

信用等级公告

联合〔2020〕1774号

联合资信评估有限公司通过对福建省南平市高速公路有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持福建省南平市高速公路有限责任公司主体长期信用等级为AA，“17南平高速MTN001”“18南平高速MTN001”和“19南平高速MTN001”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



福建省南平市高速公路有限责任公司

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
17 南平高速 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 南平高速 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 南平高速 MTN001	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
17 南平高速 MTN001	4 亿元	4 亿元	2022/1/19
18 南平高速 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/1/24
19 南平高速 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/1/25

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	3	
			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	4	
			现金流量	3	
		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 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

福建省南平市高速公路有限责任公司（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。跟踪期内，南平市经济平稳发展，财政实力较强，公司发展环境良好，并持续得到南平市政府在财政补贴和资金注入等方面的支持。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，公司对外担保规模较大以及新冠肺炎疫情对高速公路运营产生冲击等因素给其信用水平带来的不利影响。

随着南平市交通基础设施建设的不断推进，公司业务规模有望逐步扩大。较为充足的土地储备为公司业务持续发展提供支持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 南平高速 MTN001”“18 南平高速 MTN001”和“19 南平高速 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，南平市经济平稳发展，财政实力较强；南平市货物周转量快速增长，公司发展面临良好的外部环境。
- 公司是南平市最大的交通基础设施投资建设主体，在财政补贴和资金注入方面持续获得南平市政府的大力支持。

关注

- 公司资产以存货、应收类款项和长期股权投资为主，资产流动性较弱；公司应收类款项主要为与南平市其他市属国有企业的往来款，对公司资金占用较大。

分析师：张依 郝一哲 徐聆晏

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

2. 公司利润对政府补贴依赖较大。
3. 公司对外担保比率高，存在或有负债风险。
4. 新冠肺炎疫情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	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.00	13.35	13.68	14.26
资产总额(亿元)	253.21	266.24	264.57	263.21
所有者权益(亿元)	109.65	112.36	113.98	115.44
短期债务(亿元)	13.97	12.55	12.50	4.80
长期债务(亿元)	111.60	113.62	115.09	105.68
全部债务(亿元)	125.57	126.18	127.59	110.48
营业收入(亿元)	9.45	13.62	12.07	2.03
利润总额(亿元)	0.94	1.52	1.34	0.16
EBITDA(亿元)	4.73	6.15	5.92	--
经营性净现金流(亿元)	0.60	5.87	5.20	21.34
现金收入比(%)	118.43	82.83	61.63	109.65
营业利润率(%)	31.42	32.52	36.69	16.81
净资产收益率(%)	0.59	1.10	0.91	--
资产负债率(%)	56.69	57.80	56.92	56.14
全部债务资本化比率(%)	53.38	52.90	52.82	48.90
流动比率(%)	299.00	244.68	282.82	241.14
速动比率(%)	145.15	134.56	157.91	136.17
经营现金流动负债比(%)	1.96	14.98	15.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.86	1.34	1.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.57	20.51	21.57	--
现金短期债务比(倍)	1.29	1.06	1.09	2.97

公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	204.39	209.58	201.54	199.99
所有者权益(亿元)	97.02	99.75	100.55	100.84
全部债务(亿元)	97.79	92.78	88.79	71.46
营业收入(亿元)	2.51	5.45	3.04	0.33
利润总额(亿元)	-0.50	1.30	0.75	0.29
资产负债率(%)	52.53	52.40	50.11	49.58
全部债务资本化比率(%)	50.20	48.19	46.89	41.47
流动比率(%)	324.25	272.91	360.48	254.70
经营现金流动负债比(%)	-0.45	4.72	12.23	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分已纳入至长期债务核算；3.其他应付款中有息债务已纳入短期债务核算

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
17 南平高速 MTN001	AA	AA	稳定	2019.7.26	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
18 南平高速 MTN001							
19 南平高速 MTN001							
19 南平高速 MTN001	AA	AA	稳定	2018.10.19	张依、任黛云	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016 年)	阅读全文
18 南平高速 MTN001	AA	AA	稳定	2017.7.11	孙宏辰、郝一哲	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015 年)	阅读全文
17 南平高速 MTN001	AA	AA	稳定	2016.12.19	孙宏辰、陈茜	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015 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福建省南平市高速公路有限责任公司（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。

福建省南平市高速公路有限责任公司

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关于福建省南平市高速公路有限责任公司（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定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 7.50 亿元，南平武夷集团有限公司（以下简称“武夷集团”）持有公司 100% 股权，公司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，公司资产总额 264.57 亿元；所有者权益 113.98 亿元（含少数股东权益 3.09 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 12.07 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 263.21 亿元；所有者权益 115.44 亿元（含少数股东权益 3.03 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.03 亿元，利润总额 0.16 亿元。

公司注册地址：福建省南平市闽江路 3 号交通大厦西侧一层；法定代表人：江训强。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券共 3 只，债券余额合计 14 亿元。详见表 1。跟踪期内，公司已按期足额支付了“17 南平高速 MTN001”“18 南平高速 MTN001”和“19 南平高速 MTN001”的当期利息。

“17 南平高速 MTN001”于 2017 年 1 月发行，募集资金 4 亿元，期限 5 年，按年付息，

到期一次性还本。“18 南平高速 MTN001”于 2018 年 1 月发行，募集资金 5 亿元，期限 5 年，附有存续期第三年末投资者回售选择权。“19 南平高速 MTN001”于 2019 年 1 月发行，募集资金 5 亿元，期限 5 年，附设第三年末投资者回售选择权。

上述存续债券的募集资金用于偿还公司到期债务、补充营运资金和高速项目资金，截至 2020 年 3 月底，募集资金已全部计划使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	余额	票面利率	起息日
17 南平高速 MTN001	4	5.20	2017/1/19
18 南平高速 MTN001	5	6.95	2018/1/24
19 南平高速 MTN001	5	4.80	2019/1/25
合计	14	--	--

资料来源：公开资料

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（PPPIRM）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期内快速恢复；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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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

资料来源：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，公司的发展与南平市经济发展关系密切。跟踪期内，南平市经济平稳发展，基础设施投资有所下降，一般公共预算收入持续增长，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2018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%，一般公共预算支出为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。

六、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。

经南平市政府授权，公司作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，负责落实市本级项目资本金，参与项目公司的收益分配；同时，也承担南平市高速铁路融资功能。

截至2020年3月底，公司已建成通车的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%）、联络线高速（持股比例为20.08%）和顺邵高速（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3.47亿元政府补助，计入“其他收益”。2019年及2020年一季度，武夷新区管委会、南平市人民政府和财政局对公司拨付项目建设资金和资本金分别为0.16亿元和0.12亿元，公司将其计入“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：913507007593731361），截至2020年6月10日，公司本部无不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司原法定代表人、董事长郭冠中先生因工作需要，不再任公司法定代表人、董事长及董事职务。南平市国资委下发任免通知，决定江训强先生担任公司法定代表人、董事长、董事职务。

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，顺昌县人民政府副县长、县委常委、宣传部长、党组成员。

跟踪期内，由于部分董事退休及调离，公司董事由郭冠中、陈元水、黄肃、何传时、陈道华、黄荣琪、黄晓青共7人，变更为江训强、陈元水、陈道华、黄荣琪、暨杨春共5人，公司章程已做相应修订备案。

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，公司的法人治理结构、管理体制、内部管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入构成未发生变化，收入规模和毛利率水平略有下降。

2019年，公司实现主营业务收入10.32亿元，同比下降16.74%，主要受土地转让收入及工程结算收入下降影响。其中，土地转让业务和工程建造业务是公司主营业务收入的主要来源，占比分别为15.22%和36.74%，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较大。2019年，公司实现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，公司工程结算收入同比下降24.14%至3.79亿元；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。公司其他业务涵盖工程监理、检测、物业管理、信息技术咨询、商品销售等，2019年公司实现其他业务

收入共计 3.92 亿元，其中商品贸易收入为 2.87 亿元，其余收入规模较小。

毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为 27.22%，同比下降 0.27 个百分点。2019 年，公司出让地块位置优越，出让均价较高，毛利率大幅上升至 82.62%；同期，公司工程结算和高速公路毛利率均有所提升，分别为 14.30% 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。公司其他业务受毛利率较低的商品销售收入占比提升影响，2019 年该板块毛利率较上年下降 15.63 个百分点至 14.37%。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 1.70 亿元，以工程结算收入和其他收入为主。综合毛利率仅为 2.01%。

表 4 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			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地转让收入	4.03	32.52	40.94	1.57	15.22	82.62	--	--	--
工程结算收入	5.00	40.33	10.34	3.79	36.74	14.30	0.79	46.33	1.90
车辆通行费收入	0.58	4.66	34.43	0.77	7.44	41.18	0.08	4.94	-119.88
商品房销售收入	0.77	6.24	40.92	0.27	2.64	32.95	--	--	--
其他收入	2.02	16.25	36.00	3.92	37.95	14.37	0.83	48.73	14.47
合计	12.40	100.00	27.49	10.32	100.00	27.22	1.70	100.00	2.01

