

南平市武夷新区投资开发有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；
维持“15武夷新区债/PR武夷债”的信用等级为**AAA**；
维持“18武夷投资CP002”的信用等级为**A-1**；
维持“19武夷管廊债/19武管廊”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十五日

南平市武夷新区投资开发有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 南平市武夷新区投资开发有限公司

本次主体信用等级 **AA**，评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA**，评级展望 稳定

本次跟踪债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	债券存续期	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级
15 武夷新区 债/PR 武夷债	15	2015.9.28~ 2022.9.28	AAA	AAA
18 武夷投资 CP002	7	2018.11.30~ 2019.11.30	A-1	A-1
19 武夷管廊 债/19 武管廊	12	2019.3.21~ 2026.3.21	AA	AA

注：“15 武夷新区债/PR 武夷债”余额为 12.00 亿元，由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

概况数据

武夷新区投资 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	322.59	350.22	340.60	366.14
所有者权益合计(亿元)	140.84	145.97	153.88	154.37
总负债(亿元)	181.75	204.25	186.72	211.77
总债务(亿元)	172.61	176.41	118.64	136.54
营业总收入(亿元)	19.69	17.68	23.07	8.31
经营性业务利润(亿元)	2.74	2.29	2.68	0.70
净利润(亿元)	2.29	2.13	1.91	0.49
EBIT(亿元)	4.02	5.04	6.82	1.11
EBITDA(亿元)	4.06	5.08	6.86	--
经营活动净现金流(亿元)	-19.82	-12.26	-10.31	4.08
收现比(X)	0.15	0.34	0.60	0.01
总资产收益率(%)	1.33	1.50	1.97	--
营业毛利率(%)	19.41	12.41	15.86	13.87
应收类款项/总资产(%)	18.25	21.78	26.71	27.27
资产负债率(%)	56.34	58.32	54.82	57.84
总资本化比率(%)	55.07	54.72	43.53	46.94
总债务/EBITDA(X)	42.55	34.70	17.30	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.48	0.59	0.73	--

注：1、公司各期财务报告执行新会计准则；2、公司短期债务中包含其他应付款和其他流动负债中的带息债务，长期债务中包含公司长期应付款中的带息债务；3、公司 2019 年一季报未经审计，且公司未提供资本化利息支出及现金流量补充情况，相关指标无效。

中合担保(合并)	2016	2017	2018
总资产(亿元)	121.04	122.48	116.50
担保责任准备金(亿元)	12.29	13.70	13.58
所有者权益(亿元)	82.69	86.33	83.60
在保余额(亿元)	869.47	1,088.79	1,004.98
年新增担保额(亿元)	586.67	362.99	89.26
担保业务净收益(亿元)	5.41	6.76	7.32
投资收益(含公允价值变动损益)(亿元)	5.90	6.40	2.28
净利润(亿元)	5.29	6.11	0.71

基本观点

中诚信国际维持南平市武夷新区投资开发有限公司（以下简称“武夷新区投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 武夷新区债/PR 武夷债”的债项信用等级为 **AAA**，维持“18 武夷投资 CP002”债项信用等级为 **A-1**，维持“19 武夷管廊债/19 武管廊”债项信用等级为 **AA**。

2018 年以来，南平市区域经济实力不断增强，公司总债务规模大幅下降。同时，中诚信国际也关注到公司短期债务偿付压力较大、未来投资压力较大以及收入来源较为单一且回款存在时滞性等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

中诚信国际还考虑了中合担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对“15 武夷新区债/PR 武夷债”还本付息的保障作用。

优势

- **南平市经济实力不断增长。**2018 年，南平市地区生产总值为 1,792.51 亿元，同比增长 6.6%。南平市区域经济实力不断增强，为公司发展提供良好的外部环境。
- **总债务规模大幅下降。**2018 年，公司归还部分到期债务，债务规模大幅下降。截至 2018 年末，公司总债务规模为 118.64 亿元，较上年末下降 57.77 亿元。
- **偿债保障措施极强。**中合担保为“15 武夷新区债/PR 武夷债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

关注

- **短期债务偿付压力较大。**公司债务主要集中于 2019 年偿还，公司 2019 年 4~12 月将到期的债务为 59.40 亿元，中诚信国际将对公司偿债资金到位情况保持关注。
- **公司未来投资压力较大。**公司的基础设施建设业务需要投入的资金规模较大，给公司带来一定的投资压力。
- **收入来源较为单一且回款存在时滞性。**公司不再开展土地开发整理项目工作，基础设施建设业务是公司收入的主要来源，公司收入来源较为单一。公司基础设施建设业务获现能力较弱且公司已投入的土地开

平均资本回报率 (%)	7.52	7.24	0.84
累计代偿率 (%)	1.71	2.21	2.81
核心资本放大倍数(母公司口径) (X)	9.69	11.69	10.92
净资产放大倍数(母公司口径) (X)	10.53	12.63	11.83
融资性担保放大倍数 (X)	3.71	4.33	9.54

注：1、担保业务净收益=担保业务收入-担保业务成本；2、2015年12月起，公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额所计算的担保放大倍数。2018年4月之后，公司按照七部委联合印发的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数；3、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

资料来源：中合担保、中诚信国际整理

发成本未来将由南平市政府安排专项资金进行偿付，资金回笼存在时滞性。

分析师

项目负责人：付一歌 ygfu@ccxi.com.cn
项目组成员：王紫薇 zwwang@ccxi.com.cn
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100
2019年6月25日

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。此次评级为定期跟踪评级。

募投项目进展情况

根据公司提供的相关资料，“15 武夷新区债/PR 武夷债”债券募集资金 15 亿元，其中 12 亿元用于南林片区市政道路及场平工程项目，3 亿元用于芹口片区市政道路及场平工程项目。截至 2019 年 3 月末，公司募投项目均已完工，资金已全部使用完毕。

“19 武夷管廊债/19 武管廊”债券募集资金 12 亿元，其中 9 亿元用于南平市武夷新区南林片区综合管廊工程项目的投资建设，截至 2019 年 3 月末已使用 4 亿元；3 亿元用于补充流动资金，截至 2019 年 3 月末已使用 2.7 亿元。

基本分析

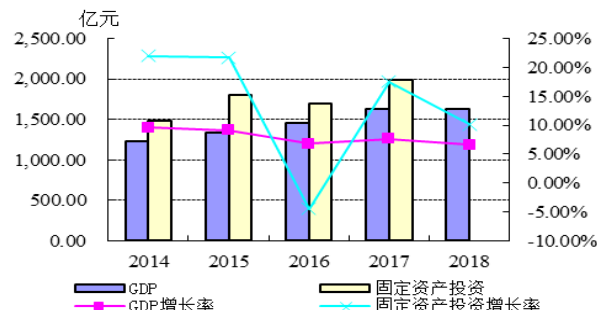
2018 年以来，南平市区域经济稳步发展，重点产业增势良好，为公司发展持续提供良好的外部环境

2018 年，南平市地区生产总值（GDP）为 1,792.51 亿元，按可比口径计算，同比增长 6.6%。其中，南平市第一产业增加值为 291.05 亿元，同比增长 0.8%；第二产业增加值 775.80 亿元，同比增长 8.3%；第三产业增加值 725.66 亿元，同比增长 7.5%，三次产业结构由 2017 年的 20.2:43.0:36.8 调整为 2018 年的 16.2:43.3:40.5，第二、三产业已然成为推动南平市经济发展的核心动力，经济结构得到了进一步的优化。2018 年，南平市人均地区生产总值为 66,760 元，同比增长 6.0%。

2018 年，南平市固定资产投资增速较高，较 2017 年增长 10.1%，但第三产业固定资产投资增速仅为 1.2%。与此同时，南平市重点产业发展态势良好。2018 年，南平市规模以上工业增加值较 2017 年增长 8.8%。南平市规模以上工业的 36 个行业大类中有 16 个行业增加值增速为两位数。其中，废弃资源综合利用业较 2017 年增长 88.8%，印刷和记录媒介复制业较 2017 年增长 52.6%，黑色金属冶炼

和压延加工业较 2017 年增长 46.4%，黑色金属矿采选业较 2017 年增长 37.4%，仪器仪表制造业较 2017 年增长 32.1%，汽车制造业较 2017 年增长 26.9%。

图 1：南平市 2014~2018 年 GDP、固定资产投资及增长率



资料来源：南平市统计公报

总体来看，南平市经济发展水平稳步提高，经济结构不断优化，重点产业增势良好，为公司的发展持续提供良好的外部环境。

受工程建设进度加快影响，建造合同收入及代建收入增加；公司在建基础设施项目较多且回款具有一定滞后性，未来面临一定的资本支出压力

公司作为武夷新区重要的城镇化建设主体，承担了武夷新区道路、桥梁等重要基础设施建设任务。2018 年以来，公司业务模式未发生变化。

回购模式下，截至 2019 年 3 月末，公司在建工程建造合同项目主要为赤岸大桥及接线、林后大桥及接线、跨铁路旱桥等道路桥梁项目以及兴田片区项目、将口片区项目、童游片区南林项目等区域基础设施建设项目。截至 2019 年 3 月末，上述工程项目合同总金额为 146.92 亿元，公司累计已投入 98.50 亿元，未来尚需投入金额较大，公司具有较大的投资压力。收入确认方面，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现建造合同收入 19.40 亿元和 8.05 亿元，2018 年较 2017 年增长 16.45%。截至 2019 年 3 月末，公司累计确认建造合同收入 104.92 亿元，已收到回款 6.20 亿元。未来，武夷新区管委会将根据公司资金需求逐步支付剩余工程款，中诚信国际对项目回款情况保持关注。

表 1：截至 2019 年 3 月末公司主要在建工程项目合同情况

项目名称	建造合同金额 (亿元)	累计投资 (亿元)	已确认合同收入 (亿元)	已回款金额(亿元)
童游片区南林核心区开发项目（基础设施 建设）	100.74	70.58	73.52	6.20
将口片区工程项目（基础设施 建设）	25.00	23.68	26.73	0.00
兴田片区工程项目（基础设施 建设）	20.00	3.12	3.52	0.00
林后大桥及接线	0.33	0.26	0.27	0.00
赤岸大桥及接线	0.35	0.34	0.35	0.00
跨铁路旱桥项目	0.50	0.52	0.53	0.00
合计	146.92	98.50	104.92	6.20

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司未签订协议的在建工程项目包括西岸国际度假村项目、闽江防洪工程武夷新区段一期、武夷新区旅游观光轨道交通生态建设示范项目和莲花山水厂项目等，公司未签订协议的在建工程项目尚未确定计划总投资，部分项目未确定投资单位。截至 2019 年 3 月末，未签订协议的项目已投资金额 8.50 亿元，主要为公司因项目前期相关工作所产生的资金支出。上述项目之后将由武夷新区管委会安排协调具体的承建单位进行建设。若项目仍由公司负责建设，项目将按照回购模式开展；若项目交由其他单位建设，公司与具体的承建单位将于项目移交时进行结算。

代建模式下，截至 2019 年 3 月末，公司在建项目为省道 303 项目，该项目总投资额为 30.00 亿元，已投资 17.85 亿元。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现代建收入 1.54 亿元和 0.26 亿元，2018 年较 2017 年增长 1.15 亿元，主要系当年公司工程建设进度加快所致。

总体来看，公司承担了武夷新区多个片区项目的建设任务，未来武夷新区各片区建设任务较重，

公司基础设施建设业务量充足，建造合同收入有一定保障。但中诚信国际同时关注到，公司承建项目总投资规模较大，建设周期较长且回款情况较差，公司面临一定的资金压力。

2018 年公司获得南平市政府拨付的土地补偿资金，中诚信国际仍将持续关注后续资金到位情况

因政府规划和公司自身转型要求，2017 年起公司不再承担童游片区、兴田片区和将口片区土地整理开发项目工作，公司累计已投入的土地开发成本共计 46.14 亿元，未来将由南平市政府安排专项资金进行偿付。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司共获得补偿资金 5.14 亿元。

2018 年，公司通过二级市场转让账面土地，实现土地转让收入 2.13 亿元，由于土地系由政府以原价收储，毛利率为负。土地储备方面，截至 2019 年 3 月末，公司土地资产总面积达到 478.42 万平方米，均为出让地，且已办理土地证，账面价值达 100.24 亿元。其中，截至 2019 年 3 月末，公司使用权受到限制的土地账面价值为 65.58 亿元。

总体来看，公司不再开展土地开发整理工作，公司已获得南平市政府拨付的部分土地补偿资金，但中诚信国际仍将持续关注后续资金到位情况。

财务分析

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 2015~2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

2018 年以来公司盈利水平保持相对稳定；同时得益于财政贴息，公司三费规模下降明显

2018 年，受工程建设进度加快及土地转让收入增加影响，公司营业总收入为 23.07 亿元，较上年增加 30.52%。其中，建造合同收入 19.40 亿元，代建收入 1.54 亿元，受工程建设进度加快影响，均较 2017 年有所增加。2018 年，公司实现土地转让收入 2.13 亿元，为公司通过二级市场转让账面土地获

得的收入。毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 15.86%，较 2017 年有所增长。其中，建造合同收入和代建收入毛利率分别为 11.21% 和 98.69%，较

为稳定。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 8.31 亿元，其中建造合同收入和代建收入分别为 8.05 亿元和 0.26 亿元。同期，公司营业毛利率为 13.87%。

表 2：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建造合同收入	17.78	11.02	16.66	11.02	19.40	11.21	8.05	11.21
代建收入	1.91	97.76	0.39	93.25	1.54	98.69	0.26	95.31
其中：工程建设	0.51	--	0.39	--	1.54	--	0.26	--
土地经营	1.40	--	--	--	--	--	--	--
土地转让收入	--	--	0.61	-2.96	2.13	-1.69	--	--
其他业务	0.0006	100.00	0.01	100.00	0.0002	100.00	0.005	100.00
合计/综合	19.69	19.41	17.68	12.41	23.07	15.86	8.31	13.87

注：加总数与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 0.96 亿元，较上年有所下降，主要系当年公司收到财政贴息 3.25 亿元，财务费用有所减少所致。2018 年，公司营业总收入亦有所增长，公司三费收入占比由 2017 年的 16.36% 大幅下降至 4.17%。2019 年 1~3 月，公司三费合计为 0.44 亿元，占营业总收入的比例为 5.29%。

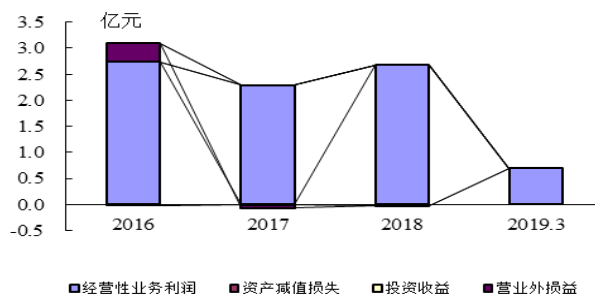
表 3：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司三费分析

项目名称	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用（亿元）	0.003	0.002	0.002	0.0001
管理费用（亿元）	0.16	0.16	0.15	0.04
财务费用（亿元）	0.89	2.73	0.81	0.40
三费合计（亿元）	1.06	2.89	0.96	0.44
营业总收入（亿元）	19.69	17.68	23.07	8.31
三费收入占比（%）	5.38	16.36	4.17	5.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现利润总额 2.66 亿元和 0.70 亿元，仍主要来自于经营性业务利润。同期，公司经营性业务利润分别为 2.68 亿元和 0.70 亿元。此外，2018 年，公司实现投资收益 -127.87 万元，主要为公司对南平大武夷旅游发展有限公司的股权投资带来的投资损失。

图 2：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，2018 年以来，受益于营业总收入增加及财政贴息，公司盈利能力有所提升。但公司财政贴息不具有可持续性，公司自身盈利能力有待提高。

2018 年公司债务规模下降明显，财务杠杆亦有所下降，但偿债指标仍较弱

资产结构方面，截至 2018 年末，公司总资产为 340.60 亿元，较上年末略有下降，主要系公司以自有资金偿还部分债务导致货币资金下降所致。公司总资产仍以存货和其他应收款为主。截至 2018 年末，存货为 228.86 亿元，较上年末增长 7.07%，其中包括土地使用权 100.24 亿元和工程施工成本 104.94 亿元；其他应收款为 77.56 亿元，较上年末增长 17.13%，主要系与政府部门的往来款增加所致。截至 2018 年末，公司总负债为 186.72 亿元，较上年末下降 8.59%。2018 年末，随着公司债务的偿付，公司应付债券及长期借款均呈现下降趋势。2018 年

末，公司应付债券为33.05亿元，较2017年末下降15.61%；公司长期借款为21.44亿元，较2017年末下降50.11%。2018年末，公司长期应付款为42.49亿元，其中专项应付款为9.16亿元。截至2018年末，公司长期应付款较2017年末上升17.00%，主要系会计政策变更以及政府项目建设资本金增加所致。截至2018年末，公司所有者权益合计增长至153.88亿元，主要系武夷新区管委会增加对公司及下属子公司的权益性资金投入6.00亿元计入资本公积所致。截至2018年末，资产负债率和总资本化比率分别为54.82%和43.53%，较上年末均有不同程度地下降。截至2019年3月末，公司总资产增加至366.14亿元，总负债增加至211.77亿元，主要系公司新增借款所致。截至2019年3月末，公司所有者权益合计上升至154.37亿元，主要系未分配利润增加所致。截至2019年3月末，公司资产负债率上升至57.84%，总资本化比率上升至46.94%。

现金流方面，2018年，公司经营活动净现金流为-10.31亿元，较2017年经营活动净现金流缺口有所缩小，主要系当年公司收到的往来款金额较大所致。2018年，公司收现比为0.60倍，较上年有所提升，但获现能力仍较弱。2018年，公司投资活动净现金流为-0.83亿元，规模仍较小。2018年，公司筹资活动净现金流为-8.59亿元，较2017年有所下降，主要系公司当年偿还债务所支付的现金较大所致。

偿债能力方面，2018年及2019年3月末，公司总债务分别为118.64亿元和136.54亿元，2018年末较2017年末下降32.75%，2018年公司归还债务规模较大，债务压力有所减小。截至2018年及2019年3月末，公司长期债务分别为58.18亿元和72.56亿元；公司短期债务分别为60.45亿元和63.98亿元；公司长短期债务比分别为1.04倍和0.88倍，2018年以来公司债务结构有所优化。2018年，公司EBITDA增至6.86亿元，对总债务及利息的覆盖能力有所增强，但仍不能形成有效覆盖。2018年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为17.30倍和0.73倍。2018年，公司经营活动净现金流呈现净流出状态，公司经营活动净现金流对债务本息无覆盖能力。总体来看，公司的偿债指标仍较弱。

表 4：2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司偿债能力分析

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
长期债务（亿元）	150.35	118.45	58.18	72.56
总债务（亿元）	172.61	176.41	118.64	136.54
EBITDA（亿元）	4.06	5.08	6.86	--
经营活动净现金流（亿元）	-19.82	-12.26	-10.31	4.08
总资本化比率（%）	55.07	54.72	43.53	46.94
资产负债率（%）	56.34	58.32	54.82	57.84
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.11	-0.07	-0.09	--
总债务/EBITDA（X）	42.55	34.70	17.30	--
经营活动净现金流利息倍数（X）	-2.35	-1.42	-1.10	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.48	0.59	0.73	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

到期债务分布方面，公司债务主要集中于2019年4~12月，届时公司将到期的债务规模为59.40亿元，公司面临较大短期债务偿付压力。

表 5：2019 年 3 月末公司到期债务分布情况（亿元）

到期年份	2019.4~12	2020	2021	2022	2023 及以后
到期金额	59.40	24.51	19.39	10.56	22.38

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至2019年3月末，公司及其子公司获得银行等金融机构授信147.51亿元，其中尚未使用额度为57.97亿元。

受限资产方面，截至2019年3月末，公司共抵押土地、房产及银行存款等资产账面价值合计69.08亿元，占同期总资产的18.87%。公司受限资产占总资产的比例较大，对公司资产流动性产生一定影响。

或有负债方面，截至2019年3月末，公司对外担保余额为14.32亿元，担保对象为南平市武夷建工投资发展有限公司、南平市高铁片区开发有限公司和福建武夷高新技术园区开发建设有限公司等，对外担保余额占净资产的比例为9.28%。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至2019年5月10日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

担保实力

“15 武夷新区债/PR 武夷债”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日在国家工商行政管理总局注册设立，注册资本为 51.26 亿元人民币，是中外合资的域融资担保机构。中合担保是落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2010 年，《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》提出要求“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”，国家发改委为落实国务院精神推动组织设立中合担保。中合担保的设立也是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，有效缓解中小企业融资难，发展多层次中小企业金融服务的重要举措。2016 年 5 月 23 日，中合担保在北京市工商行政管理局变更登记，增加新股东天津天海投资发展股份有限公司，增加注册资本 20.50 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本为 71.76 亿元。

中合担保现有中方和外方共 8 家股东，其中中方股东 6 家，包括海航科技股份有限公司、海航资本集团有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、中国进出口银行和内蒙古鑫泰投资有限公司。外方股东包括 JPMorgan China Investment Company Limited 和西门子(中国)有限公司。海航科技股份有限公司和海航资本集团有限公司作为关联方，合计持有公司 43.34% 的股份，在 10 名董事组成的董事会中合计拥有 2 名股东的席位。

中合担保以支持中小企业发展为宗旨，愿景是充分发挥自身优势，不断创新业务模式，为广大客户、特别是中小企业提供有效的金融服务，在服务客户、回报股东和回馈社会的过程中求得自身的发展，成为具有市场竞争力和行业影响力的创新型担保公司。

目前，中合担保与各级政府、各商协会、各主要金融机构的合作正在积极推进，在传统贷款担保、组合模式担保、债券发行担保、贸易融资担保、工程履约担保和投资项目担保等领域的业务已经全面铺开。同时，中合担保在诸如小微增信集合债、互联网消费金融资产支持证券以及在存量担保资

产转卖、新项目预约借款等新兴业务领域进行了模式创新和开拓。截至 2018 年末，中合担保总资产为 116.50 亿元，所有者权益为 83.60 亿元。

截至 2018 年末，中合担保在保余额为 1,004.98 亿元，较上年末下降 7.70%，融资担保责任余额为 810.97 亿元。2018 年全年，中合担保实现担保费收入 7.47 亿元，同比减少 10.95%。从业务结构来看，截至 2018 年末，中合担保融资性担保业务在保余额占比为 98.51%，其中，债券担保和金融产品担保为中合担保的主要业务，在保余额合计占比 95.10%。此外，主要受保本基金业务解保致使保本基金履约保证担保余额大幅减少影响，中合担保非融资性担保业务的在保余额占比降至 1.49%。业务品种方面，企业债为中合担保业务品种的主要组成部分，截至 2018 年末，企业债在保余额占比 81.52%，其他业务品种的占比均在 6% 以下。

中诚信国际肯定了中合担保较强的股东背景、雄厚的资本实力、创新业务良好的发展空间、较好的公司治理架构和持续完善的风险管理体系。同时，中合担保面临诸多挑战，包括代偿上升和资产减值损失扩大对业务运营带来负面影响、担保业务结构有待改善、资产结构仍需优化以及创新业务对人力和风控提出更高要求等。此外，公司是国务院关于利用外资设立担保公司、支持中小企业发展的试点项目，由国家发改委牵头组织设立，实行“政策性指导，商业化运作”，得到国家政府部门的大力支持，中诚信国际将此因素纳入本次评级考虑。鉴于此，中诚信国际评定中合担保主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。表明中合担保未来一段时间的信用状况保持稳定。

总体来看，中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够为“15 武夷新区债/PR 武夷债”的还本付息提供十分有力的保障。

评级展望

未来一段时期内，南平市经济实力将不断提升，公司总债务将有所下降。同时，中诚信国际也关注到公司债务主要集中于 2019 年偿还，具有较大的短期债务偿付压力；公司的基础设施建设业务未来需要投入的资金规模较大；公司不再负责土地整理业务，收入来源较为单一且回款存在时滞性等

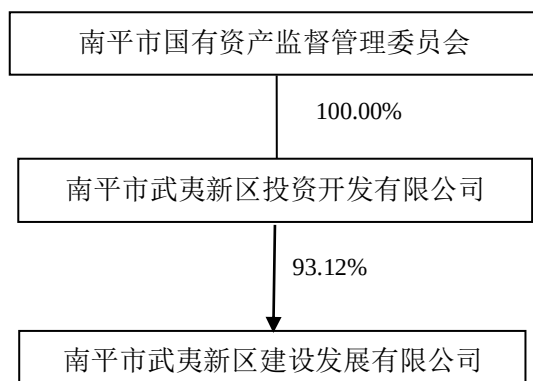
因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

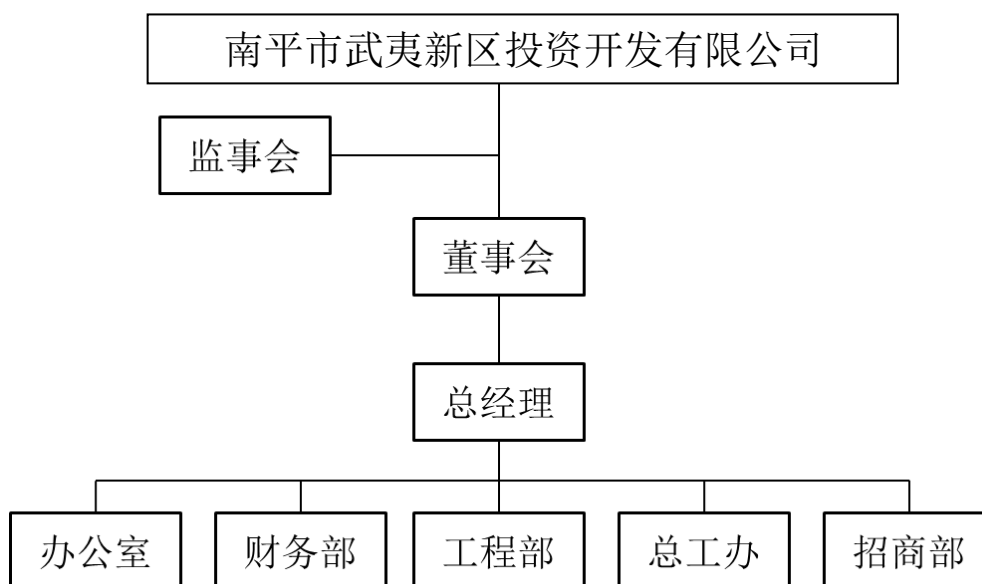
中诚信国际维持南平市武夷新区投资开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 武夷新区债/PR 武夷债”的债项信用等级为 **AAA**；维持“18 武夷投资 CP002”债项信用等级为 **A-1**；维持“19 武夷管廊债/19 武管廊”债项信用等级为 **AA**。

附一：南平市武夷新区投资开发有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：南平市武夷新区投资开发有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：南平市武夷新区投资开发有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	667,600.56	565,095.17	167,816.92	247,408.40
应收账款	81,243.80	80,579.95	105,951.12	108,609.33
其他应收款	488,375.79	662,175.10	775,616.14	861,628.52
存货	1,896,611.14	2,057,501.83	2,202,933.76	2,288,637.90
可供出售金融资产	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
长期股权投资	4,760.30	4,651.56	4,523.69	4,523.69
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	3,225,923.93	3,502,230.36	3,405,956.57	3,661,398.35
其他应付款	131,272.18	213,776.61	238,584.14	314,221.28
短期债务	222,651.10	579,614.51	604,526.57	639,790.37
长期债务	1,503,485.35	1,184,509.47	581,837.54	725,637.54
总债务	1,726,136.45	1,764,123.98	1,186,364.11	1,365,427.90
总负债	1,817,543.53	2,042,546.85	1,867,174.82	2,117,682.20
费用化利息支出	9,352.58	28,173.03	41,557.53	4,166.24
资本化利息支出	75,003.85	58,136.19	52,295.55	--
实收资本	110,000.00	110,000.00	110,000.00	110,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,408,380.40	1,459,683.50	1,538,781.75	1,543,716.15
营业总收入	196,877.48	176,790.36	230,741.04	83,118.68
经营性业务利润	27,406.32	22,876.09	26,794.47	6,973.23
投资收益	-139.70	-108.74	-127.87	0.00
营业外收入	4,000.00	0.00	0.00	0.00
净利润	22,938.28	21,303.11	19,098.24	4,934.40
EBIT	40,169.74	50,389.87	68,196.59	11,139.47
EBITDA	40,568.87	50,841.98	68,578.87	--
销售商品、提供劳务收到的现金	29,659.11	59,964.86	137,664.06	889.00
收到其他与经营活动有关的现金	431,982.83	321,304.85	430,389.66	264,309.22
购买商品、接受劳务支付的现金	231,639.97	282,135.19	281,035.62	81,741.65
支付其他与经营活动有关的现金	410,660.35	209,182.34	373,628.89	142,067.30
吸收投资收到的现金	85,023.12	30,000.00	60,000.00	0.00
资本支出	18.19	124.98	32.99	2.74
经营活动产生现金净流量	-198,176.36	-122,626.85	-103,060.22	40,823.16
投资活动产生现金净流量	10,381.81	-5,124.98	-8,279.99	-2.74
筹资活动产生现金净流量	239,166.87	119,216.44	-85,938.05	38,771.06
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	19.41	12.41	15.86	13.87
三费收入比(%)	5.38	16.36	4.17	5.29
应收类款项/总资产(%)	18.25	21.78	26.71	27.27
收现比(X)	0.15	0.34	0.60	0.01
总资产收益率(%)	1.33	1.50	1.97	--
流动比率(X)	11.21	4.20	3.75	3.60
速动比率(X)	4.56	1.71	1.29	1.32
资产负债率(%)	56.34	58.32	54.82	57.84
总资本化比率(%)	55.07	54.72	43.53	46.94
长短期债务比(X)	0.15	0.49	1.04	0.88
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	-0.07	-0.09	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.89	-0.21	-0.17	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.35	-1.42	-1.10	--
总债务/EBITDA(X)	42.55	34.70	17.30	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.09	0.11	--
货币资金/短期债务(X)	3.00	0.97	0.28	0.39
EBITDA 利息倍数(X)	0.48	0.59	0.73	--

注：1、公司各期财务报告执行新会计准则；2、公司短期债务中包含其他应付款和其他流动负债中的带息债务，长期债务中包含公司长期应付款中的带息债务；3、公司 2019 年一季报未经审计，且公司未提供资本化利息支出及现金流量补充表情况，相关指标无效。

附四：中合担保主要财务数据

(金额单位：百万元)	2016	2017	2018
资产			
货币资金	751.22	146.12	109.07
定期存款	447.85	482.80	32.26
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,882.22	2,912.24	2,110.05
可供出售金融资产	5,404.59	5,786.92	6,839.54
买入返售金融资产	400.00	0.00	0.00
应收款项类投资	1,303.70	1,112.55	625.16
长期股权投资	463.67	630.98	554.56
现金及投资资产合计	11,653.25	11,071.61	10,270.64
应收利息	58.39	69.67	22.82
应收代偿款	234.19	412.18	538.48
固定资产	2.95	2.40	2.10
无形资产	3.82	3.91	2.09
资产合计	12,103.89	12,247.78	11,649.99
负债及所有者权益			
递延收益	702.34	692.27	559.10
担保合同准备金	527.08	677.61	798.58
担保责任准备金合计	1,229.42	1,369.88	1,357.68
卖出回购金融资产	485.00	250.00	0.00
存入担保保证金	13.25	111.25	59.28
股本	7,176.40	7,176.40	7,176.40
所有者权益合计	8,268.69	8,632.53	8,360.01
担保组合			
在保余额	86,946.82	108,878.54	100,498.48
年新增担保额	58,666.91	36,299.26	8,925.65
利润表摘要			
担保业务净收益	541.47	675.61	731.94
投资收益（含公允价值变动损益）	589.81	639.83	227.99
其它业务净收入	41.64	99.45	46.82
营业费用	(257.70)	(261.95)	(166.83)
资产减值损失	(213.92)	(243.68)	(680.54)
税前利润	689.21	809.38	114.41
所得税费用	(160.14)	(197.89)	(43.27)
净利润	529.07	611.49	71.14
综合收益总额	569.48	569.19	76.33

附五：中合担保主要财务指标

	2016	2017	2018
年增长率(%)			
现金及投资资产	58.12	(4.99)	(7.23)
总资产	57.08	1.19	(4.88)
担保责任准备金	21.84	11.42	(0.89)
股本	42.61	4.40	(3.16)
担保业务净收益	81.81	24.77	8.34
投资收益(含公允价值变动损益)	38.57	8.48	(64.37)
税前利润	18.16	17.44	(85.86)
净利润	18.94	15.58	(88.37)
年新增担保额	93.59	(38.13)	(75.41)
在保余额	78.10	25.22	(7.70)
盈利能力(%)			
投资回报率	5.83	5.15	1.62
担保业务收入/年度新增担保额	1.44	2.31	8.37
平均资产回报率	5.34	5.02	0.60
平均资本回报率	7.52	7.24	0.84
有效税率	23.23	24.45	37.82
担保项目质量(%)			
年内代偿额(百万元)	403.59	491.04	782.42
年内代偿率	1.97	3.42	4.52
累计代偿率	1.71	2.21	2.81
担保责任准备金/在保余额	1.41	1.26	1.35
资本充足性(母公司口径)(%)			
核心资本(亿元)	89.69	93.10	92.00
核心资本放大倍数(X)	9.69	11.69	10.92
净资产放大倍数(X)	10.53	12.63	11.83
融资性担保放大倍数(X)	3.71	4.33	9.54
核心资本形成率(%)	9.59	8.29	2.24
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	44.85	33.92	45.20
高流动性资产/在保责任余额	6.24	3.82	6.49

附六：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

附七：中合中小企业融资担保股份有限公司主要财务指标计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资物业+委托贷款

担保责任准备金=担保合同准备金+递延收益

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收款项类投资

核心资本=所有者权益+担保责任准备金-不可计入资本的可出售金融资产公允价值变动

总资本=核心资本+其他附属资本或软资本

担保业务净收入=担保业务收入-担保业务成本

利息收入=存款利息收入+委托贷款收入

投资收益=债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+其他投资收益-投资减值准备计提

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

投资回报率=净投资收益/[(当期末现金及投资资产总额+上期末现金及投资资产总额)/2]

核心资本放大倍数=在保余额/核心资本

应收账款净额=应收利息+应收代偿款

资本形成率=(净利润-现金分红)/[(当期末资本总额+上期末资本总额)/2]

成本费用率=业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出)

附八：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附十：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调

附十一：担保公司主体信用评级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：1、除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。