



南平武夷新区投资开发集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 1591 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	南平武夷新区投资开发有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 武夷管廊债/PR 武管廊”、“22 武夷投资 MTN001”	AA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。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；南平武夷新区投资开发有限公司（以下简称“武夷投开”或“公司”）是南平市重要的基础设施建设投融资主体，负责武夷新区范围的基础设施建设工作，对南平市政府的重要性较强，与南平市政府维持高的紧密关系。同时，需关注资产流动性较弱、短期偿债压力有所加大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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。 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；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长。近年来南平市经济实力持续增长，良好的区域经济为公司业务发展提供了有利的外部环境。 ■ 区域重要性较强，可获得外部支持。跟踪期内，公司仍作为武夷新区重要的基础设施建设主体，对南平市人民政府的重要性较强，可在业务发展及资产注入等方面得到了当地政府的支持。		
关 注		
■ 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，且与政府及相关部门的往来资金较多，导致其他应收款、存货和合同资产规模较大，占总资产比重较高，整体资产流动性较弱。 ■ 债务规模持续增长，短期偿债压力有所加大。跟踪期内，公司债务规模持续增长，截至2024年3月末，公司总债务达到246.25亿元，短期债务占比提升，即期偿债压力有所加大。		

项目负责人：张嘉远 jyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：曾永建 yjzeng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

武夷投开（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	446.34	494.89	503.36	518.28
经调整的所有者权益合计（亿元）	188.59	228.35	229.09	229.20
负债合计（亿元）	257.75	266.54	271.38	286.19
总债务（亿元）	226.94	239.26	237.69	246.25
营业总收入（亿元）	27.28	33.43	30.20	6.99
经营性业务利润（亿元）	2.09	2.03	1.82	0.23
净利润（亿元）	1.94	1.78	1.66	0.16
EBITDA（亿元）	8.73	3.62	3.29	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-9.86	-19.76	14.81	-2.84
总资本化比率（%）	54.61	51.17	50.92	51.79
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.83	0.32	0.24	--

注：1、中诚信国际根据武夷投开提供的其经亚太集团会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告、经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司“长期应付款”和“其他权益工具”科目中有息债务调整至长期债务；3、本报告中所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。

同行业比较（2023 年数据）

项目	武夷投开	三明城投	丽水文旅
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	福建省-南平市	福建省-三明市	浙江省-丽水市
GDP（亿元）	2,270.00	2,953.47	1,710.03
一般公共预算收入（亿元）	113.37	113.51	163.97
经调整的所有者权益合计（亿元）	229.09	136.29	97.52
总资本化比率（%）	50.92	52.51	44.60
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.24	0.81	0.77

中诚信国际认为，南平市与三明市和丽水市的行政地位、经济财政实力相当，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，业务运营实力相当；公司权益规模高于比较组平均水平，资本实力较强，财务杠杆在可比对象中处于中间水平；利息保障能力在比较组中处于较低水平。同时，当地政府的支持能力均强，并对上述公司具有强或较强的支持意愿。

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；“丽水文旅”系“丽水市文化旅游投资发展有限公司”的简称；2、三明城投和丽水文旅采用 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

