



# 台州市椒江区国有资本运营集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1174 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

|               |                                        |                 |
|---------------|----------------------------------------|-----------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果  | 台州市椒江区国有资本运营集团有限公司                     | AA+/稳定          |
| 本次跟踪担保主体及评级结果 | 台州市国有资本运营集团有限公司                        | AAA/稳定          |
| 本次跟踪债项及评级结果   | “21 椒江 01”、“20 椒江国资 MTN001”和“19 椒江 01” | AA <sup>+</sup> |
|               | “22 椒江债 01/22 椒江 01”                   | AAA             |

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，“22 椒江债 01/22 椒江 01”债项级别充分考虑了台州市国有资本运营集团有限公司（以下简称“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。中诚信国际认为椒江区作为台州市核心城区，第三产业发达，经济财政实力强劲，潜在的支持能力强。台州市椒江区国有资本运营集团有限公司（以下简称“椒江国资”或“公司”）作为椒江区重要的国有资产运营主体，对椒江区政府的重要性很高，与椒江区政府维持较为紧密的关系。同时，需关注基础设施建设业务资金回笼周期较长、资产流动性不足及短期偿债压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，台州市椒江区国有资本运营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**区域经济实力显著增强；公司地位提升，资本实力显著扩充，或资产质量显著提升。

**可能触发评级下调因素：**区域经济发展速度大幅下滑；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；财务指标出现明显恶化，再融资能力受到较大限制等。

## 正面

- **区域经济实力强劲。**椒江区系台州市核心城区，第三产业发达，经济发展水平及财政实力位于台州市前列，能够为公司业务发展提供良好的外部环境。
- **战略地位显著。**公司是椒江区重要的国有资产运营主体，承担了区内国有资产经营管理及投资的重要任务，战略地位显著。
- **子公司海正集团行业竞争实力较强。**公司药业板块已经成为收入的重要来源，该板块的业务核心——海正集团下属子公司海正药业是我国领先的特色原料药企之一，具备从原材料到制剂一体化生产的产业链竞争优势。
- **有效的偿债保障措施。**“22椒江债01/22椒江01”由台州国运提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。台州国运系台州市最大的国有资本运营公司，地位突出，收入来源稳定，其能为本期债券的还本付息起到很强的保障作用。

## 关注

- **公司基础设施建设业务资金回笼周期较长。**公司基础设施建设项目前期资金投入量较大，竣工验收周期较长，部分项目根据政府资金安排回款，回款周期较长，且随着在建项目的持续推进，公司资金支出压力较大。
- **资产流动性不足。**公司其他应收款、存货和在建工程合计占总资产的比重较大，其中其他应收款为椒江国资与椒江区其他国有公司之间的往来拆借款，对资金形成一定占用；存货及在建工程主要包括土地开发、基础设施建设项目以及医药板块生产线的投入，需持续关注基建工程及药品生产线完工的后续结转情况。
- **短期偿债压力较大。**受基础设施建设业务及药业板块在建项目资金需求大、建设周期长等因素影响，公司总债务规模较大，短期内公司债务集中于未来一年内到期，短期偿付压力较大。

项目负责人：吴江珊 jshwu@ccxi.com.cn

项目组成员：汤爱萍 aptang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

## 财务概况

| 椒江国资（合并口径）        | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）           | 518.45 | 604.77 | 648.64 | 695.58 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元）   | 207.99 | 204.19 | 223.76 | 226.35 |
| 总负债（亿元）           | 310.46 | 400.59 | 424.88 | 469.23 |
| 总债务（亿元）           | 226.01 | 289.27 | 293.02 | 341.02 |
| 营业总收入（亿元）         | 123.56 | 140.85 | 150.66 | 35.33  |
| 经营性业务利润（亿元）       | 8.58   | 8.54   | 10.08  | 2.98   |
| 净利润（亿元）           | 9.11   | 6.48   | 6.65   | 2.22   |
| EBITDA（亿元）        | 29.41  | 30.30  | 27.61  | --     |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 13.60  | 18.65  | 24.81  | -7.00  |
| 总资本化比率(%)         | 52.08  | 58.62  | 56.70  | 60.11  |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 2.71   | 2.45   | 3.60   | --     |

注：1、中诚信国际根据椒江国资提供的经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年、2022 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据采用下年年初数，2022 年财务数据采用期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 担保主体概况数据

| 台州国运（合并口径）        | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3   |
|-------------------|--------|--------|--------|----------|
| 总资产（亿元）           | 780.23 | 852.78 | 995.60 | 1,015.04 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元）   | 323.89 | 325.04 | 358.10 | 349.27   |
| 总负债（亿元）           | 456.34 | 527.75 | 637.51 | 665.77   |
| 总债务（亿元）           | 258.21 | 293.45 | 359.32 | 382.99   |
| 营业总收入（亿元）         | 45.68  | 62.90  | 81.23  | 33.49    |
| 经营性业务利润（亿元）       | -2.24  | 0.67   | -5.59  | 0.63     |
| 净利润（亿元）           | 0.99   | 2.22   | 1.13   | 0.55     |
| EBITDA（亿元）        | 19.15  | 19.14  | 21.39  | 3.27     |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | -0.64  | -0.99  | -3.86  | -1.03    |
| 总资本化比率(%)         | 44.36  | 47.45  | 50.09  | 52.30    |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 1.39   | 1.27   | 1.66   | 1.15     |

注：1、中诚信国际根据台州国运提供的分别经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）及经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度和 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 评级历史关键信息

| 台州市椒江区国有资本运营集团有限公司 |                                |            |             |                                                                          |                      |
|--------------------|--------------------------------|------------|-------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 主体评级               | 债项评级                           | 评级时间       | 项目组         | 评级方法和模型                                                                  | 评级报告                 |
| AA+/稳定             | 22 椒江债<br>01/22 椒江<br>01 (AAA) | 2022/6/27  | 江林燕、吴江珊     | <a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型</a><br><a href="#">C250000_2019_02</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA+/稳定             | 20 椒江国资<br>MTN001<br>(AA+)     | 2022/6/27  | 江林燕、吴江珊     | <a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型</a><br><a href="#">C250000_2019_02</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA+/稳定             | 20 椒江国资<br>MTN001<br>(AA+)     | 2020/08/19 | 江林燕、杨羽明、吴江珊 | <a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型</a><br><a href="#">C250000_2019_02</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

## 同行业比较（2022 年数据）

| 项目              | 椒江国资   | 富春湾新城   | 海宁城投     |
|-----------------|--------|---------|----------|
| 最新主体信用等级        | AA+    | AA+     | AA+      |
| 地区              | 台州市椒江区 | 杭州市-富阳区 | 嘉兴市-海宁市  |
| GDP（亿元）         | 769.82 | 917.40  | 1,247.00 |
| 一般公共预算收入（亿元）    | 50.06  | 91.74   | 95.08    |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 223.76 | 311.75  | 225.68   |
| 总资本化比率（%）       | 56.70  | 64.59   | 50.30    |

EBITDA 利息覆盖倍数 (X) 3.60 0.43 0.46

注：“富春湾新城”系“杭州富春湾新城建设投资集团有限公司”的简称；“海宁城投”系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称。

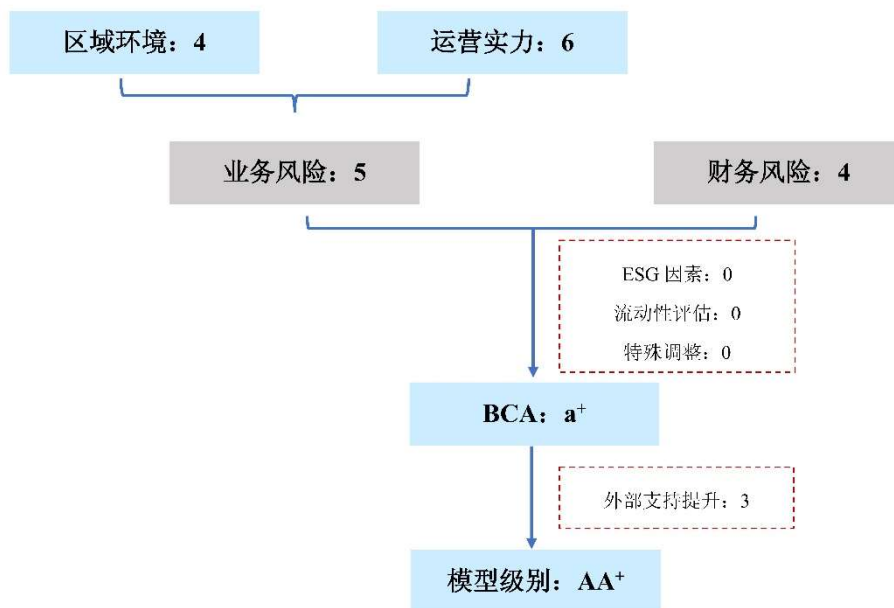
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 本次跟踪债项情况

| 债项简称                  | 本次债项<br>评级结果    | 上次债项<br>评级结果    | 上次评级时<br>间 | 发行金额<br>(亿元) | 债项余额<br>(亿元) | 存续期                 | 特殊条款               |
|-----------------------|-----------------|-----------------|------------|--------------|--------------|---------------------|--------------------|
| 21 椒江 01              | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2022/6/27  | 20.00        | 20.00        | 2021/9/6~2026/9/6   | 调整票面利率、回售          |
| 20 椒江国资<br>MTN001     | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2022/6/27  | 10.00        | 10.00        | 2020/8/26~2025/8/26 | 调整票面利率、回<br>售、交叉违约 |
| 19 椒江 01              | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2022/6/27  | 20.00        | 20.00        | 2019/8/23~2024/8/23 | 调整票面利率、回售          |
| 22 椒江债 01/22<br>椒江 01 | AAA             | AAA             | 2022/6/27  | 9.00         | 9.00         | 2022/7/28~2029/7/28 | 调整票面利率、回售          |

## 评级模型

台州市椒江区国有资本运营集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险：

中诚信国际认为，椒江区经济财政实力强劲，区域环境风险很低。椒江国资业务多样性程度高，名下经营类子公司发展较好，城建及公用事业类子公司具有一定区域垄断性，业务竞争力较强，且具备很强的业务稳定性和持续性。

### ■ 财务风险：

中诚信国际认为，受益于药品板块现金回收周期较短，公司获现能力较好，EBITDA 利息保障倍数处于良好水平；财务杠杆处于行业平均水平；公司所有者权益规模尚可，但仍有待进一步提升。另外，公司存货及在建工程主要为基建项目开发成本及药品研发项目，结转周期较长，资产流动性不足。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对椒江国资个体基础信用等级无影响，椒江国资具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持：

