

2014 年徐州高新技术产业开发区国有
资产经营有限公司
**企业债券 2017 年跟踪
信用评级报告**



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【876】号 01

债券剩余规模:
10.4 亿元

债券到期日期: 2021 年
4 月 22 日

债券偿还方式: 按年计
息, 在第 3 至第 7 个计
息年度末分别偿还本金
的 20%

分析师

姓名:
卢参参 王一峰

电话:
0755-82871601

邮箱:
luc@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2014 年徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司 公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果		上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 6 月 25 日	2016 年 10 月 31 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司 (以下简称“公司”) 及其 2014 年 4 月 22 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到徐州市和铜山区经济水平持续增长, 公司继续得到地方政府的一定支持。同时鹏元也关注到了徐州市和铜山区公共财政收入规模下滑, 以及徐州市政府性基金收入规模下滑明显且未来不确定性依然较大, 公司资产流动性较弱, 公司主业经营收现情况较差, 有息负债规模大幅增加, 偿债压力加重, 以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 徐州市和铜山区经济水平持续增长。2016 年徐州市实现地区生产总值 5,808.52 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 8.20%; 铜山区实现地区生产总值 974.81 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 8.0%。
- 公司继续得到地方政府的一定支持。作为徐州高新技术产业开发区 (以下简称“高新区”) 重要的基础设施投资建设主体, 2016 年公司获得高新区财政局拨付的财政补贴合计 7,218 万元, 一定程度上提升了公司的利润水平。

关注:

- 徐州市和铜山区公共财政收入规模下滑, 以及徐州市政府性基金收入规模下滑明

显且未来不确定性依然较大。2016 年徐州市全市实现公共财政收入 516.06 亿元，同比下降 2.75%，铜山区公共财政收入实现 68.36 亿元，同比下降 11.45%。徐州市全市实现政府性基金收入 233.29 亿元规模较上年下滑 28.85%，主要受土地市场波动影响，政府性基金收入未来仍存在不确定性。

- **公司资产流动性较弱。**2016 年末公司应收款项（包括应收账款和其他应收款）和存货合计占公司总资产的 57.65%；应收款项对象主要为政府部门，对公司资金造成一定占用；存货账面价值为 49.99 亿元，其中 49.43 亿元为土地资产。
- **公司主业经营收现情况较差。**2016 年度，公司实现营业收入 55,980.65 万元，销售商品、提供劳务收到的现金为 1,246.46 万元，收现比为 0.02，公司主营业务的资金回笼情况表现较差。
- **公司有息负债规模大幅增加，偿债压力加重。**2016 年末公司有息债务规模为 45.06 亿元，同比大幅增长 194.67%，资产负债率较 2015 年上升 16.29 个百分点至 40.81%，公司偿债压力加重。
- **公司对外担保存在一定或有负债风险。**截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 53,000 万元，占期末公司所有者权益的比重为 6.39%，均未采取反担保措施，公司对外担保存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,402,132.31	1,086,604.43	841,455.75
所有者权益合计（万元）	829,983.91	820,202.63	637,768.30
有息债务（万元）	450,600.89	152,916.28	148,939.45
资产负债率	40.81%	24.52%	24.21%
流动比率	8.91	9.07	12.21
营业收入（万元）	55,980.65	60,875.40	39,300.06
政府补贴（万元）	7,218.00	12,615.77	6,000.22
利润总额（万元）	13,119.72	17,859.55	10,088.00
综合毛利率	14.77%	18.85%	19.00%
EBITDA（万元）	15,571.24	19,632.64	12,138.54
EBITDA 利息保障倍数	1.70	1.82	2.20
经营活动现金流净额（万元）	-8,699.82	16,788.99	-35,573.03

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金〔2014〕285号文件核准，公司于2014年4月22日公开发行7年期13亿元公司债券，票面利率为7.86%。截至2017年4月30日，募集资金使用情况见表1。

表1 截至2017年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金额度	已使用募集资金
大学生创业园建设项目（科技服务中心）	45,000.00	45,000.00
高新技术产业基地建设项目（总部集聚区）	50,500.00	50,500.00
国家安全科技产业基地建设项目（安科技园）	34,500.00	34,033.60
合计	130,000.00	129,533.60

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2016年，公司注册资本和实收资本无变化，仍均为2.85亿元。徐州高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“徐州高新区管委会”）持有公司100%股权，公司实际控制人和控股股东无变化均未发生变更，均为徐州高新区管委会。

2016年，公司合并范围新增5家子公司，无减少的子公司，详见表2。

表2 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2016年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
徐州华科中矿安全智能装备技术研发中心	100%	100.00	技术研发	新设
香港汇达投资集团有限公司	100%	-	服务	新设
徐州隆安建设工程有限公司	100%	9,030.19	建筑业	新设
徐州汇安建设工程有限公司	99%	68,073.74	建筑业	新设
徐州奥达建设工程有限公司	99%	53,486.51	建筑业	新设

