

# 信用评级公告

联合〔2021〕5181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”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

二〇二一年六月二十四日



# 台州市椒江区国有资本运营集团有限公司

## 2021 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	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:2021 年 6 月 24 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(打分表)	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	评级结果		AA
评价内容	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
			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	2
		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,公司持续获得政府大力支持;海正药业股份有限公司(以下简称“海正药业”)自产制剂药品销售增长带动公司主营业务收入增长,经营性利润同比大幅提升。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司基础设施建设项目投资规模大、存货及往来款对资金占用明显、存货存在跌价风险、债务负担重且债务结构趋于短期化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。

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额的保障能力强;EBITDA对公司未来待偿还债券本金峰值的保障能力较强。

未来,随着子公司浙江海正生物材料股份有限公司聚乳酸产能的释放,公司生物材料业务有望取得良好发展。

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,能够持续获得政府大力支持。跟踪期内,椒江区政府进行区域内国有资产整合归并,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。此外,公司在财政补贴等方面持续获得政府支持,2020 年收到各类政府补助 5.01 亿元。

分析师：谭心远 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. **海正药业主业盈利能力增强，跟踪期内完成对瀚晖制药有限公司（以下简称“瀚晖制药”）49%股权收购，对其控制力度大幅加强。**跟踪期内，海正药业经营情况好转，2020 年实现营业收入 113.54 亿元，同比小幅增长；利润总额为 9.04 亿元，同比增长 78.30%。2021 年 2 月，海正药业通过发行股份、可转换公司债券及支付现金完成对瀚晖制药 49%股权收购。重组完成后，海正药业持有瀚晖制药 100%股权，对其控制力度大幅加强。

#### 关注

1. **公司存货和其他应收款对资金占用明显，存货存在减值风险。**跟踪期内，公司流动资产中存货和其他应收款占比很高，其他应收款主要为公司与椒江区域内国有企业的往来拆借款，对资金占用明显；2020 年，公司计提存货跌价准备 0.75 亿元。
2. **基础设施建设项目回款存在不确定性，尚需一定投资规模，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一定投资规模，未来仍存在资金支出压力。
3. **债务负担重，面临短期偿债压力。**截至 2020 年底，公司全部债务为 224.30 亿元，其中一年内到期债务为 128.20 亿元，债务结构有待优化。2021 年，公司本部到期债券余额 22.00 亿元，其中 20 亿元“16 椒江债”将于 2021 年 9 月兑付，存在一定集中兑付压力。
4. **公司对外担保规模较大，区域集中度较高。**截至 2020 年底，公司对外担保金额合计 42.78 亿元，占公司净资产的 22.67%，主要系对台州市城投企业的担保，区域集中度较高。

### 主要财务数据

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	40.05	40.68	48.58
资产总额(亿元)	485.11	506.63	492.69
所有者权益(亿元)	176.94	184.00	182.79
短期债务(亿元)	117.52	108.15	128.20
长期债务(亿元)	109.99	119.20	96.10
全部债务(亿元)	227.51	227.35	224.30
营业收入(亿元)	112.16	124.39	123.56
利润总额(亿元)	1.47	6.98	10.36
EBITDA(亿元)	19.86	28.49	29.93
经营性净现金流(亿元)	31.16	10.40	13.60
营业利润率(%)	38.04	38.82	40.38
净资产收益率(%)	-0.03	2.58	4.50
资产负债率(%)	63.52	63.68	62.90
全部债务资本化比率(%)	56.25	55.27	55.10
流动比率(%)	142.07	160.44	151.21
经营现金流动负债比(%)	18.55	6.21	7.52
现金短期债务比(倍)	0.38	0.44	0.44
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	2.32	2.83
全部债务/EBITDA(倍)	11.45	7.98	7.49
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	122.19	134.39	139.28
所有者权益(亿元)	75.45	75.44	75.01
全部债务(亿元)	40.80	51.50	58.02
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.01
利润总额(亿元)	0.05	0.01	0.01
资产负债率(%)	38.25	43.86	46.14
全部债务资本化比率(%)	35.10	40.57	43.61
流动比率(%)	534.11	731.90	336.75
经营现金流动负债比(%)	2.25	5.74	-11.00

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；3. 合并口径现金类资产中已剔除使用受限的货币资金

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	2020/7/17	孔祥一 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	<a href="#">阅读全文</a>
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）	<a href="#">阅读全文</a>

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本运营集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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本运营集团有限公司

## 2021 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% 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 2021 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 2020 年底，公司合并报表范围内的一级子公司共 8 家。截至 2021 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 2020 年底，公司（合并）资产总额为 492.69 亿元，所有者权益合计为 182.79 亿元（含少数股东权益 69.46 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 123.56 亿元，利润总额 10.36 亿元。

公司注册地址：浙江省台州市椒江区山东路 338 号；法定代表人：杨振江。

### 三、存续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 4.00 亿元。本期债券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。

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	4.00	2015/07/06	2022/07/06
<b>合计</b>	<b>10.00</b>	<b>4.00</b>	--	--

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

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推

动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业

恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

**消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。**从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式

有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累

计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。**2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

**2. 宏观政策和经济前瞻**

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。**2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投



**资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

## 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约束地方政府及其融资平台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

**2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。**

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 年末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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20% 的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。

《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。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，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3 2020 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
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”

2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。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，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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

2020年，受新冠肺炎疫情疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

近年来，中国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019年，中国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为12.5%、12.4%和7.4%，2017—2018年中国医药制造业整体运行平稳，2019年起增速有所放缓。2020年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入24857.3亿元，同比增长4.5%，增速较上年下降2.9个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020年规模以上医药制造企业实现利润总额3506.7亿元，同比增长12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

从行业主体数量来看，截至2020年底，中国规模以上医药制造业企业为7665家，较上年末增加273家；亏损企业1344家，较上年末增加193家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额将得到进一步提升。