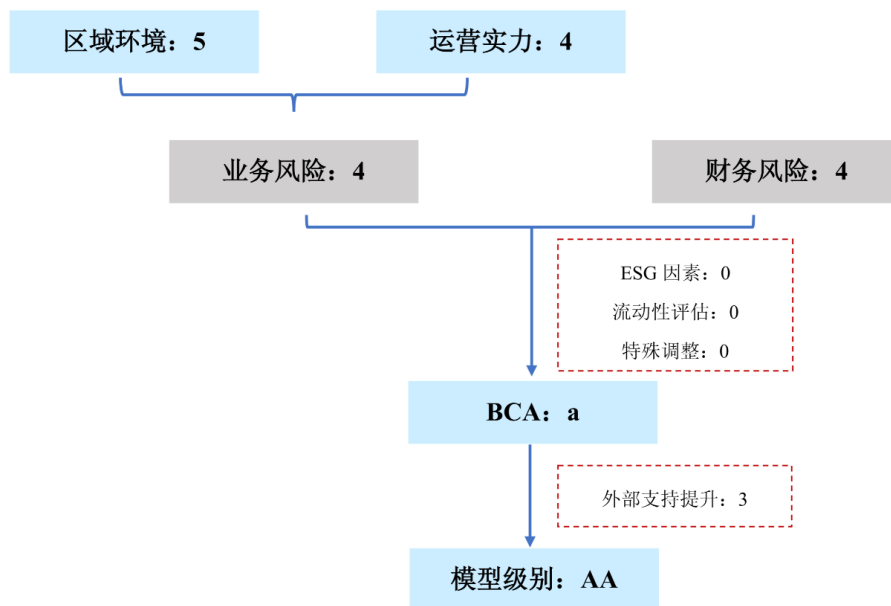
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
19 武夷管廊债/PR 武管廊	AA	AA	2023/06/25 至本报告出具日	12/4.8	2019/03/21~2026/03/21	债券提前偿还
22 武夷投资 MTN001	AA	AA	2023/06/25 至本报告出具日	10/10	2022/06/17~2027/06/17 (3+2)	调整票面利率、回售、事先约束、交叉保护

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
武夷投开	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/25 至本报告出具日

¹ 原审计机构服务周期超过八年，根据《财政部、国务院国资委、证监会关于国有企业、上市公司选聘会计师事务所管理办法的通知》（财会【2023】4 号），经慎重考虑并与原审计机构友好协商，于 2023 年更换审计服务机构。

评级模型

南平武夷新区投资开发集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注：

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，以及较强的经济财政实力和增长能力；武夷投开系南平市武夷新区重要的基础设施建设主体，成立以来获得政府和股东在资金和资产注入等方面的支持，具备较强的重要性及与政府高的关联性。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。

方法论：中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

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 2023 年末，南平市常住人口为 263.0 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，2023 年南平市规模以上工业增加值增长 3.5%。2023 年南平市地区生产总值 2,270.00 亿元，比上年增长 5.0%，GDP 总量等经济指标在省内排名相对均靠后。2024 年一季度南平市地区生产总值 490.95 亿元，同比增长 3.7%，居全省第 3 位，保持良好增长趋势。

表 1：2023 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	54,355.10	--	12.99	--	3,591.87	--
福州市	12,928.47	1	15.28	1	754.08	2
泉州市	12,172.33	2	13.71	3	580.79	3
厦门市	8,066.49	3	15.14	2	932.10	1
漳州市	5,728.43	4	11.31	7	279.30	4
宁德市	3,807.33	5	12.06	6	209.88	5
龙岩市	3,317.96	6	12.27	5	172.70	6
莆田市	3,070.73	7	9.63	8	162.81	7
三明市	3,007.10	8	12.31	4	117.97	8
南平市	2,270.00	9	8.63	9	113.37	9

注：1、厦门市和南平市人均 GDP 根据 2023 年末常住人口测算而来；其余地级市人均 GDP 系各地市 2023 年统计公报披露；2、一般公共预算收入数据使用各区域 2023 年预算执行报告、2023 年 1~12 月统计数据或政府工作报告披露数据。

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，且财政自给率较低；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，且近年收入持续下降。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，区域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	2021	2022	2023	2024.1~3
GDP（亿元）	2,117.58	2,211.84	2,270.00	490.95
GDP 增速（%）	6.50	3.8	5.0	3.7
人均 GDP（万元）	7.92	8.34	8.63	--
固定资产投资增速（%）	0.10	5.1	2.7	--
一般公共预算收入（亿元）	102.30	104.06	113.37	--
政府性基金收入（亿元）	87.95	74.21	68.04	--
税收收入占比（%）	64.71	51.75	52.24	--
公共财政平衡率（%）	33.16	30.07	30.98	--

