信用评级公告

联合〔2022〕5290 号

联合资信评估股份有限公司通过对南平武夷集团有限公司及其相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定维持南平武夷集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 南平武夷债/19 武夷债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

南平武夷集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果

主体	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南平武夷集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 南平武夷债/19 武夷债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 南平武夷债/19 武夷债	5.30 亿元	5.30 亿元	2026/09/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

南平武夷集团有限公司（以下简称“公司”）作为福建省南平市重要的交通基础设施投资建设主体，跟踪期内，在资金及股权注入和财政补贴等方面继续获得外部的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金支出压力大、资金占用明显、存在一定的或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

同时，“19 南平武夷债/19 武夷债”设置了分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

伴随着南平市交通基础设施建设的持续推进，公司业务规模有望持续稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 南平武夷债/19 武夷债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2021 年，南平市经济有所增长，财政实力有所增强，公司外部发展环境良好。
2. **区域专营性强且继续获得外部支持。**公司作为南平市重要的交通基础设施投资建设主体，在资金及股权注入和财政补贴方面继续获得有力的外部支持。
3. **债券分期偿还条款有助于缓解集中兑付压力。**“19 南平武夷债/19 武夷债”设置了分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. **资金支出压力大。**截至 2022 年 3 月末，公司在建项目计划投资总额 100.46 亿元，已完成投资 16.00 亿元，公司未来资金支出压力大，其中武夷山机场迁建项目运营模式尚未确定，未来投资规模可能会有所调整。
2. **资金占用明显。**截至 2022 年 3 月末，公司其他应收款 49.11 亿元，区域内国有企业与公司形成的往来款对资金占用明显。
3. **存在一定的或有负债风险。**公司对外担保规模较大，区域集中，公司存在一定的或有负债风险。

分析师：

杨廷芳　徐汇丰

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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.41	19.40	21.15	17.35
资产总额(亿元)	282.13	302.01	327.26	324.03
所有者权益(亿元)	116.00	118.01	131.46	131.70
短期债务(亿元)	13.03	8.80	16.65	15.80
长期债务(亿元)	132.97	145.18	142.98	143.15
全部债务(亿元)	146.00	153.98	159.63	158.95
营业收入(亿元)	10.68	11.40	15.29	3.79
利润总额(亿元)	0.53	1.11	3.26	0.23
EBITDA(亿元)	5.95	7.14	9.93	--
经营性净现金流(亿元)	0.62	2.77	1.49	-2.71
营业利润率(%)	35.03	25.49	19.53	13.26
净资产收益率(%)	0.19	0.56	2.18	--
资产负债率(%)	58.88	60.93	59.83	59.35
全部债务资本化比率(%)	55.73	56.61	54.84	54.69
流动比率(%)	336.09	341.37	306.14	332.48
经营现金流动负债比（%）	2.09	8.11	3.25	--
现金短期债务比(倍)	1.49	2.20	1.27	1.10
EBITDA 利息倍数(倍)	1.12	1.27	1.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.55	21.57	16.08	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	120.02	141.70	161.35	161.15
所有者权益(亿元)	103.34	102.09	109.48	108.87
全部债务(亿元)	14.22	38.64	50.16	50.17
营业收入(亿元)	0.01	0.04	0.17	0.03
利润总额(亿元)	-0.28	-1.79	-0.13	0.19
资产负债率(%)	13.90	27.95	32.15	32.44
全部债务资本化比率(%)	12.10	27.45	31.42	31.55
流动比率(%)	358.99	1324.43	1637.90	2119.83
经营现金流动负债比(%)	-158.55	-974.10	-170.73	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 南平武夷债/19 武夷债	AA	AA	稳定	2021/06/26	杨廷芳 徐汇丰	城市基础设施投资企业信用评级方法（V3.0.201907） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 南平武夷债/19 武夷债	AA	AA	稳定	2019/07/31	张　依 任黛云	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年）	阅读全文

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受南平武夷集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

南平武夷集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南平武夷集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 12.00 亿元。公司控股股东发生变更，2021 年 12 月 29 日，南平市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南平市国资委”）将持有的公司 90.00%股权无偿划转给南平武夷发展集团有限公司（以下简称“武夷发展”），本次股权划转完成后，武夷发展和福建省财政厅分别持有公司 90.00%和 10.00%股权，南平市国资委为武夷发展控股股东，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共 14 家，较上年末新增 1 家。

截至 2021 年末，公司资产总额 327.26 亿元，所有者权益 131.46 亿元（少数股东权益 7.05 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 15.29 亿元，利润总额 3.26 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 324.03 亿元，所有者权益 131.70 亿元（少数股东权益 6.95 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.79 亿元，利润总额 0.23 亿元。

公司注册地址：福建省南平市延平区闽江路 3 号交通大厦西侧；法定代表人：黄荣琪。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券为“19 南平武夷债/19 武夷债”募集资金 5.30 亿元，其中 3.18 亿元用于中国茶旅小镇（武夷山）项目一期工程会展中心项目（以下简称“募投项目”），其余用于补充流动资金。“19 南平武夷债/19 武夷债”按年付息，分期偿还本金，自债券存续期的第 3 年起，分 5 年每年等额偿还债券发行总额的 20%。

截至 2022 年 5 月末，“19 南平武夷债/19 武夷债”募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 南平武夷债/19 武夷债	5.30	5.30	2019/09/04	7 年

资料来源：联合资信整理

募投项目原计划于 2019 年完工并于 2020 年进入运营期，因建设标准有所提高，募投项目建设工期相应延长。截至 2022 年 5 月末，募投项目已完工并投入使用，处于运营初期。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2．宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析及区域经济环境

1．城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解

不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2．区域经济

2021 年，南平市经济总量保持增长，公司外部发展环境良好。

根据《2021 年南平市国民经济和社会发展统计公报》，南平市实现地区生产总值 2117.58 亿元，按可比价格计算，增长 6.50%。其中，第一产业实现增加值 346.36 亿元，增长 5.80%；第二产业实现增加值 754.55 亿元，增长 3.80%；第三产业实现增加值 1016.67 亿元，增长 8.70%。三次产业结构由上年的 16.4:37.8:45.8 调整为 16.4:35.6:48.0。

