

主体评级报告：

台州市城市建设投资发展集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2024 年 12 月 24 日

到期日期：2025 年 12 月 23 日

项目负责人：

庄秀权 010-65166010；Xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

龚 艺 010-65166058；Yi.gong@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要	2
声明	3
信用等级概况	4
宏观经济与行业环境	6
公司概况	6
业务状况	7
财务风险	10
同业比较	12
流动性状况	13
过往债务履约情况	14
分项评估	14
附录	15

*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
台州市城市建设投资发展集团有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2024年12月24日	稳定

行业划分：交通基础设施

主体概况：台州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“台州城投”或“公司”）是台州市国有资本运营集团有限公司下辖国有企业，实际控制人是台州市国资委。作为台州市重要的城市建设开发运营主体，公司主要从事基础设施建设、路桥收费、房屋销售、物资销售等业务。截至2024年6月末，公司总资产513亿元，净资产166亿元（包含少数股东权益）；2024年1-6月，公司实现营业收入30.4亿元，净利润1.2亿元。

宏观经济与行业环境：我们预计2025年中国GDP增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的压力。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。我们预计，“10万亿”债务置换政策对化解地方债务、减轻城投企业资金压力将有积极作用，也表明中央化债政策更加积极，更多着眼于地方长期发展，在额度分配方面或将对经济发达区域有更多倾斜。但中央严格约束地方债务管理的基调不会改变，城投企业的融资环境或将延续偏紧态势。

信用要点：

业务状况：公司的业务状况“良好”。公司所在的台州市发展潜力较好，经济财政实力在全国处于较好水平，为公司提供了良好的外部环境。公司是台州市重要的城市建设开发运营主体，承担了较多区域内重大基础设施建设任务，业务多元化发展，在城市建设运营、产业转型升级、促进经济社会发展方面起到重要作用，职能定位清晰，在台州市国资体系中地位突出。公司业务可持续性良好，但在建项目投资规模较大，建设和回收周期偏长，对运营效率具有负面影响。

财务风险：台州城投的财务风险“很高”，这反映了公司杠杆水平很高，EBITDA对利息覆盖能力弱。我们预计，随着高速公路改扩建工程大规模投入以及基建项目的持续开展，公司资本开支需求将保持较高水平，债务规模将进一步上升，未来1-2年公司财务杠杆将维持“很高”水平。但是公司的资本市场认可度较高，与金融机构关系良好，融资成本尚可，预计可实现债务滚续和新增融资。

外部影响：台州市人民政府对公司的支持程度“极高”。台州市国资委是公司的实际控制人。台州市民营经济发达，制造业基础较好，产业集聚程度高，产业转型升级持续推进，经济财政实力在全国地市中处于较好水平，债务负担可控，再融资环境良好。公司在台州市基础设施建设领域承担重要职能，业务覆盖范围广泛，多元化发展，在产业转型升级方面起到重要作用，若公司出现负面舆情将对当地融资环境造成极大不利影响。

分项评估：

主体信用等级：	AAA _{spc} /稳定
业务状况：	3/良好
— 行业风险：	2/低
— 竞争地位：	3/良好
财务风险：	6/很高
评级基准：	bbb-
调整项	
— 多元化：	中性（无影响）
— 资本结构：	中性（无影响）
— 财务政策：	中性（无影响）
— 流动性：	适中（无影响）
— 管理与治理：	中性（无影响）
— 补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况	bbb _{spc} -
外部影响	+9

重点信用指标：

	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA（倍）	36.3	30-40	80-100
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.9	0.5-1.0	0.1-0.6
EBITDA利润率（%）	12.2	9-14	4-9

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

同业比较：（2022-2023两年平均值，百万元）

	台州城投	嘉兴城投	金华城投	漳州城投
营业收入	3,970	7,490	6,260	24,191
EBITDA	608	605	974	718
经调整总债务/EBITDA（倍）	33.4	25.7	24.1	47.6
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.9	1.1	1.0	0.4

注：以上数据为标普信评调整后数据。

资料来源：公司提供，其他可比公司信息来自公开信息，标普信评调整。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