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司资产总额为140.21亿元，所有者权益为83.00亿元，资产负债率为40.81%。2016年公司实现营业收入5.60亿元，实现利润总额1.31亿元，经营活动现金流净额为-8,699.82万元。

三、区域经济与财政实力

徐州市经济保持增长，但增速有所放缓，固定资产投资仍为经济增长的主要动力

2016年徐州实现地区生产总值5,808.52亿元，同比增长8.20%，增速有所放缓。2016年徐州市人均GDP为66,845元，同比增长7.70%，为当年全国人均GDP的123.83%，经济发展水平相对较好。三次产业增加值的结构从2015年的9.5：44.3：46.2调整为9.3：43.3：47.4，第三产业的比重上升1.2个百分点，超过第二产业4.1个百分点，产业结构进一步优化。

2016年徐州市实现规模以上高新技术产业产值5,177.46亿元，同比增长16.7%，占规模以上工业总产值比重为36.7%，较上年提高0.5个百分点；高耗能产业产值增长10.9%，增速低于规模以上工业4.1个百分点。徐州市工业产业结构向中高端调整，规模以上工业企业中先进制造业产值保持较快增长。其中，电气机械和器材制造业945.84亿元，增长18.5%；仪器仪表制造业761.70亿元，增长26.4%；医药制造业实现产值601.30亿元，同比增长10.7%；专用设备制造业541.96亿元，增长22.9%。总体看来，徐州市工业经济保持快速增长。

2016年徐州市完成固定资产投资4,797.33亿元，较上年增长12.5%。分产业看，第一产业完成投资40.37亿元，同比下降17.5%；第二产业投资2,668.61亿元，同比增长14.3%；第三产业投资2,088.35亿元，同比增长10.9%。全年实现房地产投资549.13亿元，同比增长16.8%；新开工面积1,309.92万平方米，同比增长22.0%；竣工面积601.79万平方米，同比下降10.4%，全年商品房销售面积1,071.43万平方米，同比增长35.5%，整体看来，固定资产投资仍为经济增长的主要动力，投向主要是第二、第三产业，房地产市场景气度有所回升，对固定资产投资有一定拉动。

表3 2015-2016 年徐州市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	全市	市本级	全市	市本级
地区生产总值	5,808.52	8.20%	5,319.88	9.50%
第一产业增加值	542.89	1.90%	504.76	3.50%
第二产业增加值	2,513.85	8.70%	2,355.06	9.80%
第三产业增加值	2,751.78	9.10%	2,460.06	10.20%
全年固定资产投资	4,797.33	12.50%	4,266.12	16.50%
社会消费品零售总额	2,659.39	12.80%	2,358.45	12.40%
进出口总额（亿美元）	62.48	15.40%	54.13	9.60%
存款总额	5,495.31	15.80%	4,747.01	10.50%
贷款总额	3,620.21	17.90%	3,069.90	12.70%
人均 GDP（元）	66,845		61,511	

人均 GDP/全国人均 GDP	123.83%	124.64%
-----------------	---------	---------

资料来源：2015-2016 年徐州市国民经济和社会发展统计公报

受当地土地出让市场波动影响，徐州市政府性基金收入规模下滑明显且未来不确定性依然较大

2016年徐州市全市公共财政收入实现516.06亿元，同比下降2.75%，主要是受“营改增”导致统计口径变化影响。公共财政收入中税收收入规模为390.31亿元，主要来源于营业税和增值税收入，税收收入占公共财政收入的比重为75.63%，公共财政收入质量尚可。

2016年徐州市全市政府性基金收入为233.29亿元，规模较上年下滑28.85%，政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让收入，受徐州市土地市场波动的影响，政府性基金收入连续两年持续下降，未来面临一定的不确定性。

财政支出方面，徐州市全市公共财政支出为798.89亿元，规模较上年有所增加，公共财政支出主要集中在教育、城乡社区、医疗卫生、农林水利以及社会保障等刚性支出上，2016年全市公共财政收入与公共财政支出的比率为64.60%，财政自给能力尚可。

市本级方面，2016年徐州市实现市本级公共财政收入113.40亿元，其中税收收入实现71.48亿元，占公共财政收入的比重为63.04%，公共财政收入质量尚可。受土地市场波动影响，市本级政府性基金收入下降至51.52亿元，同比降幅为53.13%。市本级公共财政支出为162.48亿元，财政自给率为69.79%，财政自给能力尚可。

表4 2015-2016 年徐州市全市及市本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力	-	2,647,027	-	-
（一）公共财政收入	5,160,626	1,133,961	5,306,764	1,095,969
其中：税收收入	3,903,070	714,849	4,291,273	671,047
非税收收入	1,257,556	419,112	1,015,491	424,922
（二）上级补助收入	-	997,898	-	-
（三）政府性基金收入	2,332,899	515,168	3,278,828	1,099,031
其中：国有土地出让收入	2,108,189	417,469	2,994,079	949,235
财政支出	10,847,144	2,268,782	10,766,400	2,517,228
（一）公共财政支出	7,988,874	1,624,771	7,524,638	1,386,384
（二）政府性基金支出	2,858,270	644,011	3,241,762	1,130,844
财政自给率	64.60%	69.79%	70.53%	79.05%

注：（1）地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+

政府性基金支出；（2）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出（3）“-”未公开披露该数据
 资料来源：《关于徐州市2015年财政预算执行情况和2016年财政预算草案的报告》，《关于徐州市2016年财政预算执行情况和2017年财政预算草案的报告》

徐州市铜山区经济持续增长，但增速有所放缓，第二产业仍为其支柱产业，固定资产投资是经济发展的重要驱动

2016年铜山区实现地区生产总值974.81亿元，按可比价格计算，同比增长8.0%，增速较上年有所放缓。三次产业结构由2015年的8.1: 52.9: 39调整为2016年的8.0: 51.8: 40.2，第三产业比重提升，产业结构更加优化，但第二产业仍为铜山区的支柱产业。2016年末，铜山区人均GDP为73,706.13元，占当年全国人均GDP的136.54%，经济发展水平相对较好。

铜山区工业以传统行业为主，主要产品为水泥、生铁、钢材等，2016年铜山区全区规模以上工业企业产品销售收入3,629.35亿元，比上年增长13.81%，利润总额336.84亿元，比上年增长10.51%，产品销售率99.13%。铜山区工业实现平稳增长，对经济增长有一定支撑作用。

2016年铜山区全社会固定资产投资完成870.40亿元，比上年增长16%。其中，规模以上固定资产投资783.4亿元，同比增长16%；规模以上工业投资531.2亿元，同比增长10.3%；房地产完成投资额36亿元，同比增长11.9%。全社会固定资产投资持续增加，是区域经济增长的重要驱动力。

表5 2015-2016 年徐州市铜山区主要经济指标及同比情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	974.81	8.0%	900.42	10.1%
第一产业增加值	77.99	2.7%	72.81	3.5%
第二产业增加值	505.35	8.3%	476.00	10.8%
第三产业增加值	391.47	8.6%	351.61	10.0%
全年固定资产投资	870.40	16.0%	750.50	19.2%
社会消费品零售总额	242.10	12.6%	215.10	13.1%
进出口总额（万美元）	3.72亿美元	-	60,457.5	-29.9%
人均GDP（元）	73,706.13		68,547.65	
人均GDP/全国人均GDP	136.54%		138.90%	

资料来源：2015-2016 年徐州市铜山区国民经济和社会发展统计公报

受土地市场波动影响，铜山区政府性基金收入明显下滑，地方综合财力相应下降

得益于铜山区经济的持续增长，2016年铜山区地方综合财力为135.06亿元，同比下降11.77%，主要是受公共财政收入和政府性基金收入下降的影响。从地方综合财力

的构成来看，公共财政收入为地方综合财力主要来源。

2016年铜山区公共财政收入规模为68.36亿元，同比下降11.45%，占地方综合财力比重为50.61%，其中税收收入为53.63亿元，主要税种为营业税、土地增值税、契税、增值税，税收收入占公共财政收入的比重为78.45%，公共财政收入质量尚可。

政府性基金收入方面，2016年受土地市场波动影响，铜山区政府性基金收入为29.58亿元，同比大幅下降35.50%，未来收入规模仍存在一定不确定性。上级补助方面，2016年铜山区收到上级补助收入为37.12亿元，同比增加23.66%，对铜山区地方综合财力构成重要的补充。

财政支出方面，2016年铜山区公共财政支出规模为108亿元，同比变动不大，公共财政支出主要集中在教育、城乡社区与农林水利等刚性支出方面。2016年铜山区财政自给率为63.30%，同比下降8.35个百分点，财政自给能力尚可。

表6 2015-2016 年徐州市铜山区财政收支情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	1,350,609	1,530,748
（一）公共财政收入	683,606	771,999
其中：税收收入	536,302	648,216
非税收入	147,303	123,738
（二）上级补助收入	371,246	300,223
其中：返还性收入	88,060	22,806
一般性转移支付收入	185,986	172,281
专项转移支付	97,200	105,136
（三）政府性基金收入	295,757	458,526
其中：国有土地使用权出让收入	-	440,000
财政支出	1,491,248	1,622,310
（一）公共财政支出	1,080,029	1,077,401
（二）政府性基金支出	411,219	544,909
财政自给率	63.30%	71.65%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：铜山区财政局，其中国有土地使用权出让收入数据来源于徐州市铜山区财政局《关于徐州市铜山区 2015 年财政预算预计执行情况和 2016 年财政预算草案的报告》

高新区公共财政收入略有增长，财政自给能力强

2016年高新区公共财政收入为30.3亿元，同比增长1.68%，财政实力有所提升。2016年高新区税收收入占公共财政收入的比重为83.50%，公共财政收入质量较好。2016年高新区实现政府性基金收入2.2亿元，同比略有提升，但规模仍较小，主要系土地市场

的低迷所致。2016年高新区公共财政支出为12.1亿元，同比大幅提高60%，财政自给率为250.41%，公共财政收入对公共财政支出的保障程度依然较高。

表7 2015-2016 年高新区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	-	33.7
（一）公共财政收入	30.3	29.8
其中：税收收入	25.3	25.5
非税收入	5.0	4.3
（二）上级补助收入	-	2.1
其中：一般性转移支付收入	-	2.0
专项转移支付收入	-	0.1
（三）政府性基金收入	2.2	1.8
其中：土地出让收入	-	1.8
财政支出		33.3
（一）公共财政支出	12.1	10.3
（二）政府性基金支出	2.4	1.5
财政自给率	250.41%	255.33%

注：（1）地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；（2）“-”未提供该数据。

资料来源：高新区财政局

四、经营与竞争

公司是高新区主要的旧村改造和基础设施投资建设主体。2016年，公司实现主营业务收入55,980.65万元，同比下降8.04%，主要是由于公司前期从事的基础设施建设项目于2015年集中结算，导致2015年代建项目收入规模很大，2016年代建项目收入同比大幅下降。2016年公司旧村改造收入实现39,661.61万元，是当年公司营业收入主要来源。公司租金收入保持稳定，主要来自公司自有的生产车间和办公楼出租。技术服务收入主要来自子公司徐州高新区安全科技产业投资发展有限公司为高新区内企业申报高新技术企业资质提供咨询服务业务，同比变动不大。

毛利率方面，旧村改造业务由于“营改增”政策影响，毛利率有所下降；代建业务由于所代建的项目的收益率不同，代建项目毛利率较2015年有所波动，租赁业务由于租金下调以及管理成本上升影响，毛利率下降39.06个百分点至36.42%。整体看来，2016年公司综合毛利率下降4.08个百分点至14.77%。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旧村改造	39,661.61	14.17%	7,152.08	16.67%
代建项目	15,318.20	15.57%	52,598.24	18.03%
资产租赁	990.65	36.42%	1,115.28	75.48%
技术服务	10.19	-949.95%	9.80	-425.07%
合计	55,980.65	14.77%	60,875.40	18.85%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告、鹏元整理

2016 年公司旧村改造收入大幅增加，但该项收入易受政府规划影响

根据公司与高新区管理委员会签署的《城中村改造项目工程回购协议书》（以下简称“协议书”）规定，公司负责对高新区内的旧村进行拆迁改造，达到预定要求后由高新区管委会负责回购，回购金额在公司投入成本的基础上加成20%作为对公司的回报。2016年共实现旧村改造收入39,661.60万元，由于“营改增”政策影响，导致当年毛利率有所下降。受政府整体规划影响，近两年旧村改造业务收入波动较大，未来存在一定不确定性。

表9 2016 年公司确认的旧村改造项目明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
凤凰山安置小区	39,280.33	33,715.62
拖龙山安置小区	381.27	327.25
合计	39,661.60	3,4042.88

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司拟建的旧村改造项目为银谷家园（一期）棚户区改造项目和新都庄园棚户区改造项目，计划总投资达21.87亿元，存在一定的资金压力。

表10 截至 2016 年末公司拟建的旧村改造项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
银谷家园（一期）棚户区改造项目	150,132.00	0.00	150,132.00
新都庄园棚户区改造项目	68,580.00	0.00	68,580.00
合计	218,712.00	0.00	218,712.00

资料来源：公司提供

受工程进度影响，公司代建收入波动较大

根据公司与高新区管委会签订的回购协议书，高新区管委会委托公司进行基础设施项目建设，包括高新区建设中的道路、桥梁、公共设施、新建和改扩建工程、科技服务中心等，项目竣工验收后，高新区管委会根据实际投入成本的一定比例向公司支

付委托代建费用。

2016年公司实现代建项目收入15,318.20万元，主要是公司承建的连城路、泰中路、万达路等道路工程，受工程进度影响，公司代建收入规模同比大幅下降70.88%。

此外，截至2017年4月底，本期募投项目科技服务中心项目、总部集聚区已完工并分别取得11.27亿元和11.39亿元的回购收入。安科园已接近完工，尚准备竣工验收。

表11 2016 年公司确认的代建项目收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
科技服务中心	95.75	80.84
邓庄中学	1,174.84	991.87
万达路	3,059.69	2,583.18
连城路	7,574.86	6395.16
泰中路	3,348.36	2,826.89
科技一路、创业四路、创业五路	28.39	23.97
奎河综合整治工程	36.32	30.66
合计	15,318.20	12,932.57

注：（1）科技服务中心系本期债券募投项目；（2）尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司主要在建的代建项目总投资约71,825.00万元，且大部分项目已经签订回购协议，未来公司代建业务仍有一定收入来源。

表12 截至 2016 年末公司主要在建的代建项目明细（单位：万元）

项目	总投资	已投资	尚需投资	是否签订回购协议
彭祖路工程	25.00	2.20	22.80	是
安科园	66,000.00	45,300.00	20,700.00	是
奎河（高新区段）水环境综合治理工程	5,000.00	73.90	4,926.10	是
毕庄排涝站	800.00	19.50	780.50	否
合计	71,825.00	45,395.60	26,429.40	-

资料来源：公司提供

公司租金收入主要来自公司自有高新区园区厂房、农贸市场等物业出租，可为公司提供相对持续、稳定的收入来源。2016年公司共获得租金收入990.65万元，与上年相比变化不大。但由于2016年公司降低二堡农贸市场租金，且租赁业务的管理、维护成本有所增加，使得该业务毛利率大幅下降39.06个百分点。

2016 年政府在财政补贴方面给予公司一定支持

作为高新区重要的基础设施投资建设主体，当地政府在财政补贴方面给予公司较大支持。2016年徐州市铜山区人民政府给予公司财政补贴5,000万元、水污染治理专项

资金1,853万元、美驰车桥厂房建设贴息资金200万元等补贴收入共计7,218万元，一定程度上提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告以及经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016年公司合并报表范围新增5家子公司，具体情况见表2。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产以应收款项和土地资产为主，流动性一般

2016年末公司资产总额为140.21亿元，同比增长29.04%，资产规模增长较快；公司资产依然以流动资产为主，2016年末占比为93.37%。

公司流动资产主要以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主。2016年末公司货币资金规模为23.94亿元，同比大幅上升267.55%，主要系2016年公司发行“16徐州高新债”以及“境外债”，导致公司融资规模较大。2016年末公司应收账款17.90亿元，同比增加46.64%，其中8.24亿元系应收徐州高新技术产业开发区财政局的款项，9.66亿元系应收徐州市铜山区财政局款项，应收账款的快速增长主要系2016年公司旧村改造及代建业务收入的资金回笼情况很差导致。考虑到应收对象均为政府单位，应收账款回收风险不大，但回收时间存在一定不确定性。2016年末公司预付款项规模为18.61亿元，同比变动不大，其中93.31%的预付款项系预付徐州高新技术产业开发区财政局的土地购买款。2016年末公司其他应收款为12.96亿元，其中10.37亿系应收徐州高新技术产业开发区财政局的借款、拆迁资金、大学生创业园补偿款及往来款等，占其他应收款比重为80.02%；1.03亿元系应收徐州市铜山区财政局的大学生创业园补偿款。我们注意到，公司应收账款和其他应收款规模较大，应收对象主要为政府部门或其下属公司，资金具体回收时间受政府财政实力和资金安排的影响具有一定的不确定性。2016年末公司存货为49.99亿元，与上年相比变化不大，主要由土地使用权及公司在建的项目构成。截至2016年末，存货中的土地使用权面积为381.28万平方米，账面价值为49.43

亿元，截至2016年末均未被抵押。2016年末公司的其他非流动资产账面价值为7.52亿元，系公司购买的理财产品。

2016年末公司非流动资产占资产比重为6.63%，主要包括投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产。投资性房地产账面价值为1.94亿元，主要由房屋构成，其中1.67亿元的房屋已经抵押。固定资产账面价值为1.98亿元，主要为道路桥梁和房屋。在建工程系公司在建的项目，包括安科技园、彭祖路工程、铜山区2015年棚户区改造项目一期等项目，合计账面价值共2.68亿元，同比大幅增加163.05%，主要是项目投资所致。无形资产账面价值为2.04亿元，系公司拥有的土地使用权。

综合而言，公司资产主要以应收款项（包括应收账款和其他应收款）和存货为主，且应收款项的应收对象多为政府部门，回收时间存在一定不确定性，存货以土地资产为主，即时变现能力较弱，整体资产流动性一般。

表13 2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	239,414.10	17.08%	65,137.01	5.99%
应收账款	178,971.81	12.76%	122,044.99	11.23%
预付款项	186,077.38	13.27%	189,169.42	17.41%
其他应收款	129,552.07	9.24%	157,467.66	14.49%
存货	499,923.55	35.65%	495,306.87	45.58%
其他流动资产	75,176.00	5.36%	0.00	0.00%
流动资产合计	1,309,114.91	93.37%	1,029,125.96	94.71%
投资性房地产	19,354.61	1.38%	19,793.26	1.82%
固定资产	19,796.41	1.41%	14,032.41	1.29%
在建工程	26,824.49	1.91%	10,197.61	0.94%
无形资产	20,382.62	1.45%	8,420.51	0.77%
非流动资产合计	93,017.40	6.63%	57,478.47	5.29%
资产总计	1,402,132.31	100.00%	1,086,604.43	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下滑，未来收入或有波动，且盈利对政府补贴的依赖性较大

公司营业收入主要来源于旧村改造业务和代建收入，2016年分别占营业收入的比重为70.85%和27.36%，资产租赁业务和技术服务业务规模相对较小，对公司整体营业收入影响不大。2016年公司实现营业收入55,980.65万元，同比有所下滑，主要是因为

代建业务受工程建设进度影响，较2015年确认收入大幅减少。公司旧村改造业务受政府规划影响较大，近年收入有所波动。整体看来，公司营业收入的来源变化较大，未来收入或有波动。

毛利率方面，受到“营改增”政策影响，公司旧村改造业务毛利率有所下滑；代建业务因当年所代建项目的收益率不同而有所波动，导致公司2016年综合毛利率整体下降4.08个百分点，盈利能力有所下降。

2016年当地政府向公司拨付政府补助7,218.00万元，占当年利润总额的比重为55.02%，公司的盈利对政府补助的依赖性较大。

表14 2015-2016 年公司盈利能力指标情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	55,980.65	60,875.40
营业利润	5,930.88	5,249.88
政府补助	7,218.00	12,615.77
利润总额	13,119.72	17,859.55
净利润	9,781.28	13,382.42
综合毛利率	14.77%	18.85%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主业经营收现情况较差，经营活动受往来款影响较大

2016年公司营业收入实现55,980.65万元，而销售商品、提供劳务收到的现金仅为1,246.46万元，收现比仅为0.02，公司主营业务的资金回笼情况表现较差。2016年公司收到、支付其他与经营活动有关的现金分别为127,174.59万元和91,007.50万元，主要系往来款进出所致。由于公司旧村改造、代建项目资金投入较大而公司收现情况较差，公司项目建设资金净流出较大，且公司经营活动现金受往来款进出影响较大，使得公司2016年经营活动现金流表现为8,699.82万元净流出。

2016年公司投资活动产生的现金流量净额为-104,487.16万元，表现为较大的净流出，主要是公司购买理财产品所致。

由于公司经营活动现金流量表现为净流出，公司对外部融资较为依赖。2016年公司筹资活动产生的现金流量净额为287,464.08万元，依然表现为较大的净流入，主要为公司取得借款所致。截至2016年末，公司主要在建的代建项目及拟建的旧村改造项目尚需投资规模为245,141.40万元，公司存在一定的资金压力。

表15 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.02	0.15
销售商品、提供劳务收到的现金	1,246.46	9,222.75
收到其他与经营活动有关的现金	127,174.59	136,973.36
经营活动现金流入小计	128,421.05	146,196.10
购买商品、接受劳务支付的现金	44,704.76	20,875.67
支付其他与经营活动有关的现金	91,007.50	108,302.54
经营活动现金流出小计	137,120.88	129,407.11
经营活动产生的现金流量净额	-8,699.82	16,788.99
投资活动产生的现金流量净额	-104,487.16	-151,512.79
筹资活动产生的现金流量净额	287,464.08	160,969.76
现金及现金等价物净增加额	174,277.09	26,245.96

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模大幅增加，偿债压力加重

受利润累积影响，2016年末公司所有者权益为829,983.91万元，同比略有增长；由于2016年公司对外融资较多，公司负债增至572,148.40万，同比大幅增长114.77%。受此影响，公司产权比率提高至68.93%，所有者权益对负债的覆盖程度大幅降低。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	572,148.40	266,401.80
所有者权益	829,983.91	820,202.63
产权比率	68.93%	32.48%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年公司流动负债占负债总额的比重为25.67%，同比下降16.92个百分点，主要是2016年发行债券导致长期负债大幅增加所致。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款构成和一年内到期非流动负债构成。2016年末公司应付账款33,280.27万元，同比增长54.97%，主要为应付工程款增加所致。2016年公司其他应付款为48,750.39万元，主要为与铜山县工业园区基础设施建设办公室、徐州市铜山区财政局的往来款。截至2016年末，公司一年内到期非流动负债账面余额为2.6亿元，系本期债券提前偿付的20%本金部分，已于2017年4月兑付。

2016年公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款73,016.90

万元，应付债券351,583.99万元。长期借款主要为抵押借款和当年新增的质押借款；应付债券为本期债券及2016年新发行的“16徐州高新债”及“境外债”。其中，“16徐州高新债”于2016年11月11日发行，发行规模为11.3亿元，期限为7年，票面利率为3.78%；境外债发行规模为2亿美元，期限为3年，票面利率为5.9%。

截至2016年末公司有息债务规模为450,600.89万元，同比大幅增长194.67%，有息负债主要由本期债券，2016年新发行的债券，以及长期借款构成，规模较大，公司偿债压力明显加重。

表17 2015-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	33,280.27	5.82%	21,475.09	8.06%
其他应付款	48,750.39	8.52%	58,161.63	21.83%
一年内到期非流动负债	26,000.00	4.54%	0.00	0.00%
流动负债合计	146,858.76	25.67%	113,470.28	42.59%
长期借款	73,016.90	12.76%	22,916.28	8.60%
应付债券	351,583.99	61.45%	130,000.00	48.80%
非流动负债合计	425,289.64	74.33%	152,931.52	57.41%
负债合计	572,148.40	100.00%	266,401.80	100.00%
其中：有息负债	450,600.89	78.76%	152,916.28	57.40%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告、鹏元整理

2016年公司资产负债率为40.81%，受负债总额大幅增加影响，资产负债率同比提高16.29个百分点。流动比率和速动比率分别为8.91、5.51，短期偿债能力尚可，速动比率同比有所提升，主要是由于2016年货币资金大幅增加所致。2016年，由于利润总额下降，公司EBITDA实现15,571.24万元，同比有所减少。而受到有息债务大幅增加影响，EBITDA对负债的保障程度大幅降低。

表18 2015-2016 年公司主要偿债能力指标情况

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	40.81%	24.52%
流动比率	8.91	9.07
速动比率	5.51	4.70
EBITDA（万元）	15,571.24	19,632.64
EBITDA 利息保障倍数	1.70	1.82
有息债务/EBITDA	28.94	7.79

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告、鹏元整理

六、或有事项

截至2016年12月31日，公司对外担保金额为53,000万元，占期末公司净资产的比重为6.39%，对外担保对象为徐州市铜山区城市建设投资有限责任公司，为地方政府平台公司，均未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表19 截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限至	是否有反担保
徐州市铜山区城市建设投资有限责任公司	23,000.00	2019.3.15	否
徐州市铜山区城市建设投资有限责任公司	30,000.00	2019.5.12	否
合计	53,000.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2016年徐州市和铜山区经济水平持续增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。作为高新区重要的基础设施投资建设主体，公司继续得到地方政府的一定支持。但鹏元也注意到，徐州市和铜山区公共财政收入规模下滑，以及徐州市政府性基金收入规模下滑明显且未来不确定性依然较大。截至2016年末，公司资产以应收款项和存货为主，流动性较弱。公司主业经营收现情况较差，有息负债规模大幅增加，偿债压力加重以及存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，经综合评定，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	239,414.10	65,137.01	81,891.05
应收账款	178,971.81	122,044.99	71,744.07
预付款项	186,077.38	189,169.42	13,908.30
其他应收款	129,552.07	157,467.66	125,969.48
存货	499,923.55	495,306.87	494,293.50
其他流动资产	75,176.00	0.00	0.00
流动资产合计	1,309,114.91	1,029,125.96	787,806.41
可供出售金融资产	5,000.00	5,000.00	0.00
长期股权投资	1,658.88	34.52	0.00
投资性房地产	19,354.61	19,793.26	0.00
固定资产	19,796.41	14,032.41	21,456.65
在建工程	26,824.49	10,197.61	23,369.51
无形资产	20,382.62	8,420.51	8,823.18
递延所得税资产	0.41	0.16	0.00
非流动资产合计	93,017.40	57,478.47	53,649.34
资产总计	1,402,132.31	1,086,604.43	841,455.75
短期借款	0.00	0.00	9,800.00
应付账款	33,280.27	21,475.09	22,262.40
预收款项	1,513.68	1,511.33	4,103.59
应交税费	29,392.70	25,239.62	16,206.66
应付利息	7,921.72	7,082.61	7,082.61
其他应付款	48,750.39	58,161.63	5,073.89
一年内到期的非流动负债	26,000.00	0.00	0.00
流动负债合计	146,858.76	113,470.28	64,529.15
长期借款	73,016.90	22,916.28	9,139.45
应付债券	351,583.99	130,000.00	130,000.00
专项应付款	688.75	15.24	18.84
非流动负债合计	425,289.64	152,931.52	139,158.29
负债合计	572,148.40	266,401.80	203,687.44
实收资本	28,500.00	28,500.00	28,500.00
资本公积	717,127.68	717,127.68	548,664.66
盈余公积	8,233.90	7,509.81	6,335.61
未分配利润	76,122.33	67,065.14	54,268.03
归属于母公司所有者权益合计	829,983.91	820,202.63	637,768.30

所有者权益合计	829,983.91	820,202.63	637,768.30
负债和所有者权益总计	1,402,132.31	1,086,604.43	841,455.75

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业总收入	55,980.65	60,875.40	39,300.06
营业总成本	49,960.87	55,600.04	35,214.88
其中：营业成本	47,712.27	49,398.28	31,833.09
税金及附加	346.36	4,581.30	1,323.12
管理费用	1,499.03	1,134.82	1,217.66
财务费用	402.23	485.32	840.69
资产减值损失	0.97	0.33	0.33
投资收益（损失以“-”号填列）	-88.89	-25.48	2.99
营业利润（亏损以“-”号填列）	5,930.88	5,249.88	4,088.17
加：营业外收入	7,287.75	12,615.77	6,000.22
减：营业外支出	98.91	6.11	0.39
利润总额	13,119.72	17,859.55	10,088.00
减：所得税费用	3,338.45	4,477.13	2,735.40
净利润	9,781.28	13,382.42	7,352.60

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	1,246.46	9,222.75	26,908.65
收到其他与经营活动有关的现金	127,174.59	136,973.36	67,804.38
经营活动现金流入小计	128,421.05	146,196.10	94,713.04
购买商品、接受劳务支付的现金	44,704.76	20,875.67	26,281.28
支付给职工以及为职工支付的现金	23.45	3.40	0.00
支付的各项税费	1,385.16	225.51	348.89
支付其他与经营活动有关的现金	91,007.50	108,302.54	103,655.90
经营活动现金流出小计	137,120.88	129,407.11	130,286.07
经营活动产生的现金流量净额	-8,699.82	16,788.99	-35,573.03
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	10,500.00	43,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	26.75	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1,034.09
投资活动现金流入小计	10,526.75	43,000.00	1,034.09
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,979.74	188,552.79	29,478.22
投资支付的现金	91,484.58	5,960.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	5,549.60	0.00	43,000.00
投资活动现金流出小计	115,013.92	194,512.79	72,478.22
投资活动产生的现金流量净额	-104,487.16	-151,512.79	-71,444.13
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.00	168,481.00	130,000.00
取得借款收到的现金	314,362.94	14,800.00	24,800.00
收到其他与筹资活动有关的现金	972.94	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	315,335.88	183,281.00	154,800.00
偿还债务支付的现金	15,899.38	10,823.17	25,860.55
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,750.69	11,488.07	876.04
支付其他与筹资活动有关的现金	221.73	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	27,871.81	22,311.24	26,736.59
筹资活动产生的现金流量净额	287,464.08	160,969.76	128,063.41
现金及现金等价物净增加额	174,277.09	26,245.96	21,046.25

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	9,781.28	13,382.42	7,352.60
加：资产减值准备	0.97	0.33	0.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,440.79	997.37	1,002.12
无形资产摊销	322.21	174.82	172.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-1.64	0.00
财务费用	513.68	600.90	876.00
投资损失	88.89	25.48	-2.99
递延所得税资产减少	-0.24	-0.16	0.00
存货的减少	-4,862.62	-774.44	0.00
经营性应收项目的减少	-50,965.37	-112,488.71	-72,018.28
经营性应付项目的增加	34,980.58	114,872.63	27,044.77
经营活动产生的现金流量净额	-8699.82	16,788.99	-35,573.03
现金的期末余额	239,414.10	65,137.01	38,891.05
减：现金的期初余额	65,137.01	38,891.05	17,844.81

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	40.81%	24.52%	24.21%
流动比率	8.91	9.07	12.21
速动比率	5.51	4.70	4.55
综合毛利率	14.77%	18.85%	19.00%
EBITDA（万元）	15,571.24	19,632.64	12,138.54
EBITDA 利息保障倍数	1.70	1.82	2.20
有息债务（万元）	450,600.89	152,916.28	148,939.45
有息债务/EBITDA	28.94	7.79	12.27
产权比率	68.93%	32.48%	31.94%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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