



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y061号

中诚信证券评估有限公司对台州循环经济发展有限公司及其拟发行的“2019年台州循环经济发展有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，台州循环经济发展有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；“2019年台州循环经济发展有限公司公司债券”的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年十二月十七日

2019 年台州循环经济发展有限公司公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	台州循环经济发展有限公司
发行规模	12.00亿元
债券期限	7年，附第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付

概况数据

循环经济公司 (合并口径)	2016	2017	2018
总资产(亿元)	125.68	142.82	197.22
所有者权益合计(亿元)	52.71	55.29	102.86
总负债(亿元)	72.98	87.53	94.36
总债务(亿元)	44.82	56.12	73.44
营业总收入(亿元)	10.22	10.24	11.20
经营性业务利润(亿元)	-0.20	2.60	3.95
净利润(亿元)	3.10	2.58	3.64
EBIT(亿元)	3.13	2.65	4.01
EBITDA(亿元)	3.23	2.82	4.32
经营活动净现金流(亿元)	-6.79	-13.26	6.18
收现比(X)	0.44	0.41	1.39
总资产收益率(%)	2.49	1.98	2.36
营业毛利率(%)	2.73	2.80	18.47
应收类款项/总资产(%)	14.95	18.87	19.82
资产负债率(%)	58.07	61.29	47.85
总资本化比率(%)	45.96	50.37	41.66
总债务/EBITDA(X)	13.89	19.93	16.99
EBITDA 利息倍数(X)	1.55	1.15	1.31

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信证评总债务统计口径包含公司应付账款、其他应付款和长期应付款中的带息债务部分。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019 年台州循环经济发展有限公司公司债券”的信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定台州循环经济发展有限公司（以下简称“循环经济公司”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了循环经济公司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。中诚信证评肯定了台州市经济实力稳步增长和台州湾循环经济产业集聚区（以下简称“台州湾集聚区”）具备良好的发展潜力，公司资本实力不断夯实、业务可持续性较强和收现情况有所好转等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司部分业务容易受到区域土地出让市场及房地产市场行情的影响，未来面临一定的投资压力和债务规模逐年增长，短期偿债压力较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 台州市经济实力稳步增长，台州湾集聚区具备良好的发展潜力。2015~2017 年，台州市实现地区生产总值 3,558.13 亿元、3,842.81 亿元和 4,388.22 亿元，据可比价格计算，增速分别为 6.5%、7.7%和 8.1%，经济实力稳步增长。同时，台州湾集聚区具有良好的发展潜力，招商引资项目陆续落地，为公司未来发展提供了良好的外部环境。
- 资本实力不断夯实。2016~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 52.71 亿元、55.29 亿元和 102.86 亿元，逐年增长。随着公司经营积累、获得地方政府债券置换资金和台州湾循环经济产业集聚区管理委员会（以下简称“集聚区管委会”）注入资产，公司资本实力不断夯实。
- 业务可持续性较强。公司土地整理业务待整理

分析师

翟贾筠 jyzhai@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年12月17日

土地充足，房地产开发业务储备项目较多，建筑垃圾消纳收入随台州湾集聚区开发建设推进而逐年增长，同时公司正在培育油品销售、劳务派遣、农业种植、养殖及销售和PC构件生产等新业务。总体看，公司业务可持续性较强。

- 收现情况有所好转。2016~2018年公司收现比分别为0.44倍、0.41倍和1.39倍，随公司土地整理等业务回款增加，公司收现情况有所好转。

关注

- 部分业务容易受到区域土地出让市场及房地产市场行情的影响。公司土地整理业务和房地产开发业务集中在台州湾集聚区东部新区，容易受到区域土地出让市场和房地产市场行情影响，未来收入可能有所波动。
- 未来面临一定的投资压力。公司土地整理业务待整理土地较多，房地产开发等业务板块在建及拟建项目较多，尚需投资规模较大，公司未来面临一定的投资压力。
- 债务规模逐年增长，短期偿债压力较大。2016~2018年末，公司总债务分别为44.82亿元、56.12亿元和73.44亿元，债务规模逐年上升。截至2018年末，公司总债务中2019年到期债务为23.83亿元，公司短期偿债压力较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对台州循环经济发展有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

台州循环经济发展有限公司系根据台州市人民政府文件（台政函[2011]43号）《关于同意组建台州循环经济发展有限公司的批复》和中共台州市委办公室台市委办文件（[2011]19号）《台州湾循环经济产业集聚区台州东部新区开发建设体制方案》，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”）、台州市路桥公共资产投资管理有限公司（以下简称“路桥公投”）、台州市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“台州基投”）和台州市滨海建设发展有限公司¹（以下简称“滨海建设”）共同出资组建，成立时注册资本为人民币 34.90 亿元，实收资本为 12.72 亿元，各股东分三次出资。2011 年 7 月，公司实收资本由 12.72 亿元增至 16.20 亿元。2013 年 5 月，公司实收资本由 16.20 亿元增至 34.90 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 34.90 亿元，股东分别为椒江国资、路桥公投、台州基投和滨海建设，上述股东持股比例分别为 34.70%、27.20%、20.00%和 18.10%，公司无控股股东，实际控制人为台州市人民政府。截至 2018 年末，公司下属一级子公司共 6 家。

公司股东中台州基投、椒江国资、路桥公投和滨海建设，分别系台州市人民政府、椒江区人民政府、路桥区人民政府和台州市人民政府派出机构台州经济开发区管委会下属的国资企业，分别负责台州市市级、椒江区、路桥区和台州经济开发区项目的开发建设。

公司系台州湾集聚区东部新区内唯一的国有建设开发运营主体，承担台州市市级重大项目的建设和投资，由台州市人民政府授权其派出机构集聚区管委会对公司进行监督管理。

截至 2018 年末，公司总资产 197.22 亿元，所有者权益合计 102.86 亿元，资产负债率为 47.85%；2018 年公司实现营业总收入 11.20 亿元，净利润 3.64 亿元，经营活动净现金流 6.18 亿元。

募集资金概况

本次债券拟发行总额为 12.00 亿元，期限为 7 年，附第 5 个付息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司有权决定在存续期的第 5 年末调整本期债券后 2 年的票面利率；公司将于第 5 个付息日前 20 个交易日，在中证登和中债登网站上发布关于是否调整票面利率选择权以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。公司将按照债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。

募集资金用途

本次债券拟募集资金总额为 12.00 亿元，其中 2.70 亿元用于台州湾集聚区彩虹无人机项目配套工程（台州湾海洋经济产业园）项目建设，6.50 亿元用于台州东部新区第二中小企业园建设项目，剩余 2.80 亿元用于补充公司营运资金。

表 1：募集资金用途（万元、%）

项目名称	项目总投资	募集资金使用额度	占项目总投资比例
台州湾集聚区彩虹无人机项目配套工程（台州湾海洋经济产业园）项目	61,183.00	27,000.00	44.13
台州东部新区第二中小企业园建设项目	93,000.00	65,000.00	69.89
补充公司营运资金	--	28,000.00	--
合计	154,183.00	120,000.00	--

资料来源：公司提供

台州湾集聚区彩虹无人机项目配套工程（台州湾海洋经济产业园）项目于 2016 年 6 月开始建设，计划建设期为 37 个月，但由于设计调整等原因，

¹ 截至 2018 年末，滨海建设系台州基投的全资子公司。

建设期将有一定的延长,预计将于 2019 年末完工,建设完成后进入运营期。在项目运营期内,该项目将通过生产车间、办公培训及其他用房的租金收入实现项目收益和回报。截至 2018 年末,台州湾集聚区彩虹无人机项目配套工程(台州湾海洋经济产业园)项目总投资为 6.12 亿元,已投资 2.46 亿元。

台州东部新区第二中小企业园建设项目计划从 2018 年 1 月开始,至 2019 年 12 月完成。在项目运营期内,项目的收入包括标准厂房、研发中心、综合服务中心及其他用房的销售收入和租金收入。因设计变更,台州东部新区第二中小企业园建设项目投资进度有所调整,截至 2018 年末,预计总投资金额 9.30 亿元,已投资 0.21 亿元,工程仍在桩基阶段。