### （2）行业政策

**2020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，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。**

从发布主体来看，2020年，国家医疗保障局（以下简称“医保局”）发布的政策集中于深化医疗保障制度改革举措（相关政策条数占27%，下同），国家卫生健康委（以下简称“卫健委”）侧重于新冠肺炎疫情防治（占63.58%），国家药品监督管理局（以下简称“药监局”）除日常审批管理工作（占46.55%）外，对医疗



器械的监管（占 27.59%）有所增加。

2020 年 3 月 5 日，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》发布，意见明确了深化医保改革的目标、原则与方向，并提供了付诸行动的路线图，标志着新一轮医保改革大幕开启。此后，一系列医保改革方案相继推出，比如，国务院办公厅《关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》；国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》；国家医疗保障局公布《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》；国家医疗保障局办公室《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》等。

2020 年 3 月 30 日，国家市场监督管理总局官网公布 2020 新版《药品注册管理办法》，并于 2020 年 7 月 1 日起正式施行。该办法强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展。国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系。

2020 年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大；医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购。2020 年 1 月，国家医保局等五部门制定了《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》；7 月 29 日，国联采发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》，意味着第三批全国集采正式开始；10 月 16 日，联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》（以下简称《采购文件》），集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统。11 月 16 日，国家医疗保障局网站发布了《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3778 号（财税金融类 276 号）提案答复的函》，明确全面实行

医用耗材带量采购。2021 年 1 月 28 日，国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》，意见就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行。在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位。

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。

### （3）行业关注

**结构性问题明显，行业集中度较低。**与全球医药市场相比，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。



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。

带量采购等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2020年12月，国家医保局公布2020年国家医保目录谈判结果并发布2020年版医保目录，目录共对162种药品进行了谈判，119种谈判成功，谈判成功的药品平均降价50.64%。此外，随着带量采购政策的落地和后续逐步的推广，政策方向已经明确了将压低原研药和国内高价仿制药的价格，以使得医保覆盖更多的品种，覆盖更多的人群，长期来看，仿制药的“超额利润”将逐步消失。

#### (4) 未来发展

医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜三大政策效应将逐步显现。

未来，在国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质，医药行业的需求旺盛的背景下，医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端结构调整的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。

#### 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一，2020年，全年全区生产总值691.90亿元，按可比价格计算，比上年增长2.6%。其中，第一产业增加值22.87亿元，增长1.5%；第二产业增加值276.58亿元，增长1.7%；第三产业增加值392.46亿

元，增长3.4%，三次产业结构为3.3:40.0:56.7。2020年，椒江区规模以上工业增加值总量前五的行业中，电力、热力生产和供应业，医药制造业，电气机械和器材制造业，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32.02亿元、24.61亿元、21.84亿元、15.34亿元和15.33亿元，分别比上年增长3.9%、增长4.0%、增长10.1%、下降4.4%和下降2.3%。

2020年，椒江区固定资产投资施工项目396个，其中本年新开工项目110个。全年固定资产投资比上年增长2.4%，其中，第一产业增长27.2%，第二产业下降30.9%，第三产业增长8.6%。固定资产投资中，房地产开发投资比上年增长24.6%，工业性投资下降30.9%，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4.5%、下降22.7%、增长2.1%和下降1.3%。基础设施投资下降5.2%。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021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

跟踪期内，公司在椒江区政府的引导下进行整合重组，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，职能定位进一步明确，区域经济重要性突出。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。

跟踪期内，在优化整合区属国有企业方面，椒江区人民政府对区域内国有资产进行整合归并，依托椒江国资组建椒江国运（即公司），由椒江国运代表区政府履行区属国企出资人

职责，作为单一股东对其他 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，职能定位进一步明确。“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<sup>1</sup>（以下简称“商贸核心区公司”）、台州市新府城传媒有限公司（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 2020 年底，海正药业资产规模为 208.60 亿元，所有者权益为 82.57 亿元（含少数股东权益 15.78 亿元）；2020 年，海正药业实现营业收入 113.54 亿元，同比增长 2.55%，实现利润总额 9.04 亿元，同比增长 78.30%。

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，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有限公司（以下简称“瀚晖制药”）为主体的品牌差异化平台和浙江省医药工业有限公司（以下简称“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了浙江海坤医药有限公司（以下简称“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。跟踪期内，海正药业获得“2020 中国化学制药行业两化融合推进优秀企业品牌”

“2020 中国化学制药行业创新型优秀企业品牌”等称号。

### 3. 外部支持

**作为椒江区唯一的国有资产运营企业，跟踪期内，公司持续获得政府大力支持。**

2020 年，台州市椒江区可支配收入合计 120.21 亿元（2019 年为 139.09 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 45.64 亿元（2019 年为 51.28 亿元）和 74.57 亿元（2019 年为 87.81 亿元）。其中一般预算收入中税收收入为 41.93 亿元（2019 年为 46.68 亿元），一般预算收入质量高；一般公共预算支出为 55.49 亿元，财政自给率为 82.24%，财政自给能力较强。

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。2020 年，公司收到各类政府补助 5.01 亿元。

### 4. 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 2021 年 6 月 3 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、管理制度等方面无重大变化。**

跟踪期内，公司原董事李华川、张莺因工作调整不再任公司董事。

公司新任董事、总经理雷加强先生，41 岁，曾任椒江区公安分局警长，白云街道办事处团委书记、社发办主任；下陈街道办事处副科级

<sup>1</sup> 公司持股 95.00%，但未纳入合并范围，椒江区国资委维持其独立主体资格。

组织员、党工委委员；椒江区总工会党组成员；海门街道办事处副书记（挂职）；台州市商贸核心区开发建设投资有限公司总经理。现任公司党工委副书记、总经理、董事。

公司新任董事罗波先生，46岁，曾任椒江区前所镇干部；椒江区委组织部电教中心副主任、主任；椒江区风景旅游管理局副局长、党组成员；椒江旅游集团有限公司董事长、总经理；现任椒江区社会事业发展集团有限公司党工委书记、董事长，兼任公司董事。

