

信用等级公告

联合〔2019〕2390号

联合资信评估有限公司通过对南平武夷集团有限公司及其拟发行的2019年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定南平武夷集团有限公司主体长期信用等级为AA，2019年南平武夷集团有限公司公司债券信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十一日



2019 年南平武夷集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
本期债券信用等级: AA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行规模: 不超过 5.30 亿元
本期债券期限: 7 年
偿还方式: 按年付息, 分期还本
募集资金用途: 中国茶旅小镇(武夷山)项目一期工程会展中心项目和补充流动资金

评级时间: 2019 年 7 月 31 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	30.00	20.54	15.07
资产总额(亿元)	235.25	267.80	275.35
所有者权益(亿元)	113.17	112.10	114.72
短期债务(亿元)	6.68	11.95	12.71
长期债务(亿元)	83.43	119.56	120.16
全部债务(亿元)	90.11	131.52	132.87
营业收入(亿元)	11.17	9.89	13.72
利润总额(亿元)	1.02	0.88	1.06
EBITDA(亿元)	5.73	5.19	6.31
经营性净现金流(亿元)	15.67	2.06	8.35
营业利润率(%)	18.79	28.59	29.34
净资产收益率(%)	0.73	0.52	0.67
资产负债率(%)	51.89	58.03	58.34
全部债务资本化比率(%)	44.33	53.99	53.67
流动比率(%)	260.20	276.87	255.01
经营现金流动负债比(%)	44.91	6.03	22.17
全部债务/EBITDA(倍)	15.71	25.33	21.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.99	0.97	1.28

注: 本报告将公司长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算

分析师: 张 依 任黛云

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

评级观点

南平武夷集团有限公司(以下简称“公司”)是南平市最大的交通基础设施投资建设主体。近年来,南平市经济平稳发展,货物周转量增速较快,公司面临良好的外部发展环境,并持续得到南平市政府在资本金注入、资产划拨及财政补贴等方面对公司的大力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到南平市其他市属国有企业对公司资金占用较大、公司盈利能力弱、对外担保余额大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券分期偿还本金的保障能力强。本期债券设置了分期偿付条款,有助于降低公司集中偿付压力。

公司较为丰富的土地储备资源为公司的可持续发展奠定基础,同时伴随着南平市交通基础设施建设的持续推进,公司业务规模有望逐步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来,南平市经济平稳发展,财政实力有所增长;南平市货物周转量快速增长,公司发展面临良好的外部条件。
2. 公司作为南平市最大的交通基础设施投资建设主体,在资本金注入、资产划拨及财政补贴等方面持续获得南平市政府的支持。
3. 本期债券设置了分期偿付条款,有助于降低公司集中偿付压力;公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对分期偿还本金的保障能力强。

关注

1. 公司资产以存货、应收类款项和长期股权投资为主；南平市其他市属国有企业对公司资金占用规模大，公司存货周转速度和变现能力具有一定不确定性。
2. 公司控股、参股高速公路亏损，公司盈利能力弱，利润对政府补贴依赖大。
3. 公司对外担保余额大，存在一定的或有负债风险。
4. 募投项目收入预测较为乐观，未来收入实现具有一定的不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南平武夷集团有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年南平武夷集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

南平武夷集团有限公司（以下简称“公司”）原名南平武夷有限公司，根据《南平市人民政府关于印发南平市属国有企业重组改革方案的通知》，由南平市国有资产监督管理委员会（以下简称“南平市国资委”）于2014年11月出资设立，注册资本12.00亿元。2015年1月，南平武夷有限公司更名为现用名。截至2018年底，公司注册资本及实收资本均为12亿元。公司实际控制人为南平市国资委。

公司经营范围：交通建设(包括公路、有轨交通、航空、港口)；交通营运(包括公共交通、道路经营、物流、仓储、客货运输)以及相关的工程施工；房地产开发、代建；出租车经营。

2018年底，公司纳入合并范围一级子公司共11家。福建省南平市高速公路有限责任公司(以下简称“南平高速”)为公司核心子公司。公司本部内设投资运营部、工程管理部、总工程师办公室、财务部等6个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额275.35亿元；所有者权益114.72亿元（含少数股东权益4.28亿元）；2018年，公司实现营业收入13.72亿元，利润总额1.06亿元。

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：郭冠中。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2019年南平武夷集团有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模不超过5.30亿元，期限为7年，募集资金用于中国茶旅小镇（武夷山）项目一期

工程会展中心项目和补充流动资金。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第3—7年末，每年偿还债券本金的20%。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券募集资金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建设（以下简称“募投项目”），2.12亿元用于补充公司流动资金。

表1 本期债券募集资金使用情况(单位:亿元、%)

资金用途	权益投资总额	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
中国茶旅小镇(武夷山)项目一期工程会展中心项目	4.63	3.18	68.69
补充流动资金	--	2.12	--
合计	--	5.30	--

资料来源：公司提供

(1) 募投项目概况

中国茶旅小镇位于武夷山市城区西南文化创意产业园区内，是以“茶产业、文化、休闲、宜居”为一体的特色茶旅小镇。募投项目为中国茶旅小镇一期工程中的茶业会展中心及相关配套设施等。会展中心地块用地面积126101.28平方米，建筑面积118000平方米。

募投项目会展中心总投资90773.21万元，包括工程费用64689.26万元，工程建设其他费用12887.93万元，工程建设预备费用6206.17万元，建设期利息6989.85万元。

(2) 资金来源

募投项目总投资90773.21万元，其中项目资本金23265.17万元，占总投资的25.63%。募投项目由公司控股子公司武夷山茶旅小镇开发有限公司（公司持股51%）作为实施主体。

按照权益比例计算，公司对募投项目的出资额为46294.34万元，其中拟用债券募集资金3.18亿元。

(3) 项目审批情况

2018 年底，募投项目已获得相关主管部门的批复，具体批复文件如下：

表 2 募投项目批复情况

序号	发文机关	批文名称	批文文号
1	武夷山市发展和改革委员会	中国茶旅小镇（武夷山）一期工程会展中心项目备案表	闽发改备（2017）H03202 号
2	武夷山市环境保护局	武夷山市环保局关于中国茶旅小镇（武夷山）一期工程会展中心环境影响报告表审批意见	武环审（2017）19 号
3	武夷山市住房和城乡建设局	建设用地规划许可证	地字第 350782201800002 号
4	武夷山市国土资源局	建设用地批准书	武夷山市（2018）国用字第 002 号
5	武夷山市国土资源局	武夷山市建设用地用地预审意见书	武国土资规（2018）审 21 号

资料来源：公司提供

(4) 项目进度

募投项目建设工期预计为21个月，前期准备工作于2017年12月底完成，并于2018年3月正式开工建设。截至2019年5月底，募投项目已累计投资金额18810.37万元，已投资比例为20.72%。募投项目预计于2019年底完工，2020年进入运营期。

(5) 项目效益

社会效益

会展中心的建设，将进一步推进武夷山市茶产业的转型升级，同时会展业具有很强的带动效应，将进一步推动武夷山市的经济发展和人民生活水平的提高。

经济效益

募投项目收入主要包括会展收入、会议收入、商铺出售收入和停车场收入。根据天津市城市规划设计研究院出具的《中国茶旅小镇（武夷山）项目一期工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目预计在本期债券存续期内（2019—2026 年）实现营业收入12.80 亿元，包括会展收入 10.66 亿元、会议收入 1.13 亿元、商铺出售收入 0.96 亿元和停车场收入 0.05 亿元。

带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张

券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2

个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有

利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路投资建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部

分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%—66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2017年，中国高速公路实现通行费总收入4752.75亿元，同比增长13.67%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额8523.75亿元，同比增长6.51%；通行费收支缺口3771亿元，比上年减少50.66亿元，但收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，推出为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、

二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 区域经济环境

公司是南平市最大的交通基础设施投资主

体，承担着南平市境内高速公路投资建设任务，公司的发展与南平市经济发展关系密切。

南平市地处福建省北部，武夷山脉北段东南侧，位于闽、浙、赣三省交界处，是福建沿海连接中国内陆的交通走廊和海峡西岸经济区建设的重要组成部分。南平市是福建省辖区面积最大的地级市，面积2.63万平方公里，占福建省的五分之一，下辖二区三市五县，即延平区、建阳区、邵武市、武夷山市、建瓯市、顺昌县、浦城县、光泽县、松溪县、政和县。

根据《2016—2018年南平市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，南平市分实现地区生产总值1457.74亿元、1626.10亿元和1792.51亿元，按可比价格计算，比上年增长6.6%。其中，第一产业实现增加值291.05亿元，增长0.8%；第二产业实现增加值775.80亿元，增长8.3%（其中工业实现增加值573.74亿元，增长8.7%）；第三产业实现增加值725.66亿元，增长7.5%。人均地区生产总值66760元，比上年增长6.0%。三次产业结构由上年的20.2:43.0:36.8调整为16.2:43.3:40.5。三次产业对GDP增长的贡献率分别为2.1%、55.1%和42.8%，分别拉动GDP增长0.1、3.7和2.8个百分点。

固定资产投资方面，2018年南平市完成固定资产投资比上年增长10.1%。其中，项目投资增长9.0%。第一产业投资增长73.9%；第二产业投资增长23.3%（其中工业投资增长23.3%）；第三产业投资增长1.2%。基础设施投资下降12.3%；民间投资增长18.0%。

2016—2018年，南平市交通运输、仓储和邮政业分别实现增加值49.34亿元、64.37亿元和69.89亿元，比上年增长5.2%。公路通车里程1047公里，继续位居全省第一。全年货运量3744.58万吨，比上年下降3.9%；货物周转量（不含铁路、民航）132.48亿吨公里，增长6.0%；旅客运输量2619.25万人，下降0.7%；旅客周转量（不含铁路、民航）12.53亿人公里，增长4.2%。

2018年末全市汽车保有量26.59万辆，其中

载客汽车保有量21.52万辆，载货汽车保有量4.89万辆。全市轿车保有量13.87万辆。

财政收入方面，2016—2018年南平市一般公共预算总收入分别为119.26亿元、129.84亿元和144.14亿元；2018年南平市一般公共预算总收入比上年增长11.01%，其中地方一般公共预算收入94.52亿元（包含税收收入63.00亿元，占地方一般公共预算收入的66.66%）；政府性基金收入达到89.58亿元，增长64.02%。2018年底，南平市地方政务债务余额307.72亿元。

总体看，南平市经济平稳发展，基础设施投资有所下降，财政收入增速较快，但政府债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 股权关系

截至2018年底，公司注册及实收资本均为12.00亿元，南平市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模与竞争优势

公司是南平市最大的交通基础设施投资建设主体，公司核心子公司南平高速为南平市高速公路投资建设的主体，代表市政府参与高速公路的投资经营管理，参与项目公司的收益分配；同时，南平高速也承担南平市高速铁路融资功能。此外，公司本部负责武夷山新机场和武夷新区有轨电车的投资。

截至2018年底，公司控股、参股的已建成通车的高速公路共7条，控股高速公路为延顺高速，参股高速公路6条，分别为武邵高速（持股比例为32%）、宁武高速（持股比例为30%）、松建高速（持股比例为16.66%）、京台高速（持股比例为35%）、邵光高速（持股比例为49%）和联络线高速（持股比例为20.08%）。2019年1月，顺邵高速已通车。上述高速收费里程共693.07公里。

3. 人员素质

截至2018年底，公司共有高级管理人员5名。包括董事长兼总经理1名，副总经理1名，党委副书记1名，总工程师1名和总会计师1名。

公司董事长兼总经理郭冠中先生，1971年出生，本科学历，学士学位，历任建阳二中教师及团委书记、建阳市童游镇彭墩村下派党支部书记、建阳市漳墩镇党委宣传委员、建阳市广电局副局长、建阳市驻厦门招商办事处主任、建阳市潭城街道办事处主任、建阳市潭城街道党工委书记、南平武夷旅游投资开发有限公司董事长兼总经理、南平政和琅嬛旅游投资开发有限公司董事长。郭冠中先生现兼任南平高速董事长。

公司董事、总会计师黄荣琪女士，1968年出生，中共党员，本科，学士学位，高级会计师，历任闽北武夷信托投资公司计财部副经理、南平市投资担保中心计财部主任、南平投资集团有限公司财务审计部经理、南平工业园区开发建设有限公司副总经理和南平市大横绿色产业区开发建设有限公司副董事长。黄荣琪女士现兼任南平高速董事、总会计师。

截至2019年3月底，公司本部共有员工40名。大专及以上学历的占97.5%、大专以下学历的占2.5%；从员工年龄构成来看，30岁及以下的占12.5%、30—50岁的占65%，50岁以上的占22.5%。

总体看，公司高管人员管理经验丰富，员工文化素质能满足日常工作需要。

4. 外部支持

公司作为南平市最大的交通基础设施投资主体，承担了南平市高速公路、高速铁路、武夷山新机场和武夷新区有轨电车的投资。近年来，南平市政府在股权划拨、资金支持和政府补助方面对公司支持力度较大。

股权划拨

2015年5月，根据《南平市国资委关于同

意划拨南平市高速公路有限责任公司国有股权的批复》（南国资〔2015〕52号），南平市国资委将其持有的南平高速100%股权划拨给公司，公司将其纳入合并范围。

高速公路项目资本金由市本级和各县（市、区）共同承担。南平高速代表市本级和沿线各县（市、区）作为高速公路项目出资人。为确保高速公路建设资本金需求，顺利推进项目建设，根据南政综〔2007〕113号文和南政综〔2012〕57号文，南平市高速公路建设项目资本金由市本级和各区县政府共同承担47.97亿元出资。南平市政府根据南平市高速公路项目所需项目资本金总额，分摊县（市、区）所应承担的资本金。南平市及各县（市、区）政府根据承担资本金任务分批向公司注入资本金或土地资产。截至2018年6月底，各县（市、区）已足额交付高速公路项目资本金。公司存货中目前持有土地2982.45亩，入账价值41.79亿元，性质主要为商住用地。根据福建省高速公路建设总指挥部文件闽高路工〔2015〕209号、〔2015〕270号和〔2016〕155号，为保证延顺、顺邵、邵光和南平联络线工程资金需要，福建省高速公路建设总指挥部共拨付南平高速项目资本金15.70亿元。

南平市高速铁路项目资本金由沿线的各县（市、区）承担，南平高速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），委托南平高速申请银行借款，并承诺偿还本息。合福高速铁路、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共需南平高速代表市级出资20.34亿元，截至2019年3月底南平高速已出资20.29亿元，尚未到位资金0.05亿元。

2016—2018年，南平市武夷新区管理委员会累计向南平高速拨付绕城高速公路资本金3.41亿元。福建省高速公路有限责任公司代南平高速向顺邵高速出资1.78亿元。

资金支持

近年来，南平市武夷新区管理委员会每年

向公司拨付有轨电车项目资本金，2016—2017年公司每年收到0.50亿元，2018年公司收到0.30亿元，以上资金支持均反映在资本公积。

政府补助

2016年，公司获得财政补助（贴息）4.46亿元，公司将其计入“营业外收入”。2017—2018年，公司分别获得贴息补助和燃油资金补助等零星补贴3.78亿元和3.88亿元，公司将其计入“其他收益”。

整体看，近年来公司获得外部支持力度较大且稳定。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1035070200193309），截至2019年5月23日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码 G1035070200025710W），截至2019年5月23日，南平高速本部无未结清的不良信贷信息记录。近三年无已结清的不良信贷信息记录。但南平高速本部部分已结清贷款被列为关注类，主要系南平高速原为政府融资平台类企业（已于2011年退出），银行应南平市银监局要求将南平高速本部借款列为关注类。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司成立以来，建立了符合《公司法》及其他法律法规要求的规范化公司治理结构，并以《南平武夷集团有限公司公司章程》来严格规范公司治理，公司设有董事会、监事会和经理层，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。公司不设立股东会，由南平市国资委行使股东会职权。公司董事会由5名董事组成，设董事长1人，职工代表董事1人，董事会中的非职工董事由股东委派。董事会经南平市国资委授权，行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项。公司同时设立监事会，根据有关

法律、法规的规定，对公司的财务活动和董事、高级管理人员的经营行为进行监督，依法维护国有资产及其权益。监事会由 5 名监事组成，其中设 1 名监事会主席，由股东委派，职工代表监事 2 人，由公司职工代表大会选举产生。公司设经理 1 人。经理负责公司日常生产经营和管理工作，实施董事会决议，向董事会报告工作，对董事会负责。

组织结构方面，工程管理部主要负责对各项目公司工程项目的招投标、征地拆迁、工程质量、安全生产、设计变更、材料设备采购、资金拨付管理使用等与工程项目有关的重大问题进行检查；投资运营部主要负责公司预算和项目进度制订年度资金需求计划、投资计划、支出计划和年度调整计划，制订公司筹融资方案，配合市国土部门开展土地收储筹措项目资本金工作；财务部主要负责组织编制年度财务预算、决算和执行上级主管部门批复的年度财务预算。

2. 管理水平

内部管理制度方面，公司建立并完善了包括财务管理办法、人事管理和激励制度、内部审计制度、对外投融资流程、质量控制、安全控制等各项管理制度。

财务管理方面，由财务部在董事长、经理的领导下，负责公司货币资金的管理和监督工作。其中财务部主要负责日常收支管理和监督，投资部根据投资计划，合理预测未来资金需求，按年度、季度编制资金用款和筹措计划等。

项目资金管理方面，公司工程管理部负责审核外部单位提交的资金支付申请有关资料，拟定业主支付意见并负责经办公司内部审核、审批手续。公司财务部是公司工程资金支付的会计监督和资金支付办理部门。公司工程管理部分管领导协助总经理和董事长（或其授权人）对公司工程资金的支付进行业务审核和财务复核把关。董事长（或其授权人）负责批准公司工程资金支付。

安全生产方面，公司严格按照《安全生产法》《公路水运工程安全生产监督管理办法》等法律法规执行日常安全生产监管，建立安全管理五项制度，实行“五落实，一推广”工作。要求施工单位按照合同要求列支安全生产费用，并按工程规模 5000 万元配置一名专职安全员的原则进行安全生产人员配备，项目公司具体负责监督审核安全生产费用的投入使用，公司通过日常的定期和不定期检查，对要求的人员进行履约检查。

对外担保方面，为了规范公司的对外担保行为，有效控制公司对外担保风险，维护股东的合法权益，公司严格按照《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国担保法》等法律法规以及《公司章程》等制度的要求对担保事项实行统一管理。原则上不对集团以外单位提供担保，被担保单位已为公司提供担保情况下，经公司董事会批准，上报南平市国资委备案，可给予对方单位相同担保额度范围内的担保。公司为其他企业提供担保，应当采用反担保等必要措施防范风险，同时必须经董事会批准。董事会比照公司章程有关董事会投资权限的规定后，行使对外担保权；超过公司章程规定权限的，由董事会提出预案，并报股东批准。公司董事会在决定提供对外担保之前，将对该担保事项的利益和风险进行充分分析，从而掌握债务人的资信状况。

综合看，公司法人治理结构符合公司经营需要，内部管理制度健全，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是南平市最大的交通基础设施投资主体，公司核心子公司南平高速为南平市高速公路投资建设的主体，代表市政府参与高速公路的投资经营管理，参与项目公司的收益分配；同时，南平高速也承担南平市高速铁路融资功能。此外，公司本部负责武夷山新机场和武夷新区有轨电车的投资。

2016—2018 年，公司主营业务收入有所波动，分别实现 10.71 亿元、9.06 亿元和 12.57 亿元，主要受土地转让收入波动影响。工程结算收入、车辆通行费收入和其他收入也同比有所上升。从收入规模及构成看，土地转让业务和工程建造业务是公司营业收入的主要来源。公司土地转让计划主要根据自身资金需求和各区县城市规划制定，受土地市场调整和政策波动影响，2016—2018 年，公司土地转让业务收入规模有所波动，2018 年实现收入 4.03 亿元，占主营业务收入的 29.40%；同期，公司工程结算收入逐年上升，2018 年达到 4.59 亿元，占主营业务收入的 34.44%；通行费收入逐年上升，2018 年为 0.58 亿元，对主营业务收入贡献仍较小。目前公司运营的高速公路还处于培育期，未来随着路网日趋成熟，其收入规模或有所提升。2016—2018 年，公司房地产销售收入逐年下降，2018 年确认 0.77 亿元，主要系“高速·金

福花园”项目陆续销售所致。2016—2018 年，公司运输业务收入有所波动，2018 年达到 0.58 亿元，包括公司运营的南平市延平区及武夷新区公交客运。公司其他业务涵盖工程监理、检测、物业管理、信息技术咨询、矿泉水销售等多项零星业务。

毛利率方面，2016—2018 年公司主营业务毛利率逐年上升，三年分别为 18.75%、24.14% 和 31.02%，主要系毛利率较高的土地出让业务占比上升所致。公司通行费毛利率波动较大，其中 2017 年毛利率较高主要系公司控股的龙浦高速在 2017 年 12 月划出，公司确认了龙浦高速划出前的通行费收入，但未确认匹配的人工、养护等成本（此类成本通常在年底确认）所致。公司工程结算毛利率基本稳定，商品房销售业务毛利率逐年上升，主要系 2017 年以前按预估成本结转，2018 年按实际成本（比预估成本低）结转所致。

表 3 2016—2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地转让收入	3.60	33.62	25.61	1.91	21.09	46.00	4.03	29.40	40.94
工程结算收入	2.00	18.61	7.26	3.26	35.99	11.03	4.59	33.44	10.76
车辆通行费收入	0.22	2.08	-13.11	0.24	2.68	79.98	0.58	4.21	34.43
商品房销售收入	2.84	26.51	16.85	1.10	12.19	21.33	0.77	5.64	40.92
运输收入	0.65	6.04	-30.60	0.67	7.35	-37.49	0.58	4.61	-30.30
其他	1.41	13.14	49.38	1.88	20.70	40.98	2.02	16.07	36.14
合计	10.71	100.00	18.75	9.06	100.00	24.14	12.57	100.00	24.98

注：公司其他收入包括租赁收入、养护费收入、销售材料收入、监理费收入、检测费收入、物业管理费收入、停车位收入等零星收入，单项金额均较小

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 高速公路、铁路建设及运营

高速公路运营及建设

作为南平市最大的交通基础设施投资主体，公司主要负责南平市所有高速公路投资建设、运营管理业务。

截至 2018 年底，公司控股、参股的已建成通车的高速公路共 7 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

光高速及联络线高速。

2017 年 12 月，公司将持有的龙浦高速 100%股权无偿转让给南平武夷交通建设投资有限公司（南平市国资委全资子公司）。2017 年底，南平龙浦高速公路有限责任公司总资产 24.19 亿元，所有者权益 2.25 亿元；2017 年实现营业收入 2667 万元，利润总额-0.79 亿元。

随着延顺、京台高速车流量增长和联络线

高速在 2017 年通车，公司控股、参股高速公路通行费收入逐年增长，2018 年达到 8.57 亿元。2016—2018 年，公司确认通行费收入分别为 0.22 亿元、0.24 亿元和 0.58 亿元，2016—2017 年通行费收入全部来自龙浦高速¹，2018 年延顺高速从在建工程转入无形资产，成为公司通行费收入的主要来源。公司以投资额作价参股高速公路，未来通过分红获取投资收益。公司参股高速公路效益尚未完全释放，仍处于亏损期。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，路产效益或有所提高。

表4截至2018年底公司已建成高速公路情况
(单位：%、公里)

路产名称	通车时间	持股比例	收益模式	收费里程
武邵高速	2010.11	32.00	股权分红	91.72
宁武高速	2012.10	30.00	股权分红	203.03
松建高速	2012.12	16.66	股权分红	106.69
京台高速	2015.12	35.00	股权分红	62.69
延顺高速	2015.12	60.00	自主经营	47.35
邵光高速	2015.12	49.00	股权分红	66.22
联络线高速	2017.9	20.08	股权分红	46.07
合计	--	--	--	623.77

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公司

资料来源：公司提供

表5 近年公司控股、参股高速通行费收入情况
(单位：万元)