固定资产投资方面，2021 年，南平市固定资产投资（不含铁路）增长 0.10%。其中，项目投资增长 0.50%。第一产业投资增长 13.10%；第二产业投资增长 7.30%；第三产业投资下降 7.00%。基础设施投资下降 18.70%，占固定资产投资的比重为 16.90%；民间投资增长 1.90%，占固定资产投资的比重为 72.00%；房地产开发投资完成 231.97 亿元，下降 1.6%。

工业增加值方面，全年全部工业增加值 491.73 亿元，比上年增长 6.5%。规模以上工业增加值增长 8.6%，其中，国有控股企业增长 16.9%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有企业增加值增长 1.8%，集体企业下降 103.4%，股份制企业增长 9.2%，外商及港澳台投资企业增长 8.7%，私营企业增长 6.2%。轻工业增长 8.5%，重工业增长 8.7%。

财政收入方面，2021 年，南平市一般公共预算收入为 102.30 亿元，较上年增长 4.2%，其中税收收入为 66.20 亿元，占比为 64.71%；一般公共财政支出为 308.61 亿元，增长 1.1%，财政自给率[2]为 33.15%。政府性基金收入为 87.95 亿元，较上年下降 22.5%。

六、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司控股股东发生变更。截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，控股股东为武夷发展，南平市国资委为公司实际控制人。

2．企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报

[2] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

告（自助查询版，中征码：3507020000201455），截至 2022 年 5 月 12 日，公司本部已结清和未结清信贷信息中无关注类及不良类信贷信息记录，公司过往履约情况良好。

根据公司提供的子公司福建省南平市高速公路有限责任公司（以下简称“南平高速”）《企业信用报告》（自主查询版，中征码：3507000000226469），截至 2022 年 4 月 26 日，南平高速已结清信贷中存有 83 笔关注类贷款，主要系南平高速前期属政府融资平台类企业（已于 2011 年退出），应南平市银监局要求，政府融资平台类贷款列入关注类贷款所致，相关关注类贷款已于 2011 年 6 月 30 日之前全部正常还款，未结清的贷款中无关注类/关注类信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事长江训强先生因工作需要，不再担任公司董事长、总经理及董事职务，南平市国资委下发任免通知，决定任命黄荣琪女士担任公司董事长、法定代表人、总经理。部分董事及监事人员进行调整，调整后公司董事会成员 5 人，监事会成员 5 人，均已到位。

黄荣琪女士，1968 年 3 月生，中共党员，高级会计师；曾就职于闽北武夷信托投资公司、南平市投资担保中心、南平投资集团有限公司、南平工业园区开发建设有限公司、南平高速；自 2022 年 4 月起任公司董事长、法定代表人及总经理职务。

公司在法人治理结构、内部管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司主营业务收入较上年有所增长，受商品房和材料销售毛利率降低且收入占比提升的影响，主营业务综合毛利率有所下降。

2021 年，公司主营业务收入同比增长 39.20%，主要系材料及商品房销售收入增长所致。2021 年，受益于成品油和钢材销售规模扩大，公司销售材料业务收入大幅提升。公司商品房销售业务收入较上年增长 59.50%，主要系当年达到交付条件的房产规模增加所致。土地转让业务受新冠疫情和政府规划的影响，2021 年未开展该项业务，未实现收入。工程施工业务因结算量的减少，收入较上年下降 26.15%。公交营运业务得益于旅客运输量增长，2021 年收入较上年增长 12.50%。

毛利率方面，2021 年，公司销售材料业务毛利率同比下降 0.64 个百分点，主要系货物供销价格变动所致；公司工程施工业务毛利率同比上升 7.56 个百分点，主要系结算项目毛利率较高所致；受疫情影响，公司高速公路收费业务毛利率同比下降 5.79 个百分点；公司商品房销售收入毛利率同比下降 31.30 个百分点，主要系当年确认成本增加所致。公交营运业务毛利率同比上升 17.37 个百分点，主要系旅客运输量增加所致。受上述因素的综合影响，2021 年公司主营业务综合毛利率同比下降 3.96 个百分点。

表 3　公司主营业务收入构成和毛利率情况

主营业务	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
销售材料业务	2.84	28.18	1.41	5.39	38.39	0.77
工程施工业务	2.06	20.43	11.97	1.52	10.84	19.53
高速公路收费业务	0.72	7.16	43.43	0.94	6.71	37.64

商品房销售收入	2.07	20.56	50.29	3.31	23.56	18.99
公交营运业务	0.40	3.99	-105.19	0.45	3.18	-87.82
其他	2.00	19.68	32.62	2.43	17.31	45.77
合计	**10.09**	**100.00**	**18.51**	**14.04**	**100.00**	**14.55**

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 公司其他收入包括租赁业务收入、道路养护业务收入、工程监理业务收入、代建管理业务收入、物业管理收入等零星收入
资料来源：公司提供

2. 高速公路、铁路建设及运营

2021 年，公司控股高速通行费收入有所增长，参股高速均处于亏损状态，公司无在建、拟建高速公路项目。公司部分高速铁路项目已建成通车，暂无在建的高速铁路项目。

（1）高速公路运营及建设

跟踪期内，公司仍作为南平市重要的交通基础设施投资主体，负责南平市所有高速公路投资建设、运营管理业务，业务实际执行方仍为子公司南平高速，公司高速公路项目建设资金主要来源于政府拨付的项目建设资本金和银行贷款等。

截至 2021 年末，公司控股和参股的已建成通车的高速公路共 8 条，分别为武邵高速、宁武高速、松建高速、京台高速、延顺高速、邵光高速、联络线高速及顺邵高速，收费里程较上年末无变化。