公司新任副总经理张莺，44岁，曾任青岛啤酒（台州）有限公司（前身浙江海门啤酒厂）员工；公司审计监管科副科长（主持工作）、投资发展（财务）科科长、公司董事；现任公司党工委委员、副总经理。

## 八、重大事项

**跟踪期内，海正药业通过发行股份、可转换公司债券及支付现金购买 HPPC Holding SARL（以下简称“HPPC”）持有的瀚晖制药 49% 股权并募集配套资金。截至 2021 年 2 月 18 日，海正药业已完成重大资产重组。重组完成后，海正药业直接和间接持有瀚晖制药 100% 股权，对其控制力度大幅增强。**

海正药业以发行股份、可转换公司债券及支付现金的方式购买瀚晖制药 49% 的股权。根据收益法评估结果，截至评估基准日 2020 年 6 月 30 日，瀚晖制药的所有者权益账面价值为 289448.26 万元，评估值为 898100.00 万元，评估增值 608651.74 万元，评估增值率为 210.28%。标的资产于评估基准日的评估值为 440069.00 万元。海正药业以发行股份的方式支付交易对价 188544.85 万元，以发行可转换公司债券的方式支付交易对价 181524.15 万元，以现金方式支付交易对价 70000.00 万元。

### （1）发行股份购买资产情况

海正药业以发行股份的方式支付的交易对价为人民币 188544.85 万元，本次发行股份

购买资产的除息调整后的发行价格为 13.15 元/股，据此计算，公司向 HPPC 发行股份的数量为 143380114 股。

### （2）发行可转换公司债券购买资产情况

海正药业以定向发行可转换公司债券的方式购买标的资产，所涉及的发行可转换公司债券的种类为可转换为公司 A 股股票的债券。每张面值为人民币 100 元，按照面值发行。该可转换公司债券转换的 A 股股票将在上交所上市。本次发行可转换公司债券购买资产的对象为 HPPC。HPPC 以其持有的标的公司股权认购本次发行的可转换公司债券。本次发行可转换公司债券购买资产的发行方式为非公开发行。本次交易以发行可转换公司债券方式支付的交易对价为人民币 181524.15 万元，据此计算，公司拟向 HPPC 发行可转换公司债券的数量为 18152415 张，期限为 6 年，票面利率为 0.01%/年。

### （3）发行股份募集配套资金进行现金的支付情况

海正药业向椒江国运发行股份募集配套资金不超过 70000 万元，不超过本次交易中以发行股份及可转换公司债券方式购买资产的交易价格的 100%，非公开发行股份募集配套资金的股票发行价格为 11.68 元/股。截至 2021 年 3 月 18 日，海正药业实际向椒江国运发行人民币普通股（A 股）股票 59931506 股，每股面值 1 元，每股发行价格为人民币 11.68 元，应募集资金总额为 7.00 亿元。本次非公开发行后，公司直接持有海正药业 5.13% 股权，直接持股数量为 59931506 股。

表 4 截至 2021 年 3 月 24 日海正药业非公开发行股份前后股权结构变化

项目	本次发行前		本次发行后	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
海正集团	320783590	28.93	320783590	27.44

浙江省国际贸易集团有限公司	85799207	7.74	85799,207	7.34
HPPC	143380114	12.93	143380114	12.27
椒江国运	-	-	59931506	5.13
其他股东	558949045	50.41	558949045	47.82
<b>合计</b>	<b>1108911956</b>	<b>100.00</b>	<b>1168843462</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据海正药业发布的公告整理

瀚晖制药于 2012 年由 Pfizer Inc.（以下简称“辉瑞”）与海正药业及海正药业（杭州）有限公司合资组建，面向中国和全球市场开发和推广品牌仿制药，其产品组合将覆盖抗肿瘤、心血管、抗感染、神经系统、免疫抑制剂等治疗领域。截至 2021 年 2 月 28 日，海正药业直接持有并通过全资子公司海正药业（杭州）有限公司持有瀚晖制药 100% 股权，瀚晖制药成为海正药业的全资子公司。资产重组后，海正药业对瀚晖制药控制力度大幅增强。

## 九、经营分析

### 1. 经营现状

2020 年，公司主营业务收入略有下降，受益于公司药品生产销售业务收入占比进一步提升，综合毛利率水平小幅提升。

跟踪期内，公司主营业务收入进一步聚焦。2020 年，公司实现主营业务收入 119.85 亿元，同比略有下降；2020 年，公司药品生产销售收入占 94.38%，占比进一步上升，为公司收入主要来源。公司房地产业务已在 2019 年完成投资，2020 年无投资计划及相关收入。

2020 年，根据台州市椒江区人民政府国有资产监督管理办公室《关于同意台州市椒江排水集团有限公司股权划转的批复》，公司将持有的台州市椒江排水集团有限公司（以下简称“排水集团”）全部股权无偿划转给椒江城发，股权划转基准日为 2020 年 6 月 30 日。公司已对其丧失控制权，故自 2020 年 6 月 30 日起，不再将其纳入合并财务报表范围。公司污水处理业务和工程施工业务随之出表。

2020 年，公司主营业务毛利率为 41.73%，同比增加 1.28 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提升所致；生物材料业务经营主体为浙江海正生物材料股份有限公司（以下简称“海正生物材料”），跟踪期内随着限塑政策实施，以及海正生物材料产能释放，主要产品聚乳酸销售得到大幅提升，收入及毛利率均有所增长；公司污水处理业务收入大幅下降，亏损进一步扩大；其他业务变动幅度对公司综合毛利率影响不大。