路产名称	2016 年	2017 年	2018 年
武邵高速	9176.00	10466.00	11759.43
宁武高速	22421.94	24399.16	26426.67
松建高速	11694.55	12506.52	12929.08
龙浦高速	2226.68	2667.00	--
京台高速	21079.83	16928.52	18632.51
延顺高速	5055.69	5759.00	5952.83
邵光高速	2575.00	6992.00	8224.21
联络线高速	--	2514.28	1822.71
合计	74229.69	82232.48	85747.44

资料来源：公司提供

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、土地储备出让收入、股权投资收益和银行贷款。

公司在建的参股高速公路为顺邵高速、控股高速公路为南平市武夷新区绕城高速公路。顺邵高速已于 2019 年 1 月通车，公司通过股权分红获取投资收益。顺邵高速计划投资 56.54 亿元，截至 2018 年底累计完成投资金额 55.64 亿元；公司计划资本金出资 8.49 亿元，已出资 7.64 亿元，尚需出资 0.85 亿元。武夷新区绕城高速由公司代建，建设期为三年。武夷新区绕城高速计划投资 17.07 亿元，截至 2018 年底累计完成投资金额 13.19 亿元，尚需投资 3.88 亿元。武沙高速或采用 PPP 模式建设，目前社会资本方及具体的建设计划尚未确定。

表6截至2018年底公司在建高速公路情况
(单位：亿元、%)

项目	投资总额	资本金比例	已累计完成投资	公司尚需投资	持股比例
顺邵高速	56.54	35	7.64	0.85	40
武夷新区绕城高速	17.07	35	13.19	3.88	100
武沙高速	108.46	30	0.20	--	--
合计	182.07	--	21.03	4.73	

资料来源：公司提供。

高速铁路融资

公司除负责南平市内高速公路投资建设任务外，还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高速铁路、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，上述项目在南平市的总里程占福建省的 26.7%，南平市总投资占福建省的 22.7%。除峰福铁路横南段电气化改造项目外，其余项目全部由公司统筹融资。上述高速铁路共需市级出

¹公司控股的延顺高速在 2015 年通车，试运营期间通行费不计入营业收入。

资20.34亿元，截至2019年3月底已到位资金20.29亿元，尚未到位资金0.05亿元，具体根据铁路建设进度支付。

截至2019年3月底，合福铁路、向莆铁路南平连接线和南三龙铁路已建成通车；衢宁铁路正在有序建设中，计划2020年通车。

总体看，公司控股高速通行费收入逐年增长，参股高速均处于亏损状态，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，路产效益或有所提高。公司在投高速公路、高速铁路项目顺利推进，未来投资规模不大；如综合考虑武沙高速项目未来资金需求，公司将面临一定资金压力。

(2) 土地经营

公司土地经营模式为：南平市各县（市、区）政府根据应承担的高速公路资本金任务分批向公司注入土地资产，公司根据自身资金需求以及各县（市、区）政府当地城市发展规划需要，由各县（市、区）土储中心与公司签订协议，支付土地转让资金后收储公司所持土地，该资金由各县（市、区）财政支付给公司。

公司土地转让收入系公司根据高速公路项目资金需求和各区县规划等综合协定，具有一定的波动性。2016—2018年，公司土地转让收入有所波动，2018年为4.03亿元。2016年，公司转让两宗位于建瓯区的土地和一宗位于顺昌县的土地，面积合计238.97亩，转让均价为150.70万元/亩。2017年，建阳区土地收购储备中心收储了潭国用（2009）第03269号和潭国用（2010高速）第010号2宗土地，面积合计113.65亩，同比有所下降。受南平市政府搬迁至建阳区影响，建阳区土地出让价格比建瓯市土地出让价格高，导致2017年公司土地转让业务毛利率有所提高。2018年，武夷山市和建阳区土地收购储备中心分别收储了武国用（2009）第2702号，潭国用（2009）第03270号、潭国用（2010高速）第013号土地和潭国用（2010高速）第014号土地。此外，公司将武国用（2009）第5189号土地转让给武夷山嘉恒房地产有限公司。公

司土地转让面积大幅增长至429.54亩，受武国用（2009）第5189号土地面积较大且均价较低影响，公司土地转让均价下降至93.30万元/亩。

表7 2016—2018年公司土地转让收入情况

项目	2016年	2017年	2018年
面积（亩）	238.97	113.65	429.54
地块性质	商住用地	商住用地	商住用地
均价（万元/亩）	150.70	168.06	93.30
土地转让收入（亿元）	3.60	1.91	4.03
地区	建瓯市 顺昌县	建阳区	建阳区、 武夷山市

资料来源：公司提供

南平市政府文件规定的各县（市、区）需要承担高速公路资本金为47.97亿元，截至2019年3月底已足额交付。公司存中目前持有土地2982.45亩，入账价值41.79亿元，性质主要为商住用地。未来该部分土地由公司自行开发或与其他企业合作开发，也可能部分转让。未来土地运作收益将是公司资金平衡的主要手段。

(3) 工程结算业务

公司工程结算业务由下属子公司南平高速建设有限公司（以下简称“高速建设公司”）负责。高速建设公司以公路桥梁建设施工为主营业务，具有公路工程 and 市政施工总承包一级资质。

公司工程项目主要是南平市内主要的道路、桥梁等市政工程。公司根据工程进度按照完工百分比法确认工程结算收入。2016—2018年，公司工程结算业务收入逐年上升，2018年达到4.59亿元。2018年，公司确认收入的项目有顺昌到邵武高速公路工程、武夷东站至公馆桥A3、A4合同段、政和过境县公路和其他零星工程等。2016—2018年，公司工程结算业务分别实现回款2.65亿元、3.67亿元和4.35亿元，回款情况较好。

截至2018年底，公司在手项目合同金额共计17.44亿元，公司已完工合同金额为8.81亿元，未来仍可获得一定规模工程结算收入。

(4) 房地产业务

公司房地产业务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“高速·金福花园”。该项目位于建瓯水西新城核心区，总投资 5.00 亿元，占地总面积 20859.50 平方米，总建筑面积 109397.22 平方米，可售住宅商品房共 702 套，于 2013 年开始销售，2016 年开始确认收入。2018 年公司确认收入 0.77 亿元，截至 2018 年底，“高速·金福花园”项目共销售住宅 699 套，销售面积 7.69 万平方米，销售合同金额 5.02 亿元，回笼销售款 4.99 亿元，该楼盘尾房仍在销售中。

2018 年 8 月底，公司与厦门益悦置业有限公司合作成立嘉恒房地产有限公司（以下简称“嘉恒公司”，公司持股 50%）对杜坝地块进行开发，嘉恒公司受让杜坝地块土地使用权（约 240 亩），项目总投资约 8.25 亿元，建设内容包括酒店、游客服务中心、度假别院等。目前公司已完成投资 0.61 亿元，展示区（售楼中心）建设已基本完成，大区（别墅、洋房等）建设正在有序推进。

(5) 运输业务

公司运输业务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。2018 年底，公司共拥有公交线路 35 条，年旅客运输量 5377.3 万人次。2016—2018 年，公司运输业务持续亏损，主要系运输业务公益性较强，公司公交客运票价定价较低导致。

3. 未来发展

公司作为南平市最大的交通基础设施投资建设主体，公司本部承担武夷山新机场、有轨电车的投资任务，南平高速承担着南平市高速公路的投资、建设和运营以及高速铁路的投资。

根据南平市“十三五”规划纲要，“十三五”期间，南平市将进一步完善“四纵三横二联”高速公路主骨架，建成武夷新区绕城等高速公路，开工建设武沙高速等项目。到 2020 年，全市高速公路累计里程突破 1100 公里，实现“乡镇半小时”上下高速公路。此外，在“十三五”期间，南平市将构建现代立体化交通体系，投资项目包括武夷山机场迁址、南平有轨电车等。

表8截至2019年3月底公司重大在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目	投资总额	已完成投资	未完成投资	建设期限
武夷山机场迁址建址	70000.00	4700.00	695300.00	8 年
中国茶旅小镇（武夷山）一期工程会展中心	90773.21	22800.00	67973.21	2 年
南平市延平湖三江六岸景观改造提升工程项目	67761.79	8400.00	59361.79	3 年
新城低碳科技园项目	49500.00	26700.00	22800.00	3 年
合计	908035.00	62600.00	845435.00	---

注：中国茶旅小镇（武夷山）一期工程会展中心由公司控股子公司武夷山茶旅小镇开发有限公司（公司持股 51%）作为实施主体。按照权益比例计算，公司对募投项目的出资额为 46294.34 万元，上表已完成投资代表工程进度

资料来源：公司提供

武夷山机场迁址项目总投资 70 亿元，建设期限 8 年，建设内容包括 34000 平方米航站楼（远期 52000 平方米）和一条跑道。公司正在编制项目预可行性研究报告。2018 年底，公司已投资 0.47 亿元。联合资信将持续关注该项目模式和收益实现情况。

武夷山有轨电车路线起于武夷山车站前大道，经将口、兴田、仙店、南源岭至武夷山景区南入口，基本走向沿 303 省道，线路全长约 26.19 千米，全线设车站 10 座，车辆段综合

基地 1 座。项目设计概算总额为 27.58 亿元（其中 30% 为项目资本金），该项目采用 PPP 模式建设，公司代表政府方出资，持有项目公司 25% 的股权。项目建设期限 4 年，项目收益来源为车票、车站物业出租、广告等收入，未来公司将通过项目公司分红实现资金平衡。

2018 年底，公司主要在建项目投资总额 90.80 亿元，已完成投资 6.26 亿元，尚需投资 84.54 亿元，由于武夷山机场迁址项目模式尚未确定，公司实际融资压力不大。

未来，南平市综合交通体系将继续完善，最终将在全局中发挥“南联北接”“东出西进”的大通道作用，形成以武夷新区为核心的域内一小时经济圈。届时，公司综合竞争力将进一步加强。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015—2017 年及 2018 年合并报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。

截至 2018 年底，公司纳入合并范围的一级

子公司 11 家。2017 年，龙浦高速划出对公司资产规模有一定影响。2016—2018 年，公司合并范围变更涉及的其他子公司资产、收入规模均较小，总体看公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 275.35 亿元；所有者权益 114.72 亿元（含少数股东权益 4.28 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 13.72 亿元，利润总额 1.06 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.19%。2018 年底，公司资产总额 275.35 亿元，流动资产占 34.90%，非流动资产占 65.10%，公司资产以非流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.00	12.75	20.51	7.65	14.12	5.13
其他应收款	9.13	3.88	22.45	8.66	31.51	11.44
存货	48.00	20.40	47.19	17.61	43.13	15.66
流动资产	90.77	38.59	94.82	35.44	96.09	34.90
可供出售金融资产	30.75	13.07	31.50	11.76	32.25	11.71
长期应收款	0.00	0.00	49.10	18.32	42.30	15.36
长期股权投资	40.83	17.36	41.36	15.44	43.62	15.84
在建工程	44.68	18.99	48.06	17.94	15.30	5.56
无形资产	24.76	10.52	0.37	0.14	40.65	14.76
非流动资产	144.48	61.41	172.99	64.56	179.26	65.10
资产	235.25	100.00	267.80	100.00	275.35	100.00

资料来源：公司审计报告

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 2.89%，主要系其他应收款增长所致。2018 年底，公司流动资产 96.09 亿元，主要由货币资金（占 14.70%）、其他应收款（占 32.79%）和存货（占 44.88%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 31.38%，主要系项目持续投入所致。2018 年底，公司货币资金 14.12 亿元，其中受限资金 2412.88 万元。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，

年均复合增长 85.79%。2018 年底，公司其他应收款 31.51 亿元，主要系与政府部门和各单位之前的往来款。公司其他应收款集中度较高，前五大欠款单位均为南平市国资委控制的企业或政府部门，其他应收款对公司资金形成较大占用。

表 10 2018 年底公司其他应收款余额前 5 名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	占比
南平龙浦高速公路有限责任公司	往来款	7.99	26.51
福建武夷瑞通投资有限公司	往来款	3.00	9.95

福建武邵高速公路发展有限公司	往来款	2.91	9.65
福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	往来款	2.27	7.52
南平市国土资源局武夷新区分局	购地款	1.92	6.38
合计	--	18.09	60.02

数据来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货逐年下降，年均复合下降5.21%，主要系土地转让所致。2018年底，公司存货为43.13亿元，主要包括41.79亿元库存商品（主要为土地使用权）和少量开发成本（高速·金福花园项目未结转成本）。根据公司与各地政府签订的协议，当地政府根据城市规划需要随时可以对这些土地使用权在支付土地转让资金后予以收回。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产逐年上升，年均复合增长11.39%。2018年底，公司非流动资产为179.26亿元，主要系长期应收款和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占17.99%）、长期应收款（占23.60%）、长期股权投资（占24.33%）和无形资产（占22.68%）构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产小幅增长。2018年底，公司可供出售金融资产32.25亿元，包括按成本计量的权益工具27.02亿元（其中对福建省铁路投资有限责任公司的股权投资20.29亿元）和按公允价值计量的权益工具（理财产品、上市公司股票等）5.23亿元。

公司长期应收款为公司本部及子公司南平高速对南平市金融控股有限公司（以下简称“南平金控”，南平市财政局全资子公司的借款，期限10年。2018年底，公司长期应收款42.30亿元，同比下降13.85%，系借款回收所致。

2016—2018年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长3.36%。2018年底，公司长期股权投资43.62亿元，主要为对南平宁武高速公路有限责任公司、福建邵光高速公路发展有限

公司、福建武邵高速公路发展有限公司等联营企业的投资。

2016—2018年，公司在建工程分别为44.68亿元、48.06亿元和15.30亿元，主要包括延顺高速公路建设施工项目、新城低碳科技园项目、绕城高速等项目，其余各项目金额相对较小。2018年底公司在建工程大幅下降68.17%，主要系延顺高速完工结转所致。

2016—2018年，公司无形资产分别为24.76亿元、0.37亿元和40.65亿元。2017年底无形资产大幅下降主要系龙浦高速在2017年无偿划出；2018年底无形资产大幅增加至40.65亿元，主要系公司确认延顺高速（2015年底通车，为经营性公路，收费期限25年）公路收费权（已抵押）。

2018年底，公司所有权受到限制的资产共50.44亿元，包括11.59亿元土地使用权、38.61亿元高速公路收费权和少量货币资金，占公司资产总额的18.32%。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主。应收类款项对资金占用明显。受土地市场和收储政策影响，公司存货周转速度和变现能力具有一定不确定性，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益基本稳定；2018年底，公司所有者权益114.72亿元，其中实收资本占10.46%、资本公积占81.15%、少数股东权益占3.73%。

公司资本公积主要为南平市国资委划入的南平高速股权。2016—2018年，公司资本公积年均复合增长1.77%，主要系南平市武夷新区管理委员会向公司拨付有轨电车和绕城高速资本金等。2017年，国家交通部拨付公司顺邵高速项目资本金0.50亿元，公司将其计入资本公积。2018年底，公司资本公积为93.09亿元。

2016—2018年，公司其他综合收益逐年下

降，年均复合下降 19.73%；2018 年底，公司其他综合收益为 3.08 亿元，主要为子公司南平实业集团有限公司以公允价值计量的可供出售金融资产（上市公司股票等）公允价值变动损益。

总体看，公司所有者权益以资本公积及实收资本为主，稳定性较好。

负债

2016—2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 14.71%，主要系流动负债增长所致。2018 年底，公司负债总额 160.63 亿元，流动负债占 23.46%，非流动负债占 76.54%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债分别为 34.89 亿元、33.95 亿元和 37.68 亿元。2018 年底，公司流动负债构成以短期借款（占 10.66%）、应付账款（占 7.20%）、预收款项（占 6.78%）、其他应付款（占 48.06%）和一年内到期的非流动负债（占 23.08%）为主。

