



南平武夷集团有限公司 2023 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1302 号

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 6 月 27 日至 2023 年 12 月 14 日。主体评级有效期内，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪主体

南平武夷集团有限公司

本次跟踪主体评级结果

AA/稳定

评级观点

本次跟踪维持主体上次评级结论。中诚信国际认为南平市的经济保持了良好的发展态势，经济财政实力稳步提升，潜在的支持能力强；南平武夷集团有限公司（以下简称“武夷集团”或“公司”）是南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，对南平市政府的重要性较高，与南平市政府维持较高的紧密关系。同时，中诚信国际预计，随着公司区域专营性业务的发展和政府的大力支持，武夷集团资产规模将保持增长；同时，需关注资本支出压力较大、通行费收入较少且参股高速公路运营不佳以及或有负债风险对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，南平武夷集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

评级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强，公司资本实力显著增强，资产质量显著提升或盈利能力大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；重要子公司划出，公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正 面

- **区域经济实力持续增强。**南平市是农业、林业大市与风景名市，近年来区域经济持续增长，较强的区域经济为公司业务发展奠定了有力基础。
- **公司业务区域专营性较强，获得政府支持力度较大。**跟踪期内，公司仍是南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，主要承担了南平市公路建设运营和铁路融资等任务，具有较强的区域专营性，公司项目资本金注入、股权划转和政府补贴等方面持续得到南平市政府有力支持。

关 注

- **资本支出压力较大。**公司在建、拟建项目规模较大，部分项目建设模式未定，需关注未来投融资压力和经营风险。
- **公司高速通行费收入较少，且参股高速公路运营不佳，资产收益性一般。**近年来公司高速公路通行费收入较少，且公司参股的高速公路以前年度运营状况不佳，公司参控股高速公路后续运营情况值得关注，公司资产收益性一般。
- **或有负债风险。**公司对外担保对象主要系公司参股的高速运营公司，对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

项目负责人：刘凯 kliu02@ccxi.com.cn

项目组成员：赵辰 chzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

武夷集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	302.01	327.26	384.35	384.22
经调整的所有者权益合计（亿元）	118.01	131.46	174.92	175.96
负债总计（亿元）	184.01	195.80	209.42	208.26
总债务（亿元）	153.98	159.63	169.80	171.33
营业总收入（亿元）	11.40	15.29	19.95	3.33
经营性业务利润（亿元）	2.88	2.56	3.29	1.02
净利润（亿元）	0.66	2.87	4.56	0.93
EBITDA（亿元）	7.09	9.36	12.55	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.77	1.49	7.71	3.18
总资本化比率(%)	56.61	54.84	49.26	44.33
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.26	1.52	2.04	--

注：1、中诚信国际根据武夷集团提供的其经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年和 2021 年数据均采用了 2019~2021 三年连审审计报告数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他应付款中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务；3、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

评级历史关键信息

南平武夷集团有限公司					
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	--	2022/07/29	刘凯、宋航	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	--	2020/02/10	郭静静、石清、王紫薇	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

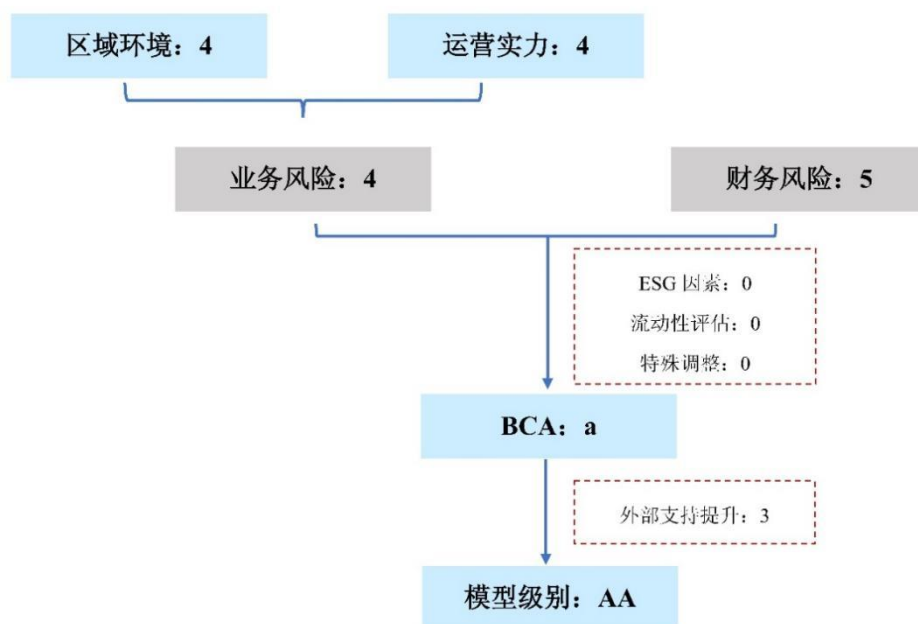
项目	武夷集团	三明城投	武夷投开	丽水文旅
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	福建省-南平市	福建省-三明市	福建省-南平市	浙江省-丽水市
GDP（亿元）	2,211.84	3,110.14	2,211.84	1830.87
一般公共预算收入（亿元）	104.06	111.35	104.06	170.86
经调整的所有者权益合计（亿元）	174.92	139.65	228.35	97.52
总资本化比率（%）	49.26	51.56	51.17	44.6
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.04	1.25	0.32	0.77

注：1、三明城投系“三明市城市建设投资集团有限公司”的简称；武夷投开系“南平武夷新区投资开发集团有限公司”的简称；丽水文旅系“丽水市文化旅游投资发展有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

评级模型

南平武夷集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，武夷集团是南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，具有较强的业务竞争力。但是，公司土地出让业务和商品房销售业务受规划及政策影响较大，需关注未来业务可持续性情况，同时公司在、拟建项目尚需投资规模较大，需对未来投融资压力及后续运营情况持续关注。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，武夷集团所有者权益持续增长，资本实力有所增强，但债务负担较重，且债务规模持续增长，财务杠杆水平适中；EBITDA 对利息有一定的保障能力，但经营活动净现金流对债务利息的覆盖程度较弱，偿债指标有待进一步优化。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对武夷集团个体基础信用等级无影响，武夷集团具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，南平市政府支持能力强，对公司支持意愿较强，主要体现在南平市的区域地位，以及较快水平的经济财政增长能力；武夷集团是南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，成立以来持续获得政府在项目建设专项资金拨付、股权划转、资本注入等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部

指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

南平市位于福建省北部，是农业、林业大市与风景名市，粮食产量居全省第一位，辖区面积 2.63 万平方公里，占福建省的五分之一，是福建省辖区面积最大的地级市。南平市 2 个市辖区（建阳区、延平区）、5 个县（顺昌县、浦城县、光泽县、松溪县、政和县），代管 3 个县级市（邵武市、武夷山市、建瓯市）。截至 2022 年末，南平市常住人口为 265.10 万人

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，且本级有南平工业园区、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，2022 年全年，南平市规模以上工业增加值增长 4.4%。2022 年南平市地区生产总值 2,211.84 亿元，可比增长 3.8%，GDP 总量等经济指标在省内排名相对均靠后。

