信用等级公告

联合〔2020〕1778 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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南平武夷集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 南平武夷债/19 武夷债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

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
http://www.lhratings.com

南平武夷集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
19 南平武夷债/19 武夷债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

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	5.30	2026/9/4

评级时间：2020 年 6 月 23 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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			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
政府支持				1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：张 依 郝一哲 徐羚晏
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”）是福建省南平市最大的交通基础设施投资建设主体。跟踪期内，南平市经济平稳发展，高速公路通车里程不断增加，货物周转量增速较快，公司发展的外部环境良好，并持续得到南平市政府在资金和财政补贴等方面的大力支持。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明显、公司利润对财政补贴依赖大、对外担保规模较大以及新冠肺炎疫情对高速公路运营业务带来冲击等因素对其信用水平带来的不利影响。

丰富的土地储备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。

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. 跟踪期内，南平市经济平稳发展，财政实力较强，高速公路通车里程不断增加，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，在资金注入和财政补贴方面持续获得政府的支持。
3. “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；公司经营活动现金流入量对债券余额的保障能力强，EBITDA 对分期偿还本金的覆盖程度高。

关注

1. 跟踪期内，公司资产以存货、应收类款项和长期股权投资为主；南平市政府部门和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. 跟踪期内，公司控股、参股高速公路亏损，利润对政府补贴依赖大。
3. 公司对外担保余额大，存在或有负债风险。
4. 新冠肺炎疫情在短期内对公司高速公路运营业务带来较大冲击。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	20.54	15.27	19.41
资产总额(亿元)	267.80	275.35	282.13
所有者权益(亿元)	112.10	114.72	116.00
短期债务(亿元)	12.27	13.46	13.03
长期债务(亿元)	121.32	121.35	133.84
全部债务(亿元)	133.58	134.81	146.87
营业收入(亿元)	9.89	13.72	10.68
利润总额(亿元)	0.88	1.06	0.53
EBITDA(亿元)	5.19	6.31	5.95
经营性净现金流(亿元)	2.06	8.35	0.62
营业利润率(%)	28.59	29.34	35.03
净资产收益率(%)	0.52	0.67	0.19
资产负债率(%)	58.14	58.34	58.88
全部债务资本化比率(%)	54.37	54.03	55.87
流动比率(%)	276.87	255.01	336.09
经营现金流动负债比(%)	6.03	22.17	2.09
全部债务/EBITDA(倍)	25.73	21.35	24.69
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.28	1.12
现金短期债务比(倍)	1.67	1.13	1.49
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	114.72	113.23	120.02
所有者权益(亿元)	103.62	103.61	103.34
全部债务(亿元)	5.00	7.02	14.22
营业收入(亿元)	0.13	0.01	0.01
利润总额(亿元)	0.24	-0.31	-0.28
资产负债率(%)	9.68	8.50	13.90
全部债务资本化比率(%)	4.60	6.34	12.10
流动比率(%)	67.04	129.17	358.99
经营现金流动负债比(%)	12.89	29.94	-158.55

注：本报告将公司长期应付款、其他应付款中有息债务纳入全部债务核算

主体评级历史：

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	2019.7.31	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） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：1.上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2.2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

南平武夷集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

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”）关于南平武夷集团有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营范围、股权结构、组织结构等方面未发生变化。截至2019年底，公司注册资本及实收资本均为12亿元，公司唯一股东及实际控制人为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”）。

截至2019年底，公司纳入合并范围子公司共12家，其中2019年新增1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。

截至 2019 年底，公司资产总额 282.13 亿元；所有者权益 116.00 亿元（含少数股东权益 4.34 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.68 亿元，利润总额 0.53 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：江训强。

三、存续期债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券“19南平武夷债/19武夷债”募集资金5.3亿元，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，自债券存续期的第三年起，分五年每年等额偿还债券发行总额的20%。

截至2019年底，公司已按照约定用途使用募集资金3.95亿元，募投项目已完成计划总投资的62.11%。截至跟踪评级报告出具日，“19南平武夷债/19武夷债”尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 南平武夷债/19 武夷债	5.3 亿元	2019/9/4	7 年	6.23%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6

城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长

-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时

国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。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。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，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设

施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓

解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市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。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面

进行较大规模投资。城投企业作为城市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。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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，跟踪期内，南平市经济平稳发展，基础设施投资有所下降，一般预算收入持续增长，但财政自给率较低，政府债务负担较重。

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《2019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1991.57亿元，按可比价格计算，比上年增长6.0%。其中，第一产业实现增加值315.43亿元，增长3.4%；第二产业实现增加值831.32亿元，增长5.8%；第三产业实现增加值844.82亿元，增长7.1%。人均地区生产总值74036元，比上年增长5.8%。三次产业结构由上年的16.2:43.3:40.5调整为15.9:41.7:42.4。2019年底，南平市常住人口269万人，其中城镇常住人口154.68万人，常住人口城镇化率为57.5%，比上年提高0.8个百分点。

固定资产投资方面，2019年，南平市完成固定资产投资（不含铁路）比上年增长0.1%。其中，项目投资下降2.2%。第一产业投资增长13.6%；第二产业投资增长7.2%（其中工业投资增长7.2%）；第三产业投资下降4.7%。基础设施投资下降25.6%，占固定资产投资的比重为23.1%；民间投资增长12.3%，占固定资产投资的比重为69.2%。

2019年，南平市交通运输、仓储和邮政业实现增加值70.50亿元，比上年增长10.3%。公路通车里程16027.25公里，其中高速公路通车里程为1045公里。全年货运量4261.17万吨，比上年增长13.8%；货物周转量（不含铁路、民航）144.26亿吨公里，增长8.9%；旅客运输量2704.35万人，比上年增长3.2%；旅客周转量（不含铁路、民航）12.96亿人公里，增长3.5%。

2019年底，南平市汽车保有量29.14万辆，其中载客汽车保有量23.83万辆，载货汽车保有量5.12万辆。全市轿车保有量15.43万辆。

财政收入方面，2019年，南平市一般公共预算收入达到149.10亿元，比上年增长1.0%，一般公共财政支出为314.60亿元，增长6.1%，财政自给率为47.39%。2019年底，南平市政府一般债务限额为207.30亿元，专项债务限额为185.94亿元，同期南平市政府一般债务余额为195.61亿元，专项债务余额为174.38亿元。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司持续在政府补助和资金注入方面获得政府的大力支持。

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投融资功能。此外，公司成立福建武夷山机场有限公司（以下简称“武夷山机场公司”），负责武夷山新机场的投资。

截至 2019 年底，公司控股、参股的已建成

通车的高速公路共 8 条，控股高速公路为延顺高速，参股高速公路 7 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%）、顺邵高速（持股比例 40%），里程共 690.33 公里。

跟踪期内，公司在政府补助和资金注入方面得到政府大力支持。2019年，公司获得政府补助4.14亿元，计入“其他收益”。2019年，武夷新区管委会、南平市政府及财政局向公司及子公司拨付资本金及项目建设资金共计0.17亿元，计入“资本公积”。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91350700315507797R），截至 2020 年 6 月 10 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（统一社会信用代码：913507007593731361），截至2020年6月10日，南平高速本部无不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

六、管理分析

跟踪期内，公司原董事长郭冠中先生因工作需要，不再任公司董事长、总经理及董事职务，南平市国资委下发任免通知，决定任命江训强先生担任公司董事长、董事并授权履行总经理职责。

江训强先生，男，1966 年 9 月生，中央党校研究生，中共党员，高级工程师。历任福建省顺昌县元坑林业站森保员、副站长、站长，顺昌县林委林业规划队队长，顺昌县大干镇科技副镇长，顺昌县仁寿镇党委副书记、镇长、党委书记，顺昌县埔上镇党委书记，顺昌县人大副主任，顺昌县政府副县长、县委党委、宣传部长、党组成员。

跟踪期内，上述高管人员变动为正常人事调动，对公司日常经营管理等方面不产生重大影响。除此之外，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。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，但收入规模有所下降，毛利率水平略有提升。

2019 年，公司实现主营业务收入 9.07 亿元，同比下降 27.84%，主要受土地出让收入及工程结算收入下降影响。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收入的主要来源，2019 年占比分别为 17.34%和 21.37%，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。2019 年，公司土地转让业务收入为 1.57 亿元，同比下降 61.04%；同期，受工程量和项目进度影响，公司工程结算收入为 1.94 亿元，同比下降 57.73%；随着所辖路产通行量的持续培育，公司通行费收入有所上升，2019 年为 0.77 亿元。2019 年，公司确认房地产销售收入 0.27 亿元，主要来自“高速•金福花园”项目。同期，公司运输业务收入为 0.59 亿元，较 2018 年小幅提升，收入来源于公司运营的南平市延平区公交客运。公司其他业务涵盖工程监理、检测、道路养护、物业管理、信息技术咨询、商品销售等多项业务，2019 年公司实现其他业务收入共计 3.93 亿元，其中商品贸易收入为 2.87 亿元，其余业务收入规模较小。

毛利率方面，2019 年公司主营业务毛利率为 25.28%，同比提升 0.30 个百分点，主要系土地出让业务毛利率大幅提升所致。同期，公司工程结算和高速公路毛利率均有所提升，分别为 19.38%和 41.18%，系受工程结算项目成本控制和养护支出费用波动影响。2019 年，商品房销售业务毛利率同比下降 7.97 个百分点至 32.95%，主要系“高速•金福花园”项目尾盘销售所致；同期，由于公交客运业务具有较强的公益属性，公司运输业务持续亏损，毛利率为

-60.53%。

表 4　2018—2019 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	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地转让收入	4.03	32.09	40.94	1.57	17.34	82.62
工程结算收入	4.59	36.49	10.76	1.94	21.37	19.38
车辆通行费收入	0.58	4.60	34.43	0.77	8.48	41.18
商品房销售收入	0.77	6.16	40.92	0.27	3.00	32.95
运输收入	0.58	4.58	-30.30	0.59	6.49	-60.53
其他	2.02	16.07	36.14	3.93	43.32	14.45
合计	**12.57**	**100.00**	**24.98**	**9.07**	**100.00**	**25.28**

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、物业管理费收入等零星收入
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

跟踪期内，公司控股高速通行费收入持续增长，参股高速均处于亏损状态，2020 年新冠肺炎疫情对高速公路运营业务产生较大冲击。公司在投高速公路、高速铁路项目有序推进，未来投资规模不大。

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 2019 年底，公司控股、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，其中顺邵高速为 2019 年新通车项目。

随着延顺高速、顺邵高速陆续建成通车、路网逐步完善、通行量持续培育，公司控股、参股高速公路通行费收入持续增长，2019 年达到 10.71 亿元，同比增长 24.89%。其中，控股高速公路方面，公司对延顺高速持股 60%，该路产系 2015 年底建成通车，2017 年底自在建工程转入无形资产并开始确认收入，2019 年完成通行费收入 0.79 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，目前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，路产效益或将提高。

表5　截至2019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	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	2017.9	20.08	股权分红	46.07	经营性
顺邵高速	2019.1	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公司
资料来源：公司提供

表6　公司控股、参股高速通行费收入情况

（单位：万元）

路产名称	2018 年	2019 年	2020 年一季度
武邵高速	11759.43	12562.75	1522.36
宁武高速	26426.67	28555.17	2976.68
松建高速	12929.08	13452.07	1169.57
京台高速	18632.51	18226.00	1422.49

延顺高速	5952.83	7913.22	866.33
邵光高速	8224.21	10381.95	1236.22
联络线高速	7893.92	8864.32	2746.78
顺邵高速	--	7133.42	923.6
合计	**91818.65**	**107088.90**	**12864.03**

资料来源：公司提供

2020 年一季度，受到新冠肺炎疫情影响，自 2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日，全国免收高速公路通行费，公司控股和参股高速公路实现通行费收入 1.29 亿元，相当于 2019 年全年水平的 12.01%，该突发事件在短期内对公司高速公路运营业务形成较大冲击。

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、土地储备出让收入和银行贷款等。

在建项目方面，武夷新区绕城高速公路由公司代建，建设期为三年。武夷新区绕城高速计划投资 17.07 亿元，资本金比例为 35%，工程已完工但尚未确权，仍体现在“在建工程”中。公司无其他在建、拟建项目，未来投资压力较小。

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，其余项目的市级资本金由公司代为出资。上述高速铁路共需市级出资20.34亿元，截至2020年3月底已全部到位，具体根据铁路建设进度支付。

截至2020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9月通车。

（2）土地经营

土地转让业务为公司基础设施建设资金平衡的主要方式，但易受市场行情及政策影响，收入实现具有一定波动性。

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。2019年，公司土地转让收入为1.57亿元，较上年大幅下降，当年转让3宗地块，均位于建阳区，面积共计76.04亩，转让均价为206.72万元/亩，地块性质为商住用地。由于南平市政府搬迁至建阳区，该区土地出让价格涨幅较大，且2019年公司转让的地块位置优越、均价较高，公司土地转让业务毛利率大幅提升至82.62%。

表7　2018—2019年公司土地转让收入情况

项目	2018 年	2019 年
面积（亩）	429.54	76.04
地块性质	商住用地	商住用地
均价（万元/亩）	93.30	206.72
土地转让收入(亿元)	4.03	1.57
地区	建阳区、武夷山市	建阳区

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，均已足额交付。截至2019年底，公司存货中持有土地2906.41亩，入账价值41.52亿元，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，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

跟踪期内，公司工程施工业务收入受工程完工量影响有所下降，整体回款情况良好，考虑在手项目规模，未来公司仍可获得相关收入。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，具有公路工程和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。2019 年，公司工程结算业务收入为 1.94 亿元，当年收入主要来源于联络线高速公路赤门互通连接线公路工程、佛子山（外屯）游客服务中心、政和环城路纵七线、政和环城路横一线等项目，收入规模较上年大幅下降，主要是顺邵高速、303 快速通道通车、过境线等大型施工项目逐步完工，而新建项目处于建设初期所致。2018—2019 年，公司工程结算业务分别实现回款 4.35 亿元和 3 亿元，回款情况较好。

截至 2019 年底，公司在手项目合同金额共计 24.55 亿元，公司已完工合同金额为 11.81 亿元，未来仍可获得一定规模工程结算收入。

（4）房地产业务

跟踪期内，公司房地产开发业务收入主要来自于存量项目尾盘销售，规模较小，未来随着合作开发项目完工，公司有望获得一定投资收益。

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。2019 年，公司确认收入 0.27 亿元，为“高速·金福花园”尾盘销售收入，截至 2019 年底，“高速·金福花园”项目共销售住宅 700 套，销售面积 7.70 万平方米，销售合同金额 5.02 亿元，回笼销售款 5.02 亿元。

2018 年 8 月底，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（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 10 亿元，建设内容包括酒店、游客服务中心、度假别院等，截至 2019 年底，公司已完成投资 4.22 亿元，目前公司对嘉恒公司未并表，待项目进入运营期后，公司将并表实现相关收入。

（5）运输业务

公司运输业务具有较强的公益性，呈现持续亏损状态。

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。2019 年底，公司共拥有公交线路 37 条，年旅客运输量 5562.4 万人次。2019 年，公司运输业务亏损扩大，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。

（6）商品销售业务

公司商品销售业务增长性较好，但毛利率水平较低，对利润贡献较小。

公司商品销售业务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，截至 2020 年 3 月底，高速物流公司注册资本为 5000.00 万元（实缴 3500 万元）。高速物流公司主要负责公司建设参与投资项目所需水泥、钢筋等建筑材料的供应，同时还参与钢材、成品油等商品的经销贸易。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，以成本加成一定毛利的价格销售给下游客户。该业务处于起步阶段，收入增长较快，2019 年为 2.87 亿元，同比增加 1.79 亿元，但毛利率水平较低，为 1.27%。

3. 未来发展

公司在建项目规模较大，但部分项目为合资模式，且武夷山机场项目建设模式未定，未来投资压力尚可。

表8 截至2020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
武夷山机场迁建场址	700000.00	5107.7	694892.3	8 年
中国茶旅小镇（武夷山）一期工程会展中心	90773.21	61088.65	29684.56	2 年
南福路快速通道 PPP 一期项目	213796.67	20686.32	193110.35	3 年
新城低碳科技园项目	49500.00	34600.00	14900	3 年
合计	**1054069.88**	**121482.67**	**932587.21**	--

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

公司通过子公司武夷山机场公司承担武夷山新机场的投资任务。武夷山机场迁址项目总投资 70 亿元，建设期限 8 年，建设内容包括航站楼和一条跑道等。公司正在编制项目预可行性研究报告。2019 年底，公司已投资 0.51 亿元。联合资信将持续关注该项目模式和收益实现情况。

截至 2019 年底，公司主要在建项目投资总额 105.41 亿元，已完成投资 12.15 亿元，尚需投资 93.26 亿元，但部分项目为合资项目，且武夷山机场建设模式未定，公司实际融资压力尚可。

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 2019 年合并报表，中审亚太会计师事务所（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。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 12 家。2019 年，公司新设 1 家子公司南平市管廊投资开发有限公司。总体看，公司合并范围变动不大，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 282.13 亿元；所有者权益 116.00 亿元（含少数股东权益 4.34 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.68 亿元，利润总额 0.53 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以高速公路投资、存货、应收类款项为主；南平市政府部门及国有企业对公司资金占用明显，受土地市场和收储政策影响，公司土地变现能力存在不确定性。

2019 年底，公司资产总额 282.13 亿元，较 2018 年底增长 2.46%；其中流动资产占 35.58%，非流动资产占 64.42%，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	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.12	5.13	19.39	6.87
其他应收款	31.51	11.44	33.84	12.00
存货	43.13	15.66	42.72	15.14
流动资产	**96.09**	**34.90**	**100.39**	**35.58**
可供出售金融资产	32.25	11.71	33.36	11.82
长期应收款	42.30	15.36	34.27	12.15
长期股权投资	43.62	15.84	41.20	14.60

在建工程	15.30	5.56	27.65	9.80
无形资产	40.65	14.76	39.86	14.13
非流动资产	**179.26**	**65.10**	**181.74**	**64.42**
资产	**275.35**	**100.00**	**282.13**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

2019 年底，公司流动资产 100.39 亿元，较 2018 年底增长 4.48%，主要由货币资金（占 19.32%）、其他应收款（占 33.71%）和存货（占 42.56%）构成。

2019 年底，公司货币资金 19.39 亿元，较上年底增长 37.30%，主要来自融资流入；公司其他应收款 33.84 亿元，较上年底增长 7.40%，主要为公司与政府部门和各单位之间的往来款，前五大单位欠款占 60.02%，包括应收南平龙浦高速公路有限责任公司 8.68 亿元、福建武邵高速公路发展有限公司 3.71 亿元等，对公司资金形成较大占用，公司对其他应收款计提坏账准备 0.13 亿元；公司存货 42.72 亿元，较上年底变化不大，主要包括土地使用权 41.52 亿元[1]和少量开发产品（高速·金福花园项目未结转成本），公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产为 181.74 亿元，较上年底增长 1.38%，主要由可供出售金融资产（占 18.35%）、长期应收款（占 18.85%）、长期股权投资（占 22.67%）、在建工程（占 15.21%）和无形资产（占 21.93%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 33.36 亿元，包括按成本计量的权益工具 27.42 亿元（其中对福建省铁路投资有限责任公司的股权投资 20.34 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）5.94 亿元，当年被投资单位现金分红 0.6 亿元；公司长期应收款 34.27 亿元，为公司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，较上年底下降 19.00%，系借款回收所致。

2019 年底，公司长期股权投资 41.20 亿元，较上年底下降 5.53%，系收回部分投资及确认投资损失所致，主要为公司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；公司在建工程为 27.65 亿元，较上年底增长 80.74%，主要系绕城高速公路等项目持续投入所致；无形资产较上年底变化不大，为 39.86 亿元，主要包括土地使用权 1.46 亿元、公路收费权 38.36 亿元等。

2019 年底，公司所有权受到限制的资产共 50.46 亿元，包括货币资金 0.53 亿元、土地使用权 11.57 亿元、高速公路收费权 38.36 亿元，占公司资产总额的 17.89%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司债务规模持续上升，债务结构合理，债务负担一般。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 116.00 亿元，较上年底增长 1.11%，其中实收资本占 10.34%、资本公积占 80.40%、少数股东权益占 3.74%。

2019 年底，公司资本公积为 93.27 亿元，较上年底增加 0.17 亿元，系南平市各级政府单位向公司及子公司拨付的资本金，公司资本公积主要为南平市国资委划入的南平高速股权。

2019 年底，公司其他综合收益为 3.61 亿元，较上年底增长 17.23%，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。

负债

2019 年底，公司负债总额 166.13 亿元，

[1] 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。

其中流动负债占 17.98%，非流动负债占 82.02%，公司负债以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 29.87 亿元，较上年底下降 20.73%，构成以其他应付款（占 39.03%）和一年内到期的非流动负债（占 32.47%）为主。

2019 年底，公司其他应付款为 11.66 亿元，较上年底下降 35.63%，系公司与政府部门和其他单位的往来款有所减少，公司其他应付款中有息借款为 1.19 亿元，本报告已纳入全部债务核算；公司一年内到期的非流动负债 9.70 亿元，较上年底增长 11.55%，含即将到期的长期借款 3.40 亿元、应付债券 3.00 亿元、长期应付款 3.30 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 136.26 亿元，较上年底增长 10.83%，构成以长期借款（占 39.98%）、应付债券（占 30.18%）和长期应付款（占 28.47%）为主。2019 年底，公司长期借款为 54.48 亿元，较上年底变动不大，主要以质押借款和信用借款为主。同期，公司应付债券为 41.13 亿元，较上年底增长 58.99%，主要系公司当年发行 5.30 亿元“19 南平武夷债/19 武夷债”和 8.00 亿元“19 南平 01”所致。

2019 年底，公司长期应付款 37.37 亿元，较上年底下降 7.21%，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 40.05 亿元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资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。2020 年初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”）[2]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。

表 10　2018—2019 年公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	13.46	13.03
长期债务	121.35	133.84
全部债务	134.81	146.87
资产负债率	58.34	58.88
长期债务资本化比率	51.40	53.57
全部债务资本化比率	54.03	55.87

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

有息债务方面，2019年底，公司全部债务为146.87亿元，较上年底增长8.94%，其中短期债务占9.18%，占比较上年下降0.8个百分点，长期债务占90.82%，公司债务以长期债务为主。债务指标方面，2019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上升，上述三项指标分别为58.88%、55.87%和53.57%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用对公司利润侵蚀较大，参股公路持续亏损，利润总额对政府补贴依赖大。

2019 年，公司营业收入 10.68 亿元，同比下降 22.15%。同期，公司营业成本同比下降 28.01%，公司营业利润率提升 5.69 个百分点至 35.03%。

2019 年，公司期间费用主要为财务费用，为 5.53 亿元，同比变动不大；受到营业收入下降影响，期间费用率同比增加 12.44 个百分点至 51.74%，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，公司投资收益持续为负，2019 年为 -1.76 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-2.65 亿元，持有

[2] 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 63.43%股权的认缴出资额（实际出资为 634.3 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。

的可供出售金融资产产生投资收益 0.73 亿元。

2019 年，公司获得政府补助 4.14 亿元，体现在“其他收益”科目。同期，公司利润总额为 0.53 亿元，同比下降 50.35%，公司利润总额对政府补贴依赖大。

表 11　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	13.72	10.68
营业利润	1.07	0.55
政府补贴	3.88	4.14
利润总额	1.06	0.53
净利润	0.77	0.22
营业利润率	29.34	35.03
总资本收益率	2.16	1.85
净资产收益率	0.67	0.19

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 1.85%和 0.19%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营性现金流受往来款影响较大，整体规模同比明显下降，公司收现质量一般。随着高速公路逐步建成通车，公司投资活动净流出规模大幅减小；由于偿债资金需求上升，公司对外筹资力度有所加大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入同比下降 61.08%至 29.35 亿元，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 66.78%至 21.45 亿元。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.90 亿元，现金收入比同比略有下降至 73.98%，整体收入实现质量一般。2019 年，公司经营活动现金流出大幅下降至 28.73 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 5.37 亿元（工程项目支出）、支付其他与经营活动有关的现金 21.60 亿元（主要为往来款）。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降至 0.62 亿元。

表 12　近年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	75.41	29.35
经营活动现金流出	67.06	28.73
经营活动现金流净额	8.35	0.62
投资活动现金流净额	-22.66	-9.09
筹资活动现金流净额	7.68	13.44
现金收入比	79.01	73.98

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

2019 年，公司投资活动现金流入规模较小，为 2.85 亿元，主要为收回投资收到的现金 1.96 亿元（赎回理财产品）。公司投资活动现金流出为 11.93 亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产等支付的现金（高速项目投资等）10.23 亿元。2019 年，公司投资活动现金净流出规模同比明显下降，为 9.09 亿元。

2019 年，公司筹资活动现金流入 43.87 亿元，以取得借款和发行债券收到的现金为主，分别为 17.68 亿元和 18.19 亿元，此外收到其他与筹资活动有关的现金 7.32 亿元。同期，公司筹资活动现金流出 30.43 亿元，以偿还债务本息为主。2019 年，公司筹资活动现金流量净额同比增长 74.99%至 13.44 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力指标较弱，考虑到公司在南平市的重要地位、政府对公司持续的支持以及持有较大规模的土地储备，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 336.09%和 193.07%，同比分别增加 81.08 个和 52.51 个百分点，保持在较高水平。同期，公司经营现金流动负债比为 2.09%，同比下降 20.08 个百分点。2019 年底，公司现金类资产/短期债务为 1.49 倍，较 2018 年有所提升。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 同比下降至 5.95 亿元；全部债务/EBITDA 比值上升至 24.69 倍，同期，公司 EBITDA 利息倍数下降至 1.12 倍。

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度合计 87.58 亿元，尚未使用额度为 16.26 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 71.19 亿元，担保比率 61.36%。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 13　截至 2019 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	3.62
福建邵光高速公路发展有限责任公司	15.20
福建顺邵高速公路发展有限公司	13.60
南平联络线高速公路有限责任公司	26.93
南平市建阳区公共交通有限公司	0.05
武夷新区投资开发有限公司	7.49
南平武夷交通建设投资开发有限公司	0.10
邵武市城建国有资产运营有限公司	4.20
合计	**71.19**

资料来源：公司提供

7.母公司财务分析

公司资产和收入主要体现在下辖高速公路项目公司，母公司资产主要体现为政府资本金投入和对外股权投资，负债水平很低，基本无收入。

2019 年底，母公司资产总额 120.02 亿元，较上年底增长 5.99%，其中流动资产 12.40 亿元，非流动资产 107.62 亿元，主要由长期股权投资 107.42 亿元构成。

2019 年底，母公司负债合计 16.68 亿元，较上年底有所增长。母公司股东权益合计 103.34 亿元，较上年底基本稳定，主要由资本公积 92.05 亿元构成，母公司资产负债率为 13.90%。2019 年，母公司实现收入 0.01 亿元，利润总额-0.28 亿元，较去年变动不大。

九、存续期内债券偿债能力

“19 南平武夷债/19 武夷债”债券余额 5.30 亿元，从债券存续期第三年起分五年每年偿还本金的 20%，即 1.06 亿元。

根据可研报告，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，为募投项目所用资金 3.18 亿元的 4.03 倍。考虑到募投项目尚未完工，项目测算收入所依据的单价和市场实际情况存在一定偏差，未来经营收入易受市场行情影响存在一定不确定性，由此所产生的偿债缺口需要公司以自有资金补足。

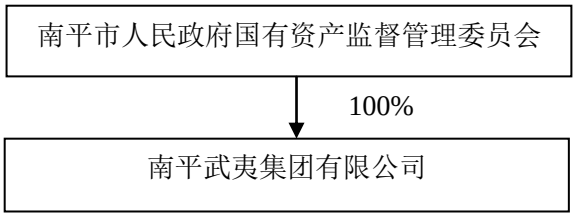
2019 年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 29.35 亿元和 0.62 亿元，分别为“19 南平武夷债/19 武夷债”债券余额的 5.54 倍和 0.12 倍，分别为单年偿付本金的 27.69 倍和 0.58 倍。2019 年，公司 EBITDA 为 5.95 亿元，为“19 南平武夷债/19 武夷债”债券余额的 1.12 倍，为单年偿付本金的 5.61 倍。

总体上，公司经营活动现金流入量对债券余额的覆盖程度高，EBITDA 对分期偿还本金的覆盖程度高，分期偿付条款的设置有效地降低了公司的集中偿付压力。

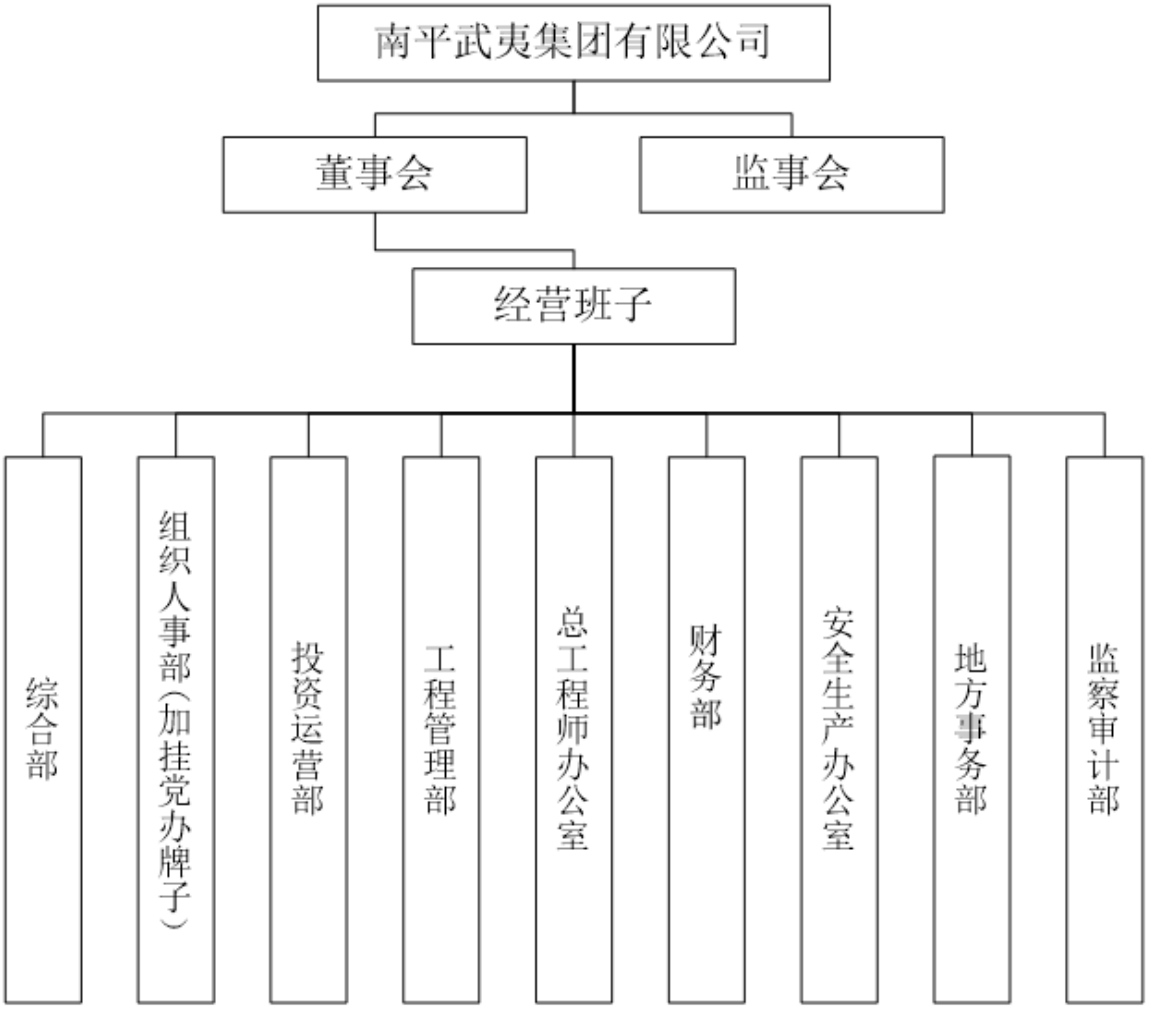
十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2　截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况表