区域环境

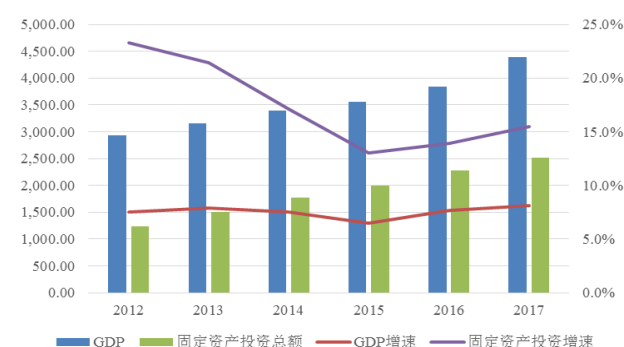
台州市区域概况

台州市地处浙江省沿海中部,东濒东海,南邻温州,西连丽水、金华,北接绍兴、宁波,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。台州市行政区划辖椒江、黄岩、路桥 3 个直属区,临海、温岭、玉环 3 个市和天台、仙居、三门 3 个县。

近年来,台州市扎实推进全市域统筹发展、“三区两市”协同发展、市区融合发展,全面提升城市能级,建设富有台州特色的现代化城市。2015~2017 年,台州市分别实现地区生产总值 3,558.13 亿元、3,842.81 亿元和 4,388.22 亿元,据可比价格计算,增速分别为 6.5%、7.7%和 8.1%,呈持续增长态势。2017 年,台州市完成第一产业增加值 268.26 亿元,同比增长 2.8%;第二产业增加值 1,938.37 亿元,同比增长 9.6%;第三产业增加值 2,181.59 亿元,同比增长 7.5%,三次产业结构从 2015 年的 6.5:44.2:49.3 调整为 2017 年的 6.1:44.2:49.7。同期,台州市工业生产稳中有进,2017 年,实现工业增加值 1,684.41 亿元,按可比价格计算,较上年增长 10.8%。

固定资产投资方面,2015~2017 年,台州市分别完成全社会固定资产投资 1,996.03 亿元、2,272.63 亿元和 2,518.26 亿元,同比增速分别为 13.0%、13.9%和 15.5%,固定资产投资保持较快增长。分产业看,2017 年,第一产业完成投资 19.32 亿元,同比增长 20.9%;第二产业完成投资 915.36 亿元,同比增长 9.3%;第三产业完成投资 1,583.58 亿元,同比增长 19.4%。固定资产投资中,工业性投资 912.65 亿元,同比增长 9.2%;基础设施投资 989.50 亿元,同比增长 33.5%;民间投资 1,511.87 亿元,同比增长 12.3%。

图 1: 2012~2017 年台州市 GDP 和固定投资及增速(亿元)



资料来源: 台州市统计信息网、中诚信证评整理

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 2017 年末,台州市上市公司共计 52 家,包括 24 家中小板上市公司,累计融资总额达到 940.77 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 家城商行的地级市,共有 221 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。

总体上看,台州市以制造业为主的民营经济创新发展,上市企业众多,创新能力强,金融生态环境优越,这些因素使得台州市经济近年来保持了快速增长的态势。

台州湾循环经济产业集聚区概况

台州湾集聚区是浙江海洋经济示范区的重要组成部分，是浙江省重点规划的 15 个产业集聚区之一。台州湾集聚区规划总面积 562.15 平方公里，其中核心区块东部新区面积 61.47 平方公里。台州湾集聚区围绕台州湾形成“一轴一港一核三区”的总体布局：“一轴”即沿海高速和依托沿海高速形成的产业发展轴；“一港”即台州中心港区；“一核”即台州市区东部组团，由椒江分区、路桥分区、开发区分区和台州东部新区组成；“三区”即临海东部、大港湾围垦区、温岭东部三个重点片区。台州湾集聚区现有三个国家级产业基地：国家级化学原料药基地、国家级汽车及零部件出口基地和金属资源再生产业基地，重点培育无人机通用航空、汽车整车为重点的高端装备制造业、新材料、休闲旅游等产业。

台州东部新区是台州湾集聚区的核心区块，该区域由生态新城、休闲游憩地和产业片区三大功能区域组成。东部新区重点培育新材料、休闲旅游业和以航空、高铁、汽车为重点的高端交通装备制造，近年来航天科技彩虹无人机、北航无人机、中车配套产业园、中国联塑台州生产基地、吉奥控股新能源汽车、天赐新材料产业园、南洋科技新材料产业园、台州华强方特文化旅游度假区等一批项目陆续签约落户。东部新区的台州无人机航空小镇已列入浙江省省级第三批特色小镇名单，通用机场增补列入《浙江省“十三五”通用机场发展规划》和浙江省“十三五”重点项目建设规划。截至 2018 年末，台州湾集聚区东部新区当年新签约入园项目 51 个，协议投资额约 210 亿元，其中引进投资 5 亿元以上项目 9 个，20 亿元以上项目 2 个；完成省外回归资金约 43 亿元，协议引进外资超过 1.28 亿美元。2018 年东部新区完成固定资产投资 122 亿元以上，较去年同期增长 129.5%以上；其中重点制造业投资完成 51.38 亿元，较去年同期增长 122.2%；全年实现产值 31.18 亿元。2019 年东部新区预计完成工业总产值 100 亿元，完成全社会固定资产投资 180 亿元。

根据《浙江省委办公厅、省政府办公厅关于加快推进产业集聚区建设的若干意见》（浙委办[2010]74 号）、《浙江省机构编制委员会关于同意设

立台州湾循环经济产业集聚区管理委员会的批复》

（浙编办字[2010]43 号）精神，设置集聚区管委会。集聚区管委会为台州市政府派出机构，具体负责台州湾循环经济产业集聚区规划、建设和管理，未设立金库。收入分配方面，根据《关于建设台州湾循环经济产业集聚区的若干意见》规定，集聚区东部新区产生的地方财政收入省级财政返还部分全部返还至集聚区管委会，市级以下地方财政收入扣除上交省财政及教育费附加等专项后，全额返还；国有土地出让金按《关于进一步明确椒江区、路桥区和台州经济开发区国有建设土地使用权出让收支结算办法的通知》（台政函[2011]55 号）文件中台州经济开发区政策进行结算上缴，并按规定扣除应提取的各项基金后，其余返还，上述返还暂定 10 年优惠期，其中 90%用于基础设施建设。

竞争实力

公司系台州市市属国有企业，业务具有区域专营性。根据台州市人民政府办公室出具的证明文件，公司是根据台市委办[2011]19 号文件精神，成立的市直属国有企业，是台州湾集聚区东部新区内唯一的国有建设开发运营主体，承担台州市级重大项目的建设和投资。台州湾集聚区系浙江省重点规划的 15 个产业集聚区之一，具有良好的发展潜力，随着招商引资项目陆续落地，将为公司的业务发展提供良好的外部环境。

近年来随着经营积累、获得地方政府债券置换资金和集聚区管委会注入资产，公司资本实力不断夯实。2016~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 52.71 亿元、55.29 亿元和 102.86 亿元，逐年增长。同期末，公司未分配利润分别为 2.63 亿元、4.92 亿元和 8.22 亿元，亦不断增加。债务置换方面，2018 年根据《关于同意对台州循环经济发展有限公司增加权益性投入的批复》（台集发[2018]117 号文），公司获得政府债务豁免 26.00 亿元，相应增加权益性投入，计入资本公积。资产注入方面，2018 年根据《关于将农业用地经营权注入台州循环经济发展有限公司的决定》（台集发[2018]115 号文），公司获得集聚区管委会划入 36,384 亩农业用地经营权用于对外经营租赁，按评估价值增加公司资本公积

4.01 亿元。

此外，2016~2018 年公司获得的政府补助分别为 3.32 亿元、3.01 亿元和 2.75 亿元，主要为经营补助，有力充实了公司的利润规模。

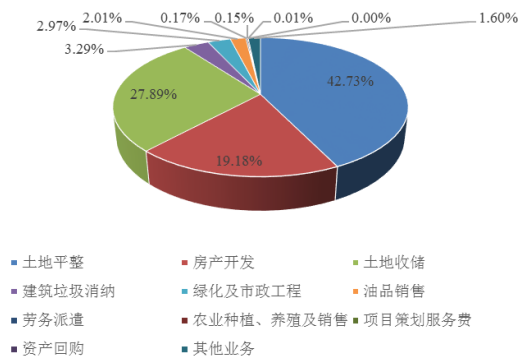
综合来看，公司业务具备区域垄断性，区域经济发展为公司业务发展提供了良好的外部环境；同时，资本实力不断夯实，政府补助充实了利润规模，具有较强的抗风险能力。

业务运营

公司系台州循环经济产业集聚区东部新区内唯一的国有建设开发运营主体，主要业务包括土地整理业务、房地产开发业务、建筑垃圾消纳业务和市政工程建设业务等。2018 年公司实现营业总收入 11.20 亿元，其中土地平整收入 4.79 亿元，房地产开发收入 2.15 亿元，土地收储收入 3.13 亿元；同期，上述业务板块收入占营业总收入的比重分别为 42.73%、19.18%和 27.89%，为公司收入的主要来源。

因用海政策具有时间窗口期，由于产业规划及招商计划调整的需要，2018 年在符合台州市土地储备中心（以下简称“市土储中心”）验收条件后，集聚区管委与公司签订协议，按三方确认的评估价格向公司收储海域使用权，有偿收回曾由公司作为项目主体通过招拍挂形式取得的土地使用权，并由集聚区管委用于台州湾集聚区招商引资项目，故公司当年实现 3.13 亿元的土地收储收入，但该业务不具有持续性。

图 2：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

土地整理业务

公司负责台州湾集聚区东部新区 61.47 平方公里范围内的土地平整项目，公司土地整理业务运营

主体系公司本部。2016~2018 年，公司土地整理收入分别为 8.55 亿元、4.45 亿元和 4.79 亿元，有所波动；同期，土地整理业务毛利率均为 2.34%。

土地整理模式方面，公司投入资金对土地进行前期整理，并于 2012 年与集聚区管委会签订《台州东部新区土地平整结算协议书》，约定结算内容为台州湾集聚区东部新区 61.47 平方公里范围内的土地平整项目，因地块综合效益的需要，区块内的道路、桥梁、绿化、广场、公园、市政管网等基础设施一并纳入土地平整，市级交通性主框架道路除外；结算时间从 2012 年 2 月 20 日至上述全部土地平整结束；平整费用按照预估价 42.64 万元/亩进行结算（公司以集聚区管委会委托第三方测算土地平整预估成本 41.64 万元/亩进行成本结算），以当年签订土地平整年度结算表为准，根据工程进度每三年重新测算调整一次结算价，其中土地平整全部完成年度根据实际平整成本进行决算；每年 12 月前集聚区管委会组织相关部门对公司当年平整的土地进行验收，对符合平整要求的部分，在集聚区管委会完成土地出让手续，取得相应土地出让收入后，签订结算表并结算当年平整费用。根据台集发[2018]118 号文，2018 年结算标准提高至 42.67 万元/亩，公司预估成本调整至 41.67 万元/亩，并对 2016~2017 年的成本及收入进行了追溯调整。

土地整理方面，2016~2018 年，公司土地结算面积分别为 2,004.00 亩、1,044.00 亩和 1,122.00 亩；同期，预估土地整理成本均为 41.67 万元/亩，结算标准均为 42.67 万元/亩；2016 年集聚区管委会未拨付公司现金回款，2017~2018 年拨付的现金回款分别为 1.68 亿元和 5.16 亿元。

截至 2018 年末，东部新区土地整理总投资预计为 358 亿元，已投资 107.03 亿元（含未结算部分投资），已结算面积 4,953.00 亩，剩余可结算土地面积 80,972.36 亩，公司已经收到回款 12.99 亿元，剩余未拨付回款 8.14 亿元，预计将在三年内拨付到位。公司目前主要进行东部新区近期规划 30 平方公里的土地整理工作，用地性质以工业、物流仓储用地为主，同时有部分居住用地、商业服务业设施用地和少量的文化设施用地。

表 2：2016~2018 年公司土地整理业务运营情况

项目名称	2016	2017	2018
土地结算面积（亩）	2,004.00	1,044.00	1,122.00
预估土地整理成本（万元/亩）	41.67	41.67	41.67
结算标准（万元/亩）	42.67	42.67	42.67
土地整理总收入（万元）	85,510.68	44,547.48	47,875.74
结转土地整理总成本（万元）	83,506.68	43,503.48	46,753.74
当年现金流入（万元）	0.00	16,755.50	51,616.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司每年土地整理收入情况主要受公司建设进度、东部新区土地出让情况和集聚区管委会结算进度的影响。2019~2021 年，集聚区管委会计划对外出让土地面积分别为 1,330 亩、1,560 亩和 1,800 亩，预计公司可以实现土地整理收入 7.15 亿元、8.84 亿元和 9.81 亿元。

表 3：截至 2018 年末集聚区管委会未来土地出让计划

项目名称	2019	2020	2021
计划对外出让土地面积（亩）	1,330	1,560	1,800
预计土地出让价格（万元/亩）	128	135	138
预计实现土地出让金总额（亿元）	17.02	21.06	24.84
预计管委会获得土地出让金返还（亿元）	11.91	14.74	16.35
预计当年公司土地整理收入（亿元）	7.15	8.84	9.81

注：公司各期预计土地整理收入与当期集聚区管委会出让面积不存在绝对对应关系，有可能会结算以往投入的成本并确认收入。

资料来源：公司提供

总体来看，公司业务范围及结算方式明确，待整理土地较为充足，业务具备较强的可持续性。同时，中诚信证评也关注到公司该项业务利润空间较小，部分业务款项尚未到位，未来可能面临一定的投资压力，同时受开发建设进度、东部新区土地出让情况和集聚区管委会结算进度的影响较大。

房地产开发业务

公司房地产开发业务由全资子公司台州东盛建设投资有限公司（以下简称“东盛建投”）负责运营。东盛建投具有房地产开发三级资质，主要开发东部新区商业和住宅房地产项目、邻里中心项目、集聚区标准厂房及配套工程项目。公司房地产开发业务为商业地产开发，运作模式为通过台州市招拍挂流程获取待开发土地，在履行必要的审批程序后开工建设，在获得预售许可证后与购房者签订商品房买卖合同，实现商品房的交付，同时确认收入。

公司 2016 年未实现房产开发收入，2017~2018 年房产开发收入分别为 4.57 亿元和 2.15 亿元；同期，毛利率分别为 0.75%和 12.22%。2016 年公司无房地产开发项目交付，故当年无房产开发收入；2017 年公司房产开发收入全部来自月湖雅苑一期项目，毛利率较低，仅为 0.75%，主要系月湖雅苑一期项目为台州湾集聚区首个开盘楼盘，采用低价销售的市场营销策略所致，月湖雅苑二期已经开始调高价格，预计毛利率将有所提高；2018 年公司房产开发收入中月湖雅苑一期项目收入 0.32 亿元，中德产业园标准房一期项目收入 0.60 亿元，中德产业园标准房二期项目收入 1.23 亿元，当期毛利率回升主要系中德产业园标准厂房项目毛利率较高。

截至 2018 年末，公司主要完工项目包括月湖雅苑一期、中德产业园标准厂房一期和二期项目，已投资 7.13 亿元，已经确认收入 6.73 亿元，已回笼资金为 6.95 亿元，去化程度较好。同期末，公司主要在建房地产项目包括月湖雅苑二期、东盛学海府（邻里中心三期）和望湖豪庭等，计划总投资 49.85 亿元，已投资 7.24 亿元。公司项目储备较为充足，同时未来面临一定的投资压力。

公司主要房地产项目中月湖雅苑一至二期项目、东盛学海府、东盛汇贤府和望湖豪庭等项目系学区房，物业类型包括住宅、商铺、写字楼和地下车位。中德产业园系标准厂房项目，主要服务对象为入驻东部新区的企业，中德产业园实施租售并举的政策，出租企业入驻当年起三年内，满足入园标准后，可购买标准厂房。台州东部新区第二中小企业园建设项目业主为公司本部，由东盛建投代建，建设内容主要包括标准厂房、研发中心、综合服务中心、宿舍及道路、绿化、环保等配套工程。

截至 2018 年末，公司房地产开发项目土地储

备为 135 亩，位于聚海大道东侧及鲍浦大道南侧，总成本为 3.27 亿元，为居住用地、商业用地及商务用地，待 2019 年 4 月土地款及相关税费缴纳完毕，办理土地权证，开发计划暂未确定。

此外，公司自持部分工业地产用于出租，截至

2018 年末，公司自持物业可出租面积 10.24 万平方米，已出租面积 7.49 万平方米，平均出租率 73.14%，出租情况良好。但目前公司租金收入规模较小，2016 年无租金收入，2017~2018 年分别为 0.03 亿元和 0.18 亿元，计入其他业务收入。

表 4：截至 2018 年末公司主要房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目进度	项目名称	类型	开工时间	资金来源	总投资	已投资	已确认收入	已回笼资金	总可售面积	累计销售面积
完工	月湖雅苑一期	商住	2013.06	自筹、贷款	6.20	4.75	4.90	4.97	9.76	9.53
	中德产业园标准厂房一期	工业	2016.01	自筹、贷款	1.35	0.92	0.60	0.63	4.69	2.13
	中德产业园标准厂房二期	工业	2016.09	自筹、贷款	2.50	1.46	1.23	1.35	10.63	4.30
小计	--	--	--	--	10.05	7.13	6.73	6.95	25.08	15.96
在建	月湖雅苑二期	商住	2016.12	自筹、贷款	6.00	3.64	0.00	6.38	9.65	9.05
	东盛学海府（邻里中心三期）	商住	2018.11	自筹、贷款	4.00	0.81	0.00	0.00	5.49	0.00
	东盛汇贤府	商住	2018.11	自筹、贷款	4.20	0.67	0.00	0.00	6.13	0.00
	中德产业园标准厂房三期	工业	2018.01	自筹、贷款	1.35	0.27	0.00	0.00	5.00	0.00
	台州东部新区第二中小企业园建设项目	工业	2018.01	自筹、贷款	9.30	0.21	0.00	0.00	31.87	0.00
	望湖豪庭	商住	2019.05	自筹、贷款	25.00	1.64	0.00	0.00	31.60	0.00
小计	--	--	--	--	49.85	7.24	0.00	6.38	89.74	9.05
合计	--	--	--	--	59.90	14.37	6.73	13.33	114.82	25.01

注：1、表内已投资、已确认收入和已回笼资金等数据与财务支出口径一致；2、除月湖雅苑一期已确认收入、已回笼资金、总可售面积和已售面积等包括车位外，其他项目上述数据不含车位；3、由于公司部分工业地产租售并举，表内总可售面积包括可出租面积；4、总投资为预估情况，已投资为实际支付的金额，由于上述三个项目工程结算暂未完成，故总投资和已投资有差异；5、上表主要反映待售房地产开发项目，故物业项目未在此表反映。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2018 年末公司主要自持物业情况（万平方米、%、元/天/平方米）

项目名称	总建筑面积	已出售面积	可出租面积	已出租面积	出租率	租金标准
中德产业园标准厂房（一、二期）	15.29	6.42	8.87	6.44	72.60	0.73
C-1 厂房	0.81	0.00	0.81	0.81	100.00	0.50
C-3 厂房	0.56	0.00	0.56	0.24	42.86	0.83
合计/平均	16.66	6.42	10.24	7.49	73.14	--

注：1、总建筑面积=已出售面积+可出租面积，其中可出租面积为合计可以出租的面积包括已出租面积和未出租面积；2、表内中德产业园（一、二期）已出售面积和表 4 中一二期已出售面积之和差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司房地产开发业务储备项目较多，可持续性较强。同时，公司房地产开发项目集中在东部新区，容易受到区域房地产市场行情和产业发展情况的影响，未来收入或将有所波动。

建筑垃圾消纳业务

公司建筑垃圾消纳业务由全资子公司台州东达资源利用有限公司（以下简称“东达资源”）负责

运营。2016~2018 年公司建筑垃圾消纳收入分别为 0.12 亿元、0.20 亿元和 0.37 亿元，逐年增长，主要系台州市区及周边县市、集聚区建设工程的推进和环保监管要求提高所致；同期，毛利率分别为 65.68%、77.85%和 76.38%，处于较高水平。

东达资源具有台州市城市建筑垃圾消纳服务资格。公司建筑垃圾消纳业务为市场化运作业务，客户分布在椒江区、黄岩区、路桥区、温岭市及东

部新区。其业务模式为公司通过公开招标方式确定有消纳服务资质的合作方，并与合作方、弃土方共同签订建筑垃圾消纳三方合同，确定合同方量、消纳费分成比例等。根据建筑垃圾实际进场进度向弃土方（业主或施工方或运输方）开具发票并确认收入。项目工程完工后，以第三方出具的审计报告确认实际方量，如实际进场超出合同方量，超出部分签订补充合同，未超出，按合同方量开票结账。

截至 2018 年末，公司建筑垃圾消纳业务在手合同金额合计 693.33 万元，每立方米单价 11 元。

总体来看，随东部新区开发建设推进，公司建筑垃圾消纳业务规模逐渐扩大，且毛利率处于较高水平，但整体收入规模仍较小，对利润贡献有限。

市政基础设施建设

公司的市政基础设施建设业务由下属子公司台州东发建设投资有限公司（以下简称“东发建投”）和东达资源负责开发运营。东发建投具有绿化造林施工丙级（三级）、绿化造林设计设计丙级（三级）、建设业企业（市政公用工程施工总承包叁级、城市及道路照明工程专业承包叁级）等资质；东达资源主要从事围海造田业务。

2016~2018 年，公司绿化及市政工程收入分别为 0.95 亿元、0.97 亿元和 0.33 亿元，其中 2018 年收入下降主要系东达资源三山涂一期围海造田项目于 2018 年完工，而三山涂二期项目暂未启动；同期，毛利率分别为 3.35%、1.97%和 16.64%，毛利率变动主要系 2016~2017 年收入以围海造田工程为主，2018 年收入以毛利率较高的园林绿化和养护工程为主。

公司的市政基础设施建设业务主要为园林绿化和市政工程，项目涉及区域包括东部新区、临海市、椒江区和大陈岛等，实行完全市场化的运作，其业务模式为通过市场招投标或委托方式取得施工项目，与业主单位签订施工合同，由业主单位及其指定的监理公司负责监管，完工后由业主方组织项目验收。公司按合同约定时间上报完成的工程量和产生的施工费用，根据业主单位和监理方审核的报告收取，并按进度确认收入。项目工程完工后，以第三方出具的审计报告确认工程量，据实结算。

截至 2018 年末，公司在建基础设施建设项目

总投资 2.04 亿元，已投资 0.25 亿元，主要系三山涂二期和大陈岛两岸乡情文化公园建设项目（一期）等项目，业主单位为台州市椒江旅游集团有限公司和台州市国土资源局等。

总体来看，公司市政基础设施建设业务市场化程度较高，各期收入和毛利率随项目情况而有所波动。

其他业务

除上述业务外，公司还开展油品销售，劳务派遣，农业种植、养殖及销售，项目策划服务等业务，但目前业务规模较小，尚处于培育中，随着集聚区社会经济的发展，将逐步得到发展。

此外，子公司东发建投于 2017 年 9 月全资成立台州东部建材科技有限公司（以下简称“东部建材”），拟开展建筑工业化业务。2018 年 7 月，东发建投将持有的东部建材 57.50%股权对外转让，浙江省建材集团有限公司、台州市建设咨询有限公司（以下简称“台州咨询”）和台州市地下综合管廊投资建设有限公司增资入股东部建材，同时东部建材通过协议获得台州咨询持有的 10%股东表决权。截至 2018 年末，东部建材注册资金 1.20 亿元，东发建投持股 42.50%，合计表决权比例 52.50%。东部建材的建筑工业化基地占地面积 249.45 亩，项目总投资 6.39 亿元，于 2018 年 2 月开工建设，2018 年 12 月底一期工程投入试生产，预计 2019 年 6 月全部建成投产，预计建成后形成年产 18 万方建筑 PC 构件、30 万方商品混凝土及 150 万米预应力管桩的生产能力，将助推台州市绿色建筑的发展，实现良好的社会效益。

公司投资建设的台州招商服务中心（万枫酒店），立项总投资额 1.92 亿元，是台州市首个采用“EPC+PC+BIM”创新组合模式的经营性项目，以国际五星精选酒店为定位，集“商务、会议、餐饮、住宿”四大功能为一体，截至 2018 年末实际已投资 1.11 亿元，项目已于 2019 年 1 月竣工，将于 2019 年 4 月正式投入运营。

总体来看，公司其他业务种类较多，目前大部分处于培育中，对公司收入和利润贡献较小，预计随着集聚区社会经济的发展，将逐步得到发展。

战略规划

公司将在台州市委市政府、集聚区管委会的领导下，将自身打造成为城市建设运营商和服务商，紧紧围绕公司“抓平台、抓产业、抓融资、抓队伍”的四抓目标，以企业效益优先，全产业链布局发展，开拓公司经营产业，进一步提升公司的实力。

一、做大做强主营业务、实行全产业链发展。第一，公司将进一步巩固土地平整、市政绿化施工养护、园区运营、城市照明、城市环卫等传统业务，加快实现建材混凝土、沥青混凝土等建材产品覆盖，调整物流运输业务，进一步服务建筑工业化基地 12 万方 PC 构件及周边管桩产品运输，形成产、运、销一体化运营模式。第二，公司将加快实现码头运营规范化管理，积极寻求渣土消纳扩容提效，探索以渣土为主要原料，生产新型建筑材料为主的垃圾循环利用基地。第三，公司会继续拓展聚海加油站经营思路，加快白金路加油站建设计划、聚英综合服务站规划工作，深入开展与国内大型石油公司合作，提升油品销售业务。

二、加快推进房地产业务，向城市运营商转型。首先，公司将积极开拓合作渠道，同国内 20 强国有房企或实力强大的民企合作开发高品质楼盘，利用三年时间开发具有特色、一定规模的城市综合体，为台州湾集聚区的产城融合提供强有力的硬件支撑。同时，公司将依托房地产开发这一核心，积极布局房开“三翼”，引进战略合作方，拟成立物业公司、城市家居运营公司（含广告公司）、资产租赁管理公司，计划通过三年时间，逐步向城市运营商方向转变，成立台州湾集聚区数字运营平台，为全面融入“数字浙江”战略，深入实施数字经济“211”培育工程奠定坚实基础。

三、大力打造通航产业。公司将以通航机场和通航产业园建设为有效抓手，发挥通航特色职能，引进各类通航产业项目，规划建设通航特色小镇，促进通航业务发展。

四、加快推进文旅项目发展，助力集聚区人气吸引。公司将加快方特动漫主题园项目的工程进度，争取两年内建成园区并对外营业，以大型主题公园的影响力推动台州湾集聚区人气集聚。同时，公司将继续推进农业观光旅游业务的开拓，与知名农业

观光企业合作，行成农业种植、农业观光、畜牧养殖并行的旅游发展模式。

五、加大公司资产管理力度，增加公司资产营收。第一，公司将做好人才公寓的宿舍出租、商铺出租及工程质量整改。第二，公司将做好沧海商务中心整体布局的转换、工程质量的维修。第三，公司将做好万枫酒店开业前期相关工作和开业后运营计划。

六、健全运行管理体制、加强人才队伍建设。公司始终坚持“效益优先”的原则，根据公司的发展规划布局，系统规划公司制度建设，不断健全公司各项规章制度，确保公司管理有章可循。并且，公司会进一步完善用人制度，做好高端人才储备，完善薪酬体系，为项目推进和公司发展提供充足的人才队伍。

总体来看，公司战略规划与台州湾集聚区的发展紧密结合，明确了自身发展目标和实施方式，对公司未来业务发展具有一定的指导意义，有利于提升公司在市场环境下的综合竞争力。

公司治理和管理

产权结构

截至 2018 年末，公司实收资本为 34.90 亿元，股东分别为椒江国资、路桥公投、台州基投和滨海建设，上述股东持股比例分别为 34.70%、27.20%、20.00%和 18.10%，公司无控股股东，实际控制人为台州市人民政府。截至 2018 年末，公司纳入合并报表的一级子公司共 6 家。

法人治理结构

公司自设立以来，建立了符合《公司法》及其他法律法规要求的规范化的治理结构。根据公司章程，公司股东会由全体股东组成，系公司的权力机构，并依法行使股东会职权。

公司设董事会，董事会成员 9 人，其中非职工代表 8 人，经股东会选举产生；职工代表 1 人，由职工代表大会民主选举产生。公司设董事长 1 人，由董事会选举产生，任期不得超过董事任期，可连选连任。董事每届任期三年，任期届满可连选连任。公司董事会行使召集股东会会议并向股东会报告

工作等职权。

公司设监事会，其成员 5 人，其中非职工代表 3 人，由股东会选举产生；职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。公司监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司监事任期每届 3 年，监事任期届满，可以连选连任。公司的董事和高级管理人员不得兼任监事。公司监事会对股东会负责，依法行使检查公司财务等职权。

公司设经理，由董事会聘任或解雇，经理对董事会负责，依法行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。公司的法定代表人由经理担任。

管理水平

公司合理设置了内部管理机构，下设综合部、财务部、工程部、招商部、资产管理部和人力资源部，并明确划分各部门职责。同时，公司根据工作需要制定了内部控制制度，内容包括财务管理制度、安全生产管理制度、物资采购和领用登记管理方法、销售管理制度、投资管理方法、对外融资管理办法和对外担保管理办法。

财务管理方面，公司严格按照《会计法》和《企业会计准则》及相关法规制度，制定了财务管理制度，并严格按照制度的规定予以执行。公司的财务管理制度明确了预算管理制度、流动资产管理制度、长期资产管理制度、收入管理制度、成本费用管理制度、利润及利润分配管理制度、会计电算化制度、财务报告分析制度及内部牵制制度，进一步完善加强了财务管理的作用。

投资管理方面，公司根据相关法律、法规、规章的规定制定了公司投资管理办法，明确公司董事会是投资行为的决策主体，公司设立投资审核委员会提供决策建议。公司财务部等部门依据公司发展战略和规划，编制公司及所属控股企业年度投资计划，定期完成投资计划编制，经审核委员会审核、董事会批准后，报送集聚区管委会。

融资管理方面，为维护公司整体利益，公司根据相关法律法规，结合实际情况，制定了对外融资管理办法。公司融资工作由公司统一管理，公司财务部按照公司章程规定，在授权范围内负责具体实施，各单位、各部门负责配合做好融资和管理工作。

财务部每年根据公司经营发展需要和上年资金结余情况，提出融资计划及还款计划，报董事会和公司党委会审议，经批准后列入公司全面预算管理。除上述融资决策审批程序，公司对外融资管理方法还明确规定了公司日常的融资风险管理。

总体上，公司在财务、投资、融资及日常经营管理方面已建立起必要的规章制度，可为其业务运营和发展提供必要的制度保障。

财务分析

以下分析基于公司提供经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告。各年度报表均按照新会计准则编制。

资本结构

随着公司承接城市开发建设和经营性项目规模的不断扩大，公司总资产规模实现稳步增长，2016~2018 年末，公司资产总额分别为 125.68 亿元、142.82 亿元和 197.22 亿元；其中，2018 年末，公司总资产同比增长 38.09%。

流动资产是公司总资产的主要组成部分，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 114.38 亿元、128.39 亿元和 167.60 亿元，占总资产的比重分别为 91.01%、89.89% 和 84.98%。流动资产中主要以存货，其他应收款、货币资金和应收账款为主，截至 2018 年末，上述科目占流动资产的比重分别为 67.33%、15.94%、8.52% 和 7.37%。2016~2018 年末，公司存货分别为 85.79 亿元、94.95 亿元和 112.85 亿元，随公司业务逐步扩张，土地整理业务和房地产开发业务项目投入增加而逐年增长；其中，2018 年末同比增长 18.86%，主要系土地平整项目开发成本增加所致。截至 2018 年末，公司存货占总资产比重为 57.22%，其中开发成本、收储土地和开发产品分别为 96.69 亿元、14.85 亿元和 1.06 亿元，其中开发成本主要系土地平整项目和在建房地产开发项目，收储土地主要系公司持有的土地使用权，因预留发展空间，暂未开发项目，开发产品主要系完工的房地产开发项目。2016~2018 年末，公司其他应收款逐年大幅增加，分别为 12.37 亿元、17.44

亿元和 26.72 亿元，主要应收对象为集聚区管委会、浙江省台州经济开发区管理委员会和台州市财政局等，账龄以 1 年以内和 1~2 年为主。2017 年末，其他应收款同比增长 40.98%，主要系与集聚区管委会往来应收款增加所致；2018 年末其他应收款同比增长 53.25%，主要系 2018 年新增应收集聚区管委会 5 宗海域使用权收储款合计 14.02 亿元所致。截至 2018 年末，公司其他应收款前五名余额合计 26.45 亿元，占其他应收款的 98.99%，其他应收款集中度较高。2016~2018 年末，公司货币资金分别为 9.44 亿元、6.00 亿元和 14.28 亿元，呈波动趋势；2017 年末，货币资金同比减少 36.48%，主要系公司归还到期银行借款所致；2018 年末较上年末增长 138.16%，主要系公司为满足业务发展需要，取得银行借款增加所致。截至 2018 年末，公司货币资金中其他货币资金 1.16 亿元为使用受限的保证金，其中银行承兑汇票保证金为 1.10 亿元、购房客户担保保证金为 0.06 亿元。公司应收账款主要为土地平整业务工程施工形成的应收款，2016~2018 年末分别为 6.42 亿元、9.51 亿元和 12.36 亿元，呈逐年增加趋势，主要系公司土地整理业务规模扩大，公司应收账款随之增长。2018 年末，公司应收集聚区管委会土地平整款 11.94 亿元，账龄以 1 年以内为主。

表 6：截至 2018 年末公司其他应收款前五名

单位名称	余额(亿元)	占比 (%)
台州湾循环经济产业集聚区管理委员会	21.31	79.76
浙江省台州经济开发区管理委员会	2.01	7.51
台州市财政局	1.53	5.74
台州市椒江区人民政府	0.80	2.99
台州市路桥区人民政府	0.80	2.99
合计	26.45	98.99

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司的非流动资产主要为无形资产、投资性房地产、其他非流动资产、在建工程和可供出售金融资产。2016~2018 年末，公司无形资产分别为 2.46 亿元、2.62 亿元和 7.27 亿元；其中，2018 年末无形资产较上年末增加 4.66 亿元，主要系获得集聚区管委会划入 36,384 亩农业用地经营权所致。同期末，公司投资性房地产分别为 0.73 亿元、0.95 亿元和 6.33 亿元；其中 2018 年末较上年末增加了 5.38 亿

元，主要来自部分公司本部的房屋及建筑物和完工的房地产开发项目转为出租使用，以及台州湾集聚区人才公寓和月湖培训中心 1 期等在建工程完工转入。在建工程方面，2016~2018 年末分别为 0.35 亿元、1.17 亿元和 4.52 亿元；2018 年末，公司在建工程同比增加 3.35 亿元，主要系公司在建的建筑工业化基地（EPC 工程）和台州湾招商服务中心建设项目投入增加所致。同期末，公司可供出售金融资产分别为 3.34 亿元、3.38 亿元和 3.48 亿元，规模较为稳定。截至 2018 年末，公司持有浙江台州市沿海开发投资有限公司 2.68% 股权，账面价值为 3.04 亿元，持有台州市朱溪水库开发有限公司 2.50% 股权，账面价值为 0.21 亿元。

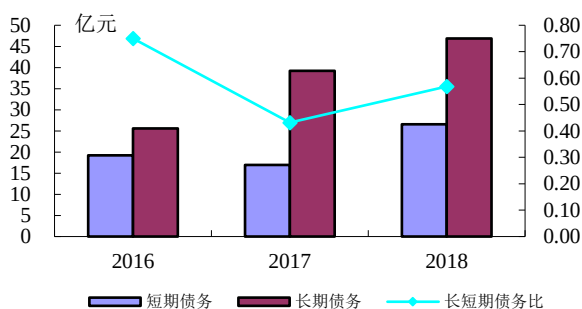
2016~2018 年末，公司总负债分别为 72.98 亿元、87.53 亿元和 94.36 亿元，呈逐年增长趋势，其中流动负债占比分别为 35.59%、25.84% 和 48.82%。公司的流动负债主要由应付账款、短期借款、其他应付款和预收款项构成。2016~2018 年末，公司应付账款分别为 1.47 亿元、3.84 亿元和 15.15 亿元；其中 2018 年末应付账款较上年末增加 11.31 亿元，主要系公司加大对建筑工业化基地（EPC 工程）和台州招商服务中心的投入建设，使得应付施工单位的工程款增加。2016~2018 年末，公司短期借款分别为 1.80 亿元、3.90 亿元和 8.40 亿元，公司短期借款规模呈增长趋势，主要系随着业务逐步开展，公司融资需求增加，公司通过增加抵押借款和质押与保证借款补充营运资金所致。2016~2018 年末，公司其他应付款分别为 12.43 亿元、10.07 亿元和 7.86 亿元，呈现逐年下降趋势，主要系公司间往来款项；同期末，公司其他应付款中的有息借款分别为 11.77 亿元、9.58 亿元和 7.15 亿元，有息借款均来自台州基投，利率为 6.53%。2016~2018 年末，公司预收款项分别为 4.42 亿元、1.00 亿元和 7.60 亿元，主要来源于预收售房款；2018 年增加较多主要系月湖雅苑二期开盘后预收 7.05 亿元的房款所致，公司预收款项与房产销售情况密切相关。

公司的非流动负债主要由长期借款构成。公司通过信用借款和保证借款为主的多种借款方式获得长期借款融资，2016~2018 年末，公司长期借款分别为 24.41 亿元、38.00 亿元和 45.65 亿元，呈现上升趋势，主要系公司为满足业务发展和调整

债务结构以缓解短期偿债压力，增加长期贷款融资所致。

有息债务方面，2016~2018 年末，公司总债务分别为 44.82 亿元、56.12 亿元和 73.44 亿元，债务规模逐年上升。从债务结构来看，2016~2018 年末，公司长短期债务比分别为 0.75 倍、0.43 倍和 0.57 倍，公司以长期债务为主的债务结构与公司从事土地整理开发及房地产开发业务周期较长的业务性质较为匹配。同期末，公司资产负债率分别为 58.07%、61.29%和 47.85%，总资本化比率分别为 45.96%、50.37%和 41.66%，公司整体债务负担尚可，资本结构趋于稳健。

图 3：2016~2018 年末公司债务结构分析

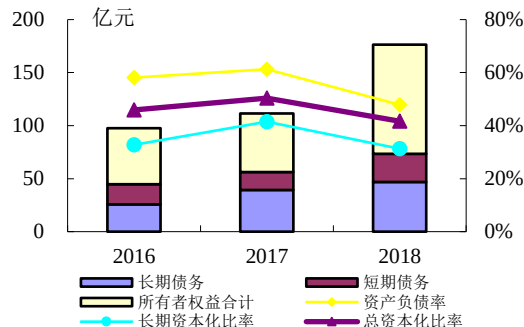


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要系实收资本、资本公积及未分配利润。2016~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 52.71 亿元、55.29 亿元和 102.86 亿元，同期末，公司实收资本均为 34.90 亿元。2016~2018 年末，公司资本公积分别为 14.85 亿元、14.85 亿元和 58.03 亿元，2018 年末资本公积同比增加 43.18 亿元，增幅较大，主要系集聚区管委会划入农业用地经营权增加资本公积 4.01 亿元，公司获得政府债务豁免 26.00 亿元²，相应增加资本公积，以及市土储中心收储公司持有的五宗海域使用权，收储价与公司原实际支付的海域使用金差价增加资本公积 13.13 亿元所致。2016~2018 年末，公司未分配利润分别为 2.63 亿元、4.92 亿元和 8.22 亿元，随公司经营开展而逐年积累。此外，2016~2017 年末，公司无少数股东权益；2018 年末公司新增少数股东权益 0.74 亿元。综合来看，公司

资本实力逐年增强。

图 4：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司业务规模的扩大及项目的持续推进，公司资产规模迅速增长，受益于权益规模的增长公司资本结构趋于稳健，但资产中存货所占比例较大，公司整体资产流动性及资产质量一般。