表 1：2022 年福建省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
福建省	53,109.85	--	12.68	--	3,339.06	--
福州市	12,308.23	1	14.59	2	698.52	2
泉州市	12,102.97	2	13.65	3	526.79	3
厦门市	7,802.66	3	14.70	1	883.77	1
漳州市	5,706.58	4	11.26	7	250.54	4
宁德市	3,554.62	5	11.27	6	167.45	5
龙岩市	3,314.47	6	12.17	5	165.46	6
莆田市	3,116.25	7	9.71	8	151.05	7
三明市	3,110.14	8	12.60	4	111.35	8
南平市	2,211.84	9	8.34	9	104.06	9

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为南平市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，税收占比一般，但财政自给率较低；政府性基金收入是南平市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，具有一定不确定性。再融资环境方面，近年来南平市政府融资规模不断增加，存在一定债务压力，但政府债务余额仍在福建省内处于较低水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，存在一定的非标融资，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 2：近年来南平市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,007.40	2,117.58	2,211.84
GDP 增速（%）	0.25	6.50	3.8
人均 GDP（万元）	7.49	7.92	8.34
固定资产投资增速（%）	0.06	0.10	5.1

一般公共预算收入（亿元）	98.18	102.30	104.06
政府性基金收入（亿元）	113.49	87.95	74.21
税收收入占比（%）	59.79	64.71	51.75
公共财政平衡率（%）	29.43	33.16	30.07

注：=税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：南平市人民政府，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，武夷集团运营实力中等，武夷集团是南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，承担了南平市公路建设运营、高速铁路融资以及公交运营等任务，具有较强的业务竞争力；同时，除政府类项目外，公司也在市场化领域进行了探索，业务涉及工程施工、商品房开发与商品销售等，业务布局趋于多元化。

值得注意的是，公司已建成参股高速公路目前仍处于亏损期，2020 年以来公司未实现土地出让收入，同时考虑到目前国内房地产行情仍处于调控期，公司房地产业务未来发展面临一定不确定性，另外，公司在、拟建项目尚需投资规模较大，需对未来投融资压力及后续运营情况持续关注。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	2.06	18.08	11.97	1.52	9.95	19.53	4.72	23.63	21.71	0.69	20.81	35.89
商品房销售	2.07	18.19	50.29	3.31	21.64	18.99	2.16	10.81	39.14	0.33	9.95	21.93
商品销售	2.84	24.94	1.41	5.39	35.25	0.77	5.75	28.84	2.11	0.54	16.17	3.85
高速公路收费	0.72	6.34	43.43	0.94	6.16	37.64	0.91	4.57	24.87	0.22	6.62	21.53
公交运营业务	0.40	3.53	-105.19	0.45	2.92	-87.82	0.42	2.10	-112.65	0.13	4.04	-12.02
其他	3.30	28.92	57.79	3.68	24.07	62.25	5.99	30.03	50.28	1.41	42.41	43.97
营业收入/毛利率合计	11.40	100.00	27.41	15.29	100.00	21.07	19.95	100.00	23.84	3.33	100.00	29.86

注：其他收入包括租赁、道路养护、工程监理、检测、物业管理、网络平台开发建设、资金占用费、房屋租赁业务等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高速公路建设、运营及高速铁路融资板块

跟踪期内，公司仍作为南平市重要的交通基础设施投资建设主体，负责建设和运营南平市多条高速公路，同时代表南平市政府承担高速铁路融资职能，业务竞争力较强；公司高速公路运营情况较为稳定，高速通行费收入随着路网完善有所增长，已建成参股高速公路目前仍处于亏损期，同时受董监高调整影响，公司对参股高速公路不再有重大影响；目前公司无在建、拟建高速公路项目。

作为南平市重要的交通基础设施投资建设主体，公司高速公路建设与运营业务主要由核心子公司南平高速负责。业务模式方面，公司负责筹措部分高速公路建设资金，并使用和管理高速公路项目建设的各项资金，将投资款项按投资计划和项目建设进度下拨给高速公路项目公司，项目公司再下拨给项目建设施工单位，高速公路项目完工后，公司将通过股权转让、持股分红以及自营等多种方式实现投资收益和高速公路运营收入。资金平衡方面，根据南政综[2007]113 号文，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，公司按持股比例向高速公路项目公司投入资本金，项目公司统一从银行取得贷款进行项目建设；各县（市、区）政府通过已收储土地的出让补足资本金出资。

通车的高速公路中，公司控股高速公路为延顺高速，其余均为参股高速公路。公司持有延顺高速 60% 股权，该高速公路于 2015 年底建成通车，2017 年底自在建工程转入无形资产。同期末，公司无在建、拟建高速公路工程。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司已建成高速情况

路段名称	持股比例（%）	通车时间	收费年限	收费里程（公里）	收益模式	收费性质
武邵高速	32.00	2010.11	25 年	91.72	股权分红	经营性收费公路
宁武高速	30.00	2012.10	20 年	203.03	股权分红	政府性还贷公路
松建高速	16.66	2012.12	15 年	106.69	股权分红	政府性还贷公路
京台高速	35.00	2015.12	15 年	62.69	股权分红	政府性还贷公路
延顺高速	60.00	2015.12	25 年	47.35	自主经营	经营性收费公路
邵光高速	49.00	2015.12	25 年	66.22	股权分红	经营性收费公路
联络线高速	20.08	2017.09	25 年	46.07	股权分红	经营性收费公路
顺邵高速	40.00	2019.01	25 年	66.56	股权分红	经营性收费公路
合计	--	--	--	690.33	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行量方面，公司控股及参股高速公路车流量受 2020 年~2022 年经济环境和路网协同效应影响而呈波动增长态势，近年，随着路网逐步完善，公司高速公路车流量有所增长。截至 2023 年 3 月末，公司通行费收入标准未发生变化，仍采用 2005 年 4 月 1 日起施行的《关于调整高速公路车辆通行费车型分类和收费标准的通知》（闽交财[2005]19 号）¹中的收费标准。

表 5：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司各路段车流量（万辆）

路段名称	2020	2021	2022	2023.1~3
延顺高速	196.41	264.07	301.31	78.20
邵光高速	202.18	330.58	351.09	81.36
顺邵高速	151.69	210.56	189.2	56.57
京台高速	319.40	410.84	391.76	104.15
武邵高速	200.97	213.16	272.8	122.91
宁武高速	561.07	706.54	689.25	72.74
联络线高速	206.93	208.98	183.92	46.88
松建高速	276.94	376.06	310.48	42.6
合计	2,115.59	2,720.79	2689.81	605.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着车流量的提升，2021 年公司高速公路通行费收入有所增长，均来源于控股的延顺高速，2022 年收入与上年基本持平。2022 年，受高速公路营运成本提高影响，公司高速公路收费业务毛利率略有下降。因公司参控股高速公路仍处车流量培育期、高速路网未完全贯通，车流量较少的影响，公司控股高速公路通行费收入仍较少，参股高速公路效益亦未完全释放，均处于亏损期，尚未取得投资收益，但 2021 年亏损额度有所收窄。同时，根据南国资人发[2022]1 号文《南平市国资委关于委派福建邵光高速公路发展有限公司董监高成员的通知》、南国资人发[2022]2 号文《南平市国资委关于委派福建武邵高速公路发展有限公司董监高成员的通知》、南国资人发[2022]3 号文《南平市国资委关于委派南平京台高速公路有限责任公司董监高成员的通知》、南国资人发[2022]4 号文《南平市国资委关于委派南平联络线高速公路有限责任公司董监高成员的通知》、南国资人发[2022]5 号文《南平市国资委关于委派南平宁武高速公路有限责任公司董监高成员的通知》以及南