控股高速公路方面，公司对延顺高速持股 60%，该路产系 2015 年末建成通车，2017 年末自在建工程转入无形资产并开始确认收入，2021 年延顺高速实现通行费收入 0.97 亿元，为公司通行费收入的来源。参股高速公路方面，武邵高速等 7 条路产均为公司以投资额作价参股的高速公路，通过分红获取投资收益，公司参股高速公路目前仍处于运营初期，尚未达到设计车流量，加之南平市地理环境导致上述高速公路建造成本较高，故仍处于亏损状态。未来随着区域经济持续发展以及周边高速公路路网逐步完善，路产投资效益或将提高。

表 4　截至 2021 年末公司已建成高速公路情况

路产名称	通车时间	持股比例（%）	收益模式	收费里程（公里）	路产性质
武邵高速	2010.11	32.00	股权分红	91.72	经营性
宁武高速	2012.10	30.00	股权分红	203.03	政府还贷
松建高速	2012.12	16.66	股权分红	106.69	政府还贷
京台高速	2015.12	35.00	股权分红	62.69	政府还贷
延顺高速	2015.12	60.00	自主经营	47.35	经营性
邵光高速	2015.12	49.00	股权分红	66.22	经营性
联络线高速	2017.09	20.08	股权分红	46.07	经营性
顺邵高速	2019.01	40.00	股权分红	66.56	经营性
合计	--	--	--	**690.33**	--

注：参股高速公路其他持有人为福建省高速公路有限责任公司等
资料来源：公司提供

表 5　公司控股、参股高速通行费收入情况（单位：万元）

路产名称	2019 年	2020 年	2021 年
武邵高速	12562.75	9453.67	13951.80
宁武高速	28555.17	23801.10	33092.63
松建高速	13452.07	12145.86	17086.18
京台高速	18226.00	13552.65	16680.10
延顺高速	7913.22	7434.31	9699.22

邵光高速	10381.95	8796.03	12797.58
联络线高速	8864.32	8871.69	11344.44
顺邵高速	7133.42	7758.90	11372.78
合计	**107088.90**	**91814.21**	**126024.73**

资料来源：公司提供

在建项目方面，随着 2021 年子公司南平武夷新区绕城高速公路有限责任公司（以下简称“绕城高速公司”）的划出，公司暂无在建拟建高速公路项目。

（2）高速铁路建设

跟踪期内，公司仍承担境内高速铁路融资任务。高铁沿线各市县根据出资任务提供贷款抵押用地（商住用地），委托公司申请银行借款，并承诺偿还本息。

根据铁道部与福建省省政府签署的《关于推进海峡西岸经济区新一轮铁路建设的会议纪要》和新一轮海西铁路网规划，南平境内高速铁路项目分别是合福铁路、衢宁、南三龙铁路、向莆铁路以及峰福铁路横南段电气化改造项目，上述项目在南平市的总里程占项目总里程的 26.70%，南平市总投资占项目总投资的 22.70%。除峰福铁路横南段电气化改造项目外，其余项目由公司代南平市政府出资。上述高速铁路共需南平市本级和各县（市、区）出资 20.38 亿元，截至 2021 年末，资金已全部到位，其中国家开发银行贷款 15.40 亿元，南平市本级和各县（市、区）实际拨付资金 4.98 亿元。国家开发银行贷款的还本付息每年由南平市本级和各县（市、区）提前拨付给公司，再由公司支付给国家开发银行。

截至 2021 年末，合福铁路、向莆铁路南平连接线、南三龙铁路和衢宁铁路均已建成通车，公司暂无其他在建及拟建高速铁路项目。

3. 土地经营

土地转让业务受新冠疫情和政府规划的影响，2021 年未开展土地转让业务，未实现收入。

跟踪期内，公司土地转让业务模式未发生变化，仍由南平高速负责。由于新冠疫情和政府规划的原因，公司 2021 年依然未开展土地协议转让业务。截至 2021 年末，公司存货中持有土地 207.47 万平方米，入账价值 48.02 亿元，性质主要为商住用地。

4. 工程施工业务

2021 年，受项目结算量减少影响，公司工程施工业务收入较上年大幅下降，整体回款情况良好。公司在手项目规模较大，项目储备较充裕。

公司工程施工业务收入仍主要来源于子公司南平高速建设有限公司（以下简称“南平高建”），南平高建以公路桥梁建设施工为主营业务，拥有公路工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包二级、建筑工程施工总承包三级、园林绿化工程三级等资质。南平高建通过招投标方式承担工程建设任务，资金主要来源于项目业主按照合同约定拨付的工程款，公司不需要垫资。南平高建根据工程进度按照完工百分比法确认工程结算收入。

2021 年，公司工程施工业务收入主要来源于省道 303 线武夷东站至公馆大桥 A3 段和 A4 段及福建顺邵高速公路第二工程段等项目，收入规模较上年下降 26.15%，主要系结算的项目量有所减少所致。2021 年，公司工程施工业务实现回款 1.98 亿元，回款情况良好。

截至 2021 末，公司在手项目（包含已完工未决算的项目）合同金额共计 27.72 亿元。

5. 房地产业务

2021 年，公司房地产开发业务收入全部来自于建发武夷·山外山房地产开发项目，回款情况较好，可售余房较少，且无在建拟建项目。

公司房地产业务仍主要由子公司南平高速开发有限公司负责，其开发项目主要为“建

发武夷·山外山房地产开发项目”。

“建发武夷·山外山房地产开发项目”位于杜坝地块，公司与厦门益悦置业有限公司合作成立武夷山嘉恒房地产有限公司（公司持股50%）对杜坝地块进行开发，该项目占地16.00万平方米，总建筑面积10.38万平方米，项目总投资10.89亿元，可售套数1141套，截至2021年末，已出售套数1132套。该项目为期房销售，达到交付条件的房产所收到的房款确认为当年收入，未达到交付条件的房产所收到的房款计入“预收款项”或“合同负债”。截至2021年末，公司已完成全部投资11.15亿元（含税金额），已全部实现回款（含预售款的回款金额为11.55亿元）。