表 5 2019—2020 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	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品生产销售	111.78	92.08	42.50	113.12	94.38	43.39
生物材料销售	2.31	1.90	15.87	2.60	2.17	25.36
热电销售	1.69	1.39	38.58	1.57	1.31	30.74
工程施工	0.44	0.36	4.59	0.10	0.08	7.86
污水处理费	0.67	0.55	-155.53	0.31	0.26	-203.36
交通运输	0.61	0.50	4.82	0.49	0.41	4.88
公墓销售	0.29	0.24	45.18	0.32	0.27	30.96
房产销售	2.48	2.04	19.02	--	--	--
其他	1.13	0.93	23.95	1.34	1.12	--
<b>合计</b>	<b>121.40</b>	<b>100.00</b>	<b>39.87</b>	<b>119.85</b>	<b>100.00</b>	<b>41.73</b>

注：2020 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：公司提供



(1) 药品生产销售

2020年,公司药品生产销售收入及毛利率同比均有小幅增长,主要系海正药业自产制剂销售收入增长所致;医药商业收入受疫情影响同比有所下降,但该业务毛利率较低,对利润影响较小。整体看,跟踪期内海正药业经营情况好转,经营性利润大幅增长,成为公司利润增长的主要来源。

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。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。跟踪期内,欧盟指定第三方公司对海正药业实行远程审计工作已完成,截至本报告出具日尚未解禁。联合资信将持续关注海正药业解禁进展。

药品生产销售区域分布方面,2020年海正药业国内销售占89.50%,占比略有下降。

2020年,海正药业实现营业收入113.54亿元,同比增长2.55%,主要来自制剂销售的增长;利润总额为9.04亿元,同比增长78.30%,主要系产品结构优化及销售费用缩减所致,增长主要来自经营性利润,非经常性损益影响显著降低。

2021年1-3月,海正药业实现营业收入30.68亿元,同比增长22.75%,主要系国内新冠疫情得到有效控制,对经营产生的影响减缓。公司海外业务占比较低,疫情对海正药业经营产生的影响仍在可控范围。

表6 2019-2020年海正药业主营业务收入构成 (单位:亿元、%)

项目	2019年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药工业	54.52	50.45	61.78	59.63	54.15	61.88
其中:原料药	13.59	12.58	22.56	13.03	11.83	36.81
成品药	40.93	37.87	75.14	46.60	42.32	68.89
医药商业	53.54	49.54	24.64	50.46	45.83	23.07
其他	0.01	0.01	56.28	0.02	0.02	41.50
合计	108.07	100.00	43.38	110.11	100.00	44.09

资料来源:公司提供

医药工业

2020年,海正药业医药工业实现销售收入59.63亿元,同比增长9.36%。其中,成品药同比增长13.85%至46.60亿元,主要是抗感染药销售额同比增长62.56%至20.48亿元,以及部分辉瑞产品本地化后,由辉瑞工厂直接发货至经销商的产品转为由瀚晖工厂本地化生产后

发货,使得自产制剂药品销售增加;同期,原料药收入同比小幅下降,为13.03亿元,主要系欧盟仍未对公司原料药产品销售解禁,导致海正药业原料药欧美市场销售持续下滑。近年来,海正药业原料药销售占比持续下降,但原料药利润贡献较小,其规模收缩对业绩影响有限。

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。2020年，海正药业医药工业毛利率为61.88%，同比变化不大。

表7 2019—2020年海正药业主要医药产品情况（单位：亿元、%）

产品名称	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
抗肿瘤药	8.24	15.11	72.06	8.20	13.75	75.07
抗感染药	12.60	23.11	72.59	20.48	34.35	67.12
心血管药	9.65	17.7	62.34	10.23	17.16	58.52
抗寄生虫药及兽药	6.38	11.70	29.25	7.32	12.28	42.84
内分泌药	4.37	8.02	28.28	4.18	7.01	41.25
其他药品	13.28	24.36	71.39	9.21	15.45	66.71
合计	54.52	100.00	61.78	59.63	100.00	61.88

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，截至2020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。截至2020年底，海正药业共有52个品规被纳入《国家基本药物目录》（其中23个品种已转入瀚晖制药）。2020年，新上市产品琥珀酸索利那新片新纳入《国家医保目录》；截至2020年底，海正药业共有127个品规纳入《国家医保目录》。

研发方面，2020年海正药业研发投入为4.59亿元（其中资本化研发投入为0.83亿元，常规费用化研发投入为3.76亿元），同比下降43.61%，占销售收入的4.04%，同比减少3.31个百分点，研发投入占比有所下降，主要是单抗类生物药研发投入在联营公司浙江海正博锐生物制药有限公司（以下简称“海正博锐”）报表层面体现，剔除单抗类生物药研发投入，常规化研发费用投入同比略有下降。

截至2021年3月底，海正药业在建项目计划投资额为13.95亿元，较2019年底无变化；已完成投资9.44亿元。

表8 截至2021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
国家战略性药品创新及产业化平台项目	6.48	3.04
瀚晖制药注射剂扩建生产项目	3.95	2.49

(特治星地产化项目)		
抗肿瘤固体制剂技改项目	3.16	3.91
<b>合计</b>	<b>13.95</b>	<b>9.44</b>

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。2020年，海正药业实现医药商业收入50.46亿元，同比下降5.76%，主要是部分辉瑞产品地产化后，从医药商业收入转为医药制造收入；以及受疫情影响，医药商业收入同比下降。

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，公司热电销售基本维持稳定；生物材料随国家限塑政策实施，聚乳酸产能释放，销售得以提升，未来或将成为公司重要的业绩增长点。**

公司生物材料销售仍由海正生物材料负责经营，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，核心产品为聚乳酸。海正生物材料聚乳酸产品生产成本中原材料(乳酸)占60~70%，原材料价格存在市场波动，对毛利率有一定影响。2020年以来，随限塑政策实施，可降解材料的市场需求得以释放，行业供应紧俏，海正生物材料作为全球聚乳酸产品主要供应商之一，订单量较为充足，具备一定产业链议价能力，有助于控制原材料价格波动风险。自2016年起，海正生物材料计划建设5万吨聚乳酸生产线，总投资6.5亿元。2020年，海正生物材料完成3万吨聚乳酸生产线的建设并实现投产，实现生物材料销售收入2.59亿元，同比增长12.79%；客户主要