注：其他收入包括工程监理、检测、物业管理、信息技术咨询、商品销售等多项零星收入；尾差系四舍五入所致

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

公司为南平市最大交通基础设施投资主体，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 2020 年 3 月底，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。

跟踪期内，公司控股、参股高速公路通行费收入有所增长，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 2020 年 3 月底公司已建成高速公路情况（单位：%、万元）

名称	通车时间	路产性质	持股比例	收益模式	2018 年通行费收入	2019 年通行费收入	2020 年一季度通行费收入
武邵高速	2010.11	经营性	32.00	股权分红	11759.43	12562.75	1522.36
宁武高速	2012.10	政府还贷	30.00	股权分红	26426.67	28555.17	2976.68
松建高速	2012.12	政府还贷	16.66	股权分红	12929.08	13452.07	1169.57

京台高速	2015.12	政府还贷	35.00	股权分红	18632.51	18226.00	1422.49
延顺高速	2015.12	经营性	60.00	自主经营	5952.83	7913.22	866.33
邵光高速	2015.12	经营性	49.00	股权分红	8224.21	10381.95	1236.22
联络线高速	2017.9	经营性	20.08	股权分红	7893.92	8864.32	2746.78
顺邵高速	2019.1	经营性	40.00	股权分红	--	7133.42	923.6
合计	--	--	--	--	91818.65	107088.90	12864.03

注：上表中通行费收入为含税收入

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。武夷新区绕城高速公路计划投资 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。

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投融资任务。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。总里程占福建省的 26.7%，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 月底已全部出资到位，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；或者公司将土地使用权委托当地土储中心挂牌出让，获得的土地出让金由南平市财政扣除相关税费后返还给公司。

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%。2020 年 1—3 月，公司未实现土地转让收入。

表 6 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，目前已足额交付。公司存货中包括土地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。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

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 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。项目资金由业主单位拨付，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，公司共确认工程结算收入3.79亿元，取得回款3.00亿元，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，公司已完工待结算合同金额为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（以下简称“南平高速开发”）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，当期确认收入主要来自之前年度预售，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，南平高速开发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2020年3月底，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）其他

公司主营业务中其他业务收入主要包括租赁收入、物业管理收入、监理收入等业务收入。2019年，公司主营业务中其他业务实现收入3.92亿元，其中以商品销售收入为主，商品销售主要是建材贸易，2019年实现相关收入2.87亿元。2020年1—3月，公司实现其他业务收入0.83亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年度财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见。公司2020年一季度财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司有纳入合并范围的二级子公司9家。2019年，公司合并范围未发生变动，2020年一季度公司合并范围减少一家子公司南平武沙高速公路有限责任公司（以

下简称“武沙高速公司”，根据市政府安排，公司所持有的武沙高速公司的 100% 股权的认缴出资（实际出资为 1000 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，武沙高速公司暂未开展相关建设，对公司实际影响较小），总体上，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 264.57 亿元；所有者权益 113.98 亿元（含少数股东权益 3.09 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 12.07 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 263.21

亿元；所有者权益 115.44 亿元（含少数股东权益 3.03 亿元）；2020 年 1—3 月公司实现营业收入 2.03 亿元，利润总额 0.16 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模受款项回收并支付往来款影响略有下降，应收类款项对资金占用明显，受土地市场和收储政策影响，公司资产的变现能力存在不确定性。

2019 年底，公司资产总额 264.57 亿元，较上年下降 0.63%。其中，公司流动资产占 36.55%，非流动资产占 63.45%，流动资产占比略有上升，公司资产仍以非流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	95.82	35.99	96.71	36.55	97.69	37.12
货币资金	12.20	4.58	13.66	5.16	14.26	5.42
其他应收款	33.56	12.61	36.51	13.80	36.74	13.96
存货	43.13	16.20	42.71	16.14	42.53	16.16
非流动资产	170.41	64.01	167.86	63.45	165.51	62.88
可供出售金融资产	32.09	12.05	33.20	12.55	32.69	12.42
长期应收款	42.30	15.89	34.27	12.95	33.11	12.58
长期股权投资	41.55	15.61	39.17	14.81	39.76	15.11
在建工程	11.31	4.25	18.63	7.04	17.57	6.68
无形资产	39.77	14.94	39.00	14.74	38.83	14.75
资产合计	266.24	100.00	264.57	100.00	263.21	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2019 年底，公司流动资产 96.71 亿元，较上年增长 0.93%，主要由货币资金（占 14.12%）、其他应收款（占 37.75%）、存货（占 44.17%）构成。