盈利能力

2016~2018 年，公司分别实现营业总收入 10.22 亿元、10.24 亿元和 11.20 亿元。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于土地平整和房产开发业务，同期土地整理业务分别实现收入 8.55 亿元、4.45 亿元和 4.79 亿元；其中 2017 年同比减少 47.90%，主要系当年土地整理结算面积减少所致。房地产开发业务方面，2016 年公司无房地产开发项目交付，故当年无收入；2017~2018 年，公司分别实现 4.57 亿元和 2.15 亿元，收入主要来自月湖雅苑一期和中德产业园标准房二期项目，收入情况与项目周期相关。此外，2018 年公司实现土地收储收入 3.13 亿元，系市土储中心和集聚区管委会向公司收储海域使用权所致，不具有可持续性。2016~2018 年，公司建筑垃圾消纳业务收入逐年增加，2018 年实现收入 0.37 亿元。2018 年公司绿化及市政工程板块收入同比减少 0.64 亿元至 0.33 亿元，主要系围海造田项目完工；同期实现油品销售收入同比增加 0.21 亿元至 0.23 亿元。此外，2016 年公司实现资产回购收入 0.59 亿元，系集聚区管委会向公司回购资产，非经常性收入。

毛利率方面，2016~2018 年，公司营业毛利率分别为 2.73%、2.80%和 18.47%，呈上升趋势；2018 年营业毛利率较 2017 年增加了 15.67 个百分点，主要系 2018 年确认收入的中德产业园标准房项目毛

² 地方政府债务豁免部分以拨入地方政府债券资金的形式，形成公司的现金流入，部分以直接置换公司债务的形式，不形成现金流入。

利率较高及新增土地收储业务毛利率较高所致。此外，近年来公司土地整理毛利率稳定在 2.34%。公

司其他板块业务尚处于培育期，毛利率水平较为波动，对公司利润贡献有限。

表 7：2016~2018 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目名称	营业收入（亿元）			毛利率(%)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
土地平整	8.55	4.45	4.79	2.34	2.34	2.34
房产开发	0.00	4.57	2.15	--	0.75	12.22
土地收储	0.00	0.00	3.13	--	--	40.49
建筑垃圾消纳	0.12	0.20	0.37	65.68	77.85	76.38
绿化及市政工程	0.95	0.97	0.33	3.35	1.97	16.64
油品销售	0.00	0.02	0.23	--	23.25	18.12
劳务派遣	0.00	0.001	0.02	--	31.96	39.79
农业种植、养殖及销售	0.004	0.005	0.02	-385.65	-285.48	23.93
项目策划服务费	0.00	0.00	0.002	--	--	69.97
资产回购	0.59	0.00	0.00	0.00	--	--
其他业务	0.001	0.02	0.18	-1,218.09	-79.52	21.70
合计/综合	10.22	10.24	11.20	2.73	2.80	18.47

注：1、部分年份营业总收入合计数与审计报告的差异系四舍五入造成；2、2016 年资产回购收入按政府审核价格确认收入和成本，故毛利率为 0。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司的三费逐年增长，2016~2018 年，公司三费支出合计分别为 0.42 亿元、0.51 亿元和 0.73 亿元，三费收入占比分别为 4.09%、4.96%和 6.56%，占比较低，但由于 2016~2017 年公司营业毛利率较低，当期三费收入占比超过毛利率水平。从三费构成来看，因公司下属子公司较多，管理费用规模在三费中占比最大；公司将较多利息支出资本化计入项目建设成本，加之有少部分利息收入，利息收入大于费用化利息支出，使得财务费用为负。此外，公司销售费用亦维持在较低水平。整体来看，公司费用控制能力较强。

表 8：2016~2018 年公司三费分析

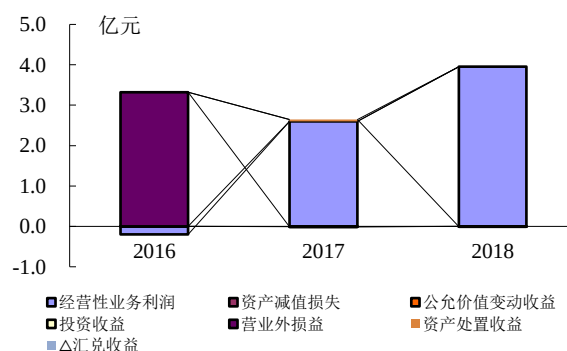
项目名称	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	0.07	0.04	0.09
管理费用（亿元）	0.37	0.51	0.65
财务费用（亿元）	-0.02	-0.04	-0.01
三费合计（亿元）	0.42	0.51	0.73
营业总收入（亿元）	10.22	10.24	11.20
三费收入占比（%）	4.09	4.96	6.56

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016~2018 年，公司利润总额分别为 3.12 亿元、2.63 亿元和 3.95 亿元，主要依赖于政府补助。2016~2018 年，公司获得的政府补助分别为 3.32 元、3.01 亿元和 2.75 亿元，其中 2016 年，政府补助体现在营业外收入，2017 年会计政策

变更，公司将与企业日常生产经营活动相关的政府补助计入其他收益科目。2016~2018 年，公司经营性业务利润分别为-0.20 亿元、2.60 亿元和 3.95 亿元；2017 年经营性业务利润较上年大幅增长，主要系 2017 年会计政策变更，政府补助收入由营业外收入改计入其他收益所致；2018 年经营性业务利润较 2017 年增加 1.35 亿元，主要系土地收储项目利润、房地产开发业务利润和政府补助。

图 5：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司土地整理业务和房地产开发业务等的发展，公司整体收入尚可，但公司的主营业务受土地出让节奏和房地产市场影响较大，利润对政府补助的依赖程度较高，经营性业务盈利能力的稳定性仍有待观察。

偿债能力

从债务情况来看，2016~2018 年末，公司总债务分别为 44.82 亿元、56.12 亿元和 73.44 亿元，呈持续增长态势，债务负担有所加重。偿债指标方面，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 3.23 亿元、2.82 亿元和 4.32 亿元，有所波动，同期，总债务/EBITDA 分别为 13.89 倍、19.93 倍和 16.99 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 1.55 倍、1.15 倍和 1.31 倍，EBITDA 能对利息进行覆盖，但对总债务的保障能力较弱。2016~2017 年，公司经营活动净现金流为负，不能覆盖债务本息；2018 年，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数分别为 0.08 倍和 1.88 倍，公司经营活动净现金流对利息的覆盖能力有所改善，对总债务的覆盖能力仍然不足。整体看，公司偿债能力仍有待提升。

表 9：2016~2018 年公司偿债能力指标分析

项目名称	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	9.44	6.00	14.28
短期债务（亿元）	19.21	16.92	26.60
长期债务(亿元)	25.61	39.20	46.85
总债务(亿元)	44.82	56.12	73.44
经营活动净现金流(亿元)	-6.79	-13.26	6.18
EBITDA(亿元)	3.23	2.82	4.32
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	-0.24	0.08
总债务/EBITDA(X)	13.89	19.93	16.99
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-3.26	-5.39	1.88
EBITDA 利息保障系数(X)	1.55	1.15	1.31

资料来源：公司财务报告

从债务到期分布来看，截至 2018 年末公司总债务为 73.44 亿元，其中 2019 年和 2021 年为债务到期高峰，到期债务规模分别为 23.83 亿元和 28.93 亿元，公司面临一定的短期偿债压力。中诚信证评将对公司的偿债资金安排和到期债务偿付情况保持关注。

表 10：截至 2018 年末公司债务到期分布情况（亿元）

年份	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
金额	23.83	5.88	28.93	1.20	13.60

注：其他应付款中的带息债务分三年到期，故 2019 年到期债务小于 2018 年末短期债务。

资料来源：公司提供

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额 1.73 亿元，占净资产比重为 1.69%，包括公

司对浙江台州市沿海高速公路有限公司提供的 1.20 亿元担保以及子公司东盛建投对台州市御景塑业有限公司和浙江时进节能环保涂料有限公司等园区入驻企业提供的担保。东盛建投对外担保产生原因主要系中德产业园销售时，东盛建投对入驻企业按揭贷款提供的阶段性保证担保，待房产证办理完毕，担保将自动撤销。

