

2021 年第一期浙江省天台县国有资产经营有限公司公司债券信用评级报告

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

宋 航 hsong@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 3 月 25 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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 [2021]0794D 号

浙江省天台县国有资产经营有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2021年第一期浙江省天台县国有资产经营有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年三月二十五日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
浙江省天台县国有资产经营有限公司	不超过人民币9.50亿元	7年(5+2)	本期债券每年付息一次, 分次还本, 在本期债券存续期的第3年起, 每年分别按债券发行总额20%的比例偿还本金	4.80亿元用于天台县下山移民福溪安置区一期项目, 其余4.70亿元用于补充公司流动资金

评级观点: 中诚信国际评定浙江省天台县国有资产经营有限公司(以下简称“天台国资”或“公司”)主体信用等级为AA, 评级展望为稳定; 评定台州市国有资本运营集团有限公司(以下简称“台州国运”)的主体信用等级为AAA, 评级展望为稳定; 评定“2021年第一期浙江省天台县国有资产经营有限公司公司债券”的债项信用等级为AAA; 该信用等级充分考虑了台州国运提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用; 中诚信国际肯定了良好的区域经济环境、公司战略地位突出、担保方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资本支出压力较大、债务规模上行, 财务杠杆提高、对外担保规模较大和资产流动性较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

天台国资(合并口径)	2017	2018	2019	2020.9
总资产(亿元)	139.44	154.56	176.39	197.20
所有者权益合计(亿元)	57.93	62.15	65.47	67.19
总债务(亿元)	51.73	53.34	62.40	67.55
营业总收入(亿元)	6.33	24.59	26.93	6.14
净利润(亿元)	0.55	1.94	2.21	0.07
EBITDA(亿元)	3.42	5.30	5.08	-
经营活动净现金流(亿元)	-0.68	-3.46	-1.05	-1.31
资产负债率(%)	58.46	59.79	62.88	65.93
台州国运(合并口径)	2017	2018	2019	2020.9
总资产(亿元)	460.08	595.92	668.47	749.10
所有者权益合计(亿元)	222.50	249.52	294.80	320.43
总债务(亿元)	148.36	196.73	204.16	219.44
营业总收入(亿元)	45.24	46.61	57.48	30.61
净利润(亿元)	8.73	3.55	2.56	5.11
EBITDA(亿元)	19.43	16.69	19.51	-
经营活动净现金流(亿元)	-5.28	-25.90	-19.26	-2.78
资产负债率(%)	51.64	58.13	55.90	57.23

注: 中诚信国际根据相关审计报告及财务报表整理。

正面

■ **良好的区域经济环境。** 近年来天台县经济发展态势良好, 2018~2020年, 天台县地区生产总值分别为254.51亿元、291.03亿元和301.70亿元, 增幅分别为7.6%、7.2%和3.6%。良好的经济环境为公司的发展提供了有利的外部条件。

■ **战略地位突出。** 公司是天台县重要的土地开发、基础设施建设和安置房建设主体, 战略地位突出, 在项目来源、资产划拨以及财政补贴等方面可以获得一定的股东支持。

■ **担保方实力较强。** 台州国运作为担保方为本期债券本息的偿付提供了有力支持。台州国运作为台州市国资委直接管理的综合性国有资本运营主体, 承担授权范围内国有资产的经营管理

任务, 战略地位显著。台州国运对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有良好的增信作用。

关注

■ **资本支出压力较大。** 截至2019年末, 公司土地开发、基础设施建设和保障房建设业务在建项目计划总投资234.09亿元, 已投资40.75亿元, 未来尚需投资193.19亿元, 未来面临较大的资金压力。

■ **债务规模上行, 财务杠杆提高。** 2017~2019年末及2020年9月末, 公司总债务规模分别为51.73亿元、53.34亿元、62.40亿元和67.55亿元, 呈现上升态势。公司资产负债率分别为58.46%、59.79%、62.88%和65.93%, 财务杠杆不断提高。

■ **对外担保规模较大。** 截至2020年9月末, 公司对外担保金额41.40亿元, 占净资产的61.61%, 担保对象主要为天台县国有企业。公司对外担保规模较大, 存在一定的或有负债风险。

■ **资产流动性较弱。** 截至2020年9月末, 公司存货113.56亿元, 主要为土地整理、保障房和基建项目开发成本, 变现能力较弱; 同期末, 其他应收款为33.76亿元, 主要系公司与政府部门及其他国有企业的往来款, 对资金形成一定占用。以上两项资产占总资产的74.71%, 公司资产流动性较弱。

评级展望

中诚信国际认为, 浙江省天台县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。** 天台县经济实力显著增强; 公司资本实力显著增强, 盈利大幅增长且具有可持续性, 或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。** 公司业务稳定性或可持续性下降; 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, 再融资环境恶化等。

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)
浙江省天台县国有资产经营有限公司	176.39	65.47	62.88	26.93	2.21	-1.05
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
台州市路桥公共资产投资管理集团有限公司	546.12	196.45	64.03	11.65	1.22	-1.20

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

浙江省天台县国有资产经营有限公司（以下简称“天台国资”或“公司”）前身系天台县交通发展实业有限公司，成立于1995年1月，由天台县人民政府出资组建，公司成立时注册资本为1,100万元人民币。2019年4月，根据中共天台县委办公室、天台县人民政府办公室联合出具的《关于印发《天台县国有企业优化整合转型发展工作方案》的通知》（天台县委办通[2019]22号），公司出资人由天台县人民政府变更为天台县国有资产管理局。2021年1月，公司出资人由天台县国有资产管理局更名为天台县国有资产事务中心。经股权划转及股东方的多次增资，截至2021年3月25日，公司注册资本为30,000万元，已全部到位，天台县国有资产事务中心持有公司100%股权，为公司实际控制人。

公司是天台县重要的国有资产运营主体，承担着天台县基础设施建设、土地开发整理服务、交通运输等项目的投资、融资、运营和管理职能。截至2020年9月末，公司纳入合并范围的子公司共计46家，其中一级子公司7家。

表 1：公司一级子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例
天台县国有土地综合开发有限公司	25,000	100%
浙江省天台国志建设有限公司	15,000	100%
天台县基础设施投资有限公司	15,000	60%
天台县交通集团有限公司	20,000	100%
天台县鸿达投资开发有限公司	5,000	100%
天台县金家塘建设开发有限公司	10,000	100%
天台经济开发区建设有限公司	13,000	100%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行总规模不超过人民币9.50亿元，期限为7年，附设本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第3年起，每年分别按债券发行总额20%的比例偿还本金。本期债券同时附加第5年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券拟募集资金不超过人民币9.50亿元，其中4.80亿元用于天台县下山移民福溪安置区一期项目，其

余4.70亿元用于补充公司流动资金。

天台县下山移民福溪安置区一期项目该项目位于天台县中心城区TFX01单元0803、0804地块，建设内容包括900套保障性住房、配套商业、地下车位、道路及绿化等，建设用地面积约5.21万平方米，建筑面积约15.32万平方米。该项目建设工期为2020年9月-2022年9月，建设期24个月。项目总投资6.96亿元，其中债务融资4.80亿元，项目资本金2.16亿元，截至2020年9月末，资本金已到位0.39亿元，已完成初步设计评审工作及基础施工。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击一疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2021年经济

运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体

运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

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。

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。2018~2020年，台州市分别实现地区生产总值4,874.67亿元、5,134.05亿元和5,262.72亿元，据可比价格计算，增速分别为7.60%、5.10%和2.51%。2020年第一产业增加值294.78亿元，增长2.3%；第二产业增加值2,298.21亿元，增长2.8%；第三产业增加值2,669.73亿元，增长4.1%。2019年台州市三次产业结构为5.5:45.6:48.9。按常住人口计算，2019年全市人均生产总值为83,555元，比上年增长4.8%。

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。2020年，受新冠疫情影响，台州市一般公共预算收入同比减少8.5%。此外，受房地产市场景气度影响，近年来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，2018~2020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）分别为65.95%、56.92%和57.31%，财政自给能力较为一般。

表 2：2018~2020 年台州市财政收支情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	431.18	438.50	401.24
其中：税收收入	376.01	363.70	-
非税收入	55.17	74.80	-
政府性基金预算收入	544.71	840.51	-
国有资本经营收入	2.07	2.29	-
一般公共预算支出	653.75	770.33	700.12
政府性基金支出	572.24	798.55	-

资料来源：台州市财政局，中诚信国际整理

天台县依托良好的旅游资源，推动第三产业良好发展，近年来区域经济实力稳步提升，公共财政预算

收入也保持增长态势，但财政平衡率较低，财政自给能力较弱

天台县，浙江省台州市下辖县，位于浙江省中东部，东连三门县、宁波市宁海县，南邻临海市、仙居县，西接金华市磐安县，北界绍兴市新昌县。县境东西长54.7千米，南北宽33.5千米，面积1,431.66平方千米。天台县旅游资源丰富，连续两年获评中国旅游竞争力百强县、浙江省年度旅游发展十佳县，浙江省非物质文化遗产保护发展指数位居全市第一。

近年来，天台县经济实力稳步增长。2018~2020年，天台县全县地区生产总值分别为254.51亿元、291.03亿元和301.70亿元，增幅分别为7.6%、7.2%和3.6%。2020年，一、二、三产增加值分别为16.63亿元、120.18亿元及164.88亿元，分别增长3.9%、4.5%和2.9%，天台县经济发展主要依赖于第二、三产业。工业经济方面，天台县以纺织业、工艺品制造、汽车制造及医药制造等为主导的工业经济发展态势良好，2020年全县实现工业增加值97.06亿元，同比增长5.3%。第三产业的发展较为依赖于旅游业，依托于天台山旅游风景区，2019年全县共接待游客总数2,105.12万人次，同比增长10.7%，旅游总收入234.72亿元，同比增长12%。

财政收入方面，2018~2020年，天台县公共财政预算收入分别为21.90亿元、22.33亿元和20.40亿元，其中2020年受新冠疫情影响财政收入同比减少8.7%。其中，税收收入占公共财政收入的比重分别为85.57%、83.07%和85.83%，公共财政收入的相对质量较好。2018~2019年，天台县政府性基金预算收入分别为35.34亿元和33.03亿元。政府性基金收入为地方财力带来补充，但近年来收入规模存在一定波动。

财政支出方面，近年来公共财政预算支出增长较快，受此影响，天台县公共财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）不断下降。2020年全县公共财政预算支出53.26亿元，同比减少

12.8%，公共财政平衡率为 32.87%，财政自给能力较弱。2018~2019 年，天台县政府性基金预算支出分别为 34.20 亿元和 28.20 亿元。

表 3：2018~2020 年天台县财政收支情况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
公共财政预算收入	21.90	22.33	20.40
其中：税收收入	18.74	18.55	17.51
政府性基金预算收入	35.34	33.03	-
公共财政预算支出	51.14	61.06	53.26
政府性基金预算支出	34.20	28.20	-
公共财政平衡率	42.82	36.57	32.87

资料来源：天台县人民政府，中诚信国际整理

区域平台情况

天台县投融资建设主体主要有两家，平台职能划分较为明确

天台县国有资产事务中心下属共三家企业，分别为浙江省天台县国有资产经营有限公司、天台县国有资本运营有限公司及天台县国有资产投资管理有限公司，其中天台县国有资产投资管理有限公司已经退出平台运作。目前天台县主要有两个投融资建设主体，浙江省天台县国有资产经营有限公司主要负责台县基础设施、安置房建设、土地整理和公共交通运输等业务；天台县国有资本运营有限公司是天台县主要的国有资本运营平台，业务板块以经营性业务为主。以上两家公司股东均为天台县国有资产事务中心，职能划分较为明确。

表 4：天台县主要平台概况

公司名称	职能定位	控股股东
浙江省天台县国有资产经营有限公司	主要负责天台县基础设施、安置房建设、土地整理和公共交通运输等业务	天台县国有资产事务中心
天台县国有资本运营有限公司	作为天台县主要的国有资本运营平台，业务板块以经营性业务为主，涵盖教育培训服务、房屋销售、粮油销售、道路养护、自来水销售及水电销售等。	天台县国有资产事务中心

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务运营

公司是天台县重要的国有资产运营主体，承担着天台县基础设施建设、土地开发整理服务、交通

运输等项目的投资、融资、运营和管理职能。近年来公司营业收入处于增长态势，2017~2019 年，公司分别实现营业总收入 6.33 亿元、24.59 亿元和 26.93 亿元。其中，土地开发、房产销售和基础设施建设业务是公司营业收入主要来源，2019 年以上业务占营业收入的比重分别为 54.19%、25.02% 和 11.01%，客运服务和建材销售业务为营业收入带来一定的补充。公司其他业务包括培训服务、旅游服务、咨询服务及房屋出租等，2019 年公司其他业务收入 0.31 亿元，收入占比较小。2020 年 1~9 月公司营业收入 6.14 亿元，主要为建材销售及土地一级开发业务收入。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（万元）

收入	2017	2018	2019	2020.1-9
土地一级开发	50,119.05	171,030.30	145,927.31	9,862.49
客运服务	7,820.53	8,724.68	9,713.34	3,662.88
房产销售	1,133.26	56,456.36	67,378.04	3,860.29
建材销售	45.62	7,386.15	13,488.65	38,771.29
基础设施建设	-	-	29,652.21	1,348.30
其他	0.42	0.23	0.31	3,853.07
合计	63,345.88	245,869.51	269,266.54	61,358.32
占比	2017	2018	2019	2020.1-9
土地一级开发	79.12%	69.56%	54.19%	16.07%
客运服务	12.35%	3.55%	3.61%	5.97%
房产销售	1.79%	22.96%	25.02%	6.29%
建材销售	0.07%	3.00%	5.01%	63.19%
基础设施建设	-	-	11.01%	2.20%
其他	0.00%	0.00%	0.00%	6.28%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他收入包括旅游服务、房屋租赁、培训服务、咨询服务等。

资料来源：公司提供

土地一级开发业务是公司营业收入主要来源，该业务在天台县具有一定的专营性，在手项目较多，业务持续性良好，但主要在开发地块尚需投资额较大，未来面临一定的资本支出压力

公司土地开发整理服务业务主要由子公司天台县国有土地综合开发有限公司（以下简称“国土开发公司”）运营，负责天台县全县区域的土地开发整理。公司受天台县土地储备中心委托，对天台县

规划出让的土地进行开发整理，该业务具有较强的区域专营性。2017~2019年，公司土地一级开发收入分别为5.01亿元、17.10亿元和14.59亿元。

业务模式方面，公司与天台县土地储备中心签订了《天台县土地开发整理服务框架协议》，公司土地开发整理服务内容主要包括自筹资金进行拆迁、平整、综合整治等。资金平衡方面，2019年以前主要靠土地出让金的返还，2019年及以后土储中心按一定比例的成本加成与公司进行结算。具体来看，2019年以前，土地开发整理完成并达到出让条件后，公司将相应地块交由天台县土地储备中心通过招拍挂程序对外出让，天台县财政局将土地出让收入扣除国家规定计提的基金、费用后返还给公司；2019年及以后，土储中心在土地整理完成并达到出让条件后与公司结算，结算款为土地开发成本并加计不低于20%的项目建设收益，相关款项由天台县财政局直接支付给公司。

近年来公司土地整理业务规模不断扩大，2017~2019年，土地整理面积分别为220.50亩、768.0亩和1,076.42亩，逐年增长。因不同地块位置及性质不同，平均土地开发成本存在一定的波动，2018年公司平均开发成本为164.44万元/亩，较2017年大幅提高主要系拆迁费用增加所致。随着土地整理面

积的增加，近年来土地出让规模不断提高。平均开发收入方面，2019年平均开发收入为104.14万元/亩，较2018年降低主要系结算方式的改变，2019年公司土地整理业务以成本加成方式结算收入，平均开发收入低于以出让金返还确认收入的方式。

表6：2017~2019年公司土地开发整理情况

	2017	2018	2019
土地整理面积（亩）	220.50	768.0	1,401.30
平均开发成本（万元/亩）	87.76	164.44	69.50
土地开发总成本（万元）	19,351.76	126,291.36	97,361.19
土地出让面积（亩）	220.50	737.70	1,079.60
平均开发收入（万元/亩）	227.30	231.84	104.14
土地开发总收入（万元）	50,119.05	171,030.30	145,927.31
当年结转土地整理总成本（万元）	19,351.76	126,291.36	97,361.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年末，公司主要在开发土地为天台县苍山产业集聚区项目、老城区改造项目、始丰街道唐兴大道玉湖区块改造项目和天台山西路两侧拆迁项目等，计划总投资113.88亿元，截至2019年末已投资32.72亿元，尚需投资81.16亿元。截至2019年末公司暂无拟整理地块。