高级管理人员

钟晓玲



北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

项目负责人

庄秀权



北京

Xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

项目组成员

龚艺

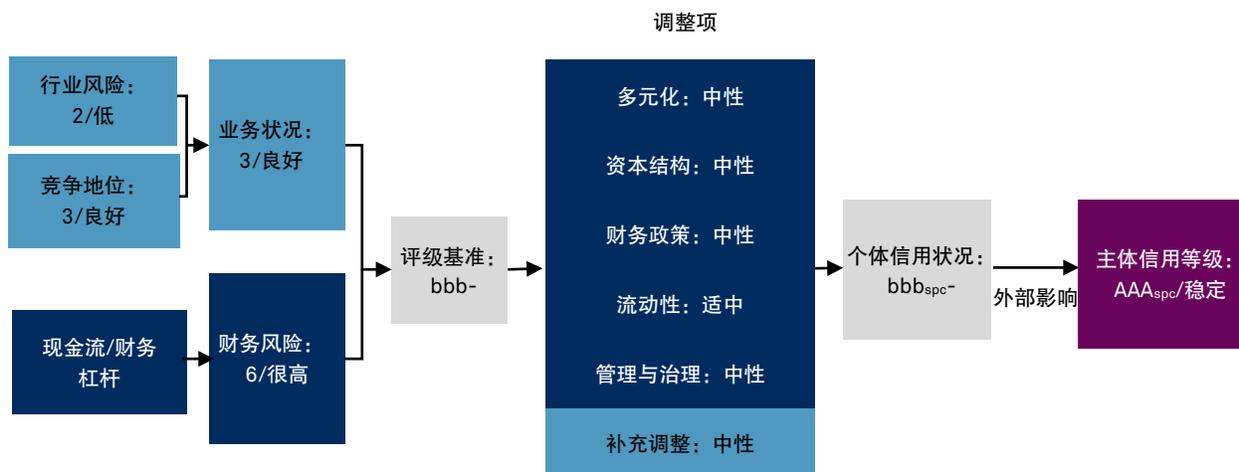


北京

Yi.gong@spgchinaratings.cn

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
台州市城市建设投资发展集团有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2024 年 12 月 24 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
台州市经济财政实力在全国地市中处于较好水平，债务负担可控，能够为公司业务发展提供良好的外部环境和有力支持。	公司债务负担重，杠杆率很高，同时美元债规模较大，易受到汇率波动影响。
公司在台州市基础设施建设领域承担重要职能，在全市国资体系中地位突出。	
公司的融资渠道畅通，再融资能力强。	

评级展望

台州城投的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将继续在台州市的基础设施建设领域发挥重要作用，台州市人民政府对其支持程度“极高”。我们预计，得益于台州市良好的发展潜力、较强的经济财政实力，公司有望继续享受良好的外部运营环境和再融资环境；公司仍将继续承担台州市重大基础设施建设职能，业务多元化发展，但持续的项目投入或导致其杠杆水平维持高位。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调台州城投的主体信用等级：1、台州市人民政府对公司的支持程度下降，这可能表现为：1) 公司的职能定位发生调整，导致公司在城市建设开发运营方面的作用明显削弱；2) 公司行政层级或管理层级发生变化，导致公司与政府的关联程度显著降低；2、台州市人民政府的支持能力下降。

假设与预测

假设

- 2024年，受房地产项目集中交付结算影响，公司收入同比增长20%-30%；2025年，受高速公路改扩建断流以及房地产结算收入下降影响，公司收入同比下降15%-25%。
- 2024-2025年，公司EBITDA利润率分别为9%-14%和4%-9%。
- 2024-2025年，公司资本支出分别为10-20亿元和45-55亿元，主要为高速公路改扩建工程以及基建项目投入。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA (倍)	36.3	30-40	80-100
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.9	0.5-1.0	0.1-0.6
EBITDA 利润率 (%)	12.2	9-14	4-9

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

调整后财务数据及指标

表2

调整后财务数据及指标 (单位：百万元)				
	2021	2022	2023	2024.1-6
营业收入	1,867	2,922	5,019	3,036
EBITDA	510	602	614	--
利息支出	835	665	712	--
经调整总债务	15,226	18,359	22,296	--
EBITDA 利润率 (%)	27.3	20.6	12.2	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	29.8	30.5	36.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.6	0.9	0.9	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、“--”代表数据不可得。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- [标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2024年3月14日。](#)
- [标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年12月22日。](#)
- [标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。](#)

相关研究：

无。

宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，城投企业债务风险或将进一步收敛，融资政策延续偏紧态势。自 2023 年 7 月政治局会议提出“一揽子”化债方案以来，各地出台措施有序推进债务化解，地方债务化解已取得一定的阶段性成果，城投债利差整体呈现下行态势。2024 年 10 月，财政部主要负责人在国新办新闻发布会上表示即将推出一揽子增量政策。2024 年 11 月，中央政府推出了“十万亿”隐性债务置换政策。我们认为这些政策对化解地方债务、减轻城投企业资金压力将有积极作用，也表明中央化债政策更加积极，更多着眼于地方长期发展，在额度分配方面或将对经济发达区域有更多倾斜。对于非标和标债分化问题，我们认为在进一步一揽子化债政策的基础上，非标债务风险或有更多控制空间。此外，财政部领导在发布会上提到，中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4,000 亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款，同时土储专项债重启也有利于加快城投企业回款，较发达地区的城投企业可借此开展更多的业务。然而，我们认为化债的责任仍在地方，为防范道德风险，中央严格约束地方债务管理的基调不会改变，城投企业的融资环境或将延续偏紧态势。

地方债务化解进入深水区，风险或进一步收敛，但城投融资政策延续偏紧态势。

台州市的经济实力较强，民营经济发达。台州市地处浙江省沿海中部，位于“长三角经济圈”内，拥有临海、温岭、玉环三个全国百强县（市）。2023 年，台州市实现地区生产总值 6,241 亿元，同比增长 4.5%，经济总量位居全省城市第六。按常住人口计算，2023 年全市人均地区生产总值 9.3 万元，高于全国人均国内生产总值 8.9 万元。台州市产业基础扎实，以第二、三产业为主导，其中第三产业占比较大。2023 年，台州市三次产业结构为 5.4:42.1:52.5，与上年的 5.1:44.0:50.9 相比第三产业占比进一步提升。台州市民营经济发展活跃，制造业基础较好，产业集聚程度高，已形成台州医化、黄岩模具、温岭泵业、玉环汽摩配、三门橡胶等产业集群。截至 2023 年末，台州市拥有 72 家上市公司，主要来自医药制造业、通用设备制造业、汽车制造业和计算机、通信等其他电子设备制造业。我们预计台州市的经济基本面有望保持稳定，地区生产总值和人均地区生产总值将处于全国较好水平。

