

信用评级公告

联合〔2022〕5567号

联合资信评估股份有限公司通过对台州市椒江区国有资本运营集团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本运营集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 椒江债/PR 椒江 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十七日

台州市椒江区国有资本运营集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

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本运营集团有限公司	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
15 椒江债/PR 椒江 01	10 亿元	2 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：2022 年 6 月 27 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

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本运营集团有限公司（以下简称“公司”）作为区域内唯一的国有资本运营集团，代表区政府履行区属国企出资人职责，已形成医药生产销售为主导，基础设施建设、生物材料、热电销售为辅的多元化经营结构。跟踪期内，区政府持续向公司划入资产及股权，合并范围增加了台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司（以下简称“商贸核心区公司”），资本实力扩充的同时，运营国有资产业务范围进一步拓宽；海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）自产制剂药品销售保持增长，仍为公司主业核心收入及利润来源；海正生物材料股份有限公司（以下简称“海正生物”）首次公开发行股票获批，后续随着公开发行的完成，海正生物产能将进一步扩大，市场竞争力、经营规模与盈利水平有望进一步提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性偏弱、基础设施建设项目投资规模较大、往来款对资金占用明显、债务负担持续加重和对外担保规模大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

未来，公司将在椒江区委、区政府的支持下，持续进行资产的整合归并，推进基础设施建设项目进度，拓展核心业务，拓宽经营领域，综合实力有望进一步提升。

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“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，跟踪期内持续获得政府大力支持。公司作为椒江区唯一的国有资本运营集团，代表区政府履行区属国企出资人职责，区域地位重要性突出。跟踪期内，公司获得政府无偿划转商贸核心区公司 5% 股权，以及收回其余 95% 股权的委

分析师：谭心远 邢霖雪

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

托权，业务范围进一步拓宽。在财政补贴等方面，公司持续获得政府支持，2021 年收到各类政府补助 5.37 亿元。

2. **海正药业收入进一步增长，具备一定竞争优势。**公司核心子公司海正药业已形成产品组合及销售渠道优势，获得多项发明专利、专利授权和医药行业荣誉称号，跟踪期内仍是公司主业收入和利润的主要来源。

3. **海正生物首次公开发行股票获批。**截至 2022 年 5 月底，生物材料业务经营主体海正生物首次公开发行股票已获批，后续随着公开发行的完成，海正生物产能将进一步扩大，市场竞争力、经营规模与盈利水平有望进一步提升。

关注

1. **公司其他应收款对资金占用明显。**截至 2021 年底，公司其他应收款余额 89.14 亿元，主要为公司与椒江区域内国有企业的往来拆借款，部分款项账龄长，对资金占用明显。

2. **公司在建基础设施建设项目回款存在不确定性，尚需较大投资规模，存在资金压力。**公司在建基础设施建设项目投资规模较大，受到征迁进度的影响，回款时间存在不确定性；考虑到上述在建项目尚需较大规模投资，未来仍存在资金支出压力。

3. **公司债务负担重，存在一定集中兑付压力。**截至 2021 年底，公司全部债务为 286.83 亿元，较上年底增长 27.88%，债务负担进一步加重。2022 年，公司本部到期/行权债券余额 22.00 亿元，其中 2.00 亿元“15 椒江债”将于 2022 年 7 月兑付；20 亿元“19 椒江 01”或将于 2022 年 8 月行权，存在一定集中兑付压力。

主要财务数据

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	47.29	55.93	54.27
资产总额(亿元)	506.63	492.69	604.77
所有者权益(亿元)	184.00	182.79	204.19
短期债务(亿元)	108.15	128.20	121.56
长期债务(亿元)	119.20	96.10	165.27
全部债务(亿元)	227.35	224.30	286.83
营业收入(亿元)	124.39	123.56	140.85
利润总额(亿元)	6.98	10.36	8.09
EBITDA(亿元)	28.49	29.93	29.63
经营性净现金流(亿元)	10.40	13.60	18.65
营业利润率(%)	38.82	40.38	36.26
净资产收益率(%)	2.58	4.50	3.17
资产负债率(%)	63.68	62.90	66.24
全部债务资本化比率(%)	55.27	55.10	58.42
流动比率(%)	160.44	151.21	163.88
经营现金流流动负债比(%)	6.21	7.52	9.40
现金短期债务比(倍)	0.44	0.44	0.45
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	2.83	2.40
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	7.49	9.68
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	134.39	139.28	144.32
所有者权益(亿元)	75.44	75.01	62.61
全部债务(亿元)	51.50	58.02	74.35
营业收入(亿元)	0.02	0.01	0.02
利润总额(亿元)	0.01	0.01	0.01
资产负债率(%)	43.86	46.14	56.62
全部债务资本化比率(%)	40.57	43.61	54.29
流动比率(%)	731.90	336.75	916.84
经营现金流流动负债比(%)	5.74	-11.00	1.38

注：1. 合并口径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. 合并口径长期应付款中的有息部分已计入长期债务和全部债务

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	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	AA	AA	稳定	2021/6/24	谭心远 闫旭	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	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

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编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受台州市椒江区国有资本运营集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

台州市椒江区国有资本运营集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于台州市椒江区国有资本运营集团有限公司（以下简称“椒江国运”或“公司”）及其相关债券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“椒江区国资委”）直接授权的国有资产运营企业。2020 年，公司名称由“台州市椒江区国有资产经营有限公司”（以下简称“椒江国资”）变更为现名，并完成 10.00% 股权划转至浙江省财务开发有限责任公司（以下简称“省财务公司”）。截至 2022 年 3 月底，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 90.00% 股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司组织结构未发生变化，内设综合办公室（党务工）、产权管理科、审计监管科、投资发展（财务）科四个职能部门。

公司职能定位和经营范围未发生重大变化，截至 2021 年底，公司合并报表范围内的一级子公司共 9 家，较上年底增加 1 家。截至 2022 年 3 月底，公司子公司浙江海正集团有限公司（以下简称“海正集团”，公司持股 79.864%）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）27.44% 的股份，无质押。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 604.77 亿元，所有者权益合计为 204.19 亿元（含少数股东权益 59.10 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 140.85 亿元，利润总额 8.09 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：李华川。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司公开发行由联合资信评级的存续债券为“15 椒江债/PR 椒江 01”，债券余额合计 2.00 亿元。“15 椒江债/PR 椒江 01”设置了提前偿还本金条款，即自 2018 年至 2022 年每年的 7 月 6 日（遇法定节假日或休息日顺延至其后的第 1 个工作日），分别按照债券发行总额 20%，20%，20%，20% 和 20% 的比例偿还债券本金。“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，并在跟踪期内正常还本付息。

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）作为全资子公司洪家场浦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 2021 年底，由于洪家场浦排涝调蓄工程尚未完成竣工决算，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。

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	到期兑付日
15 椒江债/PR 椒江 01	10.00	2.00	2015/07/06	2022/07/06
合计	10.00	2.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生

产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务

消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，

出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），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，建立了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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融