6. 营运业务

公司营运业务具有较强的公益性，处于亏损状态，2021年因旅客运输量增加，收入有所增长。

跟踪期内，公司营运业务模式未发生变化，仍由子公司南平公共交通有限公司负责，从事南平市延平区的公交客运业务。截至2021年末，公司共拥有公交线路37条，较上年末减少1条公交线路；2021年旅客运输量4581.32万人次，较上年增长19.35%。

南平市政府对于公司的营运业务给予了一定的政府补助，主要包括70周岁以上老年人免费乘车补贴款270.32万元、残疾人乘车补贴款38.92万元、营运补贴款370.00万元和公交场站租赁费补贴款500.00万元等。

7. 销售材料业务

公司销售材料业务收入大幅提升，但毛利率水平低，对利润贡献小。

跟踪期内，公司销售材料业务模式未发生变化，仍主要由南平高速的子公司南平高速物流有限公司（以下简称“高速物流公司”）负责。高速物流公司主要负责高速公路项目所需的水泥、钢筋等建筑材料的供应，同时高速物流公司还与相关单位合作开展三方贸易业务。业务模式上，高速物流公司从上游原材料供应商购买建筑材料和成品油等，以成本加成一定毛利的价格销售给下游客户。定价方式随市场行情确定，结算方式为电汇或者承兑汇票。2021年，公司销售材料业务收入为5.39亿元，较上年增长89.79%，主要系成品油和钢材收入增加所致。

表6 截至2021年末公司材料销售情况

商品种类	销售金额（亿元）	占比（%）
成品油	2.74	50.75
钢材	1.63	30.30
其他	1.02	18.95
合计	**5.39**	**100.00**

资料来源：公司提供

从交易对手方来看，2021年，公司前五大销售客户分别为大连成泰石油化工有限公司、福州森隆鑫贸易有限公司、浙江自贸区徐丰能源有限公司、福建省建瓯市福宏闽光贸易有限公司和厦门阳辉石化有限公司，合计销售金额占销售总额的86.46%，集中度高。截至本报告出具日，公司前五大销售客户不存在失信被执行情况。

8. 在建项目

公司主要在建项目尚需投资规模大，未来资金支出压力大。

表7 截至2022年3月末公司主要在建项目情况

项目	投资总额（亿元）	已完成投资（亿元）	尚需投资（亿元）
武夷山茶旅小镇一期会展中心	9.08	8.12	0.96
南福路快速通道PPP一期项目	21.38	7.20	14.18
武夷山机场迁建场址	70.00	0.68	69.32
合计	**100.46**	**16.00**	**84.46**

资料来源：公司提供

武夷山新机场迁建场址项目由子公司武夷山机场公司承建。武夷山机场迁址项目总投资70.00亿元，建设期限8年，建设内容包括航站楼和一条跑道等。目前可行性研究报告已编制完成，但运营模式尚未确定，未来投资规模可能会有所调整。截至2022年3月末，该

项目已投资金额 0.68 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目计划投资总额 100.46 亿元，已完成投资 16.00 亿元，尚需投资 84.46 亿元，公司未来依然存在较大的投资压力。

9. 未来发展

未来，公司将继续作为南平市重要的交通基础设施建设主体承担相应职能，开展交通基础设施建设、房地产开发等相关业务，聚焦主业，稳健经营。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2022 年一季度财务报表未经审计。

2021 年，公司合并范围内新增一级子公司 2 家，其中 1 家无偿划入、1 家购置；减少一级子公司 1 家，为注销所致。截至 2021 年末公司纳入合并范围的一级子公司共计 14 家。公司合并范围变化的子公司规模较小，对公司财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2021 年，公司资产规模有所增长，以高速公路投资、存货和应收类款项为主，区域内国有企业与公司形成的往来款对资金占用明显，公司资产质量一般。

截至 2021 年末，公司资产总额较上年末增长 8.36%，资产结构较为均衡，流动资产占比有所提升。

表 8　公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**116.57**	**38.60**	**140.36**	**42.89**	**136.62**	**42.16**
货币资金	19.40	6.42	21.10	6.45	17.30	5.34
其他应收款	41.58	13.77	47.90	14.64	49.11	15.16
存货	49.83	16.50	64.05	19.57	63.46	19.58
非流动资产	**185.44**	**61.40**	**186.90**	**57.11**	**187.41**	**57.84**
其他权益工具投资	0.00	0.00	17.06	5.21	17.06	5.26
长期应收款	29.57	9.79	26.49	8.09	26.49	8.18
长期股权投资	43.84	14.52	46.00	14.05	46.04	14.21
在建工程	33.55	11.11	24.66	7.54	20.78	6.41
无形资产	39.85	13.19	40.66	12.42	40.51	12.50
其他非流动资产	0.00	0.00	24.28	7.42	24.28	7.49
资产总额	**302.01**	**100.00**	**327.26**	**100.00**	**324.03**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动资产较上年增长 20.41%。

截至 2021 年末，公司货币资金较上年末增长 8.77%，主要由银行存款构成，其中受限资金为 0.10 亿元。

截至 2021 年末，公司其他应收款较上年末增长 15.21%，主要为往来款；前五大应收单位主要为南平市交通建设投资开发有限公司和高速公路参股公司等，欠款金额合计占其他应收款总额的 59.52%，对公司资金形成明显占用；公司对其他应收款累计计提坏账准备 0.20 亿元。

截至 2021 年末，公司存货较上年末增长 28.52%，主要包括土地使用权 48.02 亿元和少量开发产品（房地产开发项目未结转成本），公司未对存货计提跌价准备。

截至 2021 年末，公司非流动资产较上年末变化不大。

截至 2021 年末，公司新增其他权益工具投资 17.06 亿元，主要系执行新金融工具准则后，将原计入可供出售金融资产科目的对福建福能股份有限公司、南平松建高速公路有限责任公司等企业的投资 16.01 亿元调整至该科目所致。同时，公司新增对南平农村商业银行营业部和南平国家储备林建设发展有限公司等企业投资，增加其他权益工具投资 1.05 亿元。