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

重大事项

2023 年 10 月 17 日，公司发布《南平武夷新区投资开发集团有限公司关于控股股东发生变更的公告》，该公告称根据《南平市国资委关于组建南平武夷新区城市发展集团有限公司的函》，将南平市国资委持有的武夷投开 90%股权无偿划转给城发集团持有。城发集团控股股东及实际控制人为南平市国资委，上述控股股东变更事宜已于 2023 年 9 月 28 日完成相关工商登记变更手续。本次控股股东变更后，公司的股权层级下移，实际控制人仍为南平市国资委。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为武夷新区重要的基础设施建设主体，主要开展基础设施建设、保障房建设、土地整理等业务，目前在建基础设施建设项目投资规模较大，业务可持续性较强。贸易业务亦为公司收入重要来源，跟踪期内业务开展稳定，但利润空间有限，公司收入及利润仍主要来自于基础设施建设业务。

值得注意的是，公司在建基础设施建设项目尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力；公司部分项目尚未签署协议，需关注后续协议签订情况；同时公司基础设施和土地整理业务回款滞后，项目结算和回款情况需予以关注；此外，公司房地产销售收入来自早期完工项目，暂无在建及拟建保障房项目，业务持续性值得关注。

表 3：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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
建造合同	22.37	81.98	11.21	24.69	73.85	11.21	21.12	69.95	11.27	6.42	91.94	11.21
代建管理	0.65	2.38	94.27	0.64	1.92	95.29	0.59	1.94	93.40	0.24	3.39	96.04
房地产销售	1.08	3.96	6.77	1.47	4.41	-3.56	1.13	3.73	6.32	0.003	0.04	-107.93
贸易业务	2.62	9.60	0.50	6.26	18.74	0.34	6.86	22.73	0.31	0.32	4.57	0.34
其他业务	0.57	2.08	82.85	0.36	1.08	55.17	0.50	1.65	67.14	0.00	0.07	2.80
营业收入/毛利率合计	27.28	100.00	13.47	33.43	100.00	10.61	30.20	100.00	11.11	6.99	100.00	13.53

注：公司其他业务主要系房屋租赁及物业服务，2023 年分别实现收入 0.17 亿元和 0.18 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块，跟踪期内，公司仍作为武夷新区重要的基础设施建设主体，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，业务主要由公司本部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”）经营，近年来公司职能定位及业务模式未发生变化，具有较强的业务竞争力，但尚有部分项目未签订协议，业务稳定性值得关注。业务模式上，公司业务模式分为建造合同和代建模式两种。建造合同模式方面，公司与南平市政府签订协议，项目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。其中，公司本部负责承建早期与南平市政府签订的城市基础设施项目，投资收益按项目建设总成本（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的项目，投资收益按项目建设总成本（包含融资成本）的 13% 确定。

从业务开展来看，跟踪期内，受童游片区项目结算验收进度放缓影响，公司建造合同收入小幅下滑。截至 2023 年末，公司在建建造合同模式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，计划总投资 260.74 亿元，投资缺口为 86.30 亿元，已确认收入 196.86 亿元，已收到项目回款 61.38 亿元，受政府财政资金安排影响，回款进度略有滞后。