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
南平市管廊投资开发有限公司	3000	综合管廊市政道路投资、建设	100

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.54	15.27	19.41
资产总额(亿元)	267.80	275.35	282.13
所有者权益(亿元)	112.10	114.72	116.00
短期债务(亿元)	12.27	13.46	13.03
长期债务(亿元)	121.32	121.35	133.84
全部债务(亿元)	133.58	134.81	146.87
营业收入(亿元)	9.89	13.72	10.68
利润总额(亿元)	0.88	1.06	0.53
EBITDA(亿元)	5.19	6.31	5.95
经营性净现金流(亿元)	2.06	8.35	0.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.95	8.75	6.08
存货周转次数(次)	0.15	0.21	0.16
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.04
现金收入比(%)	122.01	79.01	73.98
营业利润率(%)	28.59	29.34	35.03
总资本收益率(%)	1.77	2.16	1.85
净资产收益率(%)	0.52	0.67	0.19
长期债务资本化比率(%)	51.97	51.40	53.57
全部债务资本化比率(%)	54.37	54.03	55.87
资产负债率(%)	58.14	58.34	58.88
流动比率(%)	276.87	255.01	336.09
速动比率(%)	139.07	140.56	193.07
经营现金流动负债比(%)	6.03	22.17	2.09
全部债务/EBITDA(倍)	25.73	21.35	24.69
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.28	1.12
现金短期债务比(倍)	1.67	1.13	1.49

注：本报告将公司长期应付款、其他应付款中有息债务纳入全部债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.50	0.15	3.16
资产总额(亿元)	114.72	113.23	120.02
所有者权益(亿元)	103.62	103.61	103.34
短期债务(亿元)	0.00	2.02	1.00
长期债务(亿元)	5.00	5.00	13.22
全部债务(亿元)	5.00	7.02	14.22
营业收入(亿元)	0.13	0.01	0.01
利润总额(亿元)	0.24	-0.31	-0.28
EBITDA(亿元)	0.24	-0.30	-0.28
经营性净现金流(亿元)	0.79	1.38	-5.48
财务指标			
销售债权周转次数(次)	/	7.66	7.61
存货周转次数(次)	/	/	/
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	106.00	80.13	28.15
营业利润率(%)	99.41	-214.61	99.84
总资本收益率(%)	0.22	-0.28	-0.24
净资产收益率(%)	0.23	-0.30	-0.27
长期债务资本化比率(%)	4.60	4.60	11.34
全部债务资本化比率(%)	4.60	6.34	12.10
资产负债率(%)	9.68	8.50	13.90
流动比率(%)	67.04	129.17	358.99
速动比率(%)	67.04	129.17	358.99
经营现金流动负债比(%)	12.89	29.94	-158.55
全部债务/EBITDA(倍)	20.71	-23.13	-51.65
EBITDA 利息倍数(倍)	/	-0.99	-0.73
现金短期债务比(倍)	/	0.07	3.16

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%
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/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