信用等级公告

联合[2018]1506 号

联合资信评估有限公司通过对漳州市交通发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持漳州市交通发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA$^+$，“17 漳州交运 MTN001”信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

漳州市交通发展集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+

上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 漳州交运 MTN001	8 亿元	2022/12/6[1]	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪时间：2018 年 7 月 4 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.71	32.43	41.80	46.23
资产总额(亿元)	165.70	228.15	279.29	293.66
所有者权益(亿元)	69.90	72.59	88.77	88.83
短期债务(亿元)	14.60	20.84	31.09	36.21
长期债务(亿元)	42.22	74.00	80.12	87.72
全部债务(亿元)	56.82	94.84	111.21	123.94
营业收入(亿元)	20.03	25.14	27.38	4.22
利润总额(亿元)	1.80	1.76	2.14	0.16
EBITDA(亿元)	6.08	7.71	7.88	--
经营性净现金流(亿元)	2.47	1.07	2.10	0.47
营业利润率(%)	16.59	16.66	5.28	9.26
净资产收益率(%)	2.23	2.14	1.93	--
资产负债率(%)	57.81	68.18	68.22	69.75
全部债务资本化比率(%)	44.84	56.64	55.61	58.25
流动比率(%)	131.66	180.05	169.04	169.05
经营现金流动负债比(%)	7.62	2.64	3.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.35	12.30	14.11	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.已将其他流动负债中有息债务调整至全部债务。

分析师

文 中 郝一哲
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

[1] 前提是公司在第 5 年末行使赎回权。

评级观点

漳州市交通发展集团有限公司（以下简称“公司”）是福建省漳州市城市基础设施建设和国有资产运营的主体，跟踪期内，公司获得漳州市政府在财政补贴和专项资金方面的大力支持，另外代建项目支付协议的签订有望提升公司业务资金周转能力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司整体盈利能力偏弱，基础设施建设业务对外融资需求大，存在一定的资金压力，债务规模快速增长，债务负担较重等因素对公司运营及信用水平可能带来的负面影响。

漳州市较强的财政和经济实力以及对公司持续的支持有助于支撑公司的整体偿债能力；跟踪期内，漳州市铁路投资开发有限公司（以下简称“铁投公司”）并入公司，随着对铁投公司的整合，未来公司在交通领域整体实力将进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“17 漳州交运 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“17漳州交运 MTN001”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，漳州市经济和综合实力稳定发展，财政实力有所增强，给公司发展提供了良好的外部环境。
2. 作为漳州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体，跟踪期内公司在财政补贴和专项资金方面获得漳州市政府的大力支持。
3. 跟踪期内，公司与政府签订了代建项目的支付协议，明确代建项目款项支付时点及规模；公司已按计划收到项目款，公司经营收现质量明显改善。

4. 铁投公司是漳州市唯一的铁路及配套设施投融资建设与运营主体，跟踪期内公司完成对其100.00%的股权收购，有利于进一步增强公司在区域内交通领域整体实力。

关注

1. 随着公路收费业务专项补助款逐渐减少，公司将重点转向高速公路业务，但公司下属高速公路均处于建设及培育期，尚未产生分红或收入，公司收入结构面临调整。
2. 公司在建、拟建项目投资规模较大，外部融资压力较重；基础设施建设项目对公司资金形成占用。
3. 跟踪期内，公司盈利能力仍较弱，利润总额对补贴收入依赖度高。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担较重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由漳州市交通发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

漳州市交通发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于漳州市交通发展集团有限公司及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，漳州市交通发展集团有限公司（以下简称“公司”）完成对漳州市铁路投资开发有限公司的吸收合并，未来将参与铁路投资建设领域。公司股权结构以及经营范围未发生变化。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 20.00 亿元，漳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）持有公司 100%股权，履行公司的出资人职责，为公司实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 279.29 亿元，所有者权益合计 88.77 亿元（其中少数股东权益 5.00 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 27.38 亿元，利润总额 2.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 293.66 亿元，所有者权益合计 88.83 亿元（其中少数股东权益 5.00 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.22 亿元，利润总额 0.16 亿元。

公司注册地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东 1016 号漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 2601 至 2610 号；法定代表人：简经伟。

三、存续债券及募集资金使用概况

公司于 2017 年 12 月 7 日发行 8 亿元“17 漳州交运 MTN001”，该债券按年付息，目前尚未到付息日期。

表 1　跟踪评级债券基本信息

名　称	余额	到期日	票面利率
17 漳州交运 MTN001	8 亿元	2022/12/6	7.00%

资料来源：联合资信整理

“17 漳州交运 MTN001”为可续期中期票据，在存续期前五年执行固定票面利率，在存续期的第 5 个付息日及此后每五年公司拥有赎回或重置票面利率选择权，且具有利息递延累计等特点，募集资金全部用于偿还公司银行借款，截至 2017 年底，募集资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行

为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧

结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了中国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚

决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	中国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括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。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，中国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改

造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司作为漳州市城市基础设施建设和国有资产运营的主体，公司经营发展与漳州市经济水平和财政收支状况密切相关。

根据漳州市 2017 年国民经济和社会发展统计公报，漳州市经济运行平稳，生产总值不断增长，漳州市地区生产总值 3563.48 亿元，比上年增长9.1%。其中，第一产业增加值 430.44 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 1695.87 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 1437.17 亿元，增长 12.7%。人均地区生产总值 70216 元，比上年增长 8.1%。

2017 年，漳州市全年全社会固定资产投资 3328.1 亿元，比上年增长 17.7%。其中，项目投资 2823.55 亿元，增长 19.4%；房地产开发投资 504.55 亿元，增长 9.0%。分产业看，第一产业投资比上年增长 26.3%；第二产业投资增长 14.1%，其中，工业投资增长 13.2%；第三产业投资增长 19.3%。同期，全市交通运输、仓储和邮政业实现增加值 206.45 亿元，同比增长 5.7%，铁路、公路、水路共完成客运量 3174.93 万人次，同比下降 3.2%；货运量 9356.75 万吨，同比增长 0.9%；沿海港口货物吞吐量 4726.19 万吨，同比下降 6.8%。截至 2017 年底，漳州市汽车保有量（含三轮汽车和低速货车）46.10 万辆，比上年末增长 14.9%。

根据漳州市 2017 年国民经济和社会发展统计公报及《漳州市 2017 年预算执行情况及 2018 年预算草案》，漳州市一般公共预算总收入 318.08 亿元，同比增长 10.6%，其中地方一般公共预算收入 204.04 亿元，同比增长 8.7%。同期，漳州市一般公共预算支出 430.17 亿元，同比增长 16.3%。

跟踪期内，漳州市经济保持稳定发展趋势，财政实力稳步提升，经济发展前景良好。

六、基础素质分析

公司作为漳州市政府批准成立的国有独资公司，主要负责漳州市城市基础设施的建设及国有资产的运营，尤其是经营性交通基础设施和交通枢纽场站及大型物流设施的投资、建设与管理；此外，近两年公司通过股权投资或收购铁投公司等方式向高速公路及铁路建设投资领域涉足，公司业务板块已全面覆盖漳州市交通基础设施建设、铁路及高速公路投资建设、公交客运服务等交通类领域，公司在交通领域的整体实力较强。

鉴于公司经营业务的特殊性，漳州市政府给予公司在政府补助及专项资金等方面的支持。2017 年，公司获得与企业日常经营活动相关的政府补助 3.69 亿元，计入“其他收益”科目。另外，根据福建省高速公路建设总指挥部闽高指财《关于车购税专项资金拨付管理工作的通知》（【2017】1 号文），公司取得专项用于海西网漳州云霄至平和（闽粤界）高速公路项目建设的车购税资金 5.00 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（公司信用代码：B1035060300207590J），截至 2018 年 6 月 7 日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，随着公司二级公路债务逐步偿付，收费公路业务收入大幅减少，未来公司将业务重点转向高速公路投融资、建设运营为主的方向。

2017 年，公司主营业务收入 26.61 亿元，同比增长 8.21%，其中商品销售板块受粮食、煤炭等大宗商品贸易减少影响收入规模大幅下降至 8.82 亿元；公司与政府签订代建项目支付协议，对 2017 年及部分之前年度工程投入确认工程施工收入，该业务收入大增至 9.67 亿元，占比提升至 36.36%。毛利率方面，公司主营业务收入综合毛利率同比大幅下降至 3.19%，主要系工程施工业务以市政工程及交通类民生项目为主，公司按照支付协议的要求以保本微利原则进行收入确认所致。

2018 年 1~3 月，公司主营业务实现收入 4.20 亿元，占 2017 年全年的 15.78%。其中，工程施工收入和工程管理收入均规模较小，主要系按照公司与政府签订的支付协议，代建项目每半年确认工程量，目前仅确认少量前期费用所致；受大宗商品贸易量减少同时新增毛利率较高的渔业贸易影响，商品销售业务毛利率较 2017 年显著提升至 14.33%，受此影响，公司主营业务收入综合毛利率较 2017 年提升 6.13 个百分点至 9.32%。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2016 年			2017 年			2018 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
公路收费	2.87	11.68	100.00	0.32	1.22	100.00	--	--	--
工程施工	1.19	4.83	40.38	9.67	36.36	5.68	0.96	22.83	6.79
交通运输	2.76	11.24	-23.63	2.89	10.87	-37.79	0.71	16.98	2.34
商品销售	14.28	58.06	0.07	8.82	33.14	1.68	1.77	42.10	14.33
检测收入	0.03	0.12	100.00	0.06	0.21	34.59	0.02	0.37	61.69
工程管理	--	--	--	4.08	15.32	16.22	0.55	13.23	2.31
其他业务	3.46	14.07	29.72	0.77	2.88	36.58	0.19	4.49	17.93
合计	**24.59**	**100.00**	**17.14**	**26.61**	**100.00**	**3.19**	**4.20**	**100.00**	**9.32**

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括港口服务及航道维护业务、国际劳务外派业务及场站建设服务等；2016 年工程管理收入被纳入其他业务收入核算。

2. 业务经营分析

公路收费业务

公司公路收费业务主要由控股子公司漳州市路桥经营有限公司负责。公路路产主要是二级公路，截至 2018 年 3 月底，公司公路资产账面价值合计 46.10 亿元，合计通车里程 542.00 公里。

表 4　公司二级公路资产情况表（单位：公里）

二级公路路段名称	通车里程
国道 G324 线漳州段	197.00
国道 G319 线漳州段	84.00
省道 S208 西港线	85.00
漳浦县 X561 线	34.00
东山县 S201 线和 S309 线	73.00
长泰县 S207 线	49.00
长泰县 X503 线	20.00
合计	**542.00**

资料来源：公司提供

2009 年 2 月，福建省漳州市在政府还贷二级公路全面取消收费后，公司将下辖二级公路移交于漳州市公路局进行管理养护（资产仍在公司账面显示），政府每年给予公司一定的二级公路专项补助金，用于弥补及偿还因建设上述路产而产生的相关债务，公司按照实际收到款项确认营业收入。截至 2017 年底，公司已累

计获得专项补助金 15.77 亿元，剩余二级公路债务余额为 0.6 亿元。

随着公司二级公路债务逐步偿付，收费公路业务收入将大幅减少，未来公司业务重点将转向高速公路投融资、建设运营。

截至 2018 年 3 月底，公司投资高速公路项目共 3 个，公司共需投资 121.02 亿元，已投资 71.99 亿元，其中沈海复线高速公路漳州段已于 2013 年 12 月完工通车，目前处于财政厅审计阶段，尚未取得分红；公司拟建高速公路项目为漳武线南靖段高速公路工程，总投资 52.15 亿元，由公司全资投资，未来以车辆通行费收入平衡支出。总体看，公司完工高速公路尚处于培育期，在建高速公路未来投资规模较大，公司面临一定的对外融资压力。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司高速公路投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	项目总投资金额	公司权益投资金额	已投资金额	公司已投资金额
沈海复线高速公路漳州段	2010/09~2013/09	71.95	35.26	71.95	35.26
漳州天宝至龙岩蛟洋高速公路改扩建工程	2014/07~2018/06	48.50	16.60	38.52	4.35
海西网漳州云霄至平和（闽粤界）高速公路	2016/10~2019/10	69.16	69.16	32.38	32.38
合计	--	**189.61**	**121.02**	**142.85**	**71.99**

