跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1656 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，并维持“15南平高速MTN001”、“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

二零一六年七月二十五日

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
中期票据跟踪评级报告

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	2015/03/06-2020/03/06	AA	AA
15 南平高速 MTN002	7 亿元	2015/03/20-2020/03/20	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.63	9.44	27.58	24.99
资产总额(亿元)	177.78	200.72	238.24	230.22
所有者权益(亿元)	100.49	104.47	109.54	109.11
长期债务(亿元)	46.79	61.43	81.50	88.85
全部债务(亿元)	51.90	73.70	98.27	99.20
营业收入(亿元)	9.38	15.94	5.51	2.46
利润总额(亿元)	1.00	0.44	0.39	0.03
EBITDA(亿元)	4.66	4.58	4.88	--
经营性净现金流(亿元)	11.52	-3.33	14.34	-2.53
营业利润率(%)	17.53	11.45	23.37	26.97
净资产收益率(%)	0.68	0.28	0.25	--
资产负债率(%)	43.48	47.95	54.02	52.61
全部债务资本化比率(%)	34.10	41.36	47.29	47.62
流动比率(%)	312.97	292.71	243.44	487.05
全部债务/EBITDA(倍)	11.14	13.70	18.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.30	1.14	0.86	--
经营现金流动负债比(%)	38.75	-9.89	31.98	--

注：“15 南平高速 CP001”及“15 南平高速 CP002”调入短期债务核算；2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

孙宏辰　赵传第

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.lianheratings.com.cn

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”）资产规模快速增长，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，公司土地出让业务收入受房地产市场低迷影响大幅下降；建成高速公路尚在培育期以及整体盈利能力弱等因素对公司偿债能力可能带来的不利影响。

未来，随着建成高速路网逐步成熟，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。

公司经营活动现金流入量对“15 南平高速 MTN001”、“15 南平高速 MTN002” 合计本金的覆盖程度较高。综合分析，联合资信维持公司 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”、“15 南平高速 MTN002”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，南平市区域经济及财政实力平稳较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司受南平市政府在项目资本金投入及补贴收入等方面支持力度较大。
3. 跟踪期内，公司获得较大规模的投资收益，对利润形成有利补充。
4. 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。
5. 公司经营活动现金流入量对“15 南平高速 MTN001”、“15 南平高速 MTN002”本金合计的覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内，受房地产市场低迷影响，公司土地出让业务收入大幅下降。
2. 跟踪期内，公司债务规模进一步上升，财务费用对利润侵蚀明显。
3. 公司在建项目未来需投资规模较大，对外融资需求强烈。

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、“15 南平高速 MTN001”及“15 南平高速 MTN002”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权〔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，吸收合并后公司注册资本变更为人民币 59303.28 万元。2010 年 2 月，公司将 2009 年底前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 2015 年底，公司合并资产总额 238.24 亿元；所有者权益合计 109.54 亿元（含少数股东权益 3.85 亿元）；2015 年公司实现营业收入 5.51 亿元，利润总额 0.39 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 230.22 亿元；所有者权益合计 109.11 亿元（含少数股东权益 4.85 亿元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 2.46 亿元，利润总额 274.49 万元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长

12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

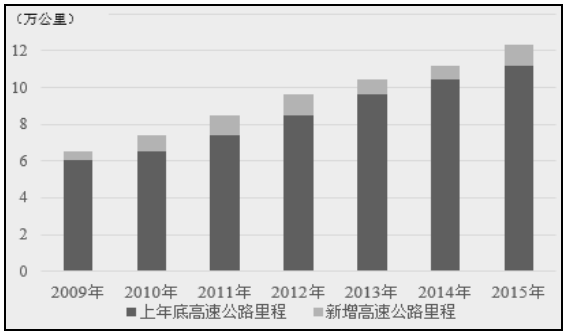
四、行业及区域经济环境

1. 高速公路发展概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路建设

图1 2009~2015年中国高速公路通车里程

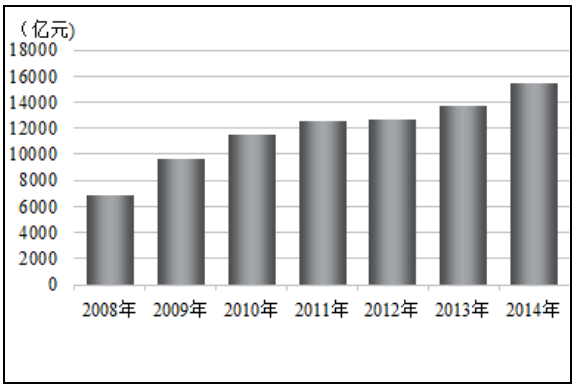


资料来源：交通运输部、联合资信整理

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50~250公里之间；1993~1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450~1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2015年底的12.32万公里，年均复合增幅约为20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至2015年底，全国公路总里程达453.53万公里，比上年末增加7.14万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.72%。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2014年交通运输行业发展统计公报显示，2014年全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%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。2015年全国新增高速公路通车里程1.22万公里；2015年1~11月，全国公路建设完成投资14990.56亿元，同比增长6.49%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2　2008~2014年全国公路建设投资额



资料来源：Wind资讯

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在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，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨公里，同比分别增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日免收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长1.0%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.82亿人和333.28亿吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，同比分别增长7.4%和9.5%。

2015年前三季度，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，前三季度全国公路完成客运量143.3亿人，同比下降0.7%，增幅较去年同期下降2.9个百分点；全国公路货运量为257.3亿吨，同比增长6.0%，增幅较去年同期缩小3.2个百分点。

客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2．高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）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方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、

铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。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。

3．高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络。中国国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，由7条首都放射线、9条南北纵向线和18条东西横向线组成，简称为“7918网”，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速。

2013年6月17日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013~2030年）》，计划到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网。国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成：普通国道网由12条首都放射线、47条南北纵线、60条东西横线和81条联络线组成，总规模约26.5万公里；国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，总规模11.8万公里；此外，规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4．福建省高速公路情况

福建省境内山地、丘陵占全省总面积的80%以上，公路运输在福建省交通运输体系中地位突出，其中高速公路建设是近年来重点发展领域。

随福建省高速公路建设的开展及路网的逐步完善，福建省公路承担的货运周转量呈稳定上升态势，承担的旅客运输周转量在高位保持稳定。根据《2015年福建省国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年福建省公路货运量94232.18万吨，较上年增长14.10%，公路货运周转量1126.29亿吨公里，较上年增长18.70%；公路旅客发送量48579.66万人，较上年增长15.50%，公路旅客周转量335.17亿人公里，较上年增长0.10%。

根据《<福建省“十三五”综合交通运输发展专项规划>编制阶段性成果（征求意见稿）简介》，未来5年内继续完善高速公路网，加快建

设莆炎线、厦沙线等国高剩余路段17个项目，顺昌至邵武等13条省高项目，继续抓好厦蓉线、泉南线主通道局部扩容工程，建设里程共1500公里，其中既有规划项目1300公里、规划修编新增项目200公里。到2020年，“三纵十横”高速公路骨架网全面建成，通车里程突破6000公里。着力改造普通国省道，重点推进“一市一议”国省道建设，加快普通国省道交通拥堵和瓶颈路段的改造提升，积极推进未达标路段建设，加快一级公路建设，补短板。建设改造普通国省道约2500公里，到2020年，普通国省道二级及以上公路达到8800公里，其中一级公路达到2000公里，新增1200公里。

公司所属的南平市，位于福建省北部，高速公路建设起步较晚，2005年，福银高速公路南平段正式通车，南平市才拥有首条高速公路。近年来随政府加大对高速公路投资建设，南平高速公路建设步伐加快，南平市共有11条高速公路分别列入国高网和海西网，其中国高网项目5个，海西网项目6个，总里程1048公里，约占全省高速公路规划里程的17.9%，总投资658.94亿元。

经过近年来的不断建设，目前南平市高速公路现有的通车里程和在建项目规模均居全省前列。根据2016年1月22日在南平市第四届人民代表大会第五次会议上发布的《政府工作报告》，十二五期间，南平全面进入“高铁时代”，铁路运营里程新增203公里、总里程733公里；高速公路通车里程新增510公里，总里程933公里，铁路、高速公路总里程均居全省首位，实现了县县通高速、镇镇通干线、村村通客车。联合资信将持续关注南平市高速公路“十二五”规划完成情况。

5．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。

跟踪期内，南平市经济增长较快。根据《2015年南平市国民经济和社会发展统计公报》，南平市2015年实现生产总值1339.51亿元，按可比价格计算，比上年增长9.1%；其中，第一产业实现增加值289.23亿元，增长4.5%；第二产业实现增加值578.16亿元，增长8.6%（其中工业实现增加值428.05亿元，增长8.2%）；第三产业实现增加值472.12亿元，增长12.3%。人均地区生产总值5.09万元，比上年增长8.7%。

固定资产投资

跟踪期内，南平市全社会固定资产投资快速增长，2015年，南平市全社会固定资产投资完成1802.51亿元，比上年增长21.7%。其中，固定资产投资（不含农户）完成1774.95亿元，增长22.3%；农户投资完成27.56亿元，减少8.8%。项目投资完成1622.13亿元，增长24.7%。其中，第一产业投资额为138.41亿元，增长73.8%；第二产业投资额为771.32亿元，增长31.9%（其中工业投资完成713.16亿元，增长30.4%）；第三产业投资额为712.40亿元，增长11.9%。

财政实力

2015 年，南平市地方可支配收入（全市口径）合计 289.08 亿元，较 2014 年的 252.18 亿元增长 14.63%。从构成看，一般预算收入及上级补助收入占比大。

2015 年，南平市完成一般预算收入 86.43 亿元，同比增长 6.72%，主要包括税收收入 60.75 亿元，占一般预算收入的 70.29%，同比变化不大；非税收入 25.68 亿元，占 29.71%，同比增长 27.19%。同期，南平市上级补助收入为 137.57 亿元，同比增长 35.33%。

总体来看，南平市上级补助收入占财政本年收入的比重较大，近年来财政收入均保持较快增长，税收收入平稳增长。预计未来随着地区经济的发展，地方可支配收入增长势头将继续保持。

未来发展规划

根据《政府工作报告》，作为“十三五”的开局之年，南平市2016年经济社会发展的主要预期目标是：全市生产总值增长9%，力争更快更好些；一般公共预算总收入和地方一般公共预算收入均增长6%，全社会固定资产投资增长18%，外贸出口增长6%，验资口径实际利用外资增长10%，社会消费品零售总额增长12%，居民消费价格总水平涨幅控制在3%左右，城镇登记失业率控制在4.2%以内，人口自然增长率控制在9.5‰以内，城镇居民人均可支配收入增长9%，农村居民人均可支配收入增长9.5%，完成年度节能减排降碳任务。

为实现上述目标，南平市将重点抓好八个方面的工作，分别为：抓牢抓实重点项目，打好扩大投资组合拳；创新提升旅游发展，增强第三产业拉动力；做大做强工业经济，打造绿色制造业升级版；做特做优现代农业，全力打好脱贫攻坚战；加快建设武夷新区，积极推进新型城镇化；）持续保护绿水青山，建设生态文明先行示范区；深化改革扩大开放，激发经济社会发展活力；保障和改善民生，让群众拥有更多获得感。

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；同时，也承担南平市高速铁路融资功能。

截至2016年3月底，公司参股高速公路公司7个，分别为：福建武邵高速公路发展有限公司（持股比例为32%）、南平宁武高速公路有限责任公司（30%）、南平松建高速公路有限责任公司（16.66%）、南平京台高速公路有限责任公司（35%）、福建邵光高速公路发展有限公司（49%）、南平顺邵高速公路有限公司（40%）和南平联络线高速公路有限责任公司（30%）。控股高速公路公司2个，分别为：南平延顺高速公路有限责任公司（60%）、南平龙浦高速公路有限责任公司（100%）。

截至2016年3月底，公司参、控股高速公路公司在建的高速公路共有两条：顺昌至邵武高速公路（以下简称“顺邵高速”）和南平联络线高速公路（以下简称“南平联络线”），公司参股的高速公路合法合规，并均已取得立项、土地和环评等相关批复。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员未发生重大变化。

4. 政府支持

作为南平市国有独资企业，跟踪期内，公司发展得到南平市政府的持续支持。政府对公司的支持主要体现为项目资本金投入及财政补贴等方面。

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、建阳市共计 782.13 亩（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。未来沿线四个市（区）本息偿付到位后，该部分土地将逐步交付四个市（区）。

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 2016 年 3 月底，公司高速公路建设累计投入资本金 67.48 亿元，其中各区县累计出资 44.02 亿元；同时，公司代为转缴高速铁路资本金 14.50 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。

2013 年～2016 年 3 月底，公司收到各县（市、区）支付的土地转让资金分别为 5.66 亿元、12.10 亿元、2.31 亿元和 1.86 亿元。

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“11 南平高速债”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，2015 年公司收到政府补贴为 2.24 亿元。

整体看，南平市政府公司支持力度较大。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营现状

公司作为南平市重要的交通基础设施投资及企业股权投资公司，主要负责南平市高速公路桥梁、隧道等基础设施的建设投资及经营管理、土地经营开发和国有资产运营等业务。2015年，公司营业收入为5.51亿元，同比大幅下降65.45%，主要系土地出让业务收入减少所致。

从收入规模及构成看，土地出让业务是公司营业收入的首要来源，2015年，公司土地出让业务收入为2.31亿元，同比下降80.87%，主要原因为受2015年房地产市场低迷影响，各县市土地收储力度减小。2015年公司土地出让收入占营务收入比重为42.01%。2015年，公司工程结算收入1.76亿元，同比下降30.11%，占比为31.95%，主要是由于公司年内新承接工程项目减少且在建工程受征地拆迁影响放缓；通行费收入0.25亿元，规模较上年变化不大，占营业收入比为4.53%。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。

毛利率方面，2015年公司土地出让业务毛利率为24.25%，较2014年的8.87%显著上升，主要原因为所出让土地入账价值较低，后期升值较快；同期，公司主营业务毛利率为28.89%，较2014年上升16.03个百分点，主要系土地转让业务毛利率增长所致。

2016年1～3月，公司实现营业收入2.46亿元，为2015年全年收入的44.68%，较2015年同期的2.12亿元增长16.23%；其中，土地转让收入1.86亿元，占比75.61%，毛利率为25.27%。2016年1~3月，公司综合毛利率为29.27%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入较上年同期大幅下降，但毛利率显著提高。

表1　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	2013年			2014年			2015年			2016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	收入	占比	毛利率
土地转让收入	5.66	60.91	15.04	12.10	75.91	8.87	2.31	42.01	24.25	1.86	75.61	25.27
工程结算收入	2.80	30.10	16.93	2.52	15.81	18.11	1.76	31.95	11.84	0.42	17.07	23.81
车辆通行费收入	0.27	2.91	24.57	0.25	1.57	6.46	0.25	4.53	9.03	0.06	0.24	83.33
其他	0.56	6.08	73.44	0.85	6.71	63.36	1.10	21.51	65.27	0.12	4.87	83.33
合计	**9.29**	**100.00**	**19.44**	**15.72**	**100.00**	**12.86**	**5.42**	**100.00**	**28.89**	**2.46**	**100.00**	**29.27**

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财政扣除相关税费后全额返还给公司。

2015年，公司土地出让收入为2.31亿元，同比下降80.87%，降幅较大，主要系各县市土地收储力度减小所致。2015年公司土地转让面积214.55亩，同比下降69.97%，土地转让均价为107.85万元/亩，同比下降36.30%，主要受出让地块位置影响价格较低。2016年1～3月，公司土地转让收入1.86亿元，占2015年全年的80.52%，毛利率为25.27%。公司土地转让收入系公司根据高速公路项目资金需求和当地政府财力等综合协定，具有一定的波动性。

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2016年3月底，各县（市、区）已经交付高速公路资本金45.14亿元，未来还需要交付2.71亿元。同

时，公司目前持有土地3507.65亩（各县（市、区））高速公路资本金对应土地已基本转让，剩余土地主要系高速铁路融资对应土地、高速公路建设市级出资部分土地以及公司通过招拍挂获取的土地，入账价值46.39亿元，性质均为商住用地。未来该部分土地由公司自行开发或跟其他企业合作开发，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。

表2　2013～2015年及2016年1~3月公司土地转让收入情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1～3 月
转让面积（亩）	609.14	714.54	214.55	188.95
地块性质	商住用地	商住用地	商住用地	商住用地
均价（万元/亩）	92.92	169.31	107.85	98.56
土地转让收入（亿元）	5.56	12.10	2.31	1.86

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2016年3月底，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夷山至邵武高速公路（以下简称“武邵高速”）、宁德至武夷山高速公路南平段（以下简称“宁武高速”）、松溪（浙闽界）至建瓯高速公路（以下简称“松建高速”）、福建浦城至浙江龙泉高速公路（以下简称“龙浦高速”）、京台线建瓯至闽侯高速公路南平段（以下简称“京台高速”）、延平至顺昌高速公路（以下简称“延顺高速”）及邵武至光泽（闽赣界）高速公路（以下简称“邵光高速”）；其中龙浦高速为公司全资项目，京台、延顺及邵光高速均为2015年内新建成通车路段。截至2016年3月底，公司在建的路段仅余南平联络线和顺邵高速2个路段。

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3　截至2016年3月底公司在建高速公路情况（单位：亿元）

项目	投资总额	已累计完成投资	所属路网	持股比例	公司承担资本金	公司到位资本金	2016年计划投资
南平联络线	39.54	32.86	海西网	30%	4.15	3.55	9.00
顺邵高速	60.62	9.62	海西网	40%	8.49	4.19	10.00
合计	**100.16**	**42.48**	--	--	**12.64**	**7.74**	**19.00**

资料来源：公司提供；

高速铁路融资

公司承担高速铁路投融资任务，资金主要来源于持有土地转让收入、各区县分摊的项目建设资本金、银行借款等，投资完成后通过持有股权分享投资收益。

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2016年3月底已到位资金15.33亿元，尚未到位资金13.77亿元，计划于未来二到三年内相继到位。截至2016年3月底，南三龙、衢宁高速铁路均已开工建设。

总的看，公司在建高速公路及高速铁路未来仍有较大规模资金需求，但随着在建高速公

路逐步建成通车，公司对外融资压力得到一定的缓解。

高速公路运营

截至 2016 年 3 月底，公司已建成高速公路 9 条，分别是福州至银川高速公路南平段（以下简称“福银高速”）、浦城至南平高速公路（以下简称“浦南高速”）、武邵高速、龙浦高速、宁武高速、松建高速、京台高速、延顺高速和邵光高速。

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。对于武绍高速、宁武高速、松建高速、京台高速、延顺高速和邵光高速六条高速公路，公司以相应投资总额作价入股，通过持续持股获取股权投资收益。上述高速大多建成通车时间较短，效益尚未完全释放，目前仍处于亏损期。

表4　截至2016年3月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	--
京台高速	2015.12	35.00	股权分红	--
延顺高速	2015.12	60.00	股权分红	--
邵光高速	2015.12	49.00	股权分红	--

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 月建成通车。2015 年，龙浦高速实现通行费收入 0.25 亿元，2016 年 1～3 月，龙浦高速实现通行费收入 0.06 亿元。由于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

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“南平高速建设公司”）负责。工程项目主要是南平市内主要的道路、桥梁等市政工程，项目资金来源主要是业主单位拨款。2015 年该业务实现收入 1.76 亿元，较上年下降 30.11%，主要是由于公司年内新承接工程项目减少且在建项目受征地拆迁影响放缓。2016 年 1～3 月，工程结算业务收入为 0.42 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司已完工项目有省道 205 线邵武市故县至江富、福州市红庙岭垃圾处理场、整合通信经济开发区高速连接项目等工程。

截至 2016 年 3 月底，公司代建项目合同金额为 14.37 亿元，公司代建工程项目主要有省道 204 线建瓯东安口至顺昌界公路工程东安口至房道口段、武夷山新区新东大道及 D3#地块场地平整、武夷新区快速通道（省道 303 线武夷山东站- 公馆大桥段)公路工程以及新城低碳科技园项目等工程。2015~2016 年 3 月，公司完成的代建项目包括光泽迎宾大道工程、政和县南庄片区同心大桥工程、以及武夷山基地建设工程；其中，原计划于 2015 年 7 月底完工的政和县南庄片区同心大桥工程由于工期略有延后，已于 2015 年 10 月完工。

跟踪期内，受征地问题影响，公司部分代建业务有所停滞，未来随在建项目逐步完工，公司代建业务收入有望实现增长。

表5　截至2016年3月底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目	业主单位	合同金额	累计投资额	预计完工时间
省道 204 线建瓯东安口至顺昌界公路工程东安口至房道口段	建瓯市金瓯路桥开发有限公司	14150.00	8301.59	征地问题，无法预计
武夷新区新东大道及 D3#地块场地平整	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	20000.00	14903.85	征地问题，无法预计

武夷新区快速通道（省道303线武夷山东站-公馆大桥段)公路工程	武夷新区管委会	60000.00	1500.00	征地问题，无法预计
新城低碳科技园项目	南平实业集团新城科技园有限公司	49500.00	11002.40	2016.10
合计		**143650.00**	**35707.84**	--

资料来源：公司提供

5．其他

公司主营业务中其他业务主要是租赁、材料销售、监理、检测业务。2015年，公司其他业务实现收入1.10亿元。2016年1~3月，公司其他业务实现收入0.12亿元，为2015年的10.91%。

6．未来发展

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，建成南平联络线、顺邵、武夷新区绕城等高速公路，开工建设延尤高速、武沙高速、福银高速塔前互通、宁上高速武夷山北互通等项目。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。

公司作为南平市最大的交通基础设施建设主体，承担着南平市高速公路建设任务。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。随着南平市高速公路建成通车，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，公司收入预计会得到一定的提高。

八、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供的2014~2015年度财务报表由中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，2016年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2015年，公司合并范围增加三级子公司1家：南平市恒盛交通工程质量检测有限公司，注册资本70.00万元，公司对其持股比例100%，为政府划拨。同时，由于2015年9月，福建顺邵高速公路发展有限公司新增注册资本4000.00万元，增资完成后，公司对其持股40%，不再用有控制权，故福建顺邵高速公路发展有限公司不再纳入合并范围。上述合并范围的变化对公司财务可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额238.24亿元；所有者权益合计109.54亿元（含少数股东权益3.85亿元）；2015年公司实现营业收入5.51亿元，利润总额0.39亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额230.22亿元；所有者权益合计109.11亿元（含少数股东权益4.85亿元）；2016年1～3月公司实现营业收入2.46亿元，利润总额274.49万元。

2．盈利能力

2015年，公司营业收入为5.51亿元，同比下降65.45%，主要系公司土地转让收入减少所致。同期，营业成本为3.92亿元，同比下降71.44%。由于营业成本降幅高于营业收入降幅，公司营业利润率显著上升，由2014年的11.45%升至2015年的23.37%。

2015年，公司期间费用为3.62亿元，同比增长21.99%，主要系财务费用上升所致。2015年期间费用中，销售费用275.45万元，占0.76%；管理费用0.70亿元，占19.34%；由于公司债务规模的扩大，利息支出增加较多，导致财务费用增长较快，2015年达2.90亿元，同比增长18.29%，占期间费用的79.90%。同时，由于公司营业收入下降，2015年期间费用占营业收入的比例为65.84%，较2014年大幅上升，期间费用对公司利润侵蚀明显。

非经常性损益方面，2015年，公司获得投

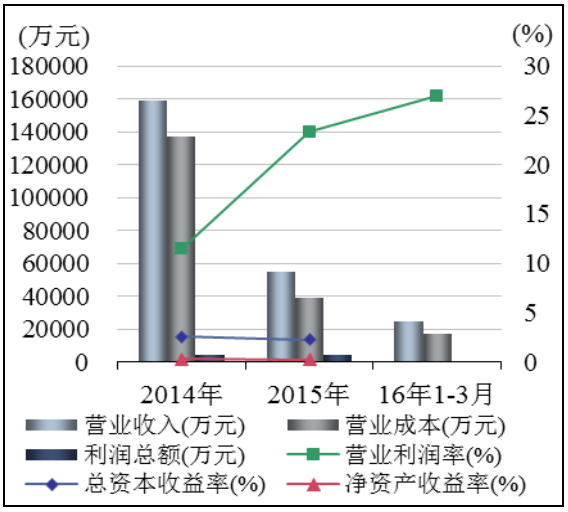
资收益 0.69 亿元，较前两年有所改观，其中主要为持有可供出售金融资产取得的投资收益 2.39 亿元以及权益法核算的长期股权投资收益-1.62 亿元。公司非经常性损益对公司利润形成贡献程度高，但其波动性较大。

2015 年，公司营业外收入及营业外支出均有所增加，其中营业外收入 2.24 亿元，同比增长 35.75%，其中主要为政府补助 2.24 亿元，另有少部分违约赔偿收入；营业外支出 0.12 亿元，主要罚款支出。

2015 年，公司营业利润为-1.73 亿元；利润总额为 0.39 亿元，同比下降 12.51%，公司利润总额对营业外收入依赖大。

盈利指标方面，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.24%和 0.25%，均较 2014 年有所下滑。

图 3　2014~2015 年及 2016 年 1~3 月公司盈利情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.46 亿元，占 2015 年全年的 44.68%；同期，公司营业利润率继续上升至 26.97%，利润总额为 274.49 万元。

总体看，跟踪期内，公司收入及成本规模大幅下降；受益于公司所转让土地升值较快，公司营业利润率显著增长，公司战略投资带来的投资收益对公司利润形成重要补充，但其波动较大；公司利润对补贴收入依赖较大。同时，联合资信关注到，公司财务费用规模大且快速增长，对利润增长形成拖累。

3. 现金流

经营活动方面，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为6.37亿元，同比下降23.39%；同时，收到其他与经营活动有关的现金为30.03亿元，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。2015年，公司经营活动现金流出量为22.06亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金为17.28亿元，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。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为14.34亿元。现金收入比为115.68%，较2014年的52.18%上升63.50个百分点，收入实现质量波动较大。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入量为3.42亿元，同比增长40.14%。同期，投资活动现金流出量为21.79亿元，同比增长41.60%，主要系支付各高速子公司和高铁资本金的增加所致。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-18.37亿元。

2015年，公司主要融资渠道为银行借款及发行债券，筹资活动现金流入量为45.79亿元，同比增长56.54%。2015年筹资活动现金流出量为23.62亿元，筹资活动现金流净额为22.17亿元。

2016 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 0.76 亿元，主要系收入下降及部分销售款已于 2015 年预收所致；现金收入比降至 30.82%；经营活动现金流出共计 5.46 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 4.79 亿元。2016 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.53 亿元。同期，投资活动产生的现金流量净额为-4.02 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 3.79 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流状况好转，投资活动现金规模在上年的基础上持

续扩大，经营性净现金流无法完全覆盖投资支出，公司对外筹资规模大。

4. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额238.24亿元，同比增长18.69%，主要系货币资金和在建工程的增长所致。资产构成中，流动资产占45.81%，非流动资产占54.19%，非流动资产占比较上年有所上升。

截至 2015 年底，公司流动资产 109.14 亿元，同比增长 10.94%。从流动资产构成来看，主要包括存货（占比 47.85%）、货币资金（占比 25.27%）和其他应收款（占比 20.75%）。

截至2015年底，公司货币资金27.58亿元，同比增加 18.14 亿元，以银行存款为主。截至 2015 年底，公司现金类资产 27.58 亿元，占总资产的比重为 11.57%。

截至 2015 年底，公司应收账款 2.29 亿元，同比下降 3.61%。采用账龄分析法计提坏账准备的中，账龄在 1 年以内的占 89.58%，1～2 年内的占 8.72%；采用个别认定法计提坏账准备的应收账款 1.29 亿元，此部分未计提坏账准备。公司应收账款主要欠款单位为各区县政府基建投资开发公司，且应收账款账龄较短，公司应收账款回收风险较小。

截至 2015 年底，公司预付款项为 2.22 亿元，同比下降 45.41%，主要系 2014 年产生的部分预付款转入工程成本核算所致。从账龄看，1 年以内占 86.42%、1～2 年占 10.95%、2～3 年占 2.63%。公司预付款项未计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司应收利息为 1.42 亿元，同比增长 16.58%；公司关联方主要包括延平区财政局、福建邵光高速公路发展有限公司、南平京台高速公路有限责任公司等。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 22.65 亿元，同比下降 20.45%，主要系往来款实现回收所致。截至 2015 年底，公司其他应收款中采用个别认定法计提坏账准备的部分合计 21.83 亿元（占 96.36%），该部分未计提坏账准备；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.82 亿元（占 3.64%），该部分账龄在 1 年以内的为 0.79 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 2015 年底，公司存货为 52.22 亿元，同比下降 1.10%。从存货构成看，主要为土地使用权（记为库存商品）及开发成本。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 2015 年公司新购入价值 0.30 亿元的位于武夷山市武夷山街道赤石东侧崇阳溪土地，尚未办理土地权证。公司存货未计提跌价准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 129.10 亿元，同比增长 26.14%，主要系在建工程增长所致。从非流动资产构成看，主要以长期股权投资（占 30.45%）、在建工程（占 26.38%）和可供出售金融资产（占 23.99%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 30.97 亿元，同比增长 19.88%，主要系年内追加投资所致。公司可供出售金融资产主要为子公司对南平松建高速公路有限责任公司、福建省安达电器制造有限公司、福建南平永丰纺织有限公司等公司的投资。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 39.31 亿元，同比增长 9.85%，主要系追加对南平宁武高速公路有限责任公司、福建武邵高速公路发展有限公司、福建武夷瑞通投资有限公司以及南平顺邵高速公路有限公司的投资所致。

截至 2015 年底，公司在建工程为 34.06 亿元，同比大幅增长 106.15%。构成上，公司在建工程主要为延顺高速公路建设施工项目，2015 年延顺高速建设投入增加 16.81 亿元，系导致公司当年在建工程大幅增长的主要原因，其余各项目金额相对较小。

截至 2015 年底，公司无形资产为 23.96 亿元，较上年变化不大，构成上仍主要以公路

收费权为主（占 99.97%）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 230.22 亿元，较 2015 年底下降 3.36%。其中流动资产占比 43.52%，非流动资产占比 56.48%；非流动资产占比继续上升，资产结构与 2015 年底基本一致且各科目比重变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构以非流动资产为主；公司流动资产中货币资金占比大幅上升，存货规模有所下降，构成以土地使用权为主，受土地市场和收储政策影响，公司存货周转具有较大波动性，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 109.54 亿元，保持相对稳定。归属于母公司所有者权益为 105.69 亿元，其中实收资本占 7.10%、资本公积占 80.53%、未分配利润占 4.48%。

截至2016年3月底，公司所有者权益109.11亿元，其中归属于母公司所有者权益104.26亿元，少数股东权益4.85亿元，构成上基本未发生变化。

总的看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 128.69 亿元，同比增长 33.71%，主要系长期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致。从负债总额构成看，流动负债占 34.84%，非流动负债占 65.16%，结构与 2014 年底基本相同。

截至 2015 年底，公司流动负债为 44.83 亿元，同比增长 33.40%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，流动负债以其他应付款（占 42.60%）、其他流动负债（占 23.31%）及一年内到期的非流动负债（占 15.11%）为主。

截至 2015 年底，公司预收款项为 4.23 亿元，同比增长 31.58%。2015 年，公司预收京福花园项目售房款增加，导致预收款项增长。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 19.10 亿元，同比增长 39.73%，主要系往来款增加所致。从账龄看，公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 35.06%、1～2 年占 23.79%、2~3 年的占 18.28%、3 年以上占 22.87%，账龄适中。

公司 2011 年 10 月发行的“11 南平高速债”及 2013 年 1 月发行的”13 南平高速债”均设置了提前偿还条款，将分别于 2016 年 10 月 26 日及 1 月 28 日偿付本金 3.00 亿元，同时，截至 2015 年底，公司一年内到期的长期借款余额较上年底变化不大，故 2015 年末公司一年内到期的非流动负债增加近 6.00 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 10.00 亿元，为年内发行的“15 南平高速 CP001”及“15 南平高速 CP002”，计入短期债务核算。其中“15 南平高速 CP001”已于 2016 年 6 月 17 日到期兑付。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 83.86 亿元，同比增长 33.88%，主要系当年公司新增长期借款以及发行债券所致。从构成看，非流动负债以长期借款（占 61.70%）和应付债券（占 35.48%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款为 51.75 亿元，同比增长 41.43%，主要为公司土地所有权抵押借款、参股公路收益权质押借款及保证借款。

截至 2015 年底，公司应付债券 29.75 亿元，为 2011 年 10 月发行的 10 亿元 “11 南平高速债”、 2013 年 2 月发行的 15 亿元“13 南平高速债”以及 2015 年 3 月发行的本金分别为 4 亿元、7 亿元的“15 南平高速 MTN001”、“15 南平高速 MTN002”。

截至2016年3月底，公司负债合计121.12亿元，较2015年底下降5.89%。构成上，由于公司发行的“15南平高速CP001”及“15南平高速CP002”在2016年一季度财务报表中计入“应付债券”科目，截至2016年3月底，公司负债中流动负债占16.99%，非流动负债占83.01%，仍以非流动负债为主但非流动负债比重较上年末大幅上升。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务为98.27亿元，同比增长32.67%，主要系长期借款增长所致。全部债务中短期债务占17.07%，长期债务占82.93%。债务指标方面，截至2015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54.02%、47.29%和42.66%，较2014年底均有较大程度上升。

截至2016年3月底，公司全部债务合计99.20亿元，较2015年底增长0.94%。其中短期债务占全部债务比例下降至10.43%；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率为52.61%、47.62%和44.88%。

总体看，跟踪期内，随着公司在建项目的推进，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，公司对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015年底公司流动比率为243.44%，较2014年有所下降，主要系流动负债增速高于流动资产增速所致，速动比率为126.96%，小幅下降。截至2016年3月底，上述指标分别为487.05%和245.36%，由于公司发行的“15南平高速CP001”及“15南平高速CP002”在2016年一季度财务报表中计入“应付债券”科目，公司流动负债大幅下降带动指标回升。2015年公司经营现金流动负债比为31.98%，较2014年上升41.87个百分点。考虑到公司短期债务规模小且货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2015年，公司EBITDA合计4.88亿元；同期，全部债务/EBITDA倍数为18.10倍。公司长期偿债指标弱，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，且跟踪期内公司在建高速公路已有部分建成通车，未来有望形成稳定收益。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至2016年3月底，公司对外担保金额为45.86亿元，担保比率为42.33%。被担保单位为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，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，存在一定或有负债风险。

表6 截至2016年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

担保单位	担保对象	企业性质	担保方式	担保种类	担保金额
南平实业集团有限公司	南平市照溪供水有限公司	私营	一般保证	保证担保	6720.00
福建省南平市高速公路有限责任公司	福建邵光高速公路发展有限责任公司	国企	一般保证	保证担保	179880.84
福建省南平市高速公路有限责任公司	南平市土地收购储备中心	国企	一般保证	保证担保	90000.00
福建省南平市高速公路有限责任公司	南平宁武高速公路有限责任公司	国企	一般保证	保证担保	12000.00
福建省南平市高速公路有限责任公司	南平联络线高速公路有限责任公司	国企	一般保证	保证担保	170000.00
合计	--	--	--	--	**458600.84**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司共获得各商业银行授信额度49.30亿元，尚未使用额度10.49亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1035070200025710W），截至2016年5月19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

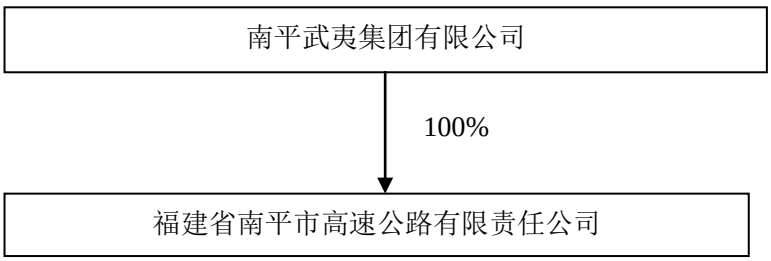
“15南平高速MTN001”、“15南平高速MTN002”发行额度合计11.00亿元，2015年，公司经营活动产生的现金流入量、净流量及EBITDA分别为36.40亿元、14.34亿元和4.88亿元，分别为两期中期票据本金总额的3.31倍、1.30倍和0.44倍。

总的看，公司经营活动现金流入量对两期中期票据本金总额的覆盖程度较高。“15南平高速MTN001”、“15南平高速MTN002”将同时于2020年到期，届时，公司将面临一定的偿付压力。

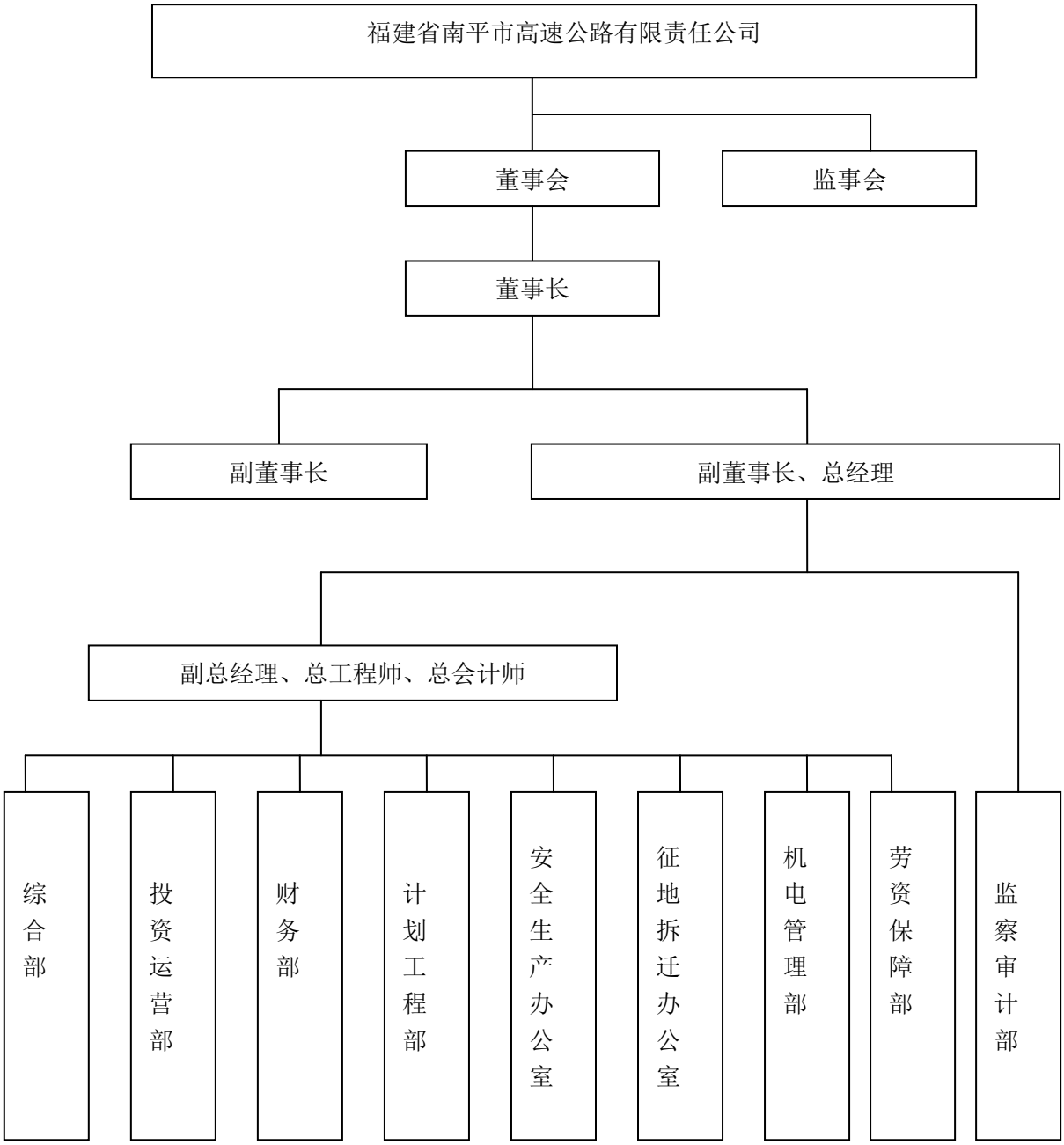
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司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”、“15南平高速MTN002”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.63	9.44	27.58	24.99
资产总额(亿元)	177.78	200.72	238.24	230.22
所有者权益(亿元)	100.49	104.47	109.54	109.11
短期债务(亿元)	5.11	12.27	16.77	10.34
长期债务(亿元)	46.79	61.43	81.50	88.85
全部债务(亿元)	51.90	73.70	98.27	99.20
营业收入(亿元)	9.38	15.94	5.51	2.46
利润总额(亿元)	1.00	0.44	0.39	0.03
EBITDA(亿元)	4.66	4.58	4.88	--
经营性净现金流(亿元)	11.52	-3.33	14.34	-2.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.45	4.12	2.36	--
存货周转次数(次)	0.12	0.24	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.08	0.03	--
现金收入比(%)	200.30	52.18	115.68	30.82
营业利润率(%)	17.53	11.45	23.37	26.97
总资本收益率(%)	2.80	2.42	2.24	--
净资产收益率(%)	0.68	0.28	0.25	--
长期债务资本化比率(%)	31.77	37.03	42.66	44.88
全部债务资本化比率(%)	34.10	41.36	47.29	47.62
资产负债率(%)	43.48	47.95	54.02	52.61
流动比率(%)	312.97	292.71	243.44	487.05
速动比率(%)	100.78	135.60	126.96	245.36
经营现金流动负债比(%)	38.75	-9.89	31.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.14	13.70	18.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.30	1.14	0.86	--

注：“15 南平高速 CP001”、“15 南平高速 CP002”调入短期债务核算；2016 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+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%

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+一年内到期的长期负债+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　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。

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

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。