

南平市武夷新区投资开发有限公司

**2013 年 18 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



南平市武夷新区投资开发有限公司

2013年18亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：国有土地使用权抵押

债券剩余规模：18亿元

债券到期日期：2020年08月06日

评级日期：2014年06月26日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：国有土地使用权抵押

债券规模：18亿元

评级日期：2013年05月23日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对南平市武夷新区投资开发有限公司（以下简称“武夷投资”或“公司”）及其2013年8月6日发行的18亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	1,938,683.82	1,278,317.47	857,403.08
所有者权益合计（万元）	1,225,860.72	1,128,968.35	684,720.50
资产负债率	36.77%	11.68%	20.14%
有息债务（万元）	663,590.94	82,495.00	64,706.00
流动比率	31.10	14.20	14.61
速动比率	10.50	1.27	2.38
营业收入（万元）	178,275.39	33,949.45	35,140.28
政府补助（万元）	30,406.34	11,779.00	14,233.00
利润总额（万元）	66,508.32	7,708.09	21,212.84
综合毛利率	22.88%	-5.16%	31.49%
总资产报酬率	4.23%	0.72%	2.94%
EBITDA（万元）	68,395.00	7,847.67	21,286.63
EBITDA利息保障倍数	2.56	1.93	5.66
经营活动净现金流（万元）	-223,905.55	-47,647.74	26,831.97

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，武夷新区开发建设力度加大，公司代建项目建设进度明显加快，带动营业收入大幅增长；
- 公司继续得到南平市政府的大力支持，自有资本实力进一步增强；
- 公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍然较好地提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 跟踪期内，南平市财政实力对上级补助和政府性基金收入的依赖性仍然较强，而一般预算支出迅速增长，财政收支平衡压力加大；
- 公司代建项目后续投资支出规模仍然很大，面临较大的资金压力；
- 公司代建项目投资建设加快，但资金回收较慢，导致经营活动现金净流出大幅扩大；
- 公司盈利对政府补助的依赖性仍然较强；
- 公司资产仍然以土地资产和代建基础设施项目为主，流动性较弱；
- 公司土地资产较多，其价值易受未来南平市土地市场波动影响；
- 公司其他应收款大幅增加，对公司营运资金的占用程度提高；
- 公司有息债务规模显著增长，偿债压力加大。

分析师

姓名：林清艳 陈远新

电话：0755-82871237

邮箱：linqy@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]1382号文件批准，公司于2013年8月6日发行18亿元公司债券，期限为7年，票面利率为6.7%。

本期债券的起息日为2013年8月6日；本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。截至2014年3月31日，本期债券未到首次付息日，尚无需兑付本息。

截至2014年3月31日，本期债券募集资金使用情况如下表所示。

表1 截至2014年3月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金	项目投资完工比例	募集资金使用比例
武夷新区合福高铁武夷山站站区市政工程项目	83,579	50,000	60,000	50,000	71.79%	100.00%
武夷新区核心区市政工程项目	180,095	80,000	120,000	80,000	66.63%	100.00%
武夷新区新岭至将口东侧主干道工程项目	88,479	50,000	41,000	41,000	46.34%	82.00%
合计	352,153	180,000	221,000	171,000	62.76%	95.00%

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，根据《南平市国资委关于福建闽北经济开发区投资开发有限公司资本公积转增实收资本的批复》（南国资[2013]214号）批准，公司新增实收资本4亿元，已进行相应的账务处理，但尚未进行工商登记变更。同时，2014年1月2日，公司将企业名称由“福建闽北经济开发区投资开发有限公司”变更为现名。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人无变化，南平市人民政府国有资产监督管理委员会仍持有公司100%的股权。

截至2013年末，公司合并范围无变化，纳入合并范围的子公司1家，为南平市武夷新区建设发展有限公司（以下简称“武夷建发”）。

截至2013年12月31日，公司资产总额为193.87亿元，所有者权益合计为122.59亿元，资产负债率为36.77%；2013年度，公司实现营业收入17.83亿元，利润总额6.65亿元，经营活动现金净流出22.39亿元。

三、地方经济与财政实力

2013年南平市经济继续保持快速发展，经济实力有所增强

2013年，南平市主要经济指标继续保持增长态势，全年实现地区生产总值1,105.82亿元，按可比价格计算，比上年增长11.2%。其中，第一产业增加值257.00亿元，增长5.0%；第二产业增加值481.13亿元，增长15.0%（其中工业增加值366.90亿元，增长13.7%）；第三产业增加值367.69亿元，增长9.5%。人均地区生产总值42,127元，比上年增长11.8%。三次产业结构由上年的23.5：42.8：33.7调整为23.2：43.5：33.3。

工业是推动南平市经济发展的重要动力，2013年全市全社会工业总产值1,428.01亿元，同比增长14.0%。其中，规模以上工业总产值1,313.63亿元，增长14.5%；规模以下工业总产值114.38亿元，增长8.9%。五大传统重点产业累计完成产值1,043.05亿元，占全市规模以上工业总产值比重的79.4%。其中，林产加工产业增长20.6%，纺织服装产业增长19.1%，食品加工产业增长17.2%，冶金建材产业增长4.9%，机械（装备）制造产业增长2.8%。

表 2 2012-2013 年南平市主要经济指标及增长速度

项目	2013 年		2012 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	1,105.82	11.20%	996.76	11.00%
第一产业增加值（亿元）	257.00	5.00%	234.49	5.40%
第二产业增加值（亿元）	481.13	15.00%	426.63	16.40%
第三产业增加值（亿元）	367.69	9.50%	335.63	7.40%
工业增加值（亿元）	366.90	13.70%	331.63	15.70%
全年固定资产投资（亿元）	1,214.45	35.10%	899.01	30.20%
社会消费品零售总额（亿元）	400.23	15.50%	346.45	16.70%
进出口总额（亿美元）	16.70	-12.70%	19.13	28.80%
存款余额（亿元）	1,144.60	14.50%	999.56	14.90%
贷款余额（亿元）	914.62	14.30%	799.92	10.80%

资料来源：南平市2012-2013年国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，武夷新区开发建设力度加大，地区经济发展迅速

根据福建省出台的《武夷新区“十二五”发展规划》，武夷新区的空间发展布局为“一城三片六组团”。一城为闽北新兴中心城市，三片为北片旅游度假专业城区、中片综合新兴中心城区、南片产业及配套服务区，六组团分别为崇安组团、武夷山景区及度假区、兴田组团、将口组团、童游组团和建阳城区。

2013年，武夷新区建设进展明显加快，主要经济指标表现良好，全年实现地区生产总值235.08亿元，同比增长19.33%；完成固定资产投资额414.12亿元，同比增长102.01%；工业总产值达到367.51亿元，同比增长88.47%。具体来看，交通基建方面，跟踪期内武夷新区区域内的京福高铁合福段、浦建龙梅快速铁路等重大交通基础设施建设正在全面推进，高铁东车站房计划2014年10月竣工调试，综合客运枢纽工程现已开工建设，加上现已通车的浦南高

速、武邵高速、峰福铁路和武夷山机场，武夷新区的交通配套不断完善。城市基础设施方面，兴田、将口、童游等重点建设片区的重大市政基础设施建设正全面铺开，由厦门援建的南平市城市规划展示馆、青少年活动中心、闽北卫生学校新校区等重大项目已完成结构封顶或交付使用。招商引资方面，武夷新区内的高新技术园区在2014年上半年共签约合同项目13个，总投资171亿元，截至2014年5月末，入园企业共88家，超亿元投资项目51个。旅游业方面，由大连万达等集团牵头并投资数十亿元打造的旅游综合体即将营业，武夷山风景区配套设施将更加趋于完善，将带动相关产业进一步发展。

表 3 2012-2013 年武夷新区主要经济指标

项目	2013 年	2012 年	同比增长
总面积（平方公里）	4,132	4,132	0.00%
从业人口（万人）	35	35	0.00%
地区生产总值（亿元）	235	197	19.33%
固定资产投资规模（亿元）	414	205	102.01%
工业总产值（亿元）	368	195	88.47%
工业增加值（亿元）	75	40	87.50%

资料来源：公司提供

跟踪期内，南平市财政整体实力继续增强，但财政收入对上级补助和政府性基金收入依赖性仍然较强，同时一般预算支出增长迅速，财政收支平衡压力加大

在经济持续快速增长的拉动下，南平市全市财政实力不断增强，2013年南平市全市可支配财力达到225.23亿元，同比增长12.77%。相比之下，由于纳入南平市本级财政核算的只有延平区，因此市本级财政实力相对偏弱，2013年南平市市本级可支配财力受政府性基金收入大幅减少影响而降低，占全市可支配财力的比重仅15.26%。

表 4 2012-2013 年南平市全市和市本级可支配财力情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	市本级	全市	市本级	全市
（一）一般预算收入	133,366	716,243	118,912	591,777
1、税收收入	108,723	561,036	96,913	475,412
2、非税收入	24,643	155,207	21,999	116,365
（二）上级补助收入	97,450	924,138	63,017	810,227
1、一般性转移支付收入	17,741	437,458	13,544	370,771
2、专项转移支付收入	58,640	436,024	28,632	389,217
3、返还性收入	21,069	50,656	20,841	50,239
（三）政府性基金收入	84,131	554,697	148,655	534,517
（四）预算外财政专户收入	28,855	57,172	30,818	60,619
地方可支配财力	343,802	2,252,250	361,402	1,997,140
一般预算支出	276,065	1,781,228	191,031	1,311,031
一般预算收入/一般预算支出	48.31%	40.21%	62.25%	45.14%

注：地方可支配财力=（一）+（二）+（三）+（四）。

资料来源：公司提供

具体来看，2013年南平市全市和市本级一般预算收入增长较快，分别达到71.62亿元和

13.34亿元，增长幅度分别为21.03%和12.16%，但是由于全市和市本级的一般预算支出规模增长迅速，一般预算收入对一般预算支出的覆盖程度持续降低，南平市财政收支平衡压力加大。从全市和市本级一般预算收入的结构看，税收收入对一般预算收入的贡献较高，近两年贡献率均在80.00%左右，表明南平市一般预算收入的质量较好，稳定性较强。

2013年南平市全市获得的政府补助收入和政府性基金收入继续增加，分别达92.41亿元和55.47亿元，占同期地方可支配财力的比重分别达41.03%和24.63%。由于政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让金收入，因而较易受国家房地产调控政策以及房地产市场变动的影响，未来该项收入出现波动的可能性较大。

总体来看，跟踪期内，南平市全市可支配财力持续增加，但由于一般预算收入规模较小，对上级补助和政府性基金收入依赖性仍然较强，同时一般预算支出规模增长迅速，财政收支平衡压力加大。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生改变，仍是主要负责武夷新区重点发展片区（兴田、童游和将口）基础设施建设、土地整治开发工作。2013年公司实现营业收入17.83亿元，较2012年大幅增长425.12%，主要是因为武夷新区基础设施建设明显加快，特别是童游组团南林行政区开发项目、兴田组团工程项目、将口组团工程项目等建设投入大幅增加，使得公司相应确认的建造合同收入较上年增长13.72亿元，成为推动当年营业收入增长的主要动力。2013年公司未确认土地整治收入，但确认了2.37亿元土地整治受托业务手续费收入，计入“代建收入”项目，收入结构变动使得公司综合毛利率改善。另外，2012年公司完成童游组团赤岸大桥延长线南北两侧14幢标准工业厂房的销售，结转销售收入6,969.86万元，但公司在厂房建设方面没有后续项目，因而2013年无标准厂房收入。

表 5 2012-2013 年公司营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整治收入	-	-	9,714.88	-57.03%
道路代建收入	497.61	2.91%	318.21	2.91%
桥梁代建收入	-	-	1.64	2.91%
建造合同收入	154,092.32	11.50%	16,929.28	11.50%
代建收入	23,683.46	97.29%	-	-
标准厂房	-	-	6,969.86	26.15%
其他业务	2.00	100.00%	15.58	47.86%
合计	178,275.39	22.88%	33,949.45	-5.16%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司继续推进武夷新区重点发展片区的土地开发整理工作，获得了一定的土地整治受托业务手续费收入

跟踪期内，公司继续推进闽北产业集中区（含闽北经济开发区）的征地、前期开发整理以及七通一平等工作。

根据南政综【2006】310号文，公司土地开发整理后由南平市国土资源局收储，并通过“招、拍、挂”等形式进行出让，出让所得的一部分返还给公司作为土地开发成本和必要收益的补偿，具体返还比例根据实际情况由公司与南平市国土资源局协商确定。

但跟踪期内，公司土地整治业务收益模式发生变动。2013年，全资子公司武夷建发与武夷新区国土资源分局土地收购储备中心（以下简称“武夷土储”）签订武夷新区土地整治委托协议，由武夷建发承担武夷新区规划范围内兴田组团、将口组团、童游组团南林行政区所涉及的土地整治、征迁安置、已收储土地的管理等工作。具体的土地整治范围和数量根据南平市人民政府下达的武夷新区土地收储年度计划确定。在结算上，协议规定根据土地收储情况及市场行情安排出让土地，所得土地出让收益优先用于归还公司垫付的土地整治费用和支付经武夷土储确认的整理业务手续费。在上述协议签订之后，2013年公司不再确认土地出让收入，转为确认土地整治受托业务手续费2.37亿元，计入“代建收入”项目。

公司代建项目建设进度明显加快，相关收入大幅增长，但资金回收较慢且后续投资支出仍然很大，公司仍将面临较大的资金压力

作为武夷新区重点发展片区基础设施建设主体，随着武夷新区建设步伐的加快，公司承担的基础设施建设任务逐步加重。2013年，公司加快建设童游组团南林行政区开发工程项目、将口组团工程项目、兴田组团工程项目、赤岸大桥延长线、赤岸大桥及接线工程和林后大桥及接线等重点项目。其中，童游组团南林行政区开发工程项目、将口组团工程项目、兴田组团工程项目主要包括各组团所在区域的七通一平工作相关基础设施建设，协议代建报酬率为13%，截至2013年末，公司对以上项目累计已投入金额17.1亿元，尚需投入82.9亿元，后续资金需求大。而赤岸大桥延长线、赤岸大桥及接线工程和林后大桥及接线工程等在建项目的协议代建报酬率为3%，截至2013年末，上述项目累计已投入金额1.08亿元，已完成计划总投资的91.79%，后续投入较小。

表 6 截至 2013 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	代建报酬率
童游组团南林行政区开发	550,000	128,270	13%
将口组团工程项目	250,000	31,067	13%
兴田组团工程项目	200,000	11,684	13%
赤岸大桥延长线	5,000	4,980	3%
赤岸大桥及接线	3,500	3,477	3%
林后大桥及接线	3,300	2,374	3%

合计	1,011,800	181,852	-
----	-----------	---------	---

注：募投项目武夷新区合福高铁武夷山东站站区市政工程项目和武夷新区新岭至将口东侧主干道工程项目包含在将口组团工程项目中，武夷新区核心区市政工程项目包括在童游组团南林行政区工程项目中。

资料来源：公司提供

公司每年按工程进度确认代建收入和结转相应的成本。2013年，公司确认童游组团南林行政区开发工程项目、将口组团工程项目、兴田组团工程项目建造合同收入15.41亿元，较上年增长810.21%；确认赤岸大桥延长线、赤岸大桥及接线工程和林后大桥及接线工程相关道路代建收入497.61万元，较上年增长56.38%。由于协议代建报酬率固定，公司代建业务毛利率维持不变。

值得注意的是，跟踪期内，公司代建工程项目建设进展明显加快，但同时项目投资成本支出和代建报酬的资金回笼较慢，拖累了公司经营净现金流表现，2013年净流出规模大幅扩大，达到22.39亿元。鉴于童游组团南林行政区开发工程项目、将口组团工程项目和兴田组团工程项目后续投入规模仍然很大，公司仍将面临较大的资金压力。

跟踪期内，公司继续得到了南平市政府在政府补助、资本注入等方面的大力支持

作为武夷新区重点发展片区的建设主体，跟踪期内，公司继续得到了南平市政府的大力支持。

政府补助方面，2013年，福建闽北经济开发区管理委员会根据南平市财政局（南财企【2008】32号）《南平市财政局关于授权福建闽北经济开发区管理委员会出具财政补贴文件的函》出具南武新区【2013】89号文件、南武新区【2013】90号文件，给予公司30,406.34万元的政府补助，为公司土地整治开发及基础设施建设的顺利进行以及贷款偿还提供了有力支持。

另一方面，出于项目建设、融资及公司运营发展需要，跟踪期内，政府继续对公司注资，增强公司的资本实力。2013年，根据南平市武夷新区管理委员会（以下简称“武夷新区管委会”）文件《关于拨付南平市武夷新区建设发展有限公司权益性资金的通知》（南武新区【2013】7号）和《南平市国资委关于福建闽北经济开发区投资开发有限公司资本公积转增实收资本的批复》（南国资【2013】214号），公司获得注资4亿元，计入资本公积，后转增实收资本，已进行相应的账务处理，但尚未进行工商变更登记。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年审计报告，其中，2012年财务数据采用2013年财务报表年初数。公司提供的财务报表均按照新会计准则编制，均为合并报表。2013年，纳入公司合并范围的子公司未发生变化，子公司基本情况如下表所示：

表 7 2013 年纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	投资金额	持股比例
南平市武夷新区建设发展有限公司	10,000.00	10,000.00	100.00%

资料来源：公司审计报告

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，仍然以土地资产和代建基础设施项目为主，资产整体流动性较弱

随着公司代建基础设施项目建设投入不断增加，公司资产规模进一步扩大，2013年末达到193.87亿元，较上年末增长51.66%。从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，流动资产占总资产的比重保持在99%以上。

表 8 2012-2013 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	347,483.64	17.92%	46,482.64	3.64%
其他应收款	174,994.64	9.03%	29,983.14	2.35%
存货	1,281,004.56	66.08%	1,159,186.70	90.68%
其他流动资产	75,000.00	3.87%	0.00	0.00%
流动资产合计	1,933,443.32	99.73%	1,273,450.80	99.62%
固定资产	4,755.82	0.24%	4,862.92	0.38%
在建工程	484.68	0.03%	3.74	0.00%
非流动资产合计	5,240.50	0.27%	4,866.66	0.38%
资产总计	1,938,683.82	100.00%	1,278,317.47	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要由货币资金、其他应收账款、存货和其他流动资产构成。2013年公司通过银行借款和发行本期债券融入资金较多，使得年末货币资金余额大幅增长，其中17亿元存款已用于中信信托有限责任公司贷款质押。公司其他应收款亦增长较快，主要是应收武夷新区管委会和武夷土储等政府单位的公司代垫土地整治款项以及少量与武夷新区管委会和江南新区建设发展有限公司等单位往来款，其中代垫土地整治款项的回收将受政府土地出让情况影响，回收期存在较大不确定性。公司存货主要为政府划拨的土地、土地前期整理成本、及代建工程项目的建设支出，2013年公司代建基础设施项目建设加快，使得年末存货余额大幅增长，2013年末存货中未结转土地整治成本、工程施工和土地占存货余额的比重分别为9.19%、14.20%和76.61%。截至2013年末，公司共拥有土地使用权27宗，总面积达453.59万平方米，全部为商住用地，使用权类型为出让，入账总价值为98.14亿元，各地块的具体情况如附录四所示，其中有25.82亿元已用于借款抵押，37.09亿元用于为本期债券本息偿付提供质押担保。我们认为，大量的土地资产有利于增强公司财务弹性，且后续若出让将给公司带来较好的土地整治收益，但同时土地交易价格波动也可能影响公司的投融资能力和未来经

营业绩。2013年末公司新增其他流动资产7.5亿元，主要是公司购买的短期银行理财产品。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司固定资产主要是房屋建筑物、机器设备和运输设备，在建工程为办公楼。截至2013年末，房屋建筑物中价值1,259.85万元的办公楼未办理房屋产权证，并且有账面价值达2,806.75万元房屋建筑物已用于借款抵押。

总体而言，公司土地资产规模较大，均为商住用地，可为公司提供一定的财务弹性，但流动性较弱。另外，公司其他应收款规模较大，对公司营运资金占用程度较高，且回收期存在一定不确定性。

盈利能力

公司营业收入大幅增长，同时受收入结构变动影响，综合毛利率提高，但公司利润对政府补助的依赖性仍然较强

2013年公司土地整治业务收益模式改变，不再确认土地整治收入，转为确认土地整治受托业务手续费收入，计入“代建收入”项目，同时当年代建基础设施项目建设进展明显加快，建造合同收入大幅增长，带动营业收入同比增长425.12%。目前公司代建基础设施项目后续建设投入仍然较大，预计一定时期内公司建造合同收入来源较有保障。

盈利能力方面，2013年公司代建基础设施项目带来的建造合同收入对公司整体收入的贡献大幅提高，代建报酬率维持不变，而土地整治受托业务手续费收入对应成本支出低，加之未确认土地整治收入和相关成本，公司当年综合毛利率大幅提高。

跟踪期内，公司继续得到政府的大力支持，获得政府补助收入30,406.34万元，较上年增长158.14%，政府补助收入占同期利润总额的比重达到45.72%，公司利润对政府补助的依赖性仍然较强。

表 9 2012-2013 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
营业收入	178,275.39	33,949.45
营业利润	36,123.99	-4,096.50
政府补助	30,406.34	11,779.00
利润总额	66,508.32	7,708.09
综合毛利率	22.88%	-5.16%
期间费用率	1.74%	5.14%
总资产报酬率	4.23%	0.72%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司经营活动现金生成能力弱，后续尚需投入资金规模较大，对外部融资的依赖明显加大，面临较大的资金压力

2013年公司净利润和非经营损益的大幅增长使得公司经营所得现金（FFO）显著增加，

达到7.25亿元。但当年童游组团南林行政区开发工程项目、兴田组团工程项目、将口组团工程项目等代建项目建设进度加快，工程施工增加引起存货余额进一步增长，同时公司代垫土地整治款项回收不及时，其他应收款相应增加，使得公司经营活动现金净流出进一步扩大，表现不佳。截至2013年末，公司代建基础设施项目未来投资支出规模接近83亿元，由于这些项目建设期的资金均由公司先行筹措，且主要代建项目的建设期较长，短期内预计公司代建项目垫资仍然较大，且代垫土地整治款项回收期也存在不确定性，预计一定时期内公司经营净现金流表现仍将持续走弱。

2013年公司投资活动现金净流出扩大，主要是公司购买银行短期理财产品尚未到期收回所致。筹资活动方面，政府权益性资金的注入、银行借款大幅增加以及本期债券发行使公司筹资活动现金流表现为较大额的净流入，合计约43亿元，为公司开展土地开发整理工作以及代建项目的建设提供了较大的资金支持。

表 10 2012-2013 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	56,892.37	7,367.44
非付现费用	377.85	110.57
非经营损益	15,233.18	3,997.78
FFO	72,503.40	11,475.79
营运资本变化	-296,408.95	-59,123.53
其中：存货减少（减：增加）	-207,825.89	-58,455.67
经营性应收项目的减少（减：增加）	-165,337.09	-40,509.98
经营性应付项目增加（减：减少）	76,754.03	39,842.13
经营活动产生的现金流量净额	-223,905.55	-47,647.74
投资活动产生的现金流量净额	-75,070.12	-2,924.98
筹资活动产生的现金流量净额	429,976.68	15,030.22
现金及现金等价物净增加额	131,001.01	-35,542.50

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，资产负债率提高，偿债压力加大

尽管2013年南平市政府继续对公司注入权益性资金4亿元，公司自有资本实力继续提升，但由于公司承担的土地整治工作和代建基础设施项目资金需求大，公司举债筹资，负债规模相应快速增长，截至2013年末，公司负债总额达到71.28亿元，较上年末增长377.29%。同时，长期债务的大幅增加使得公司负债结构转变为以非流动负债为主。

表 11 2012-2013 年公司主要负债结构（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	-	15,000.00	10.04%

应付账款	8,061.38	1.13%	34,359.41	23.01%
应交税费	27,715.69	3.89%	15,347.98	10.28%
应付利息	5,778.69	0.81%	29.01	0.02%
其他应付款	5,756.75	0.81%	13,790.92	9.23%
一年内到期的非流动负债	12,934.00	1.81%	9,326.00	6.24%
流动负债合计	62,166.16	8.72%	89,683.11	60.05%
长期借款	472,235.00	66.25%	58,169.00	38.95%
应付债券	178,421.94	25.03%	-	-
非流动负债合计	650,656.94	91.28%	59,666.00	39.95%
负债合计	712,823.10	100.00%	149,349.11	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司有息债务主要包括一年内到期的长期借款、长期借款和应付债券，截至2013年末，公司有息债务总额已达到66.36亿元，较上年末增长704.40%，占负债总额的比重达到93.09%，偿债压力明显加大。截至2013年末，公司长期借款明细如下表所示，可以看到，公司长期借款期限较长，到期日相对分散，且借款本金基本按年等额分期进行偿还，一定程度上缓解了集中偿付压力。

表 12 截至 2013 年末公司长期借款明细（单位：万元）

贷款金融机构	贷款金额	年利率	贷款期限	借款方式
国家开发银行股份有限公司	1,800.00	6.80%	2009-06-26 至 2019-06-25	质押
国家开发银行股份有限公司	6,869.00	6.80%	2007-11-26 至 2017-11-25	质押
国家开发银行股份有限公司	7,800.00	6.80%	2009-01-13 至 2019-01-12	质押
中国农业发展银行建阳市支行	1,200.00	7.83%	2008-01-08 至 2015-01-07	信用
中国农业发展银行建阳市支行	5,000.00	7.83%	2008-05-16 至 2015-05-15	信用
中国农业发展银行建阳市支行	9,000.00	5.94%	2009-11-25 至 2017-11-24	信用
中国银行股份有限公司建阳支行	2,000.00	6.60%	2010-02-10 至 2017-12-31	抵押
中国农业发展银行建阳市支行	15,000.00	6.90%	2011-09-22 至 2016-09-21	信用
国家开发银行股份有限公司	9,500.00	6.80%	2010-01-13 至 2020-01-12	抵、质押
兴业银行股份有限公司南平分行	92,000.00	6.63%	2013-05-14 至 2015-05-13	抵押
兴业银行股份有限公司南平分行	78,000.00	6.63%	2013-05-21 至 2015-05-20	抵押
中国农业发展银行建阳市支行	85,000.00	6.40%	2013-09-22 至 2018-09-21	信用
中信信托有限责任公司	170,000.00	6.00%	2013-05-22 至 2015-05-22	质押
国家开发银行有限公司	2,000.00	基准利率	2013-01-15 至 2018-01-14	抵押
合计	485,169.00	-	-	-

资料来源：公司审计报告

公司的流动负债还包括应付账款、应交税金、应付利息和其他应付款等。应付账款主要是应付南平市高速公路有限责任公司工程款以及应付福建武夷新区国土资源分局的土地补偿款。应交税费为应交未交的营业税、企业所得税，以及城市维护建设税等。应付利息主要是应付长期借款和本期债券利息。其他应付款主要系公司与南平市国土资源局武夷新区分局、福建恒超建筑工程有限公司、福建可盛市政园林工程有限公司、福建众诚建设有限公司

和福建南安一建有限公司等的往来款。

从主要偿债能力指标上看，公司资产负债率快速上升，至2013年末已达到36.77%，偿债压力加大，但公司拥有较多的土地资产，能为其提供一定的财务弹性。公司流动比率和速动比率高，2013年EBITDA增长超过利息增长，EBITDA利息保障倍数有所改善，但考虑到公司存货流动性较弱，其他应收款回收时间存在较大的不确定性，公司短期偿债能力一般。

表 13 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	36.77%	11.68%
流动比率	31.10	14.20
速动比率	10.50	1.27
EBITDA（万元）	68,395.00	7,847.67
EBITDA 利息保障倍数	2.56	1.93

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，依然较好地提升了本期债券的信用水平

为保障本期债券的本息偿付，公司以自身拥有的13宗国有土地使用权作为初始抵押资产为本期债券提供抵押担保。公司已于2013年10月9日办妥抵押登记手续（南国土他项[2013]第MBJK006号），土地他项权利人为兴业银行股份有限公司建阳市支行。根据福建国信资产评估有限公司出具的“国信评报地字（2012）第0008号”《土地评估报告》，上述抵押资产总价值37.09亿元（评估基准日：2012年1月25日），具体情况如下表所示。截至目前，公司提供的抵押土地价值为本期债券未偿付本金及一年期利息的1.93倍，依然有效地提升了本期债券的信用水平。

表 14 用于本期债券抵押担保的土地使用权情况

地名	地类（用途）	使用权类型	面积（m ² ）	评估总价（万元）
南国用（2010）第 10025 号	商住	出让	149,264.00	41,950.50
南国用（2010）第 10026 号	商住	出让	120,358.00	30,225.62
南国用（2010）第 10027 号	商住	出让	44,418.00	13,991.80
南国用（2010）第 10028 号	商住	出让	100,359.00	27,128.74
南国用（2010）第 10051 号	商住	出让	275,466.00	59,253.56
南国用（2010）第 10052 号	商住	出让	108,039.00	28,281.15
南国用（2010）第 10053 号	商住	出让	18,767.00	6,051.81
南国用（2010）第 10054 号	商住	出让	79,483.00	24,836.29
南国用（2010）第 10055 号	商住	出让	42,448.00	14,503.08
南国用（2010）第 10056 号	商住	出让	28,148.00	9,859.93
南国用（2010）第 10057 号	商住	出让	66,046.00	21,207.04
南国用（2010）第 10058 号	商住	出让	83,117.00	25,971.82

南国用（2010）第 10058 号	商住	出让	293,866.00	67,643.55
合计			1,409,779.00	370,904.91

资料来源：公司提供

七、评级结论

跟踪期内，南平市经济继续保持快速发展，武夷新区开发建设力度加大，公司代建基础设施项目投资建设进度加快，带动整体营业收入迅速增长；公司作为武夷新区重点发展片区基础设施建设主体，继续得到南平市政府在政府补助和资本注入方面的支持，自有资本实力进一步增强；公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，依然有效地提升了本期债券的信用水平。

但我们也关注到，跟踪期内，南平市一般预算支出增长迅速，财政收支平衡压力加大；公司代建基础设施项目建设加快，但资金回收较慢，拖累了经营活动现金流表现，且后续投资支出规模仍然很大，仍将面临较大的资金压力；公司收入结构变动使得综合毛利率有所改善，但盈利规模对政府补助的依赖性仍然较强；公司资产仍然以土地资产和代建基础设施项目为主，流动性较弱，且土地价值易受未来南平市土地市场波动影响；公司其他应收款大幅增加，对公司营运资金的占用程度提高；公司负债率上升，有息债务规模显著增长，偿债压力加大。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为 AA+和公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	347,483.64	46,482.64	82,025.14
应收账款	23,656.18	35,844.02	24,441.20
预付款项	31,304.30	1,954.30	1,319.77
其他应收款	174,994.64	29,983.14	31,896.42
存货	1,281,004.56	1,159,186.70	716,211.94
其他流动资产	75,000.00	0.00	0.00
流动资产合计	1,933,443.32	1,273,450.80	855,894.47
固定资产	4,755.82	4,862.92	268.76
在建工程	484.68	3.74	1,239.85
非流动资产合计	5,240.50	4,866.66	1,508.61
资产总计	1,938,683.82	1,278,317.47	857,403.08
短期借款	0.00	15,000.00	0.00
应付账款	8,061.38	34,359.41	29,586.11
预收款项	1,919.65	1,829.79	9,169.92
应交税费	27,715.69	15,347.98	14,692.07
应付利息	5,778.69	29.01	0.00
其他应付款	5,756.75	13,790.92	5,128.47
一年内到期的非流动负债	12,934.00	9,326.00	0.00
流动负债合计	62,166.16	89,683.11	58,576.58
长期借款	472,235.00	58,169.00	64,706.00
应付债券	178,421.94	0.00	0.00
专项应付款	0.00	1,497.00	49,400.00
非流动负债合计	650,656.94	59,666.00	114,106.00
负债合计	712,823.10	149,349.11	172,682.58
实收资本(或股本)	50,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积金	1,052,160.14	1,052,160.14	615,279.73
盈余公积金	7,332.82	6,514.53	5,952.10
未分配利润	116,367.76	60,293.68	53,488.67
归属于母公司所有者权益合计	1,225,860.72	1,128,968.35	684,720.50
所有者权益合计	1,225,860.72	1,128,968.35	684,720.50
负债和所有者权益总计	1,938,683.82	1,278,317.47	857,403.08

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	178,275.39	33,949.45	35,140.28
其中：营业收入	178,275.39	33,949.45	35,140.28
二、营业总成本	142,483.08	38,045.95	28,162.33
其中：营业成本	137,489.50	35,702.56	24,074.66
营业税金及附加	1,888.18	599.75	2,197.74
销售费用	105.70	236.50	127.71
管理费用	2,198.42	1,563.38	1,868.82
财务费用	801.28	-56.24	-106.61
加：投资收益	331.68	0.00	2.64
三、营业利润	36,123.99	-4,096.50	6,980.59
加：营业外收入	30,406.34	11,804.60	14,233.66
减：营业外支出	22.02	0.01	1.41
四、利润总额	66,508.32	7,708.09	21,212.84
减：所得税	9,615.96	340.65	2,107.94
五、净利润	56,892.37	7,367.44	19,104.90
减：少数股东损益	0.00	0.00	-227.98
归属于母公司所有者的净利润	56,892.37	7,367.44	19,332.88

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	35,844.02	1,075.16	11,757.31
收到其他与经营活动有关的现金	237,801.85	55,891.08	44,904.73
经营活动现金流入小计	273,645.87	56,966.23	56,662.04
购买商品、接受劳务支付的现金	211,286.23	80,531.47	19,651.15
支付给职工以及为职工支付的现金	749.06	290.26	105.59
支付的各项税费	63.46	503.68	177.47
支付其他与经营活动有关的现金	285,452.67	23,288.55	9,895.85
经营活动现金流出小计	497,551.42	104,613.97	29,830.07
经营活动产生的现金流量净额	-223,905.55	-47,647.74	26,831.97
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	4,000.00
取得投资收益收到的现金	216.13	0.00	2.64
收到其他与投资活动有关的现金	79,400.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	79,616.13	0.00	4,002.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	286.25	2,921.24	43.44
投资支付的现金	0.00	3.74	6,560.00
支付其他与投资活动有关的现金	154,400.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	154,686.25	2,924.98	6,603.44
投资活动产生的现金流量净额	-75,070.12	-2,924.98	-2,600.80
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	40,000.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	671,300.00	25,515.00	9,925.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,497.00	49,400.00
筹资活动现金流入小计	711,300.00	27,012.00	59,325.00
偿还债务支付的现金	90,326.00	7,726.00	8,433.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20,997.32	4,255.78	3,790.00
支付其他与筹资活动有关的现金	170,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	281,323.32	11,981.78	12,223.00
筹资活动产生的现金流量净额	429,976.68	15,030.22	47,102.00
四、现金及现金等价物净增加额	131,001.01	-35,542.50	71,333.17

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	56,892.37	7,367.44	19,104.90
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	377.85	110.57	73.78
财务费用	15,564.86	3,997.78	-109.02
投资损失	-331.68	0.00	-2.64
存货的减少	-207,825.89	-58,455.67	-19,651.15
经营性应收项目的减少	-165,337.09	-40,509.98	-2,359.02
经营性应付项目的增加	76,754.03	39,842.13	29,775.12
经营活动产生的现金流量净额	-223,905.55	-47,647.74	26,831.97

附录四 截至2013年末公司拥有的土地资产

地块号	坐落	用途	使用权类型	使用权面积 (平方米)	入账价值 (万元)
新岭古建 1#	新岭—将口大道两侧	商住	出让	120,358	16,921.13
新岭古建 2#	新岭—将口大道东侧	商住	出让	44,418	7,752.01
新岭古建 3#	新岭—将口大道西侧	商住	出让	100,359	15,049.53
将口公寓	将口大道南侧	商住	出让	1,643,037	193,403.53
钟山	赤岸大桥延长线北侧	商住	出让	149,264	21,445.06
新岭连墩 1#	新岭—将口大道东侧	商住	出让	275,466	39,831.28
新岭连墩 2#	新岭—将口大道东侧	商住	出让	108,039	19,046.74
新岭连墩 3#	新岭—将口大道东侧	商住	出让	18,767	3,503.55
林后花园 10#	林后水库南侧林后大桥延长线北侧	商住	出让	79,483	17,784.48
林后花园 11#	林后水库南侧林后大桥延长线北侧	商住	出让	42,448	10,388.43
林后花园 12#	林后水库南侧林后大桥延长线北侧	商住	出让	28,148	7,062.76
林后花园 13#	林后水库南侧林后大桥延长线北侧	商住	出让	66,046	15,186.29
林后花园 14#	林后水库南侧林后大桥延长线北侧	商住	出让	83,117	18,597.59
林后花园 16#	林后水库北侧	商住	出让	293,866	49,073.56
林后花园 7#	林后水库东侧园区主干道西侧	商住	出让	151,950	49,813.46
林后花园 8#	园区主干道西侧	商住	出让	194,758	61,501.85
林后花园 9#	林后水库东侧	商住	出让	156,455	47,522.27
林后花园 1#	林后水库北侧	商住	出让	111,071	387,480.41
林后花园 2#	林后水库北侧	商住	出让	123,336	
林后花园 3#	林后水库北侧	商住	出让	132,592	
林后花园 4#	林后水库北侧	商住	出让	118,192	
林后花园 5#	林后水库北侧	商住	出让	97,522	
林后花园 6#	林后水库北侧	商住	出让	146,605	
滨江东路 1#	滨江东路东侧	商住	出让	75,824	
滨江东路 2#	滨江东路东侧	商住	出让	71,276	
滨江西路 1#	滨江西路西侧	商住	出让	46,341	
滨江西路 2#	滨江西路西侧	商住	出让	57,208	
合计	-	-	-	4,535,946	981,363.93

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。