资料来源：公司提供

（2）交通基础设施建设

公司受漳州市政府的委托，对漳州市范围内的市政道路等基础设施及配套设施开展建设。2015 年以及之前公司通过与政府签订 BT 协议方式进行投资建设，公司相应取得工程管理收入，自 2016 年起公司不再以 BT 方式承担漳州市交通基础设施建设任务，将相关项目暂时计入“在建工程”核算且不确认收入，2017 年公司与漳州市交通运输局等政府部门对上述未明确模式项目签订代建工程项目支付协议，相关收入在工程施工板块核算。

工程管理业务

公司工程管理业务主要为 2015 年以及之前以 BT 模式开展的交通基础设施建设项目。工程项目自交工验收合格之日开始逐步确认收入（成本加成收益），并进入回购期，一般为三年四次支付回购款，首次为交工验收并审计结算，此后每间隔 12 个月分别支付二期、三期、四期回购款，比例为 30%、30%、30%、10%。

近年来公司承建漳州交通基础设施建设项目持续推动，公司工程管理收入有所增加，2016 年公司将原工程管理收入以及相关项目工程建设投入、资金占用费一并计入“其他业务--服务业收入”核算，2017 年漳州市迎宾西路道路改造工程（南靖段及芗城段）、芗城区浦南大桥连接线工程基本完工进入回购期，2017 年和 2018 年 1~3 月，公司工程管理业务收入分别为 4.08 亿元和 0.55 亿元。公司自 2016 年不再签订新的 BT 项目协议，随着存量项目逐步完工确认收入，未来几年 BT 项目投入和工程管理收入将有所减少，以资金回流为主。截至 2018 年 3 月底，公司已完工项目为连战大道拓宽工程、新东江大桥、迎宾西路、浦南大桥、南靖东大路等，累计完成投资 37.15 亿元，回购资金累计到位 21.90 亿元，其中 2017 年到位回购资金 11.90 亿元, 2018 年 1~3 月未收到回购资金。

工程施工业务

工程施工业务主要为公司承接的交通基础设施项目（以项目公司为主体），其中对于漳州市委托项目，公司承担代理业主职责，对于漳州市下辖区县项目，公司与区县平台或政府签订施工合同，不承担代理业主责任，其余为子公司福建漳州市公路交通工程有限公司（以下简称“路通公司”）承担的少量漳州市市政项目。

2017 年，公司与漳州市交通运输局等政府部门签订一系列代建工程项目支付协议，约定工程前期费用（含征地拆迁补偿款）按季结算，季后一个月内支付；建安费每半年支付一次，分别为 8 月底和次年 3 月底。支付金额为审核确认后前期费用（季）和工程量（半年）的 80%，工程全部竣工验收后一个月内支付全部前期费用及 95%的工程价款，剩余 5%作为质保金，责任期满后支付。由此公司按照工程进度确认工程施工收入，在“存货”中核算工程投入（以往项目成本自“在建工程”转入），代收代付的征地拆迁款项在“长期应收款”及“长期应付款”中核算，2017 年公司工程施工收入大幅增长至 9.67 亿元，由于上述项目以保本微利为主，公司毛利率显著下降至 5.68%。

在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目总投资 174.84 亿元，已投资 87.92 亿元；公司拟建项目预计总投资 53.94 亿元。

总体看，公司在建及拟建项目投资金额大，未来面临较大融资压力。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计建设期	项目性质	总投资	已投资	未来拟投资		
					2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
汽车场站建设及设备添置	2014~2018	自建	8.23	3.87	0.55	1.50	2.31
南靖东大路及土地整理	2014~2020	自建	12.80	7.02	0.32	0.40	0.40
古雷码头建设工程	2015~2019	自建	4.00	0.17	0.20	0.40	0.40
东山码头建设工程	2015~2018	自建	1.65	0.50	0.45	0.50	0.50
滨江生态公园天宝段一期工程	2016~2018	自建	2.50	2.50	--	--	--
漳州通美云水谣庄园项目	2016~2020	自建	5.00	1.37	0.44	2.00	1.00
五福花园房地产开发项目	2015~2019	自建	2.90	1.51	0.24	0.50	0.66
自建项目合计			**37.08**	**16.94**	**2.20**	**5.30**	**5.27**
厦漳同城大道工程	2015~2017	代建	12.34	12.34	--	--	--
厦蓉高速拓宽工程	2014~2017	代建	48.50	38.52	5.04	2.00	1.00
金峰大桥及连接线工程	2015~2019	代建	9.50	2.09	1.65	3.00	3.00
沿海大通道二期工程（云霄段）	2016~2017	代建	2.55	2.55	--	--	--
漳江湾特大桥及连接线工程	2016~2019	代建	5.89	7.60	1.52	2.00	0.23
龙浦（龙径）大桥及连接线工程	2016~2017	代建	1.51	1.07	0.43	--	--
九龙江大桥与北江滨路交叉增建匝道工程	2016~2018	代建	0.68	0.23	0.36	0.09	--
芝山南路跨江桥梁及连接线	2016~2019	代建	11.76	1.81	0.70	5.00	4.25
漳州市东环城路及连接线工程	2016~2020	代建	44.56	4.30	2.20	10.00	10.00
漳州互通增加出入口工程建设项目前期征迁费用	2017	代建	0.47	0.47	--	--	--
代建项目合计			**137.76**	**70.98**	**11.90**	**22.09**	**18.48**
合计			**174.84**	**87.92**	**14.10**	**27.39**	**23.75**

资料来源：公司提供

注：南靖东大路及土地整理项目总投资中公司承担部分为 10.88 亿元，此为公司承接的南靖县市政施工项目；厦蓉高速拓宽工程总投资中公司承担部分为 16.98 亿元；厦漳同城大道工程处于工程收尾阶段。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目建设模式	预计总投资	未来拟投资			
			2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年	2021 年
厦门港东山港区铜陵作业区泊位技术改造工程	自建	4.50	--	--	--	--
南靖县县道改建工程 PPP 项目	自建	12.86	0.96	5.00	5.00	1.00