2016—2018 年，公司短期借款持续增长，分别为 0.25 亿元、3.00 亿元和 4.02 亿元，全部为保证借款和信用借款。2016—2018 年，公司预收款项分别为 2.30 亿元、2.76 亿元和 2.56 亿元，主要为预收工程款。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 10.75%，主要系与政府部门和其他单位的往来款和押金及保证金。2017 年底，公司其他应付款大幅下降主要系公司偿还与南平市财政局的往来款所致。2018 年底，公司其他应付款 18.11 亿元，同比增长 12.73%，主要系新增对南平金控往来款所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，年均复合增长 16.26%；2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.70 亿元，以一年内到期的应付债券（“11 南平高速债”和“13 南平高速债”）和一年内到期的长期应付款为主。

2016—2018 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 18.74%，主要系长期应付款增长所致；2018 年底，公司非流动负债 122.95 亿元，

构成以长期借款（占 43.93%）、应付债券（占 21.04%）和长期应付款（占 33.68%）为主。

2016—2018 年，公司长期借款分别为 57.40 亿元、51.28 亿元和 54.02 亿元；2018 年底，公司长期借款主要以保证借款和信用借款为主。同期，公司应付债券分别为 23.83 亿元、23.82 亿元和 25.87 亿元；2018 年底，公司应付债券包括“13 南平高速债”“15 南平高速 MTN001”“15 南平高速 MTN002”“17 南平高速 MTN001”“17 南平高速 PPN001”和“18 南平高速 MTN001”。

2016—2018 年，公司长期应付款快速上升，年均复合增长 246.63%。2017 年底，公司长期应付款 44.70 亿元，其中 44.10 亿元为应付鑫桥联合融资租赁有限公司融资租赁款。此笔款项原为南平高速若干项工程（包括武沙高速）建设资金，因武沙高速目前建设方式尚未确定，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资信未达到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。该笔借款金额较大，联合资信将持续关注南平金控还本付息情况。2018 年底，公司长期应付款为 41.41 亿元，主要系一年内到期部分调整至一年内到期的非流动负债中核算所致。

表 11 2016—2018 年公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	6.68	11.95	12.71
长期债务	83.43	119.56	120.16
全部债务	90.11	131.52	132.87
资产负债率	51.89	58.03	58.34
长期债务资本化比率	42.44	51.61	51.16
全部债务资本化比率	44.33	53.99	53.67

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 21.43%。2018 年底，公司全部债务 132.87 亿元；其中短期债务占

9.57%，长期债务占90.43%，公司债务以长期债务为主。债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率均持续上升，2018年底上述三项指标分别为58.34%、53.67%和51.16%。

总体看，近年来，公司全部债务持续上升，债务结构以长期债务为主，债务结构符合行业特征，公司债务负担一般。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入有所波动，年均复合增长10.83%；2018年，公司营业收入13.72亿元。同期，公司营业成本年均复合增长4.06%，2018年为9.46亿元。2016—2018年，公司营业利润率逐年上升，2018年为29.34%。

2016—2018年，公司期间费用有所波动，年均复合增长6.12%，2018年为5.39亿元；公司期间费用主要为财务费用。同期，公司期间费用占营业收入比重有所波动，2018年为39.30%，期间费用对公司利润侵蚀明显。

受参股高速公路路网尚不成熟，参股企业亏损影响，公司投资收益逐年下降，2018年为-1.47亿元；其中权益法核算的长期股权投资（参股高速等）产生投资收益-2.18亿元，持有的可供出售金融资产（被投资企业南孚电池分红）产生投资收益0.61亿元。

2016—2018年，公司分别获得政府补助4.46亿元、3.78亿元和3.88亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”科目。

2016—2018年，公司利润总额有所波动，分别为1.02亿元、0.88亿元和1.06亿元，公司利润总额对政府补贴依赖大。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	11.17	9.89	13.72
营业利润	-3.43	0.90	1.07
政府补贴	4.46	3.78	3.88
利润总额	1.02	0.88	1.06
净利润	0.83	0.58	0.77

营业利润率	18.79	28.59	29.34
总资产收益率	2.52	1.79	2.18
净资产收益率	0.73	0.52	0.67

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

盈利指标方面，2016—2018年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2018年分别为2.18%和0.67%。

总体看，公司营业收入有所波动，期间费用对公司利润侵蚀较大，参股公路持续亏损，公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补贴依赖大。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营现金流入有所波动，分别为41.87亿元、101.17亿元和75.41亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金分别为10.84亿元和64.58亿元，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为公司与参股高速公路/高速铁路公司、各县（市、区）之间的往来款等。2016—2018年，公司现金收入分别为71.88%、122.01%和79.01%，整体收入实现质量一般。2016—2018年，公司经营活动现金流出有所波动，2018年达到67.06亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金5.70（工程项目支出）、支付其他与经营活动有关的现金59.32亿元（主要为往来款）。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为15.67亿元、2.06亿元和8.35亿元。

表 13 近年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	41.87	101.17	75.41
经营活动现金流出	26.20	99.11	67.06
经营活动现金流净额	15.67	2.06	8.35
投资活动现金流净额	-17.07	-14.74	-22.66
筹资活动现金流净额	-2.74	3.19	7.68
现金收入比	71.88	122.01	79.01

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入规模较小。公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金（对武夷新区绕城高速投资等）和投资支付的现金（购买理财以及对福建省铁路投资有限公司及福建南平有轨电车有限公司新增投资）为主。2016—2018 年，公司投资活动现金流量呈现净流出状态，分别为-17.07 亿元、-14.74 亿元和-22.66 亿元。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 30.39 亿元、19.25 亿元和 22.20 亿元。其中，吸收投资收到的现金分别为 2.47 亿元、2.23 亿元和 2.06 亿元，主要为收到绕城高速资本金等。收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到委贷所致。同期，公司筹资活动现金流出持续下降，2018 年为 14.53 亿元，以偿还债务、分配股利、利润或偿付利息收到的现金为主。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-2.74 亿元、3.19 亿元和 7.68 亿元。

总体看，近年来，公司经营现金流以往来款流入流出为主，经营活动净现金流波动较大，公司收现质量一般。公司投资活动现金持续净流出，公司对外筹资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率有所波动，速动比率逐年上升，2018 年底分别为 255.01%和 140.56%，保持在较高水平。2016—2018 年，公司经营现金流流动负债比分别为 44.91%、6.03%和 22.17%。2018 年底，公司现金类资产/短期债务为 1.18 倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2016—2018 年，公司 EBITDA 有所波动，分别为 5.73 亿元、5.19 亿元和 6.31 亿元；全部债务/EBITDA 比值有所波动，2018 年为 21.04 倍，2018 年 EBITDA 利息倍数为 1.28 倍。

截至 2018 年底，公司获得银行授信额度合计 85.79 亿元，已使用 61.37 亿元，尚未使用额度为 24.42 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 65.67 亿元，担保比率 57.25%。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；其他担保单位目前经营状况正常。整体看，公司担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表 14 截至 2018 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	性质
福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	3.06	国有企业
南平市照溪供水有限公司	0.10	国有企业
福建邵光高速公路发展有限责任公司	15.34	国有企业
福建顺邵高速公路发展有限公司	12.60	国有企业
南平联络线高速公路有限责任公司	26.46	国有企业
南平市土地收购储备中心	2.33	国有企业
南平武夷旅游投资开发有限公司	0.19	国有企业
邵武市城建国有资产运营有限公司	5.60	国有企业
合计	65.67	--

资料来源：公司提供

综合考虑到公司在南平市的重要地位、政府对公司的有力支持以及较大规模的土地储备，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018 年底，母公司资产总额 113.23 亿元，同比基本稳定，其中非流动资产 107.26 亿元，主要由长期股权投资构成。

2018 年底，公司母公司负债合计 9.63 亿元，同比有所增长。公司母公司股东权益合计 103.61 亿元，同比基本稳定，主要由资本公积构成。2018 年，母公司实现收入 106.07 万元，利润总额-0.31 亿元。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行规模不超过 5.30 亿元。以最大发行规模 5.30 亿元计算，分别相当于 2018 年底公司长期债务的 4.41%，全部债务的 3.99%。本期债券的发行对公司整体债务影响不大。

2018 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分别为 58.34%、53.67%和 51.16%。以 2018 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至 59.12%、54.64%和 52.24%，公司债务负担将小幅上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券拟发行规模的 7.90 倍、19.09 倍和 14.23 倍；公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行规模的 1.08 倍、0.98 倍和 1.19 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券的保障能力较强，EBITDA 对本期债券的保障能力一般。

考虑到本期债券自发行后第 3 年起，每年需偿还本金的 20%，即 1.06 亿元。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的 39.50 倍、95.45 倍和 71.15 倍；EBITDA 分别为分期偿还本金的 5.41 倍、4.90 倍和 5.96 倍。整体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券分期偿还本金的保障能力强。

3. 募投项目偿债能力分析

根据可研报告，募投项目收入主要包括会展收入、会议收入、商铺出售收入和停车场收入。募投项目预计在本期债券存续期内（2019—2026 年）实现营业收入 12.80 亿元，包括会展收入 10.66 亿元、会议收入 1.13 亿元、商铺出售收入 0.96 亿元和停车场收入 0.05 亿元，具体运营数据详见表 15。考虑到项目测算数据中的单价和市场实际情况存在一定偏差，同时，项目未来经营收入易受客流及交易量、商业出售和租赁市场波动等因素影响，项目未来收入存在一定不确定性。

表 15 存续内本期债券募投项目运营情况

	项目	合计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
会展收入	标准展位（个）	3000.00	--	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
	租金（元/天*展位）	--	--	1800.00	1800.00	1800.00	1980.00	1980.00	1980.00	2178.00
	平均使用天数（天）	--	--	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
	出租比例（%）	--	--	70.00	80.00	85.00	90.00	95.00	95.00	95.00
	会展收入（万元）	106587.9	--	11340.00	12960.00	13770.00	16038.00	16929.00	16929.00	18621.90
会议收入	可出租面积（平方米）	16530.00	--	16530.00	16530.00	16530.00	16530.00	16530.00	16530.00	16530.00
	使用天数	60.00	--	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
	租金（元/天*平方米）	--	--	18.00	18.00	18.00	18.90	18.90	18.90	19.85
	出租比例（%）	--	--	70.00	80.00	85.00	90.00	95.00	95.00	95.00
	会议收入（万元）	11313.74	--	1249.67	1428.19	1517.45	1687.05	1780.78	1780.78	1869.82
会展中心商铺出售	出售面积（平方米）	4800.00	--	2880.00	1920.00	--	--	--	--	--
	出售价格（万元/平方米）	2.00	--	2.00	2.00	--	--	--	--	--
	会展中心商铺出售收入	9600.00	--	5760.00	3840.00	--	--	--	--	--
停车费收入	车位数（个）	470.00	--	470.00	470.00	470.00	470.00	470.00	470.00	470.00
	出租价格（元/个.月）	200.00	--	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

出租比例 (%)	--	--	50.00	53.00	55.00	58.00	61.00	64.00	67.00
停车费收入 (万元)	459.20	--	56.40	59.22	62.18	65.29	68.55	71.98	75.58

资料来源：可研报告及公司提供资料整理

本期债券募集资金不超过 5.30 亿元，其中 3.18 亿元用于募投项目的建设，假设本期债券于 2019 年发行，发行利率为 7.00%。本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3—7 年末，等额偿还用于募投项目的债券本金的 20%即 0.64 亿元。在不考虑其他因素的情况下，本期债券存续期（2019—2026 年）内现金流入和税后净现金流量合计分别为 12.80 亿元和 9.15 亿元，为本期债券用于募投项目部分本息的 2.98 倍和 2.13 倍。2019 年，募投项目尚

在建设期末未能形成收入，公司需靠自身经营收入偿还当期所应付的利息；2020—2026 年，项目现金流入量对单年还本付息额的覆盖倍数介于 1.79—8.27 倍之间，税后净现金流对单年还本付息额的覆盖倍数介于 1.32—6.13 倍之间。整体看，募投项目运营期现金流入对本期债券募投项目使用金额的保障程度较好，建设期公司需依靠自身经营收入对本期债券募投项目使用金额利息进行保障。

表 16 本期债券募投项目存续期内现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	合计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
现金流入	127960.84	--	18406.07	18287.41	15349.63	17790.34	18778.33	18781.76	20567.30
营业收入	127960.84	--	18406.07	18287.41	15349.63	17790.34	18778.33	18781.76	20567.30
现金流出	53056.41	33518.09	2647.35	2708.37	2443.28	2719.27	2922.81	2959.54	3137.70
经营成本	12713.74	--	1665.69	1733.04	1624.63	1770.45	1921.30	1957.85	2040.78
税金及附加	6824.58	--	981.66	975.33	818.65	948.82	1001.51	1001.69	1096.92
所得税前净现金流量	108422.50	-33518.09	15758.72	15579.04	12906.35	15071.07	15855.52	15822.22	17429.60
所得税	16916.30	--	2106.06	2164.04	1613.47	2286.95	2630.06	2768.74	3346.98
所得税后净现金流量	91506.22	-33518.09	13652.66	13415.00	11292.88	12784.12	13225.46	13053.48	14082.62
偿还利息	11130.00	--	2226.00	2226.00	2226.00	1780.80	1335.60	890.40	445.20
偿还本金	31800.00	--	--	--	6360.00	6360.00	6360.00	6360.00	6360.00
偿还本息合计	42930.00	--	2226.00	2226.00	8586.00	8140.80	7695.60	7250.40	6805.20
现金流入对本息的覆盖倍数	2.98	--	8.27	8.22	1.79	2.19	2.44	2.59	3.02
净现金流对本息的覆盖倍数	2.13	--	6.13	6.03	1.32	1.57	1.72	1.80	2.07

资料来源：可研报告及公司提供资料整理

十、债权保护条款分析

根据公司与兴业银行股份有限公司南平分行（以下简称“兴业银行”）签署的《资金专户监管协议》，公司在兴业银行开立募集资金专用账户及偿债账户，分别用于本期债券发行的募集资金存储和使用以及向债券持有人支付本期债券本金和利息，由兴业银行全程监管。

公司应按照募集说明书中说明的用途使用债券募集资金，制定资金拨付计划。根据本期

债券的偿付计划，兴业银行应在本期债券的付息日或兑付日 7 个工作日之前，向公司发出书面划款通知。公司应在本期债券付息日或者兑付日 5 个工作日之前提取偿债资金并划入偿债资金账户。

受公司委托，兴业银行同时担任本期债券的债权代理人。当预计公司不能偿还债务时，债权代理人依法申请法定机关采取财产保全措施；当公司不能偿还债务时，应及时通知债券持有人，并受托在债券持有人大会决议授权范围内，参与公司的整顿、和解、重组或者破产

的法律程序；债权人应按照该协议和《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人大会，代表债券持有人及时与公司及其他有关主体沟通，督促债券持有人大会决议的具体落实。

十一、结论

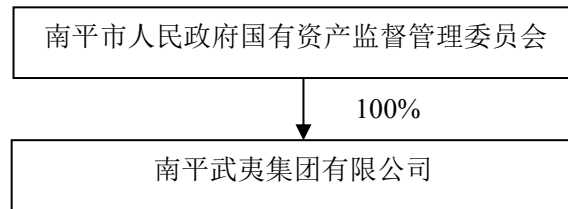
公司是南平市最大的交通基础设施投资主体。近年来南平市经济稳步发展，财政实力较强，货物周转量增速较快，公司未来发展面临良好的外部环境。南平市政府在资本金注入、资产划拨及财政补贴等方面对公司持续稳定支持。

近年来，公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主。应收类款项对资金占用明显。受土地市场和收储政策影响，公司存货周转速度和变现能力具有一定不确定性，公司整体资产质量一般。公司期间费用对公司利润侵蚀较大，参股高速公路公司亏损，公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补贴依赖大。公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。考虑到公司为南平市最大的交通基础设施投资主体，南平市政府对公司持续的支持进一步支撑公司整体偿债能力。

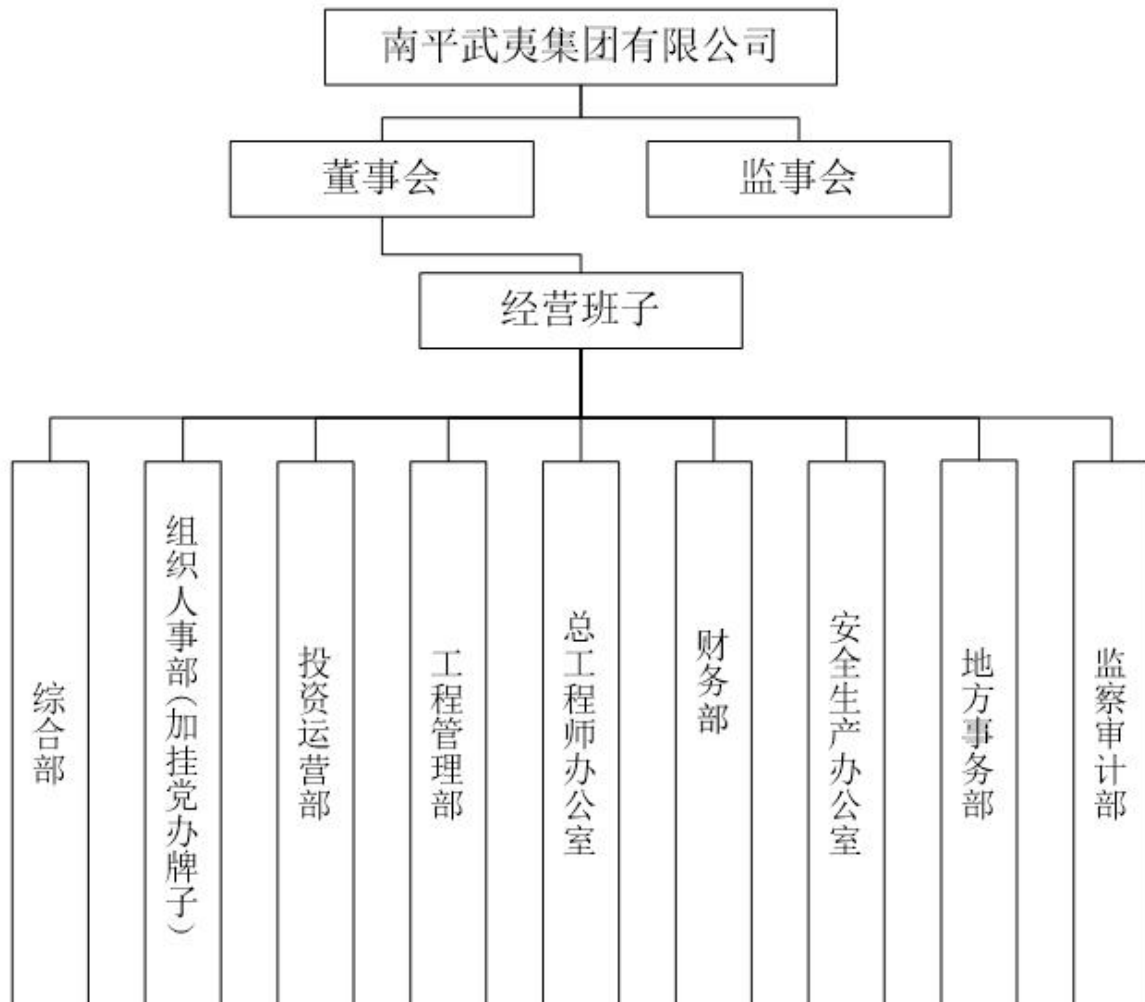
本期债券募投项目收入的实现具有一定的不确定性，本期债券分期还本条款的设置有利于减轻公司未来集中偿付压力，同时公司设置了偿债资金专户用以保障本息偿还，上述措施有利于提高本期债券偿付的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年底公司组织架构图



附件 2 2018 年底公司合并范围内一级子公司情况表

企业名称	注册资本 (万元)	经营范围	持股比例 (%)
福建南平市高速公路有限责任公司	75000	高速公路、桥梁、隧道等基础设施的建设投资、经营、管理、养护及技术咨询；高速铁路投融资、土地经营开发	100
南平公共交通有限公司	10000	市内公共汽车客运；出租汽车；客车、乘用车维修；设计、制作、发布、代理国内外广告业务；电动汽车充电换电服务；延平区内定制租赁包车	100
南平武夷信息技术有限公司	450	电子商务系统的技术开发、销售,网站的开发与建设维护;计算机软件开发、服务;计算机系统集成、数据处理、信息咨询、通讯服务;通过网络提供机票、汽车票、火车票、景点票、酒店、餐饮的咨询、代办;通过网络开展企业营销策划、企业形象策划,设计、制作、发布各类国内广告;网上及实体店铺批发、零售:日用百货、工艺美术品、珠宝首饰、电脑软硬件、机电产品、电子数码产品、文体用品、农产品、建材、环保设备、化妆品、婴幼儿用品、玩具、汽车保洁用品、预包装食品	100
南平武夷航空服务有限责任公司	550	旅游、商务包机业务;飞机租赁;航空客货销售代理;航空地面延伸运输服务	100
政和环城路建设管理有限责任公司	2000	交通公路建设开发、管理	65
南平三江六岸投资开发有限公司	1000	对景观市政改造工程、港口、航道、码头、停车场的投资、建设及经营管理;广告设计、制作、发布、代理;土地开发;房地产开发;物业管理	100
福建省南平市有轨电车有限公司	3000	有轨电车建设、运营、管理;项目投融资;综合开发经营。	100
武夷山茶旅小镇开发有限公司	50000	茶旅游特色小镇的投资开发,资产运营及相关物业管理,房地产投资开发,拍卖,茶叶交易市场建设、开发及经营(含网上经营);茶叶检测;会展服务;物流仓储配送的建设和运营;主题公园、休闲养生度假区的开发及经营;生态茶园观光及旅游项目开发;茶文化传播。	51
南平武夷集团九峰投资有限公司	5000	股权投资;对依法取得的经营性资产(含土地)进行经营、开发;对土地进行竞拍、置换整合;资产管理;企业管理策划、重组、并购;投融资等相关业务;企业重组兼并顾问及代理;企业和资产托管经营;自有房屋租赁;设施租赁	100
福建武夷山机场有限公司	10000	民用机场、空中交通管制通信导航及相关配套设施的建设与经营;旧机场用地的规划与开发利用;与机场经营相关的房地产开发和装修;停车场业务;航空配餐、食品加工、餐饮服务及其他航空运输辅助服务;航空客货运输代理服务;商业地产项目开发;物业管理;仓储(不含危险品);广告发布。	100
南平南福路开发建设有限公司	10000	公路及设施的投资、建设、经营、管理;户外广告的设计、制作、发布;广告位出租	99

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	30.00	20.54	15.07
资产总额(亿元)	235.25	267.80	275.35
所有者权益(亿元)	113.17	112.10	114.72
短期债务(亿元)	6.68	11.95	12.71
长期债务(亿元)	83.43	119.56	120.16
全部债务(亿元)	90.11	131.52	132.87
营业收入(亿元)	11.17	9.89	13.72
利润总额(亿元)	1.02	0.88	1.06
EBITDA(亿元)	5.73	5.19	6.31
经营性净现金流(亿元)	15.67	2.06	8.35
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.70	6.95	8.75
存货周转次数(次)	0.17	0.15	0.21
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.05
现金收入比(%)	71.88	122.01	79.01
营业利润率(%)	18.79	28.59	29.34
总资本收益率(%)	2.52	1.79	2.18
净资产收益率(%)	0.73	0.52	0.67
长期债务资本化比率(%)	42.44	51.61	51.16
全部债务资本化比率(%)	44.33	53.99	53.67
资产负债率(%)	51.89	58.03	58.34
流动比率(%)	260.20	276.87	255.01
速动比率(%)	122.61	139.07	140.56
经营现金流动负债比(%)	44.91	6.03	22.17
全部债务/EBITDA(倍)	15.71	25.33	21.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.99	0.97	1.28

注：本报告将公司长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算

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	营业利润 / 营业收入净额 × 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 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。

附件 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 2019 年南平武夷集团有限公司 公司债券信用评级报告的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

南平武夷集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

南平武夷集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对南平武夷集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，南平武夷集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南平武夷集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现南平武夷集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对南平武夷集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如南平武夷集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对南平武夷集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与南平武夷集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。