表 4：截至 2023 年末公司在建建造合同模式项目情况（年、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	
						2024 年	2025 年
将口片区工程项目（基础设施建设）	2012~2025	40.00	26.75	30.19	9.87	1.16	2.00
童游片区南林核心区开发项目（基础设施建设）	2011~2025	200.74	142.91	161.27	51.07	8.09	16.87
兴田片区工程项目（基础设施建设）	2013~2025	20.00	4.79	5.40	0.44	2.12	3.40
合计	--	260.74	174.44	196.86	61.38	11.37	22.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代建管理模式方面，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，公司筹措资金并垫资开展项目建设，具体垫付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（含融资成本）的 20% 作为代建管理费支付给公司。公司根据工程进度核算代建管理费并确认为收入，同时将劳务工资等支出确认为成本；工程完工后武夷新区管理委员会或其授权的单位向公司本部或其子公司支付垫资及代建管理费总价款的 80%，剩余部分在工程全部完工验收合格使用前全额支付。2023 年公司实现代建管理费收入 0.59 亿元，呈小幅下降趋势。截至 2023 年末，公司在建的代建管理项目仅有省道 303 线新岭至公馆大桥工程，已投资 39.68 亿元，自有资金已按项目进度足额到位，预计完工时间为 2024 年。

值得关注的是，公司存在少量未签订协议的在建工程项目，但已产生一定规模的前期支出。截至 2023 年末，公司未签订协议项目累计投入 2.28 亿元，计入存货中工程施工科目。上述项目未来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，公司将按照建造合同模式开展涉及项目；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，项目后续进展值得关注。

表 5：截至 2023 年末公司主要未签订协议的在建项目情况（亿元）

项目名称	已投资
闽江防洪工程武夷新区段一期	1.73

云谷小区住宅项目	0.46
南林核心商务区	0.09
武夷新区旅游观光轨道交通生态建设示范项目	--
崇阳溪两岸景观慢道项目	--
闽江防洪工程南平段(二期)	--
合计	2.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

保障房板块，跟踪期内，公司保障房业务仍由子公司武夷建发负责。武夷建发负责棚户区改造统建房建设项目以及资金筹集，并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，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，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。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。

从业务开展情况来看，公司仅承接武夷新区赤岸片区保障房和南林保障房两个项目，且均已完工。公司保障房项目为安居工程，截至 2023 年末累计收到福建省财政厅拨付的 3.60 亿元中央基建拨款，其中武夷新区赤岸保障房项目共获得 3.39 亿元，南林保障房项目共获得 0.20 亿元，上述补贴冲减项目成本，南林保障房项目由于获得补贴少导致项目成本较高。此外，公司将临街铺面出租可产生一定规模的租金收入。2023 年公司保障房销售进度放缓，当年房产销售收入同比下降 23.58%，且大部分收入来源于利润较高的武夷新区赤岸片区保障房使得毛利率提升。截至 2023 年末，公司完工保障房项目均已销售完毕，累计收到销售回款 19.02 亿元，剩余款项预计将于未来 1~2 年完成回收并确认收入。受区域内暂时没有保障房建设规划需求的影响，公司暂时没有在建及拟建保障房项目，该业务可持续性值得关注。

表 6：截至 2023 年末公司已完工保障房项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	开工时间	竣工时间	已投资额	总建筑面积	可销售面积	已销售回款金额
武夷新区赤岸片区保障房项目	2013.02	2016.12	14.72	43.97	27.16	19.02
南林保障房项目	2013.02	2016.09	3.26	10.55	10.42	
合计	--	--	17.98	54.52	36.43	19.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块，公司子公司武夷建发原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，但受政策限制影响，目前公司已不再承担相关业务职能。公司原土地整理项目童游片区土地地块、兴田片区土地地块以及将口片区土地地块累计已投资共 55.88 亿元，已投入成本将由南平市政府安排专项资金偿付。截至 2023 年末，公司土地整理开发业务已回款 17.12 亿元。前期较大规模的投入对公司资金形成占用，且回款受政府规划影响具有一定的不确定性。

贸易业务板块，跟踪期内，公司贸易业务经营主体仍为南平市武夷新区贸易投资有限公司（以下简称“武夷贸易公司”），主要涉及的贸易品种以白银、矿石、建筑材料等为主，贸易模式主要为以销定采，公司根据下游客户需求向上游客户进行采购，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，购销环节一般无账期。

2023 年公司加大锆矿和钛矿贸易量，使得收入规模小幅增加，但利润空间有限。当年公司前五大客户销售金额占总销售金额的比重较上年增加 14.27 个百分点，客户集中度进一步提高，存在较大潜在业务波动风险。

表 7：2023 年公司贸易业务前五大供应商及客户情况（单位：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
福建漳龙外贸集团有限公司	锆矿、钛矿	否	24,245.07	35.43
福建晟育投资发展集团有限公司	电解铜	否	9,736.23	14.23
漳州圆新商贸有限公司	锆矿	否	9,375.75	13.70
福建中海港航建设发展有限公司	白银	否	9,106.76	13.31
漳州高新区龙江禹泽供应链管理合伙企业（有限合伙）	钛矿	否	5,489.05	8.02
合计	--	--	57,952.86	84.70

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
漳州圆新商贸有限公司	锆矿、钛矿	否	24,289.80	35.39
福建芝龙石油化工有限公司	电解铜	否	14,144.38	20.61
广西建工集团国际有限公司	白银	否	9,127.87	13.30
漳州高新区龙江禹泽供应链管理合伙企业（有限合伙）	锆矿、钛矿	否	5,701.17	8.31
漳州城投商贸发展有限公司	锆矿	否	5,648.05	8.23
合计	--	--	58,911.27	85.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府支持及经营积累使得公司所有者权益保持增长，财务杠杆水平较稳定，但短期债务占比提升，即期偿债压力加大；2023 年经营活动获现能力有所改善，但经营活动现金流及 EBITDA 对利息的保障能力仍处于较弱水平。

资本实力与结构

公司资产由传统基建业务形成的应收类款项及存货、合同资产等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重约 90%；公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。公司其他应收款主要系省道 303 工程款及股权转让款等，2023 年其他应收款同比下降 11.28%，主要系回收部分工程款，但账龄集中于在 2~3 年，且单个欠款方南平市武夷新区管理委员会（以下简称“武夷新区管委会”）占比约 80%，对资金形成占用，款项回收进度值得关注。公司存货主要包括土地使用权及基础设施建设形成的开发成本，随着项目持续推进，推动存货规模持续攀升，截至 2023 年末存货中土地使用权规模为 102.79 亿元，总面积 8,018.94 亩，主要系政府划入的商服用地、住宅用地等，上述土地均已办理权证，为出让地，但暂未缴纳土地出让金。公司合同资产主要系公司兴田组团土地开发成本、将口组团土地开发成本以及童游组团南林行政区开发成本等，因近年公司业务快速扩张，规模持续增长。公司账面保有一定规模货币资金，其受限比例为 33.44%，主要系商业承兑汇票保证金和质押存单。总体来看，公司资产流动性收益性均较弱，整体资产价值较低。

2023 年以来公司债务波动增长，截至 2024 年 3 月末总债务较 2023 年末增长 3.60%，仍以长期债务为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。但公司短期债务占比提升较快且短期

债务到期规模较大，短期偿债压力有所加大。跟踪期内，公司收到武夷新区管委会资本性投入 0.09 亿元，同时利润累积也助于资本实力提升，经调整的所有者权益²略有增长，权益结构仍以资本公积为主。公司财务杠杆水平相对稳定，但随着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，预计债务规模以及财务杠杆水平亦将小幅增长。

表 8：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元、%）

类型		1 年以内	超过 1 年	金额	占比
银行借款	保证、抵质押、信用借款	26.98	40.89	67.87	27.56
债券融资	公司债、中票、PPN 等	33.60	106.06	139.66	56.71
非标融资	融资租赁、信托等	11.16	18.01	29.17	11.85
其他融资	应付票据	9.55	0.00	9.55	3.88
合计	--	81.29	164.96	246.25	100.00

资料来源:公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

跟踪期内公司经营活动净现金流转变为净流入，主要系销售商品、提供劳务收到的现金规模有所增加，同时收现比大幅提升，经营活动获现能力有所改善，对利息的保障能力增强，但仍处于较低水平。2023 年公司投资活动现金流呈净流出态势，主要系当期购买土地、建造写字楼等长期资产支付的现金规模较大。公司使用自有资金偿还有息负债使得筹资活动产生的现金流净流出规模扩大。跟踪期内，公司收入规模下降导致利润总额减少，EBITDA 亦小幅下降，对利息的保障能力随之减弱，覆盖水平较低。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 246.34 亿元，尚未使用授信额度为 150.34 亿元，备用流动性较为充足；此外，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，当年末在手可用批文包括 5.00 亿元 PPN 和 15.00 亿元私募公司债。

表 9：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	41.88	21.31	19.64	21.02
其他应收款	84.51	84.92	75.34	80.92
存货	180.89	190.39	201.38	202.39
合同资产	108.53	130.97	145.21	151.75
资产总计	446.34	494.89	503.36	518.28
经调整的所有者权益合计	188.59	228.35	231.98	232.08
总债务	226.94	239.26	237.69	246.25
短期债务占比	34.51	20.15	31.04	33.01
资产负债率	57.75	53.86	53.91	55.22
总资本化比率	54.61	51.17	50.92	51.79
经营活动产生的现金流量净额	-9.86	-19.76	14.81	-2.84
投资活动产生的现金流量净额	1.07	5.83	-4.85	0.10
筹资活动产生的现金流量净额	12.77	-2.05	-11.67	2.42
收现比	0.62	0.26	1.16	1.03
EBITDA	8.73	3.62	3.29	--
EBITDA 利息保障倍数	0.83	0.32	0.24	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.94	-1.75	1.09	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中 2023 年及 2024 年一季度调整项均为其他权益工具 2.89 亿元。

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产占当年末总资产的 2.13%，主要为货币资金 6.57 亿元和存货 3.69 亿元，存在较大的抵质押融资空间。此外，公司存在以项目未来收益权作为质押物取得质押借款的情况，截至 2023 年末相关质押借款余额 12.76 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年末公司对外担保余额占同期末净资产的比例为 4.91%³，被担保对象均为区域内国有企业，需关注或有负债风险；同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

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 2024 年 5 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。

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。

外部支持

跟踪期内，南平市作为农业、林业大市，风景名胜市与福建省的老工业基地，经济增速保持较快水平，一般公共预算收入稳步提升。跟踪期内，公司控股股东由南平市国资委变更为城发集团，但公司职能定位稳定，仍为武夷新区重要的基础设施建设主体，区域重要性较强，据市政府规划承担重大项目的投融资工作，股权结构和业务开展均与政府具有高的关联性。公司可获得来自政府的资金、资产注入、隐性债务置换等支持。综上，跟踪期内南平市政府具备强的支持能力，同时保持对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“19 武夷管廊债/PR 武管廊”募集资金 12 亿元，其中 9 亿元用于武夷新区南林片区综合管廊工程的投资建设，3 亿元用于补充流动资金，截至目前，均已按用途使用。“22 武夷投资 MTN001”募集资金 10 亿元，全部用于偿还本部存量债务融资工具，截至目前，均已按用途使用；该期债券设置提前偿还条款，目前债券余额 4.8 亿元。

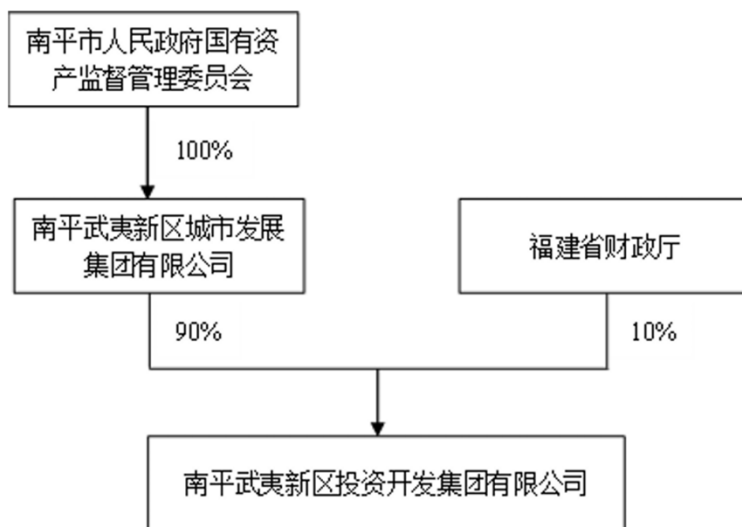
“19 武夷管廊债/PR 武管廊”和“22 武夷投资 MTN001”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，业务可持续性较强，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

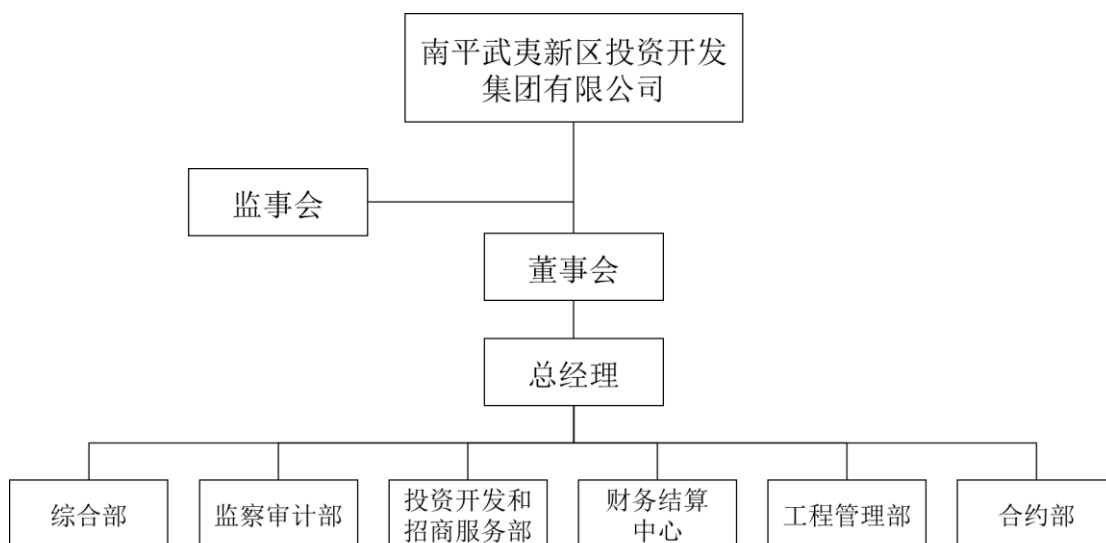
综上所述，中诚信国际维持南平武夷新区投资开发集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 武夷管廊债/PR 武管廊”和“22 武夷投资 MTN001”的债项信用等级为 **AA**。

³ 公司对外担保具体情况见附三。

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 2024 年 3 月末）



序号	主要子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例（%）
1	南平市正鑫资产运营管理有限公司	11.00	100.00
2	南平市武夷新区贸易投资有限公司	2.00	55.66



资料来源：公司提供

附二：南平武夷新区投资开发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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	418,783.51	213,066.89	196,430.34	210,248.55
非受限货币资金	307,708.01	147,897.14	130,749.85	112,543.06
应收账款	52,200.95	52,039.56	10,624.89	13,341.02
其他应收款	845,072.13	849,201.26	753,427.80	809,183.48
存货	1,808,931.39	1,903,888.02	2,013,824.17	2,023,927.23
长期投资	14,870.79	241,357.68	241,861.79	241,861.79
在建工程	109.18	699.84	1,136.33	1,244.81
无形资产	4,964.14	4,839.94	4,713.51	4,681.90
资产总计	4,463,358.45	4,948,876.67	5,033,575.86	5,182,763.46
其他应付款	70,088.95	56,724.26	124,940.19	187,710.03
短期债务	783,109.25	482,212.46	737,766.68	812,889.74
长期债务	1,486,284.08	1,910,380.16	1,639,131.61	1,649,611.72
总债务	2,269,393.33	2,392,592.62	2,376,898.30	2,462,501.46
负债合计	2,577,475.99	2,665,394.83	2,713,799.78	2,861,936.71
利息支出	105,287.11	112,715.38	136,439.20	--
经调整的所有者权益合计	1,885,882.46	2,283,481.83	2,290,926.08	2,291,976.76
营业总收入	272,819.17	334,292.68	301,969.88	69,851.56
经营性业务利润	20,884.44	20,283.17	18,174.12	2,306.88
其他收益	0.52	15.23	8.19	0.49
投资收益	5,166.52	2,893.37	2,934.90	245.39
营业外收入	59.92	1.06	134.83	4.85
净利润	19,378.79	17,810.47	16,601.10	1,597.63
EBIT	86,957.38	36,047.59	32,751.31	--
EBITDA	87,292.64	36,237.92	32,941.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金	168,874.11	88,334.34	348,854.52	72,210.11
收到其他与经营活动有关的现金	359,357.50	332,582.83	308,727.48	129,688.46
购买商品、接受劳务支付的现金	224,779.56	334,343.50	392,985.24	127,349.85
支付其他与经营活动有关的现金	387,440.45	273,874.66	107,362.89	99,800.40
吸收投资收到的现金	1,000.00	9,028.00	29,750.00	0.00
资本支出	4,955.67	601.24	97,164.54	80.92
经营活动产生的现金流量净额	-98,628.94	-197,596.85	148,075.26	-28,399.11
投资活动产生的现金流量净额	10,700.88	58,291.44	-48,523.79	970.77
筹资活动产生的现金流量净额	127,714.07	-20,505.46	-116,698.76	24,221.54
现金及现金等价物净增加额	39,786.02	-159,810.88	-17,147.29	-3,206.79
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	13.47	10.61	11.11	13.53
期间费用率（%）	5.52	4.30	4.83	9.58
应收类款项占比（%）	20.54	18.59	15.18	15.87
收现比（X）	0.62	0.26	1.16	1.03
资产负债率（%）	57.75	53.86	53.91	55.22
总资本化比率（%）	54.61	51.17	50.92	51.79
短期债务/总债务（%）	34.51	20.15	31.04	33.01
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.94	-1.75	1.09	--
总债务/EBITDA（X）	26.00	66.02	72.16	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.08	0.04	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.83	0.32	0.24	--

注：1、中诚信国际根据 2021~2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他权益工具”中的带息债务纳入长期债务核算。

附三：南平武夷新区投资开发集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保到期日	担保余额（万元）
1	南平市武夷建工投资发展有限公司	国有企业	2031-12-26	18,000.00
2	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2024-11-27	1,650.00
3	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2026-2-23	1,900.00
4	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2032-8-7	27,033.00
5	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2026-1-5	8,380.24
6	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2029-1-29	18,750.00
7	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2024-8-31	1,086.57
8	福建武夷高新科创园有限公司	国有企业	2027-5-27	3,850.00
9	福建武夷高新技术园区开发建设有限公司	国有企业	2026-2-15	5,379.00
10	南平武夷高新能源供应链有限公司	国有企业	2026-12-19	3,368.01
11	南平武夷高新能源供应链有限公司	国有企业	2026-1-3	4,135.37
12	南平武夷高新能源供应链有限公司	国有企业	2026-12-7	12,000.00
13	南平武夷高新产业投资有限公司	国有企业	2026-6-14	8,333.33
合计		--	--	113,865.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	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。

附五：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