表7：截至2019年末公司主要在开发地块情况（亩、亿元）

项目名称	面积	建设期限	总投资	已投资
天台县苍山产业集聚区项目	12,070.00	2015-2020	73.00	2.27
老城区改造项目	250.00	2015-2021	12.00	10.95
始丰街道唐兴大道玉湖区块改造项目	650.36	2017-2022	5.70	4.55
天台山西路两侧拆迁项目	90.00	2014-2021	5.50	4.85
中德交通科技产业园项目	1,500.00	2013-2020	5.50	4.61
拾得路及以北（水南）区块综合改造项目	602.72	2017-2022	5.30	3.91
高铁区块项目	280.00	2014-2021	2.30	0.82
新镇区项目	732.00	2014-2021	1.88	0.64
始丰街道玉湖三期项目	74.85	2017-2022	1.50	0.03
百花路东延（螺园路-八两线）项目	100.00	2015-2021	1.20	0.09
合计	16,349.93	-	113.88	32.72

注：中德交通科技产业园项目和新镇区项目包含部分基础设施建设投入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到：公司土地一级开发业务需自筹资金，主要在开发地块规模较大，未来所需资

金投入较多，面临较大的资本支出压力。

公司基础设施建设业务区域垄断性较强，业务模式较为明确，在建、拟建项目充足，业务持续性良好；但未来所需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力

公司基础设施建设业务主要由子公司天台县基础设施投资有限公司（以下简称“基投公司”）和天台县交通集团有限公司（以下简称“交通公司”）负责实施。其中，基投公司主要负责城市基础设施类项目建设，交通公司主要负责天台县道路交通类基础设施建设。2017~2018年，公司未实现基础设施建设业务收入，2019年该板块业务收入为2.97亿元。

业务模式方面，主要采用委托代建方式，资金

主要来自于自有资金、外部融资和财政补贴，公路等部分公益性较强的项目由政府直接拨付项目资本金。2013年，天台县财政局分别与基投公司和交通公司签订了《城市基础设施建设项目委托代建框架协议》，基础设施建设项目竣工并经审计后，天台县财政局根据经双方审定的项目投资额加计不低于15%的代建管理费与公司进行结算。

截至2019年末，公司主要已完工基础设施建设项目为天台县文化中心、天台山西路改造提升、天台县档案馆项目和天台县市民中心停车场一期等项目，项目总投资2.49亿元，截至2019年末已确认收入2.88亿元，2019年公司基建业务实现回款合计1.78亿元。

表 8：截至 2019 年末公司主要已完工基础设施项目情况（万元）

项目名称	总投资	确认收入金额
天台县文化中心项目	13,564.75	15,471.30
天台山西路改造提升项目	2,532.68	2,888.66
天台县档案馆项目	1,658.11	1,891.17
天台县市民中心停车场一期项目	1,420.19	1,619.80
平桥镇消防站	1,284.45	1,464.98
飞鹤山二期工程	513.58	585.76
莪园区块改造提升工程	499.58	567.39
三合镇下坊村西坑湾等区块旱改水项目	292.30	404.72
赤城街道东坑陈村小坑上杨区块旱改水项目	235.70	326.35
石梁镇金顺村宅基地复垦项目	226.38	313.45
泳溪乡苍华村横安竹坦区块垦造耕地项目	215.31	298.12
坦头镇幼儿园临时房工程	253.30	291.30
第二垃圾中转站	227.63	261.78
始丰新城环卫基地工程项目	200.00	228.11
污水处理厂三期及一二期提标改造工程	138.09	157.50
福溪街道择树坦村寺下区块垦造耕地项目	95.16	131.76
坦头镇上宅村山头坪区块垦造耕地项目	89.20	123.51
人武部打靶场	102.78	117.23
天鸿创业园	93.69	107.74
天台县国清路亮化工程	92.97	106.03
坦头镇沙坑宅基地复垦	73.81	102.20
市民中心停车场项目	86.22	98.34
农业服务房工程	83.54	96.07
福溪街道拾得路abcd地块耕作层剥离项目	65.03	90.04
天台多功能物流综合园地块耕作层剥离项目	64.79	89.71
坦头镇便民服务中心维修改造工程	74.47	85.64
坦头镇塘岙村凤山自然村老屋等区块垦造耕地项目	61.54	85.21
坦头镇欢山山头宅基地复垦	60.39	83.62
始丰街道鼻下许村长塘下区块垦造耕地	59.60	82.52
坦头镇农贸市场	69.07	79.43
坦头镇加油站	67.13	77.20
飞鹤山公园（一期）配套设施工程	67.00	76.42

西山养老院项目	61.13	70.30
洪畴镇东三联村茶叶山区块垦造耕地	48.06	66.55
赤城街道立新村严岭自然村区块垦造耕地项目	46.14	63.88
始丰街道洪林村山头等区块垦造耕地	44.22	61.22
三合镇寺前村箬山宅基地复垦项	43.62	60.39
天台县金融中心项目	51.64	58.90
天台山西路、寒山路交叉路口道路渠化工程	50.42	57.51
合计	24,913.67	28,841.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2019 年末公司在建基础设施项目主要包括始丰流域综合治理项目、生活垃圾焚烧发电综合处理项目等，计划总投资 37.72 亿元，截至 2019 年末已投资 2.85 亿元。拟建项目方面，截至 2019 年末公司主要拟建项目为天台县医共体公共卫生防控中心工程及天台县下山移民

赤城安置区（一期）周边路网工程等项目，预计总投资 10.55 亿元。截至 2019 年末，公司在建、拟建基础设施建设项目预计总投资 48.26 亿元，已投资 2.85 亿元，尚需投资 45.41 亿元，公司未来面临较大的资本支出压力。

表 9：截至 2019 年末公司主要在建基建项目情况（万元）

项目名称	建设期限	总投资	已投资
始丰流域综合治理项目	2019-2021	164,600.00	1,264.62
始丰湖项目	2013-2021	153,000.00	16,383.10
生活垃圾焚烧发电综合处理项目	2017-2020	30,630.00	4,917.74
时尚车品小镇	2019-2022	8,739.00	512.93
生活垃圾焚烧项目固化飞灰填埋场项目	2017-2020	6,468.00	281.76
始丰区块市政基础设施项目	2017-2020	5,945.94	2,950.90
电镀小区基础设施项目达标污水压力输送纳管工程	2019-2021	3,231.12	239.86
天台县苍山坦头消防站建设工程	2018-2020	2,000.00	257.49
九龙路石梁路华顶路沟渠工程	2018-2020	1,058.63	952.90
灵珠路	2019-2021	1,020.00	349.25
苍山溪溪南段防洪堤工程	2017-2020	485.00	391.38
合计	-	377,177.69	28,501.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2019 年末公司主要拟建基建项目情况（万元）

项目名称	建设周期	总投资
天台县玉湖区块与拾得路以北区块跨始丰湖电力管线连接暗埋工程	2020.06-2020.12	1,305.00
天台县下山移民赤城安置区（一期）项目周边路网工程	2021.1-2021.12	4,169.00
天台山西路、玉龙路口渠化改造项目	2020.5-2021.1	998.00
天台县医共体公共卫生防控中心工程	2020.11-2023.11	99,000.00
合计	-	105,472.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来安置房销售收入呈现增长态势，公司尚有一定的待销售安置房，未来随着在建项目的完工销售

收入有望进一步增长；在建项目尚需投资额较大，未来面临较大的资本支出压力

公司是天台县重要的安置房建设主体，承建了天台县大部分的保障房建设项目。安置房建设业务主要由基投公司负责。业务模式方面，公司通过划拨方式获得土地，房屋建成后销售给拆迁居民，业务收入主要来自于保障房销售收入，销售价格方面接受政府指导。2017~2019 年，公司分别实现保障房销售收入 0.11 亿元、5.65 亿元和 6.74 亿元。

2019 年度公司主要销售安置房包括赤城四小保障房、溪头公寓保障房及宝通公寓保障房项目等，实现销售收入 67,378.05 万元。截至 2019 年末，公

司可销售安置房总面积 35.25 万平方米，已销售 24.27 万平米，尚有 10.98 万平米可供销售。

表 11：2019 年度公司房产销售情况（万元、平方米）

项目名称	可售总面积	已销售面积	待销售面积	2019 年销售金额
赤城四小保障房	4,588.05	4,588.05	-	1,231.43
溪头公寓保障房	98,252.30	71,159.65	27,092.65	14,883.64
宝通公寓保障房	21,986.85	15,877.46	6,109.39	13,459.43
始丰新城官塘蔡区块城中村改造一期工程	101,822.90	62,337.46	39,485.44	34,259.87
劳动路拆迁安置项目	15,393.01	2,244.41	13,148.60	956.75
苍蒲坑地质灾害搬迁项目	12,320.02	6,163.41	6,156.61	2,586.93
始丰新城玉湖区块城中村改造一期工程改造工程	98,125.26	80,303.28	17,821.98	-
合计	352,488.39	242,673.72	109,814.67	67,378.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司主要在建安置房项目为始丰街道唐兴大道玉湖区块改造项目 A1-A9 区块安置房项目、下山移民福溪安置区（二期）项目、拾得路以北（水南）区块改造和下山移民安置区项

目等，在建项目总投资 82.49 亿元，已投资 5.33 亿元，尚需投资 77.16 亿元，未来面临较大的资本支出压力。

表 12：截至 2019 年末公司主要在建安置房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建设期限	建筑面积	总投资	已投资
始丰街道唐兴大道玉湖区块改造项目 A1-A9 区块安置房项目	2017-2022	53.22	24.21	0.16
下山移民福溪安置区（二期）项目	2020-2022	35.48	17.01	0.01
拾得路以北（水南）区块改造三期项目	2019-2021	21.78	9.90	3.02
拾得路以北（水南）区块改造二期项目	2019-2021	17.09	8.26	1.19
水南城城中村改造二期项目	2017-2022	17.50	7.54	0.22
下山移民福溪安置区（一期）项目	2020-2022	15.32	6.96	0.15
下山移民赤城安置区（一期）项目	2020-2022	11.55	4.94	0.16
天台县农业场圃职工安置房项目	2017-2022	6.78	2.68	0.18
市民中心安置房	2015-2021	2.27	0.99	0.24
合计	-	180.99	82.49	5.33

注：总投资额当中包括安置房周边配套基础设施建设成本。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到：公司在建安置房项目总投资规模较大，未来所需资金投入较多，面临较大的资本支出压力，且在建项目平均开发成本较高，中诚信国际对安置房业务未来的资金平衡情况保持关注。

作为天台县最重要的公共交通运输主体，公司公共交通运输业务运营较为稳定，并可以获得一定的财政补贴，为公司收入及利润带来了一定补充

公司是天台县最重要的公共交通运输主体，公共交通运输业务主要由子公司交通公司负责，具体包括长途客运、公交运营、出租车运营和县乡运营

等业务。2017~2019 年公司公共交通客运服务收入分别为 0.81 亿元、0.87 亿元和 0.97 亿元，呈现稳步增长趋势。

长途客运方面，长途客运业务由天台交通集团的子公司浙江天台公路运输有限公司（以下简称“公路运输公司”）负责，公路运输公司已取得天台县行政审批局核发的《道路运输经营许可证》（浙交运管许可台字 332617000089 号），公司目前具备二级客运资质。截至 2019 年末，公路运输公司拥有天台县 6 家长途客运汽车站，拥有长途营运客车 93 辆，共开通客运线路 35 条，其中省际线路 6 条、市际线路 21 条、县际线路 8 条；2017-2019 年

度，运营里程分别为 930.26 万公里、884.08 万公里和 820.21 万公里，受高铁客运分流的影响，近年来长途客运里程和客运量呈下降趋势。

表 13：2017~2019 年长途客运运营情况

	2017	2018	2019
长途客运量（万人次）	82.84	74.29	74.28
长途客运行驶里程（万公里）	930.26	884.08	820.21
长途客运收入（亿元）	0.70	0.68	0.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交运营业务方面，天台县城区内的公交运营

表 14：2017~2019 年公交业务运营情况

年份	公交运营路线（条）	车辆（台）	营运里程（万公里）	运量（万人）	运营覆盖范围
2017	9	95	387.95	796.96	城市公交
2018	10	95	380.91	737.44	城市公交
2019	10	100	408.75	902.37	城市公交
合计	-	-	1,177.61	2,436.77	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2017~2019 年，公司公交客运量分别为 796.96 万人、737.44 万人和 902.37 万人，2018 年客运量同比有所降低主要系公司整治交通网络，优化交通线路所致。2019 年公交运营财政补贴 272.53 万元，较 2018 年度降低，主要系部分财政补贴计入其他收益所致。

表 15：2017~2019 年公司公交运营和财政补贴情况

年份	财政补贴（万元）	公交运营收入（万元）	客运量（万人）
2017	953.43	597.59	796.96
2018	1,315.90	600.00	737.44
2019	272.53	514.71	902.37
合计	2,541.86	1,712.30	2,436.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来建材销售业务收入不断增长，成为公司营业收入和利润的增长点

建材销售业务主要运营子公司为天台县基投建材有限公司，该子公司成立于 2017 年 10 月，由天台国资投资设立，注册资本 1.00 亿元。建材销售主要产品为砂石，2019 年主要上游客户为天台县国土资源局、天台县赤城挖运有限公司及天台誉锦祥建筑劳务外包有限公司等，主要下游客户为浙江金策建材有限公司和天台万裕混凝土有限公司等。根

业务由天台交通集团的子公司天台县公共交通有限公司（以下简称“公共交通公司”）负责。公共交通公司已取得天台县行政审批局核发的《道路运输特许经营许可证》（浙交运管许可台字 331023000002 号）。根据天台县发展和改革局出具的《关于同意调整天台县城市公交车票价的批复》（天发改价〔2007〕2 号），公交票价为每票 1.00 元/人次，半票 0.50 元/人次。

据天政办发【2017】88 号文件指示，全县的砂石交由天台国资下属子公司经营，不再设立其他制砂点。公司砂石销售业务在天台县具有垄断地位，随着业务规模的扩张，近年来销售收入不断提高，2017~2019 年，公司建材销售收入分别为 45.62 万元、7,386.15 万元和 13,488.65 万元。

表 16：2019 年公司贸易业务主要供应商和客户

2019 年	名称	集团内&集团外
供应商	天台县国土资源局	外
	天台县赤城挖运有限公司	外
	浙江工启建筑劳务有限公司	外
	天台誉锦祥建筑劳务外包有限公司	外
客户	浙江金策建材有限公司	外
	天台万裕混凝土有限公司	外
	浙江天台恒基混凝土股份有限公司	外
	天台博丰混凝土有限公司	外
	台州巨鑫混凝土有限公司	外

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

战略规划及管理

公司将继续打造成为天台县城市建设综合业务主体，并进行有效的业务整合，在城市建设业务的基础上拓展产业链，并大力发展经营性业务

公司将继续努力打造成天台县域内集交通运营与建设、城镇基础设施建设与运维、安置房建设、土地综合开发于一体的综合业务主体，完成城市规划建设任务，确保资本回报。

未来公司计划进行业务整合，在基投公司的基础上，吸收交通公司承担的基建业务板块后组建天台城市建设投资发展集团有限公司，并以土地多级开发为核心进行横向产业链拓宽，以基础设施建设、土地储备及开发、城市服务为基础进行横向产业链延伸。公司计划将公路运输、建材、工程建设、驾校等企业整合并入交通公司，大力拓展经营性业务，打造投、融、建、管、运一体化大交通模式，使之成为交通建设的综合运营服务商。

公司法人治理结构完善，内部管理制度和内部控制制度已基本建立健全，能够适应公司管理的需要和发展的需要

公司不设股东会，由天台县国有资产事务中心行使股东会职权。公司下设董事会、监事会，设立总经理，对董事会负责。公司设立职能部门 5 个，包括办公室、工程科、财务科、融资科、资产管理科，法人治理结构较为完善。

公司建立了一整套较为完善的内部控制体系，包括《公司章程》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等管控流程。同时，公司还制定了一系列较完善的管理制度，包括财务管理制度、董事会议事规则、对外担保管理制度、关联交易管理制度、投融资管理制度、往来款项管理办法、债券募集资金管理与使用制度等，针对各业务领域的不同特点，公司严格把控业务流程，为促进各项管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1~9 月财务报表。公司各期财务报表均按照新会计

准则编制，所有数据均为合并口径，2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

盈利能力

近年来公司营业收入规模不断提高，收入主要来自土地开发、房屋销售和基础设施建设业务；2019 年公司期间费用控制较好，利润总额有所提高

近年来公司营业总收入存在一定的波动，2017~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司营业总收入分别为 6.33 亿元、24.59 亿元、26.93 亿元和 6.14 亿元，2018 年增幅较大主要系该年度土地开发收入同比增长 12.09 亿元所致；2019 年营业收入同比提高 9.52%，主要系该年度增加基础设施建设业务收入 2.97 亿元所致。具体来看，公司土地一级开发业务收入占比较高，受土地市场波动及土地出让、整理开发进度不确定性的影响，近年来土地开发收入变动较大；房屋销售业务收入受完工进度影响波动较大，2018 年收入大幅增加主要系天台县始丰新农村开发有限公司安置房和天台县城市建设投资有限公司安置房项目集中销售所致；2017~2019 年，公司公共交通客运服务运营较为稳定，2020 年 1~9 月，受疫情影响该业务收入有所降低；公司建材销售收入呈现不断增长趋势。

毛利率方面，2017~2019 年公司毛利率分别为 49.08%、18.07%和 17.93%，2018 年降幅较大主要系土地开发业务毛利率降低所致。具体来看，2018 年土地开发业务毛利率同比降低 35.23 个百分点，主要系拆迁费增加导致平均开发较高所致，2019 年开始土地开发业务以成本加成方式结算收入，预计毛利率将趋于稳定；公交客运服务具有社会公益性质，毛利率为负数。近年来由于车辆更新导致运营成本增加，毛利率不断降低，2020 年 1~9 月受疫情影响亏损进一步加大；房产销售价格受政府指导处于较低水平，不能弥补拆迁费用、工程费用等成本，近年来房产销售业务毛利率为负数；建材业务垄断性强，毛利率水平较高，为公司利润总额带来一定贡献，近年来该业务毛利率水平有所下滑主要系新

增钢材销售。

表 17：近年来公司营业总收入和毛利率情况（万元、%）

项目	2017		2018		2019		2020.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地一级开发	50,119.05	61.39	171,030.30	26.16	145,927.31	33.28	9,862.49	35.06
客运服务	7,820.53	-8.16	8,724.68	-14.08	9,713.34	-16.98	3,662.88	-89.05
房产销售	1,133.26	-3.81	56,456.36	-3.08	67,378.04	-12.07	3,860.29	-6.94
建材销售	45.62	55.11	7,386.15	27.39	13,488.65	38.60	38,771.29	11.47
基础设施建设	-	-	-	-	29,652.21	13.82	1,348.30	24.80
其他	0.42	23.17	0.23	28.41	0.31	6.24	3,853.07	4.09
合计	63,345.88	49.08	245,869.51	18.07	269,266.54	17.93	61,358.32	7.93

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要是由财务费用及管理费用构成，近年来公司期间费用不断降低，主要系借款利息资本化占比逐步提高使得财务费用减少所致。2017~2019 年，公司期间费用收入占比分别为 45.52%、11.16%和 9.63%。2017 年公司营业收入较少，但公司债务规模较大、财务费用较多，导致期间费用收入占比较高。2018 年以来随着营业收入的提高，公司期间费用收入占比有所降低。2020 年 1~9 月，因收入规模较小，期间费用收入占比较高。整体来看期间费用对利润总额侵蚀严重。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，受益于经营性业务利润的增长近年来利润总额处于不断增长状态。随着公司营业收入的不断提高，经营性业务利润不断增加，2017~2019 年，公司经营性业务利润分别为 0.35 亿元、2.04 亿元和 2.14 亿元，主要来源于营业收入，计入其他收益的政府补助占比较小。2020 年 1~9 月，公司营业收入规模较小，利润总额主要来源于政府补助。2017~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司投资收益分别为 0.22 亿元、0.21 亿元、0.26 亿元和 0.02 亿元，主要来自投资企业浙江上三高速公路有限公司的现金分红。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~9
销售费用（亿元）	0.01	0.04	0.05	0.03
管理费用（亿元）	0.41	0.51	0.71	0.57
财务费用（亿元）	2.46	2.19	1.83	0.98
期间费用合计（亿元）	2.88	2.74	2.59	1.57

营业总收入（亿元）	6.33	24.59	26.93	6.14
期间费用收入占比（%）	45.52	11.16	9.63	25.60
利润总额（亿元）	0.61	1.97	2.29	0.18
经营性业务利润（亿元）	0.35	2.04	2.14	0.15
其中：其他收益（亿元）	0.16	0.44	0.10	0.95

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

近年来随着公司业务不断推进，资产、负债规模逐年上升；公司财务杠杆水平较高，近年来资产负债率逐年上升，财务结构稳定性减弱；公司存货规模较大，以开发成本为主，变现能力较弱，影响了整体的资产流动性

随着公司业务规模的扩大，总资产和总负债均呈现增长态势。2017~2019 年末，公司总资产分别为 139.44 亿元、154.56 亿元和 176.39 亿元，总负债分别为 81.51 亿元、92.41 亿元和 110.92 亿元。近年来公司净资产保持稳定，同期，公司所有者权益分别为 57.93 亿元、62.15 亿元和 65.47 亿元，2018 年增长主要系公司将天台县国有资产投资管理有限公司的 2.1 亿元借款转为项目资本金并计入资本公积，以及接受无偿划入房产、公司股权等资产；2019 年增长主要系少数股东投入资本使得少数股东权益增加所致。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 197.20 亿元，总负债 130.00 亿元，所有者权益 67.19 亿元。

公司财务杠杆较高，近年来资产负债率呈现逐年上升趋势。2017~2019 年末及 2020 年 9 月末，公司资产负债率分别为 58.46%、59.79%、62.88%和

65.93%；同期末，公司总资本化比率分别为 47.17%、46.19%、48.80%和 50.13%。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。截至 2020 年 9 月末，公司流动资产 178.16 亿元，占总资产的 90.35%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，分别占流动资产的比重为 7.96%、8.79%、18.95%和 63.74%。同期末，公司货币资金主要系银行存款，其中受限金额为 115.85 万元。公司应收账款主要系应收天台县财政局土地整理款项，近年来随着业务规模的扩张有所增加。公司其他应收款主要系应收政府部门及其他国有企业的往来款。截至 2019 年末，公司其他应收款中主要应收对象为天台县国有资产管理局（现更名为“天台县国有资产事务中心”）、天台县国有资产投资管理有限公司、天台工业园区生态高新功能区建设指挥部及天台县高山移民新区开发建设有限公司等。近年来公司存货呈现逐年上升趋势。截至 2019 年末，公司存货中主要包括土地整理、保障房及基础设施建设开发成本 67.65 亿元及拟开发土地 25.50 亿元，拟开发土地面积合计 102.53 万平方米，主要为商业、住宅用地，其中出让地面积 85.19 万平方米，账面价值 21.68 亿元。拟开发土地中用于抵押的面积合计 21.33 万平方米，账面价值 7.22 亿元。截至 2020 年 9 月末，存货中开发成本为 89.22 亿元，拟开发土地 19.58 亿元，拟开发土地账面价值较 2019 年末有所下降主要系当年度天台县下山移民福溪安置区一期项目开工建设。

表 19：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	12.10	6.53	13.66	14.18
应收账款	3.32	9.52	15.10	15.66
其他应收款	24.32	30.77	32.49	33.76
存货	61.80	70.01	97.82	113.56
流动资产	101.60	117.16	159.71	178.16
可供出售金融资产	3.86	3.95	4.29	4.41
固定资产	3.97	4.03	3.62	3.75
非流动资产	37.84	37.40	16.67	19.04
总资产	139.44	154.56	176.39	197.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

负债方面，公司负债以流动负债为主，截至 2020

年 9 月末，流动负债 65.92 亿元，占负债总额的 50.71%。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款近年来成波动态势，主要为保证借款。公司其他应付款主要系应付天台县政府部门及其他国有企业的往来款，近年来规模不断增长。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期长期借款和长期应付款。

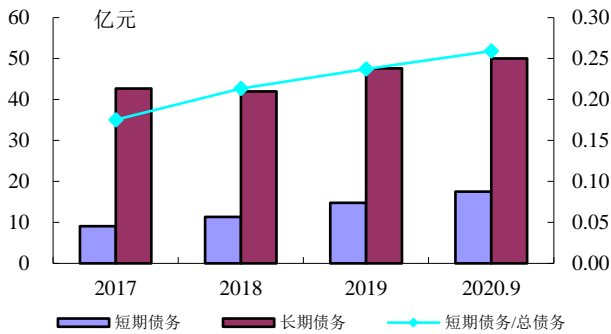
公司非流动负债主要以长期借款、应付债券和长期应付款为主。公司长期借款整体波动不大，截至 2019 年末，长期借款主要为保证借款及保证加抵质押借款，借款期限在 2~12 年不等，利率区间为 4.15%~7.80%。公司应付债券规模不断增加，2019 年增长主要系公司发行 8 亿元规模的公司债券，发行利率为 5.98%，期限为 5 年；2020 年增加主要系公司发行 10 亿元规模的公司债券，发行利率为 5.23%，期限为 5 年。公司长期应付款主要系保障性安居工程专项资金及融资租赁、信托借款等。截至 2020 年 9 月末主要包括保障性安居工程专项资金 12.44 亿元、信托借款 3.34 亿元和应付天台县鑫邦投资合伙企业 4.00 亿元。

表 20：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
短期借款	4.01	2.62	3.92	7.44
其他应付款	24.99	33.77	39.14	43.92
一年内到期的非流动负债	5.06	8.76	10.87	10.07
流动负债合计	36.72	48.89	57.87	65.92
长期借款	22.96	24.45	23.55	16.23
应付债券	6.96	8.55	15.11	25.07
长期应付款	14.31	10.32	14.22	22.63
非流动负债合计	44.78	43.52	53.05	64.08
负债合计	81.51	92.41	110.92	130.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2017~2019 年末及 2020 年 9 月末，公司总债务分别为 51.73 亿元、53.34 亿元、62.40 亿元和 67.55 亿元。从债务结构来看，公司融资以长期债务为主，债务结构较为合理，但短期债务占比有所提高。2017~2019 年末及 2020 年 9 月末，短期债务占总债务的比重分别为 17.53%、21.33%、23.71%和 25.92%。

图 1：2017~2019 年及 2020 年 9 月末公司债务结构分析


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持续为负，无法对债务本息形成有效覆盖；公司面临一定的短期偿债压力，且对外担保规模较大，存在一定或有负债风险

受土地开发、基础设施建设等项目资金投入大、建设和回款周期长等因素影响，公司经营活动净现金流长期为负，无法对债务本息形成有效覆盖。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成，截至 2019 年末分别占 EBITDA 的 45.16%和 43.03%。2017~2019 年公司 EBITDA 分别为 3.42 亿元、5.30 亿元和 5.08 亿元，2018 年增长主要系利润总额增加所致，从偿债指标来看 EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍然欠佳，2019 年随着债务规模的提高覆盖能力进一步减弱。

表 21：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2017	2018	2019	2020.9
短期债务	9.07	11.38	14.80	17.51
长期债务	42.66	41.97	47.61	50.04
总债务	51.73	53.34	62.40	67.55
货币资金/短期债务	1.33	0.57	0.92	0.81
EBITDA/短期债务	0.38	0.47	0.34	-
经营活动净现金流	-0.68	-3.46	-1.05	-1.31
经营活动净现金流/总债务	-0.01	-0.06	-0.02	-0.04*
EBITDA	3.42	5.30	5.08	-
总债务/EBITDA	15.12	10.07	12.29	-
EBITDA 利息倍数	1.14	1.38	1.15	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从有息债务到期情况看，2021 年~2024 年，公

司有息债务到期金额分别为 15.55 亿元、13.20 亿元、9.24 亿元和 12.87 亿元，关注近期债务到期情况。

表 22：截至 2020 年末公司债务到期分布情况（亿元）

年份	2021	2022	2023	2024
到期债务	15.55	13.20	9.24	12.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年 9 月末，公司受限资产主要系受限可供出售金融资产 1.20 亿元、无形资产 0.57 亿元和土地资产 7.22 亿元等，原因主要系用于银行借款抵、质押，受限金额合计为 9.00 亿，占同期末总资产的比重为 4.56%。

或有事项方面，截至 2020 年 9 月末，公司对外担保金额 41.40 亿元，占净资产的 61.61%，担保对象主要为天台县国有企业。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 23：截至 2020 年 9 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保单位	担保金额
天台县国有资产投资管理有限公司	11.70
天台县水务集团有限公司	9.80
浙江天台山旅游集团有限公司	9.25
天台县国有资本运营有限公司	6.00
天台县四通建设工程有限公司	2.3
天台县交投建材有限公司	1.00
天台县交通工程建设有限公司	0.75
天台育新建设投资有限公司	0.60
合计	41.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 年 9 月末，公司获得工商银行、光大银行、农发行及兴业银行的银行机构授信额度共计人民币 60.81 亿元，其中尚未使用授信额度 13.40 亿元，具有一定的备用流动性。

过往债务履约情况：根据提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 3 月 10 日，公司有 35 笔已结清贷款被列为关注类贷款¹。此外，公司未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

¹ 其中 34 笔系与客户协商进行贷款展期，均于 2012 年及 2013 年结清，1 笔贷款系天台县政府财政收入未达到国开

行政府融资平台项目的要求（2011 年），已于 2011 年结清，上述贷款均在贷款期内未出现逾期、欠息现象。

外部支持

公司是天台县重要的国有资产运营主体，承担着天台县城市建设的职能，具有重要的战略定位，股东在资本金注入、财政补贴等方面给予一定的支持

公司是天台县重要的国有资产运营主体，承担着天台县基础设施建设、公共交通运输等任务。公司作为天台县城市建设综合业务主体，当地政府在资产划拨和财政补贴等方面可以给予一定的支持。

划拨资产方面，2017年，公司接受无偿划拨房产、道路等资产增加资本公积13.91亿元；2018年，天台县交投机动车检测有限公司价值47,335.68元的股权以及天台县天台山景区旅游巴士有限公司价值274,988.07元的股权无偿划转至公司；2019年，浙江省天台县天发能源有限公司、天台县劳动路开发建设有限公司和浙江省天台县通达路桥工程有限公司100.00%股权无偿划转至公司；2020年1~9月，台州天宏工程管理有限公司、天台县新经济适用房建设有限公司、天台县国联物业有限公司和天台县城市房屋开发有限公司全部100%股权无偿划入公司。同时，2017~2019年及2020年1~9月，公司收到的计入其他收益的政府补助分别为0.16亿元、0.44亿元、0.10亿元和0.95亿元。

偿债保障措施

台州国运为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，为本期债券的偿还提供强有力的保障

根据天台国资提供的担保函，本期债券由台州市国有资本运营集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

台州国运原名为台州市国有资本运营集团有限公司，系由台州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“台州市国资委”）于2008年1月组建的国有独资公司，初始注册资本3,000万元。后经过多次整合重组、增资及更名等事项，截至2020年9月末，台州国运的注册资本和实收资本均

为30.00亿元，唯一股东和实际控制人均为台州市国资委。

台州国运作为台州市国资委直接管理的综合性国有资本运营主体，业务经营涵盖城市更新改造、金融投资、综合交通、城市公交、药品及医疗器械批发零售、教育文旅、体育康养等产业投资及运营。截至2020年9月末，台州国运总资产为749.10亿元，所有者权益为320.43亿元，资产负债率为57.23%。2019年，台州国运实现营业总收入57.48亿元，净利润2.56亿元，经营活动净现金流-19.26亿元。

台州国运作为台州市最大的国有资产管理公司，战略地位显著，在资本注入和财政补助等各方面得到台州市政府大力支持。2016年，根据台州市人民政府国有资产监督管理委员会文件，台州市国资委将其持有的国有企业股权以及台州恩泽医疗中心（集团）持有的恩泽医药100%的净资产权益和经营管理权无偿划转给公司，增加了公司资产及权益规模。2019年，根据市委办公室市政府办公室关于印发的国企整合通知，明确了公司在资本运作和资金管理上的龙头地位，并对各领域投融资建设运营主体进行重组，进一步优化市属国有资本布局，公司行业覆盖更加广泛，资源配置进一步优化。

综上，中诚信国际评定台州市国有资本运营集团有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。本期债券信用等级充分考虑了台州国运提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定浙江省天台县国有资产经营有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；评定“2021年第一期浙江省天台县国有资产经营有限公司公司债券”的债项信用等级为AAA。

中诚信国际关于 2021 年第一期浙江省天台县国有资产经营有 限公司公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

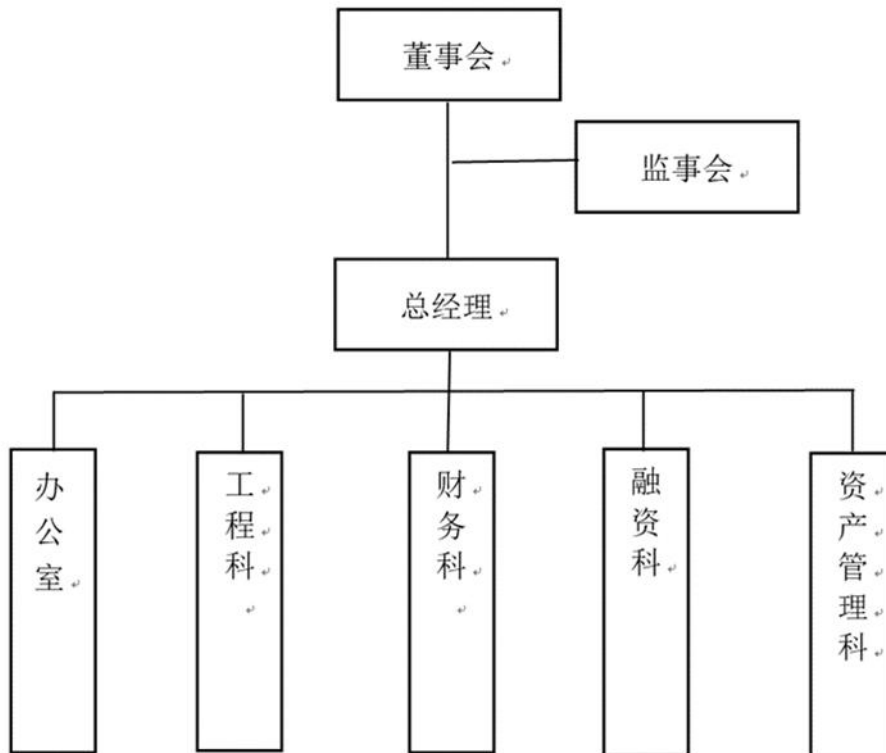
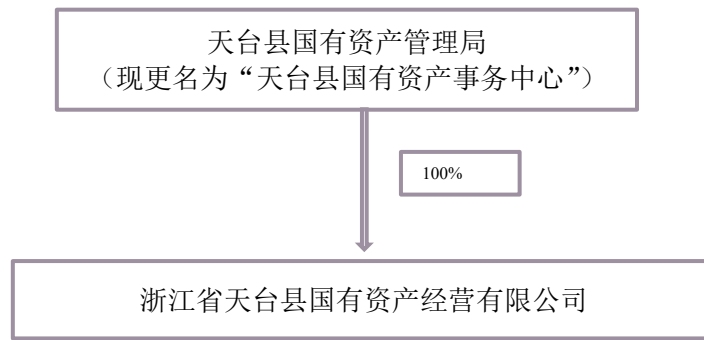
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

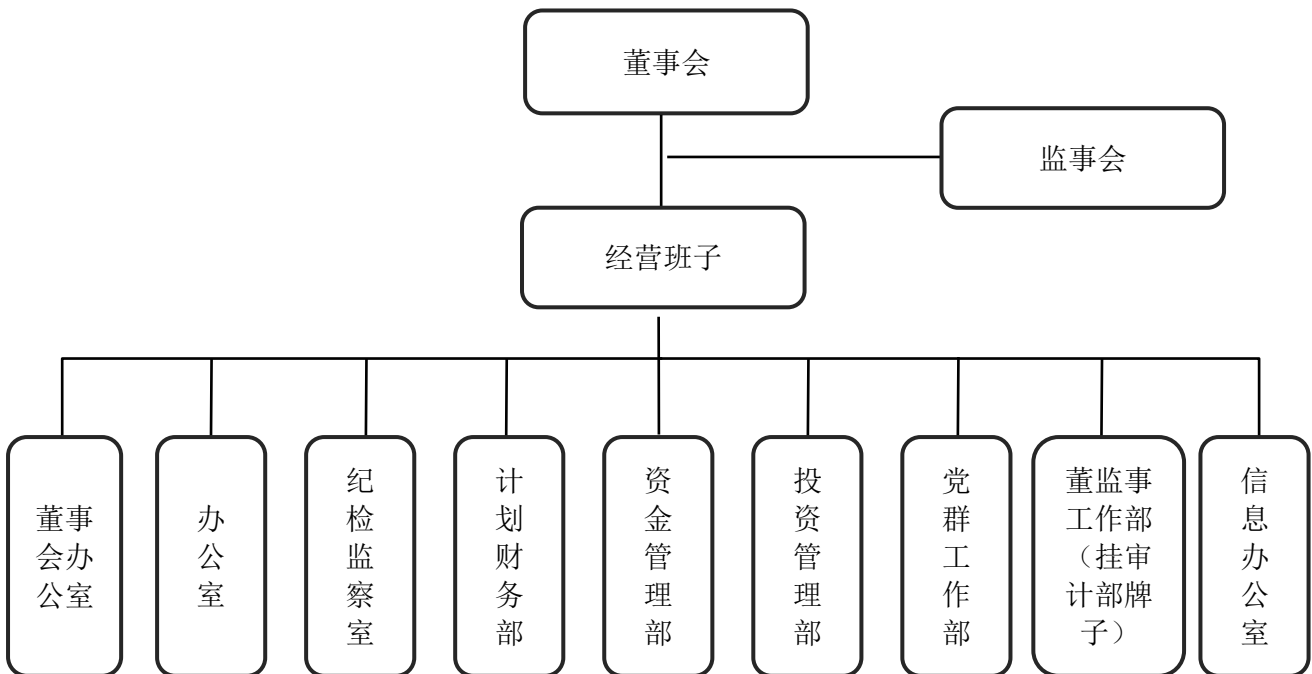
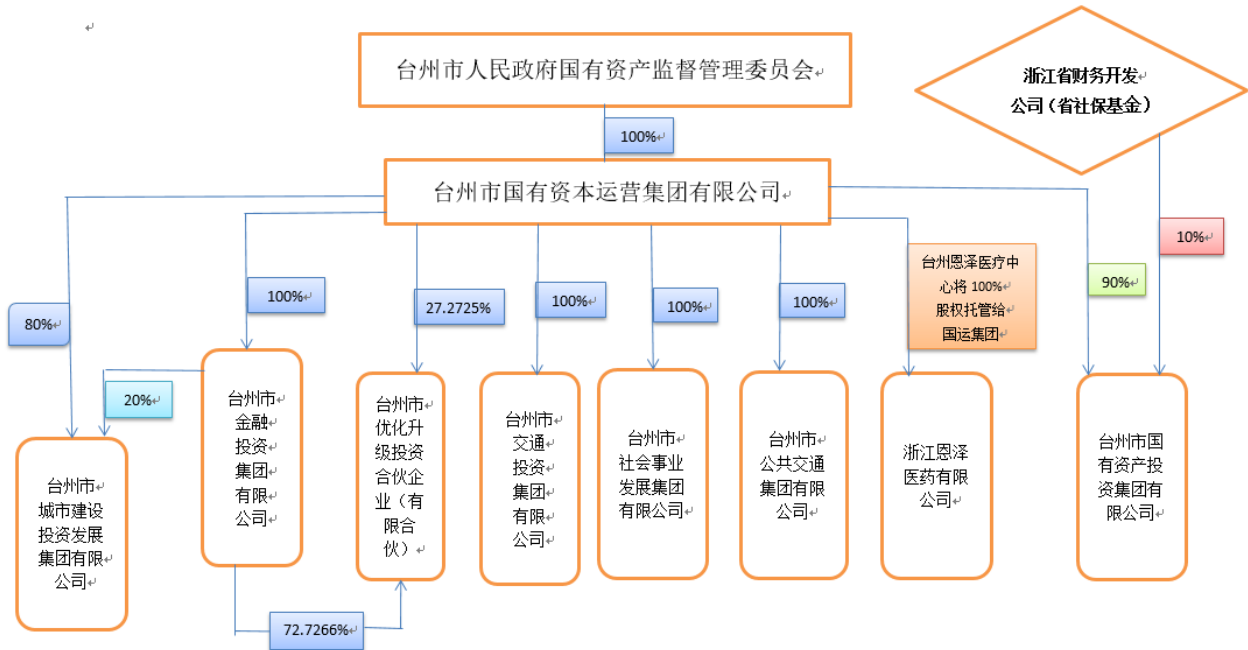
2021 年 3 月 25 日

附一：浙江省天台县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 9 月末)



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：台州市国有资本运营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：台州国运提供，中诚信国际整理

附三：浙江省天台县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	2020.9
货币资金	121,031.95	65,295.41	136,649.85	141,772.01
应收账款	33,156.31	95,183.21	151,016.88	156,617.11
其他应收款	243,183.23	307,716.09	324,944.41	337,568.16
存货	617,990.89	700,063.09	978,173.19	1,135,596.89
长期投资	49,479.43	50,132.86	54,647.45	57,711.27
在建工程	259,775.09	238,206.17	13,808.06	30,872.41
无形资产	17,578.93	27,112.01	28,653.49	28,259.80
总资产	1,394,368.96	1,545,592.00	1,763,860.65	1,971,964.60
其他应付款	249,935.11	337,670.77	391,412.06	439,160.98
短期债务	90,691.38	113,759.79	147,954.97	175,051.79
长期债务	426,594.00	419,681.81	476,054.51	500,403.88
总债务	517,285.38	533,441.60	624,009.48	675,455.67
总负债	815,088.61	924,074.63	1,109,203.23	1,300,021.56
费用化利息支出	23,730.41	28,346.58	21,854.09	-
资本化利息支出	6,193.25	9,985.98	22,295.16	-
实收资本	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
少数股东权益	0.00	1,261.59	76,676.46	3,402.49
所有者权益合计	579,280.35	621,517.38	654,657.42	671,943.05
营业总收入	63,345.88	245,869.51	269,266.54	61,358.32
经营性业务利润	3,506.34	20,375.47	21,435.93	-1,978.83
投资收益	2,183.61	2,145.22	2,608.53	2,059.20
净利润	5,503.39	19,379.80	22,079.40	729.43
EBIT	29,827.03	48,085.84	44,787.53	-
EBITDA	34,213.94	52,970.93	50,782.43	-
销售商品、提供劳务收到的现金	64,144.56	60,714.67	60,087.88	54,419.58
收到其他与经营活动有关的现金	307,606.73	385,336.22	230,489.88	169,297.11
购买商品、接受劳务支付的现金	124,083.56	216,037.23	177,640.17	185,158.98
支付其他与经营活动有关的现金	248,439.47	252,667.74	106,853.91	41,794.54
吸收投资收到的现金	0.00	1,245.00	0.00	9,683.49
资本支出	121,974.75	19,944.13	15,466.03	24,420.33
经营活动产生现金净流量	-6,792.93	-34,558.56	-10,500.36	-13,080.00
投资活动产生现金净流量	-121,816.90	-23,496.89	-45,124.26	-33,161.86
筹资活动产生现金净流量	199,979.65	6,318.92	128,979.06	50,573.52
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	49.08	18.07	17.93	7.93
期间费用率(%)	45.52	11.16	9.63	25.60
应收类款项/总资产(%)	20.62	27.18	28.81	26.81
收现比(X)	1.01	0.25	0.22	0.89
总资产收益率(%)	2.48	3.27	2.71	0.10*
资产负债率(%)	58.46	59.79	62.88	65.93
总资本化比率(%)	47.17	46.19	48.80	50.13
短期债务/总债务(X)	0.18	0.21	0.24	0.26
FFO/总债务(X)	0.07	0.10	0.07	-
FFO 利息倍数(X)	1.14	1.39	1.04	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.23	-0.90	-0.24	-
总债务/EBITDA(X)	15.12	10.07	12.29	-
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.47	0.34	-
货币资金/短期债务(X)	1.33	0.57	0.92	0.81
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.14	1.38	1.15	-

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年 1~9 月未经审计的财务报表整理；2、将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；4、带*指标已经过年化处理。

附四：台州市国有资本运营集团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	2020.9
货币资金	380,468.68	914,642.93	790,513.38	880,294.63
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	44,121.42	97,449.58
应收账款净额	100,984.80	96,262.90	112,007.69	100,116.81
其他应收款	627,369.92	488,566.45	340,501.57	408,953.97
存货净额	1,816,515.73	2,108,917.07	2,002,209.87	2,255,079.57
可供出售金融资产	697,556.51	539,158.00	613,894.43	773,897.91
长期股权投资	249,348.31	654,119.22	806,390.43	809,581.28
固定资产	146,975.05	159,223.59	333,949.77	352,914.34
在建工程	47,970.33	327,495.91	697,214.12	944,431.71
无形资产	4,561.43	24,484.66	48,128.20	54,603.74
总资产	4,600,823.34	5,959,159.90	6,684,686.06	7,490,996.28
其他应付款	480,120.46	896,396.37	902,214.40	1,106,027.10
短期债务	644,574.24	422,889.85	606,350.83	565,971.36
长期债务	839,074.61	1,544,428.14	1,435,299.13	1,628,390.61
总债务	1,483,648.84	1,967,317.99	2,041,649.96	2,194,361.97
净债务	1,103,180.16	1,052,675.05	1,251,136.58	1,314,067.33
总负债	2,375,840.75	3,463,926.65	3,736,651.30	4,286,727.02
费用化利息支出	71,064.53	91,024.61	119,525.83	-
资本化利息支出	8,619.19	10,856.81	22,800.18	-
实收资本	180,000.00	180,000.00	180,000.00	300,000.00
少数股东权益	134,921.00	228,270.47	472,092.41	473,611.24
所有者权益合计	2,224,982.59	2,495,233.25	2,948,034.76	3,204,269.26
营业总收入	452,372.19	466,130.02	574,775.55	306,099.52
期间费用前利润	114,975.54	63,737.51	79,341.68	45,038.40
营业利润	100,877.51	61,133.62	52,607.18	73,840.83
投资收益	37,939.97	48,757.52	51,514.89	26,705.74
营业外收入	7,832.97	1,510.22	5,782.41	1,649.23
净利润	87,314.37	35,469.78	25,611.24	51,076.32
EBIT	175,126.52	144,951.38	166,879.94	-
EBITDA	194,253.70	166,868.92	195,075.75	-
销售商品、提供劳务收到的现金	497,972.91	580,123.58	529,474.80	469,084.98
收到其他与经营活动有关的现金	334,528.82	506,753.13	739,110.58	1,118,672.62
购买商品、接受劳务支付的现金	587,905.09	727,490.83	657,403.72	495,394.17
支付其他与经营活动有关的现金	223,471.46	516,949.29	701,662.66	1,042,051.42
吸收投资收到的现金	10,055.87	103,413.69	137,698.95	20,771.00
资本支出	51,839.36	127,820.30	357,275.32	254,142.25
经营活动产生现金净流量	-52,777.73	-258,982.06	-192,633.07	-27,849.78
投资活动产生现金净流量	-389,622.99	-23,023.28	-619,766.56	-366,268.50
筹资活动产生现金净流量	481,384.99	761,969.40	767,535.99	482,814.06
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率（%）	27.31	15.05	15.78	15.49
期间费用率（%）	14.07	20.99	20.72	25.92
总资产收益率（%）	3.81	2.75	2.64	-
流动比率（X）	2.60	2.55	2.23	2.22
速动比率（X）	1.15	1.21	1.04	1.03
资产负债率（%）	51.64	58.13	55.90	57.23
总资本化比率（%）	40.01	44.09	40.92	40.65
长短期债务比（X）	0.77	0.27	0.42	0.35
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	-0.13	-0.09	-0.02*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.08	-0.61	-0.32	-0.07*
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.66	-2.54	-1.35	-
总债务/EBITDA（X）	7.64	11.79	10.47	-
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.39	0.32	-
货币资金/短期债务（X）	0.59	2.16	1.30	1.56
EBITDA 利息倍数（X）	2.44	1.64	1.37	-

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年 1~9 月未经审计的财务报表整理；2、将“其他流动负债”科目的超短期融资券调整至短期债务，将“长期应付款”科目中融资租赁款调整至长期债务；3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；4、带*指标已经年化处理。

附五：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=股权投资+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”。

附六：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。

担保公司	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：[1]除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。

[2]此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。