¹ 货车收费标准同时参考《关于印发高速公路载货类汽车计重收取车辆通行费正式实施方案的通知》（闽交财[2008]27 号）对于载重与车辆吨位加权计算

国资人发[2022]6 号文《南平市国资委关于委派福建顺邵高速公路发展有限公司董监高成员的通知》，公司对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、南平京台高速公路有限责任公司、南平联络线高速公路有限责任公司、南平宁武高速公路有限责任公司和福建顺邵高速公路发展有限公司的财务和经营政策不具有参与决策的权力，不形成重大影响，由长期股权投资重分类至其他权益工具投资，故 2022 年公司账面未有参股高速公路投资亏损产生。

表 6：2019~2021 年公司各参股路段投资收益情况（万元）

路段名称	2019	2020	2021	2022
武邵高速	-4,353.79	-4,519.37	-3,039.37	--
宁武高速	-8,910.82	-10,286.97	-7,133.22	--
京台高速	-528.78	-2,186.67	-940.57	--
邵光高速	-9,035.10	-8,135.83	-2,913.50	--
联络线高速	-4,485.81	-156.01	-259.75	--
顺邵高速	--	-5,497.97	-355.79	--
合计	-27,314.30	-30,782.82	-14,642.2	--

注：顺邵高速 2018 年通车，2019 年尚在资本化，未计投资收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高速铁路融资方面，公司作为南平市高速铁路的出资代表，承担南平市铁路项目出资职能，该业务主要由子公司南平高速负责。业务模式方面，南平市本级和各县（市、区）根据出资任务提供贷款抵押用地，公司作为出资代表，从国开行取得项目贷款，贷款到位后，南平市本级和各县（市、区）根据还本付息计划，筹措资金按时向公司拨付贷款本息，由公司偿还国开行贷款本息，偿还完毕后南平市本级和各县（市、区）可将用于贷款抵押的地块解押收回。

根据原铁道部与福建省政府签署的《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铁路、衢宁铁路、南三龙铁路、向莆铁路以及峰福铁路横南段电气化改造，上述项目在南平市的总里程占福建省的 26.7%，南平市总投资占福建省的 22.7%。除峰福铁路横南段电气化改造项目外，其余项目市级资本金均由公司代为出资。上述高速铁路共需南平市本级和各县（市、区）出资 20.38 亿元，上述出资已于 2021 年末全部到位，其中国开行贷款为 15.40 亿元，南平市本级和各县（市、区）实际拨付资金 4.98 亿元。合福铁路、向莆铁路南平连接线、南三龙铁路和衢宁铁路均已在 2021 年之前建成并通车。

土地出让板块

土地出让收益是公司高速公路建设资金平衡的主要方式，但土地出让情况易受当地市场行情影响，2020 年以来受南平市整体土地规划和市场环境的影响，未有收入产生，该业务收入稳定性需持续关注。

公司土地转让收入主要依赖于转让南平市各县（市、区）政府根据高速公路、铁路项目建设应承担的资本金任务分批向公司划转的土地使用权所获得的收购价款。根据南政综[2007]113 号文，南平市各县（市、区）政府根据高速公路途径区县应承担的建设资本金任务分批向公司注入土地资产，这部分建设资金由南平高速筹集垫付，后续通过土地出让的方式进行平衡，具体方式有两种：一是当地政府与公司签订协议，支付土地转让资金后收回公司所持土地，该资金由各县（市、区）财政支付给公司；二是委托当地土储中心“招拍挂”，获得的土地转让金由南平市财政扣除相关税费后全额返还给公司，目前公司土地收回以第一种方式为主。截至 2023 年 3 月末，公司通过以上

方式持有土地 182.13 万平方米，入账价值 40.65 亿元，均为出让地，性质主要为商住用地。

2020 年以来，受南平市整体土地规划影响，公司未出让土地，未形成土地出让收入，目前公司暂无 2023 年预计转让地块计划。

工程施工板块

跟踪期内，公司仍通过市场化方式承接区域内公路桥梁等工程施工项目，业务稳步推进，受结算进度影响，收入呈现波动，项目储备尚可，未来具有一定的可持续性。

公司工程施工业务主要由二级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，主要从事南平市境内公路、桥梁、隧道等基础设施的建设施工。业务模式方面，公司通过“招投标”方式承担工程建设任务，并以施工总承包或 EPC 模式来开展工程施工业务，资金主要来源于项目业主按照合同约定拨付工程计量款，高速建设公司根据工程进度按照完工百分比法确认工程结算收入。截至 2023 年 3 月末，高速建设公司拥有公路工程施工总承包一级、公路路面工程专业承包一级、市政公用工程施工总承包一级、公路路基工程专业承包二级等资质。

表 7：截至 2023 年 3 月末高速建设公司资质情况

主体名称	资质名称	获得时间
南平高速建设有限公司	公路工程施工总承包一级	2017 年 5 月 5 日
	公路路面工程专业承包一级	2017 年 5 月 5 日
	建筑工程施工总承包三级	2016 年 9 月 19 日
	市政公用工程施工总承包一级	2018 年 10 月 10 日
	公路路基工程专业承包二级	2002 年 9 月 11 日
	施工劳务不分等级	2016 年 9 月 19 日

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，近年公司工程施工业务收入呈现波动，2021 年，公司工程施工业务收入规模同比下降 26.15%，主要系结算的项目量有所减少所致；同期，公司工程施工业务实现回款 1.98 亿元，回款情况尚可；2022 年，由于前期承接项目当期大量结算以及承接项目的增长，公司工程施工收入同比增长 201.57%。从项目储备来看，截至 2023 年 3 月末，高速建设公司在手合同未完工金额 18.77 亿元，暂无拟建工程建设项目，储备项目量尚可，公司工程建设业务收入未来具有一定的可持续性。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司在手合同情况（亿元）

项目名称	总金额	已完工金额
省道 303 线武夷东站至公馆大桥 A3 段	4.35	3.90
省道 303 线武夷东站至公馆大桥 A4 段	3.68	3.68
福建顺邵高速公路第二项目经理部	3.22	2.35
花桥至路桥公路建设项目	0.53	0.48
政和县交通基础设施提升工程（一期）	1.99	1.36
205 曲港大桥改建工程设计	0.63	0.44
宁武高速公路武夷山北城互通立交工程	0.98	0.73
横二线武夷新区洪尾至新岭公路工程	2.12	2.08
南福路快速通道工程	5.04	1.95
南平市建阳区潭山南路旅游公路工程	1.71	0.38
环武夷山国家公园风景道建设工程	4.71	0.17
松溪水毁工程	0.16	0.06
省道 S302 建阳区高速口至麻沙江坊公路改造工程	1.50	0.51
武夷新区至沙县高速公路（南平段）路基土建 A1 合同段工程	6.86	0.63

总计

37.49

18.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品房销售板块

跟踪期内，公司仍在区域内以自建和合作开发的模式开展商业地产开发业务，近年来随着“建发武夷·山外山度假小镇”项目持续销售，商品房销售收入大幅提升，但该板块目前在售项目剩余可销售面积有限，同时考虑到目前国内房地产行情仍处于调控期，公司该业务未来发展面临一定不确定性。