台州市的财政实力较强，税收贡献程度高，债务压力可控。2023 年，台州市实现一般公共预算收入 494 亿元，同比增长 12.1%，其中税收收入占比较高，为 82.8%。同期，台州市一般公共预算支出 837 亿元，财政平衡状况在全国地市中处于较好水平。台州市的债务率在全国城市中处于中等水平，2023 年全市地方政府债务余额 1,822 亿元。我们认为，台州市良好的经济基本面能够提供扎实的税收基础，有利于维持较强的财政实力，支撑其偿债能力。

一、评级基准

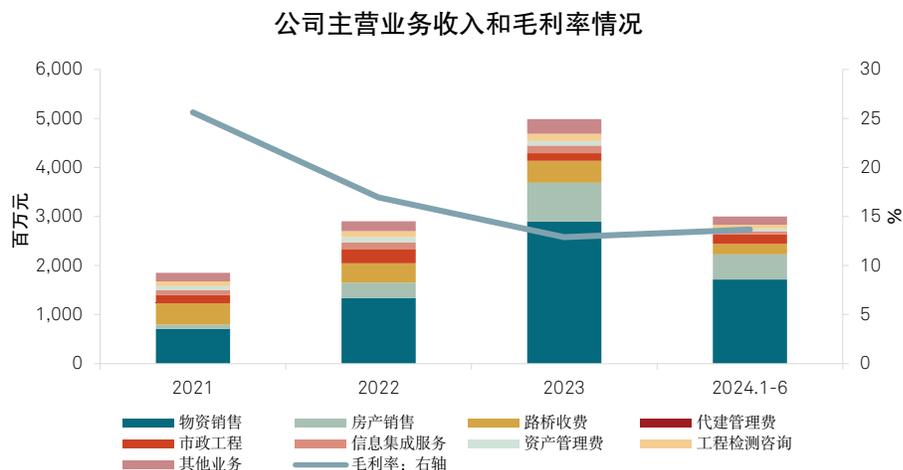
公司概况

台州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“台州城投”或“公司”）成立于 1998 年，截至 2024 年 6 月末，公司的注册资本 13 亿元，控股股东是台州市国有资本运营集团有限公司（以下简称“台州国运”），实际控制人是台州市国资委。公司建立了包括董事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司作为台州市重要的城市建设开发运营主体，建立了多元化的业务模式，主要业务包括基础设施建设、路桥收费、房产销售、物资销售、市政工程、信息集成、工程检测咨询服务、农批市场管理、不良资产收购处置、创业投资等。

截至2023年末，公司总资产477亿元，净资产164亿元，全年实现营业收入50.2亿元；截至2024年6月末，公司总资产513亿元，净资产166亿元，2024年1-6月实现营业收入30.4亿元。公司基础设施建设业务模式为自建自持，由于大部分项目处于建设期，未来收入依赖项目后期运营，而路桥收费、房产销售、物资销售等经营性业务的收入占比很高，形成一定的现金流补充。

图1



注：2021年至2024年1-6月公司毛利率呈下降趋势的主要原因是贸易业务规模逐年扩大，拉低了公司毛利率水平。

资料来源：公司提供，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，台州城投的业务状况“良好”。公司所在的台州市经济财政实力较强，为公司的业务发展提供了良好的运营环境。公司是台州市重要的城市建设开发运营主体，承担了较多区域内重大基础设施建设任务，业务多元化发展，在城市建设运营、产业转型升级、促进经济社会发展方面起重要作用，职能定位清晰，在台州市国资体系中地位突出。公司业务可持续性良好，但在建项目投资规模较大，建设和回收周期偏长，对运营效率具有负面影响。

我们认为，台州市的发展潜力较好，经济财政实力在全国地级市中处于较好水平，为公司业务开展提供了良好的外部环境。台州市地处浙江省沿海中部，位于“长三角经济圈”内，交通便利，为浙江省内的区域中心城市。台州市民营经济发展活跃，制造业基础较好，产业集聚程度高，地区生产总值在浙江省排名第六，人均地区生产总值高于全国平均水平，税收基础较强，一般公共预算收支平衡情况在全国城市中处于较好水平。台州市响应在长江三角洲经济区打造五个千亿级产业集群的国家政策，未来的产业发展方向集中于通用设备制造、电力热力、医药制造、汽车制造、摩托车及相关零部件、橡胶和塑料制品等产业，具有较强的发展潜力。

我们认为，公司是台州市重要的城市建设开发运营主体，职能定位清晰，在全市国资体系中地位突出。2019年，台州市政府出台《台州市属国有企业优化整合转型发展工作方案》（以下简称“该方案”），调整完善市属国企总体架构和国资监管体系机制，将市属国企从18家整合成9家，形成“1+6+2”的国资运营架构和“国资委—国有资本运营公司—国有企业”国资监管体系，“1”是指台州国运，“6”是指台州国运下属的

台州市的产业结构和发展潜力较好，经济、财政实力在全国处于较好水平。

公司是台州市重要的城市建设开发运营主体，在全市国资体系中地位突出。

主要国有企业，“2”是指台州湾管委会下属的2国有企业，并对下属各家平台企业进行了清晰的业务范围划分。公司基础设施建设业务范围覆盖台州全市，投资总额和投资数量方面优势明显，职能定位清晰，在全市国资体系中地位突出。