中诚信国际认为，椒江区政府的支持能力和对公司的支持意愿强，主要体现在椒江区作为核心城区，经济财政实力较强；椒江国资作为椒江重要的国有资产运营管理平台，成立以来持续获得政府在股权划转、财政补助等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

“19 椒江 01”募集资金总额 20.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，本期债券募集资金在扣除发行费用后，已全部用于偿还银行贷款等公司债务。

“21 椒江 01”募集资金总额 20.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，本期公司债券募集资金扣除发行费用后，已将 20 亿元用于偿还前期已发行公司债券“16 椒江债”。

“22 椒江债 01/22 椒江 01”募集资金总额为 9.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，本期债券募集资金已全部用于出资“台州市椒江国信兴台股权投资合伙企业（有限合伙）”。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

椒江区位于浙江省沿海中部台州湾入口处，旧称“海门”。1981 年，椒江市建立，为浙江省第一个县级市。1994 年 8 月，国务院批准台州撤地设市，行政中心移设椒江，椒江撤市设区，成为台州市主城区及市委、市政府驻地。椒江区陆地面积 280 平方公里，海域面积 1,604 平方公里，海岸线长 51.4 公里，下辖 7 个街道、1 个海岛镇、1 个农场和 1 个渔业总公司。近年来人口保持增长，2022 年末全区常住人口 85.8 万人，比上年末增加 1.2 万人。

作为台州市主城区，椒江区经过多年发展已形成较为成熟的产业结构，拥有医药化工、缝制设备、智能马桶等优势产业，为“中国缝制设备制造之都”以及全国智能马桶首发之地、主要生产地。椒江医药化工行业起步于上世纪 80 年代，90 年代后成为首个国家级化学原料药基地的重要组成，经过十多年的环境整治及产业转型提升，现已形成以海正药业、九洲药业、海翔药业等上市药企为主的格局，并设有浙江省特色小镇绿色药都小镇。另一方面，椒江区服务业不断展现活力，近年来第三产业增加值占地区生产总值的比重不断提升，2022 年三次产业结构达到 1.87:36.94:61.19。2022 年，椒江区实现地区生产总值 769.82 亿元，排名全市第三位，增速为 0.8%。

表 1：2022 年台州市各区县经济实力及地方财政收支情况

| 地区         | GDP           |          | 人均 GDP      |          | 一般公共预算收入     |          |
|------------|---------------|----------|-------------|----------|--------------|----------|
|            | 金额（亿元）        | 排名       | 金额（万元）      | 排名       | 金额（亿元）       | 排名       |
| 台州全市       | 6,040.72      | --       | 9.05        | --       | 440.75       | --       |
| 温岭市        | 1,306.80      | 1        | 9.18        | 3        | 81.34        | 1        |
| 临海市        | 878.52        | 2        | 7.89        | 7        | 62.11        | 2        |
| <b>椒江区</b> | <b>769.82</b> | <b>3</b> | <b>8.97</b> | <b>4</b> | <b>50.06</b> | <b>5</b> |
| 路桥区        | 757.00        | 4        | 11.83       | 1        | 50.42        | 3        |
| 玉环县        | 731.60        | 5        | 11.22       | 2        | 50.38        | 4        |
| 黄岩区        | 612.10        | 6        | 8.60        | 6        | 40.96        | 6        |
| 天台县        | 351.10        | 7        | 7.47        | 8        | 24.80        | 8        |
| 三门县        | 332.60        | 8        | 8.78        | 5        | 32.06        | 7        |
| 仙居县        | 300.10        | 9        | 6.98        | 9        | 18.65        | 9        |

注：由于各市区均未公布人均 GDP，以上数据系根据年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为椒江区财政实力形成了有力的支撑，2022 年受留抵退税因素影响椒江区一般公共预算收入同比下降 1.6%；政府性基金收入是椒江区地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，具有一定波动性。再融资环境方面，椒江区广义债务率处于台州市中游水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于浙江省区县级平台平均水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来椒江区地方经济财政实力

| 项目           | 2020   | 2021   | 2022   |
|--------------|--------|--------|--------|
| GDP（亿元）      | 691.90 | 752.14 | 769.82 |
| GDP 增速（%）    | 2.6    | 6.2    | 0.8    |
| 人均 GDP（万元）   | 8.47   | 8.99   | 9.04   |
| 固定资产投资增速（%）  | 2.4    | -4.5   | -20.8  |
| 一般公共预算收入（亿元） | 45.64  | 50.87  | 50.06  |
| 政府性基金收入（亿元）  | 74.57  | 48.54  | 88.76  |
| 税收收入占比（%）    | 91.87  | 94.83  | 89.29  |
| 公共财政平衡率（%）   | 82.24  | 87.29  | 74.36  |

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：椒江区财政局，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，椒江国资的运营实力较好，跟踪期内公司作为椒江区重要的国有资产运营管理主体，承担了区内国有资产的经营及投资任务，部分基建及热电类业务在椒江区内具有区域垄断优势，业务竞争力强；随着商贸核心区开发需求的增加，公司在建项目较多，同时，公司持有海正集团等区内优质企业股权，业务板块多元化且近年来发展稳定，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，商贸核心公司并入公司合并范围后，公司存货及在建工程中多为基建类项目开发成本及药品研发项目，开发及结转周期较长，影响公司资产整体流动性，需关注该部分项目建设进度及结转情况。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

|           | 2020 年 |        |       | 2021 年 |        |        | 2022 年 |        |        | 2023 年 1~3 月 |        |         |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|---------|
|           | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入           | 占比     | 毛利率     |
| 药品生产销售    | 113.12 | 91.55  | 43.39 | 122.19 | 86.75  | 40.61  | 120.37 | 79.89  | 41.41  | 30.90        | 87.44  | 40.16   |
| 生物材料销售    | 2.60   | 2.10   | 25.36 | 5.80   | 4.12   | 15.71  | 5.98   | 3.97   | 13.71  | 1.40         | 3.98   | 10.20   |
| 土地整理      | --     | --     | --    | 3.17   | 2.25   | 17.99  | 4.20   | 2.79   | 8.85   | --           | --     | --      |
| 热电销售      | 1.57   | 1.27   | 30.74 | 2.34   | 1.66   | 23.12  | 3.36   | 2.23   | 22.22  | 0.82         | 2.33   | 24.59   |
| 环卫街道保洁    | --     | --     | --    | 0.88   | 0.63   | -26.28 | 1.68   | 1.12   | -25.33 | 0.44         | 1.24   | -14.89  |
| 代建项目      | --     | --     | --    | 0.87   | 0.62   | 3.54   | 0.41   | 0.27   | 3.54   | --           | --     | --      |
| 公墓销售      | 0.32   | 0.26   | 30.96 | 0.64   | 0.45   | 40.29  | 0.41   | 0.28   | 49.66  | 0.14         | 0.41   | 35.73   |
| 粮油食品销售    | --     | --     | --    | 0.14   | 0.10   | -17.11 | 0.46   | 0.30   | -5.53  | 0.13         | 0.36   | 1.09    |
| 白肉销售      | --     | --     | --    | 0.42   | 0.30   | 0.46   | 2.47   | 1.64   | 0.37   | 0.50         | 1.41   | 5.44    |
| 交通运输      | 0.49   | 0.39   | 4.88  | 0.48   | 0.34   | -5.05  | 0.50   | 0.33   | -4.35  | 0.03         | 0.08   | -257.36 |
| 安保器材销售与服务 | 0.74   | 0.60   | 8.79  | 0.43   | 0.31   | 15.44  | 0.56   | 0.37   | 14.48  | 0.15         | 0.43   | 10.61   |
| 棚改房产回购    | --     | --     | --    | --     | --     | --     | 5.59   | 3.71   | -28.09 | --           | --     | --      |
| 其他        | 4.72   | 3.82   | 6.47  | 3.49   | 2.48   | 17.03  | 4.66   | 3.10   | 27.19  | 0.82         | 2.31   | 15.22   |
| 合计        | 123.56 | 100.00 | 41.05 | 140.85 | 100.00 | 37.14  | 150.66 | 100.00 | 34.07  | 35.33        | 100.00 | 36.34   |

注：1、土地整理业务、代建业务收入均来自于子公司商贸核心公司。2、其他业务收入包括污水处理收入，工程施工收入，公墓销售收入、门票、市民卡、旅游业及其他收入，安保器材销售与服务收入，租赁收入等，其中污水处理及工程施工业务收入已于 2020 年 6 月划出公司合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 药品生产销售业务

**药品板块收入是公司营业收入的主要构成部分，主要系下属上市子公司海正药业的原料药及制剂的生产和销售业务，2020 年以来公司增加对海正药业的持股比例，跟踪期内海正药业盈利情况较为稳定**

跟踪期内，药品生产销售依然是公司最主要的经营类业务，主要由子公司海正集团下属上市公司浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”，600267.SH）负责，截至 2023 年 3 月末，公司通过海正集团对海正药业间接持有 21.7%的股权，同时直接持有海正药业 5.08%的股权，为海正药业实际控制人。海正药业业务类型包括医药制造（原料药及制剂业务）和医药流通业务，2022 年及 2023 年 1~3 月，海正集团药业板块分别实现营业收入 117.09 亿元和 30.07 亿元，分别占公司营业总收入的 77.72%和 85.11%，系公司收入的主要构成部分。

生产及采购方面，截至 2023 年 3 月末，海正药业主要生产基地为海正台州生产基地、海正杭州富阳生产基地和海正药业南通有限公司南通生产基地。海正药业向经过美国食品药品监督管理局（FDA）、欧洲药品质量管理局（EDQM）认可的原材料供应商购买相关材料进行产品生产，生产所需的原材料共计 130 多种，主要原材料为淀粉、白糖、黄豆饼粉等粮食类原材料和一些化工类原材料（丙酮、二氯甲烷、甲醇、乙酸乙酯等），原材料在成本中大约占比 40%。原材料采购以国内采购为主，主要原材料供应商较为分散，2022 年前五大主要供应商采购金额合计占当期采购总额的 18.87%。

销售模式方面，原料药业务以自主外销和合同定制生产两大模式为主，85%以上销售给欧美等药政市场的制药企业。但自 2016 年海正药业收到欧盟药品管理局发布的关于海正药业台州工厂《GMP 不符合声明》<sup>1</sup>后，原料药出口销售出现下滑。制剂药业务以国内市场为主，下属子公司浙江海晟药业有限公司（简称“海晟药业”）负责自产制剂产品的国内推广，子公司瀚晖制药有限公司（以下简称“瀚晖制药”）<sup>2</sup>则负责海正药业和辉瑞制药有限公司合资成立时双方注入的品种销售，同时，海正药业也在逐步拓展国际制剂业务，目前已与部分全球性医药企业建立了战略合作伙伴关系，截至 2023 年 3 月末，海正药业已有 41 个原料药产品获得美国 DMF 许可，17 个制剂产品获得美国 ANDA（简略新药申请）证书认证（其中 2 个为临时获批），27 个产品获得 CEP 证书。

