

台州市椒江区国有资产经营有限公司 2019 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

吴江珊 jshwu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 7 月 17 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2594 号

台州市椒江区国有资产经营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 椒江 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月十七日

评级观点：中诚信国际维持台州市椒江区国有资产经营有限公司（以下简称“椒江国资”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 椒江 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了区域经济持续增强、战略地位显著、子公司海正集团行业竞争实力较强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司基础设施建设业务资金需求量较大、资产流动性不足、短期偿付压力较大以及子公司海正药业利润受非经营性损益影响较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

椒江国资	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	482.11	485.11	506.63	517.76
所有者权益合计（亿元）	181.33	176.94	184.00	183.01
总负债（亿元）	300.78	308.16	322.62	334.75
总债务（亿元）	229.37	227.51	227.34	235.25
营业总收入（亿元）	115.23	112.16	124.39	27.10
经营性业务利润（亿元）	4.93	2.62	-2.95	1.03
净利润（亿元）	3.74	-0.06	4.74	0.53
EBITDA（亿元）	21.01	19.86	28.49	-
经营活动净现金流（亿元）	14.90	31.16	10.40	4.96
收现比（X）	0.98	0.97	0.94	1.13
营业毛利率（%）	29.90	38.96	39.65	40.14
应收类款项/总资产（%）	20.14	22.30	24.07	23.38
资产负债率（%）	62.39	63.52	63.68	64.65
总资本化比率（%）	55.85	56.25	55.27	56.24
总债务/EBITDA（X）	10.92	11.45	7.98	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.05	1.67	2.32	-

注：中诚信国际根据椒江国资 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；将椒江国资其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款中有息部分调入长期债务。

正面

- **区域经济持续增强。**近年来，台州市经济保持持续较快增长，2019 年台州市实现地区生产总值 5,134.05 亿元，同比增长 5.10%；椒江区实现地区生产总值 674.26 亿元，较上年增长 5.60%，持续增强的区域经济为公司的发展提供了良好的外部条件。
- **战略地位显著。**公司是台州市椒江区重要的国有资产运营主体之一，是当地居主导地位的污水处理商、基础设施建设、交通运输及热电供应主体，战略地位较为显著。
- **子公司海正集团行业竞争实力较强。**公司药业板块的业务核心——海正集团下属子公司海正药业是我国领先的特色原材料药企之一，具备从原材料到制剂一体化生产的产业链竞争优势，其中抗肿瘤和培南类抗生素产品具备一定的产品竞争优势，药

同行业比较

2019 年台州市部分基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流 (亿元)
台州市椒江区国有资产经营有限公司	506.63	184.00	63.68	124.39	4.74	10.40
台州市路桥公共资产投资管理有限公司	546.12	196.45	64.03	11.65	1.22	-1.20
台州市黄岩国有资本投资运营集团有限公司	419.23	163.04	61.11	15.59	2.23	-43.52

资料来源：中诚信国际整理

业板块已经成为公司收入的重要来源，2019 年，公司实现药业板块收入为 111.78 亿元，占公司营业总收入的比重为 89.86%。

关注

- **公司基础设施建设业务资金需求量较大。**公司基础设施建设项目建设周期长，资金需求量较大，对外部资金的需求较强，存在一定的资金压力。
- **资产流动性不足。**截至 2020 年 3 月末，公司其他应收款、在建工程合计占总资产的 33.70%，其中其他应收款为椒江国资与椒江区其他国有公司之间的往来拆借款，对资金形成一定占用；在建工程包括医药板块生产线投入和在建的基础设施工程项目，需持续关注新建生产线产能释放情况以及基建工程完工结转固定资产后续情况。
- **短期偿债压力较大。**受基础设施建设业务及药业板块在建项目资金需求大、建设周期长等因素的影响，2020 年公司总债务规模不断推升，短期债务占比不断提升，债务结构有待优化。截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 235.25 亿元，其中短期债务为 127.98 亿元。同时根据债务到期情况，公司债务集中于 2020~2021 年到期，短期偿付压力较大。
- **子公司海正药业利润受非经营性损益影响较大。**2019 年海正药业完成了子公司海正博锐的股权重组交易和其它非核心长期资产的处置事项，非经营性损益对公司利润影响较大，需关注海正药业未来的经营情况及利润水平。

评级展望

中诚信国际认为，台州市椒江区国有资产经营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。

- **可能触发评级下调因素。**区域经济发展情况大幅下滑；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资能力恶化，备用流动性减少等。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期
19 椒江 01	AA ⁺	AA ⁺	20.00	20.00	2019/8/23-2024/8/23

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 椒江 01”募集资金总额 20.00 亿元，截至 2019 年末，本期债券募集资金余额为 2.66 亿元，公司按照募集说明书约定的用途，已将扣除发行费用后的募集资金全部用于偿还银行贷款等公司债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“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”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫

情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况
(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
合计	19,734.7	8.4	2,628.1	10.8

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 2：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
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、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、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。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《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	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。

		求意见稿)》	标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域,鼓励类目8项,包括儿童药、短缺药的开发和生产,重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物,数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等;限制类目6项,包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项,包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展,引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《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》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个,与2017年版相比,调入药品218个,调出药品154个,净增64个。	医保目录药品结构明显优化,保障能力显著提升;药品费用显著降低;突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动,此次参与带量采购的共有33个药品品种,50个品规,将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起,中标药品从11个试点城市向全国扩容,25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源:公开资料整理

疫情期间,随着疫情防控和治疗工作的持续进行,相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加,国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境,此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点,预计其对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大,后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行,相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加,医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺,我国不断加大医疗物资全球采购;同时,叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量,受上述因素影响,预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长,不过疫情期间,交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素,对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来,国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施:为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障;针对加快医疗器械审批速度,国家药监局发

布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》,有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情;各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜,积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品,对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

台州市是浙江沿海的区域性中心城市和现代化港口城市,近年来其以制造业为主的民营经济持续创新发展,产业结构不断优化,综合实力持续增强

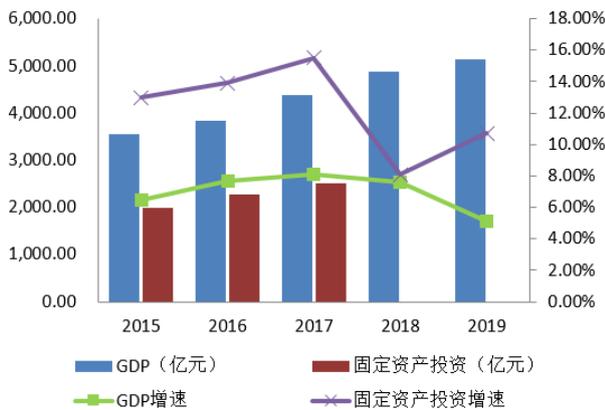
台州市位于浙江省中部沿海,东濒东海,南邻温州市,西与金华市和丽水市毗邻,北靠绍兴市、宁波市,是浙江省中部沿海的重要经济城市。台州市陆地总面积9,411平方公里,领海和内水面积约6,910平方公里,沿海区有椒北平原等三大平原为台州主要产粮区。大陆海岸线长约740公里,岛屿928个,海岛岸线长约941公里,岛陆域面积约273.76平方公里,主要有台州列岛和东矾列岛等。台州市现辖椒江、黄岩、路桥3个市辖区,临海、温岭、玉环3个县级市、天台、仙居、三门3个县以及台州湾循环经济产业集聚区。