表3

台州市“1+6+2”国企架构				
企业名称	控股股东	实际控制人	2024年6月末总资产（亿元）	职能范围
台州国运	台州市国资委	台州市国资委	1,184	台州市综合性国有资本运营主体，在台州市国有资本运营领域承担重要职能。
台州城投	台州国运	台州市国资委	513	台州市重要的城市建设开发运营主体，主要业务包括基础设施建设、路桥收费、房产销售、物资销售、不良资产收购处置等。
台州交投	台州国运	台州市国资委	294	台州市交通类国有资产建设、运营主体，主要业务包括道路施工、工程监理、工程检测、收费公路特许经营、建材贸易等。
台州社发	台州国运	台州市国资委	108	台州市基础设施投资建设主体之一，主要业务为区域内文化、体育、医院、学校类项目代建。
台州公交	台州国运	台州市国资委	21	台州市公共交通运营主体，主要业务为公共交通领域的投资、建设、经营、管理。
台州水务	台州城投	台州市国资委	58	台州市主要供水和污水处理企业，主要业务包括供水、污水处理、供水设备的生产销售、农林项目的投资、水利水电项目投资和经营管理等。
台州金投	台州创投	台州市国资委	205	台州市金融类国有资产运营主体，主要业务包括金融股权投资、政府性股权投资基金管理、资产管理业务、创业投资、投资管理、投资咨询等。
台州循环经济	商贸区开投	椒江区人民政府	359	台州湾新区开发建设主体，主要业务包括土地整理、建材制造销售、建筑垃圾消纳、光伏发电等。
台州开投	台州市国资委	台州市国资委	-	台州湾新区开发建设次要主体，主要业务为农村公路、县道管养等。

注：台州交投全称为台州市交通投资集团有限公司，台州社发全称为台州市社会事业发展集团有限公司，台州公交全称为台州市公共交通集团有限公司，台州水务全称为台州市水务集团股份有限公司，台州金投全称为台州市金融投资集团有限公司，台州循环经济全称为台州循环经济发展有限公司，台州开投全称为台州市开发投资集团有限公司，台州创投全称为台州市科创投资集团有限公司，商贸区开投全称为台州市商贸核心区开发建设投资集团有限公司，台州市国资委全称为台州市人民政府国有资产监督管理委员会。根据公开信息，台州社发、台州公交、台州金投的资产规模为2023年末数据，无法获知台州开投的资产规模。

资料来源：公司提供，Choice，DM，标普信评。

我们认为，公司凭借当地的资源优势 and 行业经验，能够保持基础设施建设业务的竞争优势。公司基础设施建设业务开展较早，近年来建设了较多与台州市经济和社会发展密切相关的重大基础设施项目，包括台州市中心医院、黄岩华东汽摩交易中心、甬台温高速公路连接线、台州污水处理二期、浙江头门港、浙大台州研究院、台州市农副产品中心（农港城）二期项目、台州市区有机物循环利用中心等，在建项目包括台州飞龙山庄、国博中心、台州数字科技园、过江隧道等。台州市政府提出两市三区联动，促进各区县之间融合，未来将重点开发一江两岸、三江口（椒江、灵江、永宁江）等片区，公司将按照市政府的规划参与到推进椒路黄三区融合和全市重点片区的开发建设中。

公司业务多元化发展，并逐步向城市综合运营服务商转变。近年来，公司围绕市政府工作要求和国资委考核重点，专注于产业转型、多元化和创新发展，除开展基础设施建设业务外，还在路桥收费、房产销售、物资销售、市政工程、信息集成、工程检测咨询服务、农批市场管理、不良资产收购处置、创业投资等领域拓展业务，在城市建设运营、产业转型升级、促进经济社会发展方面起到重要作用。公司路桥收费业务主要运营路产为甬台温高速台州段，该路段是连接温州市到台州主城区的主要高速公路，收费里程 39.98 公里，日均车流量很高，单公里通行费收入远高于行业平均水平。另外，公司建设了台州市云计算基地，在经济监控、城市管理、企业服务等领域开展了一批数字化应用项目，包括台州市电子政务云、IDC 数据中心、大数据平台、信创持续保障中心等市级信息化项目。公司还通过直投或基金方式投资了 30 余家新材料、半导体、新能源等行业的公司，并在杭州设立了投资控股子公司，以开拓长三角地区产业和金融投资市场。未来，公司业务将聚焦城市开发与运营、现代服务提供、数字经济、产业与金融投资、科技创新和农业六大领域，并逐步向具有全方位服务能力的城市综合运营服务商目标转变，在全市国有企业转型发展过程中起到重要作用。

我们认为，公司的业务覆盖范围较广，资产规模处于中等偏上水平，总收入规模较大，业务可持续性良好。公司的业务开展范围集中在台州市，截至 2024 年 6 月末，公司的总资产规模 513 亿元，2023 年总收入规模 50.2 亿元，在台州市城投企业中排名前列，在全国范围内与同类企业相比也处在中等偏上水平。截至 2024 年 6 月末，公司仍有较大规模在建基础设施建设、商品房和收费公路项目，剩余待投资金额 149 亿元，预计能够支撑公司未来的业务开展。

表4

公司主要在建项目投资情况（截至 2024 年 6 月末，单位：亿元）

项目类型	总投资	已投资	待投资
基础设施建设项目	24.7	13.3	11.4
商品房项目	58.9	45.2	13.7
收费公路项目	159.7	35.8	123.9
合计	243.3	94.3	149.0

资料来源：公司提供，标普信评。

我们认为，公司基础设施建设业务项目的建设及回收周期偏长，资金占用明显，对运营效率具有负面影响。自 2017 年以来，公司基础设施建设业务模式改为自建自持，台州城投及其子公司作为业主方，对所负责的重点区域及项目进行开发、建设及运营。建设资金主要由公司自筹，前期投入大，投资回报期长，资金平衡依赖区块整体开发项目投入运营后产生的收益，具有一定的不确定性，拖累公司整体的运营效率。

路桥收费和房地产业务是公司毛利润的主要来源，但后续业务或将面临较大波动。近年来，路桥收费业务为公司带来稳定的收益，但甬台温高速部分路段收费期已满或剩

余收费期间偏短，目前处于改扩建期间，部分路段施工期间全面停运，受此影响，未来 2 年该板块收入将出现较大降幅。但改扩建完成后，相关路段的收费期限可能延长，通行费收入将明显增长。公司房产销售业务近年来有所扩张，预计 2024 年收入将有较大增幅，但目前房地产市场暂未回暖，且公司无拟建和土储项目，未来该板块收入将有所波动。公司市政工程、信息集成、工程检测咨询、不良资产处置等业务的开展情况较为稳定，能够提供较为稳定的现金流来源；物资销售业务收入规模较大，但毛利率很低，对公司利润贡献有限。

财务风险

标普信评认为，台州城投的财务风险“很高”，这反映了公司杠杆水平很高，EBITDA 对利息覆盖能力弱。我们预计，随着高速公路改扩建工程大规模投入以及基建项目的持续开展，公司资本开支需求将保持较高水平，债务规模将进一步上升，未来 1-2 年公司财务杠杆将维持“很高”水平。但是公司的资本市场认可度较高，与金融机构关系良好，融资成本尚可，预计可实现债务滚续和新增融资。

公司财务杠杆水平很高，EBITDA 对利息的覆盖能力弱，但融资渠道顺畅，再融资能力较强。

我们预计，受到高速公路断流施工以及房地产开发项目结算时点的影响，2024-2025 年公司营业收入将有较大的波动，2025 年公司盈利能力将出现明显的弱化。2024 年 7 月，公司下辖的甬台温高速部分路段开始断流施工，这将导致公司后续通行费收入大幅下降，由一年 4-5 亿元下降至 6,000 万左右。公司房地产开发项目不多，部分项目交付时点较为集中，导致每年结算收入波动较大。2024 年由于多个房地产项目集中交付，预计将带动收入大幅增长，而 2025 年收入将大幅回落。公司其他业务多数收入维持稳定或小幅增长，台州飞龙山庄等项目陆续投入运营将为公司营收带来新的增长点，但运营初期收入规模或较为有限。我们预计，2024 年公司盈利水平同比基本保持稳定，2025 年由于盈利能力较强的通行费和房产销售收入大幅下降，EBITDA 利润率将明显下滑。

我们预计，高速公路改扩建工程和基建项目的大规模投入将进一步加重公司债务负担。作为台州市重要的城市开发运营主体，公司承担了较多区域内重大项目的投资开发任务，这些项目前期投入较大且投资回收期较长，需要依赖外部融资来弥补资金缺口，从而导致公司杠杆水平高企。2021-2023 年，公司经营活动和投资活动现金流量净额之和分别为-26 亿元、-30 亿元和-53 亿元。随着高速公路改扩建工程进入大规模投入期，以及基建业务的持续开展，公司未来 2 年资本支出需求将继续保持在较高水平，预计 2024-2025 年公司资本支出分别为 10-20 亿元和 45-55 亿元，这将驱动公司债务规模进一步增长。同时，公司业务盈利能力一般，尤其是 EBITDA 规模预计 2025 年将大幅缩减，这将导致其杠杆水平显著上升。

另一方面，随着高铁新区项目不再并表，公司合并口径债务将有所下降，经营现金流将有所好转，但这尚不足以大幅改善公司杠杆水平。受市政府统一规划影响，台州市椒江城市发展投资集团有限公司将入股高铁新区项目，入股后由椒江区主导该项目后续开发，公司股权比例将被稀释至 49%，并不再并表该项目。高铁新区片区开发项目目前仍在建设期，尚未实现资金回笼，截至 2024 年 6 月末该项目公司总资产为 106 亿元，净资产仅 2 亿元。我们预计，高铁新区项目出表后，公司 2024 年末合并范围内债务规模将有所下降，同时项目资金投入的减少将有助于公司后续经营现金流的好转。但公司对高铁新区项目仍有较大规模的股东借款和债务担保余额，加之其他在建、拟建项目持续的资金投入，我们预计该项目的出表尚不足以大幅改善公司杠杆水平。

我们认为，公司融资渠道通畅且多样，银企关系良好，再融资能力较强，但公司融资中美元债占比较高，需关注相关的汇率波动风险。台州市经济财政实力较强，债务负担尚可，再融资环境良好。公司的融资方式主要为银行贷款、发行境内债和美元债，也有部分土储专项资金，渠道较为多元。其中，美元债占比较高，近年来规模保持在 10 亿美元左右，在总债务中占比接近 30%，存在较大的汇率波动风险。公司与金融机

构保持着稳定良好的合作关系，截至2024年6月末，公司银行授信总额为200亿元，未使用额度为95亿元，备用流动性较为充足。公司在资本市场享有较高的认可度，我们认为目前的融资环境有利于公司降低债务融资成本、拉长融资期限。

表5

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
营业收入	1,867	2,922	5,019	2024年，公司营业收入同比增长20%-30%，2025年同比下降15%-25%。 2024-2025年，公司的资本开支分别为10-20亿元和45-55亿元。	
EBITDA	510	602	614		
资本开支	789	468	2,531		
利息支出	835	665	712		
经调整总债务	15,226	18,359	22,296		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	29.8	30.5	36.3	30-40	80-100
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.6	0.9	0.9	0.5-1.0	0.1-0.6
EBITDA利润率（%）	27.3	20.6	12.2	9-14	4-9

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

表6

截至2023年末关键财务数据调整（单位：百万元）					
	总债务	EBITDA	EBITDA	利息支出	经营活动产生的现金流量净额
报告值	23,012	537	537	367	-704
标普信评调整					
盈余现金	-1,455	-	-	-	-
对外担保和诉讼	739	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	47	47	-	-
利息及股利收入	-	-	316	-	-
当期所得税	-	-	-107	-	-
利息支出	-	-	-367	-	-367
资本化利息	-	-	-346	346	-346
其他调整	-	30	30	-	-
标普信评调整值	-716	77	-426	346	-712
	经调整总债务	EBITDA	营运现金流	利息支出	经营性现金流
调整后	22,296	614	111	712	-1,416

注：总债务=长期债务+短期债务。财务数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评。

同业比较

我们选择了嘉兴市城市投资发展集团有限公司（简称“嘉兴城投”）、金华市城市建设投资集团有限公司（简称“金华城投”）和福建漳州城投集团有限公司（简称“漳州城投”）作为台州城投的可比企业。上述企业均为当地市级主要的城市建设和运营主体，台州城投与可比公司在平台定位、业务范围和地理区域等方面相似，可比性较强。

我们认为，台州市的综合实力与嘉兴市、金华市相当，略强于漳州市。台州市、嘉兴市和金华市地处长三角经济圈，地理位置临近，交通便利。区域内民营经济发展活跃，制造业基础较好，经济财政实力在全国地级市中均处于较好水平，为区域内可比企业的业务开展提供了良好的外部环境。漳州市地处福建省东南部，背靠漳州港，石化、食品、冶金等产业发达，经济体量较大但税收转化率较低，综合实力相比于其他三个可比城市有所逊色。

我们认为，四家企业均为当地主要的城市开发运营主体，资产规模相近，业务多元化程度较高。四家企业资产规模在 400-700 亿元之间，处于行业中等偏上水平。四家企业除了基础设施建设、片区开发等公益性较强的业务外，均拓展了较多经营性业务。台州城投开展收费公路运营、房地产开发、市政工程建设、物资销售、信息集成服务等业务，嘉兴城投开展天然气供应及管网建设、旅游资源开发、工程建设、货物销售等业务，金华城投开展仪器仪表制造、水务、医药、教育等业务，漳州城投开展商品销售、物业保安服务、环境保洁服务等业务，业务多元化程度较高，逐步向城市运营商角色转型。

我们认为，台州城投的财务状况与其他三家可比企业类似。四家企业均为区域内的主要平台，承担着较重的投融资任务，债务规模较高，主营业务盈利能力较弱，财务杠杆处于很高水平，EBITDA 对利息的覆盖程度较低。四家企业都位于经济较发达地区，融资环境良好、资本市场认可度较高，再融资压力较小。

我们认为，台州城投与可比企业均可获得较强的政府支持。四家企业的实际控制人均为所在地区的国资委，在区域国资体系中地位重要。这些企业职能定位清晰，均承担着区域建设开发和转型升级的任务，且所在市的经济和财政实力在全国范围内处于较好水平。

表7

经营情况（2023 年，单位：亿元）				
	台州城投	嘉兴城投	金华城投	漳州城投
运营区域	台州市	嘉兴市	金华市	漳州市
实际控制人	台州市国资委	嘉兴市国资委	金华市国资委	漳州市国资委
区域 GDP	6,241	7,062	6,011	5,728
一般公共预算收入	494	632	526	279
主营业务结构	基础设施建设、路桥收费、市政工程、房地产开发、物资销售、信息集成服务等	天然气供应及管网建设、旅游资源开发与经营、嘉兴市中心城区综合开发等	基础设施建设、土地开发、水务、医药、仪器仪表制造与销售等	基础设施建设、商品销售、物业及安保服务、环境保洁服务等
总资产	477	506	638	683
总收入	50	77	58	256

资料来源：公开资料，Choice，标普信评。

表8

财务情况比较 (2022-2023 两年平均, 单位: 百万元)				
	台州城投	嘉兴城投	金华城投	漳州城投
营业收入	3,970	7,490	6,260	24,191
EBITDA	608	605	974	718
资本支出	1,499	573	1,259	854
经调整总债务	20,327	13,519	23,279	34,197
财务比率				
经调整总债务/EBITDA (倍)	33.4	25.7	24.1	47.6
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.9	1.1	1.0	0.4
EBITDA 利润率 (%)	16.4	8.2	15.6	3.0

资料来源: 各公司审计报告, Choice, 标普信评。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为, 台州城投的流动性水平适中。我们预计公司未来一年内的流动性来源对流动性需求的覆盖倍数能够超过 1.2 倍。

除偿付到期债务本息外, 公司未来 12 个月主要的资金用途是资本开支, 用于投资在建项目, 流动性来源为货币资金、债务融资等。我们认为, 公司与金融机构关系稳固, 融资渠道多样, 资本市场认可度较高, 流动性水平将保持适中。