海正药业同时包含第三方药品销售业务，第三方药品主要由子公司浙江省医药工业有限公司及瀚晖制药等直接向制药企业进行采购，之后代理其产品在浙江省销售；或向其他销售代理商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。2022 年末，第三方药品销售收入占比约 43%。

近年来，海正药业主要业务品种产销情况良好，2022 年主营业务收入同比下降 1.63%，主要受原料药业务市场价格竞争加剧，以及进口产品供货不足影响。随着辉瑞注入瀚晖制药的进口品地产

<sup>1</sup> 截至目前，《GMP 不符合声明》包含的公司台州工厂岩头厂区 Y20、Y36、Y37、Y38、Y39 建筑物内生产的细胞毒及有害活性药物成分（原料药）产品仍处于不符合状态。

<sup>2</sup> 2020 年 7 月，海正药业拟以发行股份、可转换公司债券以及支付现金的方式向 HPPC 购买其持有的瀚晖制药 49%的股份，同时向椒江国资发行股份以募集配套资金不超过 7 亿元，交易对价总计 44.01 亿元，该次交易构成重大资产重组。2021 年 2 月 4 日，海正药业收到中国证监会核发的《关于核准浙江海正药业股份有限公司向 HPPCHoldingSARL 发行股份、可转换公司债券购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2021]314 号）。截至目前该项重组交易已完成，海正药业直接持有并通过全资子公司海正杭州公司持有瀚晖制药 100%的股份。

化按计划顺利推进以及公司经营管理效率的提升，2022 年海正整体经营呈盈利状态，当期归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.13 亿元，同比增长 48.81%。2023 年 1~3 月，海正药业实现营业收入 30.64 亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.69 亿元。

表 4：海正药业药品板块收入情况（亿元）

| 产品名称          | 2020 年        |              | 2021 年        |              | 2022 年        |              | 2023.1~3     |              |
|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 收入            | 成本           | 收入            | 成本           | 收入            | 成本           | 收入           | 成本           |
| 抗肿瘤药          | 8.20          | 2.04         | 8.41          | 2.13         | 9.72          | 2.50         | 1.94         | 0.45         |
| 抗感染药          | 20.48         | 6.73         | 27.47         | 11.08        | 21.92         | 7.83         | 5.28         | 1.67         |
| 心血管药          | 10.23         | 4.25         | 13.68         | 6.00         | 17.34         | 5.80         | 4.18         | 0.99         |
| 抗寄生虫药及兽药      | 7.32          | 4.18         | 8.92          | 5.34         | 9.16          | 4.94         | 2.46         | 1.36         |
| 内分泌药          | 4.18          | 2.46         | 4.32          | 2.73         | 3.50          | 2.27         | 0.45         | 0.29         |
| 其他药品          | 9.21          | 3.07         | 6.93          | 2.10         | 5.58          | 1.93         | 1.31         | 0.39         |
| <b>海正药品小计</b> | <b>59.63</b>  | <b>22.73</b> | <b>69.73</b>  | <b>29.38</b> | <b>67.21</b>  | <b>25.29</b> | <b>15.62</b> | <b>5.15</b>  |
| 其中：海正原料药合计    | 13.03         | 8.24         | 13.51         | 9.84         | 11.49         | 8.26         | 2.94         | 1.87         |
| 其中：海正制剂合计     | 46.60         | 14.50        | 56.22         | 19.54        | 55.73         | 17.03        | 12.68        | 3.28         |
| <b>非海正药品</b>  | <b>50.48</b>  | <b>38.83</b> | <b>49.29</b>  | <b>40.56</b> | <b>49.87</b>  | <b>42.51</b> | <b>14.45</b> | <b>12.65</b> |
| <b>合计</b>     | <b>110.11</b> | <b>61.56</b> | <b>119.02</b> | <b>69.94</b> | <b>117.09</b> | <b>67.80</b> | <b>30.07</b> | <b>17.80</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品研发方面，近年来随着资本化项目的不断获批上市，目前海正药业整体资本化研发投入有所回落，2022 年末，海正药业研发费用 4.29 亿元，占收入比重为 3.56%。在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，海正药业账面在建工程主要有 3 个，已投资 8.23 亿元，部分项目实际投入已超过前期预算投资额。其中国家战略性药品创新及产业化平台项目由于建设主体子公司北京军海药业有限责任公司已进入破产清算程序，项目已停工；瀚辉制药注射剂扩建生产项目（特治星地产化项目）、二期生物工程项目以及企业研究院项目已实际完工但由于未达到可使用状态，目前仍属于在建工程。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建研发项目情况（亿元）

| 项目名称                    | 开工时间     | 预计完工时间   | 计划投资额        | 截至 2023 年 3 月末已完成投资 |
|-------------------------|----------|----------|--------------|---------------------|
| 国家战略性药品创新及产业化平台项目       | 2015 年   | 未定       | 6.48         | 3.07                |
| 瀚辉制药注射剂扩建生产项目（特治星地产化项目） | 2018 年   | 2021 年   | 3.95         | 4.29                |
| 瀚晖美卓乐生产线项目              | 2018 年   | 未定       | 1.63         | 0.87                |
| <b>合计</b>               | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>12.06</b> | <b>8.23</b>         |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

<sup>3</sup>另外，公司孙公司台州市健达医疗服务有限公司（以下简称“健达医疗”）包含批发零售医疗器械和药品业务，健达医疗系椒江区政府于 2017 年 1 月无偿划拨至公司，业务范围主要系台州市医院、药店及医药公司。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，健达医疗分别实现营业收入 3.01 亿元、

<sup>3</sup> 其他方面，2019 年 9 月 5 日，海正药业控股子公司浙江海正博锐生物制药有限公司（以下简称“海正博锐”）通过在台州市产权交易所有限公司挂牌实施增资扩股及部分老股转让，最终由 PAGHighlander(HK)Limited（以下简称“太盟”）摘牌，并涉及部分药品对赌条款。截至 2023 年 3 月末，对赌协议后续涉及的项目仅剩曲妥珠单抗仍处于国家药品监督管理局审评中状态。海正药业与太盟经过沟通，考虑到双方作为博锐生物长期合资股东的友好合作关系，双方同意对海正药业形成的该等义务的履行，根据审评审批的进展情况保持友好协商。因此海正药业暂时无需因 2022 年 6 月底妥珠单抗未获批而履行对太盟的现金补偿义务，但仍存在后续因触发条件未达成而履行现金补偿义务的风险，具体视曲妥珠单抗审批进展及双方协商情况而定，海正药业保留金融负债 2.75 亿元。中诚信国际将对海正药业该项重组涉及剩余产品获批进度保持持续关注。

3.17 亿元、3.28 亿元和 0.83 亿元，营收较为稳定。

## 生物材料销售业务

**2022 年公司生物材料销售业务子公司海正生材成功上市，当年聚乳酸市场持续处于供不应求的状态，加之前期投产生产线逐步释放产能，海正生材销售收入大幅增长，但该业务受政策影响较大，需持续关注未来禁塑令等相关行业政策实施对业务的影响**

生物材料销售业务由海正集团子公司浙江海正生物材料股份有限公司（以下简称“海正生材”，688203.SH）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。公司主要从事聚乳酸的研发、生产和销售，是国内较早聚乳酸产业化生产企业，也是全球耐高温聚乳酸产业化生产企业，成立前期建有国内第一条拥有自主知识产权的年产 10,000 吨聚乳酸产业化生产线，是继 Natureworks、Total-CorbionPLAbv 之后全球实现聚乳酸产业化生产企业。经过十多年的产学研投入，海正生材目前拥有 23 项发明专利，涵盖聚合、催化剂、改性加工工艺等，现有树脂牌号 10 余个，销售领域涵盖了家居用品、一次性餐具、纺丝纤维、包装膜类、3D 打印耗材等，整体业务竞争力强劲。

为满足日渐提升的下游需求，海正生材的年产 5 万吨聚乳酸树脂及制品工程项目设计年产能 5 万吨，总投资额 6.5 亿元，分两期进行建设，其中第一期 3 万吨生产线已投资 4.5 亿元，并于 2020 年年底投入运行，一期投产后海正生材聚乳酸设计年产能达到 4.5 万吨（其中 0.5 万吨/年为丙交酯投料），2021 年实际产能 3.45 万吨/年，尚处于产能爬坡期；第二期 2 万吨生产线已投资 2 亿元，目前项目已完工，处于试运营调试阶段，预计于 2023 年第二季度全面投产，届时公司聚乳酸总产能达到 6.5 万吨，将进一步提高海正生材的生产能力以及盈利水平。

海正生材目前营收主要来自于聚乳酸的销售，聚乳酸主要原材料为丙胶脂和乳酸，其中丙胶脂从泰国采购，乳酸从国内采购。2022 年海正生材前五大供应商采购金额占比合计 56.98%，集中度一般。海正生材采用以销定产的方式进行生产，生产完成后款到发货。海正生材客户遍及全球，国内客户主要集中在江浙沪深地区，国外客户主要集中在欧洲、日本和韩国，目前海正生材聚乳酸产品 20%销往海外市场。2022 年海正生材前五大客户销售收入占比为 37.15%。

盈利模式方面，海正生材产品大部分直接销售给客户，海外市场设有区域代理商，会支付一定比例的佣金给代理商。价格上，海正生材根据产品型号自主定价。结算货币上，国内客户采用人民币收款，国外客户采用美元收款。

从销售价格来看，2020 年以来在国内外深入推进实施“限塑令”的背景下，聚乳酸销售价格随市场行情保持在高位，2021 年以来受宏观环境影响下游需求下滑，销售价格稍有回落。销售收入方面，2020 年以来由于市场处于供不应求的状态，加之前期投产的生产线产能逐渐释放，海正生材销售收入逐年增长。

表 6：聚乳酸销售明细情况（万元）

| 产品类别    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023.Q1 |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| 纯料收入    | 11,371 | 32,525 | 35,414 | 9,485   |
| 改性料收入   | 14,004 | 25,022 | 23,750 | 4,473   |
| 委托加工等收入 | 529    | 953    | 619    | 322     |
| 合计      | 25,905 | 58,500 | 59,782 | 14,280  |

|              |      |      |      |      |
|--------------|------|------|------|------|
| 平均销售价格（万元/吨） | 2.52 | 2.26 | 2.06 | 1.89 |
| 销售量（万吨）      | 1.14 | 2.54 | 2.93 | 0.74 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地整理业务