2019 年底，公司货币资金 13.66 亿元，较上年增长 11.98%，其中使用受限的保证金资金 0.53 亿元；公司其他应收款 36.51 亿元，较上年上升 8.79%，主要系公司与政府及国有企业的往来款增加所致。应收前五大欠款单位

款项占比为 56.19%，集中度较高，对公司资金形成较大占用。

表 8 截至 2019 年底公司其他应收款余额前 5 名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
南平龙浦高速公路有限责任公司	8.68	25.46
福建武邵高速公路发展有限公司	3.71	10.89
福建武夷高新技术园区开发建设 有限公司	2.35	6.88
福建武夷瑞通投资有限公司	2.26	6.63
南平市兆荣房地产有限公司	2.16	6.34

合计	19.17	56.19
----	-------	-------

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2019年底，公司存货为42.71亿元，较上年下降0.95%。公司存货主要包括41.52亿元库存商品（土地使用权）和少量开发产品（高速金福花园项目），公司未计提跌价准备。

非流动资产

2019年底，公司非流动资产为167.86亿元，较上年下降1.50%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占19.78%）、长期应收款（占20.41%）、长期股权投资（占23.34%）、在建工程（11.10%）和无形资产（占23.23%）构成。

2019年底，公司可供出售金融资产33.20亿元，较上年增长3.46%，系公司新增对福建永晶科技股份有限公司等三家公司的投资及追加对福建省铁路投资有限责任公司的投资。其中按成本计量的可供出售金融资产为27.26亿元，主要为持有的福建省铁路投资有限责任公司等公司的股权，其余为按公允价值计量的对上市公司及银行理财的投资；公司长期应收款34.27亿元，较上年下降19.00%，系南平市金融控股有限公司（南平市国有企业，以下简称“南平金控”）借款回收所致。

2019年底，公司长期股权投资39.17亿元，较上年下降5.72%，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，当年在权益法下确认投资损失2.62亿元；公司在建工程18.63亿元，较上年增长64.72%，主要系公司对绕城高速公路等项目持续投入所致；公司无形资产为39.00亿元，主要构成为公路收费权，较上年下降1.93%，系采矿权0.53亿元转入在建工程科目所致。

2019年底，公司所有权受到限制的资产共49.68亿元，受限比率为18.78%，包括高速公路收费权38.36亿元、土地使用权10.79亿元和

0.53亿元货币资金。

2020年3月底，公司资产合计263.21亿元，较2019年底下降0.52%，其中流动资产占37.12%，非流动资产占62.88%；资产结构与2019年底基本一致。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司负债总额略有下降，债务结构以长期债务为主，债务结构合理，整体债务负担一般。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益113.98亿元，较上年底略有增长，其中实收资本占6.58%、资本公积占78.67%、未分配利润占7.64%。

公司的资本公积主要源于南平各县市土地资产的注入、南平市政府和福建省高速公路指挥部拨入用于公司设立和组建各参股或控股的高速公路路段建设公司及其子公司的注册资金等。2019年底，公司资本公积89.67亿元，较上年增长0.18%。

2019年底，公司其他综合收益为3.61亿元，较上年增长17.23%，主要系可供出售金融资产公允价值变动损益。

2020年3月底，公司所有者权益115.44亿元，较2019年底增长1.28%，主要来自资本公积和未分配利润的增加。

负债

2019年底，公司负债总额150.59亿元，较上年下降2.14%。其中，流动负债占22.71%，非流动负债占77.29%，公司非流动负债占比有所上升。

2019年底，公司流动负债34.20亿元，较上年下降12.68%，主要系其他应付款和预收款项减少所致。

2019年底，公司短期借款2.00亿元，全部为保证借款，保证人为武夷集团；公司预收账款0.65亿元，较上年下降83.27%，由预收工程款构成。

2019年底，公司其他应付款17.81亿元，

较上年底下降 14.22%，其中公司对武夷集团和南平市财政局的应付款项分别为 8.58 亿元和 1.54 亿元；公司一年内到期的非流动负债 9.31 亿元，较上年底增长 8.05%，包括即将到期的银行借款 3.16 亿元、应付债券 3.00 亿元和长期应付款 3.15 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 116.39 亿元，较上年底增长 1.46%；其中，公司长期借款 50.29 亿元，较上年底增长 5.41%；公司应付债券 27.90 亿元，较上年底增长 7.87%，系新增 5 亿元“19 南平高速 MTN001”。

2019 年底，公司长期应付款 36.97 亿元，较上年底下降 7.85%，系应付鑫桥联合融资租赁有限公司融资租赁款。此笔款项原为公司若干项工程（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，公司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，利率为 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。跟踪期内公司对武沙高速公司的股权已转让，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2020年3月底，公司负债合计147.77亿元，较2019年底下降1.87%。流动负债和非流动负债分别占27.41%和72.59%，非流动负债占比有所下降。其中，受到期债务偿还影响，一年内到期的非流动负债及应付债券分别下降至3.60亿元和16.92亿元；而其他应付款增长至31.83亿元，主要系公司与武夷集团的往来款增加至23.76亿元。

表 9 近年公司债务负担情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	12.55	12.50	4.80
长期债务	113.62	115.09	105.68
全部债务	126.18	127.59	110.48
资产负债率	57.80	56.92	56.14

长期债务资本化比率	50.28	50.24	47.79
全部债务资本化比率	52.90	52.82	48.90

资料来源：公司审计报告和财务报表

有息债务方面，2019年底，公司全部债务为127.59亿元，较上年底变动不大。公司短期债务占9.80%，长期债务占91.20%，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、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为56.92%、52.82%和50.24%，较上年底均略有下降。

2020年3月底，公司全部债务合计110.48亿元，较2019年底下降13.41%。其中短期债务占全部债务比例下降至4.34%；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为56.14%、48.90%和47.79%，随着到期债券的偿还，债务指标较2019年底均有所下降。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所下降，期间费用对公司利润侵蚀较大，受参股公路亏损影响，公司投资收益持续为负，利润对政府补贴依赖大。

2019 年，公司实现营业收入 12.07 亿元，同比下降 11.37%；同期，公司营业成本为 7.52 亿元，同比下降 16.38%。2019 年，公司营业利润率为 36.69%，同比上升 4.17 个百分点。

2019 年，公司期间费用为 4.75 亿元，同比下降 2.06%，主要系财务费用有所减少。同期，公司期间费用占营业收入比重上升至 39.39%，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，2019 年公司投资收益为-1.77 亿元。

2019 年，公司其他收益 3.47 亿元，为政府补助。2019 年，公司利润总额为 1.34 亿元，政府补助是公司利润总额的主要来源。

表 10 近年公司盈利情况（单位：万元，%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	136153.16	120666.41

其他收益	35000.00	34721.20
利润总额	15217.67	13402.79
净利润	12308.08	10316.10
营业利润率	32.52	36.69
总资本收益率	2.32	2.13
净资产收益率	1.10	0.91

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分别为2.13%和0.91%,同比均有所下降。

2020年1—3月,公司实现营业收入2.03亿元,营业利润率为16.81%,利润总额为0.16亿元。

5. 现金流

跟踪期内,公司经营性现金流以往来款流入流出为主,收入实现质量有所下降,投资活动现金净流出规模减少,2020年债务偿付资金来源于公司与武夷集团的往来款流入。

从经营活动来看,2019年,公司经营活动现金流入量为33.51亿元,受往来款流入减少影响同比下降54.35%。同期,公司销售商品、提供劳务收到的现金为7.44亿元;收到其他与经营活动有关的现金为26.07亿元(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),同比下降58.03%。2019年,公司现金收入比达到61.63%,同比下降21.2个百分点,主要系当期房地产销售收入主要来自往期预售,公司整体收入实现质量一般。2019年,公司经营活动现金流出28.31亿元,同比下降58.08%,其中购买商品、接受劳务支付的现金为5.11亿元,支付其他与经营活动有关的22.04亿元(与南平龙浦公路有限责任公司等往来款),同比下降63.56%。2019年,公司经营活动产生的现金流量净额为5.20亿元,同比下降11.39%。

表11 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	73.40	33.51

经营活动现金流出	67.54	28.31
经营活动现金流量净额	5.87	5.20
投资活动现金流量净额	-17.91	-4.65
筹资活动现金流量净额	6.02	0.62
现金收入比	82.83	61.63

资料来源：公司审计报告,联合资信整理

投资活动方面,2019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7.46亿元,以购建固定资产、无形资产等支付的现金(对绕城高速投资等在建项目的投入)和投资支付的现金为主(购买理财以及对外股权投资)。2019年,公司投资活动产生的现金流量净额-4.65亿元,净流出规模明显减少。

从筹资活动来看,2019年,公司筹资活动现金流入25.37亿元,其中取得借款18.53亿元、收到其他与筹资活动有关的现金6.62亿元。同期,公司筹资活动现金流出24.75亿元,以偿还债务本息支付的现金为主。2019年,公司筹资活动现金流量净额为0.62亿元,同比明显下降。

2020年1—3月,公司经营活动现金流量净额为21.34亿元,其中收到其他与经营活动有关的现金为28.08亿元(为公司与武夷集团的往来款流入);同期,投资活动产生的现金流量净额为-1.12亿元,筹资活动产生的现金流量净额为-19.84亿元,系债务集中偿还所致。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司短期偿债能力较强,长期偿债指标较弱,考虑到公司在南平市的重要地位、政府对公司的持续支持,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282.82%和157.91%,同比均有所上升并保持在较高水平。2020年3月底,公司流动比率和速动比率下降至241.14%和136.17%。2019年,公司经营现金流动负债比为15.20%,同比变动不大。2020年3月底,公司现金类资产/短期债务比率为

2.97 倍。

从长期偿债能力看,2019 年,公司 EBITDA 为 5.92 亿元,同比下降 3.83%;公司全部债务/EBITDA 为 21.57 倍,同比略有上升;公司 EBITDA 利息倍数为 1.17 倍,同比略有下降。公司长期偿债指标较弱。

截至 2020 年 3 月底,公司获得银行授信额度合计 77.53 亿元,尚未使用额度为 13.49 亿元,公司间接融资渠道尚可。

截至 2020 年 3 月底,公司对外担保余额为 62.40 亿元,担保比率 54.06%,为公司对区域内国有企业和部分参股高速公司的担保,其中部分参股高速目前亏损。整体看,公司担保比率高,存在一定或有负债风险。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况
(单位:万元)

被担保单位	担保余额
邵武市城建国有资产投资运营有限公司	42000.00
福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	25600.00
福建邵光高速公路发展有限责任公司	151988.20
福建顺邵高速公路发展有限责任公司	136000.00
南平联络线高速公路有限责任公司	268440.00
合 计	624028.20

资料来源:公司提供

7. 母公司财务分析

公司资产大部分来自于母公司,收入主要来自于各高速公路子公司,财政补贴均体现在母公司。

2019 年底,母公司资产总额为 201.54 亿元,较上年底略有下降。其中流动资产为 82.30 亿元,主要由存货(41.52 亿元)和其他应收款(33.91 亿元)构成。非流动资产为 119.24 亿元,主要由可供出售金融资产(24.31 亿元)、长期股权投资(59.77 亿元)和长期应收款(34.27 亿元)构成。

2019 年底,母公司所有者权益为 100.55 亿元,较上年底基本稳定。其中,实收资本和资本公积分别为 7.50 亿元和 85.97 亿元。

2019 年底,母公司负债总额为 100.99 亿元,较上年底变动不大。同期母公司资产负债率为

50.11%,较上年底下降 2.29 个百分点。

2019 年,母公司实现营业收入 3.04 亿元,利润总额为 0.75 亿元,主要来源于其他收益 3.47 亿元。

十、存续期债券偿还能力分析

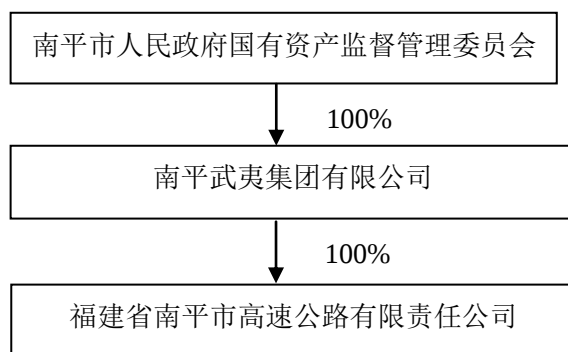
由联合资信评级的公司存续债券“17 南平高速 MTN001”“18 南平高速 MTN001”和“19 南平高速 MTN001”余额合计 14 亿元,并分别于 2022 年、2023 年和 2024 年到期,公司单年需偿付的最大金额为 5 亿元。2019 年,公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 5.92 亿元和 33.51 亿元,分别为上述债券余额 14 亿元的 0.42 倍和 2.39 倍,分别为单年最大偿付金额 5 亿元的 1.18 倍和 6.70 倍。

总体看,公司经营活动现金流入量对待偿还债券余额的覆盖程度较好。

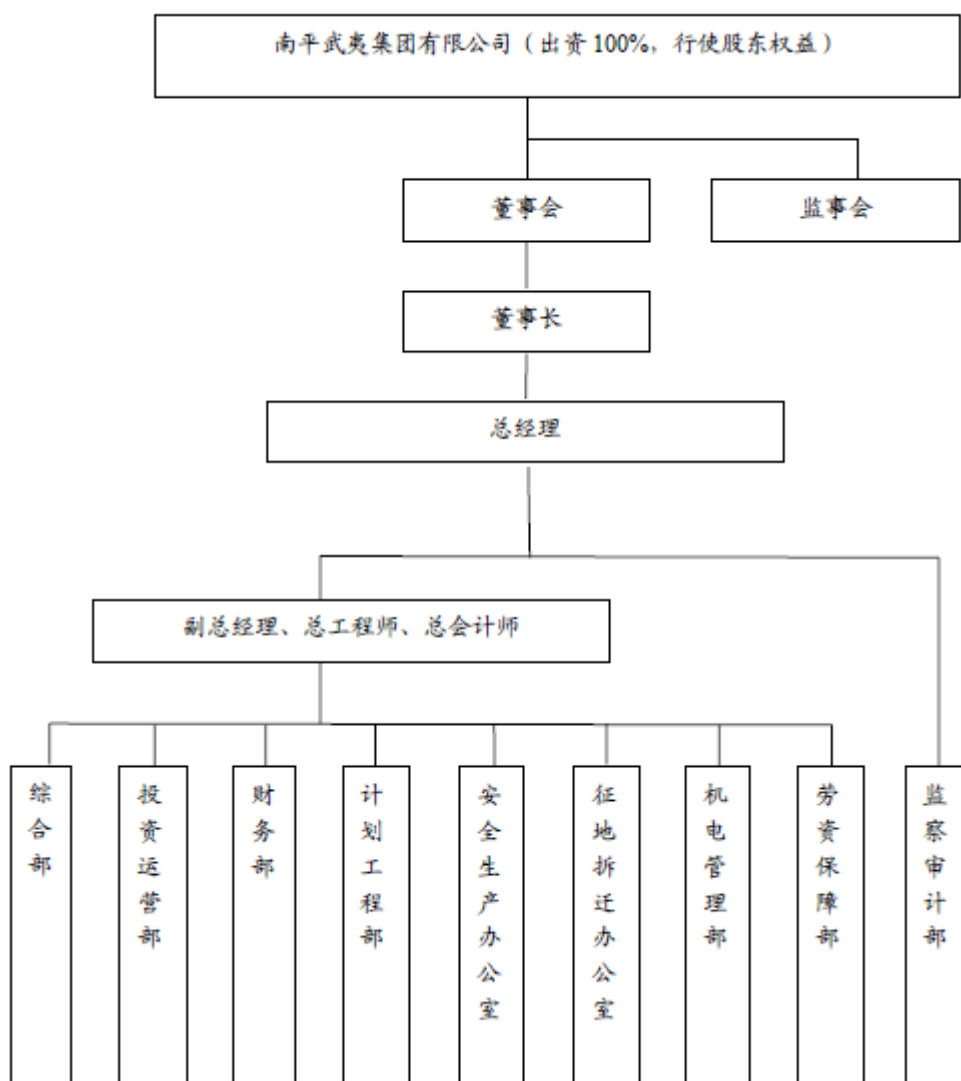
十一、结论

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,“17 南平高速 MTN001”“18 南平高速 MTN001”和“19 南平高速 MTN001”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司子公司情况表

企业名称	注册资本 (万元)	经营范围	持股比 例 (%)
南平高速建设有限公司	22957.00	公路工程施工总承包一级;公路路基工程专业承包二级、公路路面工程专业承包一级;公路、桥梁、隧道及交通安全设施工程的施工、建设、投资和经营管理;房屋建筑、市政、水利、农业基础设施建设;施工劳务;土地开发与建设、园林绿化、道路养护、工程项目代建;国有资产运营;建筑材料、机械设备的销售;物业管理;矿产开采、销售;工程机械服务;土石方工程施工	100.00
南平高速开发有限公司	13500.00	土地开发与建设, 房地产开发与经营; 物业管理; 承建装修; 装饰工程; 建筑材料、砂石料、机械设备销售; 对房地产、建筑业进行投资; 预拌混凝土、混凝土预制品加工、销售; 资本运营	100.00
南平高速咨询监理有限公司	1000.00	公路工程甲级: 在全国范围内从事一、二、三类公路工程、桥梁工程、隧道工程监理业务; 交通工程技术培训; 乙级公路工程试验检测, 工程技术咨询、工程招标代理、工程造价咨询、市政工程、房屋建筑、园林绿化工程监理	100.00
南平延顺高速公路有限责任公司	5000.00	延顺高速公路 46.2 公里的投资、建设、收费管理, 高速公路道路养护、路障清理、机电系统和交通配套设施的管理维护, 服务(停车)区、广告等非主营资产的综合开发经营; 房地产开发、建筑材料、机械设备、苗圃绿化	60.00
南平高速物流有限公司	5000.00	物流(国内货物运输代理、道路货物运输(普通货物)、货物搬运装卸服务、货物专用运输(集装箱 A)、陆上国际货物运输代理、海上国际货物运输代理、航空国际货物运输代理); 建筑材料及金属物品、机械电子设备、仪表仪器、橡胶制品、化工制品(不含危险化学品)、柴油、沥青、润滑油的批发、零售; 仓储(不含危险化学品及监控化学品)。	100.00
南平市高建养护工程有限公司	500.00	公路、城市道路及交通设施的施工养护、绿化; 养护建材的销售; 机械租赁; 道路工程劳务分包	100.00
南平武夷新区绕城高速公路有限责任公司	5000.00	对武夷新区绕城高速公路进行投资、建设、管理	100.00
南平高建建材有限公司	600.00	机制砂的生产加工、各级配碎石的生产加工、各种建筑用混合料拌合加工、各构件预制生产。	100.00
南平实业集团有限公司	26160.00	工业及高新技术产业、创业风险投资及其他综合性项目投资与运营; 创投科技园区建设和运营; 房屋租赁、物业管理; 公共信息基础设施和公共信息服务平台的建设与完善; 信息技术配套服务; 开展信息技术产业合资合作; 政府许可的其他产业投资、经营	100.00

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.00	13.35	13.68	14.26
资产总额(亿元)	253.21	266.24	264.57	263.21
所有者权益(亿元)	109.65	112.36	113.98	115.44
短期债务(亿元)	13.97	12.55	12.50	4.80
长期债务(亿元)	111.60	113.62	115.09	105.68
全部债务(亿元)	125.57	126.18	127.59	110.48
营业收入(亿元)	9.45	13.62	12.07	2.03
利润总额(亿元)	0.94	1.52	1.34	0.16
EBITDA(亿元)	4.73	6.15	5.92	--
经营性净现金流(亿元)	0.60	5.87	5.20	21.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.49	8.72	6.78	--
存货周转次数(次)	0.13	0.20	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	118.43	82.83	61.63	109.65
营业利润率(%)	31.42	32.52	36.69	16.81
总资本收益率(%)	1.82	2.32	2.13	--
净资产收益率(%)	0.59	1.10	0.91	--
长期债务资本化比率(%)	50.44	50.28	50.24	47.79
全部债务资本化比率(%)	53.38	52.90	52.82	48.90
资产负债率(%)	56.69	57.80	56.92	56.14
流动比率(%)	299.00	244.68	282.82	241.14
速动比率(%)	145.15	134.56	157.91	136.17
经营现金流动负债比(%)	1.96	14.98	15.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.57	20.51	21.57	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.86	1.34	1.17	--
现金短期债务比（倍）	1.29	1.06	1.09	2.97

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分已纳入至长期债务核算；3.其他应付款中有息债务已纳入短期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.50	5.69	5.86	6.31
资产总额(亿元)	204.39	209.58	201.54	199.99
所有者权益(亿元)	97.02	99.75	100.55	100.84
短期债务(亿元)	13.90	12.22	10.63	4.28
长期债务(亿元)	83.89	80.56	78.16	67.18
全部债务(亿元)	97.79	92.78	88.79	71.46
营业收入(亿元)	2.51	5.45	3.04	0.33
利润总额(亿元)	-0.50	1.30	0.75	0.29
EBITDA(亿元)	2.46	4.17	3.39	--
经营性净现金流(亿元)	-0.11	1.38	2.79	21.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	/	11.02	3.07	--
存货周转次数(次)	0.02	0.06	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.03	0.01	--
现金收入比(%)	88.09	53.84	3.23	1.68
营业利润率(%)	58.63	56.01	90.39	100.00
总资本收益率(%)	1.24	2.15	1.75	--
净资产收益率(%)	-0.52	1.31	0.75	--
长期债务资本化比率(%)	46.37	44.68	43.74	39.98
全部债务资本化比率(%)	50.20	48.19	46.89	41.47
资产负债率(%)	52.53	52.40	50.11	49.58
流动比率(%)	324.25	272.91	360.48	254.70
速动比率(%)	134.82	130.11	178.60	124.84
经营现金流流动负债比(%)	-0.45	4.72	12.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	39.76	22.23	26.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.89	0.66	0.91	--
现金短期债务比 (倍)	0.61	0.47	0.55	1.47

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分已纳入至长期债务核算；3.其他应付款中有息债务已纳入短期债务核算

附件 3 有关财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
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 4-1 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：

级别设置	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 4-2 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 4-3 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