受限资产方面，截至 2018 年末，为获取借款，公司账面价值 8.27 亿元的资产处于抵押状态，主要包括存货、投资性房地产及无形资产等，占期末总资产的比重为 4.19%。

银行授信方面，截至 2018 年末，公司获得的授信总额为 64.41 亿元，未使用授信余额为 19.15 亿元，公司有一定备用流动性。

未来一段时间，台州市经济实力将稳步增长，台州湾集聚区具备良好的发展潜力，为公司未来发展提供了良好的外部环境。同时，公司资本实力不断夯实，业务可持续性较强和收现情况有所好转等因素对公司经营发展的积极作用。此外，中诚信证评也关注到公司部分业务容易受到区域土地出让市场及房地产市场行情的影响，未来面临一定的投资压力和债务规模逐年增长，短期偿债压力较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

结 论

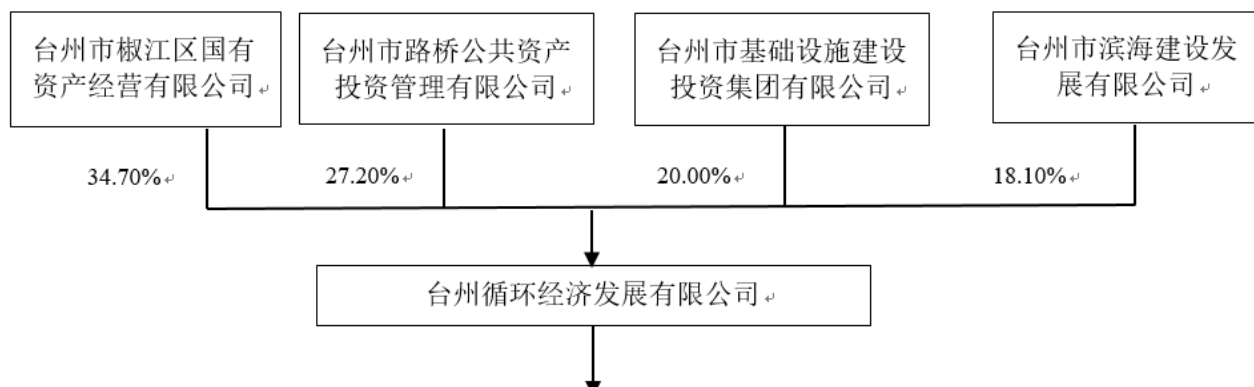
综上，中诚信证评评定台州循环经济发展有限公司的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定“2019 年台州循环经济发展有限公司公司债券”债项的信用等级为 AA⁺。

关于2019年台州循环经济发展有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

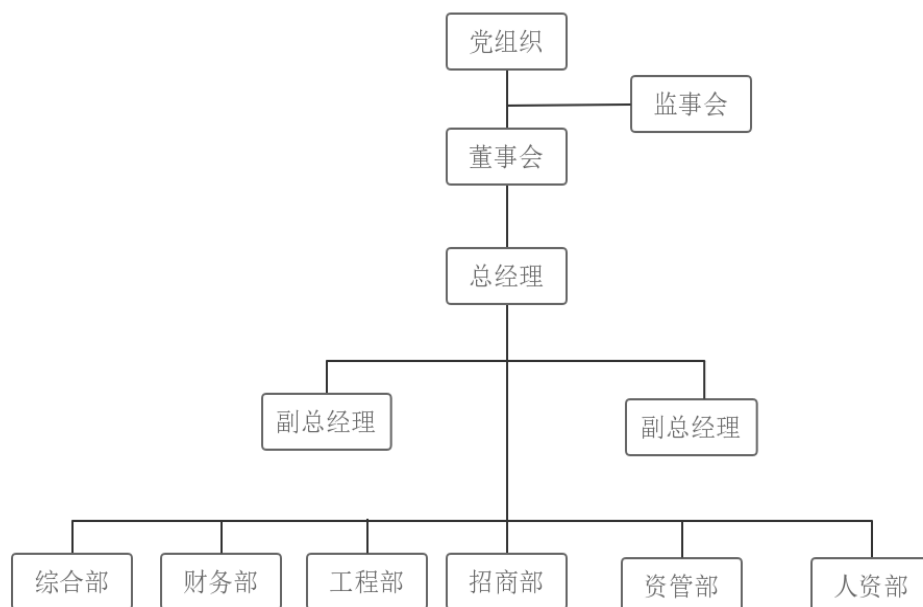
附一：台州循环经济发展有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



序号	公司名称	持股比例（%）
1	台州东发建设投资有限公司	100.00
2	台州东达资源利用有限公司	100.00
3	台州东盛建设投资有限公司	100.00
4	台州东茂观光农业开发有限公司	100.00
5	台州东部投资管理有限公司	100.00
6	台州湾集聚区万枫酒店有限公司	100.00

资料来源：公司提供

附二：台州循环经济发展有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附三：台州循环经济发展有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018
货币资金	94,417.00	59,972.98	142,833.96
应收账款	64,201.46	95,132.01	123,601.46
其他应收款	123,682.17	174,364.69	267,219.65
存货	857,939.81	949,451.44	1,128,475.84
可供出售金融资产	33,400.00	33,750.45	34,800.45
长期股权投资	1,168.53	1,116.24	6,093.41
在建工程	3,462.81	11,658.57	45,184.39
无形资产	24,564.08	26,181.16	72,739.38
总资产	1,256,840.64	1,428,202.06	1,972,163.51
其他应付款	124,326.88	100,713.41	78,604.01
短期债务	192,100.00	169,195.84	265,962.75
长期债务	256,100.00	391,999.00	468,464.38
总债务	448,200.00	561,194.84	734,427.13
总负债	729,788.70	875,334.24	943,589.69
费用化利息支出	59.87	221.90	582.16
资本化利息支出	20,765.63	24,368.98	32,299.56
实收资本	349,000.00	349,000.00	349,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	7,397.40
所有者权益合计	527,051.93	552,867.83	1,028,573.83
营业总收入	102,159.66	102,358.11	112,038.57
经营性业务利润	-2,000.55	25,991.27	39,519.96
投资收益	9.15	-52.29	-22.83
营业外收入	33,253.35	0.62	25.78
净利润	30,960.65	25,815.89	36,379.56
EBIT	31,294.82	26,541.92	40,064.19
EBITDA	32,271.71	28,159.04	43,216.50
销售商品、提供劳务收到的现金	44,599.29	42,321.50	155,527.91
收到其他与经营活动有关的现金	38,015.82	45,048.16	96,437.23
购买商品、接受劳务支付的现金	90,141.99	156,369.95	134,404.25
支付其他与经营活动有关的现金	55,898.20	58,085.05	42,970.60
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	7,500.00
资本支出	24,483.98	20,145.85	62,144.87
经营活动产生现金净流量	-67,871.64	-132,613.08	61,793.92
投资活动产生现金净流量	-42,884.07	-35,396.21	-94,560.86
筹资活动产生现金净流量	136,500.55	131,038.65	108,012.55
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率(%)	2.73	2.80	18.47
三费收入比(%)	4.09	4.96	6.56
应收类款项/总资产(%)	14.95	18.87	19.82
收现比(X)	0.44	0.41	1.39

总资产收益率 (%)	2.49	1.98	2.36
流动比率 (X)	4.40	5.68	3.64
速动比率 (X)	1.10	1.48	1.19
资产负债率 (%)	58.07	61.29	47.85
总资本化比率 (%)	45.96	50.37	41.66
长短期债务比 (X)	0.75	0.43	0.57
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.15	-0.24	0.08
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.35	-0.78	0.23
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-3.26	-5.39	1.88
总债务/EBITDA (X)	13.89	19.93	16.99
EBITDA/短期债务 (X)	0.17	0.17	0.16
货币资金/短期债务 (X)	0.49	0.35	0.54
EBITDA 利息倍数 (X)	1.55	1.15	1.31

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信证评总债务统计口径包含公司应付账款、其他应付款和长期应付款中的带息债务部分。

附四：公司基本财务指标的计算公式

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+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

营业成本合计=营业成本+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

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

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

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/流动负债

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（含少数股东权益））

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。