服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业

仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 医药行业

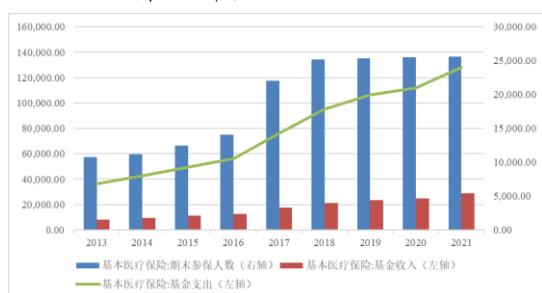
（1）行业运行概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，各层级医疗机构日常诊疗活动减少，药品终端销售市场规模近年来首次出现负增长，但随着人均可支配收入增长、人口老龄化趋势逐年加重以及医保收入和参保人数增加，中国医药需求仍保持稳健。2021年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营业收入和利润总额均大幅增长。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由2018年的28228元增长至2021年的35128元，消费升级加速；与此同时，截至第七次全国人口普查（普查标准时点为2020年11月1日0时），中国60周岁以上人口已达2.64亿，占总人口的18.70%，较2019年底增加了0.10亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度和常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于2017年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由2019年的87.20

亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年随着新冠疫情防疫常态化，医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业收入人民币 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。

（2）行业政策

2021 年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

2021 年 1 月，国家药监局发布《药品上市后变更管理办法（试行）》（以下简称“该办法”）。该办法进一步明确了药品上市后变更

的原则和常见情形，规定了持有人义务和监管部门职责，为药品上市后变更管理提供了依据。一方面鼓励持有人运用新技术、新方法、新设备、新科技成果，不断改进和优化生产工艺，持续提高药品质量，提升药品安全、有效和质量可控性；另一方面，规范药品变更行为和变更监管，打击非法变更，落实持有人主体责任，保障用药安全。

2021 年 2 月 9 日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》（以下简称“《政策措施》”）。《政策措施》指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

2021 年 9 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》（以下简称“全民医保”）。全民医保指出到 2025 年，医疗保障制度更加成熟定型；深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模

式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用。

2021年11月，国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》（以下简称“接续工作通知”）。接续工作通知指出原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对其采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构。

2021年11月，国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》（以下简称“《临床研发指导原则》”）。《临床研发指导原则》提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发。这意味着药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求。

（3）行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至2021年底，医药制造业企业单位为8337家，较上年底增加672家；亏损企业1577家，较上年底增加233家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内

分化程度加深。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2021年2月，第四次带量采购竞标结果公示，中标45个产品，产生中选企业118家，平均降价幅度52%，最高降幅96%。2021年6月，第五次带量采购竞标结果公示，中标61个产品，产生中选企业148家，中选药品品规251个，平均降价幅度56%，最高降幅高达99%，注射剂成为集采主力剂型。2021年11月，第六次带量采购竞标结果公示，二代和三代胰岛素共16个品种、42个品规中选，产生中选企业11家，平均降价幅度48%，最高降幅高达74%，降价趋于理性化。这次带量采购充分考虑了企业实际产能，确保了用药稳定性，引导临床使用产品升级、行业发展创新升级，标志着带量采购从化学药拓展到了生物药领域。2021年12月，国家医保药品目录调整结果正式公布，本次共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个（目录外67种，目录内27种），总体成功率80.34%；本次谈判成功的目录外67个独家品种的平均降价幅度62%，为历次谈判以来最大的降价幅度；2019年和2020年的降幅分别为61%和54%；本次谈判单一品种最大降幅为94%，2019年和2020年的最高降幅分别为85%和90%。

（4）行业展望

预计2022年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的

刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。2021 年以来，全球新冠肺炎疫情反复、国内疫情出现多地散发，进入后疫情时代，新冠肺炎疫情对于医药行业政策环境产生了深远的影响，从产业层面来看，疫情防控相关工作促进了部分行业加速发展，如互联网医疗、新冠疫苗、医疗防护、公共卫生体系建设等；从长远的角度来看，此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显，在全社会的关注度有显著提升，医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进，促使全行业日趋规范化、健康发展。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约 40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2021 年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入为 2.87 万亿元，同比增长 15.55%，全国基本医保基金（含生育保险）总支出为 2.40 万亿元，同比增长 14.16%。

预计 2022 年，医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线。2021 年是“十四五”开局之年，2021 年 9 月《“十四五”全民医疗保障规划》发布，这是医疗保障领域第一个五年规划，也是“十四五”时期医疗保障发展的总体蓝图，提出了 15 项主要指标和三大体系建设要求；结合今年医疗保障法、医疗保障待遇清单制度、医保目录调整、医疗服务价格改革试点、DRG/DIP、国采、国谈等方面的动态可以看出，中国特色医疗保障制度的发展打出了一套组合拳；医药领域的创新发展、一致性评价仍是关注热点；医疗领域基本药物的调整、合理用药、公立医院高质量发展等都有重要政策发布；此外，互联网医疗、医药电

商等领域的迅速发展，加快推进三医信息化建设进程。预计未来，医药行业供给侧改革政策重点将继续集中于淘汰落后产能、提高药品质量、鼓励创新投入、强化过程监管等方面，具有创新性、临床需求高的药物上市速度有望加快。

控费方面，2021 年，国家共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，总体成功率 80.34%；其中，目录外 85 个独家药品谈成 67 个，成功率 78.82%，平均降价 61.71%，价格降幅已走向常态化。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”。目前前五轮集采共涉及品种 218 个，不仅品种数量不断扩围，参与厂家的数量也在逐步增多。2021 年 12 月 3 日，国家医保局公布 2021 年版国家医保药品目录，本次调整共计新增 74 种药品进入目录，11 种药品调出目录。从谈判情况看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%，涵盖肿瘤、罕见病、麻醉、丙肝等领域。未来，随着带量采购逐步扩面，医保目录动态调整常态化，有望形成药品品质优价低，药企持续创新的优良局面。对于仿制药企业来说，稳定的产品质量控制能力、规模化的供应能力、超强的成本控制能力成为竞争关键要素；对于创新药企业来说，快于同类产品的研发速度以及合理的定价策略将成为获胜的关键。

预计 2022 年，创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据，2021 年中国研究与试验发展经费支出已达 27864 亿元，同比增长 14.23%。从新药审批数量来看，近年来 1 类新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2018 年，国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理国产 1 类新药注册申请 448 件，批准 9 个国产 1

类新药上市；2019年，受理国产1类新药注册申请528件，批准10个国产1类新药上市；2020年，受理1类新药注册申请1062件，批准14个国产1类新药上市。2021年上半年，CDE共批准了23款国产的1类新药，获批数量超2020年全年。

目前，中国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国1类新药靶点白皮书》统计，2016—2021年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药1649个，其中涉及的靶点有520个，前6%（30个）的靶点涉及41%（681）的新药。在治疗领域方面，2016—2021年，新药受理的治疗领域以肿瘤为主，占比为62%，其次为感染，占比为8%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回拢和进入研发-上市的良性循环。

3. 区域经济环境

跟踪期内，台州市椒江区经济发展稳健。

椒江区是台州市主体城区之一，2021年，全年全区生产总值752.14亿元，按可比价格计算，比上年增长6.2%。其中，第一产业增加值18.98亿元，下降15.3%；第二产业增加值280.74亿元，增长6.4%；第三产业增加值452.43亿元，增长7.4%，三次产业结构为2.5:37.3:60.2。

2021年，椒江区规模以上工业增加值总量前五的行业中，电气机械和器材制造业，医药制造业，电力、热力生产和供应业，专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业分别实现工业增加值25.93亿元、25.83亿元、

22.63亿元、21.70亿元和18.78亿元，分别比上年增长7.1%、下降3.0%、增长30.5%、增长32.0%和增长24.6%。

2021年，椒江区固定资产投资施工项目412个，其中本年新开工项目111个。全年固定资产投资比上年下降4.5%，两年平均下降1.1%。其中，第一产业比上年下降10.8%，第二产业增长15.8%，第三产业下降6.9%，两年平均分别增长6.5%、下降10.5%和增长0.6%。固定资产投资中，房地产开发投资比上年增长11.4%，工业性投资增长15.8%，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下降43.1%、增长29.8%、增长2.4%和增长7.3%。基础设施投资下降32.1%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，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，持股90.00%；省财务公司持股10.00%。

2. 企业规模与竞争力

公司作为区域内唯一国有资本运营集团公司，代表区政府履行区属国企出资人职责，区域经济重要性突出。公司子公司海正药业保持了产品组合及销售渠道优势，累计获得多项发明专利、专利授权和医药行业荣誉称号。

公司代表区政府履行区属国企出资人职责，对其他5家区属国企实施统一、集中监管，形成“1+5”的国资运营新架构，区域重要性突出。“1”即1家国有资本运营集团公司，“5”即5家区属国有企业，包括台州市椒江城市发展投资集团有限公司（以下简称“椒江城发”，椒江区国资委全资一级子公司）、台州市椒江区社会事业发展集团有限公司（以下简称“椒江社发”，公司全资一级子公司）、台州市椒

江工业投资集团有限公司（以下简称“椒江工投”，公司全资一级子公司）、台州市商贸核心区开发建设投资有限公司（以下简称“商贸核心区公司”）、台州市新府城科技传媒有限公司（以下简称“新府城传媒”，公司全资一级子公司）。

此外，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 2021 年底，海正药业共实现专利申请 1062 项（国内申请 546 项，PCT 国际申请 166 项），其中发明专利 1042 项；获得授权专利 532 项，其中发明专利 512 项；拥有有效专利 337 项，其中发明专利 317 项。

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，拥有“海正”和“HISUN”中国驰名商标。跟踪期内，海正药业获得“2020 年度民营经济高质量发展强市建设制造业高质量发展先进集体”“2020 年度中国医药工业百强企业第 46 名”“2021 年中国医药研发产品线最佳工业企业”“创新型优秀企业品牌”、“制剂出口型优秀企业品牌”“原料药出口型优秀企业品牌”“浙江省制造业百强企业”“浙江出口名牌”称号。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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 2022 年 6 月 27 日，公司本部无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 27 日，联合资信未发现

公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化，董事长和总经理在政府指导安排下进行了人事调动。

跟踪期内，公司原法定代表人、董事长杨振江不再担任公司法定代表人、董事长职务，任命李华川担任公司法定代表人、董事长；原总经理雷加强因人事调整不再任总经理，聘任郑柏超担任公司总经理一职。上述人员调整均系政府指导安排下的人事调动。

公司新任法定代表人、董事长李华川先生，50 岁，曾任中国农业银行台州经济开发区支行党委委员、副行长，台州市椒江金融投资有限公司董事长、总经理，台州市椒江区国有资产经营有限公司副总经理兼台州市椒江金融投资有限公司董事长、总经理，台州市椒江城市发展投资集团有限公司党委副书记、董事、总经理，现任公司党工委书记、董事长。

公司新任总经理郑柏超先生，43 岁，曾任椒江区财政局经济建设科干部、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；台州市椒江区国有资本运营集团有限公司副董事长、副总经理；公司董事、副总经理。现任浙江海正集团有限公司董事，浙江海正药业股份有限公司董事，公司总经理、董事。

除上述高级管理人员变动外，公司在治理结构、管理制度及其他高级管理人员方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2021 年，受益于药品生产销售业务增长及合并范围增加，公司主营业务收入保持增长，综合毛利率水平同比小幅下降。

2021年,公司实现主营业务收入138.14亿元,同比增长15.26%。其中,药品生产销售收入同比增长8.02%至122.19亿元,仍为主营业务收入核心来源;生物材料销售收入同比增长123.08%至5.80亿元,主要受益于经营主体浙江海正生物材料股份有限公司(以下简称“海正生物”)产能释放,主要产品聚乳酸销售得到大幅提升;新增土地整理业务收入3.17亿元,

主要系商贸核心区并表所致。

2021年,公司主营业务毛利率为37.59%,同比减少4.14个百分点,主要系收入占比高的药品生产销售板块毛利率水平小幅下降,以及新增业务毛利率较低所致。其中,生物材料业务部分订单来自海外客户,受疫情影响较大,毛利率同比有所下降;其他业务变动幅度对公司综合毛利率影响不大。

表5 2020-2021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	2020年			2021年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
药品生产销售	113.12	94.38	43.39	122.19	88.45	40.61
生物材料销售	2.60	2.17	25.36	5.80	4.20	15.71
土地整理	-	-	-	3.17	2.29	17.99
热电销售	1.57	1.31	30.74	2.34	1.70	23.12
环卫街道保洁	-	-	-	0.88	0.64	-27.27
代建项目	-	-	-	0.87	0.63	3.45
公墓销售	0.32	0.27	30.96	0.64	0.46	40.63
粮油食品销售	-	-	-	0.56	0.41	-3.57
交通运输	0.49	0.41	4.88	0.48	0.35	-5.05
工程施工	0.10	0.08	7.86	-	-	-
再生水销售及污水处理	0.31	0.26	-203.36	-	-	-
其他	1.34	1.12	-	1.21	0.88	23.14
合计	119.85	100.00	41.73	138.14	100.00	37.59

资料来源:公司提供

(1) 药品生产销售

跟踪期内,海正药业经营情况总体稳健,在产品组合及销售渠道方面保持既有优势,仍为公司收入及利润的主要来源,原料药产品正在逐步解禁。

公司药品生产销售业务主要由孙公司海正药业和台州市健达医疗服务有限公司(以下简称“健达医疗”)负责经营。截至2021年底,海正药业资产总额为193.74亿元,所有者权益为73.46亿元;2021年,海正药业实现营业收入121.36亿元,同比增长6.89%;利润总额6.44亿元,同比下降27.85%,主要系违约金和非流动资产处置损失形成营业外支出0.77亿元所致。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,海正药业原料药欧美市场销售迅速下滑。跟踪期内,海正药业原料药产品正在逐步解禁,相关市场仍有待恢复。联合资信将持续关注海正药业原料药产品解禁进展。

2021年,海正药业实现主营业务收入119.02亿元,同比增长8.09%,主要来自制剂销售的增长;药品生产销售区域分布方面,2021年海正药业国内销售占91.59%,占比略有上升。

