

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 2020 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員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：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【933】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: 4 亿元
(其中: 第一期 2 亿元,
第二期 2 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:
田珊 党雨曦

电话:
021-51035670

邮箱:
tiansh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法, 该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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 2020 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	2020 年 08 月 26 日	2019 年 06 月 20 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”)2020 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; 公司新增工程代建业务, 有利于丰富收入来源, 同时强化其服务区域交通建设的
职能; 继续获得一定的外部支持。同时中证鹏元也关注到, 公司整体资产流动性仍较弱;
在建项目带来一定的资金压力; 债务负担有所增加, 存在一定短期偿债压力; 公司存在一
定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 玉环市经济实力继续增强, 以通用设备制造业、汽车制造业为主的工业经济发展
平稳, 工业结构持续优化。作为台州市代管的县级市, 2019 年度, 玉环市实现生
产总值 617.5 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 5.2%。工业经济方面, 通用设备
制造业、汽车制造业等支柱产业保持增长, 产业升级持续推进, 其中制造业高新
技术产业增加值 109.81 亿元, 增长 5.1%, 占规模以上工业的 56.4%, 工业结构不
断优化有利于增强区域经济增长内生动力, 进而为公司发展提供良好的外部条件。

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。

- **公司新增交通基础设施工程代建业务，有利于丰富收入来源，同时强化其服务区域交通建设的职能。**作为玉环市交通基础设施建设的主要实施主体之一，公司承担了玉环市道路桥梁等建设施工的重要任务。在承担维护全市范围内交通基础设施业务的基础上，2019 年公司新增交通设施工程代建业务，实现收入 3.99 亿元，占公司营业收入比例达 53.72%，成为公司支柱业务之一，进一步强化其服务玉环市交通建设的职能。
- **公司继续获得一定的外部支持。**公司是玉环市交通基础设施重要的投融资和建设主体，2019 年地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予公司支持。当年公司因政府资产划拨和拨款转入等净增加资本公积 2.19 亿元，增强了公司资本实力；财政补贴方面，2019 年公司共获得政府补助 0.48 亿元，提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司整体资产流动性仍较弱。**截至 2019 年末，公司资产中存货和应收款项合计占比达 67.26%，其中存货中土地资产尚未缴纳土地出让金，变现能力受限，应收款项回收时间不确定，整体资产流动性仍较弱。
- **公司在建项目后续建设带来一定资金压力。**截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资 11.84 亿元，考虑到公司经营活动现金流不能满足资金支出需求，预计公司未来仍存在一定资金压力。
- **公司债务负担有所增加，存在一定短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模增长至 37.35 亿元，其中 2020 年需偿付的有息债务规模为 9.41 亿元。考虑到公司资产流动性较弱，且现金短期债务比仅为 0.27，公司存在一定短期偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 9.50 亿元，占所有者权益的比重为 8.75%，担保对象主要为当地国企，考虑到担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（万元）：

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,645,191.97	1,577,360.16	1,291,277.21
所有者权益	1,086,433.82	1,050,418.68	894,743.04
有息债务	373,467.94	365,995.86	371,706.15

资产负债率	33.96%	33.41%	30.71%
现金短期债务比	0.27	0.73	0.36
营业收入	74,221.19	57,403.39	45,004.31
其他收益	4,748.63	8,691.47	12,555.52
利润总额	14,473.36	36,798.55	39,683.21
综合毛利率	24.80%	70.04%	75.16%
EBITDA	23,673.50	64,676.70	58,790.48
EBITDA 利息保障倍数	1.21	2.01	2.38
经营活动现金流净额	1,612.66	54,426.02	11,397.47
收现比	0.30	0.69	1.08

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

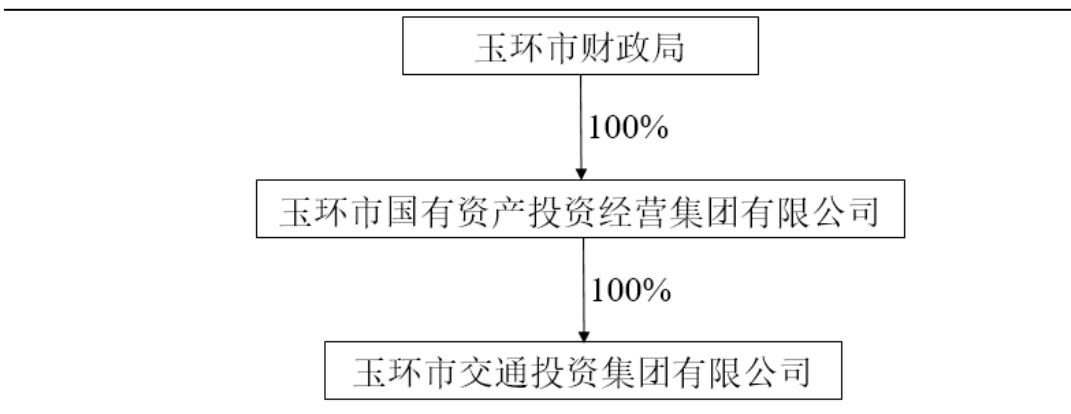
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年8月14日，募集资金专项账户余额为40,336,397.48元。

二、发行主体概况

截至2019年末，公司注册资本与实收资本仍为2亿元，未发生变化；控股股东仍为玉环市国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“玉环国投”），持股比例为100%；2019年7月16日，玉环国投的股东由国有资产管理办公室变更为玉环市财政局²，玉环市财政局为玉环国投唯一股东和实际控制人，亦为公司实际控制人。截至2019年末，公司股权结构图如下：

图 1 截至 2019 年末公司股权关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据玉环市财政局文件（玉财国资企（2019）75号）批复，2019年公司调整了法人代表、董事、监事以及高级管理人员：委派王伟担任公司董事长职务兼法定代表人，陈忠强担任公司董事会董事职务。梁益贵不再兼任法定代表人。调整后董事会成员为：王伟（董事长兼法定代表人），梁益贵（副董事长）、钟辉军、郑海峰、陈忠强。委派王丹春担任公司监事职务；同时，免去陈忠强公司监事职务。聘任陈理清、赖可为、周东鑫为公司副

² 根据玉环市委办公室、玉环市人民政府办公室2019年3月10日出具的《关于印发<玉环市财政局职能配置、内设机构和人员编制规定>的通知》（玉市委办室[2019]18号），玉环市财政局负责国有资产监督管理职能，根据市政府授权，履行市属国有出资人职责，代表市政府对相关企业的履行出资人职责。2019年6月20日，玉环市财政局签署《玉环市国有资产投资经营集团有限公司章程》。2019年7月16日，玉环市市场监督管理局核准了此变更。

总经理。调整后，公司经理层成员如下：梁益贵（总经理）、钟辉军（副总经理）、郑海峰（副总经理）、陈理清（副总经理）、赖可为（副总经理）、周东鑫（副总经理）。

2019年度，公司主营业务新增保安服务业务与工程代建业务，合并范围新增9家子公司，减少1家子公司，截至2019年末，公司合并范围内共有子公司15家。

表1 2019年公司合并报表范围子公司变动情况

子公司名称	持股比例	注册资本 (万元)	经营范围	变动方式
玉环广电网络有限公司	100%	12,651.22	广播电视传输业务，广播电视传输工程设计、施工及维护服务，广告设计、制作、代理、发布服务等	划拨并入
玉环市教育投资发展有限公司	100%	1,000.00	教育专项融资、学校后勤社会化服务	划拨并入
玉环市大麦屿渔港开发有限公司	100%	650.00	大麦屿渔港开发，休闲旅游项目开发、物业管理，水产品养殖等	划拨并入
玉环市保安服务有限公司	100%	500.00	保安服务：门卫、巡逻、守护、安全检查、安全技术防范；安全技术防范工程设计、施工、安装、调试、售后维修；物业管理服务；劳务派遣业务等	划拨并入
玉环市机动车驾驶员技术培训有限公司	100%	100.00	机动车驾驶员培训等	划拨并入
玉环市机动车检测有限公司	100%	50.00	机动车检验检测服务等	划拨并入
玉环市路通非机动车有限公司	100%	50.00	非机动车租赁、销售；非机动车上牌代理、年审代理服务	划拨并入
玉环市交通规划设计有限公司	100%	100.00	城乡规划设计服务，公路桥梁工程、市政桥梁工程、市政道路工程、风景园林工程设计，工程造价咨询等	投资设立
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，土石方回填等	吸收合并
玉环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，演出经纪代理服务，多媒体设计服务等	注销

资料来源：公司 2019 年审计报告和公开信息，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设工程投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设工程投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设工程投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐

性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

玉环市经济总量继续提升，增速有所回落，通用设备制造业和汽车制造业等主导产业发展平稳，工业结构有所优化，有利于增强区域经济内生增长动力

2019 年玉环市经济继续保持增长，全市实现生产总值 617.5 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.2%，增速较上年下降 1.6 个百分点。其中，第一产业增加值 37.11 亿元，同比增长 2.60%；第二产业增加值 339.85 亿元，同比增长 4.50%；第三产业增加值 240.54 亿元，同比增长 6.7%。三次产业结构比例由上年的 5.9:54.2:39.9 调整为 2019 年的 6.01:55.04:38.95。当年玉环市人均 GDP 为 9.81 万元，与全国人均 GDP 的比例为 138.37%。

玉环市工业经济以制造业为主，2019 年工业结构继续优化升级。全市实现工业增加值 315.85 亿元，同比增长 4.9%。全市规模以上主要行业中，通用设备制造业实现增加值 55.75 亿元，比上年增长 0.6%；电力、热力生产和供应业增加值 28.02 亿元，同比下降 3.9%；汽车制造业增加值 50.93 亿元，同比增长 5.2%；金属制品业增加值 14.46 亿元，同比增长 4.5%；家具制造业增加值 2.03 亿元，同比下降 15.7%。产业升级方面，全市规模以上工业

企业中，装备制造业实现增加值 151.43 亿元，比上年增长 5.0%，占规模以上工业的 77.8%；高新技术产业增加值 109.81 亿元，同比增长 5.1%，占规模以上工业的 56.4%；战略性新兴产业增加值 13.48 亿元，同比增长 7.2%，占规模以上工业的 6.9%。

固定资产投资方面，全市完成固定资产投资增长 20.5%，投资力度不断加强。主要投资领域中，基础设施投资下降 3.4%，工业性投资增长 24.9%，房地产开发投资完成 44.02 亿元，较上年增长 11.2%，其中住宅开发投资大幅上升，较上年增长 45.9%。商品房销售面积增长乏力，全年商品房销售面积 37.46 万平方米，同比下降 33.0%。

2019 年玉环市实现社会消费品零售总额 216.76 亿元，同比增长 9.0%，增速略放缓。外贸进出口总额较上年变化不大；金融方面，当年末金融机构人民币存贷款余额均保持较快增长，继续为区域实体经济发展提供较好的金融支持。

表2 2018-2019年玉环市经济主要指标及其同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	617.5	5.20%	580.77	6.8%
第一产业增加值	37.11	2.60%	34.37	-2.1%
第二产业增加值	339.85	4.50%	314.51	8.0%
第三产业增加值	240.54	6.70%	231.89	6.3%
工业增加值	315.85	4.90%	297.32	8.3%
固定资产投资	-	20.50%	-	-12.4%
社会消费品零售总额	216.76	9.00%	199.71	10.5%
进出口总额	267.94	-0.10%	273.52	14.2%
存款余额	762.04	12.70%	676.24	12.7%
贷款余额	631.84	15.50%	546.85	10.8%
人均 GDP（元）	98,094		92,479	
人均 GDP/全国人均 GDP	138.37%		143.06%	

注：2018 年人均 GDP 按照当年 GDP 和全市常住人口数计算。

资料来源：玉环市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年玉环市实现公共财政收入 53.92 亿元，同比增长 1.1%，其中税收收入规模为 43.38 亿元，同比下降 7.50%，占公共财政收入的比重为 80.45%；2019 年玉环市公共财政支出规模为 80.21 亿元，同比增长 14.6%，财政自给率为 67.22%。

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建设维护、保安业务、中介服务、矿渣销售等，其中代建业务与保安服务业务为 2019 年新

增业务；客运收入大幅降低，主要因当年跨海大桥建成运营，致使公司子公司玉环滚装轮渡有限公司经营的轮渡航线客运量锐减。整体来看，2019 年公司主营业务收入为 7.42 亿元，较上年明显增长，因业务规模占比较大的代建业务毛利率不高，当年主营业务毛利率降至 24.79%，整体盈利水平尚可。

表3 2018-2019年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	39,867.84	14.32%	-	-
交通维护费收入	14,488.24	78.26%	40,409.04	93.90%
保安服务	7,263.59	16.73%	-	-
中介服务收入	7,036.84	1.48%	7,098.31	1.66%
矿渣销售收入	2,897.93	3.68%	5,927.32	11.78%
客运收入	98.11	-1,345.72%	3,677.51	36.61%
其他	2,567.47	48.66%	140.35	-37.50%
合计	74,220.02	24.79%	57,252.53	69.96%

资料来源：2018-2019年公司审计报告，中证鹏元整理

交通基础设施代建和维护业务对公司收入和利润的贡献较大；交通维护费用受到政府拨款影响较大，下滑明显

作为玉环市交通基础设施建设的主要实施主体之一，公司承担了玉环市道路桥梁建设施工的重要任务。2019 年公司新增工程代建业务，主要由公司本部与子公司浙江大麦屿港口开发建设有限公司、玉环市渔港开发有限公司作为运营主体。根据公司与玉环市交通运输局（以下简称“市交通局”）签订工程项目委托代建协议，由公司统筹安排代建项目的资金筹措和建设施工等相关事宜，项目完工后由市交通局或其指定单位进行验收，并根据核定的建设成本支付代建费（约为实际成本的 15%），公司以成本加成模式确认收入。公司未与市交通局签订项目回款协议，受委托方支付安排影响，代建收入实际回款进度具有不确定性。2019 年公司受托代建完工的项目包括新城连接线（井分线）公路改建项目、高速玉环互通绿化亮化工程建设项目及本期债券募投项目温岭泽国至大麦屿疏港公路工程（玉环段）等项目，当年确认代建业务收入 3.99 亿元，占公司营业收入比例达 53.72%，毛利率为 14.32%，盈利能力一般。

截至 2019 年末，公司主要在建项目有西山矿工程、S226 龙溪至坎门段改建工程等，计划总投资额 14.58 亿元，已投资 2.73 亿元，尚需投资 11.84 亿元，公司面临一定资金支出压力。

表4 截至2019年末公司主要在建的项目情况（单位：万元）

项目	总投资额	已投资
西山矿工程	28,000.00	20,703.23
S226 龙溪至坎门段改建工程	117,770.00	6,641.03
合计	145,770.00	27,344.26

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

此外, 受玉环市人民政府授权, 公司还承担市内公路(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。2019 年公司获得交通设施维护费收入 1.45 亿元, 较上年明显下降, 主要因当年公司获得政府相关拨款减少, 但仍为营业收入的主要来源, 需关注未来政府拨款规模变动对公司交通基础设施养护业务收入的影响; 盈利水平仍较好, 当年毛利率达到 78.26%。

保安服务、中介服务、矿渣销售等业务有利于丰富公司收入来源, 盈利水平较为一般

2019 年公司新增保安服务业务, 运营主体为当年因划拨并入的子公司玉环市保安服务有限公司(以下简称“保安公司”)。保安公司成立于 1993 年 8 月, 注册资本 500 万元, 主要业务包括人防(保安)、技防(安防产品器材销售、安装、调试联网 110)、押运、道路交通施救和劳务派遣等。保安公司的安保业务客户范围包括政府机关、军警机构、金融机构、企事业单位、厂矿、商铺、个人住宅等; 劳务派遣服务对象主要包括玉环市财政局、公安局、人民法院等机关单位、银行等金融机构以及大型国有企业等客户。保安公司服务对象较为广泛, 客户集中度较低(前五大客户服务收入合计占比 12.91%); 2019 年公司实现保安服务业务收入 7,263.59 万元, 毛利率为 16.73%, 盈利水平一般。

表5 2019年公司保安服务业务前五大客户情况(单位: 万元)

客户名称	收入金额	占该业务收入比例
中国网浙江玉环市供电有限公司	412.50	5.68%
玉环农商银行股份有限公司	210.25	2.89%
中国农业银行股份有限公司玉环市支行	157.60	2.17%
中国工商银行股份有限公司功能国食玉环支行	78.12	1.08%
中国建设银行股份有限公司玉环支行	78.96	1.09%
合计	937.43	12.91%

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

中介服务业务由公司子公司玉环市人力资源配置服务有限公司(以下简称“人力公司”)负责经营, 主要经营职业中介服务和劳务派遣业务。劳务派遣业务的具体业务模式为: 人力公司向玉环市当地有劳务需求的企业派遣工作人员, 并向用人单位收取服务费用, 服务费里面包含了派遣人员的工资、社保以及公积金。职业中介服务的具体业务模式为:

人力公司通过玉环人力网³为网站会员提供优质便捷的人力资源服务，如人才招聘求职、机关事业单位编外人员派遣等，并收取一定的会员费。2019 年公司实现中介服务收入 7,036.84 万元，较上年变动不大，毛利率仍较低。前五大客户均为当地行政机关或事业单位，前五大客户收入合计占比 61.30%，集中度较高。

表6 2019年公司中介服务业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	收入金额	占该业务收入比例
玉环市公安局	2,386.26	33.9%
玉环市人民法院	426.59	6.1%
国家税务总局玉环市税务局	366.90	5.2%
玉环市行政服务中心	400.39	5.7%
玉环市交警大队	734.75	10.4%
合计	4,314.91	61.3%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

矿渣销售业务由公司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。受矿山开采进度影响，2019 年公司实现矿渣销售收入下滑至 2,897.93 万元，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。

公司继续获得一定的外部支持

公司是玉环市交通基础设施重要的投融资和建设主体，2019年地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予公司支持。2019年公司收到政府无偿划拨保安公司、玉环市广电网络有限公司等8家公司股权及其他资产，同年玉环市渔港中心以前年度形成的留存收益本期划拨给其他单位，当年公司因政府资产划拨和拨款转入等净增加资本公积2.19亿元，增强了公司资本实力；财政补贴方面，2019年公司共获得政府补助0.48亿元，提升了公司的利润水平。

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

³ 玉环市人事劳动社会保障局下属单位玉环市人力市场举办的专业人才招聘网站。

出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则。2019年度，公司合并报表范围增加9家子公司，减少1家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续增加，整体资产流动性仍较弱

截至2019年末，公司资产总额为164.52亿元，继续实现增长，其中流动资产为资产主要构成，占资产总额的比重为68.94%。

公司流动资产以货币资金、应收款项和存货为主。2019 年末公司货币资金余额降至 2.56 亿元，无受限情况；应收账款大幅增至 4.27 亿元，主要系新增应收玉环市城乡建设开发有限公司和玉环市财政局的工程款规模较大；其他应收款主要为应收当地交通设施建设工程指挥部和玉环市财政局的工程借款，回收风险小，但应收规模较大，回收时间不确定，对公司营运资金形成较大占用。存货主要为 66.73 亿元的土地资产和 2.62 亿元的工程施工，其中土地资产系玉环市人民政府划转的出让地，均未缴纳土地出让金，无受限情况。

非流动资产方面，长期股权投资为公司对浙江台州市沿海开发投资有限公司、玉环中交交通工程投资建设有限公司等联营企业的投资，账面价值为13.76亿元，投资收益受被投资单位经营效益影响存在不确定性。其他非流动资产账面价值33.81亿元，较上年大幅增长，主要系2019年大麦屿港区对台直航客滚码头、防坡堤修复工程三期等项目完工转入所致，收益实现方式尚不明确。

表7 2018-2019年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,648.14	1.56%	40,722.97	2.58%
应收账款	42,678.02	2.59%	245.82	0.02%
其他应收款	365,043.38	22.19%	355,862.69	22.56%
存货	698,856.26	42.48%	710,015.49	45.01%
流动资产合计	1,134,239.76	68.94%	1,107,314.50	70.20%
长期股权投资	137,633.63	8.37%	136,134.25	8.63%
其他非流动资产	338,111.34	20.55%	253,005.89	16.04%
非流动资产合计	510,952.21	31.06%	470,045.66	29.80%
资产总计	1,645,191.97	100.00%	1,577,360.16	100.00%

资料来源：2018-2019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，存货和应收款项占比较高，存货中土地资产尚未缴纳土地出让金，变现能力受限，应收款项回收时间不确定，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019 年公司业务结构调整，营业收入实现增长，但利润规模明显缩减，毛利率水平尚可

2019 年公司业务结构有所调整，当年新增代建业务和保安服务业务收入规模较大，带动营收大幅增长，代建业务收入确认情况受项目完工结算进度影响，存在不确定性，毛利率水平一般（14.32%）。公司交通设施维护业务毛利率仍较高，但 2019 年收入大幅下降，对公司利润水平的贡献度减弱。公司保安服务、中介服务、矿渣销售等业务有利于丰富业务结构，盈利能力一般。整体来看，公司主营业务收入规模具备一定支撑，利润规模因业务结构调整明显缩减，综合毛利率大幅下降，水平尚可。此外，2019 年公司获得政府补助合计 0.48 亿元，提升了利润水平，补助规模较上年减少，未来补贴政策变化亦可导致利润波动。

表8 2018-2019年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项 目	2019 年	2018 年
营业收入	74,221.19	57,403.39
其他收益	4,748.63	8,691.47
营业利润	14,385.37	36,760.25
营业外收入	70.37	53.52
利润总额	14,473.36	36,798.55
综合毛利率	24.80%	70.04%

资料来源：2018-2019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弱化，在建交通设施项目后续建设带来一定资金支出压力

2019年，公司占比较大的工程代建业务受委托方资金安排影响，回款进度较慢，当年收现比大幅降至0.30，处于较低水平；同时公司收到往来款流入规模减少，综合导致当年经营活动产生的现金流净额大幅下降。投资活动方面，2019年公司受托代建项目投入规模大，当年投资活动现金表现为净流出。筹资活动方面，为满足项目建设等资金需求，公司主要通过金融机构借款与向其他单位拆借等方式继续筹集资金，2019年公司实现筹资活动现金净流入。截至2019年末，公司主要的在建交通基础设施项目尚需投入11.84亿元，公司面临一定的资金支出压力。

表9 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2019 年	2018 年
-----	--------	--------

收现比	0.30	0.69
销售商品、提供劳务收到的现金	22,071.83	39,564.60
收到的其他与经营活动有关的现金	7,299.51	38,617.88
经营活动现金流入小计	29,400.26	78,221.59
购买商品、接受劳务支付的现金	12,060.48	16,895.88
支付的其他与经营活动有关的现金	2,015.34	2,142.14
经营活动现金流出小计	27,787.61	23,795.58
经营活动产生的现金流量净额	1,612.66	54,426.02
投资活动产生的现金流量净额	-29,859.73	28,750.04
筹资活动产生的现金流量净额	10,926.32	-81,148.21
现金及现金等价物净增加额	-17,320.76	2,027.84

资料来源：2018-2019年公司审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债总额保持增长，有息债务规模扩张，整体负债水平仍不高，但债务结构合理性欠佳，公司存在一定短期偿债压力

截至2019年末，公司负债总额和所有者权益的规模均有所增加，产权比率略升至51.43%，所有者权益对负债的保障程度仍较好。

表10 2018-2019年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
负债总额	558,758.15	526,941.48
所有者权益	1,086,433.82	1,050,418.68
产权比率	51.43%	50.16%

资料来源：2018-2019年公司审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的比重为59.97%。流动负债方面，短期借款为5.00亿元，均为保证借款，较上年大幅增长；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11.14亿元，规模较大；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4.41亿元。

非流动负债方面，截至2019年末，公司长期借款为4.08亿元，主要为保证与质押借款；应付债券包括本期债券、2012年发行的公司债券、2017年发行的定向融资工具，随着存量债券逐期偿付，期末账面余额降至2.90亿元；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，规模较大。截至2019年末，公司有息债务规模达到37.35亿元，同比有所增长，其中短期债务规模为9.41亿元，规模较大，考虑到公司资产流动性较弱，盈利水平下降，现金生成能力弱化，公司存在一定的短期偿债压力。

表11 2018-2019年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	50,000.00	8.95%	13,900.00	2.64%
其他应付款	111,357.84	19.93%	95,909.44	18.20%
一年内到期的非流动负债	44,100.00	7.89%	42,100.00	7.99%
流动负债合计	223,697.05	40.03%	163,138.32	30.96%
长期借款	40,800.00	7.30%	39,900.00	7.57%
应付债券	28,973.88	5.19%	68,932.19	13.08%
长期应付款	262,896.77	47.05%	254,737.64	48.34%
非流动负债合计	335,061.10	59.97%	363,803.17	69.04%
负债合计	558,758.15	100.00%	526,941.48	100.00%
其中：有息债务	373,467.94	66.84%	365,995.86	69.46%

资料来源：2018-2019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 2019 年末，公司资产负债率略增至 33.96%，负债经营程度一般；现金短期债务比较上年大幅下降，现金对短期债务的保障程度较低。2019 年公司盈利水平明显降低，EBITDA 对债务本息的保障程度明显下降。

表12 2018-2019年公司主要偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	33.96%	33.41%
现金短期债务比	0.27	0.73
EBITDA 利息保障倍数	1.21	2.01
有息债务/EBITDA	15.78	5.66

资料来源：2018-2019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2017年1月1日至报告查询日（2020年7月9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

（1）对外担保

截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 9.50 亿元，占所有者权益的比重为 8.75%，

担保对象主要为当地国企，考虑到担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

表13 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
玉环市自来水有限公司	7,752.00	2021/5/31
玉环市国有资产投资经营集团有限公司	18,375.00	2029/11/13
浙江台州市沿海高速公路有限公司	68,895.22	2024/6/27
合计	95,022.22	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

（2）未决仲裁事项

公司所持浙江大麦屿港务有限公司的股权转让给宁波舟山港股份有限公司后，原股东玉环交投与苏泊尔集团有限公司（以下简称“苏泊尔”）因股权收益分配问题产生纠纷，2020 年 4 月 2 日，苏泊尔向台州市仲裁委员会提起仲裁申请，要求公司向苏泊尔支付 2,247 万元，截至 2020 年 8 月 10 日，该事项尚未裁决。

七、评级结论

2019年度，玉环市经济总量不断增加，工业结构持续优化，外部环境较好，为公司发展提供良好的基础。作为玉环市交通基础设施建设的主要实施主体之一，公司承担了玉环市道路桥梁等建设施工的重要任务。2019年公司新增工程代建业务，成为公司支柱业务之一，有利于丰富收入来源，同时强化公司服务区域交通建设的职能。2019年地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予公司支持，当年公司因政府资产划拨和拨款转入净增加资本公积 1.93亿元，增强了公司资本实力；财政补贴方面，2019年公司共获得政府补助0.48亿元，提升了利润水平。

但同时我们也关注到，截至2019年末，公司资产中存货和应收款项占比较大，整体资产流动性仍较弱；在建项目后续建设带来一定资金压力；公司债务负担有所增加，存在一定短期偿债压力；公司因对外担保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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	25,648.14	40,722.97	20,261.01
其他应收款	365,043.38	355,862.69	261,639.53
存货	698,856.26	710,015.49	665,652.67
流动资产合计	1,134,239.76	1,107,314.50	947,785.74
其他非流动资产	338,111.34	253,005.89	196,845.14
非流动资产合计	510,952.21	470,045.66	343,491.48
资产总计	1,645,191.97	1,577,360.16	1,291,277.21
总资产	1,645,191.97	1,577,360.16	1,291,277.21
短期借款	50,000.00	13,900.00	15,000.00
其他应付款	111,357.84	95,909.44	5,232.02
一年内到期的非流动负债	44,100.00	42,100.00	42,000.00
流动负债合计	223,697.05	163,138.32	72,310.26
长期借款	40,800.00	39,900.00	28,000.00
应付债券	28,973.88	68,932.19	108,623.75
长期应付款	262,896.77	254,737.64	187,028.40
非流动负债合计	335,061.10	363,803.17	324,223.92
总负债	558,758.15	526,941.48	396,534.18
有息债务	373,467.94	365,995.86	371,706.15
所有者权益	1,086,433.82	1,050,418.68	894,743.04
营业收入	74,221.19	57,403.39	45,004.31
其他收益	4,748.63	8,691.47	12,555.52
营业利润	14,385.37	36,760.25	38,733.92
利润总额	14,473.36	36,798.55	39,683.21
经营活动产生的现金流量净额	1,612.66	54,426.02	11,397.47
投资活动产生的现金流量净额	-29,859.73	28,750.04	-44,598.76
筹资活动产生的现金流量净额	10,926.32	-81,148.21	24,080.04
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	24.80%	70.04%	75.16%
收现比	0.30	0.69	1.08
产权比率	51.43%	50.16%	44.32%
资产负债率	33.96%	33.41%	30.71%
现金短期债务比	0.27	0.73	0.36
EBITDA（万元）	23,673.50	64,676.70	58,790.48
EBITDA 利息保障倍数	1.21	2.01	2.38
有息债务/EBITDA	15.78	5.66	6.32

资料来源：2017-2019年公司审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

附录三 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。