截至 2021 年末，公司长期股权投资较上年末增长 4.92%，系增加对联营企业投资所致，主要为公司对南平宁武高速公路有限责任公司、南平京台高速公路有限责任公司、福建顺邵高速公路发展有限公司等高速公路项目公司的投资，以上参股高速公司 2021 年仍为亏损状态，未计提减值准备。

截至 2021 年末，公司在建工程较上年末下降 26.49%，主要系南平武夷新区绕城高速公路项目随着绕城高速公司的划出一并转出所致。

截至 2021 年末，公司无形资产较上年末基本持平，主要包括土地使用权 2.09 亿元、高速公路收费权 37.76 亿元等。

截至 2021 年末，公司所有权受到限制的资产总额为 52.72 亿元，包括货币资金 0.10 亿元（保证金和房改资金）、土地使用权 11.51 亿元（抵押借款）、高速公路收费权 37.76 亿元（抵押借款）、采矿权 0.52 亿元（抵押借款）和房屋建筑物 2.82 亿元（抵押借款），占公司资产总额的 16.11%。

截至 2022 年 3 月末，公司资产较上年末下降 0.99%，资产结构较上年末变化不大。

3．资本结构

公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性强。

截至 2021 年末，公司所有者权益 131.46 亿元，较上年末增长 11.40%，其中实收资本 12.00 亿元（占 9.13%），资本公积 100.41 亿元（占 76.38%），少数股东权益 7.05 亿元（占 5.36%），以实收资本和资本公积为主。

截至 2021 年末，公司实收资本为 12.00 亿元，较上年末无变化。公司资本公积较上年末增加 6.36 亿元，系南平市国资委向公司划入南平绿发集团有限公司（以下简称“南平绿发”）99.33%股权所致。公司资本公积主要为南平市国资委划入的南平高速股权。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构较上年末变化不大，权益稳定性强。

2021 年，公司全部债务规模有所增长，构成仍以长期债务为主，整体债务负担适中。

截至 2021 年末，公司负债总额较上年末增长 6.41%，主要系流动负债增长所致，负债结构仍以非流动负债为主。

表 9　公司负债主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**34.15**	**18.56**	**45.85**	**23.42**	**41.09**	**21.36**
应付账款	5.67	3.08	7.53	3.84	6.38	3.32
其他应付款	10.68	5.80	13.47	6.88	11.13	5.79
预收款项	8.47	4.61	0.26	0.13	0.25	0.13
合同负债	0.00	0.00	6.73	3.44	5.71	2.97
一年内到期的非流动负债	5.86	3.19	12.40	6.33	12.20	6.35
非流动负债	**149.86**	**81.44**	**149.95**	**76.58**	**151.24**	**78.64**
长期借款	58.87	31.99	48.63	24.84	48.72	25.33
应付债券	52.69	28.63	64.19	32.79	65.11	33.85
长期应付款	35.28	19.17	31.91	16.30	32.21	16.74
负债总额	**184.01**	**100.00**	**195.80**	**100.00**	**192.33**	**100.00**

注：1. 其他应付款中包含应付股利和应付利息；2. 长期应付款中包含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动负债较上年末增长 34.26%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。

截至 2021 年末，公司应付账款较上年末增长 32.67%，主要系应付工程款增加所致。从账龄来看，以 1 年以内（含 1 年）为主。

截至 2021 年末，公司其他应付款较上年末增长 26.14%，系公司与其他单位及关联方的往来款增加所致；公司其他应付款中有息借款为 0.85 亿元，本报告已纳入短期债务核算。

根据最新会计准则，公司将原计入预收款项的工程款和房款调整至合同负债科目，故截至 2021 年末，公司预收款项大幅下降，新增合同负债 6.73 亿元。

截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 111.58%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末变化不大。

截至 2021 年末，公司长期借款较上年末下降 17.40%，以质押借款为主，质押物主要为高速公路收费权和应收账款收益权。

截至 2021 年末，公司应付债券较上年末增长 21.84%，主要系发行“21 南武 01”“21 南武 02”等债券所致。

表 10　截至 2022 年 4 月末公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	债券余额	起息日期	行权日期	票面利率（%）
19 南平武夷债/19 武夷债	5.30	2019/09/04	2022/09/04	6.23
19 南平 01	8.00	2019/11/28	2022/11/28	5.98
20 南平 01	7.00	2020/01/20	2023/01/20	5.40
20 南平武夷 MTN001	10.00	2020/03/03	2023/03/03	3.76
20 南平 02	7.00	2020/08/11	2023/08/11	5.30
21 南武 01	8.50	2021/07/21	2024/07/21	4.26
21 南武 02	4.50	2021/11/17	2024/11/17	4.07
17 南平高速 PPN001	1.60	2017/08/22	2022/08/22	4.90
18 南平高速 MTN001	0.15	2018/01/24	2023/01/24	4.40
19 南平高速 MTN001	5.00	2019/01/25	2024/01/25	3.85
21 南平高速 MTN001	10.00	2021/01/13	2024/01/13	4.82
22 南平高速 SCP001	4.90	2022/01/01	2022/08/08	3.15
合计	**71.95**	--	--	--

资料来源：Wind

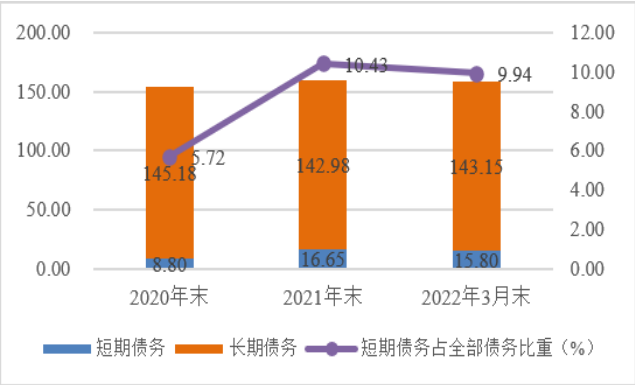
截至 2021 年末，公司长期应付款较上年末下降 9.55%，均为融资租赁款，已纳入有息债务核算，其中公司应付鑫桥联合融资租赁有限公司 33.30 亿元（包含一年内到期部分）款项原为南平高速若干项工程（包括武沙高速）建设资金，因当时武沙高速建设方式尚未确定，为避免资金闲置，南平高速将该笔资金拆借给南平金控。公司与南平金控签订了借款协议，约定在南平金控组建之初，资本金未到位且银行授信未到达银行融资标准的情况下，借予南平金控 45.00 亿元，借款期限为 10 年，利息为 4.90%。南平金控借款的期限与利率与公司取得的融资租赁款的期限与利率一致。公司对南平武沙高速公路有限责任公司（以下简称“武沙高速公司”）[3]的股权已转让，联合资信将持续关注该笔款项的处置情况及南平金控还本付息情况。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额和负债结构较上年末变化不大。

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务为 159.63 亿元，较上年末增长 3.66%。其中长期债务占 89.57%，债务结构较为合理。截至 2021 年末，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较上年末分别下降 1.10 个百分点、1.78 个百分点和 3.06 个百分点。

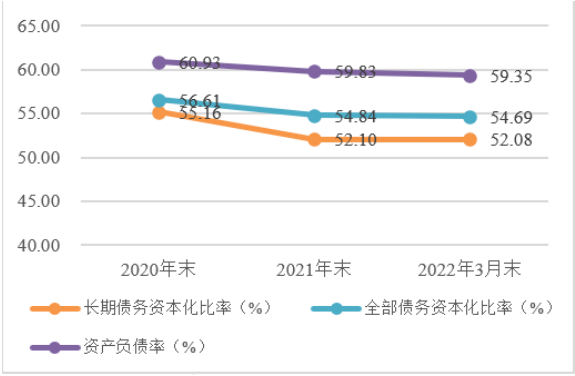
[3] 根据市政府安排，公司子公司南平高速所持有的武沙高速公司的 100.00%股权的认缴出资额（实际出资为 1000.00 万元）由顺昌县兴顺公路开发有限公司、南平市建阳区武沙高速公路发展有限公司、南平武夷交通建设投资开发有限公司进行收购，上述四方已签署相关股权转让协议并完成收购，武沙高速原为公司拟建项目，武沙高速公司暂未开展相关建设，对公司实际影响较小。

图 1　公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 2　公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 158.95 亿元，较上年末变化不大，其中，短期债务为 15.80 亿元（占 9.94%），长期债务 143.15 亿元（占 90.06%）。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月末，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分别为 59.35%、54.69%和 52.08%，较上年末变化不大。整体看，公司债务负担适中。

4．盈利能力

2021 年，公司营业收入有所增长，费用总额对利润侵蚀严重，参股公路继续亏损，政府补贴对利润总额的贡献度高，公司整体盈利能力尚可。

2021 年，公司营业收入同比增长 34.12%，营业成本同比增长 45.85%，营业成本增幅超过营业收入增幅，故公司营业利润率有所下降。

表 11　公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022年1—3 月
营业收入	11.40	15.29	3.79
营业成本	8.27	12.07	3.25
费用总额	6.39	6.93	1.85
其中：财务费用	5.05	5.51	1.52
投资收益	-1.81	0.14	0.23
其他收益	6.37	6.50	1.35
利润总额	1.11	3.26	0.23
营业利润率(%)	25.49	19.53	13.26
总资本收益率(%)	2.16	2.94	--
净资产收益率(%)	0.56	2.18	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2021 年，公司费用总额同比增长 8.40%，以财务费用为主。同期，公司费用总额占营业收入的比重为 45.30%，同比有所下降，但占比依然高，加之部分费用已资本化处理，公司费用总额对利润侵蚀严重。

公司参股高速公路路网尚不成熟，参股企业持续亏损，但对福建福能股份有限公司等其他权益工具投资取得的股利收入规模较大，2021 年公司取得投资收益 0.14 亿元。

2021 年，公司获得政府补助 6.50 亿元，体现在“其他收益”科目，占利润总额的 199.36%，政府补贴对公司利润总额的贡献度高。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升。公司整体盈利能力尚可。

2022 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期增长 14.21%，利润总额较上年同期增长 34.40%。

5．现金流

2021 年，受往来款流入规模下降等因素影响，公司经营性现金净流入较上年有所下

降；投资活动现金因自营项目投入及保持较大规模的对外股权投资而呈净流出，且净流出规模有所扩大。为弥补投资活动资金缺口，公司主要依赖外部融资，故筹资活动现金持续净流入。

表 12　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	45.41	34.20	6.22
经营活动现金流出小计	42.64	32.71	8.93
经营现金活动流量净额	**2.77**	**1.49**	**-2.71**
投资活动现金流入小计	3.75	3.29	0.24
投资活动现金流出小计	12.38	16.36	0.74
投资活动现金流量净额	**-8.63**	**-13.06**	**-0.50**
筹资活动现金流入小计	38.82	38.60	9.90
筹资活动现金流出小计	33.41	24.43	10.48
筹资活动现金流量净额	**5.41**	**14.17**	**-0.59**
现金收入比（%）	121.03	86.91	86.64

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入量同比下降 24.67%，主要是公司与参股高速公路/高速铁路公司、各县（市、区）之间往来款流入减少导致收到其他与经营活动有关的现金同比下降 33.55%至 20.92 亿元所致。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 13.29 亿元，较上年下降 3.69%。2021 年，公司现金收入比较上年大幅下降，收入实现质量尚可。2021 年，公司经营活动现金流出量同比下降 23.28%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 14.25 亿元（工程项目支出）、支付其他与经营活动有关的现金 15.61 亿元（主要为支付的往来款）。2021 年，公司经营活动现金持续净流入。

2021 年，公司投资活动现金流入规模较小，主要自建项目回款和取得投资收益收到的现金。公司投资活动现金流出主要是自建项目投资等。2021 年，公司投资活动现金持续净流出。

2021 年，公司筹资活动现金流入量同比变化不大，以取得借款和发行债券收到的现金为主。同期，公司筹资活动现金流出以偿还债务本息为主。2021 年，公司筹资活动现金持续净流入。

2022 年 1—3 月，受往来款流入减少影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出；投资活动现金流持续净流出；公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

6．偿债指标

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现一般，间接融资渠道亟待拓宽。公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

表 13　公司偿债指标

项目	项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	341.37	306.14	332.48
	速动比率（%）	195.43	166.44	178.05
	现金短期债务比（倍）	2.20	1.27	1.10
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	7.14	9.93	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.57	16.08	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.27	1.62	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年均略有下降，剔除受限资金之后的现金短期债务比为 1.27 倍。截至 2022 年 3 月末，公司流动比率和速动比率较上年末均有所提升，现金短期债务比较上年末有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 增长至 9.93 亿元。公司 EBITDA 利息倍数有所提高，全部债务/EBITDA 有所下降。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2021 年末，公司对外担保余额 67.43 亿元，担保比率为 51.29%，其中公司对福建邵光高速公路发展有限责任公司、福建顺邵高速公路发展有限公司和南平联络线高速公路有限责任公司等高速公路公司担保余额较

大，上述公司均为公司参股高速运营公司，目前均处于亏损状态。整体看，公司担保规模大，区域集中，存在一定的或有负债风险。

截至 2022 年 5 月末，公司获得银行授信额度合计 77.18 亿元，尚未使用额度为 13.18 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2022 年 6 月 21 日，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司业务集中在下属子公司，母公司资产主要体现为政府资本金投入和对外股权投资，债务负担较轻。

截至 2021 年末，母公司资产总额 161.35 亿元，占合并资产总额的 49.30%，较上年末增长 13.87%。其中，流动资产 43.31 亿元（占 26.84%），主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 118.04 亿元（占 73.16%），主要由长期股权投资构成。

截至 2021 年末，母公司负债合计 51.88 亿元，占合并负债的 26.49%，较上年末增长 30.98%。其中，流动负债 2.64 亿元（占 5.10%），主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债 49.23 亿元（占 94.90%），主要由应付债券构成。

截至 2021 年末，母公司资产负债率 32.15%，较上年末上升 4.20 个百分点；全部债务资本化比率 31.42%，较上年末上升 3.97 个百分点，全部债务较上年末增长 29.82%至 50.16 亿元。其中，短期债务 1.06 亿元，现金短期债务比为 4.63 倍，短期偿债指标表现强。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 109.48 亿元，占合并所有者权益的 83.27%，较上年末增长 7.23%。其中，实收资本占 10.96%、资本公积占 91.44%。

2021 年，母公司营业收入为 0.17 亿元，占合并营业收入的 1.13%，利润总额为-0.13 亿元。

截至 2022 年 3 月末，母公司资产总额 161.15 亿元，所有者权益为 108.87 亿元，负债总额 52.28 亿元；母公司资产负债率 32.44%；全部债务 50.17 亿元，短期债务 1.06 亿元，现金短期债务比为 2.28 倍，全部债务资本化比率 31.55%。整体看，母公司债务负担尚可。

十、外部支持

2021 年，公司在资金、股权注入和财政补贴方面继续获得外部的有力支持。

资金注入方面，2021 年，南平市财政局向子公司南平高速拨付项目建设资金 0.25 亿元，计入“资本公积”。

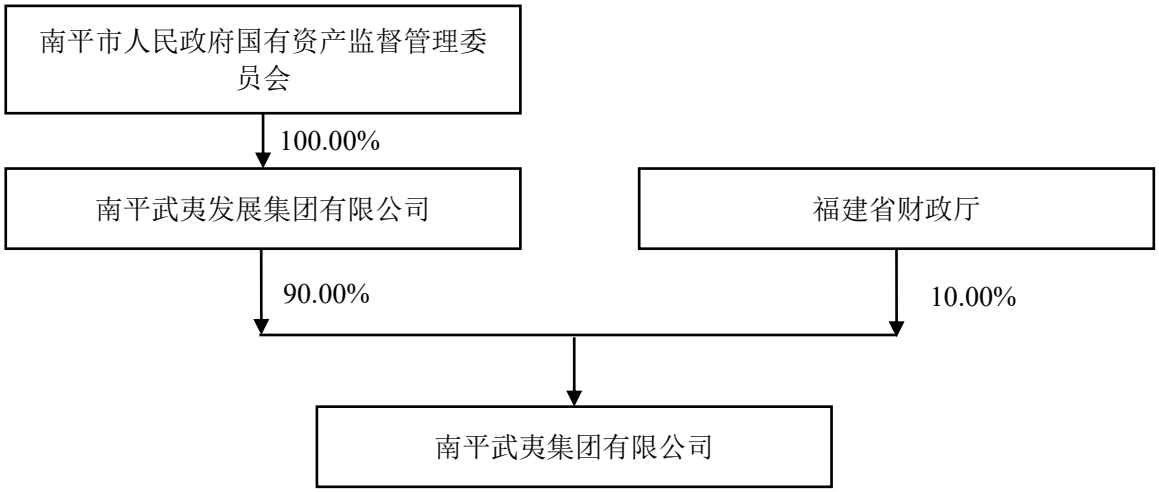
股权注入方面，2021 年，南平市国资委将南平绿发 99.33%股权无偿划转至公司，增加资本公积 7.51 亿元。

财政补贴方面，2021 年，公司获得政府补助 6.50 亿元，其中财政贴息补助 4.17 亿元，其他补贴 2.33 亿元；2022 年一季度，公司收到政府补贴 1.35 亿元，均计入“其他收益”。