公司房地产业务主要由二级子公司南平高速开发有限公司(以下简称“高速开发公司”)负责，目前在售项目包括“高速·金福花园”与“建发武夷·山外山度假小镇”两个项目。其中，“高速·金福花园”项目系位于建瓯水西新城核心区的商品房项目，项目资金来源于自有资金，公司通过“招拍挂”的方式获得项目用地。该项目于 2013 年开始销售，于 2015 年底建成并竣工验收合格，2016 年开始确认收入，目前该项目仅剩余部分尾盘及店面待周边路网、商圈贯通后进行出售。“建发武夷·山外山度假小镇”为高速开发公司与厦门建发集团有限公司子公司厦门益悦置业有限公司(以下简称“益悦置业”)成立的合资公司武夷山嘉恒房地产有限公司(以下简称“嘉恒房地产”)对杜坝地块进行的开发项目，该项目建设内容包括酒店、游客服务中心、度假别院等，截至 2022 年 9 月末已完成投资 9.7 亿元(包含税金费用成本)。根据高速开发公司与益悦置业签订的《武夷山杜坝地块合作开发协议及补充协议》，高速开发公司持有嘉恒房地产 50%股权，项目建设期结束后由高速开发公司对其实施控制。由此，公司于 2020 年将嘉恒房地产纳入合并范围，确认“建发武夷·山外山度假小镇”项目收入。截至 2023 年 3 月末，该项目仍有一定的剩余可售面积，住宅商品房大多已完成销售(含预售)，该项目中的酒店待 2022 年底完工后销售。受商品房销售节奏影响，公司商品房销售收入呈波动状态，同时由于公司商品房销售业务收入成本错配，2021 年该业务成本确认较多，因此当年毛利率降至 18.99%，2022 年毛利率有所回升。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司在售房地产项目情况(亿元、万平方米、套)

项目名称	总投资预算	可销售面积	已销售面积	已销售金额	可售住宅商品房套数	回款情况	剩余可售面积
高速·金福花园	5.00	9.35	7.71	5.03	702	5.03	1.64
建发武夷·山外山度假小镇	11.15	8.73	6.45	8.41	1,141	8.41	2.28
合计	16.15	18.08	14.16	13.44	1,843	13.44	3.92

注：建发武夷·山外山度假小镇的已售住宅商品房套数中含有预售，已销售面积、已销售金额、回款与剩余可售面积中不含有预售。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司拟建房地产项目为百合馨院项目，该项目为位于建阳区南林核心区的商品房项目，建筑面积 4.9 万平方米，拟投资 2.68 亿元。

土地储备方面，截至 2022 年末，公司存货中有土地使用权 47.62 亿元与开发成本 25.92 亿元。土地使用权中，公司通过招拍挂取得土地 23.33 万平方米，入账价值 6.97 亿元，均为商住或商服用地，均已办理土地证；开发成本中，公司通过招拍挂取得土地 67.58 万平方米，入账价值 25.92 亿

元²，其中 41.88 万平方米，入账价值为 17.45 亿元的招拍挂土地尚未办妥土地证。考虑到目前国内房地产行情仍处于调控期，公司该业务未来发展面临一定不确定性。

公交营运板块

跟踪期内，公司公交业务收入略有下降；该板块具有较强的公益性，仍需依靠政府补助维持正常运营。

公司公交业务由子公司南平公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）负责，主要从事延平中心城区、江南新区和西芹镇、夏道镇、吴罗洋村等区域的市内公共汽车客运业务。近年来公司公交车辆数与线路较为稳定，2022 年，受车辆数及客运量下降影响，公司公交业务客运量及收入略有下降。公交业务公益属性较强，收费标准由政府定价，近年均无调整，为保障公交运输业务的正常运营，南平市政府每年给予公司一定的运营补贴（主要包括老人、残疾人、学生等车票补贴、有线路亏损补贴和空调补贴等）和非运营补贴（主要包括场站建设补贴、购车补贴、充电桩补贴等）。

表 10：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司公交运营情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
车辆数(辆)	335	338	289	289
公交线路(条)	38	37	38	38
客运量(万人次)	3,838	4,581	4,239	1,045
行驶里程(万公里)	1,703	1,858	1,699	387
政府补贴(亿元)	0.32	0.29	0.15	0.0077

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

跟踪期内，商品销售业务仍是公司主要收入来源，近年来随着成品油和钢材销售规模增长，公司该业务营业收入大幅扩张，但盈利空间较薄，对公司盈利贡献有限。

公司商品销售业务主要由南平高速的子公司南平高速物流有限公司（以下简称“高速物流公司”）负责，主要负责高速公路项目所需的水泥、钢筋等建筑材料的供应，同时还与相关单位合作开展三方贸易业务。业务模式方面，高速物流公司从上游原材料供应商购买建筑材料和成品油等，以成本加成一定毛利的价格销售给下游客户；定价方式随市场行情确定，结算方式为电汇或者承兑汇票，公司上下游账期基本匹配。

公司商品销售业务主要贸易品种为成品油及钢材，2022 年占总销售金额比重为 78.89%；同期，公司商品销售业务前五大供应商供应金额占总供应金额的比重与前五大销售金额占总销售金额的比重均在 70%以上，公司商品销售业务的上下游集中度较高。2022 年在成品油和钢材销售规模增长的带动下，当年公司商品销售业务营业收入略有增长，同时因产品结构调整，近年公司毛利率有所增长，但仍低于 4%，盈利空间较薄。

表 11：2022 年公司商品销售业务前五大供应商及客户情况（万元、%）

供应商名称	供应商品种类	是否为关联方	供应金额	占总供应金额的比重
-------	--------	--------	------	-----------

² 土地使用权入账价值合计数与开发成本账面价值的差额为勘测费等其他费用。

中国石化销售股份有限公司浙江丽水石油分公司	成品油	否	14,078.53	28.89
中石化森美（福建）石油有限公司南平分公司	成品油	否	10,153.30	20.83
中化石油福建有限公司	成品油	否	5,888.45	12.08
福建省建瓯市福宏闽光贸易有限公司	钢材	否	4,764.28	9.78
福建福宏商贸集团有限公司	钢材	否	3,561.41	7.31
合计	—	—	38,445.97	78.89
客户名称	销售商品种类	是否为关联方	销售金额	占总销售金额的比重
大连成泰石油化工有限公司	成品油	否	24,152.65	38.44
浙江自贸区徐丰能源有限公司	成品油	否	7,129.44	11.35
浙江自贸区中梓石化有限公司	成品油	否	6,898.71	10.98
厦门锦亿伟业石化有限公司	成品油	否	4,944.66	7.87
福建福宏物流有限公司	钢材	否	4,881.89	7.77
合计	—	—	48,007.35	76.41

注：此处收入包含增值税口径

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营及 PPP 项目板块

跟踪期内，公司在、拟建自营项目投资规模仍较大，且周期较长，未来需对项目投融资压力及后续运营情况保持持续。

自营项目方面，公司自营项目中国茶旅小镇（武夷山）一期工程会展中心项目已于 2022 年完工，其建设主体为武夷山茶旅小镇开发有限公司，项目总投资为 9.08 亿元，资金平衡方面，项目通过融资获得建设资金 7.00 亿元，通过自筹补足其余 2.08 亿元，未来拟通过收取场地租金、商铺出租出售等方式平衡，需关注该项目未来资金平衡情况。