从产业特征看,台州市是制造之都,制造业门类齐全,配套能力强。台州市已形成汽摩配、医药化工、家用电器、缝制设备、塑料模具等20多个规模上百亿元的块状特色经济。同时,上市企业多,创新能力强,涌现了海正药业、双环传动、水晶光电、伟星新材等

一批优秀制造企业，截至 2019 年末，台州市上市公司共计 55 家，包括 25 家中小板上市公司，累计融资总额达到 1,038.73 亿元。此外，台州市金融生态优，城市活力足，是全国唯一拥有 3 家城商行（台州银行、浙江泰隆商业银行和浙江民泰商业银行）的地级市，共有 230 多家金融专营机构服务小微企业，被国务院列为国家小微企业金融服务改革创新试验区。

2019 年，台州市着力深化供给侧结构性改革，统筹推进“五位一体”总体布局，全市经济稳步发展。2019 年，台州市实现地区生产总值 5,134.05 亿元，据可比价格计算，增速为 5.10%。2019 年，全市第一产业增加值 282.08 亿元，增长 1.0%；第二产业增加值 2,339.90 亿元，增长 3.6%；第三产业增加值 2,512.07 亿元，增长 6.9%；三次产业结构为 5.5:45.6:48.9。按常住人口计算，全市人均生产总值为 83,555 元，比上年增长 4.8%。

图 1：2015~2019 年台州市 GDP 及固定资产投资增长情况



注：2018~2019 年末未公开披露固定资产投资总额，仅披露增速。
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

固定资产投资方面，2019 年，全市固定资产投资施工项目 3,492 个，其中当年新开工项目 1,336 个。全年固定资产投资比上年增长 10.7%。其中，第一产业增长 28.5%，第二产业增长 3.2%，第三产业增长 13.2%。固定资产投资中，工业性投资比上年增长 3.7%，基础设施投资下降 9.6%，民间投资增长 23.0%。

在经济快速发展的有力支撑下，台州市地方财政实力实现较快增长。近年来，台州市一般公共预算收入呈上升趋势，其中税收收入占比维持在 85%左右，

财政收入质量较好。同时，受房地产市场景气度影响，2017 年起政府性基金收入大幅增长，主要由土地使用权出让收入构成。从收支平衡来看，2019 年，台州市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 56.92%，财政自给能力较为一般。

表 3：2017~2019 年台州市财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	382.25	431.18	438.50
其中：税收收入	331.29	376.01	363.70
非税收入	50.96	55.17	74.80
政府性基金预算收入	341.91	544.71	840.51
国有资本经营收入	5.34	2.07	2.29
一般公共预算支出	563.10	653.75	770.33
政府性基金支出	353.71	572.24	798.55

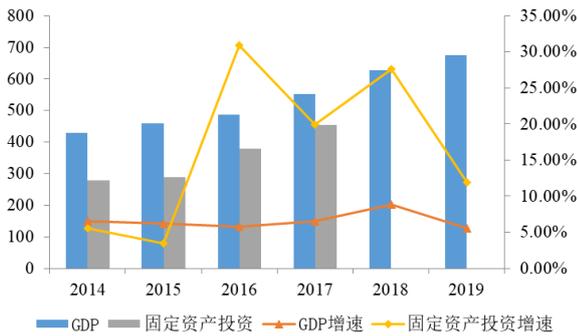
资料来源：台州市财政局，中诚信国际整理

作为台州市的主城区，椒江区目前已成为带动台州经济增长的主导力量，其快速发展也为公司创造了良好的外部条件

椒江区是台州的主城区，位于台州湾入口处。椒江区陆地面积 280 平方公里，海域面积 1,604 平方公里，海岸线长 51.4 公里。

2019 年，椒江区实现地区生产总值 674.26 亿元，据可比价格计算，增速为 5.60%。分产业看，2019 年，椒江区第一产业增加值 22.33 亿元，增长 1.9%；第二产业增加值 278.67 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 373.26 亿元，增长 8.2%，第三产业对 GDP 增长的贡献率达到 78.9%。三次产业结构调整为 3.3: 41.3: 55.4。固定资产投资方面，2019 年，全区全年固定资产投资比上年增长 11.9%。其中，房地产开发投资增长 45.6%，工业性投资下降 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%。

图 2：2014~2019 年椒江区 GDP、固定资产投资及增速（亿元）



注：2018-2019年未公开披露固定资产投资总额，仅披露增速。
资料来源：台州市椒江区各年度统计公报，中诚信国际整理

从财政实力方面看，近年来，随着经济平稳较快发展，椒江区财政保障能力进一步加强。2019年，全区实现一般公共预算收入 51.28 亿元，较上年增长 3.5%，其中税收收入为 46.68 亿元，同比增长 1.5%，政府性基金预算收入为 87.81 亿元，同比下降 7.7%。

财政支出方面，2019年，椒江区全区实现一般公共预算支出 50.50 亿元，同比增 12.80%。政府性基金支出同期为 69.77 亿元。财政平衡率方面，2019年，椒江区一般公共预算平衡率为 101.54%，财政平衡能力较强。

表 4：2017~2019 年椒江区财政收入情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
一般公共预算收入	44.04	49.55	51.28
其中：税收收入	41.06	45.99	46.68
税收收入占比	93.23	91.00	91.03
政府性基金收入	38.74	96.44	87.81
一般公共预算支出	37.95	44.76	50.50
政府性基金支出	42.15	81.03	69.77
一般公共预算平衡率	116.05	110.70	101.54

资料来源：台州市椒江区财政局，中诚信国际整理

2019 年海正药业对旗下子公司海正博锐进行了重组整合，同时对在建的研发工程计提了大量减值，将对海正药业未来的经营及利润情况保持持续关注

药品产销仍然是公司目前最主要的经营性业

¹ 瀚晖制药（原名“海正辉瑞”）系海正药业与为提高公司制剂销售能力，由海正药业、海正杭州及 PfizerLuxembourgSarl（辉瑞卢森堡公司）共同打造的销售平台，2017年11月10日，辉瑞通过股权转让的方式将其海正辉瑞 49% 股权转让至

务，主要由子公司浙江海正集团有限公司（以下简称“海正集团”）及台州市健达医疗服务有限公司（以下简称“健达医疗”）运营。

健达医疗则系 2017 年 1 月由政府无偿划拨至公司，主要负责药品器材销售和少量药品，业务范围集中在台州市主要医院、药店及医药公司。海正集团（前身为海门化工厂）成立于 1956 年，系由公司、长安国际信托、浙江省国际贸易共同出资成立，公司持有其 40% 的股份，为其第一大股东。海正集团目前的核心子公司为浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”，600267.SH），截至 2020 年 3 月末，海正集团持有其 33.22% 的股份，系其第一大股东。2019 年，海正集团药业板块实现营业收入 108.07 亿元，占公司营业总收入的 89.0%，系公司收入的主要构成部分。

业务类型方面，海正药业目前主要从事医药制造和医药流通业务，其中医药制造板块包括原料药业务（主导产品包括抗肿瘤药、抗寄生虫药及兽药等）和制剂业务（主导产品包括抗感染、心血管药及内分泌药等）；医药流通业务主要由子公司浙江省医药工业有限公司（以下简称“省医药公司”）和瀚晖制药有限公司（原名“海正辉瑞制药有限公司”，以下简称“瀚晖制药”¹）负责，主要销售海正药业自产的各种药品以及国内外其他制药企业生产的药品。截至 2020 年 3 月末，海正药业主要生产基地为海正台州生产基地、海正杭州富阳生产基地和海正药业南通有限公司南通生产基地。

生产及采购方面，海正药业向经过美国食品药品监督管理局（FDA）、欧洲药品监督管理局（EDQM）认可的原材料供应商购买相关材料进行产品生产，生产所需的原材料共计 130 多种，主要原材料为淀粉、白糖、黄豆饼粉等粮食类原材料和一些化工类原材料（丙酮、二氯甲烷、甲醇、乙酸

高瓴资本。辉瑞股权处置完成后，合资公司已于 2018 年 6 月完成更名，后续将逐步停止使用带有“辉瑞”字眼的名称标识。

乙酯等), 原材料在成本中大约占比 40%。原材料采购以国内采购为主, 少部分原材料国内供应不足或质量不能达到要求的则通过外贸公司直接进口。海正药业主要原材料供应商包括台州市友邦化学有限公司、江西富祥药业股份有限公司、山东寿光巨能金玉米开发有限公司等企业。

销售模式方面, 原料药业务以自主外销和合同定制生产两大模式为主, 销售市场以欧美规范药政市场为主, 主要销售给全球的非专利药企业, 其中 85% 以上销售给欧美等药政市场的制药企业。制剂药方面, 海正药业制剂药业务以国内市场为主, 由下属子公司浙江海坤医药有限公司 (简称“海坤医药”) 和瀚晖制药有限公司 (以下简称“瀚晖制药”) 进行销售。2017 年, 受“两票制”影响, 海正药业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”) 转为海坤医药承担。瀚晖制药负责销售海正药业和辉瑞合资时双方注入的品种。同时, 海正药业也在逐步拓展国际制剂业务, 主要通过国际合作方式实现制剂产品的出口。目前已与部分全球性医药企业建立了战略合作伙伴关系, 由制剂 OEM、制剂转移生产发展为合作开发形式。截至 2019 年末, 海正药业已有 34 个原料药产品、27 个制剂产品通过了美国 FDA 认证, 36 个产品获得 CEP 证书。

第三方药品销售方面, 第三方药品的采购主要由子公司省医药公司及瀚晖制药等直接向制药企业进行采购, 之后代理其产品在浙江省部分地区销售; 或向其他销售代理商采购药品后销售给医疗机构、药品零售商与批发商。截至 2020 年 3 月末, 海正药业医药销售的第三方药品的供应商有辉瑞制药有限公司 (以下简称“辉瑞”)、西安杨森制药有限公司和上海强生制药有限公司等; 主要销售药品为特治星等。

近年来, 海正药业主要业务品种产销情况良好, 整体收入呈持续增长态势。其中 2019 年及 2020 年 1~3 月, 海正药业药品板块分别实现收入 108.07 亿元及 24.70 亿元。其中, 2019 年, 海正药业药品板块收入较上年上升 8.83%, 主要系制剂销售的增长, 包括自产制剂销售和引进推广制剂药品 (包括辉瑞产品) 销售增加以及商业流通业务销售增长。从药品销售构成看, 2019 年, 海正药业实现海正药品收入 54.52 亿元, 较上年增长 2.93%; 非海正药品收入 53.55 亿元, 较上年增长 15.58%, 主要系瀚晖制药业务规模扩张所致。从 2020 年最新情况看, 2020 年 1~3 月, 海正药业药品板块收入实现收入 24.70 亿元。

表 5: 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月海正药业药品板块收入情况 (亿元)

产品名称	2017		2018		2019 年		2020.1~3	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
抗肿瘤药	7.62	2.04	8.72	2.32	8.25	2.30	1.86	0.63
抗感染药	11.86	5.12	12.46	4.46	12.60	3.45	3.70	1.41
心血管药	6.87	3.76	9.60	3.95	9.65	3.63	2.88	1.38
抗寄生虫药 及兽药	7.58	4.92	7.10	5.64	6.38	4.52	1.28	0.88
内分泌药	2.14	2.02	3.28	2.66	4.37	3.13	1.03	0.64
其他药品	6.99	2.33	11.81	2.96	13.28	3.80	2.18	0.64
海正药品小计	43.06	20.19	52.97	21.99	54.52	20.84	12.93	5.58
其中: 海正原料药合计	15.20	10.91	15.08	12.23	13.59	10.66	3.11	2.28
其中: 海正制剂合计	27.85	9.27	37.89	9.75	40.93	10.18	9.82	3.31

非海正药品	60.38	50.41	46.33	35.58	53.55	40.35	11.77	8.16
合计	103.44	70.60	99.30	57.57	108.07	61.19	24.70	13.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品研发方面，海正药业主要聚焦于抗肿瘤药产品及高端重症抗感染药产品，近年来逐步向生物药和创新药倾斜。2019年及2020年1~3月，海正药业研发经费投入分别为8.14亿元和0.94亿元，研发投入规模有所下降。海正药业目前拥有国家级企业技术中心1家、实验室50个，研究领域覆盖化学合成、微生物发酵、基因工程技术、天然植物提取和化学结构修饰、创新新药和制剂等。截至2020年3月末，海正药业与30多家科研院校保持合作，并承担了国家863科技项目在内的多个国家重大项目；海正药业拥有20多种二类或二类以上的新药证书，获得专利证书276份，研发实力较强。

表 6：2017~2019 年及 2020 年一季度海正药业板块

研发费用支出情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.03
研发费用支出	84,419.32	103,391.27	81,358.10	9,416.83
海正品种生产销售收入	430,559.40	529,712.65	545,230.94	126,470.17
研发收入占比	19.61%	19.52%	14.93%	7.45%

表 7：截至 2019 年末，海正药业板块主要在建项目情况（亿元）

项目名称	开工时间	预计完成时间	计划投资额	截至 2019 年末已完成投资
国家战略性药品创新及产业化平台项目	2015 年	2021 年	6.48	2.80
抗肿瘤固体制剂技改项目	2014 年	2020 年	3.16	2.14
瀚辉制药注射剂扩建生产项目（特治星地产化项目）	2018 年	2021 年	3.95	3.14
合计	-	-	13.59	8.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他方面，2019年9月5日，海正药业发布《海正药业关于浙江海正博锐生物制药有限公司增资扩股及老股转让的进展公告》，根据公告，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”）通过在台州市产权交易所有限公司挂牌实施增资扩股及部分老股转让。2019年9月4日，台交所确认 PAGHighlander(HK)Limited（以下简称“太盟”）摘牌，本次增资扩股及老股转让成交价格合计38.28亿元。

根据公告，海正博锐或其全资子公司的药品研

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至2019年末，海正药业主要在建项目共计3个，计划总投资13.59亿元，已投资8.08亿元，尚需投资5.51亿元，存在一定资本支出压力。2019年12月11日，海正药业发布《浙江海正药业股份有限公司关于2019年度确认开发支出转费用化处理以及计提资产减值准备的公告》，根据公告，海正药业根据《企业会计准则》和相关会计政策，以及根据海正药业的实际业务情况，对海正药业相关资产进行综合评估以及减值测试，根据评估和测试结果，海正药业部分资产存在减值的情形，其中对海正药业研发项目开发支出转费用化处理41,153万元及计提外购技术相关无形资产减值准备10,154万元；对海正药业在建工程/固定资产计提资产减值准备94,105万元；计提存货跌价准备27,397万元，故2019年海正药业在建项目大幅减少。截至2019年末，海正药业暂无拟建项目。

发及获证进度，将影响《股权转让合同》中所约定的除首期付款外的后续付款进度，其中二期款项将于安百诺药品获批注册证之后支付，三期款项将于阿达木单抗药品获得注册证之后支付；同时，阿达木单抗、英夫利昔单抗及曲妥珠单抗的研发及获批进度将决定是否触发特别约定的里程碑补偿，安百诺和阿达木单抗的获批进度将决定是否触发特别约定的特殊转移补偿，里程碑补偿款合计8.25亿元、特殊转移补偿合计8亿元。2019年9月，海正博锐已获批安百诺药品注册证，2019年12月获批阿达

木单抗药品注册证，2019 年公司共确认此次重组事项的投资收益 24.58 亿元。截至本报告出具日，该项对赌协议后续涉及的项目剩余 2 个，可能触发的补偿金额合计 4.50 亿元，中诚信国际将对海正药业该项重组涉及剩余产品研发及获批进度保持持续关注。

与此同时，海正药业于 2020 年 4 月 30 日公布年度报告，2019 年度其经营呈盈利状态，从具体指标来看，2019 年，海正药业实现营业利润 5.21 亿元，较上年增长 6.24 亿元；实现利润总额 5.07 亿元，较上年增长 6.19 亿元；实现净利润 3.23 亿元，较上年增长 5.60 亿元；实现归属于母公司所有者净利润 0.93 亿元，但归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-25.20 亿元，较上年减少 19.09 亿元，上述亏损增加主要系海正药业根据自身整体业务发展战略，对尚未有明确盈利前景的、与市场需求不符的新建工程项目予以暂停，将部分研发项目终止确认资本化并计提了大量资产减值准备；2019 年海正药业确认非经常性损益为 26.14 亿元，主要来源于出售海正博锐形成的投资收益。

从 2020 年一季度最新情况看，2020 年 1~3 月，海正药业实现营业利润 1.02 亿元，同比减少 1.13 亿元；实现利润总额 0.98 亿元，同比减少 1.15 亿元；实现净利润 0.51 亿元，同比减少 1.04 亿元。2020 年一季度受疫情影响，海正药业原料药出口销售以及省医药公司第三方销售减少导致的收入和毛利同步减少，同时随着 2019 年在建工程转固的推进，公司整体折旧较同期有所增长，同时借款利息因转固影响使得计入费用化的利息也有增加。中诚信国际将对海正药业未来经营和财务状况的改善保持持续关注。

健达医疗方面，如前所述，健达医疗系椒江区政府于 2017 年 1 月无偿划拨至公司，主要销售产品包括医疗器械和少量药品，业务范围主要系台州市医院、药店及医药公司。2019 年及 2020 年 1~3

月，健达医疗分别实现营业收入 3.71 亿元和 0.68 亿元，营收较为稳定。

工程项目的运作模式与往年保持一致，但考虑到基础设施建设业务资金需求量较大、项目建设周期长、对外部资金的需求较强，公司仍存在一定的资金压力

作为椒江区政府城市基础设施建设运营商，公司承担了椒江区内部分基础设施项目建设的职能，主要由下属公司台州市椒江区社会事业发展集团有限公司（原“台州市椒江交通建设投资经营有限公司”）和台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司运营。

公司的基础设施建设主要有两种经营模式较上年未发生变化，仍为两种经营模式：1) 公司先与政府签订委托代建协议，前期资金（视财政情况而定，一般为 5%-10%）由财政拨付（公司将其计入“专项应付款”），后续资金则由公司负责筹集，项目竣工审计后由政府回款。公司将每年收到的财政回款确认为收入。2) 公司未与政府签订代建协议，但项目确定不归公司所有，公司先将政府前期支付的少部分拨款计“专项应付款”，将项目支出暂计“其他应收款”，项目移交后，两项核销。已完工项目仍为体育中心、台金高速东沿段及 82 省道复线三个工程建设等项目。其中，82 省道复线项目系采用第一种经营模式，该项目总投资为 3.1 亿元，截至 2020 年 3 月底，已收到政府回款 2.70 亿元，剩余金额及回款时间尚未明确。

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目 3 个，合计总投资 41.22 亿元，已累计完成投资 33.91 亿元，未来随着工程进度的推进，公司资本性支出压力较大。其中，洪家场浦排涝调蓄工程及十一塘围垦工程采用第一种模式；大陈岛海洋旅游综合开发项目系公司自建项目，后续回款、进展及资金压力需关注。

表 8：截至 2020 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	投资总额	已完成投资	建设期
------	------	-------	-----

洪家场浦排涝调蓄工程	21.73	21.16	2013年~2020年
十一塘围垦工程	8.81	9.86	2007年11月~2012年12月
大陈岛海洋旅游综合开发项目	10.68	2.89	2018年~2022年
合计	41.22	33.91	-

注：截至 2020 年 3 月末，十一塘围垦工程已完工，但尚未竣工决算，故列入此表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

PPP 项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司在建 PPP 项目为华东师范大学附属台州学校项目，合作方系浙江东南网架股份有限公司、方远建设股份有限公司和物产中大公用环境投资有限公司。项目规划用地面积 8.27 万平方米，总建筑面积 7.15 万平方米，其中地上建筑面积 5.55 万平方米，建成后学校预计可办学规模为 84 个教学班，可接纳 3,780 名在校生。华东师范大学附属台州学校项目计划总投资 4.86 亿元。截至 2020 年 3 月末，华东师范大学附属台州学校项目已投资 4.82 亿元，其中公司已投资 1.22 亿元。项目预计 2020 年建成，运营期为 18 年。截至 2020 年 3 月末，公司无拟建 PPP 项目。

此外，除了承接政府类基础设施项目外，公司还采取市场化模式从事工程施工业务，由台州市椒江排水建设有限公司（以下简称“排水建设公司”）运营，该公司成立于 2017 年 1 月，业务范围主要系椒江区市政公用工程、污水管网业务。

业务模式方面，椒江区政府将部分项目交由排水建设进行施工，排水建设组织施工队伍进行管理建设，项目建设完成后通过获取工程施工收入实现资金回流。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现工程施工业务收入 0.44 亿元和 0.07 亿元。

污水处理业务，但规模相对较小，加之其公益属性，经营持续亏损

公司城市水务业务主要由其原下属全资子公司台州市椒江排水集团有限公司（以下简称“排水集团”）和台州市自来水有限公司负责运营。其中自来水业务由其子公司台州市自来水有限公司运营，污水处理业务则由排水集团子公司台州市水处理发展有限公司负责。2016 年 12 月 31 日，椒江区人民政府将台州市自来水有限公司划出，2017 年以来

公司不再从事自来水供应，仅负责污水处理业务。截至 2020 年 3 月末，台州市水处理发展有限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，2019 年及 2020 年 1~3 月，污水处理量分别为 9,407 万吨和 2,327 万吨，排放水质综合合格率为 100%。公司城市水务业务仅包含污水处理业务，2019 年及 2020 年 1~3 月分别实现污水处理收入 0.67 亿元和 0.17 亿元。从毛利率方面看，由于公司污水处理规模相对较小，加之其公益性属性，导致该板块收入与成本严重倒挂。其中 2019 年及 2020 年 1~3 月，公司污水处理业务毛利率为-155.53%和-202.83%，同期分别收到政府补助 24,586.56 万元及 80.55 万元。

2019 年公司新增房产销售板块，采用对外销售与自持结合经营模式，已完工项目销售部分已基本销售完毕，目前尚存一个在建项目

2019 年公司新增房产销售业务，主要由椒江工业地产开发有限公司实施，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。公司房地产销售业务主要包括工业厂房等项目开发与销售，2019 年实现销售收入为 24,784.78 万元。

公司房地产业务板块经营模式主要为自主商业开发模式，即项目建设完成后采取自持与对外销售结合的经营模式。

截至 2020 年 3 月末，公司已开发完成的房地产项目主要为前所眼镜小微企业创业园，于 2019 年 7 月竣工决算，已投资额 2.2 亿元，竣工面积为

94,924.05 平方米，销售面积为 92,110.13 平方米，2019 年实现销售收入（含税）2.36 亿元，销售进度为 97%，已销售部分已全部回款，剩余为部份将由公司自用。在建项目方面，公司在建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，截至 2020 年 3 月末，已投资 0.75 亿元，未来尚需投资 2.17 亿元。

热电销售、生物材料销售、公共运输板块跟踪期内营收稳定，对收入形成一定补充

公司还从事热电销售业务，该业务主要由海正集团下属一级子公司台州市椒江热电有限公司（以下简称“椒江热电”）运营。椒江热电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，具体业务模式为热电联产。从规模看，截至 2020 年 3 月末，台州市椒江热电有限公司共拥有 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，完成电、供热，总装机容量为 25MW，最大供能力为 180t/h。从收入来看，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司热电销售业务分别实现营业收入 1.69 亿元和 0.25 亿元，对公司收入形成有效补充。

同时，除药品生产及销售和热电销售外，海正集团还涉及少量的生物材料销售业务，该业务主要由其子公司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。该公司是国内首家聚乳酸产业化生产企业，也是全球首家耐高温聚乳酸产业化生产企业，目前建有国内第一条拥有自主知识产权的年产 15,000 吨聚乳酸产业化生产线，是继美国 Cargill 公司之后全球第二大聚乳酸产业化生产企业，公司聚乳酸产品 60%销往海外市场。经过十多年的产学研投入，目前拥有 10 余项发明专利，涵盖聚合、催化剂、改性加工工艺等，现有树脂牌号 20 多个，销售领域涵盖了家居用品、一次性餐具、纺丝纤维、包装膜类、3D 打印耗材等。从收入方面看，

2019 年及 2020 年 1~3 月，公司生物材料销售分别实现收入 2.31 亿元及 0.48 亿元，对公司收入形成有效补充。

公司公共运输板块主要由公司三级子公司浙江金豹运业有限公司负责运营，业务主要包括省、市、县际内班车客运、包车及海上客运等。2019 年及 2020 年 1~3 月陆上客运量为 203.49 万人和 16.36 万人，周转量分别为 14,778.66 万人/公里和 1,721.88 万人/公里，同比均有所下降，主要系受台州市动车和高铁开通的影响所致。2019 年及 2020 年 1~3 月轮渡业务客运量分别为 24.66 万人和 1.19 万人，周转量分别为 1,277.05 万人/海里和 61.48 万人/海里。2019 年及 2020 年 1~3 月共计实现交通运输收入 0.61 亿元和 0.08 亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制。其中，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据采用 2019 年审计报告期末数，均为合并口径。

公司业务格局较为多元化，药品生产销售为营收及利润的主要来源；同时政府补助对公司利润形成了良好的补充

如前所述，公司目前的收入主要由药品销售、生物材料销售、热电销售、污水处理、工程施工及交通运输等业务构成，2019 年及 2020 年 1~3 月，椒江国资分别实现营业收入 124.39 亿元和 27.10 亿元，其中药业板块实现收入 111.78 亿元和 25.38 亿元，占比 89.86%和 93.66%。

毛利率方面，公司各板块业务获利空间不同，其中药品业务的附加值较高，毛利率一直处于较高水平，2019 年及 2020 年 1~3 月分别实现毛利率

42.50%和 43.50%；工程施工、城市水务及交通运输板块公益性较强，毛利有限。综合来看，2019 年及

2020 年一季度，公司主营业务毛利率分别为 39.65% 及 40.14%。

表 9：2017~2019 年及 2020 年一季度公司主营业务收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2017		2018 年		2019 年		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
药品生产销售	73.80	31.17	102.73	41.14%	111.78	42.50%	25.38	43.50%
房产销售	-	-	-	-	2.48	19.02%	-	-
生物材料销售	1.31	14.17	2.25	15.44%	2.31	15.87%	0.48	24.76%
热电销售	0.83	30.14	1.64	33.69%	1.69	38.58%	0.25	11.74%
污水处理	1.06	-62.66	0.76	-117.18%	0.67	-155.53%	0.17	-202.83%
工程施工	1.03	7.22	0.51	9.22%	0.44	4.59%	0.07	4.28%
交通运输	0.57	12.44	0.66	6.75%	0.61	4.82%	0.08	-17.73%
其他	2.18	24.40	3.62	36.79%	4.42	29.84%	0.66	7.38%
合计	80.78	29.90	112.16	38.96%	124.39	39.65%	27.10	40.14%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用合计分别为 57.40 亿元及 11.09 亿元，期间费用收入占比分别为 46.14%和 40.93%，其中 2019 年较上年增长 21.91%。从构成来看，公司期间费用中销售费用占比较大，2019 年销售费用占期间费用总额的 50.61%，主要系公司推进营销体系、扩建销售团队等所需费用，2019 年增长 14.89%系海正药业市场推广费用不断增加。公司管理费用则主要系人员工资、经营管理成本以及研发费用，2019 年同比增加 24.33%至 10.81 亿元系部分存货处置报废、折旧摊销及一次性辞退福利在内的职工薪酬费用导致的非常规费用增加。研发费用主要为海正药业研发项目的费用化投入，2019 年同比增长 47.34%系海正药业对研发项目梳理后部分暂停或终止的研发项目前期资本化开发支出转为费用化支出。财务费用 2019 年同比增加 21.00%主要系在建工程转固导致资本化利息转费用化、16 海正债回售后融资成本增加导致。

表 10：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	16.10	25.28	29.05	6.21
管理费用	11.83	8.70	10.81	2.28

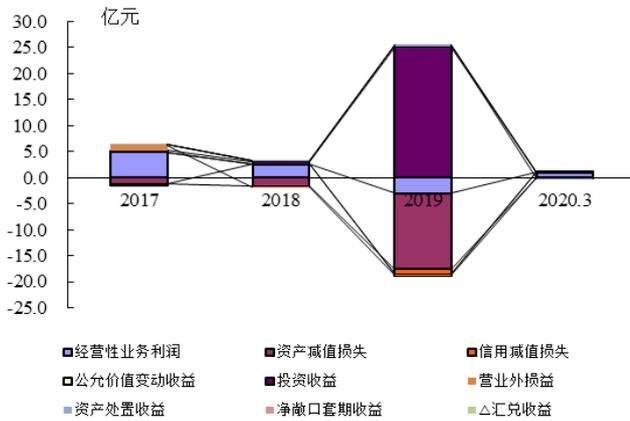
研发费用	-	6.40	9.42	0.77
财务费用	4.17	6.70	8.11	1.83
期间费用合计	32.11	47.08	57.40	11.09
营业总收入	115.23	112.16	124.39	27.10
期间费用收入占比	27.86	41.98	46.14	40.93
经营性业务利润	4.93	2.62	-2.95	1.03
其中：其他收益	3.61	7.04	6.15	1.44
资产减值损失	-1.16	-1.66	-14.68	-0.03
投资收益	0.31	0.50	25.20	0.04
利润总额	5.14	1.47	6.98	1.02

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益和其他收益构成。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司利润总额分别为 6.98 亿元及 1.02 亿元，其中经营性业务利润分别为-2.95 亿元及 1.03 亿元；投资收益分别为 25.20 亿元及 0.04 亿元。分科目看，2019 年，公司经营性业务利润较上年减少 5.57 亿元至-2.95 亿元，主要系公司期间费用的增加以及收到的政府补助减少所致。同期公司资产减值损失为-14.68 亿元，损失规模较上年扩大 13.01 亿元系海正药业对研发项目进行重新梳理及综合评估后计提了大量减值损失导致。同期投资收益为 25.20 亿元，主要系公司处置海正博锐产生的投资收益；公司其他收益主要由政府补助构成，

2019年，公司获得政府补助6.15亿元，主要系椒江区财政局对公司基础设施建设及药业板块的相关补助，对公司利润形成了重要的补充。

图3：2017~2019年及2020年1~3月公司利润总额构成



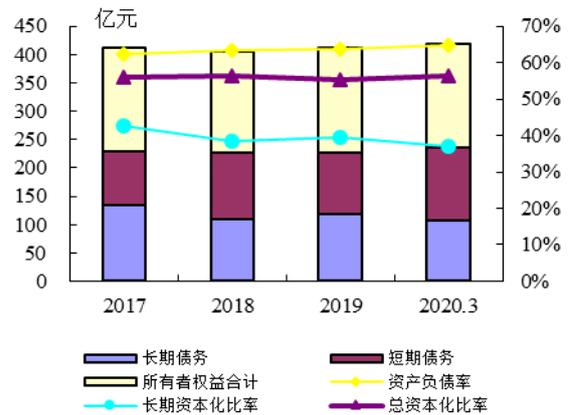
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司自有资本实力较强，2019年以来整体负债水平较为合理，但在建项目的持续推进造成债务规模快速上升，同时债务结构存在波动，需关注公司面临的短期债务偿付压力

近年来，随着业务的持续发展，公司资产规模保持快速增长态势。2019年末及2020年3月末，公司总资产分别为506.63亿元及517.76亿元，其中2019年同比增加4.44%。同期，公司所有者权益分别为184.00亿元及183.01亿元，主要由资本公积和未分配利润构成，其中资本公积分别为89.64亿元和89.64亿元，2019年末增长2.55亿元主要系子公司椒江交投收到无偿划拨的五条道路资产所致。负债方面，项目资金需求的增加使得公司负债总额也随之扩大，2019年末及2020年3月末，公司负债总额分别为322.62亿元和334.75亿元，其中2019年末同比增加4.69%。

资本结构方面，2019年末及2020年3月末，公司资产负债率分别为63.68%和64.65%，总资本化比率分别为55.27%和56.24%，财务杠杆水平较为稳定。

图4：2017~2020年3月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产中流动资产比例略有上升，2019年末及2020年3月末，公司流动资产占总资产的比重分别为53.02%和54.01%。从构成方面看，公司流动资产仍然由货币资金、其他应收款、应收账款及存货构成。同期末，货币资金分别为46.92亿元和57.21亿元，其中2020年3月末共有8.05亿元货币资金作为保证金及质押的定期存单而受限，整体受限程度不大；同期末应收账款分别为18.12亿元和15.77亿元，主要为海正药业应收下游分销商的货款，其中2019年末增长15.14%，主要系医药板块销售增加，部分应收货款尚未到结算期所致；同期末，其他应收款分别为102.89亿元和104.38亿元，其中2019年末较上年增加11.15亿元主要系往来款的增加，从构成方面看，2019年末主要系与台州市椒江区投资发展有限公司的往来款50.32亿元及与台州市土地储备中心的往来款5.00亿元，账龄在1年以内或3年以上；同期末，存货分别为91.78亿元和92.78亿元，主要为椒江区十一塘及滨海区块土地使用权55.01亿元和药业板块在产药品及库存商品，2019年末同比增长15.92%，系项目建设开发导致的开发产品增加。

表11：2019年末公司其他应收款余额前五名情况（亿元）

单位名称	款项性质	金额	占比	账龄
台州市椒江区投资发展有限公司	往来款	50.32	48.91	1年以内 -3年以上
台州市土地储备中心	往来款	5.00	4.86	3年以上

台州市椒江区基础设施投资公司	往来款	3.94	3.83	3年以上
台州市椒江区十塘围垦指挥部	往来款	3.78	3.67	3年以上
洪家街道办事处	往来款	3.11	3.02	3年以上
合计	-	66.15	64.29	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程及无形资产。2019年末及2020年3月末，公司可供出售金融资产分别为24.77亿元和23.97亿元，2019年末主要系对台州循环经济发展有限公司的股权投资12.11亿元和台州市沿海开发投资有限公司等公司的股权投资7.60亿元。同期末，公司固定资产分别为100.80亿元和99.36亿元，主要由房屋建筑物及公司医药板块机器设备等构成，2019年末较上年增加9.67%系药品研发工程完工转入固定资产导致。同期末，公司在建工程分别为67.83亿元和69.31亿元，主要是椒江区各项基础设施建设工程和海正药业富阳基地工程及其他医药工程，2019年末较上年末减少19.47亿元系在建工程完工转固及海正博锐转出合并范围所致。公司无形资产由土地使用权及专利技术构成，同期末分别为9.94亿元和10.00亿元，2019年末较上年末减少2.27亿元，主要系海正博锐转出非专利技术及其处置土地使用权所致。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	47.96	43.54	46.92	57.2
其他应收款	82.25	91.74	102.89	104.38
应收账款	14.25	15.73	18.12	15.77
存货	78.63	79.17	91.78	92.78
可供出售金融资产	22.40	22.58	24.77	23.97
固定资产	81.33	91.91	100.80	99.36
在建工程	103.44	87.30	67.83	69.31
无形资产	103.85	12.21	9.94	10.00
总资产	482.11	485.11	506.63	517.76

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从负债结构来看，近年来，公司债务结构以流动负债为主，2019年末及2020年3月末，公司流动负债占负债总额的比例分别为51.89%和56.97%，分别为167.42亿元和190.70亿元，主要由短期借

款、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。分项目看，2019年末及2020年3月末，公司短期借款分别为71.04亿元和81.43亿元，主要系保证借款及信用借款，利率基本为基准利率；同期末，公司应付账款分别为15.87亿元和14.65亿元，主要由海正药业的原材料采购款、应付长期资产购置款及部分工程款项构成；其他应付款分别为27.36亿元和34.46亿元，2019年末主要为应付台州市椒江区财政局及台州市椒江城建有限公司等单位的往来款；一年内到期的非流动负债分别为27.36亿元和36.85亿元，2019年末减少9.3亿元主要系一年内到期的长期借款减少所致。

非流动负债方面，2019年末及2020年3月末，公司非流动负债分别为155.20亿元和144.06亿元，主要由长期借款、应付债券、长期应付款及专项应付款构成。同期末，长期借款分别为44.67亿元和45.00亿元，主要系保证借款及质押+保证借款，期限为3~15年不等，利率基本为基准利率上浮10~20%；应付债券分别为68.52亿元和56.79亿元，2019年末同比增加13.80亿元系公司新发行“19浙公司ZR001”和公司债“16椒江债”所致；长期应付款分别为12.66亿元和10.14亿元，主要由融资租赁款项及借款构成，2019年同比减少13.88%主要为融资租赁借款的减少；专项应付款分别为12.06亿元和13.49亿元，主要由财政局置换债券及各基础设施工程项目相关财政拨款构成，2020年3月末增长11.81%系台州市椒江区卫生健康局下陈卫生院资金项目、智能马桶小镇配套设施工程资金项目增加所致。

表 13：2019年末公司应付债券明细（亿元）

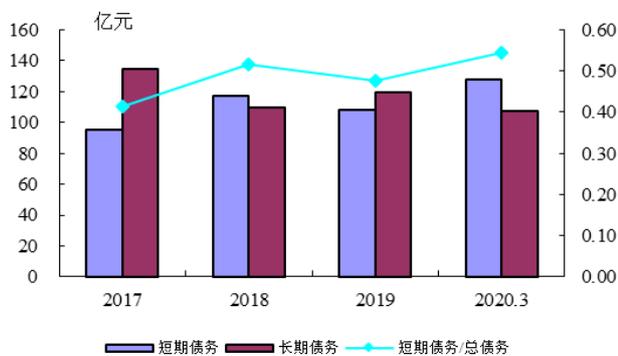
名称	发行日	期限	发行金额	票面利率
12椒江债	2012/9/13	8年	10.00	7.46
15椒江债	2015/7/6	7年	10.00	6.18
15海正债	2015/8/13	5年	8.00	5.70
16海正债	2016/3/16	5年	12.00	5.90
16椒江债	2016/9/21	5年	20.00	4.20
17海正MTN001	2017/9/12	3年	5.00	5.69
18海正MTN001	2018/4/23	3年	5.00	5.80
18浙海正杭州ZR001	2018/10/30	3年	2.00	5.62

19 浙公司 ZR001	2019/2/2	1.5 年	3.00	6.847
16 椒江债	2019/8/23	5 年	20.00	4.59
合计	-	-	95.00	

注：此表中的应付债券不含一年内到期的应付债券。
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总债务方面，近年来随着各项业务的不断推升，公司债务规模亦不断推升，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总债务分别为 227.34 亿元和 235.25 亿元，其中短期债务规模不断加大，同期末分别为 108.14 亿元和 127.98 亿元，需关注短期偿债压力；同期长短期债务比分别为 0.91 倍和 1.19 倍，债务结构有一定波动，需关注其债务结构的稳定性。

图 5：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

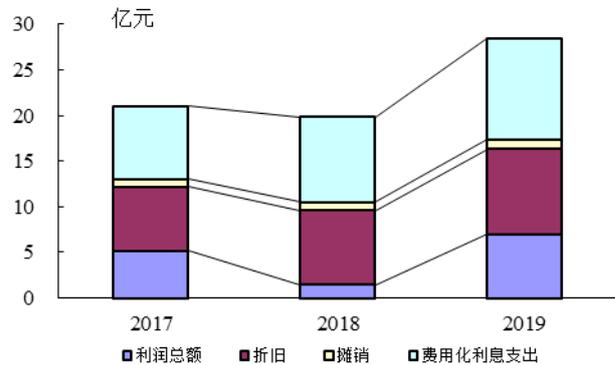
现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流情况较好，EBITDA 对债务本息覆盖能力欠佳；公司债务短期内集中于 2020~2021 年到期，面临一定的短期偿债压力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2019 年，公司 EBITDA 为 28.49 亿元，同比增加 43.46%，其中利润总额为 6.98 亿元，随着融资规模的不断推升公司费用化利息支出不断增加，2019 年为 11.08 亿元，折旧为 9.37 亿元。

偿债指标方面，2019 年末，公司总债务分别为 227.34 亿元，总债务/EBITDA 为 7.98 倍，EBITDA 利息倍数为 2.32 倍。总体来看，公司偿债指标有所改善。

图 6：2017~2019 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务到期情况方面，公司在 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年、2023 年及以后的到期债务分别为 88.15 亿元、83.29 亿元、20.70 亿元和 43.11 亿元，面临一定的短期偿债压力。

表 14：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布（亿元）

到期年份	2020.4~12	2021	2022	2023 及以后
到期金额	88.15	83.29	20.70	43.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经营活动现金流方面，2019 年，公司经营活动净现金流为 10.40 亿元，受益于药业等板块良好的销售和回款情况，公司的经营活动净现金流量水平保持在高位，2019 年由于公司收到的各类往来款等其他与经营活动有关的现金较上年减少，经营活动净现金流同比减少 66.63%；同期，公司经营活动净现金流/总债务为 0.05 倍；经营活动净现金流/利息支出为 0.85 倍，经营性现金流对债务本息的覆盖程度有所下降。

表 15：公司主要偿债能力指标（亿元、X）

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	94.92	117.52	108.14	127.98
长期债务	134.44	110.00	119.20	107.27
总债务	229.37	227.51	227.34	235.25
货币资金/短期债务	0.51	0.37	0.43	0.45
EBITDA/短期债务	0.22	0.17	0.26	-
经营活动净现金流	14.90	31.16	10.40	4.96
经营活动净现金/总债务	0.06	0.14	0.05	0.08*
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.45	2.62	0.85	2.40

EBITDA	21.01	19.86	28.49	-
总债务/EBITDA	10.92	11.45	7.98	-
EBITDA 利息倍数	2.05	1.67	2.32	-

注：2020 年一季度带“*”数据经过年化处理。
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额合计 35.37 亿元，占当期末净资产比重为 19.32%，被担保企业为台州市商贸核心区开发建设投资有限公司、台州市椒江城建置业有限公司、台州市心海绿廊文化教育投资有限公司和台州市椒江城市发展投资集团有限公司等椒江区内国有企业。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值共计 34.81 亿元，为定期存单、抵押的土地、房屋建筑物和机器设备，在总资产中占比为 19.02%。

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司授信总额达 201.35 亿元，已使用授信额度 141.37 亿元，尚未使用授信额度为 59.98 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 6 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司持有海正药业等优质资产，热电销售及污水处理业务在椒江区处于垄断地位，战略地位显著，并持续获得股东的大力支持，具有很强的抗风险能力

作为椒江区政府下属国有独资企业，公司资产质量优良，部分业务在椒江区处于垄断地位，战略地位显著，在资本金注入及政府补助等方面得到了股东的有力支持。

优质资产方面，公司下属的海正药业目前已成为中国领先的原料药生产企业，并于 2000 年在上海证券交易所上市。海正药业研发领域涵盖化学合成、微生物发酵、生物技术、天然植物提取及制剂

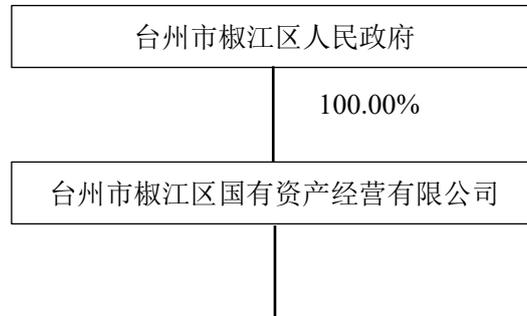
开发等多个方面，产品治疗领域涉及抗肿瘤、心血管系统、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、抗抑郁等。此外，公司所持有的热电销售、污水处理等业务在椒江区处于垄断地位，可以为公司贡献稳定的现金流。

政府补助方面，近年来，公司持续获得政府补助。2018~2019 年，公司分别获得政府补助 7.04 亿元和 6.15 亿元，政府补助主要包括经营补助和地方专项债券资金等。其中，2018 年 12 月 29 日，台州市椒江区财政局发布文件，同意地方政府置换公司子公司台州市椒江交通建设投资经营有限公司 3.00 亿元债务作为对该公司的经营补助，将 2018 年地方专项债 0.77 亿元作为对公司子公司台州市椒江旅游集团有限公司的经营补助，拨付 2018 年地方专项债券资金 1.37 亿元作为对子公司排水集团的经营补助。

评级结论

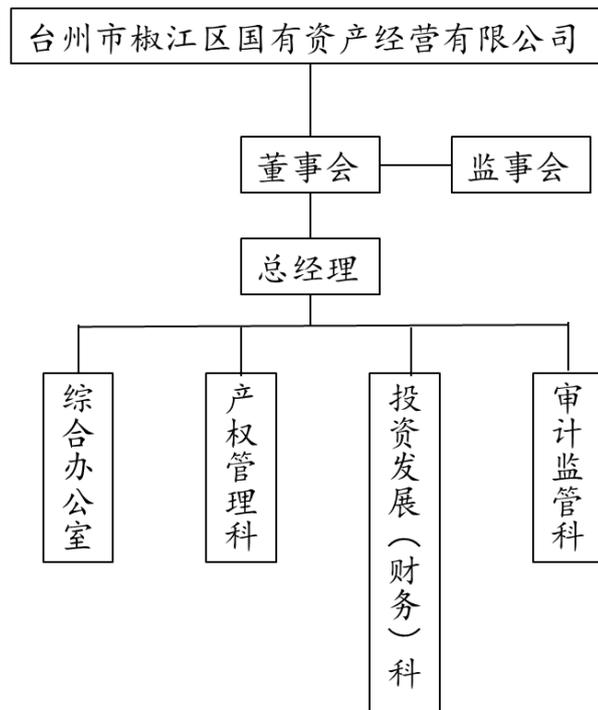
综上所述，中诚信国际维持台州市椒江区国有资产经营有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 椒江 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：台州市椒江区国有资产经营有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



序号	公司名称	持股比例 (%)
1	浙江海正集团有限公司	40.00
2	台州市椒江排水集团有限公司	100.00
3	台州市椒江旅游集团有限公司	100.00
4	台州市民卡营运管理中心有限公司	100.00
5	台州市椒江交通建设投资经营有限公司	100.00
6	台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司	100.00
7	台州市椒江金融投资有限公司	100.00
8	台州市椒江工业地产开发有限公司	100.00
9	台州市新府城传媒有限公司	100.00

注：1、表中仅列示一级子公司；2、椒江国资在浙江海正集团有限公司的董事会占有席位最多，实际享有权利能够主导其重大活动，对其具有实质控制权，故将其纳入合并报表范围



资料来源：公司提供

附二：台州市椒江区国有资产经营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	479,581.35	435,432.13	469,247.27	572,146.37
应收账款	142,538.71	157,339.94	181,158.53	157,674.87
其他应收款	822,501.66	917,405.84	1,028,861.71	1,043,752.61
存货	786,289.34	791,732.22	917,788.82	927,768.76
长期投资	298,804.29	300,614.22	419,920.60	408,272.73
在建工程	1,034,372.39	873,034.37	678,294.28	693,098.32
无形资产	103,851.83	122,107.39	99,403.37	99,958.00
总资产	4,821,116.32	4,851,053.04	5,066,265.33	5,177,640.41
其他应付款	199,691.57	247,528.41	273,576.92	344,631.23
短期债务	949,246.04	1,175,181.09	1,081,419.17	1,279,819.27
长期债务	1,344,448.71	1,099,918.89	1,191,964.86	1,072,665.22
总债务	2,293,694.75	2,275,099.99	2,273,384.04	2,352,484.49
总负债	3,007,821.10	3,081,624.16	3,226,230.80	3,347,533.89
费用化利息支出	79,938.05	93,721.48	110,821.63	18,203.96
资本化利息支出	22,665.61	25,162.53	11,973.27	2,449.40
实收资本	13,303.77	13,303.77	13,303.77	13,303.77
少数股东权益	701,178.35	655,709.39	683,607.82	672,912.98
所有者权益合计	1,813,295.22	1,769,428.88	1,840,034.53	1,830,106.52
营业总收入	1,152,317.11	1,121,590.00	1,243,935.40	270,961.52
经营性业务利润	49,253.74	26,213.53	-29,521.27	10,342.01
投资收益	3,148.24	4,992.61	251,977.38	389.92
净利润	37,444.50	-602.94	47,444.80	5,268.32
EBIT	131,347.71	108,457.02	180,597.37	-
EBITDA	210,070.64	198,621.64	284,943.74	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,129,203.05	1,091,051.06	1,174,906.53	306,414.69
收到其他与经营活动有关的现金	107,115.07	189,647.40	94,814.20	25,752.51
购买商品、接受劳务支付的现金	685,591.71	546,656.38	617,843.39	166,450.60
支付其他与经营活动有关的现金	199,030.24	231,548.87	293,216.11	44,826.93
吸收投资收到的现金	73,868.00	14,727.75	100,000.00	0.00
资本支出	341,546.10	271,325.47	184,760.36	41,034.31
经营活动产生现金净流量	148,989.76	311,626.21	103,995.34	49,575.73
投资活动产生现金净流量	-538,069.13	-396,370.77	-54,189.80	-42,345.48
筹资活动产生现金净流量	313,610.22	30,303.73	-30,163.87	99,204.56
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	29.90	38.96	39.65	40.14
期间费用率（%）	27.86	41.98	46.14	40.93
应收类款项/总资产（%）	20.14	22.30	24.07	23.38
收现比（X）	0.98	0.97	0.94	1.13
总资产收益率（%）	2.81	2.24	3.64	2.21*
资产负债率（%）	62.39	63.52	63.68	64.65
总资本化比率（%）	55.85	56.25	55.27	56.24
短期债务/总债务（%）	0.41	0.52	0.48	0.54
FFO/总债务（X）	0.06	0.08	0.08	0.08
FFO利息倍数（X）	1.39	1.53	1.55	2.40
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	1.45	2.62	0.85	2.40
总债务/EBITDA（X）	10.92	11.45	7.98	-
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.17	0.26	-
货币资金/短期债务（X）	0.51	0.37	0.43	0.45
EBITDA利息覆盖倍数（X）	2.05	1.67	2.32	-

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中有息部分调入短期债务，将长期应付款中有息部分调入长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	资产负债率 = 负债总额 / 资产总额
	总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)
	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产	
盈利能力	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用
	营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。