

2014 年第一期及第二期玉环县交通投资集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【129】号 01

债券简称:

第一期: 14 玉环交投债
01/PR 玉交 01

第二期: 14 玉环交投债
02/PR 玉交 02

债券剩余规模: 6 亿元
(其中: 第一期 3 亿元,
第二期 3 亿元)

债券到期日期:

第一期: 2021 年 11 月
03 日

第二期: 2022 年 03 月
20 日

债券偿还方式: 两期均
按年付息, 第三年度至
第七年度等额偿还 20%
本金

分析师

姓名:

徐宁怡 田珊

电话:

021-51035670

邮箱:

xuny@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址:

www.cspengyuan.com

2014 年第一期及第二期玉环县交通投资集团有限公司公 司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	第一期 AA; 第二期 AA	第一期 AA; 第二期 AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 20 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对玉环市交通投资集团有限公司¹(以下简称“玉环交投”或“公司”)其 2014 年 11 月 3 日发行的第一期公司债券(以下简称“14 玉环交投债 01/PR 玉交 01”)与 2015 年 3 月 20 日发行的第二期公司债券(以下简称“14 玉环交投债 02 /PR 玉交 02”)2019 年度跟踪评级结果为:“14 玉环交投债 01”与“14 玉环交投债 02”信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好, 为公司发展提供良好的基础; 公司交通设施维护收入略有增加, 业务毛利率水平较高; 继续获得较大的外部支持。同时我们也关注到, 公司整体资产流动性较弱; 在建、拟建交通基础设施项目尚需较多投入, 存在较大的资金支出压力, 偿债压力加大且存在一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供良好的基础。2018 年度, 玉环市实现生产总值 580.77 亿元, 按可比价格计算, 比上年同比增长 6.80%; 公共财政收入为 53.34 亿元, 同比增长 10.00%, 其中税收收入规模为 46.90 亿元, 占公共财政收入的比重为 87.93%, 公共财政收入质量较好。
- 公司交通设施维护收入略有增加, 业务毛利率水平较高。2018 年公司获得交通设施维护费收入 4.04 亿元, 为营业收入的主要来源, 毛利率达到 93.90%。
- 公司继续获得较大的外部支持。公司是玉环市交通基础设施重要的投融资和建设

2017 年玉环撤县设市, 公司名称变更为玉环市交通投资集团有限公司。

主体, 为保障公司经营业务正常开展, 2018 年公司共获得政府补助 0.87 亿元, 此外, 当地政府无偿拨入股权投资共计 1.93 亿元, 无偿拨入玉环市坎门渔港开发中心的资产共计 4.49 亿元等, 公司核销无需支付的长期应付款与其他应付款共计 0.40 亿元债权, 计入资本公积, 增强了公司资本实力。

关注:

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末, 公司资产中存货与其他应收款合计账面价值为 106.58 亿元, 占资产总额的比重为 67.57%, 存货变现能力不强, 其他应收款回收时间不确定, 整体资产流动性较弱。
- **公司在建、拟建交通基础设施项目尚需较多投入, 存在较大的资金支出压力。**截至 2018 年末, 公司在建、拟建项目的交通基础设施项目总投资规模为 38.18 亿元, 尚需投入资金 18.98 亿元, 存在较大的资金支出压力。
- **公司有息债务持续增加, 债务压力进一步加重。**截至 2018 年末, 公司有息债务规模达到 36.60 亿元, 同比有所增加, 其中 2019 年需偿付的有息债务规模为 5.60 亿, 债务压力进一步加重。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日, 公司对外担保金额合计 19.54 亿元, 占所有者权益的比重为 18.60%, 对外担保对象主要为公司合并范围外的关联方以及公司间接持股的公司, 考虑到担保规模较大且均无反担保措施, 公司存在一定的或有负债风险。

主要财务指标 (万元):

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,577,360.16	1,415,739.06	1,273,118.71
所有者权益	1,050,418.68	962,346.75	890,190.43
有息债务	365,995.86	383,706.15	348,739.42
资产负债率	33.41%	32.03%	30.08%
流动比率	6.79	8.04	13.06
营业收入	57,403.39	57,685.22	43,715.09
其他收益	8,691.47	12,560.52	-
营业外收入	53.52	966.75	12,761.56
利润总额	36,798.55	40,163.79	30,364.51
综合毛利率	70.04%	60.45%	73.19%
EBITDA	64,676.70	59,126.07	52,867.08

EBITDA 利息保障倍数	2.32	3.31	2.42
经营活动现金流量净额	54,426.02	53,292.31	-48,740.13

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数。

资料来源：公司2016年及2018年度审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

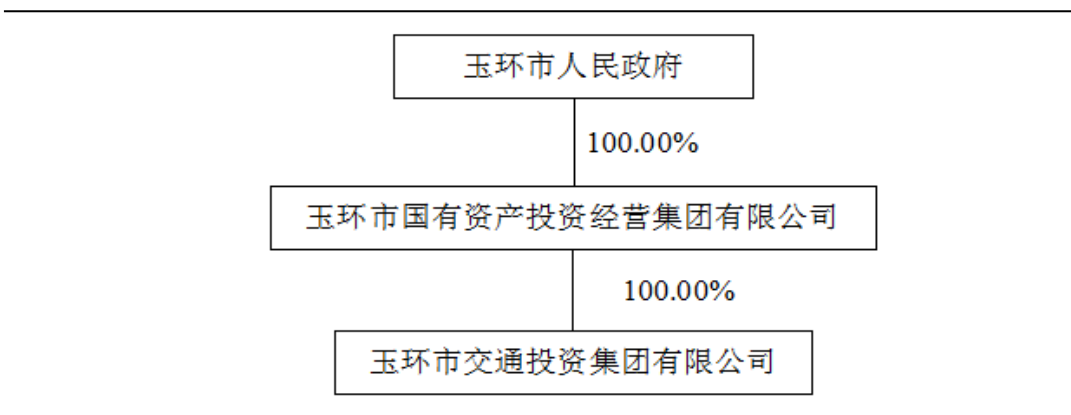
公司于2014年11月3日发行5亿元公司债券（14玉环交投债01），2015年3月20日发行5亿元公司债券（14玉环交投债02），募集资金用于温岭泽国至玉环大麦屿疏港公路工程（玉环段）项目，截至2019年5月20日，募集资金专项账户余额为47,213,224.69元。

二、发行主体概况

截至2019年5月末，公司注册资本与实收资本仍为2亿元，未发生变化；控股股东由玉环市国有资产管理办公室变更为玉环市国有资产投资经营集团有限公司，持股比例为100%，实际控制人仍为玉环市人民政府，公司由玉环市人民政府的一级子公司变成二级子公司。

根据中共玉环市委办公室与玉环市人民政府办公室印发的《玉环市国有企业优化重组实施方案》（玉市委办发〔2018〕30号），2018年公司调整法人、执行董事、董事、监事以及高级管理人员²。2018年度，公司经营业务范围新增矿渣销售业务、中介服务业务与演出业务，合并范围新增子公司10家。截至2018年末，公司合并范围共有子公司13家。

图 1 截至 2019 年 5 月末公司股权关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

² 2018年公司调整执行董事和法人：委派梁益贵担任公司执行董事职务，免去林庆的公司执行董事职务；委派梁益贵担任公司法定代表人，免去金美友法定代表人职务。2018年调整董事会：委派梁益贵、钟辉军、郑海峰三人担任董事会董事职务，免去林庆、李支平、季一云、李辉、梁世超等五人的董事会职务。2018年调整监事：不设监事会，委派陈忠强担任公司监事职务，免去黄艳芬、张黎曙、颜莉莉、黄立锋、郭靖等五人的公司监事职务。2018年调整高级管理人员：委派梁益贵担任公司总经理，钟辉军、郑海峰担任副总经理，免去金美友总经理职务。

表1 2018 年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
玉环市人力资源配置服务有限公司	100%	200.00	劳务派遣服务筹建；人才劳动力中介服务。	划拨
浙江大麦屿港口开发建设有限公司	100%	7,000.00	港口开发建设；港口经营。	划拨
玉环市兴岛矿产开发有限公司	100%	50.00	建筑用石料（凝灰岩）矿开采（凭有效许可证经营）等。	划拨
玉环市铁路投资有限责任公司	100%	30,000.00	铁路领域的投资、建设和营运管理, 铁路沿线配套土地的综合开发利用。	划拨
玉环市渔港开发有限公司	100%	1,500.00	全市标准渔港的基础设施项目投资、建设、维护、经营、管理；渔港土地开发等。	划拨
玉环市坎门渔港开发中心	100%	2,630.00	渔港基础设施开发、建设。	划拨
玉环市科技孵化器有限公司	100%	500.00	科技成果转化，引进人才技术，孵化科技型中小企业。	划拨
玉环市文化发展投资有限公司	100%	5,000.00	文化体育基础设施开发建设；营业性演出；剧场服务；房地产开发。	划拨
玉环市演出有限公司	100%	50.00	文艺演出活动的策划组织服务等	划拨
玉环市蒲公英文化传播有限公司	100%	5.00	文化艺术咨询服务，开展音乐、绘画、文学创作、舞蹈培训大型活动组织服务等。	划拨

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政

政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相

关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公

益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

玉环市经济总量继续提升，增速有所回落，工业增加值增速表现与固定资产投资规模均有所回落

2018 年度，据初步测算，玉环市实现生产总值 580.77 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.8%，增速较上年下降 1.2 个百分点。其中，第一产业增加值 34.37 亿元，同比下降 2.1%；第二产业增加值 314.51 亿元，同比增长 8.0%；第三产业增加值 231.89 亿元，同比增长 6.3%。三次产业结构比例由上年的 6.5：53.3：40.2 调整为 5.9:54.2:39.9。当年玉环市人均 GDP 为 13.36 万元，与全国人均 GDP 的比重为 206.73%，经济发展水平较高。

工业经济方面，全市实现工业总产值 1,663.87 亿元，比上年增长 6.4%，工业增加值 297.32 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.3%，增速下滑 3.1 个百分点。其中，规模以上工业企业有 803 家，共实现产值 789.63 亿元，同比增长 11.0%，增加值 185.90 亿元，同比增长 8.1%。全市规模以上主要行业中，通用设备制造业实现增加值 52.61 亿元，比上年增长 8.9%；电力、热力生产和供应业增加值 32.59 亿元，同比下降 3.1%；汽车制造业增加值 45.47 亿元，同比增长 6.7%；金属制品业增加值 13.54 亿元，同比增长 11.6%；家具制造业增加值 2.38 亿元，同比下降 5.7%。固定资产投资方面，投资力度有所回落，全市完成固定资产投资下降 12.4%。其中，第一产业无项目，第二产业同比增长 4.2%，第三产业同比下降 19.9%。固定资产投资中，国有投资发力不足，同比下降 22.4%；非国有投资同比下降 7.4%，其中民间投资同比下降 7.9%。主要投资领域中，基础设施投资同比下降 26.5%，工业性投资同比增长 2.9%，房地产开发投资完成 39.58 亿元，同比增长 0.5%，增速下降 55.4 个百分点。总体看来，玉环市工业增加值增速有所下滑，主要行业增长情况表现出一定的分化；固定资产投资投资力度有所回落，基础设施投资与房地产投资仍为主要的构成，需关注基础设施投资与房地产投资规模变动对区域经济增长的影响。

2018 年社会消费品零售总额为 199.71 亿元，同比增加 10.5%，增速较快，对玉环市经济增长形成一定拉动作用；存款余额与贷款余额继续保持增长趋势，金融业对当地实体经济发展形成一定的促进作用。

表3 2017-2018年玉环市经济主要指标及其同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	580.77	6.8%	529.83	8.0%
第一产业增加值	34.37	-2.1%	34.39	-0.9%
第二产业增加值	314.51	8.0%	282.69	9.7%
第三产业增加值	231.89	6.3%	212.75	7.1%
工业增加值	297.32	8.3%	266.26	11.4%
固定资产投资	-	-12.4%	218.34	15.8%
社会消费品零售总额	199.71	10.5%	187.75	10.7%
进出口总额	273.52	14.2%	239.47	14.0%
存款余额	676.24	12.7%	600.26	7.2%
贷款余额	546.85	10.8%	493.50	16.7%
人均 GDP（万元）	13.36		11.39	
人均 GDP/全国人均 GDP	206.73%		193.12%	

资料来源：《2017年玉环县国民经济和社会发展统计公报》、《2018年玉环市国民经济和社会发展统计公报》，中证鹏元整理

2018 年得益于区域经济的持续发展，玉环市全年财政总收入 92.38 亿元，比上年增长 10.80%。2018 年玉环市公共财政收入 53.34 亿元，同比增长 10.00%，其中税收收入规模为 46.90 亿元，同比增长 7.50%，占公共财政收入的比重为 87.93%，公共财政收入质量较好。从财政支出看，2018 年玉环市公共财政支出规模为 69.98 亿元，同比增长 8.20%，2018 年玉环县财政自给率为 76.24%，公共财政收入对公共财政支出保障程度略有回升，保障水平尚可。

四、经营与竞争

公司是玉环市交通基础设施重要的投融资和建设主体，经营业务范围覆盖交通设施维护、客运业务、矿渣销售业务、中介服务业务与演出业务等，其中矿渣销售业务、中介服务业务与演出业务为 2018 年新增业务。2018 年公司主营业务收入为 5.73 亿元，与上年基本持平，其中交通设施维护费收入为其主要构成部分，收入规模为 4.04 亿元。毛利率方面，2018 年度，因交通设施维护费盈利能力提高的影响，公司主营业务毛利率为 69.96%，毛利率水平仍很高。

表4 2017-2018年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
交通维护费收入	40,409.04	93.90%	40,095.16	77.97%
中介服务收入	7,098.31	1.66%	6,358.87	1.37%
矿渣销售收入	5,927.32	11.78%	6,079.79	17.58%
客运收入	3,677.51	36.61%	4,798.68	48.82%
演出收入	140.35	-38.63%	133.12	-81.06%
合计	57,252.53	69.96%	57,465.61	60.30%

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数。

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

交通设施维护费收入表现较为稳定；目前在建与拟建的交通设施项目尚需投入较大规模资金，公司仍存在较大的资金支出压力

玉环市人民政府自 2010 年起授权公司承担全市范围内公路（桥梁、隧道）等交通基础设施的养护及管理职能，玉环市人民政府每年从当地国有土地出让金收入中提取一定比例加上相关拨款（拨款金额主要依据公司当年交通基础设施项目的投资情况）作为公司交通设施维护费收入。2018 年公司获得交通设施维护费收入 4.04 亿元，为营业收入的主要来源，交通基础设施维护费成本主要系维护相关投入，当年毛利率达到 93.90%，但需关注政府拨付的款项规模可能存在波动，进而对公司当年的交通基础设施维护费形成一定的影响。

截至2018年末，公司投资的在建项目主要包括玉温岭泽国至大麦屿疏港公路项目（玉环段）、漩门湾大桥及接线项目与新城连接线（井分线）公路改建项目等。截至2018年末，公司在建项目投资总额合计27.50亿元，尚需投资额为8.30亿元，目前温岭泽国至大麦屿疏港公路工程（玉环段）项目已与政府签订回购协议，其余项目政府承诺未来将进行回购，但尚未签订相关回购合同。截至2018年末，公司已获得立项批文的拟建项目主要包括228国道清港连接线项目、玉环市城北大道景观工程和高速玉环互通绿化工程，总投资规模为10.68亿元。总体看来，公司在建项目规模较大，未来业务收入能具备一定保障，需关注的是部分项目尚未与政府签订相关回购合同，未来实现的收入情况存在不确定性。公司在建与拟建项目的总投资规模为38.18亿元，尚需投入资金18.98亿元，存在较大的资金支出压力。

根据公司提供的说明，本期债券募投项目温岭泽国至玉环大麦屿疏港公路工程（玉环段）项目主体工程已基本完工，10月份建成通车，已经实现收益。该项目目前尚未签订回购协议，已收到浙江省交通运输厅的补贴款项。

表5 截至2018年末公司主要在建的项目情况（单位：亿元）

项目	总投资额	已投资额	尚需投资
温岭泽国至大麦屿疏港公路项目（玉环段）	17.40	14.95	2.45
漩门湾大桥及接线项目	8.73	2.92	5.81
新城连接线（井分线）公路改建项目	1.37	1.33	0.04
合计	27.50	19.20	8.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 截至2018年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资额
228 国道清港连接线项目	9.16
玉环市城北大道景观工程	1.30
高速玉环互通绿化工程	0.22
合计	10.68

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客运业务收入与毛利率有所下降，盈利能力尚可

客运业务由公司子公司玉环滚装轮渡有限公司经营（以下简称“滚装轮渡”），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（沈海高速）蒲岐出入口相连接，可缩短陆上公路里程 85 千米。滚装轮渡目前设玉环、乐清二个客运站，拥有 2 个轮渡泊位、5,000 平方米的停车场与 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 辆 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，具有一定的区域经营优势。2018 年公司轮渡业务累计渡运车辆 53.00 万辆，旅客 148.00 万人次，业务量较上年有所下降，当年客运业务收入为 0.37 亿元，较上年同比下降 23.36%，毛利率下降至 36.61%，盈利能力尚可。

表7 2017-2018年公司客运业务经营数据

项目	2018 年	2017 年
车流量（万辆）	53.00	68.00
客流量（万人次）	148.00	192.00
收入（万元）	3,678.00	4,798.00

资料来源：公司提供

2018 年公司新增矿渣销售业务、中介服务业务与演出业务对公司收入与利润形成一定的补充

公司新增矿渣销售业务，由公司 2018 年新增子公司玉环市兴岛矿产开发有限公司（以下简称“玉环矿产”）经营，主要系根据玉环市人民政府专题会议纪要【2018】5 号文件

精神，由受浙台（玉环）经贸合作区管委会委托管理矿山运行的玉环矿产与企业签订石料供应协议，石渣单价由协议双方确定调拨含税价格 33.87 元/吨，或按市政府会议纪要【2017】51 号文件 30.39 元/吨（含税）结算。款项支付方式主要为企业先行预付一定比例的石料款，而后按工程进度结算，回填结束后一周内付清余款。2018 年公司实现矿渣销售收入 0.59 亿元，前五大客户分别为玉环海洋经济开发投资有限公司、浙江交通资源投资有限公司玉环分公司、玉环干江滨港工业城开发有限公司、玉环市大麦屿街道办事处（福腾宝高端厨具产业园）和玉环市陈屿中心幼儿园新园建设工程领导小组指挥部。考虑到区域内基建对石料的需求较为稳定，矿渣销售业务具有一定的可持续性。

公司新增中介服务业务，由公司 2018 年新增子公司玉环市人力资源配置服务有限公司经营（以下简称“玉环人力”），主要系玉环人力网（www.yhrl.com）实行会员制，为网站会员提供优质便捷的服务，如人才招聘求职、机关事业单位编外人员派遣等，从而收取一定的会员费。2018 年公司实现中介服务收入 0.71 亿元，前五大客户分别为浙江苏泊尔股份有限公司、江利中实业有限公司、浙江隆中机械制造有限公司、浙江苏强格液压股份有限公司和浙江正裕工业股份有限公司，均为民营企业。

公司继续获得较大的外部支持

公司是玉环市交通基础设施重要的投融资和建设主体，地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予公司支持。财政补贴方面，2018 年公司共获得政府补助 0.87 亿元，款项内容主要包括交通运输补贴与油价补贴等，提升了公司的利润水平；资产注入方面，当地政府无偿拨入股权投资共计 1.93 亿元，无偿拨入玉环市坎门渔港开发中心的资产共计 4.49 亿元、无偿拨入固定资产 1,100.00 元，此外，公司核销无需支付的长期应付款与其他应付款共计 0.40 亿元债权，计入资本公积，增强了公司资本实力。

五、财务分析

以下我们的分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，其中 2017 年数据均来自 2018 年审计报告中的期初数，按照新会计准则进行编制。2018 年度，公司合并报表范围新增子公司 10 家。

资产结构与质量

公司资产规模继续增加，存货与其他应收款占比较大，整体资产流动性较弱

截至 2018 年末，公司资产总额为 157.74 亿元，较上年增长 11.42%，从资产构成来看，

流动资产为其主要组成部分，流动资产占资产总额的比重为70.20%。

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 2018 年末，货币资金账面价值为 4.07 亿元，无受限资金；其他应收款主要是工程借款，需要收取利息，应收对象主要为玉环市当地交通设施建设指挥部，账面价值达到 25.88 亿元，考虑到应收对象主要为地方政府单位，回收风险较小，但应收规模较大，且部分款项账龄较长，会对运营资金形成占用。存货主要为土地使用权，土地性质主要为住宅用地，土地使用权账面价值为 66.73 亿元，受限资产规模为 4.39 亿元，规模不大，总体看来，土地使用权变现情况易受当地土地市场景气度影响，且部分资产受限，变现能力不强。

非流动资产主要为长期股权投资和其他非流动资产，长期股权投资为对浙江台州市沿海开发投资有限公司和玉环中交交通工程建设有限公司的投资，账面价值为13.61亿元，其中公司对浙江台州市沿海开发投资有限公司持股比例降至18.37%，因投资收益情况取决于被投资单位的经营效益，存在不确定性。公司固定资产主要为房屋及建筑物、电子设备及其他等，截至2018年末，账面价值为3.11亿元，较上年略有下降。公司在建工程主要为防坡堤修复工程与一关三检设备等项目，截至2018年末，账面价值为3.10亿元，较上年大幅增长，主要系新增防坡堤修复工程投入较大所致。其他非流动资产主要系公司近年对温岭泽国至大麦屿疏港公路工程（玉环段）与S226（76省道）温岭岙环至龙溪段改建工程（玉环段）等项目投资形成，账面价值为25.30亿元。

表8 2017-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	40,722.97	2.58%	38,695.12	2.73%
其他应收款	355,862.69	22.56%	266,098.88	18.80%
存货	710,015.49	45.01%	715,980.74	50.57%
流动资产合计	1,107,314.50	70.20%	1,021,338.39	72.14%
长期股权投资	136,134.25	8.63%	142,456.01	10.06%
固定资产	31,068.21	1.97%	31,843.25	2.25%
在建工程	30,986.68	1.96%	3,581.81	0.25%
其他非流动资产	253,005.89	16.04%	197,758.19	13.97%
非流动资产合计	470,045.66	29.80%	394,400.67	27.86%
资产总计	1,577,360.16	100.00%	1,415,739.06	100.00%

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模继续增长，存货与其他应收款占比较高，存货变现能力不强，其他应收款回收时间不确定，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入略有下降，毛利率水平较高

2018 年度，公司营业收入为 5.74 亿元，同比下降 0.49%，从营业收入构成来看，交通设施维护费收入为其主要构成部分，交通设施维护费收入达到 4.04 亿元，因当地政府拨付的交通设施维护费款项规模可能存在波动，会对交通基础设施维护费收入造成影响；在建交通基础设施项目收入实现取决于政府回购计划，存在不确定性。此外，2018 年公司新增矿渣销售收入、中介服务收入与演出收入，总计贡献收入 1.32 亿元，成为公司营业收入的重要组成部分。毛利率方面，得益于交通基础设施维护业务毛利率水平较高且收入规模进一步增加，公司综合毛利率较上年有所提升，盈利能力继续提高。利润方面，2018 年公司获得 1.72 亿元的利息收入，主要系公司收到当地工程指挥部的借款利息，对公司的利润形成较大的贡献，当年公司实现营业利润为 3.68 亿元，较上年下降 6.26%，主要系 2018 年度财务费用大幅上升且政府补助规模下降所致；利润总额为 3.68 亿元，需关注负债规模增加引起利息费用上升及地方政府补助规模的波动对公司利润水平的影响。

表9 2017-2018年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项 目	2018 年	2017 年
营业收入	57,403.39	57,685.22
利息收入	17,158.26	15,047.29
营业利润	36,760.25	39,216.88
其他收益	8,691.47	12,560.52
营业外收入	53.52	966.75
利润总额	36,798.55	40,163.79
综合毛利率	70.04%	60.45%

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数。

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但在建交通设施项目尚需投入规模较大，存在较大的资金支出压力

2018年度，受地方政府拨付款项进度安排影响，公司汇款速度放缓，收现比降至0.69，经营回款明显下降。2018年公司收到一定规模的政府补助收入款项，对经营活动现金流形成一定补充，2018年经营活动流入规模为7.82亿元，较上年下降9.11%。2018年度公司支付往来款规模大幅下降，综合影响下，导致经营活动产生的现金流量金额较上年略有上升。

投资活动方面，2018年因政府划拨子公司导致公司收到的其他与投资活动有关的现金有所上升，2018年公司减少固定资产投入、停止资金出借行为，综合影响下，投资活动产生的现金流量净额由负转正，净流入规模达2.88亿元。

筹资活动方面，为满足项目建设资金需求，公司主要通过银行借款与向其他单位拆借等方式继续筹集资金，2018年公司偿付大规模债务，导致筹资活动现金净流出8.11亿元。截至2018年末，公司主要的在建与拟建交通设施项目总投资规模为38.18亿元，尚需投入资金18.98亿元，未来存在较大的资金支出压力。

表10 2017-2018年公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2018 年	2017 年
收现比	0.69	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	39,564.60	61,712.90
收到的其他与经营活动有关的现金	38,617.88	24,005.36
经营活动现金流入小计	78,221.59	86,064.50
购买商品、接受劳务支付的现金	16,895.88	14,895.74
支付的其他与经营活动有关的现金	2,142.14	13,402.19
经营活动现金流出小计	23,795.58	32,772.19
经营活动产生的现金流量净额	54,426.02	53,292.31
投资活动产生的现金流量净额	28,750.04	-46,040.35
筹资活动产生的现金流量净额	-81,148.21	-7,430.04
现金及现金等价物净增加额	2,027.84	-178.07

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数。

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务持续增加，债务压力进一步加重

截至2018年末，公司所有者权益的规模增至105.04亿元，同比增加9.15%。为满足项目建设资金支出，公司债务融资规模不断扩大，截至2018年末，债务总额为52.69亿元，产权比率增至50.16%，偿债压力进一步加重。

表11 2017-2018年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债总额	526,941.48	453,392.31
所有者权益	1,050,418.68	962,346.75
产权比率	50.16%	47.11%

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数。

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司负债以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的比重为69.04%。流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，短期借款为1.39亿元，均为保证借款，规模不大；其他应付款主要为暂借款、代收代付款和保证金及押金，账面余额为9.59亿元，规模较大，较上年同比增加95.37%；一年内到期的非流动负债主要为长期借款与应付债券结转所致，规模为4.21亿元。

非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2018年末，公司长期借款为3.99亿元，主要为保证与质押借款；应付债券为本期债券、2012年发行的公司债券、2017年发行的定向融资工具，期末账面余额为6.89亿元；长期应付款主要为地方债借款、专项应付款、非金融机构借款与借款利息，规模达到25.47亿元，规模较大。截至2018年末，公司有息债务规模达到36.60亿元，同比有所增长，偿债压力进一步加大，其中2019年需偿付的有息债务规模为5.60亿元，存在一定的短期偿债压力。

表12 2017-2018年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,900.00	2.64%	21,000.00	4.63%
其他应付款	95,909.44	18.20%	49,091.95	10.83%
一年内到期的非流动负债	42,100.00	7.99%	46,000.00	10.15%
流动负债合计	163,138.32	30.96%	127,031.19	28.02%
长期借款	39,900.00	7.57%	30,000.00	6.62%
应付债券	68,932.19	13.08%	108,623.75	23.96%
长期应付款	254,737.64	48.34%	187,165.60	41.28%
非流动负债合计	363,803.17	69.04%	326,361.12	71.98%
负债合计	526,941.48	100.00%	453,392.31	100.00%
其中：有息债务	365,995.86	69.46%	383,706.15	84.63%

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数。

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着债务融资规模的增加，截至 2018 年末，公司资产负债率略增至 33.41%，负债经营程度一般；流动比率为 6.79，较上年有所下降，考虑到公司其他应收款回收时间不确定，存货变现能力不强，短期偿债能力较弱。2018 年公司 EBITDA 规模增至 6.47 亿元，但利息支出大幅增加，导致息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度明显下降。

表13 2017-2018年公司主要偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	33.41%	32.03%

流动比率	6.79	8.04
EBITDA（万元）	64,676.70	59,126.07
EBITDA 利息保障倍数	2.32	3.31
有息债务/EBITDA	5.66	6.49

注：2017年数据为2018年度审计报告中的期初数
资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计19.54亿元，占所有者权益的比重为18.60%，对外担保对象主要为公司合并范围外的关联方以及公司间接持股的公司，考虑到担保规模较大且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表14 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	借款类型	担保金额	担保到期日
浙江台州市沿海高速公路有限公司	保证	173,705.18	2024/6/27
玉环市自来水有限公司	保证	1,500.00	2019/11/20
玉环市自来水有限公司	保证	2,500.00	2019/11/22
玉环市自来水有限公司	保证	2,000.00	2019/11/26
玉环市自来水有限公司	保证	3,000.00	2019/8/15
玉环市自来水有限公司	保证+质押	800.00	2019/8/19
玉环市自来水有限公司	保证	1,200.00	2019/8/23
玉环市自来水有限公司	保证	800.00	2019/9/2
玉环市自来水有限公司	保证	2,000.00	2019/11/13
玉环市自来水有限公司	保证	1,966.00	2021/4/18
玉环市自来水有限公司	保证	984.00	2021/5/31
玉环市国有资产投资经营集团有限公司	保证	4,975.00	2021/6/28
合计	-	195,430.18	-

资料来源：公司2018年度审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年度，玉环市经济总量不断增加，财政实力不断增强，玉环市实现生产总值580.77亿元，按可比价格计算，比上年同比增长6.80%；公共财政收入为53.34亿元，同比增长10.00%。外部环境较好，为公司发展提供良好的基础。2018年公司获得交通设施维护费收入4.04亿元，为营业收入的主要来源，毛利率达到93.90%。公司是玉环市交通基础设施重要的投融资和建设主体，为保障公司经营业务正常开展，继续获得较大的外部支持，2018年公司共获得政府补助0.87亿元，此外，当地政府无偿拨入股权投资共计1.93亿元，无偿拨入玉环市坎门渔港开发中心的资产共计4.49亿元等，公司核销无需支付的长期应付款与其他应付款共计0.40亿元债权，计入资本公积，增强了公司资本实力。

但同时我们也关注到，截至2018年末，公司资产中存货与其他应收款规模较大，存货变现能力不强，其他应收款回收时间不确定，整体资产流动性较弱；公司在建、拟建交通基础设施项目尚需较多投入，截至2018年末，公司在建、拟建项目的交通基础设施项目总投资规模为38.18亿元，尚需投入资金18.98亿元，存在较大的资金支出压力。此外，公司偿债压力加大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持“14玉环交投债01”和“14玉环交投债02”信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	40,722.97	38,695.12	33,882.25
其他应收款	355,862.69	266,098.88	219,421.16
存货	710,015.49	715,980.74	666,348.88
其他非流动资产	253,005.89	197,758.19	148,107.48
总资产	1,577,360.16	1,415,739.06	1,273,118.71
短期借款	13,900.00	21,000.00	11,200.00
其他应付款	95,909.44	49,091.95	18,085.21
一年内到期的非流动负债	42,100.00	46,000.00	30,000.00
长期借款	39,900.00	30,000.00	26,500.00
应付债券	68,932.19	108,623.75	128,730.75
长期应付款	254,737.64	187,165.60	152,308.67
总负债	526,941.48	453,392.31	382,928.28
有息债务	419,569.83	392,789.35	348,739.42
所有者权益	1,050,418.68	962,346.75	890,190.43
营业收入	57,403.39	57,685.22	43,715.09
营业利润	36,760.25	39,216.88	17,658.33
营业外收入	53.52	966.75	12,761.56
净利润	36,649.11	40,578.32	30,338.27
经营活动产生的现金流量净额	54,426.02	53,292.31	-48,740.13
投资活动产生的现金流量净额	28,750.04	-46,040.35	7,054.47
筹资活动产生的现金流量净额	-81,148.21	-7,430.04	48,443.10
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	69.96%	60.30%	73.19%
收现比	0.69	1.07	1.02
产权比率	50.16%	47.11%	43.16%
资产负债率	33.41%	32.03%	30.08%
流动比率	6.79	8.04	13.06
速动比率	2.44	2.40	3.60
EBITDA（万元）	64,676.70	59,126.07	52,867.08
EBITDA 利息保障倍数	2.32	3.31	2.42
有息债务/EBITDA	6.49	6.64	6.70

注：2017年数据来自2018年审计报告中的比较报表期初数

资料来源：2018年公司审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
玉环市人力资源配置服务有限公司	200.00	100%	劳务派遣服务筹建；人才劳动力中介服务。
浙江大麦屿港口开发建设有限公司	7,000.00	100%	港口开发建设；港口经营。
玉环市兴岛矿产开发有限公司	50.00	100%	建筑用石料（凝灰岩）矿开采（凭有效许可证经营）等。
玉环市铁路投资有限责任公司	30,000.00	100%	铁路领域的投资、建设和营运管理，铁路沿线配套土地的综合开发利用。
玉环市渔港开发有限公司	1,500.00	100%	全市标准渔港的基础设施项目投资、建设、维护、经营、管理；渔港土地开发等。
玉环市坎门渔港开发中心	2,630.00	100%	渔港基础设施开发、建设。
玉环市科技孵化器有限公司	500.00	100%	科技成果转化，引进人才技术，孵化科技型中小企业。
玉环市文化发展投资有限公司	5,000.00	100%	文化体育基础设施开发建设；营业性演出；剧场服务；房地产开发。
玉环市演出有限公司	50.00	100%	文艺演出活动的策划组织服务等
玉环市蒲公英文化传播有限公司	5.00	100%	文化艺术咨询服务，开展音乐、绘画、文学创作、舞蹈培训大型活动组织服务等。
玉环市交通实业有限公司	12,900.00	100%	交通项目投资开发等
玉环市路桥工程有限公司	11,500.00	100%	公路工程施工(三级)。
玉环滚装轮渡有限公司	3,700.00	100%	水上旅客运输、水上货物运输；港口经营等

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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（含）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。