另外，公司还承担武夷山机场迁建场址和南福路快速通道 PPP 一期项目等自营项目的投资和建设。其中，南福路快速通道工程是《福建省普通国省干线公路网布局规划》（2012~2030）确定的“八纵十一横十五联”线路之一，该项目一期工程长 6.10 公里，二期工程长 5.36 公里，福建南平工业园区管理委员会为南福路快速通道 PPP 一期项目实施机构，公司与中铁十五局集团有限公司联合体为该项目的社会投资人，并合资组建南平南福路开发建设有限公司³，负责该项目的投资、建设与运营，该项目约 30%~35%的资金来自公司自有资本金，剩余部分由公司自行筹集，公司享有该项目的特许经营期 15.5 年，特许经营期由建设期和运营期构成，其中建设期预计约 3 年，期间政府以使用者付费的方式在运营期内分期回购，特许经营期结束后，该项目将无偿移交至政府，该项目尚需投资额较大，需对项目未来资金平衡情况保持持续关注。另外，武夷山机场迁建场址项目总投资规模较大，目前该项目尚处于前期规划状态，运营模式暂未确定，未来投资规模可能会有所调整，且因该项目为军民两用机场审批较慢，项目推进缓慢，短期内投资压力较小。同时，2022 年，公司 PPP 建设和运营收入为 2.05 亿元，主要系完工 PPP 项目回购产生，对公司收入形成补充。总体看，公司自营及 PPP 项目近年已有收入形成，对公司收入形成一定补充，但未来尚需投资较大，公司投资压力值得关注。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司主要在建及拟建重大自营及 PPP 项目（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	建设期限	在建/拟建
------	-------	-----	------	------	-------

³ 公司持有南平南福路开发建设有限公司 99% 的股份，中铁十五局集团有限公司持有其 1% 的股份。

南福路快速通道 PPP 一期项目	21.38	9.39	11.99	3 年	在建
武夷山机场迁建场址	70.00	0.75	69.25	8 年	拟建
合计	91.38	10.14	81.24	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

公司其他业务包括租赁、道路养护、网络平台建设等，多元化业务对公司收入和利润形成有效补充，但同时需关注相关业务板块的经营情况。

养护业务主要由南平高速子公司南平市高建养护工程有限公司（以下简称“养护工程公司”）负责。养护工程公司主要负责公路、城市道路及交通设施的施工养护、绿化。截至 2023 年 3 月末，养护工程公司拥有沥青路面综合养护车、灌缝机、标线机、清扫车等施工机械设备 45 台部，拥有龙浦-浦城南、武邵-麻沙、武邵-邵武西、邵光-光泽、延顺-来舟、南平联络线-夏道、顺昌-邵武拿口养护站 7 处，拥有养护基地 1 处，共承接南平海西网高速公路养护里程 408.64 公里，武夷快速通道 303 线地方道路养护里程 21.74 公里。2022 年以及 2023 年 1~3 月，公司养护费收入分别为 0.46 亿元和 0.07 亿元。

此外，南平高速子公司南平实业集团有限公司（以下简称“实业集团”）拥有部分市区房产（含住宅及商铺等），每年可获得较为稳定的租金收入，2022 年以及 2023 年 1~3 月，公司分别实现租赁业务收入 0.53 亿元和 0.13 亿元；网络平台开发建设业务主要由子公司福建南平数字城市运营有限公司（以下简称“数字运营公司”）负责运营，数字运营公司由实业集团与福建省数字福建云计算运营有限公司合资成立，定位为南平智慧城市建设和运营主体、政务数据特许经营主体，主要负责建设政务数据存储、传输网络和信息安全等基础设施，2022 年以及 2023 年 1~3 月，公司分别实现网络平台开发建设营业收入 0.39 亿元和 0.03 亿元；公司资金占用业务的资金来源主要为自有资金，主要客户为参股高速公路公司及业务相关方，利率的确定主要以公司综合融资成本为参考标准，双方在符合市场融资利率的情况下充分沟通后协商一致而形成，2022 年以及 2023 年 1~3 月，公司资金占用费收入分别为 1.62 亿元和 0.31 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，受益于政府的大力支持，近年来公司所有者权益持续增长，资本实力有所增强；但受业务扩张等影响，公司债务规模逐年增长，财务杠杆水平适中，经营获现能力一般，EBITDA 对利息覆盖水平有所提升，但整体偿债保障能力有待进一步提升。

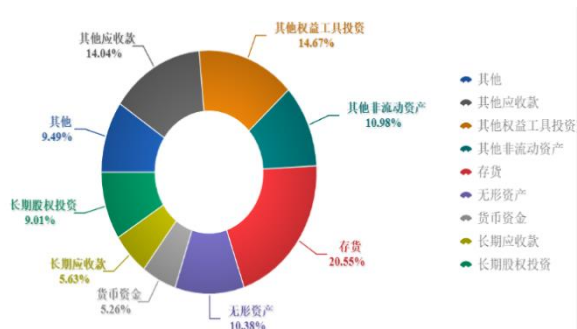
资本实力与结构

跟踪期内，公司的平台地位仍较重要，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，资产规模呈持续增长态势；公司资产流动性一般且收益性较弱，整体资产质量较低。

跟踪期内，公司仍作为南平市重要的交通基础设施建设主体，地位较重要，近年来在股权划转，政府资金与补贴注入，随着对参股高速公路公司往来款增加、建设项目的持续投入以及新购入土地，公司资产规模保持增长态势，2020~2022 年复合增长率为 12.81%。

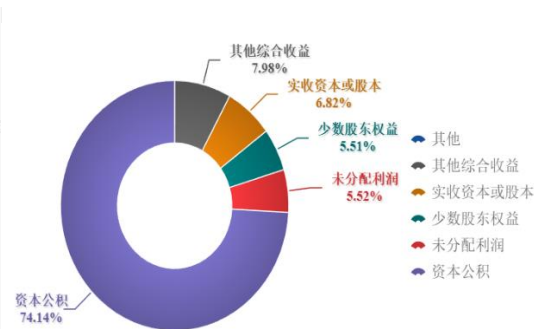
公司目前形成了土地出让、工程施工、商品房销售、商品销售及高速公路收费等业务板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货、长期股权投资、无形资产以及由自营项目成本形成的在建工程等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，近年随着对参股高速公路项目公司的往来款的持续增长，流动资产占总资产的比重逐年增长，但随着公司自营项目的持续投入，预计公司未来非流动资产占比或将有所回升。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务发展及融资的持续增加保持增长趋势，2022 年末，公司受限货币资金规模占总货币资金比重为 2.54%，受限比重较小；公司其他应收款主要系与南平交通建设投资开发有限公司等区域内国有企业及参股高速公路项目公司的经营性往来款，近年来其规模随着高速公路项目的补亏与资金拆借规模持续增加而逐年增长，对前五大应收对象应收款项 29.46 亿元，占比 54.77%，账龄均在一年以内，但亦对公司对资金形成较大占用；公司存货主要由土地使用权、开发产品与开发成本构成，其中，土地使用权和开发成本主要系前期高速公路、铁路项目建设政府划入的土地以及公司通过招拍挂取得土地，开发产品主要系房地产项目成本，2022 年存货增幅较大主要系公司通过招拍挂取得双溪街道城南中路原禾欣轻工等地块所致。截至 2023 年 3 月末，公司存货中有 10.55 亿元的土地使用权已用于银行借款抵押，加之土地出让及房地产开发受政策影响较大，一定程度上影响了公司资产的流动性；公司长期股权投资主要系持有的南平市武夷新区贸易投资有限公司以及福建南平武夷有轨电车有限公司等企业的股权投资，2022 年因公司参股高速公路公司董监高调整，公司对参股高速公路公司不再有重大影响，公司参股高速公路公司股权随之由长期股权投资重分类为其他权益工具投资，2022 年末公司长期股权投资同比下降 24.71%。在建工程方面，2021 年，随着武夷绕城高速划出合并范围，当年公司在建工程同比下降 26.49%，2022 年末，由于会计政策调整，南福路快速通道工程等项目转入其他非流动资产科目，在建工程下降 73.82%；公司无形资产主要系公路收费权，较为稳定，截至 2022 年末已有 38.18 亿元无形资产用于银行借款抵押，一定程度上影响了该资产的流动性。总体来看，公司对区域内国有企业和参股高速项目公司的往来款规模较大且整体账龄偏长，加之存货主要以土地使用权为主，土地出让进度受南平市整体土地规划和政策影响较大，一定程度上影响了公司资产的流动性，且公司控股及参股路产尚在培育期，收益贡献较为有限，整体资产质量较低。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府持续在资金与股权划入方面的支持，公司资本公积及少数股东权益有所增长，带动所有者权益增长，2022 年，由于南平市国资委无偿划入南平市武夷新区贸易投资有限公司 44.34%股权、福建闽东北两翼股权投资发展基金有限公司的股权、福建闽东北两翼基础设施发

展基金有限公司的股权等股权资产合计 22.08 亿元,同时向公司拨付铁路和高速公路建设资金 0.76 亿元,公司资本公积同比增长 29.92%,资本实力进一步增强。2022 年末,公司其他综合收益同比增长 113.15%,主要系参股高速公路股权当年转入其他权益工具投资评估增值产生。2023 年 3 月末,公司所有者权益和上年末基本持平。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产,公司所有者权益将进一步增厚,资本实力将持续提升。

跟踪期内,公司资本实力增强,同时负债规模亦有所增长,但受益于股东持续的资金资产注入,近年来公司财务杠杆水平持续下降,2022 年资产负债率以及总资本化比率分别下降 5.34 个百分点和 5.58 个百分点。随着自营项目建设的逐步推进,未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口,公司净债务预计将有所增长,公司财务杠杆率预计仍将处于适中水平。

表 13: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	302.01	327.26	384.35	384.22
非流动资产占比	61.40	57.11	58.47	58.28
经调整的所有者权益合计	118.01	131.46	174.92	175.96
资产负债率	60.93	59.83	54.49	54.20
总资本化比率	56.61	54.84	49.26	49.33

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内,公司收现比小于 1,经营活动贡献的现金净流入规模较小且有一定波动,经营获现能力较为一般,同时存在一定的投资活动的资金缺口,经营发展对外部融资存在较强依赖性,再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

随着各业务的持续发展,公司近年收入规模逐年增长,但由于公司商品房销售业务回款与营业收入结转的时间不匹配且工程回款略有滞后等原因,使得公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入不匹配,近年来收现比持续下降,2022 年收现比小于 1。

公司经营活动净现金流受往来款的收支、商品销售和商品房销售业务收支影响较大。近年公司经营活动净现金流均呈现净流入状态,且 2022 年规模有所提升,但整体规模较小,且由于市场化经营业务议价能力一般,可贡献的经营活动净流入规模有限,公司经营活动获现能力总体表现一般。

近年来公司自营项目的投资持续推进致使其投资活动现金流出规模较大,且公司自营项目尚未进入回报周期,同时参股高速公路路网效益亦未完全释放,均处于亏损期,投资活动现金流入规模依然较小,近三年投资活动现金流呈现净流出状态。根据其自身发展计划来看,预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述,公司存在一定的投资活动的资金缺口,经营活动净现金流较小且存在一定波动,加之债务偿还金额近年来总体呈增长态势,进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口,其中债券发行保有一定规模,需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时,受益于股东的持续支持,2022 年及 2023 年 1~3 月,公司吸收投资收到的现金合计 0.42 亿元,亦是其资金补充的渠道。总体来看,公司通过自有资金、

外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 14：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	2.77	1.49	7.71	3.18
投资活动产生的现金流量净额	-8.63	-13.06	-17.79	0.37
筹资活动产生的现金流量净额	5.41	14.17	1.97	0.29
现金及现金等价物净增加额	-0.46	2.60	-8.10	3.84
收现比	1.21	0.87	0.67	1.49

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期，公司债务规模仍保持增长趋势，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配，但非标占比较高，值得关注；近年来公司 EBITDA 对利息的覆盖水平有所提升，但经营活动净现金流对利息的覆盖水平不足，整体偿债保障能力仍有待提升。

随着经营业务的持续发展，公司外部债务融资需求不断推升，近年来债务规模逐年稳定增长，2020~2022 年末债务的复合增长率约 4.86%。从融资渠道来看，公司银行借款、直接融资以及非标融资占比分别为 31.87%、48.19%以及 19.79%，融资渠道较为多元化，以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元，但较大的非标融资规模值得关注；公司短期债务占比近年来呈波动状态，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 15：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元、%）

	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
有息债务	9.16	10.34	31.38	37.13	36.87	46.41	171.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来随着公司营业收入的逐年增长、已建成参股高速公路亏损额度有所收窄且转入其他权益工具后不再有投资亏损体现及政府补贴逐年增加，公司利润总额快速增长，带动 EBITDA 持续增长，公司 EBITDA 对利息的保障能力近年来有所提升。此外，由于 2022 年公司经营活动现金流的改善，对利息的保障能力亦有所增强，且随着经营活动净现金流的波动而有所波动。

表 16：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	153.98	159.63	169.80	171.33
短期债务占比	5.70	10.43	7.84	5.87
EBITDA	7.07	9.36	12.55	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.26	1.52	2.04	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.49	0.24	1.25	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 15.83%，主要为用于银行借款抵押的高速公路收费权、土地使用权和投资性房地产等。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公

司对外担保余额为 72.70 亿元，占同期末净资产的比例为 41.31%，被担保单位均为南平市国有企业，且部分为公司参股高速公路公司，但规模较大，公司存在一定或有负债风险。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保对象	担保余额	是否国企
福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	1.04	是
福建邵光高速公路发展有限公司	14.72	是
福建顺邵高速公路发展有限公司	12.40	是
南平联络线高速公路有限责任公司	28.48	是
南平高速咨询监理有限公司	0.05	是
南平武夷发展集团有限公司	5.00	是
武夷新区投资开发有限公司	7.07	是
南平武夷交通建设投资开发有限公司	0.04	是
南平市建阳区公共交通有限公司	0.12	是
福建南平武夷有轨电车有限公司	3.28	是
合计	72.70	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

——2023 年，公司仍作为南平市重要的交通基础设施建设主体，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围保持相对稳定。

——2023 年，公司商品房销售业务营业收入随着在售项目的待确认销售额规模有限而有所下降，其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司购地支出、工程项目投资规模预计为 10~20 亿元，公司在建自营项目投资规模预计 3~5 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，预计 2023 年债务类融资规模净增长 10~20 亿元。