北环城路	代建	36.58	0.96	--	--	--
合计		**53.94**	**1.92**	**5.00**	**5.00**	**1.00**

资料来源：公司提供

注：公司拟建代建项目尚未签订协议；厦门港东山港区铜陵作业区泊位技术改造工程由于需经国家海洋局审批，目前尚未确定开工时间；北环城路项目由于审批原因暂时停滞；南靖县县道改造 PPP 项目已纳入福建省项目库。

交通运输业务

交通运输业务主要由控股子公司福建漳州市长运集团有限公司（以下简称“长运集团”）经营。截至 2018 年 3 月底，公司拥有客运班线 296 条，其中客运班车路线 198 条，公交路线 98 条。

截至 2018 年 3 月底，公司拥有各类汽车 1860 辆，其中客运班车 467 辆、公交车 808 辆、出租车 585 辆；公司运营线路共 296 条，其中公交运营线路 98 条，客运班车路线 198 条。此外，公司客运站多位于市中心区域，随着城市的发展需要未来或逐步搬迁至其他区域，补偿措施主要系新客运站中经营地块的商业开发，具有较大资产增值空间。公司于 2014 年起对所辖汽车站场进行建设及设备添置，预计总投资金额 8.23 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 3.87 亿元，预计 2019 年底完成改造。

2017 年，公司交通运输业务收入 2.89 亿元；从运载量来看，2017 年公司长途客运量 1221 万人次，同比下降 41.83%，公交客运量 5397 万人次，同比下降 3.40%，福厦动车的开通对公司城际客运的分流影响明显，长途城际客运明显减少，公司自 2016 年开展货运业务，2017 年实现货运收入 0.68 亿元，成为交通运输板块的重要补充，该板块收入同比变动不大；受公司加大场站建设投资，且新增公交线路仍处于试运营阶段、新增加运营车辆折旧成本及人工成本较大影响，交通运输业务毛利率逐年下滑并持续亏损；2018 年 1~3 月实现交通运输业务收入 0.71 亿元，占 2017 年全年的 24.57%，由于网约车业务的开工，该板块毛利率提升至 2.34%。2017 年，公司获得交通运输板块相关补助（主要包括车辆油价补贴、运营及经营性亏损补助、车辆报废更新补贴等）0.92 亿元，计入“营业外收入—政府补助”。

商品销售业务

商品销售业务主要由子公司漳州兴路贸易有限公司（以下简称“兴路贸易”）运营。运作模式是根据市场行情确定采购价格和供应价格，供应价格的确定是在采购价格的基础上加上运输途中的费用和合理的利润回报。供应货款采用经办人负责制，由经办人根据合同的条款进行跟踪落实，建立物资采购入库与出库台账，建立应收应付货款台账记录，做到账物相符、账账相符、账表相符，确保货款及时收回，避免出现呆账损失。公司商品销售的账期一般不超过六个月，支付及结算方式根据销售商品种类有所区别，主要包括预付账款、货到付款、赊账方式、银行承兑汇票等。

2017 年，公司商品销售业务收入 8.82 亿元，毛利率 1.68%，公司煤炭和粮食等大宗商品贸易额有所下降。2018 年 1~3 月，公司商品销售业务收入 1.77 亿元，占 2017 年全年比重 20.07%，毛利率为 14.33%，公司新增毛利率较高的海洋渔业贸易品种，且一季度大宗商品价格有所抬升，导致该板块毛利率明显提升。

铁路投资

公司铁路投资业务主要由子公司铁投公司负责，通过与省内铁路投资公司合作参与项目投资并取得分成，不负责后续铁路运营。2017 年，公司完成对铁投公司的吸收合并，但因投资项目未产生分红，该业务尚未产生经营收益。

铁投公司是漳州市重要的铁路及配套设施投资建设主体，是厦深、龙厦铁路（漳州段）项目投资主体，并参与铁路营运管理和利益分成。铁投公司共筹集资金 11.5 亿元用于厦深、龙厦铁路项目漳州段征地拆迁工作，其中公司出资 5.00 亿元，持有其 100%的股份；其余为铁投公司取得银行贷款 6.5 亿元。龙厦铁路及厦深铁路已分别于 2012 年和 2013 年通车，但

由于铁路审计确权正在推进，尚未产生投资分红。

对于铁投公司银行贷款的还款来源，《漳州市人民政府专题会议纪要【2006】85号》作出了明确规定，铁投公司的债务偿还来源主要为：①建安税等税收返还；②沿线站场配套用地开发和相关配套项目收益。铁投公司已通过财政拨款偿还全部银行贷款。

截至2018年3月底，铁投公司在建工程为龙厦铁路、厦深铁路和福厦客专（漳州段），预计总投资为178.00亿元，其中公司投资额为23.25亿元，已投资8.39亿元。

表8　截至2018年3月底铁投公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	公司总投资	公司已投资	未来拟投资		
				2018年4~12月	2019年	2020年
龙厦铁路	32.00	1.73	1.73	--	--	--
厦深铁路	98.00	3.22	3.22	--	--	--
福厦客专（漳州段）	48.00	18.30	3.44	5.94	3.00	2.00
合计	**178.00**	**23.25**	**8.39**	**5.94**	**3.00**	**2.00**

资料来源：公司提供

注：龙厦铁路及厦深铁路公司负责部分已完工，待确权完成后转入“可供出售金融资产”科目。

3．未来发展

未来公司将紧扣国家“十三五”规划对交通基础设施建设战略投资规划，依托福建省海西建设、厦漳泉同城化战略及漳州古雷石化一体化的建设契机，做大做强主营业务，实现专业化经营战略。

公司将加快漳州客运南站项目建设，将其建设为漳州市重要的换乘接驳站点，分担市区客运量；在二级公路收费取消后，公司依托过往建设管理经验，将发展重点转为高速公路投融资建设运营为主；公司将通过铁投公司深入参与漳州市铁路项目建设，将进一步增强公司在交通建设投资领域的整体实力。