6 2020 - 2021 年海正药业主营业务收入构成 (单位: 亿元)

项目	2020 年			2021 年		
	金额	占比 (%)	毛利率 (%)	金额	占比 (%)	毛利率 (%)
医药工业	59.63	54.15	61.88	69.73	58.59	57.87
其中: 原料药	13.03	11.83	36.81	13.51	11.35	27.17
成品药	46.60	42.32	68.89	56.22	47.24	65.24
医药商业	50.46	45.83	23.07	49.18	41.32	17.69
其他	0.02	0.02	41.50	0.11	0.09	25.91
合计	110.11	100.00	44.09	119.02	100.00	41.24

资料来源: 公司提供

医药工业

2021 年, 海正药业医药工业实现销售收入 69.73 亿元, 同比增长 16.94%。其中, 成品药同比增长 20.63% 至 56.22 亿元, 主要是抗感染药销售额同比增长 34.13% 至 27.47 亿元; 同期, 原料药收入同比变动不大, 为 13.51 亿元。

从毛利率来看, 海正药业成品药业务为公司主要的毛利来源。2021 年, 海正药业医药工业毛利率为 57.87%, 同比小幅下降, 主要受集采产品降价, 以及原料药产品受美元汇率下降及外购原材料、能源成本上涨所致。

表 7 2020 - 2021 年海正药业主要医药产品情况 (单位: 亿元)

产品名称	2020 年			2021 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
抗肿瘤药	8.20	13.75	75.07	8.41	12.06	74.74
抗感染药	20.48	34.35	67.12	27.47	39.40	59.66
心血管药	10.23	17.16	58.52	13.67	19.60	56.14
抗寄生虫药及兽药	7.32	12.28	42.84	8.92	12.79	40.09
内分泌药	4.18	7.01	41.25	4.32	6.20	36.79
其他药品	9.21	15.45	66.71	6.94	9.95	69.72
合计	59.63	100.00	61.88	69.73	100.00	57.87

资料来源: 公司提供

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有限公司 (以下简称“瀚晖制药”) 拥有抗肿瘤制剂、口服固体制剂 and 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, 截至 2021 年底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》并未进行更新, 海正药

业不存在产品新进入或退出情况。公司所列主要药品（制剂）均被纳入国家医保目录。截至2021年底，海正药业共有95个品规纳入《国家医保目录》。

研发方面，2021年海正药业研发投入为4.40亿元（费用化研发投入3.73亿元，资本化研发投入0.67亿元），同比变动不大；占销售收入的3.64%。

截至2022年3月底，海正药业在建项目计划投资额为28.50亿元，较2020年底有所增加；已完成投资29.14亿元。

表8 截至2022年3月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	19.64
企业研究院项目	4.48	3.73
瀚晖制药注射剂扩建生产项目	3.95	4.07
瀚晖美卓乐生产线项目	1.63	0.76
年产2000万瓶冻干注射剂技术改造项目-谷胱甘肽	1.13	0.65
普通口服固体制剂技术改造项目	1.24	0.16
胰岛素原料药生产改造项目	0.90	0.13
合计	28.50	29.14

资料来源：公司提供

医药商业

医药商业主要由海正药业全资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。2021年，海正药业实现医药商业收入49.18亿元，同比变化不大。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

跟踪期内，随着疫情影响减弱，公司热电销售同比较快增长，盈利水平受煤炭成本大幅

上升影响有所下降。生物材料业务随国家限塑政策实施，聚乳酸产能释放，销售规模实现快速增长，但利润水平有所下降。截至2022年5月底，生物材料业务经营主体海正生物首次公开发行股票已获批，后续随着公开发行的完成，海正生物产能将进一步扩大，市场竞争力、经营规模与盈利水平有望进一步提升。

公司生物材料销售由海正生物负责经营，截至2021年底，海正生物总资产为11.83亿元，所有者权益6.54亿元；2021年实现营业收入5.85亿元，同比增长122.72%；利润总额0.38亿元，同比增长7.50%。跟踪期内，海正生物申请科创板首次公开发行股票，拟公开发行股份不超过5066.9517万股，拟募集资金主要用于“年产15万吨聚乳酸项目”和“研发中心建设项目”的建设，项目总投资额13.26亿元。2022年4月，海正生物收到中国证券监督管理委员会关于同意海正生物首次公开发行股票注册申请的批复。

海正生物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，核心产品为聚乳酸。2021年，海正生物纯聚乳酸产品产能利用率由上年的65.62%提升至70.56%，复合改性聚乳酸产能利用率由34.88%提升至60.44%，产能进一步释放，收入实现大幅增长。利润方面，海正生物材料聚乳酸产品生产成本中原材料乳酸占60~70%，2021年乳酸价格高位运行，导致产品成本有所上升；另一方面，受新冠疫情影响，国际航运费用大幅上升，挤压出口业务的毛利率空间，同时由于下游客户的终端产品出口比例高，疫情对下游客户形成的负面影响向上游传导，对聚乳酸产品的销售价格及销量造成一定影响，共同导致2021年海正生物毛利率下降。

海正生物客户主要分布在华南地区、华东地区、境外等，前五名集中度为40.89%，集中度较高。未来，随着海正生物首次公开发行的完成，其产能将进一步扩大，市场竞争力、经营规模与盈利水平有望进一步提升。

表9 2020 - 2021年生物材料销售情况

(单位: 万元)

产品类别	2020年	2021年
纯料收入	11370.96	32525.00
改性料收入	14004.39	25022.00
委托加工等收入	529.17	953.00
合计	25904.52	58500.00

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2021年底,椒江热电拥有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。椒江热电主要客户仍为外沙岩头工业园区的电汽用户,2021年实现热电销售收入2.34亿元,同比较快增长,主要系2021年疫情得到控制,用热企业需求恢复所致;同期,热电销售业务毛利率为23.12%,同比下降7.62个百分点,主要系煤炭成本大幅增长所致。

表10 2020 - 2021年热电销售情况

项目	2020年		2021年	
	销售量	销售收入(万元)	销售量	销售收入(万元)
电(万度)	11065.00	5003.9	14318.81	6465.75
汽(万吨)	65.09	10728.46	80.47	16966.17
合计	--	15732.36	--	23431.92

资料来源: 公司提供

(3) 基础设施建设业务

跟踪期内,公司在建基础设施建设项目投资规模较大,尚未形成回款,且后续回款存在不确定性;新增在建项目尚需投资规模较大,未来仍存在资金支出压力。

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完工后计入“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2021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”),尚未收到回款。

截至2021年底,公司主要基础设施在建项目合计总投资52.72亿元,已累计完成投资32.60亿元,尚未形成回款。2022~2023年计划投资9.07亿元和7.18亿元。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2021年底已投21.73亿元,具体竣工结算时间无法确定。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收入返还,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。

大陈岛海洋旅游综合开发项目总投资10.68亿元,已投4.01亿元,该项目未来将通过公司自主经营及政府补贴实现投资回收。

心海城市共享空间项目总投资为16.58亿元,建设工期42个月,已投资5.73亿元。该项目总建筑面积167408.00平方米,包含美食街区、茶文化展示区、文化展览区、商业服务区和配套服务餐饮区等。该项目运营期的主要收入包括城市文化共享空间及地下室出租收入、广告牌收入(园区+停车位)等。

心海网络直播基地项目总用地面积为

17535.00 平方米，由商务办公建筑以及地下停车库构成。其中，建筑主要用于商务办公用房。该项目计划 3 年实现百家企业入驻，千名网红

孵化、万个货源选品、亿元楼宇税收，创成电商直播示范基地。

表11 截至2021年底公司主要基础设施在建项目情况（单位：亿元）

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	21.73	2013年--2022年	21.73	在建工程	是
大陈岛海洋旅游综合开发项目	10.68	2018年--2022年	4.01	在建工程	否
心海城市共享空间项目	16.58	2021-2025	5.73	在建工程	否
心海网络直播基地建设项目	3.73	2021-2022	1.13	在建工程	否
合计	52.72	--	32.60	--	--

注：大陈岛海洋旅游综合开发项目的已投资金额与在建工程中的数据存在出入，主要系项目统计口径不同所致
资料来源：公司提供

2. 经营效率

跟踪期内，公司整体经营效率仍偏低。

2021 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 6.49 次、0.71 次和 0.26 次，同比变动不大。

3. 未来发展

未来，公司将在椒江区委、区政府的支持下，持续进行资产的整合归并，推进基础设施建设项目进度，拓展核心业务，拓宽经营领域，综合实力有望进一步上升。

“十四五”期间，公司将继续在椒江区委、区政府的支持下，加快完成各项工作，发挥集团职能，承担股权管理职责，优化国有资本结构配置。

公司将按照企业化、市场化、专业化的原则，对列入公司业务范围的重大项目进行筹资、投资、经营和管理，全力推进各项建设进程，拓展核心业务，吸引优质资产，拓宽经营领域，逐步使公司发展为多元化投资、规模化经营、资本化运作的企业。围绕上述目标，公司将进一步对下属公司进行归并整合，做好药业板块、客运、基础设施建设、生物材料等几大板块。从具体实施措施来看，公司对现有优良资产进行整合；基础设施建设方面，持续推进全市生态海岸带建设，加强重点海岛开发保护，加快建设大陈现代化海岛示范区，弘扬大陈岛垦荒

精神，打造大陈岛“全国红色旅游第一岛”；药业板块方面，依托海正集团的行业地位及竞争优势，原料药及制剂板块将继续保持发展；客运业务方面，将利用台州市及椒江区旅游资源优势逐步发展旅游客运及相关业务；生物材料方面，子公司海正生物将立足现有优势，着眼于聚乳酸行业未来发展趋势，通过提升产能、技术创新、市场开拓等战略推动产业链延伸，拓宽聚乳酸产品市场及应用场景，实现经营业绩的持续稳步增长。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2021 年度合并财务报表，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）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。

2021 年，公司合并范围增加子公司 26 家，其中新增一级子公司 1 家，为商贸核心区公司。公司原持有台州循环经济发展有限公司（以下简称“台州循发”）34.70% 股权，投资成本按可供出售金融资产列报，2021 年将股权无偿划转给子公司商贸核心区公司，改至长期股权投资列报。截至 2021 年底，商贸核心区公司总资产为 127.87 亿元，所有者权益合计 53.74 亿元；2021 年实现营业收入 4.63 亿元，利润总

额 0.72 亿元。2021 年合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 604.77 亿元，所有者权益合计为 204.19 亿元（含少数股东权益 59.10 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 140.85 亿元，利润总额 8.09 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模随合并范围变化而增长；流动资产中其他应收款和存货占比高；非流动资产以固定资产、长期股权投资及在建工程为主。整体看，公司资产流动性偏弱，资产质量尚可。

截至 2021 年底，公司资产总额为 604.77 亿元，较上年底增长 22.75%。公司资产中，流动资产占 53.78%，非流动资产占 46.22%。

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产为 325.26 亿元，较上年底增长 51.92%，主要由货币资金（占 16.41%）、应收账款（占 7.69%）、其他应收款（合计）（占 27.42%）和存货（占 45.58%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金为 53.36 亿元，较上年底变动不大，主要为银行存款（51.35 亿元）。其中，受限货币资金 8.07 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。

截至 2021 年底，公司应收账款为 25.02 亿元，较上年底增长 44.07%，构成主要为海正药业药品销售应收款及应收政府部门及其控制的公司款项组合，账龄集中在 1 年以内（占比为 97.04%），计提坏账准备 1.27 亿元。集中度方面，公司应收账款欠款方前五名余额合计 10.37 亿元，占 39.45%，集中度有所上升。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）为 89.20 亿元，较上年底变动不大，构成主要为应收政府部门及其控制的公司往来款。其中，与台州市椒江区投资发展有限公司往来款为

49.84 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 76.25 亿元、应收工程指挥部组合 7.67 亿元、关联方组合 0.64 亿元和保证金、押金和备用金组合 0.20 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 0.52 亿元。集中度方面，公司其他应收款中前五名占比达到 74.25%，集中度高。联合资信将持续关注回款情况。

表 12 2021 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	49.84	55.41
台州市国土资源局椒江分局	往来款	5.00	5.56
台州市椒江区基础设施投资公司	往来款	4.52	5.02
台州市洪家街道办事处	往来款	3.78	4.20
台州市椒江区财政局	往来款	3.65	4.05
合计	--	66.79	74.25

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司存货为 148.26 亿元，较上年底增长 45.49%，主要系商贸核心区公司纳入合并范围使得开发成本上升所致。公司存货构成主要为开发土地 55.01 亿元（均为划拨的商住用地）、开发成本 54.48 亿元、开发产品 14.85 亿元和库存商品 17.09 亿元，累计计提跌价准备 1.11 亿元，主要来自库存商品跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产为 279.51 亿元，较上年底增长 27.43%，主要由其他权益工具投资（占 5.54%）、长期股权投资（占 20.65%）、固定资产（合计）（占 35.59%）、在建工程（合计）（占 21.84%）和无形资产（占 7.44%）构成。

截至 2021 年底，公司其他权益工具投资增至 15.50 亿元，主要系可供出售金融资产科

目重分类所致。公司其他权益工具投资主要为对台州市沿海开发投资有限公司 7.60 亿元的投资、浙江水晶光电科技股份有限公司 3.34 亿元的投资等。

截至 2021 年底，公司固定资产（合计）为 99.47 亿元，较上年底增长 6.92%，主要为房屋及建筑物（在建工程转入 2.65 亿元、企业合并增加 5.67 亿元）和机器设备（在建工程转入 8.66 亿元）的增加。2021 年期间，公司处置或报废的固定资产 5.16 亿元；累计折旧 62.04 亿元；未办妥产权证的固定资产合计 16.30 亿元。

截至 2021 年底，公司在建工程（合计）为 61.06 亿元，较上年底增长 15.15%，主要系合并范围变动增加的心海城市共享空间项目等。公司在建工程主要包括洪家场浦排涝调蓄工程项目 21.10 亿元、二期生物工程项目 3.36 亿元、大陈岛海洋旅游综合开发项目 7.23 亿元、心海城市共享空间项目 5.91 亿元和瀚晖制药注射剂扩建生产项目 3.57 亿元等。截至 2021 年底，公司计提的在建工程减值准备 0.13 亿元，同比变动不大。

截至 2021 年底，公司长期股权投资为 57.71 亿元，较上年底大幅增加 42.54 亿元，主要系台州循发 34.70% 股权无偿划转至商贸核心区公司，改至长期股权投资列报，并改按权益法核算。

截至 2021 年底，公司无形资产为 20.08 亿元，较上年底增长 102.38%。公司无形资产主要由土地使用权（10.61 亿元）、非专利技术（5.73 亿元）和特许经营权（4.44 亿元）构成。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 42.52 亿元，主要受限科目包括固定资产（15.18 亿元）、货币资金（8.08 亿元）、在建工程（1.46 亿元）、存货（8.49 亿元）和投资性房地产（3.22 亿元）等，占总资产比重为 7.03%。

3. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益有所增长，主要系资本公积增长和未分配利润积累；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益为 204.19 亿元，较上年底增长 11.71%，主要系资本公积的增长和未分配利润积累所致。截至 2021 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 0.65%、资本公积占 53.28%、盈余公积占 0.23%、未分配利润占 16.67%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 71.05%，少数股东权益占 28.95%。其中，资本公积较上年底增长 27.72% 至 108.80 亿元，主要系资本溢价和受让资产使得其他资本公积增加所致。其中，公司收回商贸核心区公司 95% 股权对应的权利和义务，并将商贸核心区公司 95% 股权对应的净资产与公司以出资成本的差额增加资本公积（资本溢价）5.29 亿元；商贸核心区公司 3.60 亿元专项债资金转为资本公积。

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，整体债务负担较重，债务结构有所改善。

截至 2021 年底，公司负债总额为 400.59 亿元，较上年底增长 29.26%。其中，流动负债占 49.54%，非流动负债占 50.46%，流动负债占比有所下降。

截至 2021 年底，公司流动负债为 198.47 亿元，较上年底增长 9.79%。公司流动负债主要由短期借款（占 36.93%）、应付账款（占 9.38%）、其他应付款（合计）（占 15.84%）和一年内到期的非流动负债（占 17.56%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款为 73.29 亿元，较上年底下降 3.74%，构成主要为 52.05 亿元保证借款、9.79 亿元信用借款和 3.86 亿元质押借款。

截至 2021 年底，公司应付账款较上年底增长 10.89% 至 18.61 亿元，主要为应付经营性采购款 9.06 亿元和应付长期资产购置款 8.21 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）为 31.43 亿元，较上年底增长 61.78%，主要系合并范围增加商贸核心区公司所致。构成方面，主要为市场推广未结算款（8.29 亿元）、往来款（14.39 亿元）、员工股权激励回购款（2.38 亿元）和项目款（2.40 亿元），超过 1 年的大额其他应付款主要系应付台州市椒江区财政局 4.16 亿元往来款。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 28.58% 至 34.85 亿元，主要由一年内到期的长期借款 28.74 亿元和一年内到期的应付债券（“15 椒江债”）2.06 亿元构成。

（2）非流动负债

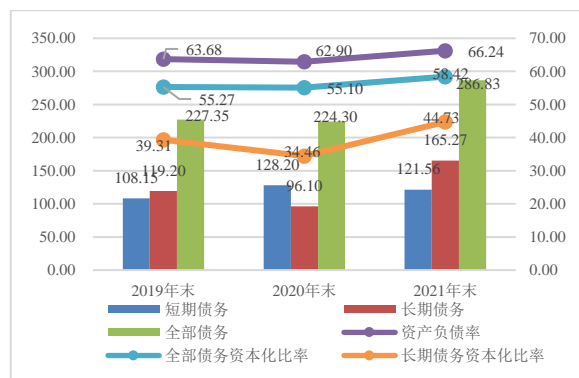
截至 2021 年底，公司非流动负债为 202.12 亿元，较上年底增长 56.51%，主要由长期借款（占 32.45%）、应付债券（占 49.21%）和长期应付款（合计）（占 10.07%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款为 65.58 亿元，较上年底增长 54.25%，构成主要包括保证借款 29.00 亿元，抵押+保证借款 17.85 亿元和信用借款 14.39 亿元。同期，公司应付债券较上年底增加 48.37 亿元至 99.46 亿元，系 2021 年期间公司新发行 20 亿元“21 椒江 01 债”和 10 亿元“21 椒江国资 MTN001”，以及海正药业发行的 18.15 亿元“海正定转”和海正集团发行的 5 亿元“21 海正 MTN001”。同期，公司长期应付款（合计）为 20.35 亿元，较上年底增长 9.77%，包括长期应付款 15.27 亿元和专项应付款 5.07 亿元。其中，长期应付款主要为转向债券资金（8.48 亿元）、往来款（3.41 亿元）和政府项目资金（1.88 亿元）。

截至 2021 年底，公司短期债务为 121.56 亿元，较上年底下降 5.18%；长期债务为 165.27 亿元，较上年底增长 71.98%；全部债务为 286.83

亿元，较上年底增长 27.88%。2022 年，公司本部到期/行权债券余额 22.00 亿元，其中 2.00 亿元“15 椒江债”将于 2022 年 7 月兑付；20 亿元“19 椒江 01”或将于 2022 年 8 月行权，存在一定集中兑付压力。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.24%、58.42% 和 44.73%，较上年底分别增加 3.34 个百分点、3.32 个百分点和 10.28 个百分点。

图 3 2019 - 2021 年末公司债务情况及相关指标
(单位: 亿元)



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入同比有所增长，期间费用控制能力有所提升，经营性利润同比保持稳定，受当期计提减值损失及营业外支出规模同比提升影响，利润总额同比有所下降。

2021 年，公司实现营业收入 140.85 亿元，同比增长 14.00%；发生营业成本 88.54 亿元，同比增长 21.56%；营业利润率为 36.26%，同比减少 4.12 个百分点，主要系公司医药生产销售板块受美元汇率下降、采购成本上升以及集采产品降价综合影响，毛利率下降所致。

2021 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 48.02 亿元，同比增长 3.37%，占营业收入比重为 34.09%，同比略有下降。其中，销售费用为 25.15 亿元，同比变动不大；公司研发支出为 3.87 亿元，同比下降 5.78%；财务费用 6.72 亿元，同比增长 5.96%。公司期间费用控制能力有所加强，对利

润侵蚀下降。

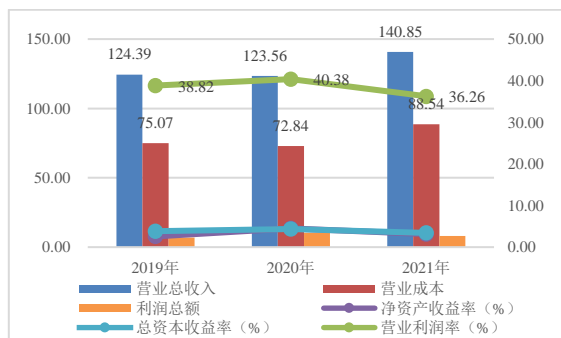
2021年，公司计提资产减值损失1.10亿元，主要为存货跌价损失，同比略有增长；计提信用减值损失-0.19亿元，主要系海正药业部分坏账准备冲回所致。2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.43%、3.17%，同比分别下降0.92个百分点、下降1.33个百分点。公司各盈利指标有所下降。

公司持续获得政府补助，2021年其他收益为5.48亿元，同比增长6.62%，主要来自椒江区财政局等单位及对公司基础设施建设及医药板块的相关补助。同期，公司实现投资收益1.69亿元，较上年增长296.48%，主要系终止确认金融负债1.75亿元（系海正药业解除补偿义务）；营业外收入0.33亿元，较上年减少1.24亿元；发生营业外支出0.79亿元，主要为海正药业的赔偿金、违约金和非流动资产毁损报废损失。

2021年，公司利润总额为8.09亿元，同比下降21.87%，其中经营性利润同比保持稳定，当期计提减值损失及营业外支出规模同比提升，导致利润总额同比有所下降。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.43%、3.17%，同比分别下降0.92个百分点、下降1.33个百分点。

图4 2019-2021年公司盈利情况及相关指标



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 现金流

2021年，公司经营净现金流入同比进一步增加；考虑公司在建项目尚需投入规模较大，

公司持续存在对外融资需求。

经营活动方面，2021年，公司经营活动现金流入为154.79亿元，同比增长12.79%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为144.23亿元，同比增长14.66%；收到其他与经营活动有关现金为9.55亿元，主要为收到往来款项、政府补助等。2021年，公司经营活动现金流出为136.14亿元，同比增长10.11%，其中购买商品、接受劳务收到的现金为80.79亿元；支付给职工以及为职工支付的薪酬为19.33亿元；支付其他与经营活动有关的现金为28.02亿元，主要为期间费用中的付现支出。2021年，公司经营活动产生的现金流量净额为18.65亿元，同比增长37.13%。从收入实现质量来看，2021年，公司现金收入比为102.40%，同比增加0.59个百分点，公司现金收入质量有所提升。

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入为45.94亿元，同比下降23.33%。其中，收回投资收到的现金为16.90亿元，主要系收回理财收到的现金；收到其他与投资活动有关的现金为26.77亿元，主要为收回公司借款及利息。2021年，公司投资活动现金流出为56.91亿元，同比下降22.44%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为19.54亿元；投资支付的现金22.33亿元，主要为购买理财支付的现金和购买浙江博锐生物制药有限公司股权、浙江水晶光电科技股份有限公司股权等支付的现金；支付其他与投资活动有关的现金15.05亿元，主要为支付公司工程建设款及借款。2021年公司投资活动现金流量净额为-10.97亿元，净流出规模同比下降18.46%。

2021年，公司筹资活动现金流入为204.43亿元，同比增长9.29%，其中吸收投资收到的现金为3.39亿元；取得借款收到的现金为194.74亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为6.30亿元，主要为收到专项往来款及拨款。2021年，公司筹资活动现金流出为215.36亿元，同比增长20.09%，其中偿还债务支付的现金为190.69亿元；分配股利、利润或偿付利息

支付的现金为 12.37 亿元；支付其他与筹资活动有关的现金为 12.30 亿元。2021 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-10.93 亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标一般，融资渠道畅通。

表 10 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	151.21	163.88
	速动比率 (%)	94.83	89.18
	经营现金/流动负债 (%)	7.52	9.40
	经营现金/短期债务 (倍)	0.11	0.15
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.44	0.45
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	29.93	29.63
	全部债务/EBITDA (倍)	5.99	7.82
	经营现金/全部债务 (倍)	0.06	0.07
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.83	2.40
	经营现金/利息 (倍)	1.43	1.80

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2021 年底，公司流动比率为 163.88%，较上年底增加 12.68 个百分点；速动比率为 89.18%，较上年底减少 5.65 个百分点。2021 年，公司经营现金流动负债比率为 9.40%，同比增加 1.87 个百分点。截至 2021 年底，公司现金类资产为 54.27 亿元，为短期债务的 0.45 倍。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 29.63 亿元，较上年变动不大；2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.40 倍，较上年小幅下降；全部债务/EBITDA 倍数为 9.68 倍，均较上年有所增长。

截至 2021 年底，公司对外担保金额合计 29.72 亿元，较上年底下降 30.53%，占公司净资产的 14.56%，主要系对台州市政府下属单位的担保，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、台州市交通建设开发有限公司、台州市椒江排水集团有限公司及椒江城发等企业，区域集中度较高。

截至 2021 年底，公司获得银行授信额度 278.59 亿元，已使用额度 168.57 亿元，未使用额度 110.02 亿元，公司间接融资渠道通畅。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

公司本部履行国有资本运营管理职能，未开展经营性业务，承担融资职能。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，投资净支出规模大，偿债对再融资依赖大。

截至 2021 年底，母公司资产总计 144.32 亿元，较上年底略有增长；流动资产与非流动资产占比分别为 74.38% 和 25.62%。截至 2021 年底，母公司流动资产为 107.34 亿元，较上年底增长 3.76%，主要包括其他应收款（43.12 亿元，以对子公司拆借款为主，平均账期较长，3 年以上占 64.37%；其中前五名分别为台州市椒江洪家场浦综合开发有限公司 10.00 亿元、台州市椒江区投资发展有限公司 9.76 亿元、台州市椒江交通基础设施投资有限公司 9.05 亿元、椒江社发 4.05 亿元、商贸核心区公司 4.01 亿元）和存货（55.19 亿元，主要为划拨土地）为主。同期，母公司非流动资产为 35.82 亿元，构成主要为长期股权投资（32.83 亿元，主要为对子公司的投资 29.92 亿元），较上年底增长 73.87%，主要系增加对海正药业 7.00 亿元的投资和对商贸核心区公司 5.81 亿元的投资。

截至 2021 年底，母公司负债合计 81.71 亿元，较上年底增长 27.16%；流动负债与非流动负债占比分别为 14.33% 和 85.67%。截至 2021 年底，母公司流动负债为 11.71 亿元，主要包括短期借款（4.00 亿元）和其他应付款（4.65 亿元）；母公司非流动负债为 70.01 亿元，主要为应付债券（60.75 亿元）；同期，母公司全部债务为 74.35 亿元，短期债务与长期债务分别为 6.85 亿元和 67.50 亿元；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.62% 和 54.29%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益合计 62.61 亿元，较上年底有所下降，主要为资本公积由 71.45 亿元降至 59.06 亿元，主要系无偿划转台州循发股权至商贸核心区公司所致。

从盈利能力来看，母公司营业收入很小，2020 年为 161.12 万元；利润总额为 117.25 万元，其中投资收益 575.23 万元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 0.16 亿元，投资活动现金流净额-11.59 亿元，筹资活动现金流净额 12.35 亿元。

十、外部支持

作为椒江区唯一的国有资本运营企业，跟踪期内，公司持续获得政府股权无偿划转和政府补助等方面的大力支持。

跟踪期内，根据台州市椒江区人民政府国有资产监督管理办公室《关于划转台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司股权的批复》(椒国资办〔2021〕46 号)，公司无偿受让商贸核心区 5% 股权，划转基准日为 2021 年 4 月 1 日。同期，公司与台州市椒江区投资发展有限公司签订的《合同解除协议》，自 2021 年 4 月 1 日起解除 2018 年 12 月 29 日签订的《资产授予及委托经营合同》。根据合同约定，公司自 2021 年 4 月 1 日起收回无偿授予给台州市椒江区投资发展有限公司的商贸核心区公司 95% 股权相应的全部权利和义务，商贸核心区公司成为公司全资子公司，并纳入合并范围。商贸核心区公司经营范围由市政道路基础设施建设拓展为片区开发，开发范围包括商贸核心区区域内的道路、公园、学校配套基础设施，还打造了数字产业园、基金港、文创园等。商贸核心区开发模式系通过与区政府签订做地框架协议，获取做地成本返还，通过与区住建局签订代建协议，获取基础设施建设代建收入。此外，商贸核心区公司开始建设自营项目，未来通过市场化运营实现经济效益。截至 2021 年底，商贸核心区公司资产总额 127.87 亿元，所

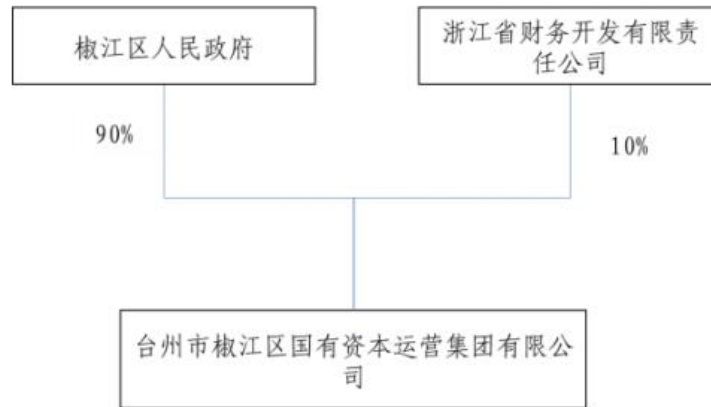
有者权益 53.74 亿元(无少数股东权益)；2021 年实现营业收入 4.63 亿元，利润总额 0.72 亿元。

此外，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。2021 年，公司收到各类政府补助 5.37 亿元。

十一、结论

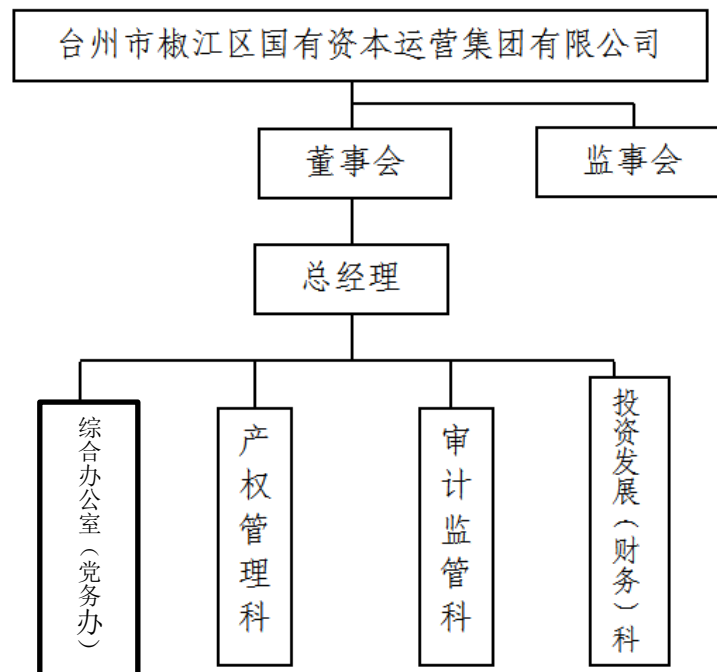
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 椒江债/PR 椒江 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	台州市椒江旅游集团有限公司	旅游业	100.00	设立
2	台州市椒江区社会事业发展集团有限公司	基础设施建设	100.00	非同一控制
3	台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司	基础设施建设	100.00	设立
4	台州市民卡营运管理中心有限公司	服务业	100.00	设立
5	台州市椒江工业投资集团有限公司	园区建设	100.00	设立
6	台州市椒江尚荣置业有限公司	房产开发	100.00	设立
7	台州市新府城科技传媒有限公司	广告业	100.00	设立
8	浙江海正集团有限公司	制造业	79.864	同一控制
9	台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司	片区开发	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	47.29	55.93	54.27
资产总额(亿元)	506.63	492.69	604.77
所有者权益(亿元)	184.00	182.79	204.19
短期债务(亿元)	108.15	128.20	121.56
长期债务(亿元)	119.20	96.10	165.27
全部债务(亿元)	227.35	224.30	286.83
营业收入(亿元)	124.39	123.56	140.85
利润总额(亿元)	6.98	10.36	8.09
EBITDA(亿元)	28.49	29.93	29.63
经营性净现金流(亿元)	10.40	13.60	18.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.66	6.10	6.49
存货周转次数(次)	0.88	0.75	0.71
总资产周转次数(次)	0.25	0.25	0.26
现金收入比(%)	94.45	101.81	102.40
营业利润率(%)	38.82	40.38	36.26
总资本收益率(%)	3.85	4.35	3.43
净资产收益率(%)	2.58	4.50	3.17
长期债务资本化比率(%)	39.31	34.46	44.73
全部债务资本化比率(%)	55.27	55.10	58.42
资产负债率(%)	63.68	62.90	66.24
流动比率(%)	160.44	151.21	163.88
速动比率(%)	105.62	94.83	89.18
经营现金流动负债比(%)	6.21	7.52	9.40
现金短期债务比(倍)	0.44	0.44	0.45
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	2.83	2.40
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	7.49	9.68

注：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
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	8.35	8.10	9.03
资产总额(亿元)	134.39	139.28	144.32
所有者权益(亿元)	75.44	75.01	62.61
短期债务(亿元)	7.50	25.02	6.85
长期债务(亿元)	44.00	33.00	67.50
全部债务(亿元)	51.50	58.02	74.35
营业收入(亿元)	0.02	0.01	0.02
利润总额(亿元)	0.01	0.01	0.01
EBITDA(亿元)	0.01	0.01	0.01
经营性净现金流(亿元)	0.82	-0.73	0.16
财务指标			
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(%)	-295.22	-574.24	-540.46
总资本收益率(%)	0.01	0.01	0.01
净资产收益率(%)	0.02	0.01	0.02
长期债务资本化比率(%)	36.84	30.55	51.88
全部债务资本化比率(%)	40.57	43.61	54.29
资产负债率(%)	43.86	46.14	56.62
流动比率(%)	731.90	336.81	916.84
速动比率(%)	347.72	157.12	445.44
经营现金流动负债比(%)	5.74	-2.39	1.38
现金短期债务比(倍)	1.11	0.32	1.32
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持