预测

表 18：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	54.84	49.26	48~50
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.52	2.04	1.3~2

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

⁴ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近三年公司经营活动净现金流保持小幅净流入状态，2022 年末公司可动用账面资金为 16.17 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 79.83 亿元，尚未使用授信额度为 12.98 亿元，备用流动性一般。此外，南平市区域内融资平台较多，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；公司作为南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2022 年末，公司境内债券在手未使用批文为 17.8 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设与债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于工程项目投入、购地支出以及自营项目的建设，资金需求预计在 13~25 亿元。同时，公司债务集中到期压力较低，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 13.32 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 6.16 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和社会争议事件管理，并积极履行社会责任；战略规划清晰，但近年子公司股权划转较多，内控体系有待进一步优化。

环境方面，公司的工程施工和公交营运业务可能会面临一定的碳排放与资源利用方面的环境风险，截至目前在环境管理、资源管理以及可持续发展方面表现较好，且尚未受到监管处罚。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷，且在投资者责任以及社会争议事件管理等方面表现较好。

治理方面，近年公司子公司股权划转较多，且公司控股股东变更为武发集团后，武发集团尚处于整合期，公司内控及治理结构有待进一步完善；此外，公司目前暂无在建及拟建高速公路项目，且商品房销售和土地出让业务受政策影响较大，公司战略发展规划有待优化。

外部支持

中诚信国际认为，南平市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

南平市作为农业、林业大市，风景名胜与福建省的老工业基地，为全市经济、财政实力增长提供了较有力支撑，经济增速保持较快水平，一般公共预算收入稳步提升。同时，近年来南平市政府融资规模不断增加，存在一定债务压力，但 2022 年政府债务余额仍在福建省内最少。同时考虑到区域内融资平台的隐性债务未纳入地方直接债务统计，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

的系统性风险。

同时，南平市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司是南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，承担了南平市高速公路、高速铁路等建设、运营任务，地位较为重要。
- 2) 与政府的关联度较高：公司由南平市国资委直接控股的武发集团控股，根据市政府意图承担高速公路、铁路及重大项目投融资任务，业务开展、债务管理和投融资决策与市政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司在获得项目建设专项资金拨付、政府补助等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，南平市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，比如向公司注入土地资产、将绿发集团等公司国有股权无偿划入公司等。

表 19：2022 年末南平市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
南平武夷发展集团有限公司	南平市国资委 100%	南平城市综合开发建设及交通投资运营服务商，主要承担管理职能	--	--	--	--	--	--
南平武夷集团有限公司	武发集团 90%	南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，承担了南平市高速公路、高速铁路等建设、运营任务	384.35	174.92	54.49	19.95	4.56	84.15
南平市土地发展集团有限公司	武发集团 64.69%	南平市主要的基础设施建设主体之一，主要负责南平中心城市（含延平新城）基础设施、土地开发投融资与建设等	159.12	64.30	59.51	7.42	0.72	28.4
南平建设集团有限公司	武发集团 90%	主要负责城市基础设施建设、公用事业项目建设与管理、各类工程施工及房地产开发	--	--	--	--	--	--
南平武夷新区投资开发集团有限公司	南平市国资委 90%	南平市主要的国有资产经营公司，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	494.89	228.35	53.86	33.43	1.78	87.65
南平市武夷新区建设发展有限公司	南平武夷新区投资开发集团有限公司 98.45%	主要从事武夷新区重点发展片区（童游、将口、兴田片区）内土地整治以及片区基础设施的投资建设管理	--	--	--	--	--	--

注：1、表中财务数据为截至 2022 年末数据；2、南平武夷新区投资开发集团有限公司直接持有南平市武夷新区建设发展有限公司 53.45% 的股份，通过全资子公司南平市武夷新区贸易投资有限公司持有其 45% 的股份。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，南平市政府强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，武夷集团与三明城投、武夷投开、丽水文旅等可比公司相比，外部经营环境风险无显著差异，业务风险与财务风险处于适中水平；南平市政府支持能力与比较组区域相当，但当地政府对上述公司的支持意愿均较强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，南平市与三明市、丽水市等的行政地位相当，经济财政实力略有不同，政府债务余额在上述区域中最低，综合考虑经济财政及债务情况，上述可比区域对当地平台企业的支持能力均为强。武夷集团与可比对象均为当地政府或国资委实际控制的重要的城市基础设施建设或国有资产运营主体，当地政府对它们有较强的支持意愿。

其次，武夷集团的外部经营环境风险与可比对象相比无显著差异，业务风险在同业中处于适中水平。根据当地政府对其的职能定位，公司与可比对象均围绕其职能定位展业，其中公司为南平市重要的交通基础设施建设投融资主体，具有一定的业务竞争优势，但也存在通行费收入较少且参股高速公路仍亏损、资产流动性弱等问题，资产价值相比处于较低水平。

然后，武夷集团的财务风险在同业中处于较低水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强；EBITDA 对利息覆盖能力处于比较组最高水平；财务杠杆亦处于适中水平，可用银行授信低于比较组平均水平。

表 20：同行业对比表

	武夷集团	三明城投	武夷投开	丽水文旅
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	福建省-南平市	福建省-三明市	福建省-南平市	浙江省-丽水市
GDP（亿元）	2,211.84	3,110.14	2,211.84	1,710.03
GDP 增速（%）	3.8	3.1	3.8	8.3
人均 GDP（万元）	8.28	126,004.00	8.28	6.81
一般公共预算收入（亿元）	104.06	111.35	104.06	163.97
公共财政平衡率（%）	30.07	31.64	30.07	30.05
政府债务余额（亿元）	734.80	775.53	734.80	831.92
控股股东及持股比例	武发集团 90%	三明市城市建设发展集团有限公司 100.00%	南平市国资委 90%	丽水市国有资本运营有限公司 90.00%
职能及地位	南平市重要的交通基础设施建设投融资主体	主要承担三明市区域内的保障房建设及市政基础设施建设等	南平市主要的国有资产经营公司，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	负责丽水市文教旅体卫类项目的投资、建设和经营，并开展公交运营、广告制作和房屋出租等业务
核心业务及收入占比	商品销售 28.84%、商品房销售 10.81%、工程施工 23.63%、高速公路收费 4.57%	商品销售 29.00%、城市基础设施建设 37.16%、商品房销售 31.00%	建造合同 81.98%、代建管理 2.38%、房地产销售 3.96%、贸易业务 9.60%	基础设施工程 87.4%、贸易业务 4.15%、公交营运 3.91%、其他业务 3.8%、广告业务 0.73%
总资产（亿元）	384.35	391.80	494.89	201.77
经调整的所有者权益合计（亿元）	174.92	139.65	228.35	97.52
总债务（亿元）	169.80	148.66	239.26	78.52
总资本化比率（%）	49.26	51.56	51.17	44.60
营业总收入（亿元）	19.95	32.97	33.43	7.00
净利润（亿元）	4.56	4.13	1.78	0.92
EBITDA（亿元）	12.55	6.31	3.62	2.08