总体上，公司未来的发展目标是开发和延伸与交通相关产业经营领域业务，充分发挥资源优势及现有业务的协同效应。

九、财务分析

1．财务概况

公司提供了2017年财务报表，福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司新设漳州通平漳武高速公路有限公司等子公司，并收购铁投公司，公司合并范围共新增3家公司；2018年1~3月，公司合并范围无变化。整体看，新纳入合并范围的子公司对公司财务数据可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司资产总额279.29亿元，所有者权益合计88.77亿元（其中少数股东权益5.00亿元）；2017年，公司实现营业收入27.38亿元，利润总额2.14亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额293.66亿元，所有者权益合计88.83亿元（其中少数股东权益5.00亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入4.22亿元，利润总额0.16亿元。

2．资产质量

2017年底，公司资产总额279.29亿元，同比增长22.41%，主要系货币资金、存货及在建工程增长所致。公司资产结构以非流动资产为主，占比为66.51%，同比下降1.58个百分点。

流动资产

2017年底，公司流动资产93.52亿元，同比增长28.46%，主要构成详见表10。

表 9　2016~2018 年 3 月公司流动资产结构（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32.43	44.54	41.78	44.68	46.23	45.49
应收账款	12.55	17.24	17.26	18.46	18.53	18.24
预付款项	20.15	27.68	9.75	10.42	7.52	7.40
其他应收款	4.60	6.32	8.65	9.25	9.09	8.94
存货	2.73	3.76	15.17	16.22	18.78	18.48
合计	**72.46**	**99.54**	**92.61**	**99.03**	**100.15**	**98.55**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司货币资金为 41.78 亿元，同比增长 28.86%，系公司对外融资取得的资金增加所致。公司货币资金由银行存款（占 99.38%）、其他货币资金及少量库存现金构成；受限货币资金为保证金或定期存款，共 1.68 亿元，占比 4.02%。

随着贸易收入的增加，公司应收账款有所增加。2017 年底，公司应收账款 17.26 亿元，同比增加 4.71 亿元，主要构成为贸易货款；同期，公司前五名应收账款账面余额合计占比 53.53%，款项集中度较高；在采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的应收账款占比 35%，1~2 年的占比 2%，2~3 年的占比 25%，3 年以上的占比 38%，账龄偏长。2017 年底，公司共计提坏账准备 2954.37 万元。

2017 年底，公司预付款项 9.75 亿元，主要构成为未决算项目工程款以及贸易货款，同比减少 10.40 亿元，主要系新东江大桥项目完工决算转入存货科目所致。

2017 年底，公司其他应收款为 8.65 亿元，同比增加 4.05 亿元，系公司新增并表子公司铁投公司应收港尾铁路公司漳州南站等项目投资款以及应收政府补贴所致，主要为公司与国有企业及业务往来公司的暂借款、保证金以及应收政府补贴（与业务相关）；从欠款单位看，公司其他应收款中前五名账面余额合计占总额比重为 18.61%，款项较为分散。2017 年底，公司共计提坏账准备 0.62 亿元。

2017 年底为 15.17 亿元，同比增加 12.43 亿元，主要系公司与政府签订项目支付协议，公司将代建项目的工程施工投入由在建工程科目转至存货科目核算；从构成看，公司存货以房地产开发成本（占 23.40%）、库存商品（占 6.92%）和已完工未结算工程施工款（占 69.15%）为主，其中开发成本主要为公司子公司通发房开公司五福花园项目所投入成本（位于南靖县，总用地面积 24191m2，土地出让价款 0.73 亿元），土地一级开发投入（国省干线联十四拓宽改造与土地合作开发项目）以及两宗尚未取得土地使用权证书的土地。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 185.76 亿元，同比增长 19.58%，主要构成详见表 11。

表 10　2016~2018 年 3 月公司非流动资产结构（单位：亿元、%）

科　目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
可供出售金融资产	4.16	2.68	7.07	3.81	7.40	3.86
长期应收款	12.49	8.04	9.81	5.28	10.50	5.47
长期股权投资	11.75	7.56	13.33	7.17	13.33	6.94
固定资产	54.82	35.29	54.43	29.30	53.80	28.02
在建工程	50.22	32.33	75.55	40.67	82.95	43.19
无形资产	20.24	13.03	22.30	12.01	23.02	11.99
合计	**153.68**	**98.93**	**182.49**	**98.24**	**191.00**	**99.45**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司可供出售金融资产 7.07 亿元，同比增加 2.91 亿元，主要系公司增加对福建厦蓉高速公路漳龙段扩建工程有限公司投资 1.64 亿元，以及新增对福建漳州港口有限公司、平安赢政嘉树私募投资基金、产业基金（漳州龙文通融合伙企业）的投资所致，其他构成为对福建漳州古雷码头有限责任公司、福建省漳州农村商业银行股份有限公司等公司的投资，均按成本法计量。

2017 年底，公司长期应收款 9.81 亿元，为应收 BT 项目款以及融资租赁保证金（800 万元），同比减少 2.68 亿元，主要系公司收到国省干线联六线过境段公路、芝山南路等工程的项目款所致。

2017 年底，公司长期股权投资为 13.33 亿元，同比增长 13.45%，系追加对漳州沈海复线高速公路有限公司、漳州市古雷港口发展有限公司和漳州市通易商务服务有限公司的投资所致，目前公司对漳州沈海复线高速公路有限公司的投资为 11.71 亿元。

2017 年底，公司固定资产为 54.43 亿元，累计计提折旧 6.83 亿元，构成主要为公路资产（占 84.70%），暂不计提折旧；公司在建工程为 75.55 亿元，主要为公司以委托代建模式承建的道路、大桥，以及交通枢纽建设，同比增加 25.33 亿元，主要系收购铁投公司后并入厦深铁路和龙厦铁路项目投入，以及公司对厦蓉高速公路漳州段改扩建工程、海西网漳州云平高速项目投入增加所致。

2017 年底，公司无形资产为 22.30 亿元，主要为土地使用权（占 98.79%），其余为少量航道疏浚和海域使用权，本期新拍地入账价值 1.44 亿元，为商业开发用地；公司土地使用权除账面价值 2.14 元的土地尚未取得土地使用证外，其余均已取得国有土地使用证。

公司使用受限资产主要是收费权质押的公路资产、银行存单和抵押的土地使用权。2017 年底，公司受限资产 4.40 亿元，受限资产占资产总额比重 1.58%。跟踪期内，公司受限资产规模较小，对公司后续融资及资产流动性造成的影响有限。

2018 年 3 月底，公司资产总额 293.66 亿元，较 2017 年底增长 5.15%，非流动资产占比下降 1.11 个百分点至 65.40%；流动资产 101.61 亿元，较 2017 年底增长 8.65%，主要来自货币资金和存货的增加，其中货币资金较 2017 年底增加 4.44 亿元至 46.23 亿元，主要来自于新增的长期债务，另外存货较 2017 年底增加 3.61 亿元至 18.78 亿元，主要系公司与政府签订漳江湾、金峰大桥等项目的支付协议，明确相关项目权责及结算方式，公司将在建工程中已投成本转入存货核算，预付款项较 2017 年底减少 2.23 亿元至 7.52 亿元，主要系新东江大桥完工，相关款项结转至存货所致；非流动资产 192.05 亿元，较 2017 年底增长 3.38%，主要系在建工程增长所致，在建工程较 2017 年底增加 7.39 亿元，主要系云平高速、厦蓉高速（漳州段）改扩建工程等项目投入增加所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成仍以非流动资产为主；应收类款项、预付账款占比较大，对公司资金形成占用，公司资产流动性偏弱；无形资产及固定资产主要为土地使用权及公路资产，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益为 88.77 亿元，构成为资本公积（占 45.36%）、实收资本（占 22.53%）、未分配利润（占 15.21%）、少数股东权益（占 5.63%）及其他权益工具（占 11.27%），其中其他权益工具为公司新发行 8 亿元永续中票“17 漳州交运 MTN001”以及 2 亿元负有延期选择权的信托借款。

2017 年底，公司资本公积 40.26 亿元，同比增长 22.08%，主要来自于公司取得国省干线建设省补资金 3500 万元，取得车购税专项资金 5.00 亿元，以及确认高速公路项目资本金 1.98 亿元，根据相关政府文件列入公司资本公积科

目。

2018年3月底，公司所有者权益合计88.83亿元，所有者权益规模及构成较2017年底变化不大。

总体看，公司所有者权益构成以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 190.52 亿元，其中流动负债占 29.04%，非流动负债占 70.96%。其中，流动负债为 55.33 亿元，以一年内到期的非流动负债（占 34.13%）、其他流动债务（占 18.49%）、预收款项（占 16.10%）、其他应付款（占 11.78%）和应付账款（占 8.32%）为主。

2017 年底，公司短期借款为 10.50 亿元，同比减少 10.44 亿元，目前包括抵押借款 5500 万元、保证借款 5000 万元，融资利率在 4.35%~5.66%之间；应付账款为 4.61 亿元，同比下降 27.49%，主要构成为尚未结算的工程款以及贸易款项；预收账款为 8.91 亿元，主要为工程款，同比增加 5.57 亿元，主要系子公司通顺交建和通和建投工程款增加所致；公司其他应付款为 6.52 亿元，主要是工程款、保证金、往来款等，同比变化不大。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.88 亿元，同比增加 11.97 亿元，主要来自即将到期的应付债券，2018 年公司需偿付“13 漳州交运 MTN001”、“15 漳州交运 PPN001”等债券余额 17.47 亿元，兑付时间集中在年中及年末，联合资信将持续关注公司实际兑付情况。

2017 年底，公司其他流动负债 10.23 亿元，同比显著增长，主要系公司发行 10 亿元超短期融资券“17 漳州交运 SCP001”所致，本报告已将该应付债券调整入有息负债核算。

2017年底，公司非流动负债为135.19亿元，主要由长期借款（占 24.39%）、应付债券（占 34.87%）、长期应付款（占 33.05%）和专项应付款（占 6.17%）构成。其中，长期借款 32.98 亿元，同比增加 16.56 亿元，主要来自保证借款和信用借款，其中质押借款 1.28 亿元、保证借款 27.60 亿元和信用借款 3.00 亿元，其余为抵押借款或抵押保证借款。

公司通过直接融资渠道解决大量资金需求，2017 年底，公司应付债券为 47.14 亿元，同比下降 10.44 亿元，系将即将到期偿付的应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

2017 年底，公司长期应付款为 44.68 亿元，主要为应付福建厦蓉高速公路漳龙段扩建工程有限公司款项、新江东大桥工程和九龙江大桥项目资金等，同比增长 41.87%，系随着厦蓉高速（漳州段）扩建项目推进，公司应付该项目公司的工程款项增加所致；公司专项应付款 8.34 亿元，同比增长 4.06%，主要构成为厦漳快速通道前期经费 6.77 亿元（新增 0.11 亿元）、牛崎头至山城翠眉段拓宽改造工程补助款 0.87 亿元（新增 0.22 亿元）、漳江湾特大桥前期经费 0.45 亿元；递延收益 2.06 亿元，同比增长 0.44 亿元，主要来自车辆更新补助款、东部枢纽补贴款等专项补助款。

从有息债务看，2017年底，公司全部债务为111.21亿元；其中短期债务占比为27.96%，长期债务占比72.04%，2017年公司长期债务占比略有上升。

表 11　公司债务情况（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	20.84	31.09	36.21
长期债务	74.00	80.12	87.72
全部债务	94.84	111.21	123.94
长期债务资本化比率	37.65	50.48	47.44
全部债务资本化比率	44.84	56.64	55.61
资产负债率	57.81	68.18	68.22

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从债务指标看，2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所增长，分别为68.22%、55.61%和47.44%，考虑到其他权益工具为8亿元永续中票“17漳州交运MTN001”以及2亿元含权信托借款，在偿付顺序、利息支付等方面接近于普通债券，公司实际债务负担高于上述指标值。2017

年底公司整体债务规模较大，债务负担有所加重，对外融资需求强烈，届时公司债务负担可能进一步上升，联合资信将持续关注公司有息债务偿付及债务负担变动情况。

2018年3月底，公司负债总额204.83亿元，较2017年底增长7.51%，主要系长期借款和短期借款增加所致，其中长期借款较2017年底增加7.60亿元至40.58亿元；负债结构方面，公司非流动负债占比70.65%，较2017年底变化不大，公司仍以非流动负债为主。

2018年3月底，公司全部债务合计123.94亿元，较2017年底增长11.43%；债务结构较上年底变化不大。2018年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2017年底均有所上升，分别为69.75%、58.25%和49.68%。

整体看，跟踪期内，受益于列入权益的项目资本金到位，公司债务负担有所下降，但整体债务规模持续增加，公司债务负担较重。随着高速公路、铁路建设投资项目的逐步推进，公司债务负担将进一步上升。

4．盈利能力

公司收入主要来自销售商品（贸易）、工程施工、工程管理和交通运输四个板块。2017 年，公司营业收入为 27.38 亿元，同比增长 8.93%，慢于营业成本增速，导致营业利润率同比下降 11.38 个百分点至 5.28%。

2017 年，公司期间费用占营业收入比重同比下降 5.08 个百分点至 10.19%，系财务费用减少所致。跟踪期内，公司费用控制能力有所提升，但期间费用对利润侵蚀仍较大。

受公司经营模式限制，公司主营业务盈利能力较弱，2017 年公司获得政府补贴 3.69 亿元，计入其他收益科目，同期公司实现利润总额 2.14 亿元，政府补助对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，2017 年分别为 3.25%和 1.93%，同比分别下降 0.59 个和 0.27 个百分点。

表 12　2016~2017 年公司盈利能力情况

（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年
营业收入	25.14	27.38
其他收益	--	3.69
营业外收入	1.55	0.14
利润总额	1.76	2.14
营业利润率	16.66	5.28
总资本收益率	3.80	3.25
净资产收益率	2.14	1.93

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.22 亿元，占 2017 年比重 15.41%，主要由于公司工程收入确认原则变更以及一季度商贸销售量较小所致，公司营业利润率水平较 2017 年增长 3.98 个百分点至 9.26%。2018 年 1~3 月，公司期间费用占营业收入比重 26.56%，公司实现利润总额 0.16 亿元。

总体看，公司交通运输业务依靠政府运营补贴补亏，控股、参股的高速公路、铁路项目尚处于建设期和培育期，未取得投资收益，公司自身盈利能力较弱，利润总额对政府补助依赖大。

5．现金流

2017 年，公司经营活动现金流入为 68.17 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 38.65 亿元，主要为政府补助、资金往来款以及漳州市财政局拨付公司新东江大桥项目建设资金。经营活动现金流出方面，公司购买商品、接受劳务支付的现金主要是贸易款，2017 年为 35.25 亿元；公司支付的其他与经营活动有关的现金主要是财务费用、管理费用和资金往来款，2017 年为 27.96 亿元。2017 年，公司经营活动现金流净额 2.10 亿元；同期公司现金收入比 107.55%，同比提升 38.17 个百分点，公司收到部分工程回款，收现质量明显提升。

表 13　2016~ 2017 年公司现金流情况

（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	30.20	68.17

经营活动现金流出量	29.13	66.07
经营活动现金流净额	1.07	2.10
投资活动现金流净额	-27.21	-31.63
筹资活动现金流净额	41.92	39.15
现金收入比	69.38	107.55

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，受近年来公司对代建项目、参股高速公路、码头等建设投资量增加，公司投资活动流出量规模较大，2017 年为 56.65 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 30.36 亿元，主要系对厦蓉高速扩建工程等在建项目的投入以及新拍地块支出。2017 年公司收到和支付其他与投资活动有关的现金金额较大，分别为 24.40 亿元和 15.32 亿元，构成分别为公司收到工程回购款 7.09 和其他与购建固定资产相关的款项，以及公司支付的改造征迁款等，公司投资支付的现金主要为对参股高速公路的投资。2017 年投资活动产生的现金流净额为-31.63 亿元。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入量保持较大规模，2017 年为 90.26 亿元，主要来源于取得借款，另外收到其他与筹资活动有关的现金 9.17 亿元，为发行永续债 7.95 亿元与收回委托贷款本息 1.05 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2017 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金为 6.74 亿元，主要是借款利息等。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 39.15 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.47 亿元，其中收到、支付其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为 3.24 亿元和 2.81 亿元，公司现金收入比 99.16%；同期，公司投资活动现金流主要表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动净额为-12.99 亿元；公司筹资活动现金净额为 16.96 亿元，主要为取得借款收到的现金。

跟踪期内，公司收到部分工程回款，经营活动获现能力有所改善，投资活动现金流出规模较大，存在较大的对外筹资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力看，受预付款项大幅减少影响，2017 年公司流动比率、速动比率均呈下降趋势，分别为 169.04%和 141.62%，分别减少 11.01 个和 31.67 个百分点；2018 年 3 月底流动比率和速动比率分别为 169.05%和 137.80%，变动不大。2017 年公司经营现金流动负债比 3.79%；现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.98 倍。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 7.88 亿元；公司全部债务/EBITDA 有所上升，同比增加 1.81 个百分点至 14.11 倍。考虑到公司获取持续稳定的外部支持，公司整体长期偿债能力尚可。

2018 年 3 月底，公司无对外担保情况。

2018 年 3 月底，公司共获得授信额度总量为 116 亿元，已使用 38 亿元，尚未使用 78 亿元，公司间接融资渠道通畅。

十、存续期债券偿债能力分析

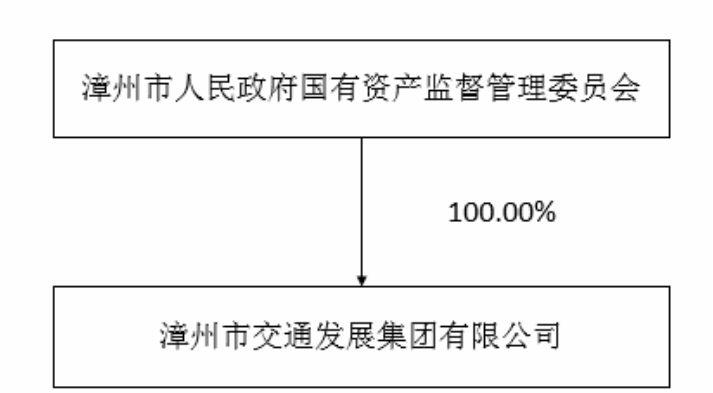
2017年，公司经营活动产生的现金流入量为“17漳州交运MTN001”本金（8.00亿元）的8.52倍，保障能力较强；同期，公司经营活动产生的现金流量净额为“17漳州交运MTN001”本金的0.26倍，保障能力较弱。

2017 年，公司 EBITDA 对“17 漳州交运 MTN001”本金的保障倍数为 0.99 倍，EBITDA 对本期中期票据保障能力一般；通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。考虑到公司在漳州市交通基础设施领域的区域地位，以及公司获得的外部支持持续性较好，力度较大，随着公司在建项目陆续完工和工程款项逐步回收，公司营业收入规模有望扩大，“17 漳州交运 MTN001”到期不能偿付的风险较低。

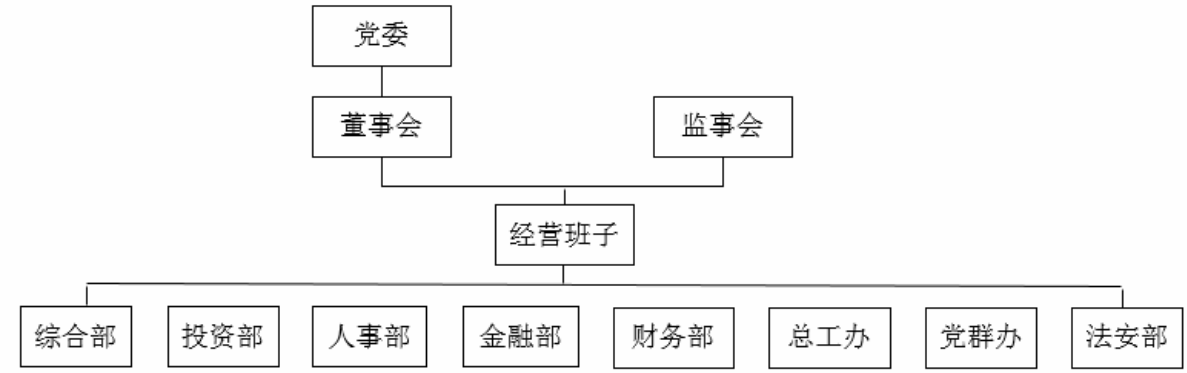
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“17漳州交运MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　2018 年 3 月底公司子公司明细

序号	子公司	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	漳州市路桥经营有限公司	公路管理	110100	93.21
2	福建漳州市长运集团有限公司	交通运输	11000	90.91
3	福建漳州港务有限公司	交通运输	4360	100.00
4	福建省漳州公路交通工程有限公司	公路施工	7670	100.00
5	福建省漳州轮船有限公司	交通运输	2164	100.00
6	漳州市交通建设工程质量检测中心	检测	--	100.00
7	漳州市通和建设投资有限公司	交通投资建设	5000	100.00
8	漳州市通发房地产开发有限公司	房地产开发经营	3000	100.00
9	漳州市通顺交通建设有限公司	工程施工	2000	100.00
10	漳州市通泰码头有限公司	交通运输	18000	53.00
11	漳州兴路贸易有限公司	建材贸易	6300	100.00
12	漳州通靖开发有限公司	公路建设	10000	85.00
13	漳州厦蓉高速扩建工程有限公司	公路建设	300	100.00
14	漳州通裕资产管理运营有限公司	资产管理运营	2500	100.00
15	漳州大自然园林工程公司	园林工程	1500	100.00
16	漳州通美云水瑶庄园有限公司	旅游服务	4000	100.00
17	漳州市通港投资开发有限公司	码头投资建设	8000	100.00
18	漳州通广云平高速公路有限公司	高速公路投资建设	5000	100.00
19	漳州通正勘测设计院有限公司	设计	1000	100.00
20	漳州市铁路投资开发有限公司	铁路投资建设	2000	100.00
21	漳州通平漳武高速公路有限公司	高速公路投资建设	5000	100.00
22	漳州通瑞建筑有限公司	公路建设	9000	90.00

资料来源：公司审计报告

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.71	32.43	41.80	46.23
资产总额(亿元)	165.70	228.15	279.29	293.66
所有者权益(亿元)	69.90	72.59	88.77	88.83
短期债务(亿元)	14.60	20.84	31.09	36.21
长期债务(亿元)	42.22	74.00	80.12	87.72
全部债务(亿元)	56.82	94.84	111.21	123.94
营业收入(亿元)	20.03	25.14	27.38	4.22
利润总额(亿元)	1.80	1.76	2.14	0.16
EBITDA(亿元)	6.08	7.71	7.88	--
经营性净现金流(亿元)	2.47	1.07	2.10	0.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.78	2.46	1.84	--
存货周转次数(次)	12.68	8.38	2.88	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.13	0.11	--
现金收入比(%)	87.44	69.38	107.55	99.16
营业利润率(%)	16.59	16.66	5.28	9.26
总资本收益率(%)	4.06	3.80	3.25	--
净资产收益率(%)	2.23	2.14	1.93	--
长期债务资本化比率(%)	37.65	50.48	47.44	49.68
全部债务资本化比率(%)	44.84	56.64	55.61	58.25
资产负债率(%)	57.81	68.18	68.22	69.75
流动比率(%)	131.66	180.05	169.04	169.05
速动比率(%)	124.76	173.29	141.62	137.80
经营现金流动负债比率(%)	7.62	2.64	3.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.35	12.30	14.11	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.已将其他流动负债中有息债务调整至全部债务。

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。