分布在福建省、江苏省和广东省，前五名集中度为49.26%，集中度高。未来，海正生物材料将持续扩大产能，收入和利润有望进一步增长。

表9 2019—2020年生物材料销售情况 (单位：万元)

产品类别	2019年	2020年
纯料收入	8340.14	11370.96
改性料收入	14157.79	14004.39
委托加工等收入	464.75	529.17
<b>合计</b>	<b>22962.68</b>	<b>25904.52</b>

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2020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，2020年实现热电销售收入1.57亿元，同比下降6.95%，主要系受疫情影响，用热企业停工停产导致需求减少；同期，热电销售业务毛利率为30.74%，同比下降7.84个百分点。

表10 2019—2020年热电销售情况

项目	2019年		2020年	
	销售量	销售收入(万元)	销售量	销售收入(万元)
电(万度)	12936.58	5793.14	11065.00	5003.9
汽(万吨)	61.43	11119.20	65.09	10728.46
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>16912.34</b>	<b>--</b>	<b>15732.36</b>

资料来源：公司提供

### (3) 基础设施建设业务

**跟踪期内，公司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；在建项目尚需一定投资规模，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2020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2020年底，公司主要基础设施在建项目合计总投资32.41亿元，已累计完成投资26.25亿元，尚未回款。2021~2022年计划投资3.63亿元和1.00亿元。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2020年底已投22.81亿元，工程尚未完工，实际支出将超过计划总投资额，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3.44亿元，尚需投资规模仍较大。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。

表11 截至2020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	228089.00	在建工程	是
大陈岛海洋旅游综合开发项目	106820.00	2018年--2022年	34449.96	在建工程	否
合计	324119.00	--	262538.96	--	--

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较弱。**

2020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6.10次、0.75次和0.25次，除总资产周转次数同比保持稳定外，其他指标同比均小幅下降。

## 3. 未来发展

跟踪期内，随椒江区平台整合的完成，公司地位进一步明确，在椒江区政府对区属国有企业资产的梳理整合过程中，作为经营性国有资产接收主体，公司或将持续获得区政府经营性资产的注入。

生物材料方面，2020年初国家限塑政策加强，多省出台“禁塑令”，推动绿色环保材料市场的快速发展。海正生物材料核心产品聚乳酸作为性能良好的可降解材料，市场处于供不应求状态。作为国内主要的聚乳酸供应商，海正生物材料将持续扩张产能以满足下游客户需求。未来，公司生物材料销售有望进一步增长，成为公司利润的新增长点。

## 十、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2020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。

2020年，公司合并范围增加子公司7家，其中一级子公司1家，为公司出资设立台州市椒江尚荣置业有限公司；减少子公司1家，系一级子公司排水集团划出。整体看，2020年合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为492.69亿元，所有者权益合计为182.79亿元（含少数股东权益69.46亿元）。2020年，公司实现营业收入123.56亿元，利润总额10.36亿元。

## 2. 资产质量

**截至2020年底，公司资产规模小幅下降；流动资产中其他应收款和存货占比高，对资金占用明显；存货中的库存商品存在一定跌价风险。整体看，公司资产流动性和资产质量尚可。**

截至2020年底，公司资产总额为492.69亿元，较上年底下降2.75%。公司资产中，流动资产占55.48%，非流动资产占44.52%。

### （1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产为273.33亿元，较上年底增长1.76%，主要由货币资金（占20.24%）、应收账款（占6.35%）、其他应收款（合计）（占33.03%）和存货（占37.28%）构成。

截至2020年底，公司货币资金为55.32亿元，较上年底增长17.89%，主要为银行存款（54.74亿元）。其中，受限资金7.36亿元，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2020年底，公司应收账款为17.36亿元，较上年底下降4.15%，构成主要为海正药业药品销售应收款，账龄集中在1年以内（占比超过99%），计提坏账准备0.93亿元。集中度方面，公司应收账款欠款方前五名余额合计4.88亿元，占26.47%，集中度一般。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）为90.29亿元，较上年底下降13.02%，系排水集团划出所致，构成主要为应收政府部门及其控制的公司往来款（74.98亿元）。其中，与台州市椒江区投资发展有限公司往来款为50.04亿元。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74.98亿元、应收工程指挥部组合7.90亿元、关联方组合0.03亿元和保证金、押金和备用金组合0.02亿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0.88亿元。集中度方面，公司其他应收款中前五名占比达到73.61%，集中度高。联合资信将持续关注回款情况。

表12 2020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	50.04	57.07
台州市国土资源局椒江分局	往来款	5.00	5.70
台州市椒江区基础设施投资公司	往来款	3.65	4.16
台州市洪家街道办事处	往来款	3.09	3.52
台州市椒江区财政局	往来款	2.77	3.16
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>64.55</b>	<b>73.61</b>

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司存货为101.91亿元，较上年底增长11.04%，主要系海正药业子公司瀚晖制药本地化项目启动后部分药品需要集中采购备货增加所致。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）、开发产品14.85亿元和库存商品19.53亿元，累计计提跌价准备0.96亿元（2020年转销3.33亿元；增加0.75亿元），主要来自库存商品跌价准备。

### （2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占10.88%）、长期股权投资（占6.92%）、固定资产（合计）（占42.41%）、在建工程（合计）（占24.17%）和无形资产（占

4.69%) 构成。

截至 2020 年底, 公司可供出售金融资产为 23.86 亿元, 较上年底下降 3.69%, 主要系公司减少对台州市立投资有限公司 0.90 亿元和对台州市朱溪水库开发有限公司 0.23 亿元投资。公司可供出售金融资产包括主要为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 2020 年底, 公司固定资产(合计)为 93.03 亿元, 较上年底下降 7.71%, 主要系排水集团划出所致。2020 年期间公司在建工程转入的机器设备和房屋及建筑物合计 9.70 亿元; 处置或报废的固定资产 2.35 亿元; 累计折旧 54.89 亿元; 未办妥产权证的固定资产合计 15.45 亿元。

截至 2020 年底, 公司在建工程(合计)为 53.02 亿元, 较上年底下降 21.83%, 主要系部分在建工程项目转入固定资产, 以及排水集团划出所致。公司在建工程主要包括洪家场浦排涝调蓄工程项目 19.60 亿元、二期生物工程项目 6.24 亿元、大陈岛海洋旅游综合开发项目 5.08 亿元、海晟杭州-胰岛素及类似物质原液及制剂项目 3.28 亿元和瀚晖制药注射剂扩建生产项目 3.08 亿元等。公司 2020 年期间计提减值准备 0.14 亿元, 同比大幅下降, 主要系 2019 年期间海正药业计提减值较为充分。

截至 2020 年底, 公司无形资产为 10.28 亿元, 较上年底增长 3.40%。公司无形资产主要由土地使用权(6.88 亿元)、非专利技术(1.44 亿元)和特许经营权(1.94 亿元)构成。

截至 2020 年底, 公司受限资产合计 28.62 亿元, 主要受限科目包括固定资产(12.63 亿元)、货币资金(7.36 亿元)、在建工程(1.46 亿元)和投资性房地产(2.83 亿元), 占总资产比重为 5.81%。

### 3. 所有者权益及负债

#### (1) 所有者权益

截至 2020 年底, 公司所有者权益略有下降, 主要系排水集团无偿划出所致; 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 2020 年底, 公司所有者权益为 182.79 亿元, 较上年底下降 0.66%, 主要系排水集团无偿划出所致。截至 2020 年底, 公司归属于母公司权益合计中实收资本占 1.17%、资本公积占 75.17%、盈余公积占 0.23%、未分配利润占 23.31%; 所有者权益中归属于母公司所有者权益占 62.00%, 少数股东权益占 38.00%。

#### (2) 负债

跟踪期内, 公司有息债务规模变动不大, 整体债务负担重, 短期债务占比上升, 面临短期偿债压力, 债务结构有待优化。

截至 2020 年底, 公司负债总额为 309.90 亿元, 较上年底下降 3.94%。其中, 流动负债占 58.33%, 非流动负债占 41.67%, 流动负债占比有所上升。

截至 2020 年底, 公司流动负债为 180.77 亿元, 较上年底增长 7.97%。公司流动负债主要由短期借款(占 42.12%)、应付账款(占 9.29%)、其他应付款(合计)(占 10.75%)和一年内到期的非流动负债(占 26.99%)和构成。

截至 2020 年底, 公司短期借款为 76.13 亿元, 较上年底增长 7.17%, 构成主要为 51.59 亿元保证借款、15.39 亿元信用借款和 4.23 亿元抵押借款。

截至 2020 年底, 公司应付账款较上年底增长 5.77%至 16.78 亿元, 主要为应付经营性采购款 12.22 亿元和应付长期资产购置款 4.57 亿元。

截至 2020 年底, 公司其他应付款(合计)较上年底下降 32.16%至 19.43 亿元, 主要系排水集团划出所致。构成方面, 主要为市场推广未结算款(7.56 亿元)和往来款(7.77 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 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 78.33%至 48.80 亿元，主要由一年内到期的长期借款 7.16 亿元和一年内到期的应付债券 41.37 亿元构成（除“15 椒江债”和“16 椒江债”，其余均为子公司海正集团到期债务）。其中，20 亿元“16 椒江债”将于 2021 年 9 月到期。

#### （2）非流动负债

截至 2020 年底，公司非流动负债为 129.14 亿元，较上年底下降 16.79%，主要由长期借款（占 32.92%）、应付债券（占 39.56%）和长期应付款（合计）（占 14.35%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 42.52 亿元，较上年底下降 4.82%，构成包括保证借款 24.79 亿元，抵押+保证借款 9.34 亿元，质押借款 4.80 亿元和信用借款 3.49 亿元等。同期，公司应付债券较上年底下降 25.44%至 51.09 亿元，系部分债券将于一年内到期调整至流动负债科目核算。

截至 2020 年底，公司短期债务为 128.20 亿元，较上年底增长 18.54%；长期债务为 96.10 亿元，较上年底下降 19.38%；全部债务为 224.30 亿元，较上年底下降 1.34%。从债务指标来看，截至 2020 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 62.90%、55.10%和 34.46%，较上年底均有所下降。

#### 4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入同比变化不大，但期间费用控制能力加强，对利润侵蚀程度降低，且资产减值损失大幅收窄，经营性利润实现由负转正，主业盈利能力有所提升；公司能够持续获得政府补助，对利润形成一定补充。

2020 年，公司实现营业收入 123.56 亿元，同比下降 0.67%；公司营业成本 72.84 亿元，同比下降 2.97%；营业利润率为 40.38%，同比增加 1.56 个百分点。

2020 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 46.45 亿元，同比下降 19.07%，占营业收入比重为 37.59%，同比减少 8.55 个百分点。其中，公司销售费用为 25.40 亿元，同比下降 12.54%，主要系海正药业营销效率的提升以及集采中标后产品市场推广业务费用下降；公司研发支出为 4.11 亿元，同比下降 56.42%，主要系海正博锐不再纳入合并范围使得生物药研发支出大幅下降所致；财务费用同比下降 21.87%至 6.34 亿元。公司期间费用控制能力有所加强，对利润侵蚀程度下降。

2020 年，公司计提资产减值损失 0.76 亿元，主要为存货跌价损失，同比大幅减少。同期，公司持续获得政府补助，其他收益为 5.14 亿元，同比下降 16.46%，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。2020 年，公司利润总额为 10.36 亿元，同比增长 48.47%，经营性利润由负转正，主业盈利能力提升。

从盈利能力指标看，2020 年，公司净资产收益率为 4.50%，同比增加 1.92 个百分点；总资产收益率为 4.50%，同比有所增加。

#### 5. 现金流

跟踪期内，公司经营净现金流入增加，收入实现质量有所提升；考虑公司基础设施建设项目等仍需一定投入，往来款规模较大，以及面临较大短期偿债压力，公司持续存在对外融资需求。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入为 137.24 亿元，同比增长 7.57%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 125.79 亿元，同比增长 7.06%；收到其他与经营活动有关现金为 10.20 亿元，主要为收到往来款项、政府补助等。2020 年，公司经营活动现金流出为 123.64 亿元，其中购买商品、接受劳务收到的现金为 71.04 亿元；支付给职工以及为职工支付的薪酬为 16.49 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 31.61 亿元，主要为期间费用中的付现支出。

2020年，公司经营活动产生的现金流量净额为13.60亿元，同比增长30.79%。从收入实现质量来看，2020年，公司现金收入比为101.81%，同比增加7.36个百分点，公司现金收入质量有所提升。

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入为59.92亿元，同比下降8.77%。其中收回投资收到的现金为39.80亿元，主要系转让海正博锐股权收到的现金；取得投资收到的现金为0.40亿元；收到其他与投资活动有关的现金为15.29亿元，主要为收回公司借款及利息。2020年，公司投资活动现金流出为73.38亿元，同比增长3.20%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为16.04亿元；投资支付的现金34.14亿元，主要为对联营企业等被投资单位的增资；支付其他与投资活动有关的现金23.20亿元，主要为支付公司的借款。2020年公司投资活动现金流量净额为-13.46亿元，净流出规模同比增加8.04亿元。

2020年，公司筹资活动现金流入为187.05亿元，同比增长12.58%，其中吸收投资收到的现金为3.29亿元；取得借款收到的现金为166.91亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为16.84亿元，主要为收到专项往来款及拨款。2020年，公司筹资活动现金流出为179.33亿元，同比增长6.01%，其中偿还债务支付的现金为159.87亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为13.36亿元；支付其他与筹资活动有关的现金为6.10亿元。2020年公司筹资活动产生的现金流量净额为7.72亿元。

## 6. 偿债能力

公司长短期偿债指标一般，面临短期偿债压力。但考虑到公司区域经济重要性突出，椒江区人民政府对公司支持力度大，以及持有海正药业股权流动性较好，公司整体偿债能力很强。跟踪期内，公司对外担保规模上升，区域集中度较高。

从短期偿债指标看，2020年底，公司流动

比率为151.21%，较上年底减少9.23个百分点；速动比率为94.83%，较上年底增加10.79个百分点。2020年，公司经营性现金流流动负债比率为7.52%，同比增加1.31个百分点。截至2020年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为48.58亿元，为短期债务的0.44倍，公司面临短期偿债压力。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为29.93亿元，较上年增长5.05%；2020年，公司EBITDA利息倍数为2.83倍，全部债务/EBITDA倍数为7.49倍，均较上年略有下降。

截至2020年底，公司对外担保金额合计42.78亿元，占公司净资产的22.67%，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、商贸核心区开公司、台州市心海绿廊文化教育投资有限公司及椒江城发等企业，区域集中度较高。

截至2021年3月底，公司获得银行授信额度214.50亿元，已使用额度136.17亿元，未使用额度78.32亿元，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

公司本部履行国有资本运营管理职能，未开展经营性业务。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，偿债能力对再融资依赖大。

截至2020年底，母公司资产总计139.28亿元，较上年底略有增长；流动资产与非流动资产占比分别为74.28%和25.72%。截至2020年底，母公司流动资产为103.45亿元，较上年底略有下降，以其他应收款（40.16亿元，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、



台州市椒江基础材料经营有限公司 3.00 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,构成主要为可供出售金融资产(12.76 亿元)和长期股权投资(18.88 亿元),较上年底均有所增长。

截至 2020 年底,母公司负债合计 64.26 亿元,较上年底增长 9.02%;流动负债与非流动负债占比分别为 47.80%和 52.20%。截至 2020 年底,母公司流动负债为 30.72 亿元,主要包括其他应付款(5.48 亿元)和一年内到期的非流动负债(22.02 亿元);母公司非流动负债为 33.55 亿元,主要为应付债券(32.00 亿元);同期,母公司全部债务为 58.02 亿元,短期债务与长期债务分别为 25.02 亿元和 33.00 亿元;资产负债率和全部债务资本化比率分别为 46.14%和 43.61%。截至 2020 年底,母公司所有者权益合计 75.01 亿元,较上年底变动不大,主要为资本公积(71.45 亿元)。

从盈利能力来看,母公司营业收入很小,2020 年为 99.20 万元;利润总额为 101.02 万元,其中投资收益 364.92 万元。

现金流方面,2020 年,母公司经营活动产生的现金流入及流出规模小,分别为 0.91 亿元和 1.64 亿元;经营性净现金流为-0.73 亿元。2020 年,母公司投资活动产生的现金流入为 17.89 亿元,投资活动产生的现金流出为 21.26 亿元,主要为收到及支付与其他投资活动有关的现金,当期投资活动产生的现金流量净额为-3.38 亿元。母公司筹资活动产生的现金流入 21.00 亿元,主要为取得借款收到的现金;筹资活动产生现金流出为 17.14 亿元,主要系偿还债务支付的现金;筹资活动现金净流入 3.86 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

**公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额的保障能力强;EBITDA对公司未来待**

### 偿还债券本金峰值的保障能力较强。

截至2021年3月底,公司本部存续期债券余额合计54.00亿元,其中存续债“15椒江债”设有分期偿还条款,余额4.00亿元。截至2021年3月底,公司有22.00亿元应付债券将于本年度到期。

截至2021年3月底,公司剔除使用受限后的现金类资产(36.28亿元)对本年度剩余应到期债券金额(22.00亿元)的保障倍数为1.65倍,公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力强。

2020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137.24亿元、13.60亿元和29.93亿元,是未来待偿还债券本金峰值的6.86倍、0.68倍和1.50倍。公司EBITDA对未来待偿还本金峰值的保障能力较强。

表13 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	22.00
未来待偿还债券本金峰值	20.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	1.65
经营活动现金流入量/未来待偿还债券本金峰值	6.86
经营活动现金流净额/未来待偿还债券本金峰值	0.68
EBITDA/未来待偿还债券本金峰值	1.50

注:1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额;2. 现金类资产使用最新一期财务数据(2021年3月底),已剔除受限资金;3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据

资料来源:联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

### 2. 存续期企业债券保护条款分析

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

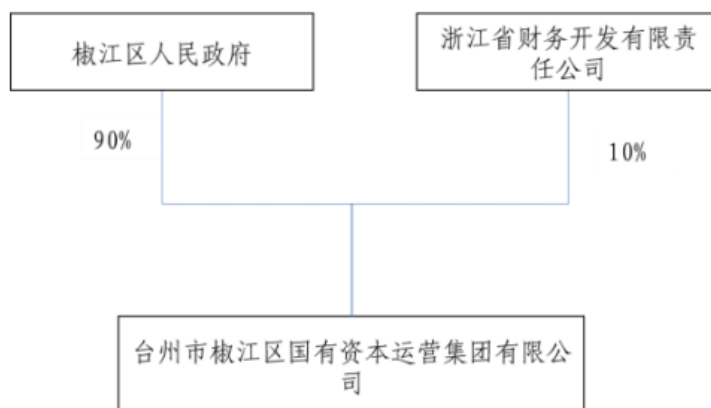
金，由台州市椒江区财政局分12年拨付给洪家场浦公司。

截至2020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

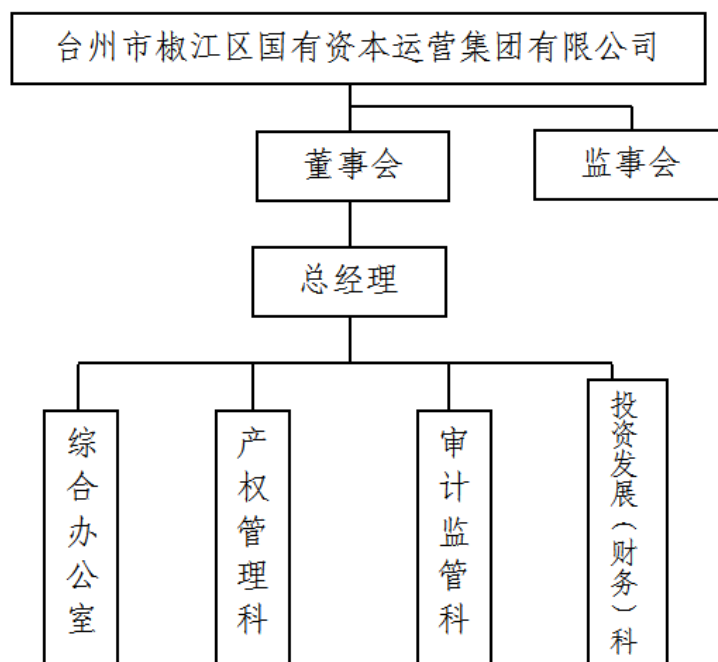
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“15椒江债/PR椒江01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2021 年 3 月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

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	2018 年	2019 年	2020 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	40.05	40.68	48.58
资产总额(亿元)	485.11	506.63	492.69
所有者权益(亿元)	176.94	184.00	182.79
短期债务(亿元)	117.52	108.15	128.20
长期债务(亿元)	109.99	119.20	96.10
全部债务(亿元)	227.51	227.35	224.30
营业收入(亿元)	112.16	124.39	123.56
利润总额(亿元)	1.47	6.98	10.36
EBITDA(亿元)	19.86	28.49	29.93
经营性净现金流(亿元)	31.16	10.40	13.60
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	6.69	6.66	6.10
存货周转次数(次)	0.87	0.88	0.75
总资产周转次数(次)	0.23	0.25	0.25
现金收入比(%)	97.28	94.45	101.81
营业利润率(%)	38.04	38.82	40.38
总资本收益率(%)	2.30	3.85	4.35
净资产收益率(%)	-0.03	2.58	4.50
长期债务资本化比率(%)	38.33	39.31	34.46
全部债务资本化比率(%)	56.25	55.27	55.10
资产负债率(%)	63.52	63.68	62.90
流动比率(%)	142.07	160.44	151.21
速动比率(%)	94.93	105.62	94.83
经营现金流动负债比(%)	18.55	6.21	7.52
现金短期债务比(倍)	0.38	0.44	0.44
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	2.32	2.83
全部债务/EBITDA(倍)	11.45	7.98	7.49

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  
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	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	2.58	8.35	8.10
资产总额(亿元)	122.19	134.39	139.28
所有者权益(亿元)	75.45	75.44	75.01
短期债务(亿元)	12.30	7.50	25.02
长期债务(亿元)	28.50	44.00	33.00
全部债务(亿元)	40.80	51.50	58.02
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.01
利润总额(亿元)	0.05	0.01	0.01
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	0.40	0.82	-3.38
<b>财务指标</b>			
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(%)	-181.44	-295.22	-574.24
总资本收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	0.07	0.02	0.01
长期债务资本化比率(%)	27.42	36.84	30.55
全部债务资本化比率(%)	35.10	40.57	43.61
资产负债率(%)	38.25	43.86	46.14
流动比率(%)	534.11	731.90	336.75
速动比率(%)	223.37	347.72	157.10
经营现金流动负债比(%)	2.25	5.74	-11.00
现金短期债务比(倍)	0.21	1.11	0.32
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
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

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 4-1 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 4-2 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 4-3 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



## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。