表9

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 35 亿元;	未来 12 个月, 到期债务规模约 80-90 亿元;
未提取的银行授信、公开市场融资约 130-140 亿元;	未来 12 个月, 营运现金净流出 0-10 亿元;
	未来 12 个月, 资本支出 30-40 亿元;

注: 数据截至 2024 年 6 月末。

数据来源: 公司提供, 公司财务报表, 标普信评。

表10

债务到期分布情况	
年份	金额 (单位: 百万元)
2024 年	4,851
2025 年	5,551
2026 年	6,594
2027 年	902
2028 年及以后	6,954
合计	24,852

注: 1、数据截至 2024 年 6 月末。2、19 亿元土储债到期期限不确定, 暂分类为 2028 年及以后。

资料来源: 公司提供, 标普信评。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 10 月 24 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

标普信评认为，台州市人民政府对台州城投的支持程度“极高”，主要体现在以下方面：

- 台州市人民政府实际控制公司。台州市国资委通过台州国运持有公司股权，在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面能够对公司施加重大影响。公司在管理机制方面与台州市人民政府的紧密度极高。我们认为，在可预见的未来，台州市人民政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 公司在台州市基础设施建设领域承担重要职能。公司定位为台州市重要的城市建设开发运营主体，在重大基础设施建设领域具有很强的业务优势，业务范围覆盖广泛，多元化发展，在产业转型升级方面起到重要作用，若公司出现负面舆情将对当地融资环境造成极大的不利影响。
- 台州市人民政府对公司的支持力度较大。在过往的发展中，公司持续获得台州市人民政府在资产注入、项目获取、财政补贴等方面的有力支持，有助于公司进一步的业务发展和产业转型。

综合以上，我们认为台州市人民政府对公司的支持程度为“极高”，考虑到台州市人民政府具备很强的支持能力，标普信评评定台州城投主体信用等级为 AAA_{spc}。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc}/稳定

业务状况：3/良好

行业风险：2/低

竞争地位：3/良好

财务风险：6/很高

评级基准：bbb-

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：bbb_{spc}-

外部影响：+9

附录

附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024.1-6
货币现金和交易性金融资产	4,059	6,722	2,988	3,577
存货	21,045	23,468	24,917	26,830
其他应收款	1,636	2,199	3,043	1,757
其他流动资产	1,575	1,489	2,120	2,385
长期股权投资	1,346	4,122	5,432	5,944
固定资产	1,884	1,728	1,539	1,515
在建工程	234	465	1,016	1,219
其他非流动资产	413	839	3,134	3,249
资产总计	35,688	44,817	47,703	51,253
短期借款	371	1,982	2,272	2,779
应付票据及应付账款	791	879	1,131	1,056
其他应付款	1,610	2,409	3,222	4,904
一年内到期的非流动负债	1,495	5,889	4,071	5,641
长期借款	1,522	3,554	5,823	7,262
应付债券	10,297	7,462	8,875	7,467
长期应付款	3,057	2,784	2,918	2,922
所有者权益合计	14,471	16,481	16,358	16,558
营业总收入	1,867	2,922	5,019	3,036
营业成本	1,391	2,425	4,366	2,596
管理费用	235	243	250	116
财务费用	77	478	294	166
投资收益	8	194	249	109
利润总额	187	-93	294	227
净利润	98	-182	189	124
经营活动产生的现金流量净额	-1,367	-442	-704	-815
投资活动产生的现金流量净额	-1,216	-2,581	-4,608	-370
筹资活动产生的现金流量净额	1,260	5,634	1,549	1,841

调整后财务数据及指标

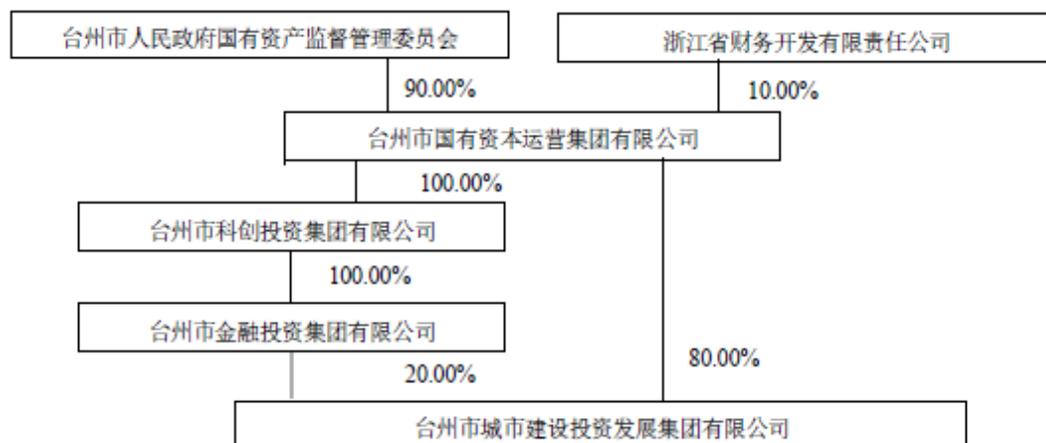
	2021	2022	2023	2024.1-6
EBITDA	510	602	614	--
营运现金流	-280	49	111	--
利息支出	835	665	712	--
经调整总债务	15,226	18,359	22,296	--

资本开支	789	468	2,531	355
EBITDA 利润率 (%)	27.3	20.6	12.2	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	29.8	30.5	36.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.6	0.9	0.9	--

注：1.上表中财务数据基于台州城投提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告，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 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年半年度财务报表；2.2021-2022 年数据使用重述值；3.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。4.“--”代表数据不可得。

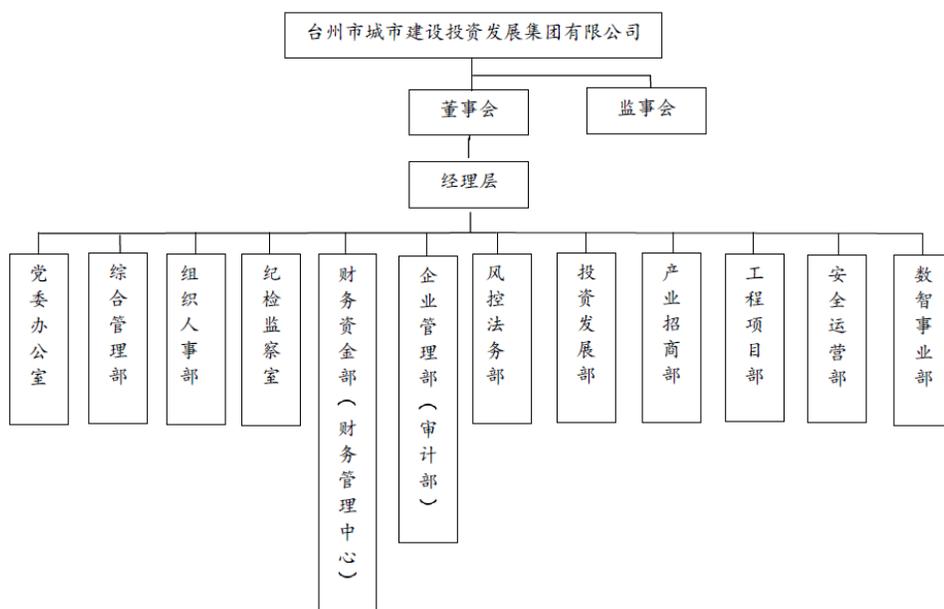
资料来源：公司审计报告，经标普信评调整及整理。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

$$\text{EBITDA (调整前)} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{管理费用} - \text{销售费用} - \text{研发费用} + \text{折旧及摊销 (报告值)} - \text{税金及附加} - \text{其他经营支出 (收入)}$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBITDA (调整前)} + \text{经营租赁租金调整} - \text{资本化的研发费用} + \text{营业成本中的资本化利息} + \text{收到的联合营企业股利} + \text{其他调整}$$

$$\text{折旧及摊销} = \text{折旧及摊销 (报告值)} + \text{经营租赁折旧摊销调整} + \text{其他调整}$$

$$\text{EBIT} = \text{EBITDA (调整前)} + \text{经营租赁租金调整} - \text{资本化的研发费用} + \text{营业成本中的资本化利息} - \text{折旧及摊销} + \text{非经营收入 (成本)} + \text{其他调整}$$

$$\text{利息支出} = \text{利息支出 (报告值)} + \text{资本化利息} + \text{经营租赁利息调整} + \text{其他权益工具股利或利息} + \text{其他调整}$$

$$\text{已付现金利息} = \text{现金利息支出} + \text{已付其他权益工具股利或利息} + \text{其他调整}$$

$$\text{营运现金流} = \text{EBITDA} - \text{利息支出} + \text{利息及股利收入} - \text{当期所得税} + \text{其他调整}$$

$$\text{经营性现金流} = \text{经营活动产生的现金流净额} + \text{经营租赁折旧摊销调整} - \text{资本化的研发费用} - \text{其他权益工具股利或利息} - \text{现金利息支出} + \text{现金股利收入} + \text{其他调整}$$

$$\text{资本开支} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} - \text{资本化的研发费用} + \text{其他调整}$$

$$\text{自由经营性现金流} = \text{经营性现金流} - \text{资本开支}$$

$$\text{股利} = \text{现金股利} + \text{子公司支付给少数股东的股利、利润} - \text{支付的其他权益工具股利或利息}$$

$$\text{可支配现金流} = \text{自由经营性现金流} - \text{股利}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + (\text{应付票据} - \text{票据保证金}) + \text{一年内到期的非流动负债 (有息部分)} + \text{应付利息} + \text{其他短期有息债务}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款} + \text{租赁负债} + \text{预计负债中的对外担保及诉讼} + \text{其他长期有息债务}$$

$$\text{经调整总债务} = \text{短期债务} + \text{长期债务} + \text{经营租赁债务调整} - \text{盈余现金} + \text{资产弃置费用调整} + \text{其他权益工具} + \text{对外担保和诉讼} + \text{其他调整}$$

$$\text{资本} = \text{所有者权益合计} - \text{其他权益工具} + \text{经调整总债务} + \text{递延所得税负债} + \text{其他调整}$$

$$\text{EBITDA 利息覆盖倍数} = \text{EBITDA} / \text{利息支出}$$

$$\text{营运现金流利息覆盖倍数} = (\text{营运现金流} + \text{利息支出}) / \text{已付现金利息}$$

$$\text{资本回报率} = \text{EBIT} / \text{两年平均资本}$$

$$\text{EBITDA 利润率} = \text{EBITDA} / \text{营业收入}$$

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录6： 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的伤害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。