**2021 年随着商贸核心公司纳入合并范围，公司负责台州市商贸核心区的土地整理业务，具有一定区域垄断性，给公司带来较为可观的土地开发收入，商贸核心区范围内土地市场行情较好，后续尚有一定规模的待整理土地，公司该项业务稳定和持续性尚好**

公司土地整理业务系 2021 年新并入业务，由商贸核心公司负责对台州市商贸核心区（以下简称“商贸核心区”）内的地块进行开发整理。台州市商贸核心区位于台州中心城市发展轴的核心地段，规划范围东至东环大道、南至椒江区行政边界、西至内环东路、北至现代大道，规划总用地面积约 1,503 公顷，定位为构建集会展商贸、信息服务、都市休闲、现代社区为一体的商贸云城。

为保证商贸核心区经济建设的需要，椒江区人民政府委托商贸核心公司进行商贸核心区的土地整理与基础设施开发建设。双方签订《台州市商贸核心区土地开发整理项目框架协议》（以下简称“框架协议”），约定由商贸核心公司根据椒江区下发的项目计划安排表，实施包括征地拆迁及土地平整等内容在内的开发建设，待宗地达到“三通一平”状态后，由椒江区人民政府进行验收并对地块开发成本进行审定，并以地块审定成本的一定比例计算开发管理酬劳，具体比例以具体项目结算单为准。

资金平衡方面，前期建设资金由商贸核心公司自筹，并将项目支出计入“存货-开发成本”；待土地开发整理完成达到土地出让条件后，商贸核心公司根据椒江区人民政府出具的结算单确认收入，并相应结转成本。2022 年公司确认土地整理收入 4.20 亿元，来自于朱家店立改套地块，截至 2023 年 3 月末，朱家店立改套地块土地整理收入均已回款。2023 年 1~3 月，公司暂未确认土地整理收入。

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，商贸核心公司已开发土地约 2,766.33 亩。截至 2023 年 3 月末，商贸核心区总可开发面积为 6,507.46 亩，剩余未开发土地 3,741.13 亩，需关注公司未来土地整理资金投入以及资金平衡情况。

## 基础设施建设业务

**公司基础设施建设项目覆盖椒江区，尤其商贸核心区范围近年来仍处于建设高峰阶段，业务可持续性较好，其中多数项目未来依靠经营性收入平衡前期投入，需关注未来资金平衡情况**

作为椒江区政府城市基础设施建设运营商，公司承担了椒江区内部分基础设施项目建设的职能，主要由下属公司椒江社发和绿色药都运营。2021 年，公司新并入子公司商贸核心公司，该公司负责台州市商贸核心区的道路、商业配套设施等基础设施建设。

公司的基础设施建设主要有三种经营模式：1）公司先与政府签订委托代建协议，前期资金（视财政情况而定，一般为 5%-10%）由财政拨付（公司将其计入“专项应付款”），后续资金则由公司负责筹集，项目竣工审计后由政府回款。公司将每年收到的财政回款确认为收入。2）公司未与政府签订代建协议，公司先将政府前期支付的少部分拨款计“专项应付款”，将项目支出暂计“在建

工程”，项目移交后，两项核销，差额计入“其他应收款”。3）商贸核心公司与椒江住建局签订《建设项目代建协议书》（以下简称“代建协议”），约定由商贸核心公司建设包括但不限于代建协议中列示的基础设施项目，待商贸核心公司完成代建项目并进行竣工结算后，由椒江住建局结算并支付公司代建费，代建费约定为代建项目投资总额（包括建设期融资利息）再加 13% 收益。前期建设资金由商贸核心公司自筹，并将项目支出计入“存货-开发成本”科目；待完工结算后，商贸核心公司根据代建项目结算单确认收入，同时结转代建成本。同时，商贸核心公司另有部分自建自营的基础设施项目，未来通过经营性收入实现资金平衡。

从业务开展情况来看，前期已完工体育中心、台金高速东沿段及 82 省道复线三个工程建设等项目，合计总投资 5.80 亿元，其中，82 省道复线项目及台金高速东沿段项目采用第一种经营模式，体育中心项目采用第二种模式。截至 2023 年 3 月末，仅 82 省道复线项目收到政府回款 2.70 亿元，剩余金额及回款时间尚未明确。2020 年十一塘围垦工程完工移交，该项目于 2012 年建成，但由于政府资金安排进度影响于 2020 年办理竣工移交，公司将拨付的专项应付款 7.19 亿元与在建工程对冲核销，剩余未回收的 1.20 亿元计入其他应收款。2022 年，公司实现基础设施建设代建收入 0.41 亿元，来自于商贸核心公司完工的学院南路（开发大道-现代大道）道路工程，截至 2023 年 3 月末收到回款 0.32 亿元。2023 年 1~3 月，公司暂未确认代建收入的基础设施项目。在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目合计总投资 54.66 亿元，已累计完成投资 39.09 亿元，其中心海城市共享空间和网络直播基地建设项目由商贸核心公司负责，暂无拟建项目，整体仍处于建设投入高峰期，且多数项目未来通过自营方式平衡资金，需关注未来公司资金支出压力及资金平衡情况。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

| 项目名称                           | 资金平衡方式       | 投资总额  | 已完成投资 | 建设期           |
|--------------------------------|--------------|-------|-------|---------------|
| 洪家场浦排涝调蓄工程                     | 政府回款平衡       | 21.73 | 22.18 | 2013 年~2025 年 |
| 大陈岛海洋旅游综合开发项目                  | 旅游业务收入平衡     | 10.68 | 5.02  | 2018 年~2026 年 |
| 心海城市共享空间项目                     | 商业设施租金收入平衡   | 16.58 | 8.65  | 2021 年~2025 年 |
| 网络直播基地建设项目                     | 租金收入及停车费收入平衡 | 3.73  | 2.40  | 2021 年~2023 年 |
| 海州街（洪家南环线-路桥界）及规划二路（洪家南环线-路桥界） | 代建模式         | 1.25  | 0.47  | 2021 年~2023 年 |
| 三水润园周边道路                       | 代建模式         | 0.69  | 0.37  | 2021 年~2023 年 |
| 合计                             |              | 54.66 | 39.09 |               |

注：1、洪家场浦排涝调蓄工程中，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住用地（面积约为 742.84 亩）的土地出让收入的 90% 部分拨付公司用于弥补项目建设成本。因该项目尚未完工，周边地块未对外出售，因此椒江区政府尚未拨付相关资金。2、心海城市共享空间项目主要建设内容为五个商业兼文化设施建设和外围绿化景观提升，网络直播基地建设项目建设内容包括商务办公用房及地下停车库。3、大陈岛海洋旅游综合开发项目有所调整，故 2023 年 3 月末已投资额有所减少。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 房产开发业务

公司负责商贸核心区的保障房、商品房开发及椒江区内部分工业园区厂房建设，目前暂无在售房产项目，多处于建设状态

公司房产开发业务包括商贸核心公司负责的保障房及商品房开发以及台州市椒江工业投资集团有限公司负责的工业园区厂房建设与销售业务。

保障房建设方面，根据商贸核心区土地开发进度，商贸核心公司受政府委托对辖区内部分保障房进行建设。待前期土地整理、拆迁等工作完成后，商贸核心公司依照街道及村里的安置需求进行项目建设，项目完工达到安置标准后，商贸核心公司按照政府指导价格，面向安置户定向销售，并以此销售房款确认收入，同时结转成本。同时，商贸核心公司通过招拍挂方式竞得开发大道南侧、学院路东侧地块，未来预计进行建设为 TOD 综合体及邻里中心。

从业务开展情况来看，截至 2023 年 3 月末商贸核心公司已完工上徐村保障房项目，总投资额为 6 亿元，目前已完成交房，确认安置房销售收入 5.59 亿元，但由于成本较高，该项目呈现亏损。商贸核心公司在建 TOD 及邻里中心项目、保障房开发项目各 1 个，总投资额 32.21 亿元，已投资 18.14 亿元，预计于 2023~2024 年完工，其中截至 2022 年 12 月末，TOD 及邻里中心项目中的商品房项目已完成预售，预售销售额（含车位）共计 16.28 亿元，剩余部分计划自持出租，总可租面积为 3.05 万平方米。另外公司拟建一江山大道以南、经中路以西项目，类型为商品房，预计总投资为 29.86 亿元，计划建设年份为 2024~2027 年。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

| 项目名称               | 项目类型        | 总投资额  | 已投资额  | 建设周期      |
|--------------------|-------------|-------|-------|-----------|
| 开发大道南侧、学院路东侧地块开发项目 | TOD 及邻里中心项目 | 23.44 | 12.02 | 2020-2024 |
| 白云街道沙王村棚户区改造项目     | 保障房项目       | 8.77  | 6.12  | 2019-2023 |
| 合计                 |             | 32.21 | 18.14 |           |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司工业厂房建设经营模式主要为自主商业开发模式，即园区建设完成后采取自持与对外销售结合的经营模式。2019 年公司实现销售收入 2.48 亿元，来自于前期完工的前所眼镜小微企业创业园，2019 年可销售部分已全部销售完毕，2020 年以来未实现工业厂房销售收入。

截至 2023 年 3 月末，公司在建台州智能马桶小镇客厅项目和台州湾数字经济产业园一期，均为自营项目，分别预计于 2023 年内和 2024 年完工，项目总投资额合计 25.22 亿元，截至 2023 年 3 月末，已投资 3.96 亿元，未来尚需投资 21.26 亿元。

## 其他业务

**公司同时运营热电销售、环卫保洁、粮食销售、公共运输板块，业务较为多元，对收入形成一定补充**

热电销售业务由海正集团下属一级子公司台州市椒江热电有限公司（以下简称“椒江热电”）运营。椒江热电是椒江区唯一一家热电业务运营主体，主要负责外沙岩头工业园区的蒸汽供应及对国网浙江台州市椒江区供电公司的供电业务，具体业务模式为热电联产。从规模看，截至 2023 年 3 月末，台州市椒江热电有限公司共拥有 3 台 100t/h 高温高压循环流化床锅炉，配套 1 台 25MW 背压式汽轮发电机组，1 台 15MW 背压式汽轮发电机组，总装机容量为 40MW，最大供热能力为 234t/h。2022 年及 2023 年 1~3 月，椒江热电供热量分别为 88.92 万吨和 21.29 万吨。从收入来看，2022 年受益于汽电价格上涨，热电销售收入大幅增长，当期实现收入 3.36 亿元，同比增长 43%；

2023 年 1~3 月，热电销售收入 0.82 亿元。

环卫保洁业务由椒江社发子公司台州市椒江绿清环境发展有限公司（以下简称“绿清公司”）负责，提供椒江区的环卫清扫、城市建筑垃圾及生活垃圾清运等环卫保洁服务，系区内唯一负责该项业务的国有企业。目前，绿清公司主要展业范围已包括椒南全部地区，剩余的椒北两个街道将在日后陆续承接。收入核算方面，绿清公司每月在完成清扫及清运作业后，由椒江区综合行政执法局按月足额预拨服务费，并在年终结合绩效考核结算支付，目前由于业务刚起步，政府购买协议的相关条款还在商定过程中，绿清公司暂未签订相关协议。截至 2023 年 3 月末，绿清公司共拥有环卫保洁人员 1,620 人，环卫保洁车辆 1,039 辆。2022 年及 2023 年 1~3 月，绿清公司分别清运垃圾 24.56 万吨和 6.25 万吨。该业务由于收入结算滞后于成本结算，呈现亏损状态。

公司粮食销售业务主要由商贸核心公司子公司台州市椒江粮食收储有限公司和台州市椒江区粮油储备管理有限公司负责，白肉销售业务由商贸核心公司孙公司台州华篮食品销售有限公司负责，上述子公司于 2021 年 11 月由椒江区人民政府国有资产监督管理办公室同意划入商贸核心公司合并范围，其中粮食销售业务包含椒江区的粮食收储以及粮油食品销售，业务具有民生保障性质，对公司收入形成少量补充。2022 年公司粮食销售业务收入 0.46 亿元，由于销售的陈粮较多而呈现亏损，公司相应收到补贴 0.24 亿元。2023 年 1~3 月，粮食销售业务实现收入 0.13 亿元。白肉销售业务采取纯市场化经营模式，2022 年及 2023 年 1~3 月分别实现收入 2.47 亿元和 0.50 亿元，亦对公司收入形成补充。

公司公共运输板块主要由椒江社发子公司浙江金豹运业有限公司负责运营，业务主要包括省、市、县际内班车客运、包车及海上客运等。近年来，客运业务系受台州市动车和高铁开通以及宏观环境影响业务量不断下滑。公司海上客运业务主要经营椒江至大陈、椒江至一江山岛、一江山岛至大陈航线及上、下陈旅客运输业务，2022 年，为提升消费，椒江区政府发放大陈岛旅游消费券，公司轮渡业务客运量及收入有所回升。

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，其中受海正生材上市影响，2022 年公司所有者权益规模有所增长，但资本实力仍有待进一步提升；财务杠杆水平偏高，2023 年一季度财务杠杆有所升高；经营获现能力较强，EBITDA 对利息的保障能力尚好。

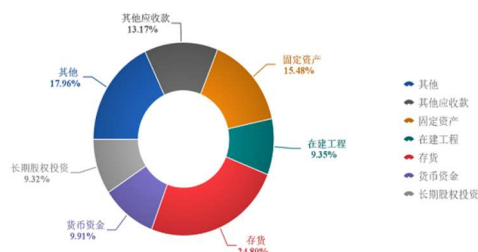
## 资本实力与结构

**随着合并范围的扩大，公司自有资本实力增强，整体负债水平较为合理；公司资产收益性较好，但整体流动性不足。**

近年来公司总资产随着项目拓展和合并范围的增加而不断增长，其中 2021 年末较上年末增长 16.65% 主要系新合并子公司商贸核心公司所致。近年来公司资产以流动资产为主，且主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资、固定资产和在建工程构成，其中截至 2023 年 3 月末，公司其他应收款、存货及在建工程余额占总资产的 45.78%。公司账面上保有一定规模的货币资金，2022 年末存在 2.01 亿元因作为质押的存单、保证金等而受限的货币资金，2023 年 3 月末货币资金增加至 92.87 亿元。其他应收款主要为与区内其他国有企业的往来款，截至 2022 年末公司

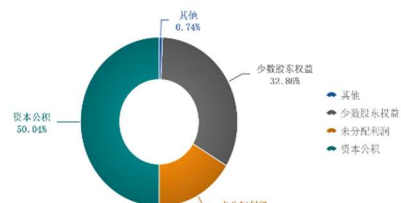
前五大其他应收款余额合计占比达到 77.33%，且应收台州市椒江区投资发展有限公司的款项余额占比 57.48%，集中度较高，账龄以 3 年以上为主，且多为非经营性往来款。公司存货主要为商贸核心公司土地及基础设施建设项目的开发成本、药业板块的在产和库存药品，其中截至 2022 年末，土地及基建项目开发成本余额占存货的比重达 85.72%。长期股权投资系对联营企业的投资，2021 年 4 月公司将持有的台州循环经济发展有限公司（以下简称“台州循环”）股权划至商贸核心公司名下，商贸核心公司将台州循环的股权投资从其他权益工具投资转入长期股权投资列报，采用权益法核算，同时追溯调减期初可供出售金融资产 12.11 亿元、调增期初长期股权投资 37.31 亿元。固定资产主要由房屋建筑物及公司医药板块机器设备等构成，其中 2021 年同比增加 6.93%系公司合并范围增加导致。在建工程主要由椒江区各项基础设施建设工程和海正药业富阳基地工程及其他医药工程构成，2021 年末同比增加 15.15%系商贸核心公司并入的基础设施在建工程。总体来看，公司资产收益性较好，但由于存货和在建工程多为基建项目和药品研发项目，占总资产比重较大，开发周期长，影响公司资产整体流动性。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，其中资本公积 2021 年末增加 3.47 亿元主要系商贸核心公司并入合并范围以及商贸核心公司将专项债资金转为资本公积导致；2022 年末增加 3.17 元主要系海正生材上市后公司股权稀释相应调增资本公积。未分配利润随公司各年度盈利结转而持续增长。少数股东权益主要为海正药业其他股东权益，2022 年末占所有者权益的比重达到 32.83%，其中较上年末增加 14.43 亿元系海正生材上市所致。

近年来公司财务杠杆水平变动不大，资产负债率始终在 60%以上，总资本化比率上升至 60%左右，未来随着项目建设的逐步推进，公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

| 项目        | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产       | 518.45 | 604.77 | 648.64 | 695.58 |
| 流动资产占比    | 52.72  | 53.78  | 53.90  | 56.29  |
| 经调整的所有者权益 | 207.99 | 204.19 | 223.76 | 226.35 |
| 资产负债率     | 59.88  | 66.24  | 65.50  | 67.46  |
| 总资本化比率    | 52.08  | 58.62  | 56.70  | 60.11  |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

公司收入质量尚可，经营活动贡献的现金净流入规模较大，经营获现能力较强；较大规模的自营类项目建设支出使得投资活动呈现较大资金缺口，对外融资需求加剧，需持续关注公司外部融资

### 能力及融资监管政策变化对公司的影响。

近年来公司收现比维持在 1 左右，收入质量尚可。经营活动现金流方面，受益于药业等板块良好的销售和回款情况，公司的经营活动现金流量始终呈净流入，流入现金流保持在高位且逐年增加，拥有较强的获现能力。2023 年一季度由于房产类项目出资较多，经营活动净现金流为负。

由于各个业务板块不断发展扩张，公司投资活动现金流出规模较大，其中每年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多，近年来主要用于心海城市共享空间项目、年产 5 万吨聚乳酸树脂及制品工程项目和大陈岛海洋旅游综合开发项目等大型在建项目建设，预计未来公司投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动的资金缺口较大，经营活动现金流尚可弥补一定的缺口，因此近年来公司筹资活动净现金流受资金缺口以及债务到期的规模而呈现波动。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，融资渠道较为多元，2022 年由于项目建设及偿还债务带来的融资需求较大，筹资活动现金净现金流由负转正。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、%）

| 项目            | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 13.60  | 18.65  | 24.81  | -7.00  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -13.46 | -10.97 | -29.08 | -9.23  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 7.72   | -10.93 | 18.10  | 37.07  |
| 现金及现金等价物净增加额  | 7.65   | -3.27  | 13.97  | 20.82  |
| 收现比           | 1.02   | 1.02   | 1.02   | 1.11   |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模逐年增长，债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；近年来公司 EBITDA 和经营活动净现金流均能对利息有效覆盖。**

随着商贸核心区建设项目的推进，公司债务规模不断推升。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，非标借款占比较小，债务类型及渠道较多元；公司债务期限结构以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 类型   | 成本          | 金额     | 1 年内   | 1-2 年 | 2-3 年 | 3 年以上  |
|------|-------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 银行借款 | 1.5%-5.30%  | 209.71 | 94.41  | 26.41 | 10.17 | 78.72  |
| 债券融资 | 0.01%-6.00% | 116.30 | 26.73  | 24.38 | 10.24 | 54.95  |
| 其他   | 1.20%-7.20% | 5.47   | 3.51   | 0.56  | 0.06  | 1.34   |
| 合计   |             | 331.48 | 124.65 | 51.35 | 20.47 | 135.01 |

注：公司到期债务中不包括应付票据、一年内到期的其他非流动负债（曲妥珠单抗相关补偿款）以及租赁负债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，近年来随利润总额变化而呈现波动，但均能够实现对利息支出的覆盖。另外，由于经营活动净现金流规模的不断增长，经营活动净现金流利息覆盖倍数呈现逐年增加态势。总体来看，公司自身经营所得对利息的覆盖能力尚可。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

|     | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3 |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 总债务 | 226.01 | 289.27 | 293.02 | 341.02 |

|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 短期债务占比         | 57.00 | 42.06 | 38.96 | 39.41 |
| EBITDA         | 29.41 | 30.30 | 27.61 | --    |
| EBITDA 利息覆盖倍数  | 2.71  | 2.45  | 3.60  | --    |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 1.25  | 1.51  | 3.23  | -3.26 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产为 39.79 亿元，占公司总资产的 5.72%，主要为定期存单、抵质押的土地、房屋建筑物和机器设备等，受限规模较小。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 36.77 亿元，占同期末净资产的比例为 16.25%，被担保单位主要为椒江区内或台州市国有企业。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月 11 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>4</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为椒江区主要的国有资产运营主体，没有显著规模的资产、股权划入和划出。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023，公司在建项目投资规模预计在 20~30 亿元左右，主要为商贸核心公司的项目建设、海正药业的药品研发等投入。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 120~130 亿元左右（包含到期偿还后续贷部分）。

### 预测

表 13：公司重点财务指标预测情况

|                  | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测    |
|------------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率（%）        | 58.62    | 56.70    | 51.35~62.77 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.45     | 3.60     | 1.78~2.68   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

<sup>4</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

近年来公司经营活动净现金流保持较高位净流入状态，同时，截至 2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 83.22 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。另外，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 396.14 亿元，尚未使用授信额度为 183.15 亿元，备用流动性较为充足。此外，作为椒江区重要的国有资产运营主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文较多，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于商贸核心区的建设开发，面临一定的资金需求。同时，公司债务到期短期内较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年内的到期债务约 125 亿元，此外近年来公司利息支出均超过 10 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>5</sup>

**中诚信国际认为，公司环境管理表现尚可，同时积极履行社会责任，社会贡献表现较好；战略规划清晰，治理结构及内部控制体系较好。**

环境方面，公司的药品销售、热电销售、房地产开发等生产类业务可能会面临一定环境风险，截至目前，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚，整体来看，公司环境管理表现尚可。

社会方面，公司积极履行社会责任，近年来公司未发生安全生产事故或产品质量事故；同时，公司在社会贡献等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。整体来看，公司战略定位清晰稳定，对下属子公司在发展规划、财务资金、投融资和对外担保等方面均实施集团层面的统一管理，公开市场中信息披露较为及时。

## 外部支持

**中诚信国际认为，椒江区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

椒江区作为台州市核心地区，产业结构现代化，GDP 水平均位于台州市前列，高质量发展的经济水平为财政实力提供了有力的支撑。同时，近年来固定资产投资稳步增长，推升政府债务余额逐年攀升，但总体余额及债务率水平在台州市处于中游，显性政府债务率低于国际 100%警戒标准，但仍需关注叠加政府隐性债务后能带来的系统性风险。

**同时，椒江区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：公司作为椒江区重要的国有资本运营以及投融资主体，承担了区内重要的投资管理职能，所持资产质量优良，且部分业务在椒江区处于垄断地位，战略地位显著
- 2) 与政府的关联度高：公司由椒江区政府直接控股，根据市政府意图承担区内国有资产运营及重

<sup>5</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

大项目开发任务，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：公司在获得股权划转、政府补助等方面有良好记录，股权划转方面，2021 年 4 月 1 日，根据台州市椒江区人民政府国有资产监督管理委员会《关于划转台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司股权的批复》（椒国资办[2021]46 号），公司无偿受让台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司 5% 股权。同时根据公司与台州市椒江区投资发展有限公司签订的《合同解除协议》，自 2021 年 4 月 1 日起解除 2018 年 12 月 29 日签订的《资产授予及委托经营合同》。根据合同约定，自 2021 年 4 月 1 日起，公司收回无偿授予给台州市椒江区投资发展有限公司的台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司 95% 股权相应的全部权利和义务，该公司纳入公司合并范围，有力地扩充了公司的资产规模以及业务范围。资金支持方面，近年来，公司持续获得政府补助。2020~2022 年其他收益分别为 5.14 亿元、5.48 亿元和 7.09 亿元，主要为政府补助，包括经营补助、粮食政策性补贴、企业发展专项资金等。

表 14：椒江区平台比较（亿元、%）

| 名称                   | 大股东及持股比例               | 职能定位与分工               | 总资产    | 所有者权益  | 资产负债率 | 营业总收入  | 净利润  | 债券余额  |
|----------------------|------------------------|-----------------------|--------|--------|-------|--------|------|-------|
| 椒江国资                 | 椒江区人民政府 90%            | 椒江区重要的国有资产运营主体        | 648.64 | 223.76 | 65.50 | 150.66 | 6.65 | 69.00 |
| 台州市椒江城市发展投资集团有限公司    | 台州市椒江区国有资产监督管理委员会 100% | 椒江区“一江两岸”片区开发主体       | 337.05 | 136.39 | 59.53 | 21.91  | 2.32 | 35.00 |
| 台州市椒江区社会事业发展集团有限公司   | 椒江国资 100%              | 椒江区内交通基础设施及社会事业领域建设主体 | 126.12 | 39.19  | 68.93 | 7.09   | 0.88 | 17.00 |
| 台州市椒江工业投资集团有限公司      | 椒江国资 100%              | 椒江区工业领域建设投资主体         | --     | --     | --    | --     | --   | --    |
| 台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司 | 椒江国资 100%              | 商贸核心区片区开发主体           | --     | --     | --    | --     | --   | --    |

注：以上债券余额为截至 2023.5.26 数据

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，椒江区政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，椒江国资与海宁城投、富春湾新城等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力强，对上述公司的支持意愿强至很强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，椒江区与可比组所在区域的行政地位相当，但政府债务压力相对较小，市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。同时，可比公司均为所在区域政府控股的最重要的国有资产经营主体，职能定位显著，当地政府对可比公司的具有较强至强的支持意愿。

其次，椒江国资的外部经营环境风险、业务风险与可比对象相比差异较小。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象更具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，市场化经营程度更高，所持有的资产价值更优质。

然后，椒江国资的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组平均水平，

资本实力有待进一步提升；EBITDA 对利息支出的覆盖能力显著高于比较组，公司及下属重要子公司自身造血能力较强；财务杠杆水平处于行业平均水平；可用银行授信度较高，备用流动性较为充足。

表 15：2022 年同行业对比表

|                   | 椒江国资                                                        | 富春湾新城                          | 海宁城投                                                  |
|-------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 最新主体信用等级          | AA <sup>+</sup>                                             | AA <sup>+</sup>                | AA <sup>+</sup>                                       |
| 地区                | 台州市椒江区                                                      | 杭州市-富阳区                        | 嘉兴市-海宁市                                               |
| GDP（亿元）           | 769.82                                                      | 917.40                         | 1,247.00                                              |
| GDP 增速（%）         | 0.85                                                        | 2.1                            | 0.7                                                   |
| 人均 GDP（万元）        | 9.04                                                        | 13.17                          | 11.33                                                 |
| 一般公共预算收入（亿元）      | 50.06                                                       | 91.74                          | 95.08                                                 |
| 公共财政平衡率（%）        | 74.36                                                       | 67.61                          | 77.74                                                 |
| 政府债务余额（亿元）        | 156.43                                                      | 266.59                         | 230.21                                                |
| 控股股东及持股比例         | 椒江区人民政府 90%                                                 | 杭州市富阳区人民政府<br>国有资产监督管理办公室 100% | 海宁市资产经营公司<br>100%                                     |
| 职能及地位             | 椒江区重要的国有资产运营主体                                              | 富春湾新城内唯一开发建设主体                 | 海宁市城市规划控制区唯一的土地整理及基础设施建设企业，承担城市规划控制区内大部分旧城改造及安置房建设业务， |
| 核心业务及收入占比         | 药品生产销售 79.89%、生物材料销售 3.97%、土地整理 4.20%、热电销售 2.23%、代建业务 0.27% | 土地开发整理 70.34%、安置房销售 18.08%     | 商品销售 41.03%；燃气销售 18.94%；商品房销售 11.05%；安置房销售 10.60%     |
| 业务稳定性和可持续性        | 很强                                                          | 很强                             | 很强                                                    |
| 资产价值              | 很高                                                          | 较低                             | 较低                                                    |
| 总资产（亿元）           | 648.64                                                      | 1,000.71                       | 517.20                                                |
| 经调整的所有者权益合计（亿元）   | 223.76                                                      | 311.75                         | 225.68                                                |
| 总债务（亿元）           | 293.02                                                      | 568.70                         | 228.43                                                |
| 总资本化比率（%）         | 56.70                                                       | 64.59                          | 50.30                                                 |
| 营业总收入（亿元）         | 150.66                                                      | 35.89                          | 71.29                                                 |
| 净利润（亿元）           | 6.65                                                        | 9.27                           | 2.14                                                  |
| EBITDA（亿元）        | 27.61                                                       | 10.74                          | 3.63                                                  |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X）  | 3.60                                                        | 0.43                           | 0.46                                                  |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 24.81                                                       | -96.16                         | -39.02                                                |
| 可用银行授信余额（亿元）      | 183.15                                                      | 398.84                         | 68.02                                                 |
| 债券融资余额（亿元）        | 69.00                                                       | 100.70                         | 137.08                                                |

注：债券融资余额系截至 2023 年 5 月 26 日的债券余额，椒江国资可用银行授信余额为 2023 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 偿债保障措施

台州国运为“22 椒江债 01/22 椒江 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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。其中，台州城投定位为城市更新改造、高铁新区开发建设、地下空间综合利用等城市开发建设领域的投资建设运营综合性集团，并持有台州水务集团股份有限公司 21.63%股份，为其第一大股东。台州市水务集团股份有限公司是台州市城市供水、排水、水环境治理、重大水利工程建设及相关涉水产业项目投资和服务的综合性集团。2019 年 12 月 31 日，台州水务正式在香港联合交易所挂牌上市（股票代码 01542.HK），是台州市第一家市级国企上市企

业。根据《台州市区水务一体化改革实施意见》的要求，后续将以台州水务为主体，逐步实现市区水务一体化。此外，台州交投下属子公司台州市交通工程试验检测中心股份有限公司（代码：872684，简称“台州检测”）在新三板挂牌，为台州市首家在新三板挂牌的市属国有企业。

业务方面，台州国运下属子公司台州城投、台州交投和台州金投，分别系台州市基础设施建设、路产建设和运营及金融投资的主要运营主体，在台州市具有一定的业务垄断性。同时，台州城投经营少量房地产开发项目，补充了收入来源。台州国运下属子公司恩泽医药从事医药零售和批发业务，主要客户为台州市公立医院，收入规模保持稳定。此外，台州国运未来将承担台州市新机场扩建业务和台州市旅游资源开发，业务范围将进一步扩大。

截至 2023 年 3 月末，台州国运资产总额 1015.04 亿元，所有者权益合计为 349.27 亿元，资产负债率为 65.59%；2022 年，台州国运实现营业总收入 81.23 亿元，净利润 1.13 亿元，经营活动净现金流为-3.86 亿元。2023 年 1~3 月，实现营业总收入 33.49 亿元，净利润 0.55 亿元，经营活动净现金流-1.03 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 382.99 亿元，债务到期情况较为分散，短期偿债压力不大。

表 16：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 类型              | 成本    | 金额     | 1 年以内  | 1-2 年 | 2-3 年 | 3 年以上  |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 信用借款/抵押借款/保证借款等 | 4.12% | 132.94 | 42.07  | 25.21 | 8.44  | 57.21  |
| 债券融资 普通债券/永续债等  | 3.28% | 240.38 | 57.02  | 50.44 | 55.97 | 76.96  |
| 非标融资 融资租赁       | 2.85% | 1.16   | 1.08   | 0.07  | -     | -      |
| 合计              | -     | 374.48 | 100.17 | 75.72 | 64.41 | 134.18 |

注：此表数据不包括应付利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2023 年 3 月末，台州国运银行授信总额为 398.56 亿元，尚未使用授信额度为 279.47 亿元，备用流动性较为充足。

受限资产方面，台州国运受限资产规模不大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产占当期末总资产的 1.99%，存在较大的抵质押融资空间。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，台州国运对外担保金额为 36.86 亿元，占同期末净资产的比例为 10.55%，虽被担保单位主要系台州市国有企业，主要为浙江省天台县国有资产经营有限公司、椒江区国有资本运营集团有限公司、台州市黄岩区国有资产经营集团有限公司、台州市水务集团股份有限公司、浙江省天台县国有资产经营有限公司和台州开投蓝城投资开发有限公司等地方国有企业。

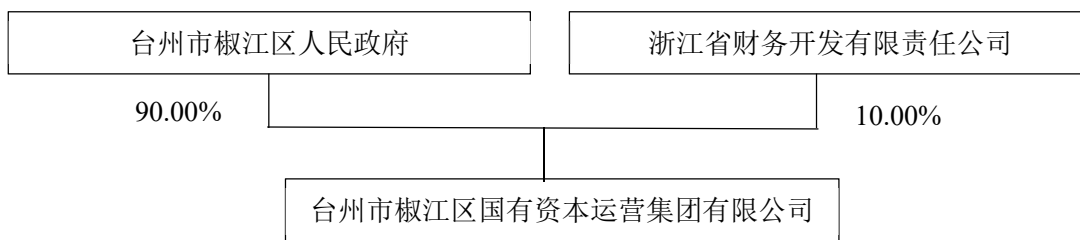
综合来看，中诚信国际维持台州国运主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“22 椒江债 01/22 椒江 01”还本付息起到有力保障作用。

## 评级结论

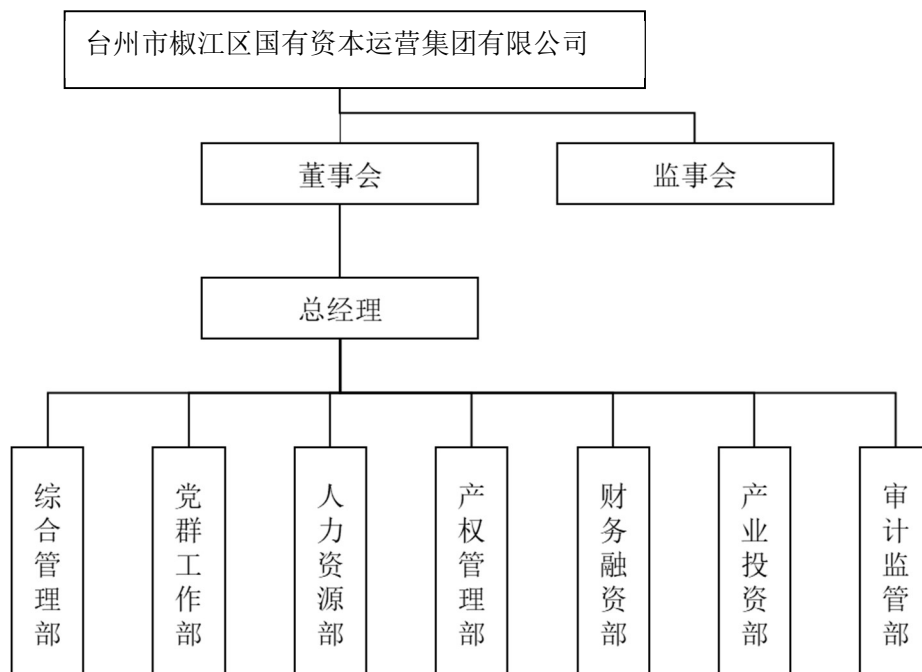
综上所述，中诚信国际维持台州市椒江区国有资本运营集团有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“21 椒江 01”、“20 椒江国资 MTN001”和“19 椒江 01”的债项信用等级为

AA<sup>+</sup>，维持“22 椒江债 01/22 椒江 01”的债项信用等级为 AAA。

## 附一：台州市椒江区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 2023 年 3 月末）

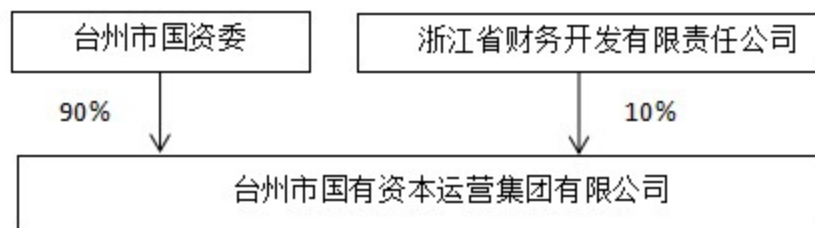


| 序号 | 公司名称                    | 持股比例（%） |
|----|-------------------------|---------|
| 1  | 浙江海正集团有限公司              | 79.864  |
| 2  | 浙江大陈岛开发建设集团有限公司         | 100.00  |
| 3  | 台州市椒江区社会事业发展集团有限公司      | 100.00  |
| 4  | 台州市民卡营运管理中心有限公司         | 100.00  |
| 5  | 台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司      | 100.00  |
| 6  | 台州市椒江工业投资集团有限公司         | 100.00  |
| 7  | 台州市新府城科技传媒有限公司          | 100.00  |
| 8  | 台州市椒江尚荣置业有限公司           | 100.00  |
| 9  | 台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司    | 100.00  |
| 10 | 台州市椒江国信兴台股权投资合伙企业(有限合伙) | 50.00   |



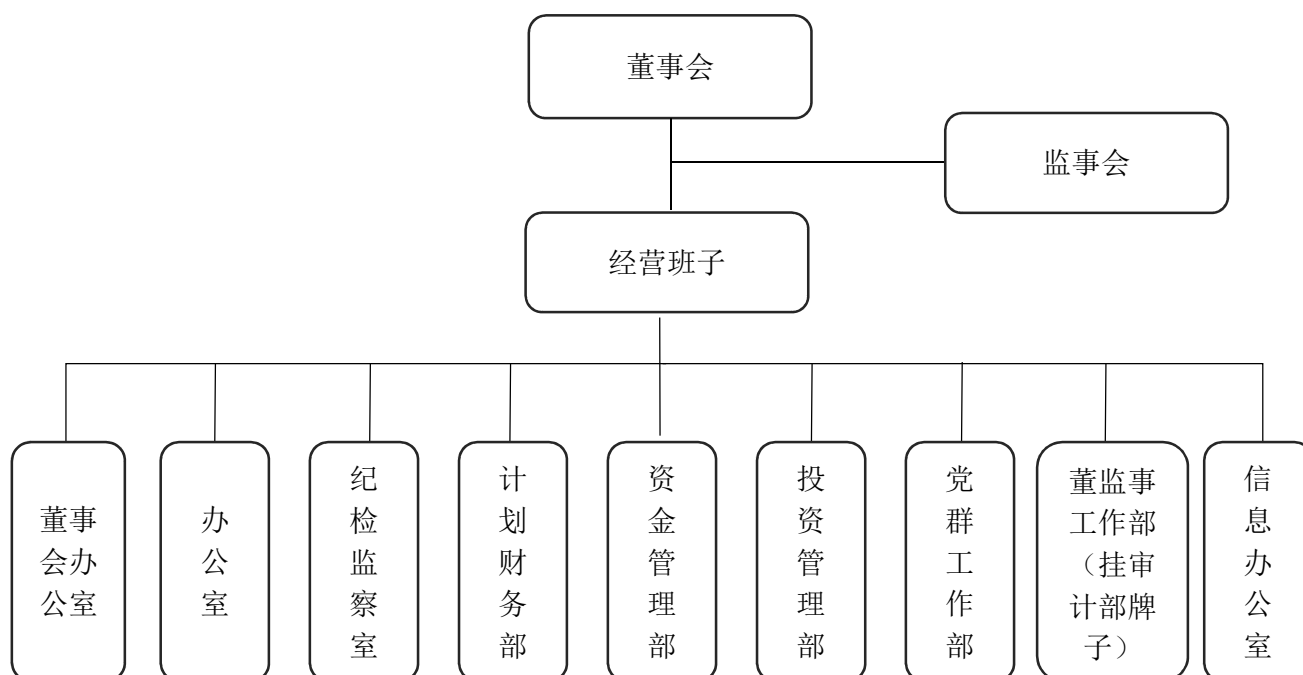
资料来源：公司提供

## 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 2023 年 3 月末）



| 序号 | 全称                | 简称     | 持股比例     |
|----|-------------------|--------|----------|
| 1  | 台州市城市建设投资发展集团有限公司 | 台州城投   | 100.00%  |
| 2  | 台州市国有资产投资集团有限公司   | 台州国投   | 100.00%  |
| 3  | 台州市交通投资集团有限公司     | 台州交投   | 100.00%  |
| 4  | 浙江恩泽医药有限公司        | 恩泽医药   | 100.00%  |
| 5  | 台州市金融投资集团有限公司     | 台州金投   | 100.00%  |
| 6  | 台州市社会事业发展集团有限公司   | 台州社发   | 100.00%  |
| 7  | 台州市公共交通集团有限公司     | 台州公交   | 100.00%  |
| 8  | 台州市人才市场有限公司       | 台州人才市场 | 100.00%  |
| 9  | 台州市经济建设规划院有限公司    | 台州规划院  | 100.00%  |
| 10 | 台州市水利水电勘测设计院有限公司  | 台州水利勘测 | 100.00%  |
| 11 | 台州市交通勘察设计院有限公司    | 台州交通勘察 | 100.00%  |
| 12 | 台州市椒江大桥实业有限公司     | 椒江大桥   | 57.4266% |
| 13 | 台州市城市建设投资发展集团有限公司 | 台州城投   | 100.00%  |
| 14 | 台州市国有资产投资集团有限公司   | 台州国投   | 100.00%  |

注：1、公司直接持有台州城投 80%的股权，间接持有其 20%的股权；2、公司直接持有椒江大桥 24%的股权，间接持有其 33.4266%的股权。



资料来源：公司提供

### 附三：台州市椒江区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）       | 2020         | 2021         | 2022         | 2023.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 557,026.33   | 533,648.81   | 642,982.43   | 928,688.01   |
| 非受限货币资金           | 483,460.41   | 452,891.57   | 622,870.45   | 832,217.86   |
| 应收账款              | 173,635.07   | 250,162.94   | 291,371.62   | 284,102.48   |
| 其他应收款             | 899,088.39   | 891,992.25   | 854,338.05   | 881,857.31   |
| 存货                | 1,019,074.87 | 1,482,627.59 | 1,608,962.58 | 1,678,238.11 |
| 长期投资              | 658,455.76   | 734,313.83   | 830,916.85   | 880,073.98   |
| 在建工程              | 530,239.70   | 610,590.75   | 606,669.34   | 624,436.91   |
| 无形资产              | 102,786.84   | 208,023.03   | 271,434.01   | 267,303.53   |
| 总资产               | 5,184,508.58 | 6,047,711.21 | 6,486,446.58 | 6,955,817.35 |
| 其他应付款             | 181,241.71   | 314,328.17   | 246,156.79   | 265,254.59   |
| 短期债务              | 1,288,196.97 | 1,216,786.00 | 1,141,669.39 | 1,344,105.89 |
| 长期债务              | 971,870.53   | 1,675,901.75 | 1,788,521.85 | 2,066,125.52 |
| 总债务               | 2,260,067.50 | 2,892,687.75 | 2,930,191.24 | 3,410,231.40 |
| 总负债               | 3,104,606.63 | 4,005,858.39 | 4,248,820.04 | 4,692,286.85 |
| 利息支出              | 108,405.40   | 123,444.14   | 76,711.20    | 21,493.38    |
| 经调整的所有者权益合计       | 2,079,901.95 | 2,041,852.82 | 2,237,626.54 | 2,263,530.50 |
| 营业总收入             | 1,235,554.14 | 1,408,526.75 | 1,506,565.93 | 353,326.13   |
| 经营性业务利润           | 85,814.92    | 85,393.04    | 100,778.81   | 29,795.03    |
| 其他收益              | 51,391.28    | 54,792.06    | 70,902.73    | 15,539.22    |
| 投资收益              | 13,116.47    | 16,869.58    | 8,151.73     | 959.78       |
| 营业外收入             | 15,717.00    | 3,301.60     | 3,602.25     | 60.17        |
| 净利润               | 91,129.62    | 64,821.67    | 66,521.12    | 22,248.94    |
| EBIT              | 193,274.42   | 191,397.25   | 148,360.71   | --           |
| EBITDA            | 294,072.91   | 303,010.41   | 276,099.52   | --           |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 1,257,871.97 | 1,442,297.01 | 1,538,417.08 | 391,346.37   |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 102,012.28   | 95,490.07    | 282,048.56   | 20,711.14    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 710,387.36   | 807,908.25   | 1,019,345.10 | 301,144.07   |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 316,112.40   | 280,162.48   | 270,381.99   | 86,408.04    |
| 吸收投资收到的现金         | 32,939.75    | 33,918.60    | 110,974.09   | 0.00         |
| 资本支出              | 160,382.28   | 195,437.13   | 183,246.36   | 49,740.65    |
| 经营活动产生的现金流量净额     | 136,010.92   | 186,505.40   | 248,087.23   | -70,001.47   |
| 投资活动产生的现金流量净额     | -134,557.19  | -109,714.48  | -290,775.73  | -92,298.04   |
| 筹资活动产生的现金流量净额     | 77,164.61    | -109,315.24  | 180,954.81   | 370,673.48   |
| 现金及现金等价物净增加额      | 76,495.42    | -32,718.03   | 139,711.64   | 208,218.64   |
| 财务指标              | 2020         | 2021         | 2022         | 2023.3       |
| 营业毛利率(%)          | 41.05        | 37.14        | 34.07        | 36.34        |
| 期间费用率(%)          | 37.60        | 34.09        | 31.23        | 31.49        |
| 应收类款项/总资产(%)      | 20.69        | 18.89        | 17.66        | 16.76        |
| 收现比(X)            | 1.02         | 1.02         | 1.02         | 1.11         |
| 资产负债率(%)          | 59.88        | 66.24        | 65.50        | 67.46        |
| 总资本化比率(%)         | 52.08        | 58.62        | 56.70        | 60.11        |
| 短期债务/总债务(%)       | 57.00        | 42.06        | 38.96        | 39.41        |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 1.25         | 1.51         | 3.23         | -3.26        |
| 总债务/EBITDA(X)     | 7.69         | 9.55         | 10.61        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.23         | 0.25         | 0.24         | --           |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 2.71         | 2.45         | 3.60         | --           |

注：1、2023 年一季度报表未经审计；2、中诚信国际分析时将其他流动负债、其他应付款中有息部分调入短期债务，将长期应付款中有息部分调入长期债务；3、带\*指标已经年化处理。

#### 附四：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）       | 2020         | 2021         | 2022         | 2023.3        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金              | 911,659.94   | 928,849.62   | 1,037,122.79 | 1,097,003.76  |
| 非受限货币资金           | 911,659.94   | 928,849.62   | 1,022,320.49 | 1,097,003.76  |
| 应收账款              | 165,997.60   | 166,146.66   | 166,334.51   | 173,617.98    |
| 其他应收款             | 322,499.13   | 400,268.33   | 492,651.08   | 549,508.26    |
| 存货                | 2,263,487.93 | 2,656,634.46 | 3,051,423.94 | 3,110,082.63  |
| 长期投资              | 1,569,161.44 | 1,735,098.11 | 1,919,031.59 | 1,989,422.16  |
| 在建工程              | 908,295.16   | 865,378.62   | 1,120,950.12 | 1,198,048.63  |
| 无形资产              | 53,914.16    | 95,527.49    | 145,762.34   | 105,807.02    |
| 总资产               | 7,802,284.23 | 8,527,836.54 | 9,956,017.03 | 10,150,364.11 |
| 其他应付款             | 826,653.99   | 1,016,753.22 | 1,209,012.27 | 1,319,008.60  |
| 短期债务              | 643,454.40   | 639,562.65   | 1,267,725.92 | 1,179,372.44  |
| 长期债务              | 1,938,624.78 | 2,294,958.03 | 2,325,468.06 | 2,650,538.87  |
| 总债务               | 2,582,079.18 | 2,934,520.68 | 3,593,193.98 | 3,829,911.31  |
| 总负债               | 4,563,397.47 | 5,277,466.35 | 6,375,053.10 | 6,657,680.97  |
| 利息支出              | 138,014.76   | 151,163.88   | 129,147.43   | 28,517.65     |
| 经调整的所有者权益合计       | 3,238,886.76 | 3,250,370.19 | 3,580,963.93 | 3,492,683.14  |
| 营业总收入             | 456,840.22   | 629,017.68   | 812,253.27   | 334,865.36    |
| 经营性业务利润           | -22,396.94   | 6,682.51     | -55,946.13   | 6,291.47      |
| 其他收益              | 41,168.18    | 47,244.42    | 65,146.87    | 14,044.97     |
| 投资收益              | 63,102.73    | 59,616.35    | 86,417.33    | 5,838.63      |
| 营业外收入             | 3,076.66     | 2,419.89     | 1,419.72     | 1,425.42      |
| 净利润               | 9,923.46     | 22,237.38    | 11,296.82    | 5,476.27      |
| EBIT              | 136,165.60   | 129,947.60   | 124,977.82   | 32,665.54     |
| EBITDA            | 191,523.72   | 191,418.60   | 213,869.68   | 32,665.54     |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 543,165.84   | 749,347.97   | 1,104,100.71 | 330,654.69    |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 685,919.92   | 720,604.20   | 807,564.67   | 415,761.99    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 722,178.67   | 899,770.00   | 1,090,524.75 | 373,586.87    |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 408,296.14   | 422,924.88   | 704,358.46   | 309,773.45    |
| 吸收投资收到的现金         | 28,571.00    | 4,290.00     | 28,192.70    | 245.00        |
| 资本支出              | 423,651.21   | 284,611.37   | 305,427.97   | 110,510.52    |
| 经营活动产生的现金流量净额     | -6,448.02    | -9,949.88    | -38,638.72   | -10,288.93    |
| 投资活动产生的现金流量净额     | -638,795.49  | -307,592.14  | -720,601.19  | -193,188.11   |
| 筹资活动产生的现金流量净额     | 769,482.41   | 343,650.67   | 850,628.75   | 263,550.24    |
| 现金及现金等价物净增加额      | 118,442.93   | 23,651.10    | 91,556.86    | 60,055.89     |
| 财务指标              | 2020         | 2021         | 2022         | 2023.3        |
| 营业毛利率(%)          | 10.87        | 14.71        | 8.00         | 9.25          |
| 期间费用率(%)          | 23.98        | 20.49        | 22.20        | 10.97         |
| 应收类款项/总资产(%)      | 7.28         | 7.20         | 7.10         | 7.54          |
| 收现比(X)            | 1.19         | 1.19         | 1.36         | 0.99          |
| 资产负债率(%)          | 58.49        | 61.89        | 64.03        | 65.59         |
| 总资本化比率(%)         | 44.36        | 47.45        | 50.09        | 52.30         |
| 短期债务/总债务(%)       | 24.92        | 21.79        | 35.28        | 30.79         |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | -0.05        | -0.07        | -0.30        | -0.36         |
| 总债务/EBITDA(X)     | 13.48        | 15.33        | 16.80        | 29.31         |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.30         | 0.30         | 0.17         | 0.11          |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 1.39         | 1.27         | 1.66         | 1.15          |

注：1、2023 年一季度报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入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。

## 附五：基本财务指标的计算公式

| 指标                 | 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/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+租赁负债+其他债务调整项                                                                       |
| 总债务                | 长期债务+短期债务                                                                                    |
| 经调整的所有者权益          | 所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整                                                                      |
| 资产负债率              | 负债总额/总资产                                                                                     |
| 总资本化比率             | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益)                                                                          |
| 非受限货币资金            | 货币资金-受限货币资金                                                                                  |
| 利息支出               | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出                                                              |
| 长期投资               | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资                                                        |
| 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                                                                       |
| 营业毛利率              | (营业收入-营业成本)/营业收入                                                                             |
| 期间费用合计             | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用                                                                          |
| 期间费用率              | 期间费用合计/营业总收入                                                                                 |
| 经营性业务利润            | 营业总收入-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益) |
| EBIT (息税前盈余)       | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益                                                                          |
| 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                                                                      |
| 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                                                                      |
| EBITDA 利息覆盖倍数      | EBITDA/利息支出                                                                                  |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数     | 经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附六：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估<br>(BCA) 等级符号 | 含义                                            |
|----------------------|-----------------------------------------------|
| aaa                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。  |
| a                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，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                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| c                    | 在无外部特殊支持下，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。

| 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     | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| 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。

| 中长期债项等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。     |
| 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。

| 短期债项等级符号 | 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，有很高的违约风险。       |
| C        | 还本付息能力极低，违约风险极高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn