

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 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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
人员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员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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【677】号 01

债券简称: 14 徐州高新
债/PR 徐高新

债券剩余规模:
5.2 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:
牟文杰 秦凤明

电话:
021-51035670

邮箱:
mouwj@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

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 2019 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	2019 年 06 月 24 日	2018 年 06 月 25 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)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“高新国资”或“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 2019 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外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 代建业务具有一定的持续性, 获得的外部支持力度仍较大。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱, 在建项目尚需投资规模较大, 面临较大资金压力, 有息债务规模持续增加, 偿债压力加大, 以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2018 年徐州市实现地区生产总值 6,755.23 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 4.2%, 区域经济保持增长, 为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建业务具有一定的持续性。截至 2018 年末, 公司主要在建的代建项目总投资 62.69 亿元, 累计已投资 4.62 亿元, 代建业务具有一定的持续性。
- 公司获得外部支持力度仍较大。作为徐州高新技术产业开发区(以下简称“高新区”)重要的基础设施投融资和建设主体, 2018 年高新区管委会通过股权划转增加公司资本公积 17.14 亿元, 提升了公司的资本实力; 2018 年公司获得政府补助 1.00 亿元, 提升了公司的利润水平。

关注:

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司应收款项和存货合计 139.30 亿元，占资产总额的 74.74%；应收款项主要为应收当地政府部门的往来款，部分账龄较长，回收时间存在一定不确定，对公司资金形成较大占用；存货主要为土地使用权，2018 年末土地使用权账面价值 106.92 亿元，其中 51 宗账面价值合计 40.48 亿元的土地尚未办理土地权证，19 宗账面价值合计 49.43 亿元的土地为政府划拨用地，整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2018 年 12 月末，公司主要在建项目尚需投资约 87.15 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模持续增加，偿债压力加大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 539.99 亿元，同比增长 10.71%，其中短期有息债务 6.80 亿元，同时考虑到公司还有 2 亿美元境外债将于 2019 年 12 月到期，短期偿债压力加大；2018 年末公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.81，息税前利润对利息的保障程度较低。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额为 7.30 亿元，占期末公司净资产的比重为 6.06%，被担保对象为地方政府平台，未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,863,709.36	1,653,196.12	1,402,132.31
所有者权益合计	1,203,675.04	1,022,433.81	829,983.91
有息债务	539,857.29	487,629.91	450,600.89
资产负债率	35.42%	38.15%	40.81%
流动比率	9.20	8.86	8.91
营业收入	31,402.20	86,690.05	55,980.65
其他收益	10,000.00	12,007.50	0.00
营业外收入	0.00	0.00	7,287.75
利润总额	19,395.35	11,362.99	13,119.72
综合毛利率	11.11%	9.17%	14.77%
EBITDA	23,341.47	13,861.45	15,571.24
EBITDA 利息保障倍数	0.81	0.53	1.33

经营活动现金流净额	22,089.19	-207,056.45	-8,699.82
-----------	-----------	-------------	-----------

注：EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金，表中指标统一按此公式调整。

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

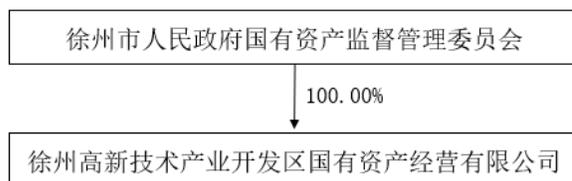
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 4 月 22 日公开发行 7 年期 13 亿元公司债券，募集资金用于大学生创业园建设项目、高新技术产业基地建设项目和国家安全科技产业基地建设项目。截至 2018 年 12 月 31 日，本期债券募集资金账户余额为 691.26 万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本无变化，2018 年末仍均为 2.85 亿元。2018 年 8 月，公司控股股东和实际控制人由徐州高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）变更为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”），持股比例为 100.00%。

图1 截至2019年5月31日公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

2018 年，公司合并范围新增 1 家子公司，详见表 1。

表1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内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
徐州高新区工程建设有限公司	100.00%	181,395.00	房地产开发	划拨

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03

万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不

得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金

2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

徐州市经济增速有所下滑，工业生产下行压力较大，固定资产投资增速放缓，对经济的拉动作用减弱

2018年，徐州市实现地区生产总值6,755.23亿元，同比增长4.2%，增速较上年下滑3.5个百分点。三次产业增加值从2017年的9.1: 43.6: 47.3调整为9.4: 41.6: 49.0，第二产业比重下降2个百分点，第三产业比重上升1.7个百分点。2018年徐州市人均GDP为76,915元，同比增长1.7%，为当年全国人均GDP的118.98%。

2018年徐州市工业经济下行压力较大。受对高污染、高耗能、高排放行业加大治理力度影响，2018年全市规模以上工业增加值同比下降9.9%，其中轻工业同比下降8.5%，重工业同比下降10.8%。从工业结构来看，新兴产业、高端产业增长情况略好于传统产业，2018年全市六大新兴产业产值同比增长5.8%，增速快于传统优势产业19.9个百分点，占规模以上工业产值比重为37.7%，其中，高端装备制造业、新一代信息技术和软件业产值分别同比增长32.6%和17.2%；高新技术产业产值占规模以上工业比重同比提高1.8个百分点；高耗能行业产值同比下降19.9%，占比同比下降1.9个百分点。从行业来看，全市六大优势产业产值同比下降14.1%，占规模以上工业总产值比重为94.6%。其中，装备制造业同比增长12.0%，能源、食品加工、煤盐化工、冶金和建材分别同比下降11.0%、24.0%、34.5%、28.9%和12.7%。

固定资产投资增速较上年大幅放缓，对经济拉动作用减弱。2018年徐州市完成固定资产投资同比增长2.0%，增速同比下滑8个百分点。从投资结构来看，第一产业投资同

比增长 14.7%；第二产业投资同比增长 2.2%；第三产业投资同比增长 1.0%，第二、三产业投资增速显著下滑。2018 年徐州市房地产市场发展较快，全年房地产开发投资同比增长 33.0%，全年商品房销售面积 1,253.45 万平方米，同比增长 5.9%，商品房销售额 863.08 亿元，同比增长 16.3%。整体看来，徐州市固定资产投资增速下滑较多，房地产开发投资增速较快，成为拉动投资增长的主要动力。此外，2018 年徐州市实现社会消费品零售总额 3,102.00 亿元，同比增长 7.5%；实现进出口贸易总额 773.69 亿元，同比增长 46.8%。

表 3 2017-2018 年徐州市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	6,755.23	4.2%	6,605.95	7.7%
第一产业增加值	631.39	2.4%	600.54	2.5%
第二产业增加值	2,812.02	1.5%	2,884.00	7.7%
第三产业增加值	3,311.82	7.0%	3,121.41	8.6%
全年固定资产投资	-	2.0%	5,277.03	10.0%
社会消费品零售总额	3,102.00	7.5%	2,977.20	12.0%
进出口总额	773.69	46.8%	527.15	27.4%
存款总额	7,107.39	11.1%	6,396.38	16.4%
贷款总额	4,912.47	17.7%	4,173.20	1.8%
人均 GDP（元）	76,915		75,611	
人均 GDP/全国人均 GDP	118.98%		126.74%	

资料来源：2017-2018 年徐州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年徐州市全市公共财政收入526.21亿元，同比增加4.90%，其中税收收入416.77亿元，占公共财政收入的比重为79.20%；实现政府性基金收入537.30亿元，同比增加40.86%；同期徐州市公共财政支出为880.85亿元，同比增长6.47%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为59.74%。

四、经营与竞争

公司是高新区主要的旧村改造和基础设施项目投资建设主体。2018年公司实现主营业务收入31,402.20万元，同比大幅下降63.78%；从收入构成来看，2018年旧村改造收入为19,065.91万元，同比大幅增长186.38%；代建项目收入为11,944.95万元，同比大幅下降83.47%，系主要项目仍在建设期，本期确认收入较少。公司租金收入主要来自公司自有的生产车间和办公楼出租，2018年规模大幅下降主要系部分政府单位租金以补贴形式返还，未计入收入；公司土地转让业务不具有持续性，2018年未取得土地转让收入。

毛利率方面，旧村改造业务毛利率较稳定，代建业务由于所代建项目的收益率不同存在差异，2018年毛利率为8.75%，较上年略降0.82个百分点，租赁业务毛利率大幅降至-73.66%，主要系政府单位租金以政府补贴形式返还收入。整体看来，2018年公司综合毛利率为11.11%，较上年上升1.94个百分点。

表 4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旧村改造	19,065.91	14.17%	6,657.67	14.17%
代建项目	11,944.95	8.75%	72,260.33	9.57%
资产租赁	373.15	-73.66%	815.24	21.79%
技术服务	0.00	-	20.72	-195.26%
土地转让	0.00	-	6,936.09	-0.74%
运输服务费	18.19	100.00%	0.00	-
合计	31,402.20	11.11%	86,690.05	9.17%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司旧村改造收入大幅增加，但该业务受政府规划影响较大，未来收入仍存在一定波动风险

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。2018年公司结转了凤凰山安置小区、拖龙山安置小区等项目，实现旧村改造收入19,065.91万元，毛利率水平较稳定。受政府整体规划影响，未来旧村改造业务收入仍存在波动可能。

截至2018年末，公司主要在建项目为凤凰山安置小区二期，计划总投资预计13.00亿元，已投资0.95亿元，尚需投资12.05亿元。

表 5 截至 2018 年末公司在建旧村改造项目明细（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
凤凰山安置小区二期	13.00	0.95	12.05
合计	13.00	0.95	12.05

注：公司未提供凤凰山小区二期项目的代建协议，目前凤凰山安置小区二期项目总投资仍在调整中，总投资区间为 13-19 亿元，已投资额数据与审计报告中披露数据存在一定差异。

资料来源：公司提供

受工程项目进度影响，2018 年公司代建收入规模大幅减少；公司在建项目规模较大，业务具有一定持续性，但面临较大的资金压力

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。2018年公司结转了邓庄中学、科技路、科技服务中心等项目，实现代建项目收入11,944.95万元，较上年大幅下降，系公司主要项目仍处于建设期，2018年确认收入规模较小。

截至2018年末，公司主要在建项目总投资约85.90亿元，其中安科园、标准化厂房、电子产业园项目建成后公司自持用于出租，奎河综合治理二期、206国道项目、铜山区棚改一期、二期项目建成后由政府回购，2018年末累计已投资10.80亿元，尚需投资75.10亿元，业务具有一定持续性，但未来面临较大的资金压力。同时，中证鹏元也关注到公司棚改项目受拆迁进度影响较大，完工进度存在一定不确定。

表 6 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
安科园	6.60	3.97
标准化厂房	8.71	1.91
电子产业园	7.90	0.30
奎河综合治理二期	9.02	0.19
206 国道项目	1.40	0.16
铜山区棚改一期	28.17	2.48
铜山区棚改二期	24.10	1.79
合计	85.90	10.80

注：铜山区棚改一期项目已投资金额小于去年披露金额，系部分预付的拆迁款因拆迁失败退回；已投资金额包含已结转成本。

资料来源：公司提供

2018年公司未取得土地转让业务收入，该业务不具有持续性；租金收入规模较小，对公司利润贡献有限

土地转让业务非公司主营业务，2017年公司取得土地转让收入6,936.09万元，主要系公司以协议价格转让2015-63号土地，2018年公司未取得土地出让收入，该业务不具有持续性。

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，2018年公司共获得租金收入373.15万元，较上年下降54.23%，主要系本期政府单位租金以政府补贴形式返还，导致公司租金收入及毛利率均较上年出现下滑。

公司获得外部支持力度仍较大

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。2018年12月高新区管委会将其持有的徐州高新区工程建设有限公司（以下简称“工程

建设公司”) 股权无偿划转至公司, 增加资本公积171,395.00万元, 提升了公司的资本实力; 2018年公司获得其他收益10,000.00万元, 均为政府补助, 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2017-2018年审计报告, 报告均采用新会计准则编制。

2018年公司合并报表范围新增1家子公司, 具体情况见表1。2018年公司对部分2017年财务数据进行了追溯调整, 详见下表。

表7 公司主要财务报表列报项目调整(单位: 万元)

原列报报表项目及金额		新列报报表项目及金额	
应收票据		应收票据及应收账款	116,624.50
应收账款	116,624.50		
应收利息	-	其他应收款	210,891.73
应收股利	-		
其他应收款	210,891.73	固定资产	50,036.03
固定资产	50,036.03		
固定资产清理	-	在建工程	54,109.93
在建工程	54,109.93		
工程物资	-	应付票据及应付账款	19,793.44
应付票据	-		
应付账款	19,793.44	其他应付款	82,193.74
应付利息	10,876.08		
应付股利	-	长期应付款	1,496.51
其他应付款	71,317.65		
长期应付款	-	管理费用	2,008.13
长期应付职工薪酬	-	研发费用	
专项应付款	1,496.51		
管理费用	2,008.13		

资料来源: 公司 2018 年审计报告, 中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产仍以应收款项和土地资产为主, 规模持续增长, 流动性较弱

2018年末公司资产总额为1,863,709.36万元，同比增长12.73%，资产规模持续增长；从资产结构看，公司资产依然以流动资产为主，2018年末占比为91.01%。

2018年末公司货币资金规模为186,057.69万元，同比增加15.74%，主要为银行存款158,052.50万元、其他货币资金28,000.00万元（通知存款），货币资金不存在受限情况。2018年末公司应收账款99,652.71万元，同比下降14.55%，均为应收徐州高新技术产业开发区财政局款项，账龄一年以内占比21.05%，1-2年占比34.38%，2-3年占比15.77%，3年以上占比28.80%，账龄偏长。2018年末公司预付款项规模为114,914.85万元，同比大幅增加114.42%，其中预付徐州市铜山区经济适用住房发展中心和徐州朗誉房地产有限公司购房款58,414.70万元，预付徐州市铜山区交通运输局工程款22,000.00万元，预付徐州市铜山区新区街道办事处拆迁安置款20,000.00万元，预付徐州市铜山区人民法院土地款5,680.00万元；从账龄结构看，主要集中在1年以内。2018年末公司其他应收款为176,527.79万元，其中应收徐州市铜山区财政局118,190.34万元、徐州高新技术产业开发区财政局35,035.80万元，合计占其他应收款的86.80%；从账龄来看，4-5年及以上其他应收款达22,076.21万元，账龄较长。整体来看，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，规模较大，且部分应收款项账期较长，回收时间存在一定不确定，对公司营运资金形成较大占用。2018年末公司存货为1,116,810.10万元，较上年大幅增加24.55%，主要系土地使用权大幅增加所致；存货主要由土地使用权及公司的在建项目构成，截至2018年末，土地使用权账面价值合计1,069,186.45万元，其中51宗账面价值合计404,769.52万元的土地未办理土地权证，19宗账面价值合计494,293.50万元的土地为政府划拨用地；截至2018年末，公司土地使用权均未被抵押。2018年末公司的其他流动资产账面价值大幅降至2,194.35万元，主要系持有徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司外资债到期。

表 8 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	186,057.69	9.98%	160,753.09	9.72%
应收账款	99,652.71	5.35%	116,624.50	7.05%
预付款项	114,914.85	6.17%	53,592.80	3.24%
其他应收款	176,527.79	9.47%	210,891.73	12.76%
存货	1,116,810.10	59.92%	896,657.53	54.24%
其他流动资产	2,194.35	0.12%	46,415.40	2.81%
流动资产合计	1,696,157.48	91.01%	1,484,935.04	89.82%

可供出售金融资产	35,000.00	1.88%	25,000.00	1.51%
固定资产	36,081.37	1.94%	50,036.03	3.03%
在建工程	63,823.79	3.42%	54,109.93	3.27%
非流动资产合计	167,551.87	8.99%	168,261.08	10.18%
资产总计	1,863,709.36	100.00%	1,653,196.12	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

2018年末公司非流动资产占资产比重为8.99%，主要包括可供出售金融资产、固定资产、在建工程。可供出售金融资产主要系对徐州市产业发展引导基金有限公司（29,000.00万元）、铜山县农村信用合作联社（5,000.00万元）的投资，均按成本法计量，2018年末账面价值35,000.00万元。固定资产主要为房屋建筑物和道路桥梁，2018年末账面价值36,081.37万元，较上年末下降27.89%，主要系公司处置部分道路桥梁工程所致。在建工程主要为安科园、标准化厂房(一期)等项目，2018年末账面价值为63,823.79万元，较上年末增加17.95%。

综合而言，公司资产主要以应收款项和存货为主，应收款项对公司营运资金形成较大占用，存货以土地资产为主，即时变现能力较弱，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2018 年公司营业收入大幅下滑，利润总额对政府补助的依赖性较大

公司营业收入主要来源于旧村改造和代建收入，2018年公司实现主营业务收入31,402.20万元，同比大幅下降63.78%，主要系本年度代建收入规模大幅下降所致。具体来看，2018年公司旧村改造业务实现收入19,065.91万元，同比大幅增加1.86倍；实现代建收入11,944.95万元，同比大幅下降83.47%；2018年公司未取得土地转让收入。整体来看，公司代建业务、旧村改造业务及土地出让业务受工程进度及政府规划影响较大，收入波动性较大。毛利率方面，公司旧村改造业务毛利率保持不变，代建业务毛利率较上年略有下滑，公司综合毛利率为11.11%，较上年提升1.95个百分点。

利润方面，2018年公司取得资产处置收益9,084.06万元，但该收益不具有持续性；2018年公司取得政府补助10,000.00万元，二者合计占利润总额的98.40%，公司盈利对政府补助的依赖性较大。

表 9 2017-2018 年公司盈利能力指标情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	31,402.20	86,690.05
其他收益	10,000.00	12,007.50

营业利润	19,533.75	11,455.90
利润总额	19,395.35	11,362.99
净利润	15,113.83	7,068.73
综合毛利率	11.11%	9.17%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营活动现金流有所好转，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金为116,743.67万元，受营业收入规模大幅下降影响，收现比升至3.72。公司收到、支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，规模较大。2018年公司购置土地及在建项目投入规模较上年大幅下降，购买商品、接受劳务支付的现金降至100,467.99万元，受此影响，公司2018年经营活动现金净流入22,089.19万元。

2018年公司投资活动现金流入主要为公司收回理财产品保证金，现金流出主要为在建工程、购买理财及预付的购房款，2018年公司投资活动现金净流入25,069.67万元。

公司筹资活动现金流入主要系银行借款，2018年公司取得借款收到的现金为115,000.00万元。筹资活动现金流出主要为偿还债务和利息支出，2018年公司筹资活动现金净流入15,744.86万元。截至2018年末，公司主要在建的旧村改造项目、代建项目尚需投资87.15亿元，未来面临较大的资金压力。

表 10 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	3.72	1.57
销售商品、提供劳务收到的现金	116,743.67	135,983.29
收到其他与经营活动有关的现金	194,797.88	172,388.18
经营活动现金流入小计	311,541.56	308,371.46
购买商品、接受劳务支付的现金	100,467.99	351,215.96
支付其他与经营活动有关的现金	186,219.77	162,026.19
经营活动现金流出小计	289,452.37	515,427.92
经营活动产生的现金流量净额	22,089.19	-207,056.45
投资活动产生的现金流量净额	25,069.67	-40,266.23
筹资活动产生的现金流量净额	15,744.86	135,703.78
现金及现金等价物净增加额	62,953.41	-116,309.83

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模持续增加，偿债压力加大

受高新区管委会股权划转影响，2018年末公司所有者权益为1,203,675.04万元，同比增长17.73%；截至2018年末，公司负债增至660,034.32万元，同比增长4.64%。2018年末公司产权比率降至54.83%，所有者权益对负债的覆盖程度有所上升。

表 11 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	660,034.32	630,762.31
所有者权益	1,203,675.04	1,022,433.81
产权比率	54.83%	61.69%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司目前仍以非流动负债为主，2018年末公司非流动负债占负债总额的比重为72.07%，较上年变化不大。截至2018年末，公司新增短期借款15,000.00万元，均为保证借款。应付账款主要为应付工程款，2018年末应付账款为11,093.24万元，同比下降43.95%。2018年末公司其他应付款（不含应付利息）为53,825.96万元，主要为与徐州市铜山区财政局、徐州高新技术产业开发区财政局、徐州高新区管委会等的往来款和暂借款。截至2018年末，公司一年内到期非流动负债为52,963.74万元，其中一年内到期的长期借款4,363.74万元，一年内到期的应付债券系本期债券提前偿付的20%本金部分和“16徐州高新债”提前偿付的20%本金部分。

2018年末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94,270.71万元，主要为质押借款。应付债券为本期债券及2016年发行的“16徐州高新债”、“境外债”、2017年发行的“17徐州高新MTN001”及2018年发行的“18徐州高新PPN01”。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%；“17徐州高新MTN001”于2017年10月17日发行，期限为5年，票面利率为5.65%；“18徐州高新PPN01”于2018年12月发行，期限为3年，票面利率为5.50%。

表 12 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,000.00	2.27%	-	-
应付账款	11,093.24	1.68%	19,793.44	3.14%

其他应付款	53,825.96	8.16%	71,317.65	11.31%
一年内到期非流动负债	52,963.74	8.02%	26,000.00	4.12%
流动负债合计	184,331.23	27.93%	167,635.89	26.58%
长期借款	94,270.71	14.28%	92,903.66	14.73%
应付债券	377,622.84	57.21%	368,726.25	58.46%
非流动负债合计	475,703.09	72.07%	463,126.42	73.42%
负债合计	660,034.32	100.00%	630,762.31	100.00%
其中：有息负债	539,857.29	81.79%	487,629.91	77.31%

注：其他应付款不含应付利息。

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为539,857.29万元，同比增长10.71%，其中短期有息债务67,963.74万元，但考虑到公司还有2亿美元境外债将于2019年12月到期，公司存在一定的短期偿债压力。

2018年末公司资产负债率为35.42%，同比下降2.74个百分点。从短期偿债指标来看，2018年末公司流动比率和速动比率分别为9.20和3.14，考虑到公司流动资产以应收款项和存货为主，短期偿债能力弱于指标表现。受利润总额大幅增加影响，2018年末公司EBITDA增至23,341.47万元；2018年末公司EBITDA利息保障倍数为0.81，有息债务/EBITDA为23.14，EBITDA对有息债务本息的保障程度仍较低。

表 13 2017-2018 年公司主要偿债能力指标情况

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	35.42%	38.15%
流动比率	9.20	8.86
速动比率	3.14	3.51
EBITDA（万元）	23,341.47	13,861.45
EBITDA 利息保障倍数	0.81	0.53
有息债务/EBITDA	23.13	35.18

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2016年1月1日至报告查询日（2019年5月24日），公司本部不存在其他未结清不良类信贷记录，无到期未偿付或逾期偿付情况。公司2018年5月21日存在一笔已结清欠息，金额为39.58万元，于次日结清；根据公司提供的中国银行铜

山支行出具的情况说明，该笔欠息系银行系统原因导致未扣息成功，非恶意欠息。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额为73,000.00万元，占期末公司净资产的比重为6.06%，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，未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
徐州市铜山区城市建设投资有限责任公司	73,000.00	否
合计	73,000.00	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，代建业务具有一定的持续性，获得的外部支持力度仍较大。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力，有息债务规模持续增加，偿债压力加大，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，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	186,057.69	160,753.09	239,414.10
其他应收款	176,527.79	210,891.73	129,552.07
存货	1,116,810.10	896,657.53	499,923.55
流动资产合计	1,696,157.48	1,484,935.04	1,309,114.91
在建工程	63,823.79	54,109.93	26,824.49
非流动资产合计	167,551.87	168,261.08	93,017.40
总资产	1,863,709.36	1,653,196.12	1,402,132.31
短期借款	15,000.00	-	-87 721
其他应付款	59,800.43	71,317.65	48,750.39
一年内到期的非流动负债	52,963.74	26,000.00	26,000.00
流动负债合计	184,331.23	167,635.89	146,858.76
长期借款	94,270.71	92,903.66	73,016.90
应付债券	377,622.84	368,726.25	351,583.99
非流动负债合计	475,703.09	463,126.42	425,289.64
总负债	660,034.32	630,762.31	572,148.40
有息债务	539,857.29	487,629.91	450,600.89
所有者权益	1,203,675.04	1,022,433.81	829,983.91
营业收入	31,402.20	86,690.05	55,980.65
营业利润	19,533.75	11,455.90	5,930.88
营业外收入	0.00	0.00	7,287.75
净利润	15,113.83	7,068.73	9,781.28
经营活动产生的现金流量净额	22,089.19	-207,056.45	-8,699.82
投资活动产生的现金流量净额	25,069.67	-40,266.23	-104,487.16
筹资活动产生的现金流量净额	15,744.86	135,703.78	287,464.08
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	11.11%	9.17%	14.77%
收现比	3.72	1.57	0.02
产权比率	54.83%	61.69%	68.93%
资产负债率	35.42%	38.15%	40.81%
流动比率	9.20	8.86	8.91
速动比率	3.14	3.51	5.51
EBITDA（万元）	23,341.47	13,861.45	15,571.24
EBITDA 利息保障倍数	0.81	0.53	1.33
有息债务/EBITDA	23.13	35.18	28.94

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，2017 年数据系 2018 年期初数，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
徐州高新区安全科技产业投资发展有限公司	10,000.00	100.00%	研究和试验发展
徐州华科中矿安全智能装备技术研发中心	100.00	100.00%	技术研发
香港汇达投资集团有限公司	1,000.00 (万港币)	100.00%	投资服务
徐州高新区工程建设有限公司	181,395.00	100.00%	房地产业

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 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	$\text{EBITDA} / (\text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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

附录四 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。