

# 南平武夷新区投资开发有限公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：刘 凯 [kliu02@ccxi.com.cn](mailto:kliu02@ccxi.com.cn)

项目组成员：宋 航 [hsong@ccxi.com.cn](mailto:hsong@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 29 日

## 声 明

■ 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2307 号

## 南平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贵公司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“19 武夷管廊债/PR 武管廊”、“20 武夷投资 MTN001”、“20 武夷投资 MTN002”及“20 武夷投资 MTN003”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

二零二二年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持南平武夷新区投资开发有限公司（以下简称“武夷投开”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望由负面调整为稳定；维持“15 武夷新区债/PR 武夷债”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别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；维持“19 武夷管廊债/PR 武管廊<sup>1</sup>”、“20 武夷投资 MTN001”、“20 武夷投资 MTN002”和“20 武夷投资 MTN003”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了武夷新区发展前景较好、公司定位重要和地方政府对公司支持力度大等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模较大、债务规模上升较快、未来投资压力较大以及资产流动性较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

武夷投开（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	345.16	393.95	446.34	462.69
所有者权益合计（亿元）	177.67	188.21	188.59	189.00
总债务（亿元）	141.44	179.72	226.94	242.11
营业总收入（亿元）	20.71	23.84	27.28	9.36
净利润（亿元）	2.27	2.31	1.94	0.39
EBITDA（亿元）	7.69	9.59	8.72	1.18
营业毛利率（%）	16.61	15.88	13.47	12.92
资产负债率（%）	48.52	52.23	57.75	59.15

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将长期应付款中的带息债务调整至长期债务核算。

中合担保（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	101.94	83.78	83.55
担保责任准备金（亿元）	10.29	9.17	5.39
所有者权益（亿元）	80.79	73.05	73.13
在保余额（亿元）	837.04	626.28	423.25
净利润（亿元）	0.29	(6.52)	1.58
平均资本回报率（%）	0.35	(8.48)	2.16
累计代偿率（%）	4.08	3.90	3.60

注：1、本报告数据来源为中合担保提供的经审计的 2019 年、2020 年及 2021 年财务报告；2、担保业务净收益=担保业务收入-担保业务成本；3、2018 年 4 月，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，公司在保责任余额口径为融资性担保责任余额；4、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。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

南平武夷新区投资开发有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	1.53	7
	收现比(X)*	0.90	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.53	4
	受限资产占总资产的比重(X)	0.03	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	188.59	8
	总资本化比率(X)	0.55	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a <sup>+</sup>
BCA			a <sup>+</sup>
支持评级调整			2
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a <sup>+</sup> )的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

<sup>1</sup> PR 武管廊曾用名 19 武管廊。

## 正面

■ **武夷新区发展前景较好。**南平市地处闽北，是农业、林业大市，2021 年，南平市实现地区生产总值（GDP）2,117.58 亿元。武夷新区是南平市的重点发展区域，市政府所在地，定位为闽北新兴中心城市，战略地位较高，建设得到了福建省和南平市政府大力支持，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **公司定位重要，持续获得政府有力的支持。**作为武夷新区重要的基础设施建设主体，城镇化建设主体及片区开发主体，公司主要负责基础设施工程建设、土地整理和安置房建设业务，在资产和资金注入等方面持续得到了股东有力的支持。

■ **有效的偿债担保措施。**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，中合担保具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“15 武夷新区债/PR 武夷债”的按期偿还提供有力的保障。

## 关注

■ **债务规模较大，且近年来债务规模上升较快，面临一定的偿付压力。**公司项目建设带来的融资需求较大，整体债务规模较高，2019~2021 年，公司总债务分别为 141.44 亿元、179.72 亿元和 226.94 亿元，上升较快。截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 242.11 亿元，其中短期债务 74.78 亿元，短期偿债压力大。

■ **公司未来投资压力较大。**未来随着武夷新区建设发展，公司所承担的基础设施建设项目逐步推进，资金需求随之上升，公司仍面临较大的投资压力。

■ **资产流动性较弱。**公司基建项目及前期土地整理业务回款存在一定时滞性，加之与政府及相关部分的往来资金较多，导致公司其他应收款、存货和合同资产规模较大，占总资产比重较大，公司资产流动性较弱。

## 评级展望

中诚信国际认为，南平武夷新区投资开发有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**南平市经济实力显著增强，公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位明显下降，政府支持意愿显著削弱，业务稳定性和持续性无法得到保障，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化及备用流动性减少等。

**评级历史关键信息**

南平武夷新区投资开发有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	15 武夷新区债/PR 武夷债 (AAA)	2021/06/28	孟一波、于颖	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	19 武夷管廊债/PR 武管廊 (AA)				
	20 武夷投资 MTN001 (AA)				
	20 武夷投资 MTN002 (AA)				
	20 武夷投资 MTN003 (AA)				
AA/稳定	20 武夷投资 MTN003 (AA)	2020/08/20	孟一波、王梦怡	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	20 武夷投资 MTN002 (AA)	2020/03/23	王璐、王梦怡、王紫薇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	20 武夷投资 MTN001 (AA)	2020/03/09	付一歌、王紫薇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	19 武夷管廊债/PR 武管廊 (AA)	2019/01/07	赵艳艳、王紫薇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	15 武夷新区债/PR 武夷债 (AAA)	2015/11/09	高哲理、袁茜	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 CCXI_140200_2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021 年同区域基础设施投融资企业主要指标对比表 (亿元、%)						
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	经营活动净现金流
南平武夷新区投资开发有限公司	446.34	188.59	57.75	27.28	1.94	-9.86
南平市土地发展集团有限公司	146.67	57.09	61.08	8.74	0.89	1.59
南平武夷集团有限公司	327.26	131.46	59.83	15.29	2.87	1.49

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 武夷投资 MTN003	AA	AA	2021/06/28	8.00	8.00	2020/09/04~2025/09/04 (3+2)	调整票面利率、回售、事先约束、交叉保护
20 武夷投资 MTN002	AA	AA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/04/14~2025/04/14 (3+2)	调整票面利率、回售、事先约束、交叉保护
20 武夷投资 MTN001	AA	AA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/03/18~2023/03/18	交叉保护、事先约束
19 武夷管廊债/PR 武管廊	AA	AA	2021/06/28	12.00	9.60	2019/03/21~2026/03/21	债券提前偿还
15 武夷新区债/PR 武夷债	AAA	AAA	2021/06/28	15.00	3.00	2015/09/28~2022/09/28	债券提前偿还

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“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 2022 年 3 月末，公司募投项目均已完工，募集资金的使用程序按计划履行已全部使用完毕。“19 武夷管廊债/PR 武管廊”债券募集资金 12 亿元，截至 2022 年 3 月末，募集资金的使用程序按计划履行已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高速增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、

精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

### 南平市经济发展水平逐年提升，但增速低于全省平均水平，且财政自给率较弱，财政支出缺口主要依靠上级补助

南平市位于福建省北部，东接福州市和宁德市，地处武夷山脉北段东南侧，福建、浙江、江西三省结合部，是福建省辖区面积最大的地级市。南平市辖区面积2.63万平方公里，占福建省的五分之一。2021年末，常住人口为267.0万人。

南平市是农业、林业大市，粮食产量居全省第一位，耕地面积、林地面积占全省的四分之一，林木蓄积量占全省三分之一。南平市矿产资源丰富，已发现各种矿产70种，已探明储量的矿产资源46种，其中铌钽矿储量居亚洲第一位。南平市是风景名胜市，有大小旅游景点150多处，其中国家级、省级以上景点占三分之一，境内的武夷山是全国4个世界自然与文化“双遗产”地之一。

产业方面，作为福建省的老工业基地，南平市拥有精细化工、纺织服装、汽车配件、电线电缆、纸制品、食品加工及竹木加工等优势产业，拥有南孚电池及太阳牌电缆等名牌产品，圣农集团、星愿茶业等跻身农业产业化国家级重点龙头企业行列。此外，南平市本级具有南平工业园区、武夷新区产

业集中区（闽北经济开发区）和荣华山产业组团三大产业园片区。南平工业园区定位重点发展机械（装备）制造、电子电器、纺织服装、食品加工等产业；武夷新区产业集中区（闽北经济开发区）开发区重点招商机械电子、生物制药产业、创意产业等战略性新兴产业；荣华山产业组团致力打造“产业集聚、专业分工，配套协作，衔接紧密、自给自足”的轻纺专业城。2021年全年全部工业增加值491.73亿元，比上年增长6.5%。规模以上工业增加值增长8.6%。

近年来，南平市经济保持发展，2021年，南平市地区生产总值（GDP）为2,117.58亿元，按可比价格计算，同比增长6.5%。分产业来看，2021年南平市第一、二、三产业分别实现增加值346.36亿元、754.55亿元和1,016.67亿元，同比分别增长5.8%、3.8%和8.7%。当年第一、二、三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为16.4%、35.6%和48.0%，第一产业对经济的贡献程度仍较高。固定资产投资方面，2021年，南平市固定资产投资（不含铁路）增速为0.1%。

财政方面，近年来南平市一般公共预算收入逐年增长，2021年南平市一般公共预算收入同比增长4.20%至102.30亿元，其中税收收入为66.20亿元；受土地出让进度影响，当年完成政府性基金收入87.95亿元，同比下降22.5%。财政支出方面，2021年全市一般公共预算支出308.61亿元，同口径比（剔除上年权责发生制列支）增长1.1%；当年政府性基金支出159.88亿元，同口径比下降12.6%。当年财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为33.15%，较上年有所提高，但依然较弱。

地方政府债务方面，近年来南平市地方政府债务余额增幅较快。截至2021年末，南平市地方政府债务限额630.91亿元，债务余额580.95亿元，其中一般债务230.91亿元，专项债务350.05亿元。

**表 1：近年南平市财政收支情况（亿元、%）**

项目名称	2019	2020	2021
一般公共预算收入	96.23	98.18	102.30
其中：税收收入	62.70	58.70	66.20
政府性基金收入	83.08	113.49	87.95
一般公共预算支出	310.41	333.56	308.61
政府性基金支出	96.07	187.52	159.88
财政平衡率	31.00	29.43	33.15
地方政府债务余额	369.80	494.37	580.95

注：2019-2020 年数据来自于当年南平市财政决算报告，2021 年数据来自于南平市 2021 年预算执行情况及 2022 年预算草案的报告及 2022 年度政府预算草案表中的快报数与预计数。

资料来源：南平市财政局，中诚信国际整理

### 跟踪期间，公司 10%的股权划转至福建省财政厅，实际控制人仍为南平市国资委；组织结构未发生变化，法人治理结构较为完善

2021 年 9 月 24 日，根据《福建省人民政府关于印发福建省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（闽政[2020]6 号）要求，福建省南平市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南平市国资委”）将持有的公司 10.00%的国有股权划转给福建省财政厅并完成工商变更，变更后，南平市国资委持有公司 90%的股权。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本以及实收资本均为 11.00 亿元，南平市国资委持有公司 90%的股权，仍为公司实际控制人，福建省财政厅持有公司 10%的股权。

跟踪期间，公司组织结构未发生变化，公司仍设立董事会、监事会、经理层。董事会处于决策的核心地位；监事会处于监督评价的核心地位；公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行人。公司不设股东会，董事会行使公司的领导职能，为公司的决策机构。

### 基础设施建设业务稳步推进，但业务回款存在时滞性，且在建及拟建项目后期仍面临较大的投资需求，公司将面临较大的资金支出压力

作为武夷新区重要的城镇化建设主体，公司承担了武夷新区道路、桥梁等重要基础设施工程建设、管理及资金筹措任务，主要通过公司本部及下

属子公司南平市武夷新区建设发展有限公司（以下简称“武夷建发”）负责。公司业务模式包括建造合同模式及代建模式两种。

建造合同模式为，公司就承建的项目与南平市政府签订协议，项目建设期内的建设资金由公司先行筹措，南平市政府按照项目建设总成本加成一定比例向公司支付价款。公司根据成本加成法核算收入，根据实际支付的工程款确认成本。在建造合同模式下，公司负责承建早期与南平市政府签订的城基础设施项目，包括林后大桥及接线、赤岸大桥及接线、跨铁路旱桥项目等，投资收益按项目建设总成本<sup>2</sup>（包含融资成本）的 3%确定。子公司武夷建发作为主要实施主体，负责南平市武夷新区内的基础设施建设，包括童游片区南林核心区开发项目、将口片区工程项目、兴田片区工程项目等，投资收益按项目建设总成本（包含融资成本）的 13%确定。

截至 2022 年 3 月末，公司在建项目主要为兴田片区项目、将口片区项目以及童游片区南林核心区开发项目等区域基础设施建设项目。同期末，上述工程项目合同总金额为 145.74 亿元，公司累计已投入 150.72 亿元，公司累计确认建造合同收入 170.14 亿元，公司累计已收到相应项目回款 55.86 亿元，其中 2021 年收到回款 1.53 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。

<sup>2</sup> 项目建设总成本指经南平市政府确认的项目的全部投

资，包括资金占用费、建安成本、其他费用等。

**表 2：截至 2022 年 3 月末公司在建建造合同模式项目情况（亿元）**

在建项目名称	建设周期	计划总投资	累计投资	确认收入	已回款	未来计划投资		
						2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
将口片区工程项目（基础设施建设）	2012~2025	25.00	26.22	29.60	6.59	3.01	1.00	1.16
童游片区南林核心区开发项目（基础设施建设）	2011~2022	100.74	119.93	135.39	49.27	11.97	11.39	8.09
兴田片区工程项目（基础设施建设）	2013~2025	20.00	4.56	5.15	--	2.75	1.96	0.00
<b>合计</b>		<b>145.74</b>	<b>150.71</b>	<b>170.14</b>	<b>55.86</b>	<b>17.73</b>	<b>14.35</b>	<b>9.25</b>

注：将口片区工程项目（基础设施建设）和童游片区南林核心区开发项目（基础设施建设）中，包含多个具体建设项目，在开工后，上述两个在建片区项目都有新增的具体项目，因此导致截至 2022 年 3 月末的累计投资超过了刚开始施工时的计划总投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代建管理模式为，公司或其子公司同武夷新区管委会或其授权的单位签订工程代建合同，公司筹措资金并支付所有关于项目的工程款项来进行项目建设，具体金额以最终的竣工结算审计金额为准，政府将公司实际垫付工程款（包含融资成本）的 20% 作为代建管理费支付给公司，并由公司将其确认为收入，将支付的人工工资等确认为成本。公司根据工程进度核算代建管理费并将其确认为收入，政府在工程完工后向公司支付其垫付的工程款和代建管理费。工程结束时武夷新区管理委员会或其授权的单位支付全部款额的 80%，剩余部分在工程全部完工验收合格使用前全额支付。

2021 年，公司实现工程建设项目代建管理费收入 0.65 亿元，同比降低 44.21%，主要系代建工程量减少所致，2022 年 1~3 月实现代建管理费收入 0.26 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目为省道 303 新岭至公馆大桥工程，已投资 33.39 亿元，预计未来尚需投入约 4~5 亿元，已收到回款 28.90 亿元。

需要指出的是，目前公司有部分项目尚未签订

协议，截至 2022 年 3 月末，公司未签订协议的在建工程项目包括云谷小区住宅项目、闽江防洪工程武夷新区段一期、南林核心商务区、崇阳溪两岸景观慢道项目、闽江防洪工程南平段(二期)和武夷新区旅游观光轨道交通生态建设示范项目，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 2022 年 3 月末，未签订协议的项目已投资金额 7.27 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，项目将按照建造合同模式开展；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。

拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司拟建项目较多，计划总投资合计约 105.64 亿元，2022~2024 年，公司拟建项目的计划投资分别为 11.68 亿元、17.39 亿元和 27.40 亿元，公司拟建项目中，除武夷新区医养综合体项目和月亮湾片区相关项目外，均为建造合同模式。公司在建拟建项目较多，投资规模较大，未来将面临较大的投资压力。

**表 3：截至 2022 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）**

项目名称	建设周期	计划总投资	业务模式	未来计划投资		
				2022 年	2023 年	2024 年
武夷新区医养综合体项目	2022-2027	30.00	--	0.05	0.80	3.00
武夷新区月亮湾片区市政道路及配套设施项目	2022-2025	27.42	--	1.60	4.00	9.50

新机场至国道 237 线快速通道	2022-2026	8.00	建造合同	0.05	1.00	2.50
武夷新区月亮湾片区九湖林水系工程	2022-2024	6.72	--	0.30	2.14	4.29
警务技能训练基地	2022-2024	5.00	建造合同	1.00	2.00	2.00
武夷新区科技创新孵化基地项目（即武夷新区商务办公区）2021-J-WY-05 地块（C-49）	2022-2025	4.35	建造合同	0.80	0.80	1.20
武夷新区月亮湾大桥项目	2022-2025	4.00	--	0.20	1.50	2.00
朱子实验学校（暂定）	2022-2025	3.70	建造合同	0.10	0.80	1.00
庐峰实验学校（暂定）	2022-2025	2.90	建造合同	0.10	0.60	0.80
南平市老年教育文体活动中心项目	2022-2024	2.61	建造合同	1.00	1.00	0.61
高新实验学校	2022-2025	2.30	建造合同	0.10	0.50	0.50
武夷新区加油加气充电项目	2022-2023	2.00	建造合同	1.50	0.50	--
南平市图书馆（“地方”）装修	2022-2023	1.50	建造合同	1.00	0.50	--
武夷新区水之门提升改造工程	2022-2023	1.07	建造合同	0.60	0.47	--
临时紧急供水保障和截污工程（一期）	2022	1.00	建造合同	1.00	--	--
南平市大武夷生态法治教育基地	2022-2023	1.00	建造合同	0.80	0.20	--
赤岸滞洪区公园工程建设	2022-2023	0.58	建造合同	0.40	0.18	--
南平市中心城区（核心区、建阳区）绿道网提升工程	2022-2023	0.50	建造合同	0.20	0.30	--
其他零星项目		0.98	建造合同	0.88	0.10	--
<b>合计</b>		<b>105.64</b>		<b>11.68</b>	<b>17.39</b>	<b>27.40</b>

注：武夷新区医养综合体项目、武夷新区月亮湾片区市政道路及配套设施项目、武夷新区月亮湾片区九湖林水系工程和武夷新区月亮湾大桥项目的业务模式未明确。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司承担了武夷新区多个片区项目的建设任务，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，建造合同收入来源有一定的保障。但同时，项目回款进度存在时滞性，且公司承建项目总投资规模较大，建设周期较长，将使公司面临较大的资金压力。

### 公司土地整理成本补偿资金回款存在较大不确定性，一定程度上影响公司资产流动性

土地业务方面，在成立之初，公司负责闽北产业集中区（闽北经济开发区）的征地、前期开发整理以及“三通一平”等工作。2017年，政府将土地开发的职能交由南平市土地收购储备中心，故当年起公司不再承担相关业务，已投入的成本未来由南

平市政府安排专项资金进行偿付。2018年，公司获得土储中心土地结算款 5.14 亿元。自 2019 年起，公司会计处理上有所调整，土地转让业务不再计入收入，而调入资产处置收益科目核算。

2019年，公司通过二级市场转让了“建阳市南林村南林核心区 A1-24 号地块”，地块使用权面积 6,606.1 平方米，出让金 0.19 亿元。2020~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司未进行土地使用权出让。

截至 2022 年 3 月末，公司土地整理项目累计已投资共 51.67 亿元，累计确认收入 7.41 亿元，累计回款 17.12 亿元，已投入成本未来由南平市政府安排专项资金偿付，预计将于 2025 年前分批完成回款。

表 4：截至 2022 年 3 月末公司土地整理业务情况（亿元、亩）

项目名称	整理期间	总投资	已投资	面积	已确认收入	已回款金额	是否签订合同或协议
童游片区土地地块	2013-2017	77.69	31.22	13,796.10	4.84		是
兴田片区土地地块	2013-2017	25.74	11.18	8,691.33	1.28	17.12	是
将口片区土地地块	2013-2017	17.64	9.27	5,810.78	1.30		是
<b>合计</b>		<b>121.07</b>	<b>51.67</b>	<b>28,298.21</b>	<b>7.41</b>	<b>17.12</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司保障房项目主体均已基本完工，2021 年武夷新

### 区赤岸片区保障房项目确认收入较少，但公司预售

## 房款较多，后续随着房屋交付确认，未来收入或有所增长

除基础设施建设外，公司还从事保障房项目的建设，业务亦主要由武夷建发负责。

公司保障房项目业务模式为武夷建发接受棚户区改造统建房建设项目，获取建设用地、出具统建房设计方案、遴选承包建筑公司，并以自筹资金完成统建房建设。项目建设完成后，武夷建发与福建武夷高新技术园区开发建设有限公司（以下简称“武夷高新”）签订《征迁安置房购房协议》，武夷高新预定并购买武夷建发开发建设的保障房项目，其最终预定并购买的房屋套数以武夷建发与被征收人签订的《安置房交房协议》为准，安置房签约购房价款以被征收人签署的《武夷新区核心区房屋征收补偿安置协议书》所涉及的产权调换房屋的面积及价格为准，此外，不面向安置户销售的房屋及店面，公司拟自持用于出租。武夷建发与被征收人签订《安置房交房协议》时，公司将签约购房价款确认为收入，同时将相关安置房涉及的建设支出确认为成本。武夷高新在武夷建发与被征收人签订《安置房交房协议》后向武夷建发支付相应的房款，支付资金来源于征迁补偿费用、被征收人支付的产权调换房屋差价补足款项及其他不包括在政府划拨地安置补偿款中但需被征收人支付地购房费用等。

公司目前有武夷新区赤岸片区保障房及南林保障房项目保障房项目，项目主体均已基本完工。

其中武夷新区赤岸片区保障房项目是南平市

重大保障房项目和“十二五”保障性住房规划项目，项目位于武夷新区赤岸嘉禾路东侧，总用地面积 10.06 万平方米，总建筑面积约 43.97 万平方米，该项目 2015 年左右建成，截至 2022 年 3 月末，已投资规模为 14.57 亿元，房源共计 2,384 套，其中可向安置户销售的房屋 1,287 套，可销售面积约为 26.01 万平方米；公司拟自持用于出租的房屋及店面 1,097 套，面积约为 16.50 万平方米。同期末，该项目已交付房屋 1,229 套，其中已开票实现销售收入累计 3.73 亿元，销售面积 14.09 万平方米，剩余房屋预计将于未来 1~2 年完成销售并确认收入。目前公司已收到 3.38 亿元的政府补助，未来还将收到政府补助，中诚信国际将对公司保障房项目未来具体收益平衡方式及资金平衡状况保持关注。

南林保障房项目位于崇阳溪以西，项目用地性质为住宅、商业，总用地面积 3.72 万平方米，总建筑面积约 10.55 万平方米，截至 2022 年 3 月末，已投资规模为 3.24 亿元。该保障房项目计划用于销售的房屋数量为 648 套，可销售面积约为 10.42 万平方米。截至 2022 年 3 月末，公司南林保障房项目尚未全部验收完毕，暂时未实现收入，预计将于未来 1~2 年完成销售并确认收入。此外，公司无在建和拟建的保障房项目。

截至 2022 年 3 月末，上述两个保障房项目已投资额共 17.80 亿元，已销售回款金额（含预售）为 18.56 亿元。其中，2021 年武夷新区赤岸片区保障房项目确认收入较少，当年公司房地产销售业务收入降至 1.08 亿元。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司保障房项目情况（亿元）

项目名称	开工时间	竣工时间	已投资额	是否签订合同或协议	拟销售回款期间	已销售回款金额
武夷新区赤岸片区保障房项目	2013.02	2016.12	14.57	是	2017-2022	18.56
南林保障房项目	2013.02	2016.09	3.24	是	2017-2022	
合计			17.80			18.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2021 年公司贸易业务发展较快，但规模仍较小，目

## 前公司贸易业务不存在资金占用情况

贸易业务为公司 2020 年新增业务，经营主体主要为南平市武夷新区贸易投资有限公司，主要涉及的贸易品种以白银，矿石，建筑材料等为主，2021 年以来该业务发展较快，2021 年，公司实现贸易业务收入 2.62 亿元，同比增长 5635.10%，占公司营业收入的比重为 9.60%；2022 年 1~3 月，公司实现贸易业务收入 0.78 亿元，占公司营业收入的比重为 8.39%。贸易模式主要以销定采，公司根据下游客户需求向上游客户进行采购，公司根据采购价格加以一定的加成确定销售价格，从中赚取货物的进销差价。目前公司开展贸易业务尚处于前期阶段，具体操作中，公司收到下游客户支付的货款后，再向上游供应商去采购，公司尚未给到下游客户账期。

## 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 2019 年~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，各期数据均使用当年期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

**跟踪期内，公司营业收入呈现增长趋势，因毛利率较低的贸易业务推进，整体营业毛利率有所下降；利润主要依靠财政贴息，经营性业务利润对财政贴息的依赖较高**

2021 年，公司营业总收入较上年增加 3.44 亿元至 27.28 亿元，其中基础设施建设业务为公司最主要的收入来源，公司的保障房业务收入与代建业务收入有所下降，公司贸易业务收入增幅明显。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 8.27 亿元，建造合同收入仍为公司最主要的收入来源。

受毛利率较低的贸易业务持续发展影响，近年来公司毛利率逐年小幅下降。具体来看，建造合同业务加成比例稳定，毛利率始终保持不变；代建管理业务以管理费净额确认，人工开支确认成本，该业务毛利率较高且较为稳定。

**表 6：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
建造合同	18.76	20.30	22.37	8.27
代建管理	1.46	1.17	0.65	0.26
房地产销售	0.46	2.19	1.08	-
贸易业务	-	0.05	2.62	0.78
其他业务	0.03	0.14	0.57	0.04
<b>合计</b>	<b>20.71</b>	<b>23.84</b>	<b>27.28</b>	<b>9.36</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
建造合同	11.21	11.21	11.21	11.21
代建管理	97.04	95.94	94.27	98.52
房地产销售	-21.32	12.83	6.77	--
贸易业务	--	0.99	0.50	0.50
其他业务	53.23	59.78	82.85	48.85
<b>营业毛利率</b>	<b>16.61</b>	<b>15.88</b>	<b>13.47</b>	<b>12.92</b>

注：其他业务板块主要包括租赁、物业、资金占用费等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2021 年，公司管理费用同比增长 23.18% 至 0.18 亿元，2022 年 1~3 月，公司管理费用为 0.04 亿元，管理费用相对平稳。近年来公司均有收到政府在财政贴息方面的支持，财政贴息减轻了公司利息支出压力，但具有一定不确定性，2021 年，公司获得财政贴息 5.28 亿元，较上年大幅增加 2.70 亿元。2021 年随着财务费用的回落，期间费用率降至 5.52%。

利润总额构成方面，2021 年公司利润总额主要由经营性业务利润构成，经营性业务利润主要由公司的盈利能力决定，受财政贴息的影响，整体呈现波动。2021 年因财政贴息大幅增加，带动当年经营性业务利润大幅好转。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	0.001	0.001	0.001	0.000
管理费用	0.16	0.14	0.18	0.04
财务费用	0.31	4.08	1.33	0.66
财政贴息	4.32	2.58	5.28	--
期间费用合计	0.47	4.23	1.51	0.70
期间费用率	2.27%	17.73%	5.52%	7.48%
经营性业务利润	2.99	-0.36	2.09	0.49
其中：其他收益	0.06	0.11	0.0001	--
投资收益	0.05	3.45	0.52	0.03
利润总额	3.04	3.08	2.60	0.52
EBITDA 利润率	37.11%	40.21%	31.96%	12.64%
总资产收益率	2.23%	2.59%	2.07%	1.04%*

注：1、带“\*”指标已经年化处理；2、2022 年 1~3 月，公司销售费用为 471.70 元，表中显示为 0.000 系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，随着业务的持续投入，公司资产与负债规模均有所增长；资产以其他应收款、存货和合同资产为主，主要系土地使用权、工程项目投入以及与管委会的往来款，整体流动性较弱**

受益于股东资产注入及公司业务规模扩张，近年来公司资产与负债规模均有所增长。截至 2022 年 3 月末，公司总资产规模为 462.69 亿元，较上年末增加 16.35 亿元，以流动资产为主，近年来公司流动资产占总资产比重均超 98%，非流动资产主要为子公司武夷建发于 2014 年 6 月为福建省南平市铁路建设指挥部投入的合福铁路站房扩建资本金，该项目为合作开发项目，暂无明确的回款安排。流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和合同资产构成。截至 2021 年末，公司货币资金 41.88 亿元，货币资金主要为银行存款，其中受限的货币资金为 11.11 亿元，主要系融资借款保证；同期末，应收账款为 5.22 亿元，主要为应收武夷新区管理委员会的代建管理费，2021 年公司应收账款同比下降 61.15%，主要系应收土储款项的收回；预付款项主要系预付工程款和征拆款。其他应收款主要为省道 303 线新岭至公馆大桥工程代建项目垫付的成本及贴息和经营性往来款，应收对象主要为武夷新区管理委员会等有关部门和当地其他国有企业，2021 年末同比下降 34.67% 至 84.51 亿元，主要系会计师事务所在审计中重新梳理各项合同，根据新会计准则，将之前计入其他应收款中的南平市土地收购储备中心项目调整至存货中的开发成本科目。存货主要为土地使用权和开发成本，其中土地使用权处于待开发状态，主要系南平市政府往年注入和公司通过招拍挂方式取得，开发成本主要为兴田组团、将口组团和童游组团等征收成本，绕城高速项目投入的成本以及未签订协议在建工程项目投入的成本，2021 年开发成本大幅增加主要如上所述将其他应收款中涉及南平市土地收购储备中心款项调入所致。截至 2022 年 3 月末，公司土地资产总面积达到约 7,166.38 亩，均为出让地，

且已办理土地证，除 44.77 亩的土地资产为工矿仓储用地外，其余均为商住用地。公司合同资产由工程施工、工程毛利和工程结算构成，2021 年起，公司采用新收入准则计量，原存货中的工程施工按新收入准则要求确认为合同资产，主要包括兴田组团工程项目、将口组团工程项目、童游组团南林核心区开发项目等。2022 年一季度公司各项资产变化不大。

**表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	28.01	38.32	41.88	46.83
应收账款	12.13	13.44	5.22	5.41
预付款项	11.24	12.02	17.97	18.18
其他应收款	92.28	129.36	84.51	86.59
存货	197.11	196.38	180.89	181.10
合同资产	--	--	108.53	116.83
<b>流动资产</b>	<b>340.76</b>	<b>389.51</b>	<b>441.21</b>	<b>457.60</b>
长期应收款	2.83	2.83	1.97	1.90
<b>非流动资产</b>	<b>4.39</b>	<b>4.44</b>	<b>5.13</b>	<b>5.09</b>
<b>总资产</b>	<b>345.16</b>	<b>393.95</b>	<b>446.34</b>	<b>462.69</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

同期末，公司负债规模为 273.69 亿元，以非流动负债为主，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司非流动负债占总负债比重分别为 60.25% 和 63.91%。公司非流动负债主要系长期借款、应付债券及长期应付款。近年来公司长期借款随资金需求增多而逐年增加，主要由保证和质押借款构成，2021 年长期借款同比增长 39.22% 至 58.44 亿元，主要系业务开展需要新增银行借款所致。长期应付款近年来逐年增加，截至 2022 年 3 月末，公司长期应付款主要为中国农发重点建设基金有限公司及国开发展基金有限公司对武夷建发的明股实债借款 1.12 亿元，融资租赁款 14.80 亿元（不含一年内到期的部分）及专项应付款 7.59 亿元。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、预收款项、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。近年来短期借款规模相对稳定且较小；应付票据主要系商业承兑汇票，2021 年应付票据降至 11.20 亿元，主要系商业承兑汇票偿还所致。预收款项主要系预收土地及工程款、统建房销售

款，近年来波动较大主要系会计政策变更，将预收统建房销售款调整至合同负债核算。其他应付款主要为与区域内国有企业及政府单位的往来款和保证金。2021 年一年内到期的非流动负债因较多债券将于 2022 年到期，呈现快速增长，短期面临较大的偿付压力。

**表 9：近年来公司主要负债情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	2.57	4.68	4.67	5.35
应付票据	12.20	16.05	11.20	10.05
预收款项	4.01	7.74	1.38	1.40
合同负债	--	--	10.64	10.64
其他应付款	17.88	8.96	7.01	7.09
一年内到期的非流动负债	20.61	23.99	62.44	59.38
<b>流动负债</b>	<b>59.80</b>	<b>64.75</b>	<b>102.45</b>	<b>98.76</b>
长期借款	41.75	41.98	58.44	59.03
应付债券	58.68	85.94	77.27	92.38
长期应付款	7.26	13.08	19.59	23.50
<b>非流动负债</b>	<b>107.69</b>	<b>141.00</b>	<b>155.30</b>	<b>174.92</b>
<b>总负债</b>	<b>167.49</b>	<b>205.74</b>	<b>257.75</b>	<b>273.69</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司所有者权益相对稳定，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2021 年末，公司实收资本仍为 11.00 亿元，未发生变化。资本公积主要为政府划入的土地资产和货币化注资，2021 年末，公司资本公积有少许减少，主要系 2020 年公司将武夷高新 71.64% 股权以 8.17 亿元转让给南平武夷高新技术产业控股集团有限公司，产生处置长期股权投资的投资收益 3.05 亿元，并于 2021 年将武夷高新的转让款 5.12 亿元上缴南平市人民政府国有资产监督管理委员会，相应减少了资本公积 5.12 亿元，同期南平市国资委同意南平武夷集团有限公司二级全资子公司南平武夷新区绕城高速公路有限责任公司 51% 股权无偿划转至公司子公司南平市武夷新区建设发展有限公司，增加资本公积 1.82 亿元，南平市武夷新区管理委员会增加对公司的权益性资金投入 0.10 亿元所致。公司未分配利润近年来小幅增长。

公司债务结构以长期债务为主，2021 年大幅增至 226.94 亿元，规模较大。截至 2022 年 3 月末公

司总债务为 242.11 亿元，其中短期债务为 74.78 亿元，短期债务在总债务中占比为 30.89%，货币资金/短期债务为 0.63 倍。

财务杠杆方面，随着债务规模的持续增长，公司财务杠杆率有所增长，2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 57.75% 和 54.61%，2022 年 3 月末财务杠杆率进一步增长。未来公司在建项目和拟建项目尚需投资规模较大，公司仍有较大的资本支出压力，财务杠杆比率面临上升压力。

**表 10：近年来公司主要所有者权益及财务杠杆情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	11.00	11.00	11.00	11.00
资本公积	141.44	149.86	146.66	146.66
未分配利润	24.48	26.59	28.41	28.80
<b>所有者权益合计</b>	<b>177.67</b>	<b>188.21</b>	<b>188.59</b>	<b>189.00</b>
资产负债率	48.52	52.23	57.75	59.15
短期债务/总债务	25.02	24.88	34.51	30.89
总资本化比率	44.32	48.85	54.61	56.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司经营活动净现金流及 EBITDA 无法覆盖债务本息，财政贴息能够对整体偿债能力提供一定支持

从现金流情况来看，受基础设施建设业务项目周期长、支出较大及回款进度影响，2021 年公司经营活动净现金流仍呈净流出状态，2021 年因收到其他与经营活动有关的现金较 2020 年有所增加，当年经营活动净现金流有所改善，但仍表现为净流出 9.86 亿元，经营活动净现金流无法覆盖债务本息。公司经营活动资金流出主要是因公司与政府单位和其他国企之间的资金调拨而产生的支付其他与经营活动有关的现金。受基础设施建设业务项目融资影响，2021 年公司筹资活动净现金流仍为大幅净流入，但当年因到期偿还债务较多，筹资活动净现金流较 2020 年有所下降，2021 年筹资活动净现金流降至 12.77 亿元。

公司 EBITDA 主要由费用化利息支出和利润总额构成。2021 年，公司 EBITDA 为 8.72 亿元，较上年下降 0.87 亿元，主要系费用化利息支出下降和盈利能力的减弱。截至 2021 年末，总债务/EBITDA

为 26.03 倍，EBITDA 利息保障倍数降至 0.83 倍，指标数据均较 2020 年有所下滑，EBITDA 无法覆盖债务本息，公司偿债指标仍偏弱，但公司利息支出有较大财政贴息支持，若考虑财政贴息情况，EBITDA 可以有效保障利息支出。公司未来建造合同业务有较大规模的投资需求，项目建设期内的建设资金由公司先行筹措，或将推高债务规模，需关注公司后续的债务偿还和融资情况。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-5.26	-18.58	-9.86	-2.16
投资活动净现金流	-5.09	-1.55	1.07	0.27
筹资活动净现金流	16.43	28.57	12.77	8.00
短期债务	35.38	44.72	78.31	74.78
长期债务	106.06	135.00	148.63	167.34
总债务	141.44	179.72	226.94	242.11
经营活动净现金流/总债务	-0.04	-0.10	-0.04	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出	-0.70	-2.12	-0.94	-1.19
EBITDA	7.69	9.59	8.72	1.18
总债务/EBITDA	18.40	18.75	26.03	51.16*
EBITDA 利息保障倍数	1.02	1.10	0.83	0.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司债务主要由银行贷款、债券融资、非标融资和应付票据构成，其中，债券融资规模最大。期限方面，2022 年 4~12 月、2023 年、2024 年和 2025 年及以后到期的债务规模分别为 58.93 亿元、36.55 亿元、50.31 亿元和 92.56 亿元，但 2022 年 4~12 月到期的短期债务规模亦较大，短期面临较大的偿付压力。债务偿还安排方面，公司拟通过发行直接债务融资工具等方式偿还，偿债资金安排情况需关注。

**表 12：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

	2022 年 4~12 月	2023	2024	2025 年及以后
到期债务	58.93	36.55	50.31	92.56

注：表中各年到期债务总和与上文中总债务数据不一致的原因系核算方法不一致所致，表中到期债务数据为合同金额，上文中总债务为审计后数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**较为充足的外部授信可对偿债资金形成补充；对外担保对象均为地方国有企业，代偿风险可控；部分资产所有权受限，一定程度上降低了资产流动性**

截至 2022 年 3 月末共获得银行等金融机构授信额度为 236.74 亿元，其中未使用额度为 124.70 亿元，备用流动性较为充足，未来剩余融资空间较大，可对偿债资金形成补充。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 11.99 亿元，占当期末总资产的 2.59%，其中 9.96 亿元受限货币资金主要为融资借款与贷款保证，2.03 亿元为用于抵押借款的受限土地使用权。

截至 2022 年 3 月末，公司暂无重大未决诉讼事项。

截至 2022 年 3 月末，公司及子公司南平市武夷新区建设发展有限公司（以下简称“武夷建发”）对外担保余额为 15.36 亿元，占同期末公司净资产的 8.13%，担保规模相对较小，且被担保主体均为南平市地方国有企业，主要为武夷高新，代偿风险可控。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**作为武夷新区重要的基础设施建设主体及片区开发主体，公司保持较强的区域地位，持续获得股东在资金注入和政府补助等多方面的有力支持**

公司在武夷新区城镇化建设中发挥着重要作用，南平市政府及武夷新区管委会给予了公司大力支持。

资金注入方面，2021 年，南平市财政局对公司增加的权益性资金投入为 0.10 亿元。

股权划转方面，2021 年 12 月，福建省南平市高速公路有限责任公司将其持有的南平武夷新区绕城高速公路有限责任公司 51% 的股权以无偿划拨的方式划转至公司子公司南平市武夷新区建设发展有限公司，增加了公司资本实力。

财政贴息方面，2021年，公司获得财政贴息补助款5.28亿元。

## 偿债保障措施

“15 武夷新区债/PR 武夷债”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中合担保于2012年7月19日注册设立，初始注册资本为51.26亿元人民币，是中外合资的融资担保机构及落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目。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，增加注册资本20.50亿元。截至2021年末，其注册资本为71.76亿元，实收资本为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，包括中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、中国进出口银行、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、海航科技股份有限公司和海航资本集团有限公司；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（以下简称“海航科技”）和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）作为关联方，合计持有中合担保43.34%的股份，在10名董事组成的董事会中合计拥有2名股东董事的席位。中合担保无控股股东和实际控制人。因无法清偿到期债务，2021年1月海航集团有限公司破产重整，海航资本在海航集团重整范围内，海航资本的股东现已变更为海南海航二号信管服务有限公司；海航科技作为上市公司，不在海航集团重整范围内。海航系子公司持有的公司股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

中合担保的主要业务包括担保业务和资金运用业务。担保业务主要包括通过金融产品担保增信支持企业直接融资，以及在供应链金融领域开展创新业务。近年来，受制于信用环境恶化、行业监管政策趋严等因素，中合担保审慎新增担保业务投放，

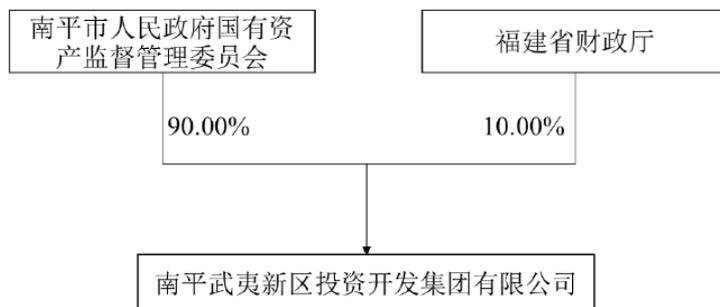
逐步调整业务结构，担保业务余额持续收缩。2021年新增担保额37.84亿元，同比增加28.53%。截至2021年末，中合担保在保余额为423.25亿元，同比下降32.42%；在保责任余额为342.35亿元，同比下降32.92%。从业务结构来看，截至2021年末，债券担保为中合担保的主要业务，在保余额占比96.36%，其余为银行贷款担保业务。受预付款担保业务余额清零影响，中合担保无存续非融资性担保业务。公司部分存量风险投资资产已计提大额减值，投资资产减值计提水平较为充足，未来，中合担保将以化解风险为前提，聚焦城投类担保业务与股东产业供应链金融业务，投资业务以债券投资为主，探索大数据风控平台建设。随着转型推进及成效显现，公司代偿项目及投资资产减值逐步减少，2021年实现扭亏为盈，随着非城投类项目压缩预计未来代偿压力逐步减轻。

综上所述，中诚信国际维持中合中小企业融资担保股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望由负面调整为稳定。中诚信国际认为中合中小企业融资担保股份有限公司具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“15 武夷新区债/PR 武夷债”的按期偿还提供有力的保障。

## 评级结论

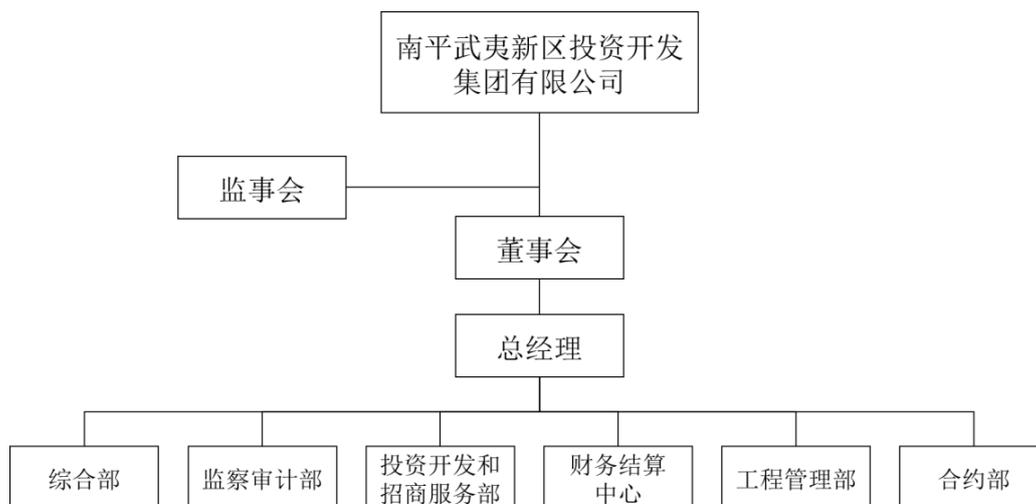
综上所述，中诚信国际维持南平武夷新区投资开发有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“15 武夷新区债/PR 武夷债”的债项信用等级为**AAA**；维持“19 武夷管廊债/PR 武管廊”、“20 武夷投资 MTN001”、“20 武夷投资 MTN002”和“20 武夷投资 MTN003”的债项信用等级为**AA**。

## 附一：南平武夷新区投资开发集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2022 年 3 月末)



公司主要子公司：

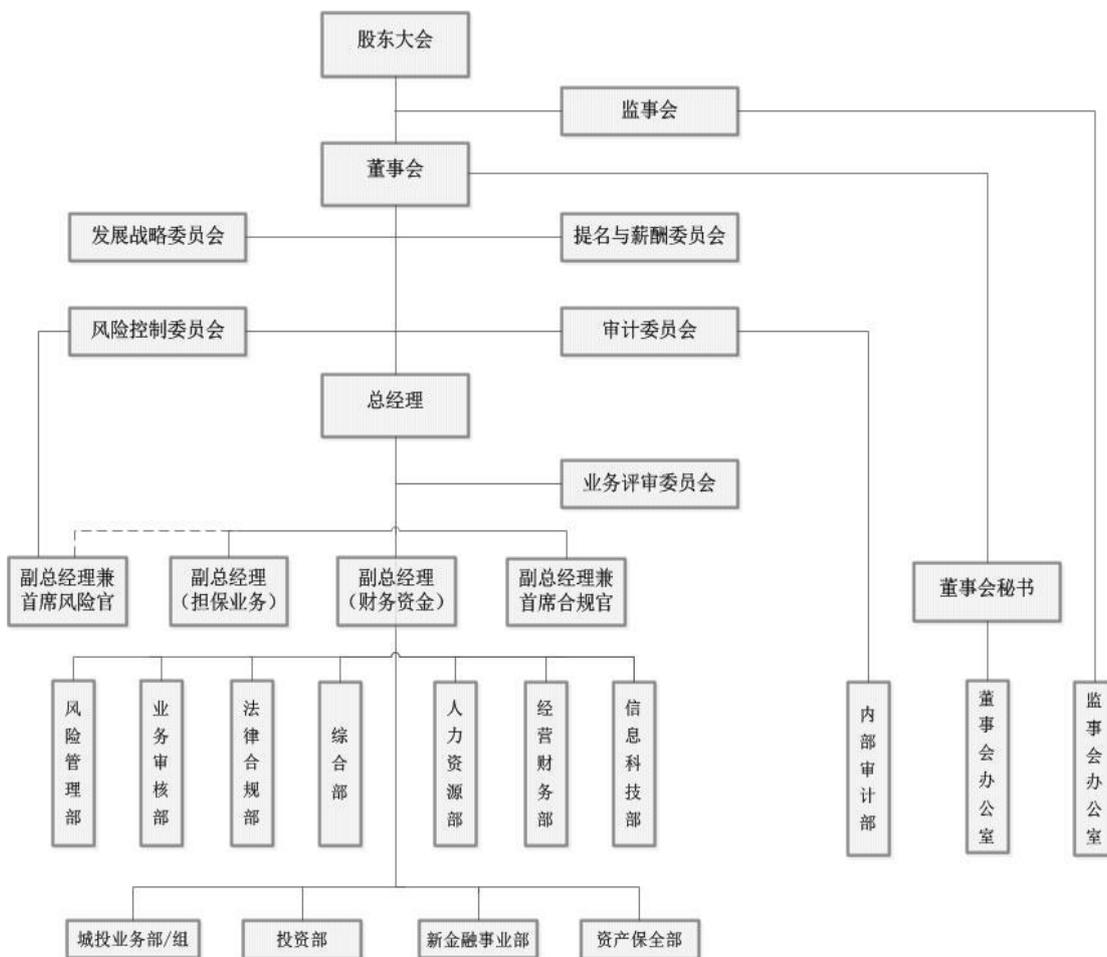
全称	主营业务	持股比例
南平市武夷新区建设发展有限公司	从事武夷新区童游、将口、兴田片区内土地开发以及基础设施的投资建设管理	98.45
南平市武夷新区贸易投资有限公司	汽车租赁、贸易物流、酒店运营、管理；建设物资投资、生产、销售等经营	100.00
南平市武夷新区城市物业管理有限公司	城市道路管养、绿化维护、环卫保障、广告特许经营、一级其他城市管理服务业务	100.00
南平市正鑫资产运营管理有限公司	自有资金投资的资产管理服务；以自有资金从事投资活动；非居住房地产租赁；建筑材料销售等	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：中合中小企业融资担保股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年末)

股东名称	持股比例(%)	股份数额(万股)
海航科技股份有限公司	26.62	191,040
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78	127,600
海航资本集团有限公司	16.72	120,000
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63	105,000
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47	68,000
中国进出口银行	6.97	50,000
西门子(中国)有限公司	4.88	35,000
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93	21,000
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>717,640</b>



资料来源：中合担保

### 附三：南平武夷新区投资开发有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	280,130.88	383,159.49	418,783.51	468,314.91
应收账款	121,258.41	134,368.68	52,200.95	54,095.70
其他应收款	922,792.97	1,293,567.08	845,072.13	865,897.43
存货	1,971,066.70	1,963,780.97	1,808,931.39	1,811,044.70
长期投资	12,383.48	12,924.63	14,870.79	14,870.79
在建工程	0.00	0.00	109.18	476.47
无形资产	0.00	0.00	4,964.14	4,932.59
总资产	3,451,550.99	3,939,520.20	4,463,358.45	4,626,886.25
其他应付款	178,836.89	89,609.56	70,088.95	70,863.86
短期债务	353,815.22	447,181.68	783,109.25	747,787.12
长期债务	1,060,573.09	1,349,986.40	1,486,284.08	1,673,354.25
总债务	1,414,388.31	1,797,168.08	2,269,393.33	2,421,141.37
总负债	1,674,854.74	2,057,431.55	2,577,475.99	2,736,850.75
费用化利息支出	46,272.28	64,726.83	60,906.41	6,632.27
资本化利息支出	28,846.49	22,751.26	44,380.70	11,608.41
实收资本	110,000.00	110,000.00	110,000.00	110,000.00
少数股东权益	0.00	91.60	17,602.96	17,872.19
所有者权益合计	1,776,696.25	1,882,088.64	1,885,882.46	1,890,035.50
营业总收入	207,143.69	238,416.08	272,819.17	93,580.58
经营性业务利润	29,913.11	-3,631.73	20,884.44	4,866.91
投资收益	478.53	34,484.31	5,166.52	286.00
净利润	22,738.50	23,094.42	19,378.79	3,882.07
EBIT	76,632.54	95,572.62	86,864.14	11,787.48
EBITDA	76,867.92	95,865.10	87,199.40	11,832.23
销售商品、提供劳务收到的现金	253,513.35	276,600.75	168,874.11	64,136.59
收到其他与经营活动有关的现金	470,399.66	282,925.90	359,357.50	41,050.47
购买商品、接受劳务支付的现金	180,379.25	222,958.74	224,779.56	82,027.84
支付其他与经营活动有关的现金	593,185.05	509,324.63	387,440.45	41,284.53
吸收投资收到的现金	31,000.00	33,108.00	1,000.00	553.00
资本支出	77.18	229.33	4,955.67	375.01
经营活动产生现金净流量	-52,592.04	-185,836.69	-98,628.94	-21,626.49
投资活动产生现金净流量	-50,870.08	-15,501.29	10,700.88	2,689.56
筹资活动产生现金净流量	164,326.97	285,698.19	127,714.07	79,968.33
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	16.61	15.88	13.47	12.92
期间费用率(%)	2.27	17.73	5.52	7.48
应收类款项/总资产(%)	31.07	36.96	20.54	20.29
收现比(X)	1.22	1.16	0.62	0.69
总资产收益率(%)	2.23	2.59	2.07	1.04*
资产负债率(%)	48.52	52.23	57.75	59.15
总资本化比率(%)	44.32	48.85	54.61	56.16
短期债务/总债务(X)	0.25	0.25	0.35	0.31
FFO/总债务(X)	0.05	0.03	0.03	0.01
FFO 利息倍数(X)	0.92	0.61	0.72	0.34
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.70	-2.12	-0.94	-1.19
总债务/EBITDA(X)	18.40	18.75	26.03	51.16*
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.21	0.11	0.06*
货币资金/短期债务(X)	0.79	0.86	0.53	0.63
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.02	1.10	0.83	0.65

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将长期应付款中的带息债务调整至长期债务核算；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：中合中小企业融资担保股份有限公司主要财务数据（合并口径）

（金额单位：百万元）	2019	2020	2021
<b>资产</b>			
货币资金	120.99	515.27	585.36
定期存款	968.89	183.47	444.88
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,740.71	3,344.28	2,418.00
可供出售金融资产	3,471.98	--	--
买入返售金融资产	0.00	0.00	0.00
应收款项类投资	502.84	--	0.00
持有至到期投资	548.94	--	0.00
以摊余成本计量的金融资产	--	1,841.50	2,605.55
长期股权投资	498.50	46.84	46.84
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	--	437.96	230.79
现金及投资资产合计	7,852.86	6,369.33	6,331.42
应收利息	15.61	8.89	9.10
应收代偿款	1,298.91	993.98	809.05
固定资产	1.40	1.54	1.44
无形资产	3.48	3.52	7.47
资产合计	10,193.92	8,377.73	8,354.82
<b>负债及所有者权益</b>			
递延收益	428.25	320.23	193.41
担保合同准备金	600.32	596.47	345.49
担保责任准备金合计	1,028.57	916.70	538.90
卖出回购金融资产	0.00	0.00	334.00
存入担保保证金	56.70	0.75	0.00
应付债券	699.17	0.00	0.00
股本	7,176.40	7,176.40	7,176.40
所有者权益合计	8,078.90	7,305.38	7,313.32
<b>担保组合</b>			
在保余额	83,704.08	62,628.00	42,325.00
年新增担保额	3,946.00	2,944.00	3,784.00
在保责任余额	68,144.61	51,038.00	34,235.00
融资性担保责任余额	68,144.61	51,038.00	34,235.00
<b>利润表摘要</b>			
担保业务净收益	938.05	584.24	640.13
投资收益	362.52	291.24	205.80
其它业务净收入	37.09	18.93	11.97
营业费用	(122.45)	(141.46)	(111.12)
资产减值损失	(1,022.80)	(448.34)	0.00
信用减值损失	--	(908.81)	(534.24)
税前利润	19.86	(935.65)	187.39
所得税费用	8.85	283.64	(29.26)
净利润	28.71	(652.01)	158.12
综合收益总额	21.95	(773.52)	7.94

## 附五：中合中小企业融资担保股份有限公司主要财务指标

(金额单位：百万元)	2019	2020	2021
<b>盈利能力 (%)</b>			
投资回报率	3.50	3.74	3.14
担保业务收入/年度新增担保额	15.91	16.59	7.18
平均资产回报率	0.26	(7.02)	1.89
平均资本回报率	0.35	(8.48)	2.16
<b>担保项目质量 (%)</b>			
年内代偿额 (百万元)	1,690.75	777.67	530.00
年内代偿率	8.15	3.24	2.20
累计代偿率	4.08	3.90	3.60
担保责任准备金/在保责任余额	1.51	1.80	1.57
<b>资本充足性 (%)</b>			
核心资本 (百万元)	8,608.97	8,175.23	7,805.37
核心资本放大倍数 (X)	7.92	6.24	4.39
净资产放大倍数 (X)	8.43	6.99	4.68
融资性担保放大倍数 (X)	8.28	7.01	4.70
<b>流动性 (%)</b>			
高流动性资产/总资产	0.68	26.62	24.28
高流动性资产/在保责任余额	0.10	4.37	5.92

## 附六：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附七：中合中小企业融资担保股份有限公司基本财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费用	销售费用+管理费用
	平均资本回报率	净利润/[当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	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]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除增信额
流动性	高流动性资产	现金及现金等价物+银行存款+衍生金融工具+存出保证金+交易性金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产（新金融工具准则下，高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+衍生金融工具+存出保证金+交易性金融资产+买入返售金融资产）
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	增信责任余额/核心资本

## 附八：信用等级符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，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。

担保公司等级符号	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，表示略高或略低于本等级；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。