

玉环县交通投资集团有限公司
2012 年 10 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

玉环县交通投资集团有限公司

2012 年 10 亿元公司债券 2014 年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果:

本期公司债券跟踪信用等级: AA+

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

债券剩余期限: 65 个月

债券剩余规模: 10 亿元

增信方式: 银行流动性支持

评级日期: 2014 年 05 月 12 日

上次信用评级结果:

本期公司债券信用等级: AA+

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

债券剩余期限: 76 个月

债券剩余规模: 10 亿元

增信方式: 银行流动性支持

评级日期: 2013 年 06 月 20 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对玉环县交通投资集团有限公司(以下简称“玉环交投”或“公司”)及其 2012 年 10 月发行的 10 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)2014 年跟踪评级结果为:维持本期公司债券信用等级为 AA+, 维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望维持为稳定。

主要财务指标:

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产(万元)	759,886.79	718,511.79	625,440.88
所有者权益(万元)	538,961.35	510,930.23	490,947.21
资产负债率	29.07%	28.89%	21.50%
有息债务(万元)	157,325.77	155,383.29	65,700.00
营业收入(万元)	30,170.12	24,764.46	17,289.91
营业利润(万元)	18,663.01	12,555.95	7,945.89
政府补助(万元)	7,693.07	7,427.61	6,608.92
利润总额(万元)	26,304.04	19,983.03	14,604.60
综合毛利率	75.53%	71.45%	69.64%
总资产回报率	5.46%	4.35%	3.49%
EBITDA(万元)	41,765.79	30,623.33	22,355.13
EBITDA 利息保障倍数	2.96	3.30	3.50
经营活动现金流量净额(万元)	7,117.36	3,541.23	-13,248.46

资料来源:公司审计报告

正面：

- 玉环县经济发展水平较高，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司是玉环县交通基础设施重要的投融资和建设主体，获得了当地政府的大力支持；
- 中国工商银行台州分行提供的流动性支持有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 玉环县地区生产总值增速有所波动，2013年财政收入增速放缓；
- 玉环县地方财政收入中土地出让收入规模较大，其易受当地房地产市场波动影响；
- 公司资产中土地资产占比较大，且用于抵押的比例较大，资产流动性一般；
- 公司应收政府部门及其关联方的款项规模大，对公司资金形成占用；
- 公司交通设施维护费收入主要由财政拨付，现金能否及时回流易受地方财政影响；
- 公司利润对财政补贴的依赖性较大；
- 公司在建项目后续需投入资金较大，存在一定的资金压力；
- 公司有息债务规模较大，且短期有息债务增长较快，将面临一定的债务压力。

分析师

姓名：郑舟 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：zhengzh@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展改革委《关于玉环县交通投资集团有限公司发行 2012 年公司债券核准的批复》（发改财金[2012]1867 号文），公司于 2012 年 10 月 12 日公开发行 10 亿元公司债券，发行票面利率为 7.15%，扣除相关费用后实际募集资金 98,650 万元。

本期债券起息日为 2012 年 10 月 12 日，每年付息一次，分次还本，从第三个计息年度开始偿还本金，第三、四、五、六、七个计息年度分别偿还本金的 20%。利息每年支付一次，第三年至第七年利息随当年度应偿还的本金一起支付。截至 2014 年 3 月底，本期债券支付利息一次，金额为 7,150.00 万元，本金尚未兑付。

截至 2014 年 3 月底，本期债券募集资金使用情况如表 1 所示。

表 1 截至 2014 年 3 月底本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	项目总 投资	拟使用募 集资金	项目已 投资	已使用募 集资金	项目投资 完工比例	募集资金 使用比例
玉环县保障性住房坎门一期 建成工程项目	2.38	1	1.66	0.6	69.75%	60%
76 省道复线南延玉环楚门 至大麦屿疏港公路工程项目	23.11	9	16.62	9.0	71.92%	100%
合计	25.49	10	18.28	9.6	71.72%	96%

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2013 年，公司注册资本及实收资本均未发生变化，截至 2013 年底，公司注册资本及实收资本均为 2 亿元。跟踪期内，公司股权结构、主营业务未发生变化；公司高级管理人员未发生重大人事变更。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额为 759,886.79 万元，所有者权益合计 538,961.35 万元，资产负债率为 29.07%。2013 年公司实现营业收入 30,170.12 万元，营业利润 18,663.01 万元，政府补助 7,693.07 万元，利润总额 26,304.04 万元，经营活动现金流净额 7,117.36 万元。

三、区域经济

玉环县地区生产总值逐年增长，产业结构较为稳定，但经济增速有所波动

玉环县经济较为发达，2013 年玉环县地区生产总值位列台州市各区县第 5 位。玉环县产业集聚效应明显，目前已形成以交通运输设备制造、金属制品、普通机械及专用设备制造、电气机械及器材制造、水产品加工为支柱的较为完善的加工工业体系，是我国汽车、摩托车配件主要生产基地和铜球阀门等水暖配件出口生产基地，被誉为“中国阀门之都”。2013 年

玉环县主导产业中，通用设备制造业实现产值 164.26 亿元，增长 0.5%；汽车制造业实现产值 123.38 亿元，增长 10.3%；电力、热力生产和供应业产值为 121.43 亿元，增长 2.8%。

表2 2012-2013年台州市各区县地区生产总值及增长率(单位:亿元)

各区、县	2013 年		2012 年	
	地区生产总值	增长率	地区生产总值	增长率
温岭市	748.28	8.40%	705.95	7.00%
路桥区	428.40	8.30%	385.75	8.20%
临海市	420.44	8.00%	395.65	8.00%
椒江区	403.86	7.40%	371.61	5.20%
玉环县	400.47	7.80%	374.89	6.50%
黄岩区	305.98	7.30%	283.23	7.90%
天台县	159.40	7.10%	150.21	9.20%
三门县	140.42	6.50%	130.65	5.50%
仙居县	137.87	9.20%	127.97	10.00%
台州市	3,153.34	7.90%	2,927.34	7.50%

资料来源:台州市统计局

2013年玉环县实现地区生产总值400.47亿元，按可比价格计算（下同）增长7.8%，其中，第一产业增加值为27.01亿元，下降1.2%；第二产业增加值为241.36亿元，增长8.5%；第三产业增加值为132.10亿元，增长8.1%。近年来，玉环县坚持以结构调整为主线，注重产业转型升级，三大产业结构不断优化。玉环县三次产业结构已由2012年的6.8:60.1:33.1调整为2013年的6.7:60.3:33，第二、第三产业在玉环县经济中占据主导地位。

表3 2012-2013 年玉环县主要经济指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	400.47	7.8%	374.89	6.5%
第一产业增加值	27.01	-1.2%	25.31	0.8%
第二产业增加值	241.36	8.5%	225.38	5.1%
第三产业增加值	132.10	8.1%	124.20	10.3%
工业增加值	229.71	8.6%	214.50	-1.9%
固定资产投资	112.00	22.5%	91.42	27%
社会消费品零售总额	124.85	18.2%	106.08	17.3%
进出口总额（亿美元）	35.68	5.6%	33.73	-2.7%

资料来源：2012-2013 年玉环县国民经济和社会发展统计公报

四、地方财政实力

玉环县财政收入稳定增长，整体财政实力不断增强，但 2013 年财政增速放缓

2013 年玉环县地方财政总收入稳定增长，整体财政实力不断增强。2012-2013 年玉环县财政总收入分别为 55.21 亿元和 60.01 亿元，2013 年玉环县财政总收入位居台州市第二位，

但 2013 年增速放缓。

表 4 台州市下属各区、县财政收入及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2013 年		2012 年	
	财政总收入	增长率	财政总收入	增长率
温岭市	78.60	8.90%	72.20	8.41%
玉环县	60.01	8.70%	55.21	18.32%
路桥区	58.19	7.20%	54.28	1.46%
临海市	58.01	10.10%	52.69	9.73%
椒江区	57.13	11.30%	51.35	11.44%
黄岩区	47.60	13.80%	41.82	8.06%
天台县	21.43	8.00%	19.85	16.29%
三门县	19.70	9.70%	17.95	10.12%
仙居县	16.18	10.20%	14.68	-14.00%
台州市	448.47	9.70%	408.95	10.39%

资料来源：台州市统计局

从一般预算收入来看，2013 年玉环县一般预算收入为 27.60 亿元，同比上年增长 9.92%。从收入结构看，2012-2013 年税收收入占一般预算收入的比重较高，分别为 93.11%和 92.10%。税收收入在一般预算收入中占比大，反映了玉环县一般预算收入的质量较好。

玉环县政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2013 年玉环县国有土地使用权出让收入为 13.35 亿元，占政府性基金收入的 73.76%，政府性基金收入已成为地方综合财力的重要来源之一，在一定程度上增强了玉环县的财政调节能力。但近年受房地产调控影响，玉环县国有土地使用权出让金也有所波动。

表 5 2012-2013 年玉环县财政收支主要指标（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年
地方财政实力	60.47	54.45
（一）一般预算收入	27.60	25.11
其中：税收收入	25.42	23.38
非税收收入	2.18	1.73
（二）上级补助收入	14.22	11.82
其中：返还性收入	3.16	3.10
一般性转移支付收入	5.79	4.62
专项转移支付收入	5.26	4.11
（三）政府性基金收入	18.10	16.97
其中：国有土地使用权出让收入	13.35	11.31
（四）预算外财政专户收入	0.30	0.55
财政支出	54.80	46.26
（一）一般预算支出	37.15	29.67
（二）政府基金支出	17.31	15.87
（三）预算外支出	0.34	0.72

资料来源：玉环县财政局

从财政支出看，2013 年玉环县一般预算支出有所上升，2013 年一般预算收入与一般预

算支出的比率为 74.29%，一般预算收入对一般预算支出的覆盖性较上年有所下降。

总体来看，玉环县一般预算收入逐年上升，整体财政实力不断增强，但增速有所放缓。

五、经营与竞争

2013 年公司营业收入为 30,170.12 万元，较上年同比增长 27.09%，增长较快。毛利率方面，公司交通设施维护业务毛利率较高，2013 年随着公司投资额的增加，收入较快上升，而成本增幅有限，毛利率较上年增长 6.27 个百分点。公司近两年营业收入及毛利率情况如下表所示：

表 6 公司近三年营业收入和毛利率分业务构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
交通设施维护费收入	25,925.84	83.12%	20,400.00	76.85%
通行费收入	4,244.28	29.18%	4,352.46	46.06%
其他收入	-	-	12.00	100.00%
合计	30,170.12	75.53%	24,764.46	71.45%

资料来源：公司提供

交通设施维护费是公司重要的收入来源，轮渡通行费是公司营业收入的有益补充

公司 2009 年拥有泽坎线、76 省道两条二级收费公路，2010 年政府取消还贷二级公路收费后，为保障公司的持续发展能力，玉环县人民政府授权公司自 2010 年起经营全县范围内公路（桥梁、隧道）等交通基础设施的养护及管理职能，并每年从玉环县国有土地出让金收入按一定比例提取（暂定为 10%），由玉环县财政局划拨至公司，此外自 2012 年开始，玉环县财政局根据公司经营所需，按公司投资于玉环县交通基础设施的累计投资额（截至 2013 年底公司累计投资额超过 36.00 亿元）的一定比例（暂定为 3%）及其他财政资金一并划拨至公司作为交通设施维护费收入。目前交通设施维护费构成公司营业收入的主要来源。公司 2012-2013 年分别获得交通设施维护费收入 20,400.00 万元和 25,925.84 万元。公司作为玉环县交通基础设施重要的投融资和建设主体，未来交通设施维护业务可持续性较强。

滚装轮渡业务由子公司轮渡公司经营，轮渡航线（海上航距 5 千米）从玉环大麦屿经乐清南岳和中国沿海高速公路（同三线）蒲岐出入口相连接，可缩短陆上公路里程 85 千米。轮渡公司目前设玉环、乐清二个客运站，拥有 2 个轮渡泊位、5,000 平方米的停车场、1,900 平方米的候船室等相应配套设施、配有现代化通讯导航设备的客滚船 4 艘，能同时承运 50 个 5 吨标准车和 526 位客人。目前该航线是玉环岛通向温州市等浙西、南部重要市镇的快捷通道，2013 年期间公司轮渡业务累计渡运车辆 56.19 万辆，旅客 184.77 万人次，为进出玉环县的车辆和旅客提供了极大的方便，2013 年受实体经济波动影响，出行人数减少，但单位客运人次收入由 2012 年的 22.24 元上升至 2013 年的 22.97 元，但近年受油费等运营成本的上升，公司轮渡业务毛利率有所下降。

表7 2012-2013 年公司滚装轮渡业务经营数据

项目	2013 年	2012 年
车流量（万辆）	56.19	56.45
客流量（万人次）	184.77	195.68
收入（万元）	4,244.28	4,352.46

资料来源：公司提供

公司在建项目较多，后续尚需投入资金规模较大，存在一定的资金压力

公司是玉环县交通基础设施重要的投融资和建设主体，承担玉环县境内城乡交通道路的建设工作。自成立以来，已累计总投资额超36.00亿元，其中2013年公司实际投资额超6.00亿元。

目前，公司投资的在建项目主要包括76省道复线南延玉环楚门至大麦屿疏港公路工程、玉环县保障性住房坎门一期建设工程项目等，在建的项目总投资为48.83亿元，截至2013年底已经投资25.95亿元，尚需投资22.88亿元。

表8 截至2013年底公司已投资及拟投资项目情况（单位：亿元）

项目	建设内容	总投资	已投资
76 省道复线南延玉环楚门至大麦屿工程	一级公路，全长 23.8 公里，桥梁 6,307 米/12 座，隧道 290 米/1 座。	23.11	16.10
玉环县保障性住房坎门一期建设工程	位于坎门海都花园西侧 NKM021—0103 地块。建筑用地面积 30,963 平方米，总建筑面积 64,573 平方米。其中保障性住房建筑面积 48,897 平方米，共 808 套；辅助用房建筑面积 6,196 平方米，地下建筑面积 9,480 平方米。	2.38	1.64
西青岭第二隧道及接线工程	二级公路，全长 6.63 公里，其中一期先实施西青岭隧道 817 米及隧道两侧接线 841 米。	1.08	1.05
清港垟根隧道及接线工程	二级公路，全长 4.76 公里，隧道 600 米/1 座。建安费 4500 万，政策处理 5,000 万。	1.39	0.88
温岭泽国至大麦屿疏港公路工程(玉环段)	一级公路，双向四车道，路基宽 24.5 米，玉环段 10.7 公里	17.40	2.81
楚门至海边公路工程	一级公路，全长 6.5 公里。隧道 1,079 米。	3.47	3.47
合计		48.83	25.95

资料来源：公司提供

公司拟投资建设项目主要是沿海高速公路台州段工程与76省道改建工程。随着公司承担的建设任务不断加大，公司后续投入的建设资金将继续增大，加大了公司的资金压力。

表9 截至2013年底公司拟投资项目情况（单位：亿元）

项目	建设内容	总投资	公司承担投资
沿海高速公路台州段	全长 194.5 公里，其中浙江省三门湾大桥及接线 54.5 公里、台州湾大桥及接线 102 公里、乐清湾大桥及接线 38 公里，一级公路，设计时速 100 公里/小时。	452.80	19.14
76 省道改建工程	全长 19.98 公里，其中玉环 15.17 公里，分两部分，温岭玉环至玉环龙溪工程、玉环交叉口至小麦屿段；一级公路。	9.23	6.73
合计	-	462.03	25.87

资料来源：公司提供

作为玉环县交通基础设施重要的投融资和建设主体，公司继续得到地方政府的支持

公司是玉环县交通基础设施重要的投融资和建设主体，在交通设施维护费、政府补助等

方面获得了当地政府的大力支持。

根据玉政函[2010]148号文,玉环县人民政府授权公司自2010年起经营全县范围内公路(桥梁、隧道)等交通基础设施的养护及管理职能,并每年从玉环县国有土地出让金收入按一定比例提取(暂定为10%)由玉环县财政局划拨至公司,公司由此取得交通设施维护费收入,从而增强了公司的可持续发展能力,2013年公司交通设施维护费收入增长较快。

公司在政府补助方面继续得到了当地政府的支持,2013年公司获得政府补助7,693.07万元。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的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2011-2013年审计报告,公司的财务报表按照新会计准则进行编制。2013年公司合并范围新增子公司一家:根据玉国资办企[2013]18号文件批复,将玉环县公路局下属的路桥公司100%股权划拨给公司;减少子公司一家:根据玉国资办企[2013]18号文件批复,公司原子公司玉环县环岛南路开发有限公司由另一全资子公司交通实业吸收合并。

2013年公司资产规模稳步增长,土地资产抵押较多,资产流动性一般;公司收入增长较快,政府补助是其利润的重要补充;公司未来资金支出需求较大,面临较大的融资压力;公司债务以长期有息负债为主,短期偿付压力加大

截至2013年底,公司总资产规模已增至75.99亿元,较上年同比增长5.76%,资产规模稳步增长。从近年公司资产结构上看,公司资产以流动资产为主,资产结构较为稳定。

表 10 公司近两年主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,330.81	2.15%	31,932.54	4.44%
其他应收款	185,551.03	24.42%	155,947.14	21.70%
存货	366,007.54	48.17%	365,568.23	50.88%
流动资产合计	568,819.52	74.86%	558,865.08	77.78%
长期股权投资	42,416.52	5.58%	22,073.01	3.07%
无形资产	24,195.52	3.18%	24,882.60	3.46%
其他非流动资产	118,429.12	15.59%	107,311.66	14.94%
非流动资产合计	191,067.26	25.14%	159,646.71	22.22%
资产总计	759,886.79	100.00%	718,511.79	100.00%

资料来源:公司审计报告

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2013年底,货币资金规模为1.63亿元,不存在使用受限情况。公司其他应收款中主要是公司与工程项目指挥部及玉环县财政局的往来款,前五大应收对象为76省道复线南延至大麦屿工程指挥部、76省道

复线玉环工程指挥部、76 省道与 76 省道复线玉环清港连接线工程、玉环县财政局和保障房工程款，合计欠款占比为 74.76%，其他应收款对公司形成了资金占用，截至 2013 年末一年以内的其他应收款规模占比为 28.83%，部分欠款账龄偏长，对公司资金形成占用。公司存货主要是土地使用权为主的开发成本，截至 2013 年底开发成本账面价值为 36.56 亿元，主要系 2010 年玉环县国有资产管理委员会注入的土地资产，公司存货中的土地资产主要包括三宗土地，其中两宗住宅用地面积为 508,152.00 平方米、账面价值为 36.08 亿元，土地性质均为划拨，此外，公司有一宗面积为 49,012.00 平方米、账面价值为 0.48 亿元、土地性质为出让的工业用地，截至 2013 年底，该三宗土地均已经抵押。公司土地明细情况详见附录四。

公司非流动资产主要为长期股权投资、无形资产和其他非流动资产。长期股权投资为对浙江台州市沿海开发投资有限公司（以下简称“沿海开发公司”）和浙江大麦屿港务有限公司的投资，2013 年增加对沿海开发公司投资，导致长期股权投资增加。无形资产主要系道路及玉坎段土地使用权等，公司拥有的公路均为公益性道路，资产收益性差。其他非流动资产主要系玉环县境内交通建设工程，如：76 省道复线玉环工程、县乡公路、环岛北路工程、深浦隧道及接线工程等。

整体来看，虽然公司资产规模较大且稳步增长，但可变现的资产有限，资产整体流动性一般。

2013 年公司实现营业收入 30,170.12 万元，较上年同比增长 21.83%。近年来公司营业收入增长较快，主要系公司获得玉环县范围内公路（桥梁、隧道）等交通基础设施的养护及管理职能，并由此取得交通设施维护费收入所致，目前交通设施维护费已成为公司营业收入的主要来源。

公司从事大量的交通基础设施建设，为玉环县经济发展环境的改善发挥了积极的作用，为此，玉环县政府给予公司较大规模的财政补贴支持，2013 年公司获得政府补助 7,693.07 万元，较上年有所增加，政府补助是公司利润的重要补充。

近年，随着公司交通基础设施养护业务的发展及投资的项目增多，公司管理费用逐年增长，但得益于营业收入增长的影响，期间费用率逐年下降。

表 11 公司近两年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	30,170.12	24,764.46
营业利润	18,663.01	12,555.95
政府补助	7,693.07	7,427.61
利润总额	26,304.04	19,983.03
净利润	26,224.76	19,983.03
综合毛利率	75.53%	71.45%
期间费用率	12.10%	16.50%
总资产回报率	5.46%	4.35%

资料来源：公司审计报告

从经营活动产生的现金流来看，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年增加8,664.56万元，但由于公司同建设项目施工单位资金往来较多，且波动性较大，使得公司收到和支付其他与经营活动有关的现金波动较大，近两年公司经营活动产生的净现金流分别为3,541.23万元和7,117.36万元。

从投资活动产生的现金流来看，公司2012-2013年投资活动产生的现金流量净额分别为-71,708.16万元和-11,882.52万元，主要是投资于玉环县内的交通基础设施建设领域，近年投资活动现金流出的规模有所增多。从筹资活动产生的现金流来看，公司近两年筹资活动产生的现金流量净额分别为79,479.30万元和-10,836.57万元。近年公司筹资渠道主要为银行借款、财政借款和发行债券，筹资活动为公司经营和投资活动提供了一定的资金支持。

公司作为玉环县交通基础设施重要的投融资和建设主体，未来几年公司投资项目规模较大，公司面临较大的资金支出压力，而经营活动现金流量净额难以满足公司资金支出的需求，因此公司将面临较大的融资压力，2012年公司成功发行10亿元公司债券，短期内公司资金压力得到一定的缓解，未来随着基础设施工程项目建设的推进，公司仍存在一定的资金压力。

表 12 公司近两年现金流量情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
经营活动现金流入	42,322.03	25,493.24
经营活动现金流出	35,204.67	21,952.01
经营活动现金净流量	7,117.36	3,541.23
投资活动现金流入	24,136.29	138.27
投资活动现金流出	36,018.80	71,846.43
投资活动现金净流量	-11,882.52	-71,708.16
筹资活动现金流入	22,980.00	120,880.00
筹资活动现金流出	33,816.57	41,400.70
筹资活动现金净流量	-10,836.57	79,479.30
现金及现金等价物净增加额	-15,601.73	11,312.37

资料来源：公司审计报告

截至2013年底公司的所有者权益为53.90亿元，较2012年增长5.49%，公司资本实力得到增强。2012-2013年，公司通过发行债券、增加银行借款，债务融资规模上升很快，截至2013年底，公司资产负债率上升至29.07%，但仍处于较低水平。

从负债构成来看，非流动负债占比较大。公司短期负债主要为短期借款和其他应付款。2013年短期借款大幅增加，其中保证借款2.00亿元，为中建投信托有限责任公司的借款，利率为7.60%，抵押借款2,980.00万元，为兴业银行玉环支行的借款，利率为6.90%，到期时间分别为2014年7月29日和2014年6月30日。2013年其他应付款大幅下降，目前为公路段的往来款，偿付弹性较大。总体来看，公司将于2014年面临较大的短期偿付压力。

公司长期负债主要为长期银行借款、债券融资和长期应付款。长期银行借款2013年下降42.34%，全部为土地使用权抵押借款。公司长期借款明细如下表所示。

表13 截至2013年底公司长期借款明细（单位：万元）

贷款单位	借款起始日	借款终止日	利率（%）	金额
上海浦东发展银行	2012.3.1	2017.1.5	7.72	10,000.00
上海浦东发展银行	2011.2.1	2021.1.5	7.73	10,000.00
上海浦东发展银行	2011.1.5	2021.1.5	7.73	5,000.00
中国农业发展银行台州支行	2009.1.22	2016.12.26	6.55	7,000.00
合计	-	-	-	32,000.00

资料来源：公司审计报告

应付债券为2012年发行的7年期10亿元公司债券。长期应付款主要为非金融机构借款，主要有应付地方债券转贷金额为1.35亿元、应付浙江玉环城市建设集团有限公司4,500.00万元、应付玉环县财政局1.24亿元。截至2013年底公司有息负债规模为15.73亿元。总体来看，公司长期债务中有息负债规模较大，存在一定的偿债压力。而且，由于公司在建、拟建项目投资规模较大，预计未来公司负债水平将有所提升。

表14 公司近两年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	22,980.00	10.40%	0.00	0.00%-
其他应付款	3,721.66	1.68%	23,444.68	11.29%
一年内到期的非流动负债	3,500.00	1.58%	1,300.00	0.63%
流动负债合计	36,214.65	16.39%	28,414.61	13.69%
长期借款	32,000.00	14.48%	55,500.00	26.74%
应付债券	98,845.77	44.74%	98,583.29	47.49%
长期应付款	39,163.39	17.73%	19,971.05	9.62%
非流动负债合计	184,710.79	83.61%	179,166.94	86.31%
负债合计	220,925.44	100.00%	207,581.56	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司短期有息负债规模发展较快，公司短期债务压力加大。从短期偿债指标来看，近两年公司流动比率维持在较高水平，分别为19.67和15.71，但是流动资产的实际流动性偏弱，短期债务压力偏大。受利润总额逐年增长影响，近年公司EBITDA亦逐年增长，但近年利息支出增多，EBITDA利息保障倍数有所下降。

表15 公司近两年偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	157,325.77	155,383.29
流动比率	15.71	19.67
速动比率	5.60	6.80
资产负债率	29.07%	28.89%
EBITDA（万元）	41,765.79	30,623.33
EBITDA 利息保障倍数	2.96	3.30

资料来源：公司审计报告

七、偿债保障措施

本期债券采用银行流动性支持方式增信。根据公司与工商银行台州分行签署的《流动性支持贷款协议》，本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和兑付发生资金流动性不足时，工商银行台州分行在符合国家法律、法规的前提下，承诺在每次付息和本金兑付日前二十个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券的本息偿付困难。

八、评级结论

玉环县经济总量不断扩大，财政实力继续增强，公司继续得到玉环县地方政府的大力支持；跟踪期内，公司资产规模稳步增长，目前资产负债率较低，整体财务结构较为稳健；公司收入规模稳步增长，毛利率有所上升。银行流动性支持为公司偿债提供了保障。

同时值得关注的是，公司资产中土地资产占比较大，且已经全部用于抵押，资产变现能力一般；公司主要收入来源于财政拨付，利润对财政补贴有较大依赖；目前公司在建项目较多，资金投入较大，存在一定的资金压力。此外，由于宏观经济整体增速放缓影响，玉环县财政收入增速放缓。

基于上述情况，鹏元维持发行人主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
货币资金	16,330.81	31,932.54
应收账款	160.73	-
预付款项	69.41	17.17
其他应收款	185,551.03	155,947.14
存货	366,007.54	365,568.23
其他流动资产	700.00	5,400.00
流动资产合计	568,819.52	558,865.08
长期股权投资	42,416.52	22,073.01
固定资产	4,736.87	5,152.08
在建工程	1,276.93	161.58
无形资产	24,195.52	24,882.60
长期待摊费用	12.29	65.77
其他非流动资产	118,429.12	107,311.66
非流动资产合计	191,067.26	159,646.71
资产总计	759,886.79	718,511.79
短期借款	22,980.00	-
应付账款	1,456.33	2.39
应付职工薪酬	77.25	62.97
应交税费	2,464.66	1,533.72
应付利息	1,731.11	1,735.75
其他应付款	3,721.66	23,444.68
一年内到期的非流动负债	3,500.00	1,300.00
其他流动负债	283.64	335.10
流动负债合计	36,214.65	28,414.61
长期借款	32,000.00	55,500.00
应付债券	98,845.77	98,583.29
长期应付款	39,163.39	19,971.05
专项应付款	11,098.00	751.00
递延收益	3,603.63	4,361.60
非流动负债合计	184,710.79	179,166.94
负债合计	220,925.44	207,581.56
实收资本	20,000.00	20,000.00
资本公积	396,998.75	395,192.40
盈余公积	11,590.69	9,004.29
未分配利润	110,371.91	86,733.55
归属于母公司所有者权益合计	538,961.35	510,930.23
所有者权益合计	538,961.35	510,930.23
负债和所有者权益总计	759,886.79	718,511.79

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
一、营业总收入	30,170.12	24,764.46
其中：营业收入	30,170.12	24,764.46
二、营业总成本	12,156.53	12,300.01
其中：营业成本	7,381.76	7,069.38
营业税金及附加	975.24	819.75
销售费用	894.91	781.44
管理费用	1,549.14	1,282.07
财务费用	1,205.89	2,022.64
资产减值损失	149.58	324.73
投资收益（损失以“-”号填列）	649.42	91.50
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	343.51	-46.76
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	18,663.01	12,555.95
加：营业外收入	7,704.13	7,471.09
减：营业外支出	63.10	44.02
其中：非流动资产处置损失	-	-
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	26,304.04	19,983.03
减：所得税费用	79.27	-
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	26,224.76	19,983.03

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
一、经营活动产生的现金流量：		
销售商品、提供劳务收到的现金	33,348.30	24,683.75
收到其他与经营活动有关的现金	8,973.73	809.49
经营活动现金流入小计	42,322.03	25,493.24
购买商品、接受劳务支付的现金	11,094.98	1,048.68
支付给职工以及为职工支付的现金	2,276.51	1,969.10
支付的各项税费	361.55	144.21
支付其他与经营活动有关的现金	21,471.63	18,790.03
经营活动现金流出小计	35,204.67	21,952.01
经营活动产生的现金流量净额	7,117.36	3,541.23
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	4,700.00	-
取得投资收益收到的现金	305.92	138.27
收到其他与投资活动有关的现金	19,130.37	-
投资活动现金流入小计	24,136.29	138.27
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,928.80	47,986.43
投资支付的现金	20,000.00	10,400.00
支付其他与投资活动有关的现金	90.00	13,460.00
投资活动现金流出小计	36,018.80	71,846.43
投资活动产生的现金流量净额	-11,882.52	-71,708.16
三、筹资活动产生的现金流量：		
取得借款收到的现金	22,980.00	16,900.00
发行债券收到的现金	-	98,650.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	5,330.00
筹资活动现金流入小计	22,980.00	120,880.00
偿还债务支付的现金	21,300.00	36,100.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,976.57	5,203.12
支付其他与筹资活动有关的现金	540.00	97.58
筹资活动现金流出小计	33,816.57	41,400.70
筹资活动产生的现金流量净额	-10,836.57	79,479.30
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-15,601.73	11,312.37
加：期初现金及现金等价物余额	31,932.54	20,620.17
六、期末现金及现金等价物余额	16,330.81	31,932.54

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	26,224.76	19,983.03
加：资产减值准备	149.58	324.73
固定资产、投资性房地产折旧	629.52	667.84
无形资产摊销	687.08	687.08
长期待摊费用摊销	53.48	10.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7.57	-1.00
财务费用（收益以“-”号填列）	1,525.84	2,241.90
投资损失（收益以“-”号填列）	-649.42	-91.50
存货的减少（增加以“-”号填列）	-341.63	8.22
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-19,172.97	-14,396.38
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	474.41	1,270.27
其他	-2,470.87	-7,163.49
经营活动产生的现金流量净额	7,117.36	3,541.23
现金的期末余额	16,330.81	31,932.54
减：现金的期初余额	31,932.54	20,620.17
现金及现金等价物净增加额	-15,601.73	11,312.37

附录四 截至 2013 年底公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地证编号	土地用途	土地性质	土地面积	账面价值	是否抵押
玉国用（2010）第 08023 号	住宅用地	划拨	124,440	88,352.90	是
玉国用（2010）第 08024 号	住宅用地	划拨	383,712	272,436.02	
玉国用（2010）第 51442 号	工业用地	出让	49,012	4,775.97	是
合计	-	-	557,164	365,564.89	-

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度,本评级机构在初次评级结束后,将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中,本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时,发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料,本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起,当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时,发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息,在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析,并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料,本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。