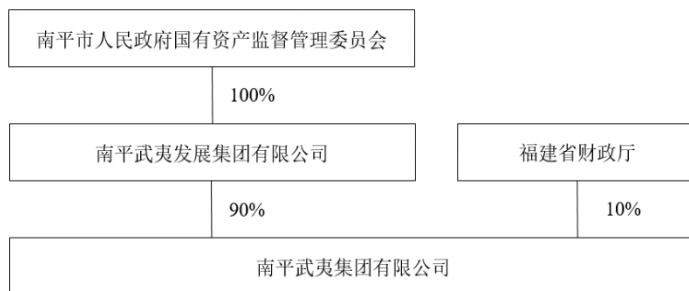
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.04	1.25	0.32	0.77
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	7.71	-13.83	-19.76	2.72
可用银行授信余额 (亿元)	12.98	29.72	14.91	40.04
债券融资余额 (亿元)	82.04	65.70	87.65	35.9

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

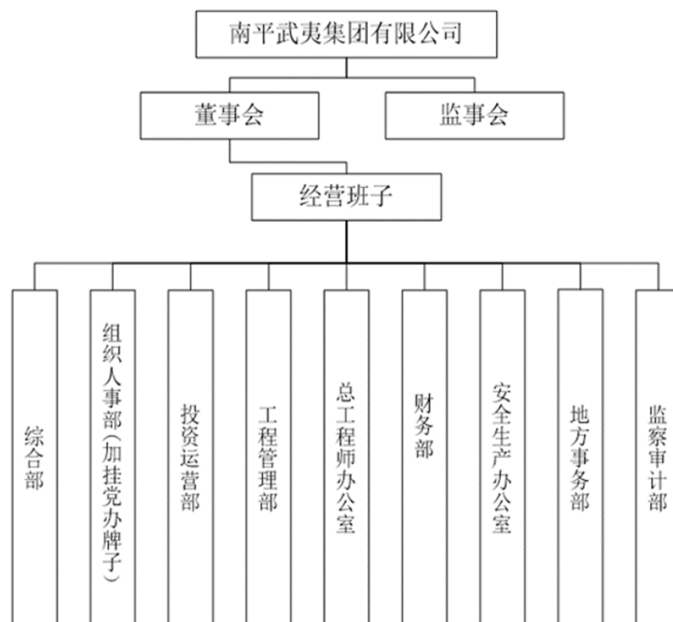
综上所述，中诚信国际维持南平武夷集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

附一：南平武夷集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2023 年 3 月末)



序号	一级子公司名称	业务性质	取得方式	持股比例 (%)
1	南平公共交通有限公司	市内公共汽车客运	投资	100.00
2	武夷山茶旅小镇开发有限公司	基础设施投资、建设、管理	投资	51.00
3	福建武夷山机场有限公司	机场建设、运营、管理	投资	100.00
4	福建省南平市有轨电车有限公司	有轨电车建设、运营、管理	投资	100.00
5	南平三江六岸投资开发有限公司	基础设施投资、建设、管理	投资	100.00
6	南平武夷信息技术有限公司	电子商务系统的技术开发、销售	投资	100.00
7	政和环城路建设管理有限责任公司	交通公路建设开发、管理	投资	65.00
8	南平南福路开发建设有限公司	基础设施投资、建设、经营、管理	投资	99.00
9	南平武夷矿产资源发展有限公司	资产经营、开发、管理	投资	100.00
10	南平市管廊投资开发有限公司	综合管廊市政道路投资、建设	投资	100.00
11	南平市城乡规划设计研究院有限责任公司	建设工程设计	划拨	100.00
12	福建省南平高速公路有限责任公司	高速公路投资、建设、管理	投资	100.00
13	南平绿发集团有限公司	市政工程、园林绿化工程、园林古建工程、园林景观设计 & 施工	投资	99.33

注：公司直接持有政和环城路建设管理有限责任公司 25.00% 的股权，通过全资二级子公司南平高速建设有限公司间接持有其 40.00% 的股权。



资料来源：公司提供

附二：南平武夷集团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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	193,955.22	210,974.62	163,490.15	201,923.57
非受限货币资金	183,995.52	209,963.93	159,333.52	201,923.57
应收账款	19,837.49	28,839.19	58,564.15	39,983.87
其他应收款	415,822.23	479,048.55	556,738.92	539,285.82
存货	498,346.63	640,495.53	786,269.03	789,499.34
长期投资	772,751.37	643,747.93	923,097.04	923,097.04
在建工程	335,508.35	246,641.11	64,568.03	55,769.90
无形资产	398,503.32	406,563.96	399,086.32	398,819.34
资产总计	3,020,144.40	3,272,613.69	3,843,477.38	3,842,165.84
其他应付款	106,773.39	134,683.20	150,755.44	139,922.85
短期债务	88,019.44	166,471.08	133,150.03	100,639.13
长期债务	1,451,817.37	1,429,780.15	1,564,867.70	1,612,680.91
总债务	1,539,836.81	1,596,251.23	1,698,017.73	1,713,320.04
负债总计	1,840,055.35	1,957,975.72	2,094,234.09	2,082,612.53
利息支出	56,297.11	61,414.64	61,571.45	--
经调整的所有者权益合计	1,180,089.05	1,314,637.97	1,749,243.29	1,759,553.31
营业总收入	113,982.47	152,872.46	199,505.22	33,251.76
经营性业务利润	28,846.70	25,575.94	32,850.09	10,219.70
其他收益	63,682.56	64,972.53	72,860.70	20,144.40
投资收益	-18,141.96	1,374.97	18,133.83	0.00
营业外收入	199.99	5,614.72	339.17	30.07
净利润	6,618.71	28,701.25	45,568.95	9,330.02
EBIT	62,714.39	83,955.69	112,422.67	--
EBITDA	70,859.14	93,633.64	125,537.31	--
销售商品、提供劳务收到的现金	137,952.48	132,862.58	132,860.74	49,420.42
收到其他与经营活动有关的现金	314,822.23	209,184.18	173,321.05	67,648.87
购买商品、接受劳务支付的现金	104,093.36	142,489.20	129,504.75	36,486.90
支付其他与经营活动有关的现金	298,057.33	156,105.19	69,674.33	43,216.40
吸收投资收到的现金	16,939.10	11,385.84	3,200.00	980.00
资本支出	69,641.88	136,212.70	206,166.53	11,435.62
经营活动产生的现金流量净额	27,677.45	14,902.48	77,090.49	31,819.46
投资活动产生的现金流量净额	-86,325.52	-130,643.51	-177,856.88	3,678.11
筹资活动产生的现金流量净额	54,068.27	141,709.44	19,721.63	2,935.85
现金及现金等价物净增加额	-4,579.80	25,968.41	-81,044.75	38,433.42
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	27.41	21.07	23.84	29.86
期间费用率(%)	56.05	45.30	39.75	56.71
应收类款项占比(%)	24.22	23.61	22.10	20.71
收现比(X)	1.21	0.87	0.67	1.49
资产负债率(%)	60.93	59.83	54.49	54.20
总资本化比率(%)	56.61	54.84	49.26	49.33
短期债务/总债务(%)	5.72	10.43	7.84	5.87
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.49	0.24	1.25	--
总债务/EBITDA(X)	21.73	17.05	13.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.81	0.56	0.94	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.26	1.52	2.04	--

注：1、中诚信国际根据武夷集团提供的其经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 三年连审审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年和 2021 年数据均采用了 2019~2021 三年连审审计报告数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他应付款中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn