

信用等级公告

联合〔2019〕2443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，“15南平高速MTN001”“15南平高速MTN002”“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
二〇一九年七月二十六日



福建省南平市高速公路有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
15 南平高速 MTN001	4 亿元	2020/3/6	AA	AA
15 南平高速 MTN002	7 亿元	2020/3/20	AA	AA
17 南平高速 MTN001	4 亿元	2022/1/19	AA	AA
18 南平高速 MTN001	5 亿元	2023/1/24	AA	AA
19 南平高速 MTN001	5 亿元	2024/1/25	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.11	18.00	13.35	17.57
资产总额(亿元)	223.22	253.21	266.24	271.11
所有者权益(亿元)	109.01	109.65	112.36	113.10
短期债务(亿元)	6.43	11.91	12.37	7.46
长期债务(亿元)	81.03	111.60	113.62	120.31
全部债务(亿元)	87.46	123.51	125.99	127.77
营业收入(亿元)	10.79	9.45	13.62	1.05
利润总额(亿元)	1.01	0.94	1.52	0.16
EBITDA(亿元)	5.50	4.73	6.15	--
经营性净现金流(亿元)	14.84	0.60	5.87	4.71
营业利润率(%)	24.58	31.42	32.52	28.49
净资产收益率(%)	0.75	0.59	1.10	--
资产负债率(%)	51.16	56.69	57.80	58.28
全部债务资本化比率(%)	44.52	52.97	52.86	53.05
流动比率(%)	283.70	299.00	244.68	284.57
经营现金流负债比(%)	47.73	1.96	14.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.91	26.14	20.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.86	1.34	--

注：1、长期应付款（融资租赁款）计入有息债务；2、2019 年一季度财务数据未经审计

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，财政收入增长较快，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，公司盈利能力弱、对外担保规模较大等因素对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的主体长期信用等级为AA，“15南平高速MTN001”“15南平高速MTN002”“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

1. 跟踪期内，南平市经济平稳发展，一般预算总收入和基金收入快速增长；南平市货物周转量快速增长，公司发展面临良好的外部环境。
2. 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

1. 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。
2. 公司盈利能力弱，利润对政府补贴依赖较大。

分析师：张 依 任黛云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

3. 公司对外担保比率高，存在一定的或有负债风险。

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。

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，福建省南平市高速公路有限责任公司（以下简称“公司”）股权结构和经营范围未发生变化。截至 2019 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“南平国资委”）。

截至 2019 年 3 月底，公司本部下设综合部、财务部、投资运营部、计划工程部、安全生产办公室、征地拆迁办公室、机电管理部、劳动保障部及监察审计部 9 个职能部门。纳入合并范围的子公司共 10 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 266.24 亿元；所有者权益 112.36 亿元（含少数股东权益 3.48 亿元）；2018 年公司实现营业收入 13.62 亿元，利润总额 1.52 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 271.11 亿元；所有者权益 113.10 亿元（含少数股东权益 3.55 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 1.05 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：郭冠中。

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债券余额 25 亿元。其中，“15 南平高速

MTN001”和“15 南平高速 MTN002”均于 2015 年 3 月发行，募集资金共 11.00 亿元，期限 5 年，按年付息，到期一次性还本。

“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，附有存续期第三年末投资者回售选择权。

上述五期债券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 2019 年 3 月底，募集资金已全部使用完毕。

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
15 南平高速 MTN001	4	5.64	2015/3/6
15 南平高速 MTN002	7	5.93	2015/3/20
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	25	--	--

资料来源：公开资料

跟踪期内，“15 南平高速 MTN001”“15 南平高速 MTN002”和“17 南平高速 MTN001”“18 南平高速 MTN001”正常付息，“19 南平高速 MTN001”尚未到首个付息日。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。

2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

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

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电

器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

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

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，

固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回

落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路投资建设

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

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年

资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

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

高速公路运营

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

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

高速公路行业政策

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

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

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以

及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

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

2. 区域经济环境

公司是南平市最大的交通基础设施投资主体，承担着南平市境内高速公路投资建设任务，公司的发展与南平市经济发展关系密切。

南平市地处福建省北部，武夷山脉北段东南侧，位于闽、浙、赣三省交界处，是福建沿海连接中国内陆的交通走廊和海峡西岸经济区建设的重要组成部分。南平市是福建省辖区面积最大的地级市，面积2.63万平方公里，占福建省的五分之一，下辖一区四市五县，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。

根据《2018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1792.51

亿元，按可比价格计算，比上年增长6.6%。其中，第一产业实现增加值291.05亿元，增长0.8%；第二产业实现增加值775.80亿元，增长8.3%（其中工业实现增加值573.74亿元，增长8.7%）；第三产业实现增加值725.66亿元，增长7.5%。人均地区生产总值66760元，比上年增长6.0%。三次产业结构由上年的20.2:43.0:36.8调整为16.2:43.3:40.5。三次产业对GDP增长的贡献率分别为2.1%、55.1%和42.8%，分别拉动GDP增长0.1、3.7和2.8个百分点。

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

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

2018年末全市汽车保有量26.59万辆，其中载客汽车保有量21.52万辆，载货汽车保有量4.89万辆。全市轿车保有量13.87万辆。

财政收入方面，2018年南平市一般公共预算总收入达到144.14亿元，比上年增长11.01%；政府性基金收入达到89.58亿元，增长64.02%。2018年底，南平市地方政务债务余额307.72亿元。

总体看，跟踪期内，南平市经济平稳发展，基础设施投资有所下降，一般预算总收入和基金收入增速较快，但政府债务负担较重。

六、基础素质分析

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2019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693.07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。2018年，公司获得3.50亿元政府补助，计入其他收益。2018年，武夷新区管委会拨付绕城公路资本金1.36亿元，公司将其计入资本公积。2019年一季度，武夷新区管委会拨付绕城公路资本金0.20亿元，计入资本公积。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码G1035070200025710W），截至2019年5月23日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录。近三年无已结清的不良信贷信息记录，公司过往信用记录良好。公司部分已结清贷款被列为关注类，主要系公司原为政府融资平台类企业（已于2011年退出），银行应南平市银监局要求将公司借款列为关注类。

七、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是南平市最大的交通基础设施投资建设主体。2018年，公司实现主营业务收入12.40亿元，同比大幅增长，主要系土地转让业务和工程结算收入大幅增长所致。

从收入规模及构成看，土地转让业务和工程建造业务是公司营业收入的主要来源，公司土地转让计划主要根据自身资金需求和各区县城市规划制定，受土地市场调整和政策波动影响较大。2018 年，公司实现土地转让业务收入 4.03 亿元，公司土地转让业务收入占主营业务收入比重上升至 32.50%；同期，公司工程结算收入有所上升，2018 年为 5.00 亿元，占主营业务收入的 40.32%；通行费收入上升至 0.58 亿元，对主营业务收入贡献较小。2018 年，公司实现房地产业务收入 0.77 亿元，同比有所下降，主要系公司开发的房地产项目销售已近尾声。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为

27.49%，同比基本稳定。公司土地转让收入毛利率有所下降，主要系转让均价降低所致。公司车辆通行费毛利率大幅下降，主要系公司控股的龙浦高速在 2017 年 12 月划出，2017 年公司确认了龙浦高速划出前的通行费收入，但未确认匹配的人工、养护等成本（此类成本通常在年底确认）所致。公司工程结算业务毛利率基本稳定，商品房销售毛利率同比大幅提高，主要系 2017 年以前按预估成本结转，2018 年按实际成本（比预估成本低）结转所致。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 1.05 亿元，以工程结算收入和其他收入为主。综合毛利率进一步上升至 30.77%。

表 2 2017~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2017 年			2018 年			2019 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	1.91	21.75	46.00	4.03	32.50	40.94	--	--	--
工程结算收入	3.67	41.80	10.36	5.00	40.32	10.34	0.34	32.11	-14.67
车辆通行费收入	0.24	2.73	79.98	0.58	4.68	34.43	0.16	0.65	6.47
商品房销售收入	1.10	12.53	21.33	0.77	6.21	40.92	0.01	15.25	97.94
其他收入	1.86	21.18	40.86	2.02	16.29	36.00	0.54	51.99	39.44
合计	8.78	100.00	27.81	12.40	100.00	27.49	1.05	100.00	30.77

资料来源：公司提供

注：其他收入包括工程监理、检测、物业管理、信息技术咨询、矿泉水销售等多项零星收入

2. 业务经营分析

（1）高速公路、铁路建设及运营

高速公路运营及建设

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 2019 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，2018 年达到 8.57 亿元，同比增长 4.26%。2018 年延顺高速从在建工程转入无形资产，成为公司通行费收入的主要来源（0.58 亿元）。公司以投资额作价参股高速公路，未来通过分红获取投资收益。公司控股、参股

高速公路效益尚未完全释放，仍处于亏损期。未来随着区域经济持续发展以及周边高速公路路网逐步完善，路产效益或有所提高。

表 3 截至 2019 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	持股比例	收益模式	2018 年通行费收入
武邵高速	2010.11	32.00	股权分红	11759.43
宁武高速	2012.10	30.00	股权分红	26426.67
松建高速	2012.12	16.66	股权分红	12929.08
京台高速	2015.12	35.00	股权分红	18632.51
延顺高速	2015.12	60.00	自主经营	5952.83
邵光高速	2015.12	49.00	股权分红	8224.21
联络线高速	2017.9	20.08	股权分红	1822.71
顺邵高速	2019.1	40.00	股权分红	--
合计	--	--	--	85747.44

资料来源：公司提供

公司高速公路项目建设资金主要来源于政府拨付的项目建设资本金、土地储备出让收入、股权投资收益和银行贷款。

公司在建的高速公路为南平市武夷新区绕城高速公路及武沙高速2个路段。武夷新区绕城高速资金平衡方式为南平市财政局回购，目前尚未进入回购期。武沙高速或采用PPP模式建设，目前社会资本方及具体的建设计划尚未确定。

截至2018年底，上述项目投资总额125.53亿元，已累计完成投资13.39亿元。联合资信将持续关注武沙高速建设模式及其对公司产生的融资压力。

表4 截至2018年底公司在建高速公路情况

(单位: 亿元, %)

项目	投资总额	资本金比例	已累计完成投资	公司尚需投资	持股比例
武夷新区绕城高速	17.07	30	13.19	3.88	100
武沙高速	108.46	30	0.20	--	--
合计	125.53	--	13.39	3.88	

资料来源: 公司提供

注: 武沙高速投资总额调整为108.46亿元

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

截至2019年3月底，合福铁路、向莆铁路南

平连接线和南三龙铁路已建成通车；衢宁铁路正在有序建设中，计划2020年通车。

总体看，在建高速公路项目公司尚需投资3.88亿元，在建高速铁路项目公司尚需投资0.05亿元，公司面临的投资压力不大。

(2) 土地经营

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

2018年，武夷山市和建阳区土地收购储备中心分别收储了武国用（2009）第2702号、潭国用（2009）第03270号和潭国用（2010高速）第013号土地和潭国用（2010高速）第014号土地。此外，公司将武国用（2009）第5189号土地转让给武夷山嘉恒房地产有限公司。公司土地转让面积大幅增长至429.54亩，受武国用（2009）第5189号土地面积较大且均价较低影响，公司土地转让均价下降至93.30万元/亩，当年共实现4.03亿元土地转让收入。2019年1—3月，公司未实现土地转让收入。

表5 2017—2018年公司土地转让收入情况

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

资料来源: 公司提供

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

（3）工程结算业务

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

公司工程项目主要是南平市内主要的道路、桥梁等市政工程。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。2018年，公司确认收入的项目有顺昌到邵武高速公路工程、武夷东站至公馆桥 A3、A4 合同段、政和过境县公路和其他零星工程等，共确认工程结算收入 5.00 亿元，取得回款 4.35 亿元。2019 年 1—3 月，公司工程结算业务确认收入 0.34 亿元，回款 0.21 亿元，回款情况较好。

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

（4）房地产业务

公司房地产业务主要由子公司南平高速开发有限公司（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。2018 年公司确认收入 0.77 亿元，截至 2018 年底，“高速·金福花园”项目共销售住宅 699 套，销售面积 7.69 万平方米，销售合同金额 5.02 亿元，回笼销售款 4.99 亿元，该楼盘尾房仍在销售中。

2018 年 8 月底，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 8.25 亿元，建设内容包括酒店、游客服务中心、度假别墅等。目前公司已完成投资 0.61 亿元，展示区（售楼中心）建设已基本完成，大区（别墅、洋房等）建设正在有序推进。

（5）其他

公司主营业务中其他业务收入主要包括租赁收入、担保费收入、物业管理收入、监理收入等资产管理运营业务收入。2018 年，公司主营业务中其他业务实现收入 2.02 亿元，其中以租赁收入和材料销售收入为主。2019 年 1—3 月，公司实现其他业务收入 0.54 亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 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，2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 10 家。跟踪期内公司非同一控制下合并一家子公司，合并范围变更涉及的子公司收入及资产规模较小，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 266.24 亿元；所有者权益 112.36 亿元（含少数股东权益 3.48 亿元）；2018 年公司实现营业收入 13.62 亿元，利润总额 1.52 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 271.11 亿元；所有者权益 113.10 亿元（含少数股东权益 3.55 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 1.05 亿元，利润总额 0.16 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 266.24 亿元，同

比增长 5.15%。公司流动资产占 35.99%，非流动资产占 64.01%，非流动资产占比进一步上升，公司资产以非流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	91.71	36.22	95.82	35.99	99.29	36.62
货币资金	17.97	7.10	12.20	4.58	15.69	5.79
其他应收款	22.52	8.89	33.56	12.61	34.94	12.89
存货	47.19	18.64	43.13	16.20	43.09	15.89
非流动资产	161.50	63.78	170.41	64.01	171.82	63.38
可供出售金融资产	31.34	12.38	32.09	12.05	32.09	11.84
长期应收款	44.10	17.42	42.30	15.89	41.40	15.27
长期股权投资	40.23	15.89	41.55	15.61	41.59	15.34
在建工程	44.46	17.56	11.31	4.25	13.63	5.03
资产合计	253.21	100.00	266.24	100.00	271.11	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2018 年底，公司流动资产 95.82 亿元，同比增长 4.49%，主要系其他应收款增长所致。

2018 年底，公司货币资金 12.20 亿元，同比下降 32.14%，受限资金 0.24 亿元；公司应收账款 1.70 亿元，主要为应收武夷山嘉恒房地产有限公司的土地转让款。

2018 年底，公司其他应收款 33.56 亿元，同比上升 49.01%，主要系南平龙浦公路有限责任公司无偿划转且公司新增与福建武邵高速公路发展有限公司、福建武夷高新技术园区开发建设有限公司等往来款所致。公司其他应收款集中度较高，其他应收款对公司资金形成较大占用。

表 7 截至 2018 年底公司其他应收款余额前 5 名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	性质	账面余额	占比
南平龙浦高速公路有限责任公司	国有	7.99	24.84
福建武夷瑞通投资有限公司	国有	3.00	9.32
福建武邵高速公路发展有限公司	国有	2.91	9.04
福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有	2.27	7.04

公司			
南平市国土资源局 武夷新区分局	国有	1.92	5.98
合计	--	18.09	56.22

数据来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货为 43.13 亿元，同比下降 8.61%，系转让土地所致。公司存货主要包括 41.79 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），未计提跌价准备。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产为 170.41 亿元，同比增长 5.52%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 18.83%）、持有至到期投资（占 24.38%）、长期应收款（占 24.82%）和无形资产（占 23.33%）构成。

2018 年底，公司可供出售金融资产 32.09 亿元，同比基本稳定，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；公司长期应收款 42.30 亿元，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。

2018 年底，公司长期股权投资 41.55 亿元，同比基本稳定，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；公司在建工程 11.31 亿元，同比大幅下降，主要为延顺高速公路建设施工项目完工转入无形资产所致。公司无形资产增长至 39.77 亿元。

2018 年底，公司所有权受到限制的资产共 49.64 亿元，包括高速公路收费权 38.61 亿元、土地使用权 10.79 亿元和 0.24 亿元货币资金。

2019 年 3 月底，公司资产合计 271.11 亿元，较 2018 年底基本稳定，其中流动资产占 36.62%，非流动资产占 63.38%；非流动资产占比略有下降，资产结构与 2018 年底基本一致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，以非流动资产为主，应收类款项对资金占用明显，受土地市场和收储政策影响，公司存货周转速度和变现能力具有一定不确定性。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 112.36 亿元，同比基本稳定，其中实收资本占 6.68%、资本公积占 79.66%、未分配利润占 6.63%。

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。2018 年底，公司资本公积 89.50 亿元，公司资本公积增长主要系南平市武夷新区管理委员会向公司拨付资本金所致。

2018 年底，公司其他综合收益为 3.08 亿元，同比有所下降，主要为子公司南平实业集团有限公司可供出售金融资产公允价值变动损益。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 113.10 亿元，较 2018 年底基本稳定，资本公积增加主要系武夷新区管委会向公司拨付绕城高速资本金所致。

总体看，公司所有者权益以资本公积及实收资本为主，稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 153.88 亿元，同比增长 7.19%。流动负债占 25.45%，非流动负债占 74.55%，公司非流动负债占比有所下降。

2018 年底，公司流动负债 39.16 亿元，同比增长 27.68%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债构成以预收账款（占 9.91%）、其他应付款（占 53.01%）和一年内到期的非流动负债（占 22.00%）为主。

2018 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。

2018 年底，公司预收账款 3.88 亿元，同比增长 36.21%，系预收工程款所致。

2018 年底，公司其他应付款 18.35 亿元，同比增长 79.15%，主要系新增对南平金控往来款所致。公司对武夷集团和南平市财政局的其他应付款余额分别为 2.97 亿元和 2.07 亿元。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.61 亿元，同比基本稳定，包括一年内到期的银行借款 0.36 亿元、一年内到期的应付债券 6.00 亿元和一年内到期的长期应付款 2.25 亿元。

2018 年底，公司非流动负债 114.72 亿元，同比基本稳定，以长期借款（占 41.59%）、应付债券（占 22.55%）和长期应付款（占 34.98%）为主。

2018 年底，公司长期借款 47.71 亿元，同比增长 4.91%；公司应付债券 25.87 亿元，同比增长 8.57%，包括“13 南平高速债”等 6 支债券。

2018 年底，公司长期应付款 40.05 亿元，同比下降 5.32%，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，因武沙高速目前建设方式尚未确定，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。该笔借款金额较大，联合资信将持续关注南平金控还本付息情况。

截至2019年3月底，公司负债合计158.02亿元，较2018年底基本稳定。流动负债和非流动负债分别占22.08%和77.92%，非流动负债占比进一步上升。

表8 近年公司债务负担情况（单位：亿元，%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	11.91	12.37	7.46
长期债务	111.60	113.62	120.31
全部债务	123.51	125.99	127.77
资产负债率	56.69	57.80	58.28
长期债务资本化比率	50.44	50.28	51.55
全部债务资本化比率	52.97	52.86	53.05

资料来源：公司审计报告和财务报表

有息债务方面，2018年底，公司全部债务为125.99亿元，同比基本稳定。公司短期债务占8.42%，长期债务占91.58%，公司债务以长期债务为主。债务指标方面，2018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57.80%、52.86%和50.28%，同比基本稳定。

2019年3月底，公司全部债务合计127.77亿元，较2018年底基本稳定。其中短期债务占全部债务比例下降至5.84%；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58.28%、53.05%和51.55%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模基本稳定，债务结构以长期债务为主，债务结构符合行业特征，债务负担一般。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入13.62亿元，同比增长44.01%；同期，公司营业成本为9.00亿元，同比增长41.92%。2018年，公司营业利润率为32.52%，同比上升1.10个百分点。

2018年，公司期间费用为4.85亿元，同比增长19.34%，主要系财务费用增长所致。同期，公司期间费用占营业收入比重有所下降，2018

年为35.60%，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，2018年，公司投资收益为-1.60亿元。

2018年，公司其他收益3.50亿元，为政府补助。2018年，公司利润总额为1.52亿元，政府补助是公司利润总额的主要来源。

表9 近年公司盈利情况（单位：万元，%）

项目	2017年	2018年
营业收入	94543.24	136153.16
营业利润	9495.64	15217.94
其他收益	32000.00	35000.00
利润总额	9410.02	15217.67
净利润	6453.11	12308.08
营业利润率	31.42	32.52
总资产收益率	2.24	2.82
净资产收益率	0.59	1.10

资料来源：公司审计报告,联合资信整理

盈利指标方面，2018年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.82%和1.10%，同比均有所上升。

2019年1—3月，公司实现营业收入1.05亿元，营业利润率为28.49%，利润总额为0.16亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所提高，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，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2018年，公司经营活动现金流入量为73.40亿元，同比有所下降。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金为11.28亿元；收到其他与经营活动有关的现金为62.13亿元（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）。2018年，公司现金收入比达到82.83%，同比有所下降，主要系尚未收到部分土地转让款，公司整体收入实现质量一般。2018年，公司经营活动现金流出67.54亿元，同比有所下降，其中购

购买商品、接受劳务支付的现金为 5.65 亿元；支付其他与经营活动有关的 60.47 亿元（与南平龙浦公路有限责任公司等往来款）。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.87 亿元，同比大幅上升。

表 10 近年公司现金流情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	83.91	73.40
经营活动现金流出	83.31	67.54
经营活动现金流量净额	0.60	5.87
投资活动现金流量净额	-9.28	-17.91
筹资活动现金流量净额	2.55	6.02
现金收入比	118.43	82.83

资料来源：公司审计报告,联合资信整理

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入规模较小。公司投资活动现金流出 19.32 亿元，以购建固定资产、无形资产等支付的现金（对武夷新区绕城高速投资等）和投资支付的现金为主（购买理财以及对福建省铁路投资有限公司及福建南平有轨电车有限公司新增投资）包括高铁和高速公路的投资等。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-17.91 亿元，同比大幅下降。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 20.19 亿元，以取得借款和发行债券收到的现金为主，吸收投资收到的现金主要为武夷新区管委会拨付绕城高速资本金，收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到委贷所致。同期，公司筹资活动现金流出 14.16 亿元，以偿还债务、分配股利、利润或偿付利息收到的现金为主。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 6.02 亿元，同比有所上升。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 4.71 亿元；同期，投资活动产生的现金流量净额为-0.58 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.39 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流以往来款流入流出为主，经营活动现金净流量同

比大幅上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 244.68% 和 134.56%，同比均有所下降，仍保持在较高水平。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率回升至 284.57% 和 161.06%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 14.98%，同比大幅上升。2019 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务比率为 2.35 倍，同比有所上升，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 6.15 亿元，同比有所上升；公司全部债务/EBITDA 倍数为 20.48 倍，同比有所下降。公司长期偿债指标弱。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 78.69 亿元，已使用 58.77 亿元，尚未使用额度为 19.92 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 65.67 亿元，担保比率 58.45%，对南平市土地发展集团有限公司和部分参股高速公司担保余额较大。部分参股高速目前亏损。整体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表 11 截至 2018 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

考虑到公司为南平市最大的交通基础设施投资建设主体，且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。总

体看，公司整体偿债能力很强。

的信用等级为AA，评级展望为稳定。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司资产总额为 209.58 亿元，同比基本稳定。其中，流动资产为 79.87 亿元。从构成看，流动资产主要由存货和其他应收款构成。非流动资产为 129.71 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和长期应收款构成。

截至 2018 年底，公司母公司所有者权益为 99.75 亿元，同比基本稳定。其中，实收资本和资本公积合计占 93.65%。

截至 2018 年底，公司母公司负债总额为 80.56 亿元，同比基本稳定。公司母公司 2018 年底资产负债率为 38.44%，同比下降 2.61 个百分点。

2018 年，公司母公司实现营业收入 5.45 亿元，净利润为 1.30 亿元，主要来源于其他收益。

十、存续期债券偿债能力分析

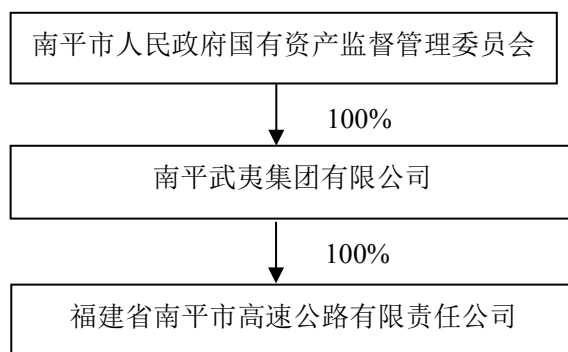
“15 南平高速 MTN001”和“15 南平高速 MTN002”均于 2020 年到期，两期债券余额共 11 亿元，公司在 2020 年面临一定的集中偿付压力。“17 南平高速 MTN001”“18 南平高速 MTN001”和“19 南平高速 MTN001”分别在 2022 年、2023 年和 2024 年到期。

2018 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为公司单年最大还本金额（11 亿元）的 0.56 倍和 6.67 倍。2018 年公司经营活动现金净流量为单年最大还本金额的 0.53 倍。总体看，经营活动现金流入量对单年最大还本金额的覆盖程度较好。

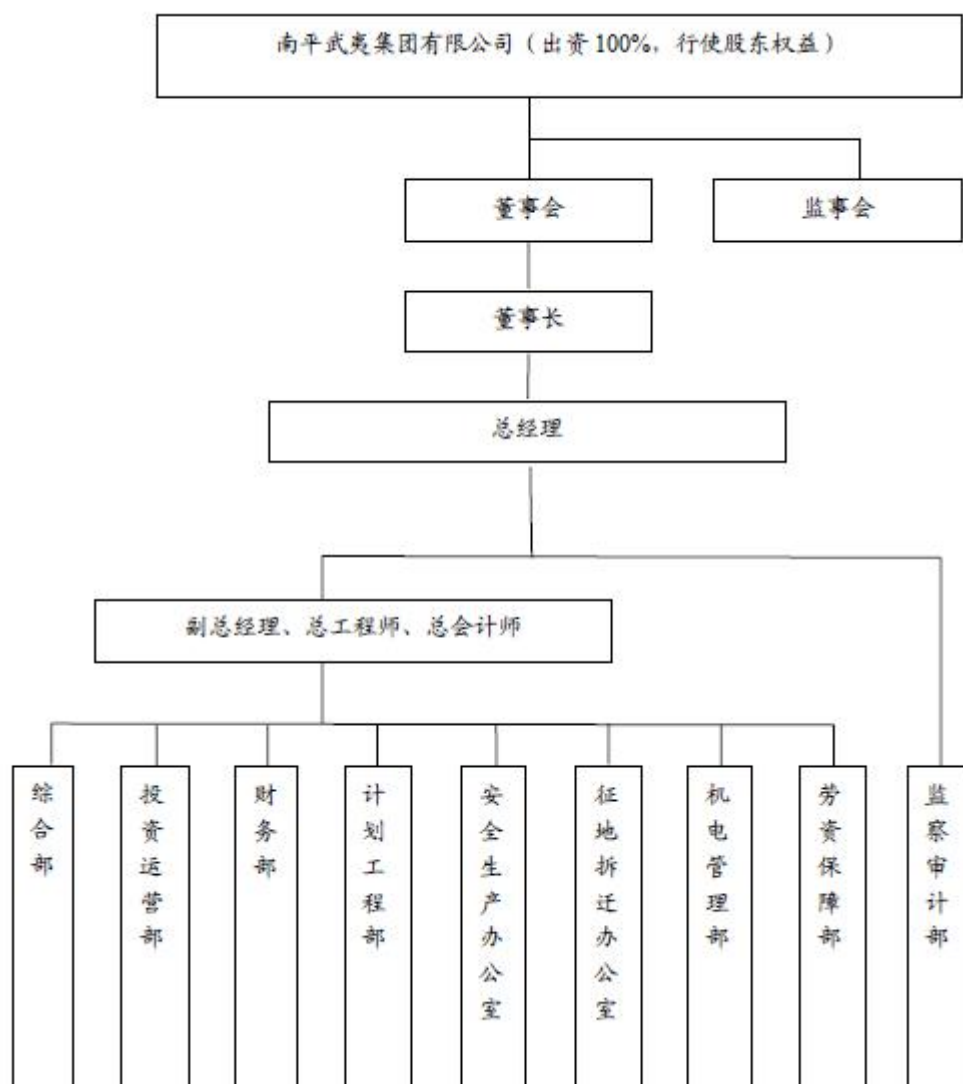
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“15南平高速MTN001”“15南平高速MTN002”“17南平高速MTN001”“18南平高速MTN001”和“19南平高速MTN001”

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2019 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
南平武沙高速公 路有限责任公司	3000.00	高速公路、桥梁、隧道的基础设施的投资、设计、建设、收费、养护、管理、技术咨询及配套服务; 与高速公路配套的服务区经营管理; 加油站建设; 汽车拯救及维修、清洗; 仓储服务; 旅游项目和房地产项目的开发; 高速公路自有产权广告位建设; 建设材料供应; 机械设备租赁和修理; 汽车配件、机电产品的销售; 园林绿化工程设计、施工	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 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.11	18.00	13.35	17.57
资产总额(亿元)	223.22	253.21	266.24	271.11
所有者权益(亿元)	109.01	109.65	112.36	113.10
短期债务(亿元)	6.43	11.91	12.37	7.46
长期债务(亿元)	81.03	111.60	113.62	120.31
全部债务(亿元)	87.46	123.51	125.99	127.77
营业收入(亿元)	10.79	9.45	13.62	1.05
利润总额(亿元)	1.01	0.94	1.52	0.16
EBITDA(亿元)	5.50	4.73	6.15	--
经营性净现金流(亿元)	14.84	0.60	5.87	4.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.42	6.49	8.72	--
存货周转次数(次)	0.16	0.13	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	69.31	118.43	82.83	159.04
营业利润率(%)	24.58	31.42	32.52	28.49
总资本收益率(%)	2.63	2.24	2.82	--
净资产收益率(%)	0.75	0.59	1.10	--
长期债务资本化比率(%)	42.64	50.44	50.28	51.55
全部债务资本化比率(%)	44.52	52.97	52.86	53.05
资产负债率(%)	51.16	56.69	57.80	58.28
流动比率(%)	283.70	299.00	244.68	284.57
速动比率(%)	130.00	145.15	134.56	161.06
经营现金流动负债比(%)	47.73	1.96	14.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.91	26.14	20.48	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.97	0.86	1.34	--

注：1、长期应付款（融资租赁款）计入有息债务；2、2019 年一季度财务数据未经审计

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%

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