投 21.16 亿元，工程尚未完工，实际支出将超过计划总投资额，尚需投资规模仍较大，具体竣工结算时间目前无法确定。洪家场浦排涝调蓄工程已签订回购协议，原区政府承诺以项目两边地块的土地出让金出入返还，作为建设投资回报，目前受到征迁进度的影响回款时间无法确定。未签订委托代建或回购协议的基础设施项目较大，后续回款存在不确定性。

表12 截至2019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	211648.53	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	28871.33	在建工程	否
合计	412232.00	--	339119.86	--	

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

（5）房地产业务

跟踪期内，公司新增房地产销售收入，均为工业地产项目，后续投资规模较小。

2019年，公司新增房产销售收入2.48亿元，主要包括工业厂房等项目的开发与销售。公司房产销售业务主要以椒江工业地产开发有限公司（以下简称“椒江工业地产”）实施。椒江工业地产目前持有浙江省住房和城乡建设厅核发的《房地产开发企业资质证书》，资质等级为暂定三级。公司持有椒江工业地产100%股权。截至2019年底，椒江工业地产总资产为1.25亿元，权益总额0.85亿元，2019年实现收入2.48亿元，净利润0.37亿元。

公司房地产业务板块经营模式主要为自主商业开发模式，项目建设完成后，通过自持与对外销售结合的模式经营。截至2019年底，公司主要在开发房地产项目总投资金额2.2亿元，累计投资2.20亿元，未来无投资计划。公司通过招拍挂方式获取土地，截至2019年底公司土地储备面积（合并口径）为3.01万平方米，均为工业用地。公司在建地产项目为台州智能马桶小镇客厅项目，为展厅、服务综合体，总投资额为2.92亿元，截止2019年底已投资0.35亿元。

2. 经营效率

2019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6.97次、0.88次和0.25次，同比均略有上升。总体看，公司经营效率较弱。

3. 未来发展

未来，随着椒江区平台整合的完成，公司地位将进一步明确，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，未来公司将在海正药业开发全价值链技术平台和较为坚实的医药生产基础，进一步调整布局，聚焦梳理产品和管线项目，优化产品组合及管线布局，剥离非核心业务。

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。

2020年初，国内爆发新冠肺炎疫情，对公司日常生产经营影响不大，子公司海正药业被列入央行及国家发改委下发的首批支持疫情相关企业的支持名单，业务上获得政策支持。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年度合并财务报表，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数据可比性影响不大。

截至2019年底，公司合并资产总额为506.63亿元，所有者权益为184.00亿元（含少数股东权益68.36亿元）；2019年，公司实现营业收入124.39亿元，利润总额6.98亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，货币资金较充裕，流动资产中存货和其他应收款持续增长且占比很高，对资金占用明显。考虑到公司存货、在建工程和无形资产等科目仍存在减值风险，公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额为 506.63 亿元，较上年底增长 4.44%，流动资产与非流动资产占比分别为 53.02% 和 46.98%。

截至 2019 年底，公司流动资产为 268.61 亿元，较上年底增长 12.57%，主要由货币资金（占 17.47%）、其他应收款（占 38.30%）和存货（占 34.17%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 46.92 亿元，较上年底增长 7.77%，其中受限资金 6.61 亿元，主要为质押的定期存单、银行承兑汇票保证金、用于担保的保证金等；公司应收账款较上年底增长 15.14% 至 18.12 亿元，主要为海正药业药品销售应收款，账龄集中在 1 年以内。

截至 2019 年底，公司其他应收款较上年底增长 12.15% 至 102.89 亿元，主要为应收政府部门及其控制的公司往来款（74.99 亿元），其中，与台州市椒江区投资发展有限公司往来款为 50.32 亿元。公司其他应收款中，应收政府部门及其控制的公司款项组合的 74.99 亿元、应收工程指挥部组合 10.58 亿元、关联方组合 0.52 亿元和保证金、押金和备用金组合 0.16 亿元均归类为低信用风险组合，不对其计提坏账准备；其余应收款项累计计提坏账准备 1.34 亿元。集中度方面，公司其他应收款中前五名占比达到 74.28%，集中度高。联合资信将持续关注回款情况。

表 13 2019 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	50.32	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	3.94	4.73

台州市椒江区十塘围垦指挥部	往来款	3.78	4.01
洪家街道办事处	往来款	3.11	3.29
合计	--	68.15	74.28

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司存货为 91.78 亿元，较上年底增长 15.92%，主要为开发土地 55.01 亿元、开发产品 14.85 亿元和库存商品 15.58 亿元，累计计提跌价准备 3.54 亿元（2019 年计提 3.24 亿元，主要为海正药业库存商品和在产品跌价准备；转回或核销 0.63 亿元），系原料药、制剂以及相关公用物资等存货资产跌价准备。

截至 2019 年底，公司非流动资产为 238.02 亿元，较上年底下降 3.44%，主要由可供出售金融资产（占 10.41%）、固定资产（占 42.35%）和在建工程（占 28.50%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 24.77 亿元，较上年底增长 9.70%，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。

截至 2019 年底，公司固定资产为 100.80 亿元，较上年底增长 9.67%，主要系在建工程转入的机器设备和房屋及建筑物；2019 年期间处置或报废的固定资产 3.22 亿元；累计折旧 51.74 亿元；未办妥产权证的固定资产合计 16.71 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程较上年底下降 22.31% 至 67.83 亿元，主要系部分在建工程项目转入固定资产，以及海正药业计提减值损失综合所致。在建工程主要包括洪家场浦排涝调蓄工程项目 18.25 亿元、十一塘围垦工程 8.39 亿元、二期生物工程项目 5.84 亿元和海晟杭州-胰岛素及类似物质原液及制剂项目等；同期，公司在建工程计提 9.00 亿元减值准备，包括富阳制剂出口基地建设项目 3.93 亿元、干粉吸入剂生产线项目 2.40 亿元、年产 760 吨 21 个原料药生产项目 0.81 亿元、二期生物工程项目 0.68 亿元等，公司在建工程前期投入规模

大，造成资金沉淀，计提减值主要系部分项目研发进度落后、商业化成本高、经济效益低下、技术难度大、不符合公司发展战略等因素造成项目不适宜持续投入，综合考虑，公司计提相关建设项目减值。

截至 2019 年底，公司无形资产为 9.94 亿元，较上年底下降 18.59%，主要系计提减值损失以及无形资产摊销所致。公司无形资产主要由土地使用权（8.19 亿元）、非专利技术（5.63 亿元）和特许经营权（2.50 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 34.48 亿元，以存货中的土地（10.42 亿元）、货币资金（6.61 亿元）、固定资产（10.55 亿元）和投资性房地产（3.42 亿元）为主，占总资产比重为 6.81%。

3. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 184.00 亿元（其中少数股东权益为 68.36 亿元），较 2018 年底增长 3.99%，构成主要为实收资本（1.33 亿元）、资本公积（89.64 亿元）和未分配利润（24.41 亿元）。

(2) 负债

跟踪期内，公司有息债务规模保持稳定，整体债务负担重，短期债务占比略有下降，但债务结构仍有待优化。

截至 2019 年底，公司负债总额 322.62 亿元，较上年底增长 4.69%，流动负债与非流动负债占比分别为 51.89% 和 48.11%，流动负债占比有所下降，构成仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 167.42 亿元，较上年底变动不大，构成主要为短期借款（占 42.43%）、应付账款（占 9.48%）、其他应付款（占 16.34%）和一年内到期的非流动负债（占 16.34%）。

截至 2019 年底，公司短期借款较上年底

下降 8.67% 至 71.04 亿元，构成主要为 50.63 亿元保证借款、11.91 亿元信用借款和 5.20 亿元抵押借款。公司应付账款较上年底增长 6.15% 至 15.87 亿元，主要为应付经营性采购款，1 年以内占 93.57%；其他应付款较上年底增长 10.52% 至 27.36 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（6.09 亿元）和台州市椒江城建有限公司（3.89 亿元）等往来款为主；公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 25.35% 至 27.36 亿元，主要由一年内到期的长期借款 15.18 亿元和一年内到期的应付债券 9.90 亿元构成；其他流动负债较上年底大幅增长至 8.09 亿元，主要系海正药业发行超短期融资券。

截至 2019 年底，公司非流动负债 155.20 亿元，较上年底增长 10.69%，主要系应付债券增加。

截至 2019 年底，公司长期借款为 44.67 亿元，较上年底下降 3.99%；构成包括保证借款 17.53 亿元，抵押+保证借款 10.86 亿元，质押+保证借款 8.60 亿元，质押借款 5.25 亿元等。同期，公司应付债券较上年底增长 25.21% 至 68.52 亿元，系新发行 20 亿元公司债“19 椒江 01”。

截至 2019 年底，公司有息债务合计 227.35 亿元，较上年底变动不大，其中短期债务较上年底下降 7.97% 至 108.15 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 39.31%、55.27% 和 63.68%，较上年底变动不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但期间费用高企，对利润侵蚀加大，加之海正药业当期计提大额资产减值损失，导致公司经营性利润持续亏损，利润总额受非经常性损益影响大，投资收益可持续性低。

2019 年，公司实现营业收入 124.39 亿元，

同比增长 10.91%，主要系药品生产销售收入增长所致；营业成本同比增长 9.66%至 75.07 亿元，主要系原材料成本的增长所致。

2019 年，公司期间费用构成以销售费用和管理费用为主，期间费用合计 57.40 亿元，同比增长 21.91%，占营业收入比重为 46.14%，同比增加 4.16 个百分点；其中，销售费用同比增长 14.89%至 29.05 亿元，主要系销售推广费用增加；管理费用 10.81 亿元，同比增长 24.33%，主要系职工薪酬和折旧及摊销费用增长所致；财务费用同比增长 21.00%至 8.11 亿元；研发费用同比增长 47.34%至 9.42 亿元。公司期间费用控制能力弱，对利润侵蚀程度加大。

2019 年，公司计提资产减值损失 14.68 亿元，主要包括海正药业计提的在建工程减值损失 9.00 亿元、存货跌价损失 3.24 亿元和无形资产减值损失 1.45 亿元。

2019 年，公司持续获得政府补助，其他收益为 6.15 亿元，同比下降 12.63%，主要来自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，公司获得投资收益 25.20 亿元，主要系子公司海正药业处置海正博锐取得 24.91 亿元投资收益。2019 年，公司利润总额为 6.97 亿元，同比大幅增加 5.50 亿元，主要系政府补贴及投资收益规模大，非经常性损益占利润总额的 236.85%，扣除非经常性损益，公司经营利润持续为负。

从盈利能力指标看，跟踪期内，公司净资产收益率由负转正，升至 2.58%；总资本收益率有所下降，为 1.50%，整体盈利能力偏弱。

5. 现金流及保障

跟踪期内，受往来款波动影响，公司经营性净现金流入规模同比有所下降；受益于海正药业股权处置回笼资金，投资活动净流出规模有所收缩，但考虑到在建工程、基础设施建设等项目等资本性支出以及往来款仍较大，公司存在较大对外融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 127.58 亿元，同比略有下降。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 117.49 亿元，收到其他与经营活动有关的现金（收回借款及利息）同比下降明显；现金收入比为 94.45%，同比减少 2.83 个百分点。同期，经营活动现金流出为 117.18 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 61.78 亿元，支付其他与经营活动有关的现金规模仍较大，为 29.32 亿元，主要为往来款。2019 年，公司实现经营活动现金净流入为 10.40 亿元，同比下降 66.63%。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 65.68 亿元，主要系海正药业股权资产处置收回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 71.10 亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 18.48 亿元，投资支付的现金为 27.11 亿元，支付其他与投资活动有关的现金为 25.51 亿元。2019 年公司投资活动现金流量净额为 -5.42 亿元，净流出规模同比大幅下降。

筹资活动现金流方面，2019 年公司筹资活动现金流入 166.15 亿元，以取得借款收到的现金（140.60 亿元）为主；公司筹资活动现金流出 169.17 亿元，主要为偿还债券支付的现金（144.18 亿元）。2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为 -3.02 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债指标一般，但考虑到台州市椒江区人民政府对公司的支持力度大，以及孙公司海正药业作为上市公司融资能力较强，公司整体偿债能力强。跟踪期内，公司对外担保规模上升，区域集中度较高。

短期偿债能力方面，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 160.44% 和 105.62%，较上年底分别增加 18.37 个百分点和 10.69 个百分点；经营现金流动负债比为 6.21%，同比减少 12.34 个百分点；现金类资产

/短期债务为 0.38 倍。公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面, 2019 年公司 EBITDA 为 28.49 亿元, 同比增长 43.46%; 全部债务/EBITDA 为 7.98 倍, 同比下降明显; EBITDA 利息倍数为 2.32 倍, 同比有所上升。公司长期偿债指标有所提升。考虑到台州市椒江区人民政府对公司的支持力度大, 以及孙公司海正药业作为上市公司融资能力较强, 公司整体偿债能力强。

截至 2019 年底, 公司对外担保金额合计 36.10 亿元, 占公司净资产的 19.62%, 主要系对台州市城投企业的担保, 包括台州市椒江城建有限公司、台州市椒江城建置业有限公司、台州市商贸核心区开发建设投资有限公司、台州市心海绿廊文化教育投资有限公司及台州市椒江城市发展投资集团有限公司等企业, 区域集中度较高。

截至 2020 年 3 月底, 公司获得银行授信额度 201.35 亿元, 已使用额度 141.37 亿元, 未使用额度 59.98 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。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款和存货为主, 资产流动性弱, 整体债务负担较重, 债务结构适宜, 存在较大再融资压力。

截至 2019 年底, 母公司资产总计 134.39 亿元, 较上年底有所增长; 流动资产与非流动资产占比分别为 78.24% 和 21.76%。截至 2019 年底, 母公司流动资产为 105.14 亿元, 较上年底增长 10.84%, 以其他应收款 (40.86 亿元) 和存货 (55.19 亿元) 为主。同期, 母公司非流动资产为 29.25 亿元, 较上年底增长 9.99%, 构成主要为可供出售金融资产 (13.66 亿元) 和长期股权投资 (12.56 亿元), 较上年底均有所增长。

截至 2019 年底, 母公司负债合计 58.95 亿元, 较上年底增长 26.11%; 流动负债与非流

动负债占比分别为 24.37% 和 75.63%。截至 2019 年底, 母公司流动负债为 14.37 亿元, 较上年底下降 19.12%, 主要包括其他应付款 (6.66 亿元) 和一年内到期的非流动负债 (7.50 亿元); 母公司非流动负债为 44.58 亿元, 较上年底增长 53.83%, 主要为应付债券 (44.00 亿元); 同期, 母公司全部债务为 51.50 亿元, 短期债务与长期债务分别为 7.50 亿元和 44.00 亿元。截至 2019 年底, 母公司所有者权益合计 75.44 亿元, 较上年底保持稳定, 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, 2019 年为 160.15 万元, 同比有所下降; 利润总额为 131.64 万元; 其中, 投资收益为 289.57 万元。

现金流方面, 2019 年, 母公司经营活动产生的现金流入及流出规模小, 分别为 1.02 亿元和 0.19 亿元; 经营性净现金流为 0.82 亿元。2019 年, 母公司投资活动产生的现金流入同比增长 24.76% 至 21.27 亿元, 主要为收到其他与经营活动有关的现金 21.22 亿元; 投资活动产生的现金流出同比增长 25.08% 至 25.08 亿元, 主要为支付其他与投资活动有关的现金 23.08 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同比增加 29.78 亿元, 主要为取得借款收到的现金 30.51 亿元; 筹资活动产生现金流出为 24.81 亿元, 主要系偿还债务支付的现金; 筹资活动现金净流入 8.77 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

1. 存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年 3 月底, 公司存续期债券余额合计 48.50 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 2019 年底, 有 4.50 亿元应付债券将于一年内到期。

截至 2019 年底, 公司剔除使用受限后的现金类资产 (40.68 亿元) 对一年内到期的债券

(4.50亿元)的保障倍数为9.04倍,公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

2019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2.63倍、0.21倍和0.59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14 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

项目	2019年
一年内到期债券余额	4.50
现金类资产/一年内到期债券余额	9.04
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.63
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.21
EBITDA/应付债券余额	0.59

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2020年6月11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(2.50亿元)的覆盖倍数为10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

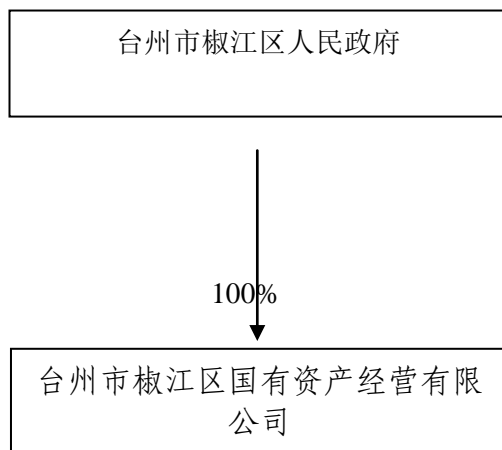
根据《台州市椒江区人民政府关于台州市椒江区国有资产经营有限公司台州市椒江区洪家场浦排涝调蓄工程项目配套资金安排的批复》(椒政发〔2014〕71号),台州市椒江区人民政府同意将位于台州市椒江区东湖区域的一宗商业、住宅用地(面积约为742.84亩)的土地出让收入的90%部分(约40.11亿元)作为洪家场浦公司(公司全资子公司)建设的配套资金,由台州市椒江区财政局分12年拨付给洪家场浦公司。

截至2019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”“15椒江债/PR椒江01”的信用等级为AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图

图

附件 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

(单位: %)

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

资料来源: 公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	49.88	40.05	40.68
资产总额(亿元)	482.11	485.11	506.63
所有者权益(亿元)	181.33	176.94	184.00
短期债务(亿元)	94.92	117.52	108.15
长期债务(亿元)	134.44	109.99	119.20
全部债务(亿元)	229.37	227.51	227.35
营业收入(亿元)	115.23	112.16	124.39
利润总额(亿元)	5.14	1.47	6.98
EBITDA(亿元)	21.01	19.86	28.49
经营性净现金流(亿元)	11.54	31.16	10.40
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.37	6.69	6.97
存货周转次数(次)	1.00	0.87	0.88
总资产周转次数(次)	0.25	0.23	0.25
现金收入比(%)	97.99	97.28	94.45
营业利润率(%)	29.00	38.04	38.82
总资本收益率(%)	2.90	2.92	1.50
净资产收益率(%)	2.06	-0.03	2.58
长期债务资本化比率(%)	42.58	38.33	39.31
全部债务资本化比率(%)	55.85	56.25	55.27
资产负债率(%)	62.39	63.52	63.68
流动比率(%)	173.34	142.07	160.44
速动比率(%)	115.62	94.93	105.62
经营现金流动负债比(%)	8.47	18.55	6.21
全部债务/EBITDA(倍)	10.92	11.45	7.98
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	1.67	2.32

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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	5.58	2.58	8.35
资产总额(亿元)	123.62	122.19	134.39
所有者权益(亿元)	75.38	75.45	75.44
短期债务(亿元)	5.50	12.30	7.50
长期债务(亿元)	37.00	28.50	44.00
全部债务(亿元)	42.50	40.80	51.50
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.02
利润总额(亿元)	0.04	0.05	0.01
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.03	0.40	0.82
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	-290.44	-181.44	-295.22
总资本收益率(%)	0.03	0.04	0.01
净资产收益率(%)	0.05	0.07	0.02
长期债务资本化比率(%)	32.92	27.42	36.84
全部债务资本化比率(%)	36.05	35.10	40.57
资产负债率(%)	39.02	38.25	43.86
流动比率(%)	895.96	534.11	731.90
速动比率(%)	383.05	223.37	347.72
经营现金流流动负债比(%)	0.32	2.25	5.74
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：EBITDA 因部分数据无相关统计无法计算；销售债权周转次数因无应收账款及应收票据数据无法计算

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	辽宁省国有资产经营有限公司	镇江国有投资控股集团有限公司	台州市椒江区国有资产经营有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	2019 年		
综合毛利率 (%)	14.96	12.44	39.87
销售债权周转次数 (次)	11.63	7.41	6.97
财务数据时点	2019 年		
资产总额 (亿元)	454.12	569.13	506.63
所有者权益 (亿元)	239.60	246.21	184.00
营业收入 (亿元)	204.68	110.65	124.39
利润总额 (亿元)	8.49	6.52	6.98
经营活动现金流净额 (亿元)	10.90	14.03	10.40
资产负债率 (%)	47.24	56.74	63.68

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-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+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

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 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