

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1636 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，维持“15南平高速MTN001”和“15南平高速MTN002”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十九日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

福建省南平市高速公路有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 南平高速 MTN001	4 亿元	2015/3/6~2020/3/6	AA	AA
15 南平高速 MTN002	7 亿元	2015/3/20~2020/3/20	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.02	5.63	11.82	17.07
资产总额(亿元)	148.52	177.78	200.72	213.37
所有者权益合计(亿元)	101.31	100.49	104.47	106.71
短期债务(亿元)	3.77	5.11	1.27	1.25
全部债务(亿元)	34.66	51.90	62.70	79.98
营业收入(亿元)	5.12	9.38	15.94	2.12
利润总额(亿元)	2.13	1.00	0.44	1.35
EBITDA(亿元)	4.62	4.66	4.58	--
经营性净现金流(亿元)	7.04	11.52	-3.33	3.08
营业利润率(%)	26.89	17.53	11.45	29.30
净资产收益率(%)	1.81	0.68	0.28	--
资产负债率(%)	31.79	43.48	47.95	49.99
全部债务资本化比率(%)	25.49	34.06	37.51	42.84
流动比率(%)	563.13	312.97	292.71	385.14
全部债务/EBITDA(倍)	7.51	11.14	13.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	1.30	1.14	--
经营现金流负债比(%)	44.99	38.75	-9.89	--

注: 2015 年一季度财务报表未审计。

分析师

李小建 文中

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 福建省南平市高速公路有限责任公司(以下简称“公司”)土地出让收入快速增长, 带动公司收入保持较快增长; 参股高速公路、控股高速公路建设有序进行。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内, 公司高速公路投资规模较大, 建成高速公路尚在培育期盈利能力弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司在建高速公路陆续通车, 高速路网逐步成熟, 公司整体利润规模和现金流有望稳步增长; 同时, 当地政府针对高速公路建设给予土地资产进行平衡, 有助于支撑公司整体信用水平保持稳定。

公司经营活动现金流入量对两期中票覆盖程度较高。

综合分析, 联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“15 南平高速 MTN001”和“15 南平高速 MTN002” AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 得益于土地转让业务收入大幅增长, 公司营业收入保持较快增长。
2. 公司土地储备规模大, 为公司投融资和未来发展提供有力支持。
3. 公司经营活动现金流入量对两期中票覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内, 受营业成本和期间费用增长影响, 公司利润总额下降。
2. 跟踪期内, 公司债务规模进一步上升, 偿债指标有所弱化。公司未来计划投资规模较大, 对外融资压力大, 债务规模可能持续扩大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与福建省南平市高速公路有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与福建省南平市高速公路有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因福建省南平市高速公路有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由福建省南平市高速公路有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

福建省南平市高速公路有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 2004 年 3 月，是由南平市交通局根据南政〔2004〕综 40 号文出资设立的国有独资公司，注册资本为人民币 5000 万元。2006 年 3 月，根据南政〔2006〕综 98 号，公司改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”）履行出资人职责。2007 年 3 月，经南平市交通局南交〔2006〕110 号和南平市人民政府国资委南国资产〔2006〕134 号文件批复，公司正式吸收合并福建南平高速公路股份有限公司，吸收合并后公司资本变更为人民币 59303.28 万元。2010 年 2 月，公司将 2009 年底所形成的资本公积中的 15696.72 万元转增注册资本，注册资本增加至 75000 万元，变更后公司仍为国有独资有限责任公司。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），南平市国资委将持有的公司 100% 股权划拨给南平武夷集团有限公司（以下简称“武夷集团”），公司控股股东变更为武夷集团。武夷集团为南平市国资委下属全资子公司，公司实际控制人为南平市国资委。

公司经营范围主要为：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。公司设有综合部、安全生产办公室、财务部、投资运营部、计划工程部、征地拆迁办公室等 9 个职能部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 200.72 亿元；所有者权益合计 104.47 亿元（含少数股东权益 3.13 亿元）；2014 年公司实现营业收入 15.94 亿元，利润总额 0.44 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 213.37 亿元；所有者权益合计 106.71 亿元（含少数股东权益 3.15 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 2.12 亿元，利润总额 1.35 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：魏敦盛。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全

年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。

三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

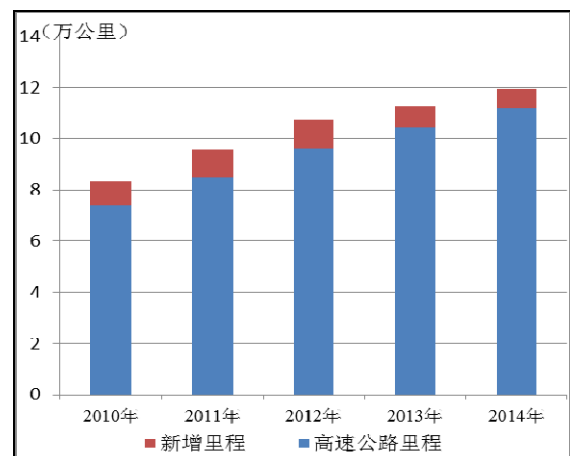
四、行业和区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路建设

2014 年中国完成公路建设投资 15460.94 亿元，比上年增长 12.9%。其中，高速公路建设完成投资 7818.12 亿元，增长 7.1%。普通国道建设完成投资 4611.82 亿元，增长 18.9%。截至 2014 年底，全国公路总里程达 446.39 万公里，比 2013 年底增加 10.77 万公里。其中高速公路里程已达 11.19 万公里，总里程已超过美国居世界第 1 位。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

高速公路运输

2014 年全年，中国营业性客运车辆完成公路客运量 190.82 亿人、旅客周转量 12084.10 亿人公里，比上年分别增长 3.0% 和 7.4%，平均运距 63.33 公里。中国营业性货运车辆完成货运量 333.28 亿吨、货物周转量 61016.62 亿吨公里，比上年分别增长 8.3% 和 9.5%，平均运距 183.08 公里。宏观经济增长放缓导致公路行业景气度下降，但受益于私家车保有量增长和公路通车里程增长，公路客货运依然维持增长态势。

2. 高速公路行业政策

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到2015年底，高速公路通车里程超过5000公里的省份将达到16个，3000-5000公里的将达9个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设欲望尤其强力，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。

总体看，“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

3. 区域环境

公司是南平市交通投资建设主体，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。

区域概况

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，下辖一区四市五县，即延平区、邵武市、武夷山市、建瓯市、建阳市、顺昌县、浦城县、光泽县、松溪县、政和县。

近年来南平市经济增长较快，2014年实现生产总值1232.56亿元，按可比价格计算，比上年增长9.6%；其中，第一产业增加值271.61亿元，增长5.2%；第二产业增加值543.65亿元，增长11.5%（其中工业增加值403.86亿元，增长11.4%）；第三产业增加值417.31亿元，增长9.2%。三次产业结构由上年的23.2：43.5：33.3调整为22.0:44.1:33.9。人

均地区生产总值47044元，比上年增长9.8%。

财政实力

2014年，南平市全市公共财政总收入（不含基金）118.30亿元，比上年增长10.9%；地方公共财政收入（不含基金）80.99亿元，增长13.1%；公共财政支出187.68亿元，增长5.6%。

总体看，跟踪期内，南平市经济和财政保持增长，为公司业务发展提供了可靠的支持。

五、基础素质分析

1. 产权情况

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发》（南国资【2015】52号），南平市国资委将持有的公司100%股权划拨给武夷集团，公司控股股东变更为武夷集团。武夷集团为南平市国资委下属全资子公司，公司实际控制人为南平市国资委。

2. 企业规模

根据南平市政府授权，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。

截至2014年12月31日，公司拥有权益的高速公路项目共9个，已完工的高速路段为武邵高速、宁武高速、松建高速和龙浦高速，其中龙浦高速为公司全资项目；在建的路段包括京台高速、邵光高速、延顺高速、南平联络线高速和顺邵高速5个路段，其中延顺高速由公司控股。

表1 截至2014年底，公司控、参股高速公路情况

项目名称	总里程（公里）	公司持股比例（%）	建设状态
武邵高速	91.72	32.00	竣工
宁武高速	203.03	30.00	竣工
松建高速	106.63	16.66	竣工
京台高速	62.69	35.00	在建
龙浦高速	34.87	100.00	竣工
邵光高速	66.22	49.00	在建
延顺高速	47.35	60.00	在建
联络线高速	46.32	30.00	在建
顺邵高速	67.70	40.00	在建
合计	726.53		

资料来源：公司提供

3. 政府支持

公司作为南平市国有独资企业，跟踪期内得到南平市政府的持续支持。

（1）项目资本金投入

公司是南平市高速公路投资建设主体和高速铁路融资主体。在高速公路项目资本金上，由市本级和各县（市、区）共同承担出资。在高速铁路项目资本金上，由沿线的各县（市、区）承担，并由公司代表沿线各县（市、区）作为高速铁路项目出资人。例如，合福铁路项目地方级资本金由延平区、武夷山市、建瓯市、建阳市共同承担，并由公司代表沿线四个市（区）作为合福铁路项目出资人。公司成立以来，在高速公路建设上合计需要承担项目资本金 71.02 亿元，在高速铁路建设上合计需要代为转缴资本金 29.10 亿元。

为确保高速公路建设资本金需求，顺利推进项目建设。南平市政府出台了南政综〔2007〕113 号文，指出“为确保南平市高速公路建设项目所需资本金，南平市政府提出，由本级和各区县政府共同承担 42.90 亿元出资。”具体出资方式为：市政府根据南平市高速公路项目所需项目资本金总额，分摊各县（市、区）所应承担的资本金。

各县（市、区）主要通过土地划拨方式筹集资金。具体方式为：南平市各县（市、区）政府根据应承担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，由当地政府与公司签订协议，支付土地转让资金后收回公司所持此部分土地，该资金由市财政支付给公司；或委托当地土储中心挂牌出让，该部分土地转让金由市财政扣除相关税费后全额返还给公司。

根据南政综〔2009〕201 号文，南平市各县（市、区）政府将梦笔大道等 24 宗地块合计 1790.29 亩地注入公司，上述地块评估价为 25.81 亿元，均为商住用地。2010 年 8 月，市政府再次发布南政综〔2010〕97 号文对南政综〔2007〕113 号文中各县（市、区）土地收储筹资任务做进一步落实，明确了 2011～2013 年每一年需要筹资的具体数额。

2010 年 9 月，根据《南平市人民政府关于实施土地收储筹措合福铁路项目资本金的通知》（南政综〔2010〕208 号），南平市政府将沿线的延平区、武夷山区、建瓯市、建阳市总入账价值 10.64 亿元土地注入公司，由公司向国家开发银行申请合福铁路项目征地拆迁贷款 10 亿元（15 年期），并由沿线四个市（区）共同承担贷款本息偿付任务。

2011 年 2 月，根据南平市人民政府《关于研究武夷新区部分土地资产注入市高速公路公司的会议纪要》，同意在武夷山新区的将口镇芹口村和东田村之间选择面积 1500-2000 亩的地块，作为市高速公路、高速铁路建设资本金的融资用地。公司实际获得武夷山地区土地 1999.29 亩，并以土地评估价

29.41 亿元计入资本公积。

根据《关于进一步落实土地收储筹措高速公路项目资本金工作的通知》（南政综〔2012〕57 号），各区县政府需要筹措的高速公路资本金调整为 47.85 亿元。截至 2015 年 3 月底，各区县高速公路资本金已经累计完成 44.02 亿元，公司代为转缴高速铁路资本金 14.72 亿元。目前各县市的高速公路资本金任务已经大部分完成，高速公路项目资本金缺口主要由公司储备土地变现来进行平衡。

2014 年和 2015 年一季度，公司收到各县（市、区）支付的土地转让资金分别为 12.10 亿元和 1.50 亿元，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目。

（2）补贴收入

除项目资本金支持外，南平市通过财政补贴来补充公司营运资金。公司补贴具体来源于两个部分：1.南平市财政局在公司企业债券的存续期内，每年支付 1.2 亿元的专项财政补贴；2.南平市财政局将南平境内高速铁路、海西网高速公路项目建安税费、运营前 10 年营业税地方留成部分全额返还公司，用于增加公司现金收入。根据上述政策，2014 年公司收到政府补贴为 1.63 亿元。体现在“收到其他与经营活动有关现金”科目。

整体看，跟踪期内，南平市政府经济实力较强，且政府对公司支持力度较大。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度

等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责南平市高速公路等基础设施的建设投资及经营管理、土地经营开发和工程施工等业务。

2014 年，公司实现主营业务收入 15.94 亿元，同比增长 71.58%，主要系土地转让业务增长所致。

从收入构成看，土地转让业务收入是公司主营业务收入的首要来源，2014 年其收入占比为 75.91%。2014 年土地转让业务收入为 12.10 亿元，同比增长 113.78%，主要是 2014 年公司高速公路投资支出压力较大，公司将大部分下属市县土地出让（或由市县进行回购）所致。2014 年，公司工程结算业务收入 2.52 亿元，占比为 15.81%。2014 年，通行费收入占比为 1.57%，目前公司运营的高速还处于培育期，未来随着路网更趋成熟，其收入规模有望得到提升。

盈利能力方面，2014 年公司主营业务毛利率为 12.86%，较 2013 年下降 6.58 个百分点，主要系土地转让业务毛利率下降所致。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2012 年			2013 年			2014 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	3.38	68.87	24.94	5.66	60.91	15.04	12.10	75.91	8.87
工程结算收入	0.81	16.48	8.62	2.80	30.10	16.93	2.52	15.81	18.11
车辆通行费收入	0.29	5.82	45.90	0.27	2.91	24.57	0.25	1.57	6.46
其他	0.43	8.83	81.11	0.56	6.08	73.44	1.07	6.71	63.36
合计	4.91	100.00	28.43	9.29	100.00	19.44	15.94	100.00	12.86

资料来源：公司提供

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，由当地政府与公司签订协议，支付土地转让资金后收回公司所持此部分土地，该资金由市政财政支付给公司；或委托当地土储中心挂牌出让，获得的土地转让金由市政财政扣除相关税费后全额返还给公司。

2014年，土地出让收入为12.10亿元，同比增长113.78%，主要系土地转让面积增长和转让均价上涨所致。2014年公司土地转让面积

714.54亩，同比增长17.30%，土地转让均价为169.31万元/亩，同比增长82.21%，主要是2013年出让的土地位置较偏，出让价格较低。

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47.85亿元，截至2015年3月底，已经到位44.02亿元，地方政府的资本金任务大部分完成。同时，公司目前持有土地3816.62亩，土地性质为商住用地，入账价值48.50亿元。未来土地运作收益将是公司资金平衡的主要手段。

表3 公司土地转让情况

项目	2012年	2013年	2014年
转让面积（亩）	167.34	609.14	714.54
地块性质	商住用地	商住用地	商住用地
均价（万元/亩）	201.98	92.92	169.31
土地转让收入（亿元）	3.38	5.56	12.10

资料来源：公司提供

3. 高速公路铁路建设及运营

高速公路建设

截至2014年底，公司拥有权益的高速公路项目共9个，已完工的高速路段为武邵高速、宁武高速、松建高速和龙浦高速，其中龙浦高速为公司全资项目；在建的路段包括京台高

速、邵光高速、延顺高速、南平联络线高速、顺邵高速5个路段，其中延顺高速由公司控股。（详见表1）

公司参股高速公路未来建成通车后，公司以其投资额作价入股，公司通过股权分红获取投资收益，体现在“长期股权投资”科目。

表4 截至2015年6月底，公司控、参股在建高速公路情况（单位：亿元）

项目	投资总额	已累计完成投资	所属路网	公司持股比例	公司承担资本金	公司到位资本金
京台高速	67.35	64.73	国高网	35%	9.55	8.28
邵光高速	48.05	41.72	海西网	49%	8.24	8.24
南平联络线	39.54	20.28	海西网	30%	4.78	3.55
延顺高速	41.33	34.71	海西网	60%	8.68	7
顺邵高速	60.61	1.38	海西网	40%	8.49	2.11
合计	267.15	162.82	--	--	39.74	29.18

资料来源：公司提供

注：本表中在建高速包括参股在建高速和控股在建高速

高速铁路融资

高速铁路项目资本金由沿线的各县（市、区）承担，并由公司代表沿线各县（市、区）作为高速铁路项目出资人，投资完成后通过持有股权投资分享投资收益。

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、浦建龙梅、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，其余项目全部由公司承担投融资。上述高速铁路共需市级出资29.10亿元（即公司出资），截至2014年底已到位资金14.72亿元，尚未到位资金14.38亿元，计划于未来二到三年内相继到位。截至2014年底，上述高速铁路均已开工建设。

综上，公司在建高速公路及高速铁路未来仍有较大规模资金尚需投入，公司存在较大对外融资需求。

高速公路运营

截至2014年底，公司已建成高速公路6条，分别是福州至银川高速公路南平段（“福银高速”）、浦城至南平高速公路（“浦南高速”）、武夷山至邵武高速公路（“武邵高速”）、福建浦城至浙江龙泉高速公路（“龙浦高速”）、宁德至武夷山高速公路南平段（“宁武高速”）和松溪（浙闽界）至建瓯高速公路（“松建高速”）。

其中，“福银高速”和“浦南高速”的股权已转让给福建省高速公路有限责任公司。对于“武邵高速”、“宁武高速”、“松建高速”三条高速，公司以其投资总额作价入股，通过持续持股获取股权投资收益。上述高速由于建成通车时间较短，效益尚未完全释放，目前仍处于亏损期。

表5 截至2014年底，公司已建成高速公路情况

名称	通车时间	持股比例（%）	获取收益模式	备注
福银高速	2005.12	33.90	股权转让	已转让
浦南高速	2008.12	12.67	股权转让	已转让
武邵高速	2010.11	32.00	股权分红	--
宁武高速	2012.10	30.00	股权分红	--
松建高速	2012.12	16.66	股权分红	--
龙浦高速	2012.01	100.00	自营	--

资料来源：公司提供

目前公司自营收费高速公路为“龙浦高速”，龙浦高速于2012年1月通车。2013~2014年，龙浦高速分别实现通行费收入0.27亿元和0.25亿元。由于该条高速公路通车时间较短，且龙浦高速浙江段暂未建成通车，通行费收入较少。未来随区域经济持续发展以及周边高速公路路网逐步完善，公司通行费收入有望实现增长。

4. 工程结算业务

工程结算业务是公司2011年新增的业务，由下属子公司南平高速建设有限公司（以下简称“南平高建”）负责。南平高建以公路桥梁建设施工为主营业务，拥有公路工程施工总承包贰级资质和公路路基工程、公路路面工程专业承包贰级资质。近年来，由于武夷新区基建投资加快，道路和相关基础设施建设加快，南平高建的建设任务较多，工程结算业务取得了一定的发展。

2014年，公司工程结算业务实现收入2.52亿元，同比下降9.96%。

截至2015年3月底，公司工程结算业务在建工程主要有延顺高速建设工程、南平顺邵高速公路等。公司目前工程结算业务在建工程合同金额为15.86亿元。整体看，未来随在建工程逐步完工，公司工程结算业务收入有望维

持一定增长。

总体上，跟踪期内，受土地转让业务增长所致，公司收入规模快速增长。同时，受土地市场景气度下降影响，公司土地出让毛利率逐步下滑，公司盈利能力下滑。考虑到公司在建高速和铁路投资规模较大，未来仍将具有较大融资需求。

5. 未来发展

根据南平市“十二五”综合交通运输体系“十二五”规划，“十二五”期间，南平市规划的11条高速公路将基本建成，实现“县县通高速”目标，构建以高速公路为主骨架，对接两洲、打通内陆省份的现代化综合交通体系。

公司作为南平市最大的交通建设主体，承担着南平市高速公路建设任务，“十二五”期间公司主要任务是完成规划中的另外7条高速公路的投资建设任务。未来高速公路建成后，公司将主要通过持股分红和自营方式获得投资收益。

随南平市高速公路建成通车，南平市综合交通体系将逐步完成，会大幅度缩短南平与福州、厦门等沿海城市，与浙江、上海等发达地区，与江西等内陆省份的时空距离，形成中心城市与县（市）之间的2小时经济圈，进一步凸显南平市区位优势、生态优势和资源优势，并在全局中充分发挥南接北联、沟通沿海、服务中西部的战略通道地位作用，路网效应逐步发挥，使得公司未来收益有保障。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度财务报表由中审亚太会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告，2015年一季度财务数据未经审计。

合并范围：2014年，公司合并范围增加子

公司3家，分别为三级子公司南平市水之廊商务中心投资有限公司、南平实业集团新城创业投资有限公司和南平实业集团新城科技园有限公司。上述合并范围的变化对公司财务可比性影响较小。

截至2014年底，公司合并资产总额200.72亿元；所有者权益合计104.47亿元（含少数股东权益3.13亿元）；2014年公司实现营业收入15.94亿元，利润总额0.44亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额213.37亿元；所有者权益合计106.71亿元（含少数股东权益3.15亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入2.12亿元，利润总额1.35亿元。

2. 盈利能力

2014年，公司营业收入为15.94亿元，同比增长69.94%，主要系土地转让业务增长所致。同期营业成本为13.71亿元，同比增长82.82%。营业成本增速快于营业收入增速，公司营业利润率由2013年的17.53%下降至2014年的11.45%。

2014年，公司期间费用为2.97亿元，同比增长95.45%，主要系财务费用上升所致。2014年期间费用中，财务费用占82.40%，管理费用占16.84%，营业费用占0.74%。随着有息债务规模增长，利息支出近几年快速增长，2014年期间费用占营业收入的18.64%，占比较2013年上升2.44个百分点，整体上，公司期间费用控制压力依然较大。

2014年，公司营业利润为-1.20亿元，营业外收入1.65亿元，利润总额为0.44亿元。公司利润总额对营业外收入依赖大，2014年受补贴收入增加影响，营业外收入同比大幅增长63.06%。

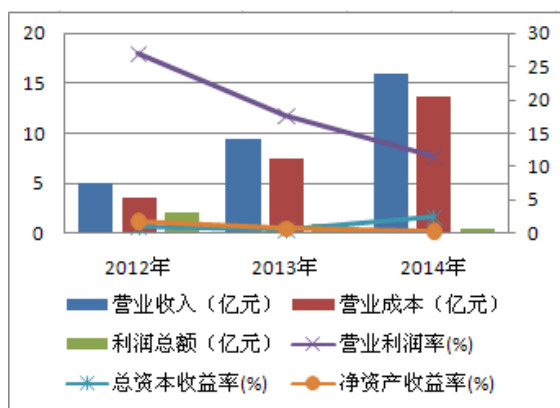
盈利指标方面，2014年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为0.18%和0.28%，均较2013年有所下滑。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.12

亿元，占 2014 年全年的 13.29%。营业利润率上升至 29.30%，利润总额为 1.35 亿元。

总体看，跟踪期内公司营业收入保持增长，但受营业成本和期间费用增长影响，公司利润总额下降。

图 2 公司盈利情况



资料来源：公司年报

3. 现金流

经营活动现金流方面，2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.32 亿元，同比下降 55.74%；同时，收到其他与经营活动有关的现金为 9.69 亿元，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、政府补贴等。2014 年，公司经营活动现金流出量为 21.33 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金为 17.59 亿元，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。公司土地资产主要由各地方政府无偿注入形成，并无实际现金支出，故购买商品、接受劳务支付的现金规模相对较小。2014 年，经营活动产生的现金流量净额为-3.33 亿元。现金收入比为 52.18%，收入实现质量波动较大。

投融资活动方面，2014 年，公司投资活动现金流入量为 2.44 亿元。同期，投资活动现金流出量为 15.39 亿元，同比下降 43.11%，主要系投资支付的现金下降所致。2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-12.95 亿元。

2014 年，公司主要通过银行借款融资（公司将发行债券计入该科目），筹资活动现金流入量为 29.25 亿元，同比增长 28.53%。2014

年筹资活动现金流净额为 20.08 亿元。

2015 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 1.54 亿元，预收土地款结转收入增加，现金收入比小幅上升至 72.62%。2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.08 亿元，经营现金流状态有所好转。同期投资活动产生的现金流量净额为-5.49 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 10.11 亿元。

总体看，公司大部分土地资产由地方政府无偿注入形成，并无实际现金支出，但受预收土地款波动影响，经营现金流具有较大的波动性。跟踪期内，公司投资规模较大，经营现金流无法完全覆盖投资支出，公司对外筹资规模较大。

4. 资产及负债结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 200.72 亿元，同比增长 12.90%，主要系其他应收款和在建工程增长所致。资产构成中，流动资产占 49.01%，非流动资产占 50.99%，非流动资产占比下降。

截至 2014 年底，公司流动资产 98.37 亿元，同比增长 5.75%。从流动资产构成来看，主要包括存货（占比 53.67%）、其他应收款（占比 28.94%）和货币资金（占比 9.60%）。

截至 2014 年底，公司货币资金 9.44 亿元，同比增长 67.54%。公司货币资金以银行存款为主，占 99.93%。

截至 2014 年底，其他应收款为 28.47 亿元，同比增长 44.05%，主要系公司应收福建邵光高速公路发展有限公司往来款增长所致。截至 2014 年底，其他应收款中采用个别认定法计提坏账准备的其他应收款为 26.58 亿元（占 93.33%），该部分未计提坏账准备；采用账龄法计提坏账准备的其他应收款为 1.90 亿元（占 6.66%），该部分 1 年以内的为 1.88 亿元。整体看，其他应收款主要欠款单位为公司关联公司或政府下属部门，公司其他应收款回款风险较小。

截至 2014 年底，公司存货为 52.80 亿元，同比下降 16.28%，主要系转让土地使用权所致。从存货构成看，基本为土地使用权。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。

截至 2014 年底，非流动资产为 102.34 亿元，同比增长 20.74%。从非流动资产构成看，主要以长期股权投资（占 34.96%）、可供出售金融资产（占 25.24%）和无形资产（占 23.09%）为主。截至 2014 年底，公司长期股权投资 35.78 亿元，同比下降 33.37%，主要系将武邵高速、建阳市工业园投资公司和福建久捷交通投资开发有限公司投资调整至可供出售金融资产科目所致。目前公司参股高速及铁路项目中除武邵高速、宁武高速及松建高速通车以外，其余均处于在建阶段。截至 2014 年底，公司无形资产为 23.63 亿元，同比增长 6.03%，主要系龙浦高速收尾工程逐步完工，公路收费权增加所致。从构成看，无形资产主要以公路收费权为主（占 99.54%）。

截至 2015 年 3 月，公司资产合计 213.37 亿元，较 2014 年底增长 6.30%。其中流动资产占比 48.16%，非流动资产占比 51.84%，资产结构与 2014 年底基本一致。流动资产中货币资金占比略有提升，受土地转让影响，存货占比有所下降；非流动资产中，受控股高速在建规模提升影响，在建工程占比有所上升。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 104.47 亿元，归属于母公司所有者权益为 101.34 亿元，其中实收资本占 7.18%、资本公积占 76.05%、未分配利润占 9.11%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 106.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 103.56 亿元，少数股东权益 3.15 亿元。归属于母公司所有者权益构成上依然以实收资本（占 7.03%）、资本公积（占 77.90%）和未分配利润（占 11.00%）为主。公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 96.25 亿元，同比增长 24.53%，主要系其他应付款大幅增长所致。从负债总额构成看，流动负债占 34.92%，非流动负债占 65.08%，流动负债占比有所下降。

截至 2014 年底，公司流动负债为 33.61 亿元，同比增长 13.07%，主要系其他流动负债增长所致。从构成看，流动负债以预收款项（占 9.58%）、其他应付款（占 40.67%）和其他流动负债（占 32.73%）为主。

截至 2014 年底，公司预收款项为 3.22 亿元，同比下降 73.93%，该公司土地使用权转让减少，预收土地款下降。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 13.67 亿元，同比增长 54.11%，主要系与财政往来款、工程履约保证金和控股在建高速公路征迁款增加所致。公司其他应付款前五客户分别为：福建邵光高速公路发展有限公司、邵武市财政局、建瓯市财政局、顺昌县财政局和浦城县财政局。从账龄看，1 年以内的占 99.04%、1~2 年占 0.64%、3 年以上占 0.32%。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 62.64 亿元，同比增长 31.68%，主要系该公司新增长期借款所致。从构成看，非流动负债以长期借款（占 58.41%）和应付债券（占 39.66%）为主。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 106.66 亿元，较 2014 年底增长 10.82%，主要系长期借款和应付债券增长所致。2015 年 3 月，公司发行 4 亿元 5 年期中期票据（“15 南平高速 MTN001”）和 7 亿元 5 年期中期票据（“15 南平高速 MTN002”），计入在“应付债券”科目下。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务为 62.70 亿元，同比增长 20.80%，主要系长期借款增长所致。全部债务中短期债务占 1.71%，长期债务占 98.29%。

债务指标方面，截至 2014 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47.95%、37.51%和37.03%，较2013年均不同程度上升。

截至2015年3月底，公司全部债务合计79.98亿元，较2014年底增长27.63%。其中短期债务占全部债务比例下降至1.56%；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上升至49.99%、42.84%和42.46%。

总体看，跟踪期内，随着公司在建项目的推进以及股权投资力度的加大，公司通过银行借款及发行债券补充资金需求，债务规模扩大，但总体债务水平仍适宜；公司债务结构以长期债务为主，债务结构符合公司特征。从未来发展看，公司作为南平市高速公路及高速铁路投资主体，承担的建设任务较多，在建项目未来投资规模仍然较大，预计公司将继续加大对外融资力度，公司整体债务规模或将上升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014年底公司流动比率为292.71%，较2013年有所下降，主要系其他应收款大幅增长带动流动负债增长所致，速动比率为135.60%，小幅上升。2015年3月底，上述指标分别为385.13%和190.13%，受其他应收款增长影响，流动资产增长较快带动指标

回升。2014年公司经营现金流动负债比为-9.89%，同比下降48.64个百分点。考虑到公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2014年，公司EBITDA合计4.58亿元；同期，全部债务/EBITDA倍数为13.70倍。整体看，公司整体偿债指标弱，但考虑到公司土地储备规模较大，未来土地出让收入有助于提升公司收入水平，且在建高速公路项目建成也有望形成稳定收益。公司整体偿债能力一般。

截至2014年末，公司对外担保金额为21.07亿元，担保比率为20.17%。被担保单位为南平发展集团有限公司、南平市照溪供水有限公司、南平投资集团有限公司、福建邵光高速公路发展有限责任公司、南平市土地收购储备中心、南平宁武高速公路有限责任公司和南平联络线高速公路有限责任公司等，被担保单位主要是南平市国有企业以及下属参股高速公路公司，经营状况正常，整体看公司担保比率较高，均为一般担保，或有负债风险一般。

表6 截至2014年底，公司对外担保情况

担保企业	受担保企业/债券	担保金额(万元)	担保方式	债权种类	是否逾期	被担保对象状况	反担保方式
福建省南平市高速公路有限公司	南平高速建设有限公司	5000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
福建省南平市高速公路有限公司	南平延顺高速有限责任公司	50000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
南平实业集团有限公司	南平市照溪供水有限公司	6479	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
南平实业集团有限公司	南平投资集团有限公司	10000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
南平实业集团有限公司	南平发展集团有限公司	15000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
南平实业集团有限公司	南平市照溪供水有限公司	5720	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
南平实业集团有限公司	南平市照溪供水有限公司	1000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
福建省南平市高速公路有限公司	福建邵光高速公路发展	3000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保

	有限公司						
福建省南平市高速公路有限公司	南平市土地收购储备中心	30290	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
福建省南平市高速公路有限公司	南平宁武高速公路有限责任公司	12000	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保
福建省南平市高速公路有限公司	南平联络线高速公路有限责任公司	100250	一般保证	银行贷款	否	正常经营	无反担保

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司共获得各商业银行授信额度54.62亿元，尚未使用额度11.74亿元，公司具备一定间接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（报告编号为：E201506150083733947），截至2015年6月15日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务基本面，以及南平市区域及财力状况、南平市政府对于公司支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、存续债券偿还能力

公司于2015年3月6日发行5年期4亿元“15南平高速MTN001”，募集资金用途为：1亿元用于偿还金融机构借款，3亿元用于建设延顺高速项目。截至2015年4月底，募集资金已使用金额4亿元。

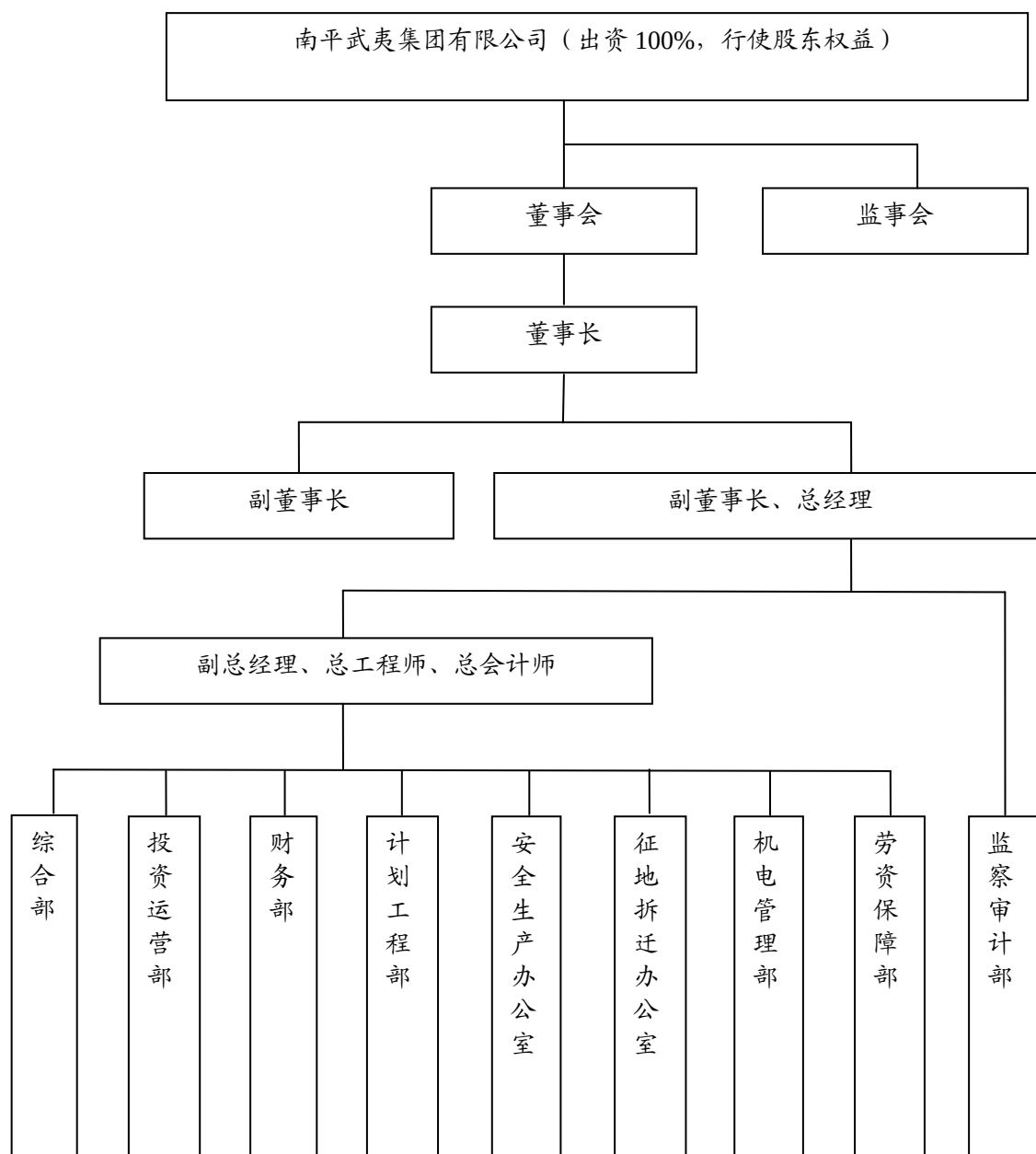
公司于2015年3月20日发行5年期7亿元“15南平高速MTN002”，募集资金全部用于建设延顺高速项目。截至2015年4月底，募集资金已使用额度为6.605亿元。

2014年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为18.01亿元和-3.33亿元，分别为两期中票本金之和的1.64倍和-0.30倍；2014年，公司EBITDA为4.58亿元，为两期中票本金之和的0.42倍。公司经营活动现金流入量对两期中票覆盖程度较高。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15南平高速MTN001”和“15南平高速MTN002”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.02	5.63	11.82	17.07
资产总额(亿元)	148.52	177.78	200.72	213.37
所有者权益(亿元)	101.31	100.49	104.47	106.71
短期债务(亿元)	3.77	5.11	1.27	1.25
长期债务(亿元)	30.89	46.79	61.43	78.73
全部债务(亿元)	34.66	51.90	62.70	79.98
营业收入(亿元)	5.12	9.38	15.94	2.12
利润总额(亿元)	2.13	1.00	0.44	1.35
EBITDA(亿元)	4.62	4.66	4.58	--
经营性净现金流(亿元)	7.04	11.52	-3.33	3.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	101.31	13.45	4.12	--
存货周转次数(次)	0.11	0.12	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.08	--
现金收入比(%)	191.74	200.30	52.18	72.62
营业利润率(%)	26.89	17.53	11.45	29.30
总资本收益率(%)	1.35	0.45	0.18	--
净资产收益率(%)	1.81	0.68	0.28	--
长期债务资本化比率(%)	23.37	31.77	37.03	42.46
全部债务资本化比率(%)	25.49	34.06	37.51	42.84
资产负债率(%)	31.79	43.48	47.95	49.99
流动比率(%)	563.13	312.97	292.71	385.14
速动比率(%)	133.03	100.78	135.60	190.13
经营现金流流动负债比(%)	44.99	38.75	-9.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.51	11.14	13.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	1.30	1.14	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附表 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。