十一、结论

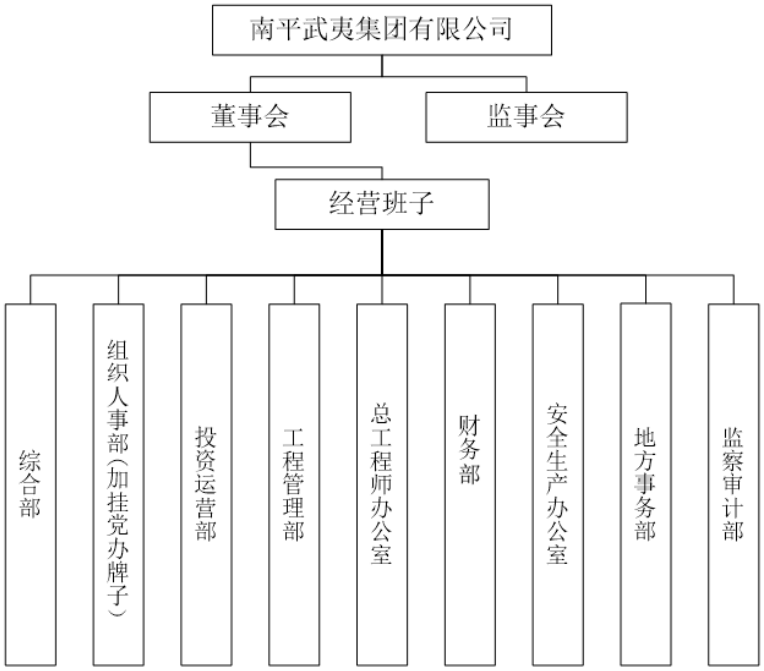
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 南平武夷债/19 武夷债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年末公司合并范围内一级子公司情况

公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
南平公共交通有限公司	南平市	南平市	市内公共汽车客运	100.00	--	投资
武夷山茶旅小镇开发有限公司	南平市	南平市	基础设施投资、建设、管理	51.00	--	投资
福建武夷山机场有限公司	南平市	南平市	机场建设、运营、管理	100.00	--	投资
福建省南平市有轨电车有限公司	南平市	南平市	有轨电车建设、运营、管理	100.00	--	投资
南平三江六岸投资开发有限公司	南平市	南平市	基础设施投资、建设、管理	100.00	--	投资
南平武夷信息技术有限公司	南平市	南平市	电子商务系统的技术开发、销售	100.00	--	投资
政和环城路建设管理有限责任公司	南平市	南平市	交通公路建设开发、管理	25.00	40.00	投资
南平南福路开发建设有限公司	南平市	南平市	基础设施投资、建设、经营、管理	99.00	--	投资
南平武夷矿产资源发展有限公司	南平市	南平市	资产经营、开发、管理	100.00	--	投资
南平市管廊投资开发有限公司	南平市	南平市	综合管廊市政道路投资、建设	100.00	--	投资
南平市城乡规划设计研究院有限责任公司	南平市	延平区	建设工程设计	100.00	--	划转
福建省南平市高速公路有限责任公司	南平市	南平市	高速公路投资、建设、管理	100.00	--	投资
福建拓土能源发展有限公司	南平市	南平市	发电、供电业务、矿山开采、管道储运、经营	100.00	--	投资
南平绿发集团有限公司	南平市	南平市	市政工程、园林绿化工程、园林古建工程、园林景观设计及施工	99.33	--	划转

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.41	19.40	21.15	17.35
资产总额（亿元）	282.13	302.01	327.26	324.03
所有者权益（亿元）	116.00	118.01	131.46	131.70
短期债务（亿元）	13.03	8.80	16.65	15.80
长期债务（亿元）	132.97	145.18	142.98	143.15
全部债务（亿元）	146.00	153.98	159.63	158.95
营业收入（亿元）	10.68	11.40	15.29	3.79
利润总额（亿元）	0.53	1.11	3.26	0.23
EBITDA（亿元）	5.95	7.14	9.93	--
经营性净现金流（亿元）	0.62	2.77	1.49	-2.71
财务指标				
现金收入比（%）	73.98	121.03	86.91	86.64
营业利润率（%）	35.03	25.49	19.53	13.26
总资本收益率（%）	1.86	2.16	2.94	--
净资产收益率（%）	0.19	0.56	2.18	--
长期债务资本化比率（%）	53.41	55.16	52.10	52.08
全部债务资本化比率（%）	55.73	56.61	54.84	54.69
资产负债率（%）	58.88	60.93	59.83	59.35
流动比率（%）	336.09	341.37	306.14	332.48
速动比率（%）	193.07	195.43	166.44	178.05
经营现金流动负债比（%）	2.09	8.11	3.25	--
现金短期债务比（倍）	1.49	2.20	1.27	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.12	1.27	1.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.55	21.57	16.08	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 2022 年一季度财务报表未经审计
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.16	1.70	4.90	2.42
资产总额（亿元）	120.02	141.70	161.35	161.15
所有者权益（亿元）	103.34	102.09	109.48	108.87
短期债务（亿元）	1.00	1.50	1.06	1.06
长期债务（亿元）	13.22	37.14	49.10	49.11
全部债务（亿元）	14.22	38.64	50.16	50.17
营业收入（亿元）	0.01	0.04	0.17	0.03
利润总额（亿元）	-0.28	-1.79	-0.13	0.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-5.48	-24.03	-4.51	-3.50
财务指标				
现金收入比（%）	28.15	0.38	2.14	0.00
营业利润率（%）	99.84	99.68	99.99	99.97
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-0.27	-1.75	-0.12	--
长期债务资本化比率（%）	11.34	26.67	30.96	31.09
全部债务资本化比率（%）	12.10	27.45	31.42	31.55
资产负债率（%）	13.90	27.95	32.15	32.44
流动比率（%）	358.99	1324.43	1637.90	2119.83
速动比率（%）	358.99	1324.43	1637.90	2119.83
经营现金流动负债比（%）	-158.55	-974.10	-170.73	--
现金短期债务比（倍）	3.16	1.13	4.63	2.28
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2022 年一季度财务报表未经审计；
3. “/”表示相关指标因未获得数据而无法计算，“*”表示由于分母为 0 导致结算结果无穷大
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	
营业总收入年复合增长率	
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+平均应收款项融资）
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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。

附件 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持