跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1398 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持徐州高速铁路投资有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16徐州高铁CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

徐州高速铁路投资有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 徐州高铁 CP001	7 亿元	2016/4/14-2017/2/8	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 14 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.25	16.13	7.74	4.10
资产总额(亿元)	160.17	180.95	181.13	184.67
所有者权益(亿元)	112.98	111.24	112.34	112.34
短期债务(亿元)	9.53	15.13	5.96	6.09
全部债务(亿元)	31.88	57.83	55.47	58.10
营业收入(亿元)	7.45	9.13	9.71	1.02
利润总额 (亿元)	2.84	2.69	2.66	0.00
EBITDA(亿元)	3.07	2.85	3.25	--
经营性净现金流(亿元)	-47.20	-7.01	-3.22	-1.30
营业利润率(%)	13.62	14.29	12.44	12.54
净资产收益率(%)	1.83	1.79	1.67	--
资产负债率(%)	29.47	38.52	37.98	39.17
全部债务资本化比率(%)	22.01	34.21	33.06	34.09
流动比率(%)	583.55	606.96	886.88	847.88
全部债务/EBITDA(倍)	10.37	20.32	17.04	--
经营现金流动负债比(%)	-189.95	-25.94	-17.47	--

注：现金类资产已剔除受限资金；2016 年 1 季报未经审计。

分析师

王 妍　王 治

lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，徐州高速铁路投资有限公司（以下简称“公司”）在区域内基础设施建设和土地整理开发等业务领域的垄断地位显著，公司持续获得政府的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地资产变现受房地产政策影响较大，应收账款还款安排执行不佳以及土地出让具有不确定性等因素对其信用水平带来不利影响。

未来，随着徐州港顺堤河作业区进入成熟运营期、京沪高铁徐州站区的升级开发，公司港口装卸业务和地下停车场收入有望增长，自身盈利能力将得以增强。此外，公司未来将承担徐州市下淀片区更新改造任务，业务覆盖区域有望扩大。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 徐州高铁 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 徐州市经济实现发展，财政收入不断增长。公司作为京沪高铁徐州站区和顺堤河作业区投资主体和资产管理运营平台，具有区域垄断优势。
2. 跟踪期内，公司营业收入规模扩大，站区和港口建设的推进保证公司一定时期内稳定的收入来源，未来公司业务扩展至下淀片区，有望提升公司收入规模。
3. 公司债务规模小、债务负担轻、未使用授信较为充裕，公司具有一定财务弹性。

关注

1. 公司土地储备充裕，但出让业务及规模受宏观经济、国家政策以及政府土地出让计划等影响大，出让价值受房地产市场波动影响具有一定不稳定性。

2. 跟踪期内，徐州市政府出具的应收账款还款安排实际执行情况不佳，公司应收账款规模大，对资金形成占用。
3. 公司高铁站区及周边配套基础设施建设后续投资支出较大，存在一定对外融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与徐州高速铁路投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与徐州高速铁路投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因徐州高速铁路投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由徐州高速铁路投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 徐州高铁 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于徐州高速铁路投资有限公司主体长期信用及“16徐州高铁CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、 企业基本情况

徐州高速铁路投资有限公司（以下简称“公司”）成立于2008年5月8日，系徐州市财政局根据徐州市人民政府《市政府关于同意组建徐州高速铁路投资有限公司的批复》（徐政复〔2008〕20号文）出资组建的国有独资公司。2009年3月17日，依据徐州市人民政府徐政办复〔2009〕1号批复，公司国有资产出资人由徐州市财政局变更为徐州市铁路建设办公室。公司初始注册资本为2亿元，2010年4月18日，经徐州市人民政府批复，将徐州市大庙镇上山村等15块土地使用权授权公司经营，以其中评估价为3亿元的土地使用权增加公司注册资本金，徐州富邦会计师事务所有限公司对此出具验资报告（徐富会验字〔2010〕第136号）。2011年2月16日，经徐州市人民政府批复，将徐州市大庙镇大湖村地块土地使用权授权公司经营，以其中评估价值为1亿元的土地使用权增加公司注册资本金，徐州富邦会计师事务所有限公司对此出具验资报告（徐富会验字〔2011〕第38号）。2013年，公司出资人由徐州市铁路建设办公室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”），徐州市国资委授权徐州市铁路建设办公室为公司的业务主管部门。

2014年12月26日，根据徐州市人民政府出具的《市政府关于同意徐州高速铁路投资有限公司资本公积转增注册资本金的批复》（徐政复〔2014〕48号），公司资本公积转增注册资本金24亿元，公司于2015年5月8日完成工商变更登记，转增后公司注册资本达30亿元。

截至2016年3月底，公司注册资本30.00亿元，徐州市国资委授权徐州市铁路建设办公室对公司进行管理，徐州市人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：对高速铁路相关项目投资；受托非金融性资产经营管理；对港口建设相关项目投资、管理；园林绿化工程施工；自有房屋租赁；酒店投资、管理；物业管理及维护；对企业及项目的投资咨询服务。

2015年，公司新设工程部，负责工程项目建设过程中手续办理、招投标、协调、考核等工作。截至2016年3月底，公司本部设立财务部、综合部、融资部、经营部和工程部5个职能部门。

截至2016年3月底，纳入合并报表范围内子公司5家，其中全资子公司3家：徐州高铁时代资产经营管理有限公司（以下简称“高铁时代”）、徐州新津海贸易有限公司和徐州新徐置业有限公司，控股子公司2家：徐州高铁港务投资有限公司（以下简称“高铁港务”）和徐州高港物资贸易有限公司。

截至2015年底，公司（合并）资产总额181.13亿元，所有者权益合计112.34亿元（其中少数股东权益1.63亿元）；2015年公司实现营业收入9.71亿元，利润总额2.66亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额184.67亿元，所有者权益合计112.34亿元（其中少数股东权益1.60亿元）；2015年公司实现营业收入1.02亿元，利润总额30.06万元。

公司注册地址：徐州市建国西路锦绣嘉园8#-1-2408号；法定代表人：朱明勇。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居

民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预〔2012〕463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金〔2013〕2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发〔2014〕43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发〔2015〕40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项

目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司主要从事京沪高铁徐州段主线和京沪高铁徐州站区征地拆迁，京沪高铁徐州站区主体工程建设、配套设置及区内基础设施建设、土地整理开发等业务，因此京沪高铁徐州站区以及徐州市经济发展状况对公司业务产生重要影响。

（1）区域环境及经济实力

徐州市位于江苏省西北部，地处苏、鲁、豫、皖四省交界，为全国重要的水路交通枢纽和东西、南北经济联系的重要十字路口。徐州市是江苏北部最大城市，淮海经济区中心，是江苏省重要的经济实体。徐州市是江苏省重点规划建设的四个特大城市和三大都市圈核心城市之一（南京都市圈、苏锡常都市圈、徐州都市圈）。

作为资源型城市和老工业基地，徐州市10多年来一直走在转型发展的路上。以2008年江苏省委、省政府实施振兴徐州老工业基地战略作为徐州转型发展的新起点，徐州全面调整产业结构，装备制造、食品及农副产品加工、能源、物流商贸旅游、煤盐化工、冶金和建材等六大产业实现超千亿元的产业规模，淮海经济区重要经济增长极与先导拉动区作用进一步增强。

根据2013~2015年徐州市统计局公布的各年度《徐州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013~2015年，徐州市全市地区生产总值分别为4435.82亿元、4963.91亿元和5319.88亿元，增速分别为11.8%、10.5%和9.5%；2013和2014年，徐州市规模以上工业实现总产值[1]分别为10523.10亿元和11610.30亿元，增速分别为17.1%和12.1%；2013~2015年，徐州市固定资产投资分别为3090.13亿元、3671.56亿元和4266.12亿元，增速分别为22.1%、18.8%%和16.5%。

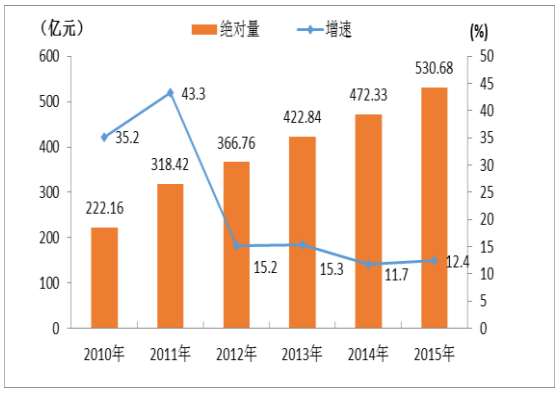
从2015年产业结构来看，徐州市三次产业增加值比例调整为9.5：44.3：46.2，第三产业增加值比重较上年提高1个百分点，首次超过二产1.9个百分点，产业结构实现由“二三一”向“三二一”的转变。

（2）财政实力

公司是徐州高铁站区经营建设的投资主体和资产管理运营平台，担负着徐州高铁站区所有土地的开发、转让和基础设施建设任务，具有一定的区域垄断性。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响。

2013~2015年，徐州市全市一般预算收入快速增长，分别为422.84亿元、472.33亿元和530.68亿元，2015年实现一般预算收入增速12.4%。

图1　2010~2015年徐州市全市一般预算收入



资料来源：《2015年徐州市国民经济和社会发展统计公报》

[1] 2015年统计公报未披露该指标。

2013~2015年，徐州市本级一般公共预算收入92.56亿元、92.4亿元和109.6亿元，徐州市本级基金预算收入分别为158.05亿元、180.94亿元和109.9亿元。

总体来看，徐州市作为苏北经济龙头，财政实力较强。徐州市地方财政收入的稳定增长为徐州市城市建设提供了可靠的资金支撑和保障。

（3）区域未来规划

短期来看，2016 年徐州市经济社会发展的主要预期目标是：地区生产总值增长 9%左右，一般公共预算收入增长 9%左右，固定资产投资增长 15%左右，社会消费品零售总额增长 11%左右。完善提升城市功能方面，加快实施郑徐客专、徐连客专、徐宿淮盐铁路、观音机场二期等重大交通设施项目，加强徐州与周边城市的互联互通，巩固综合交通枢纽地位。继续抓好中心商圈扩容提质，积极发展高端业态，打造辐射周边的商贸中心。提升城市管理水平方面，抓好重大基础设施建设，大力实施城市轨道交通、高架快速路和重点道路贯通工程。

中长期来看，“十三五”时期，是徐州深化改革开放、加快经济发展方式转变的攻坚阶段，也是加快推动老工业基地振兴、在苏北率先全面建成小康社会的关键阶段。“十三五”时期，徐州市计划地区生产总值年均增长 8.5%左右，到 2020 年人均 GDP 达到 9.5 万元左右。服务业占比达到 50%左右，科技研发投入占比达到 2.5%左右，农业现代化水平明显提高，现代产业体系基本形成。

上述发展规划和政策为公司的经营及发展提供了有力的支持，公司高铁站区的投融资运作将面临有利的发展机会。

（4）京沪高铁概况

京沪高铁是中国《中长期铁路网规划》中“四纵四横”客运专线的南北向主骨架，是“十一五”期间国内投资规模最大、技术标准最高、一次建成里程最长的一项工程，也是国内第一条具有世界先进水平的高速铁路。

京沪高速铁路线路自北京南站至上海虹桥站，北接规划的京哈客运专线，南连沪昆客运通道，中间衔接太青客运专线、西安徐州客运专线、沪汉蓉客运通道等，全线正线长度1318公里，共有19条联络线。京沪高铁的建成，可提供京沪之间双向1.6亿人的客运能力，同时释放既有京沪线1亿吨的货运能力，将京沪全程旅行时间缩短至5小时内。2008年4月18日，京沪高铁项目正式开工，并于2011年7月正式通车。

从经济效益来看，根据2006年铁道第三勘察设计院编制的可行性研究报告，京沪高铁项目财务内部收益率（全部投资）为9.8%，投资回收期为14.3年（含建设期），财务评价指标较好，且具有较强的抗风险能力。

项目资金方面，京沪高铁项目建设主要由京沪高速铁路股份有限公司负责实施，资金来源为资本金和债务资金，各占总投资额50%，其中京沪高速铁路股份有限公司前三大股东（中国铁投、平安资产管理有限责任公司和全国社会保障基金理事会）均以现金出资，沿线地方政府作为股东承担本省（市）境内征地拆迁相关费用，并以征地拆迁费用作价入股京沪高速铁路股份有限公司。根据中华人民共和国审计署2012年3月发布的《京沪高速铁路建设项目2011年跟踪审计结果》（2012年第3号公告），京沪高铁部分投资情况尚未确认，沿线地方政府应享有的京沪高速铁路股份有限公司股权需待竣工决算后最终确定。

徐州市是中国重要的铁路枢纽，京沪铁路、陇海铁路、京沪高铁、徐兰客运专线在此交汇，是中国重要水陆交通枢纽和东西、南北经济联系的重要“十字路口”。徐州市地处京沪高速铁路的中心位置，高铁徐州段由山东省枣庄市张山子附近向南经徐州市贾汪区（江庄镇）进入江苏省，途经铜山县（柳泉镇）、贾汪区（青山泉镇）、徐州经济开发区（大黄山镇、大庙镇），在大庙镇206国道南侧设徐州高

速铁路站区，征地面积约3400亩。

总体来看，京沪高铁的建成通车将加快沿线地区的城市化进程，有利于徐州市投资环境的改善，促进地区经济的快速增长，为公司发展提供了较好的外部环境。

（5）徐州港概况

徐州港是全国28个主要内河港口之一，位于江苏西北部、沿东陇海线产业带西部，地处苏、鲁、豫、皖四省交界。中西部地区是我国煤炭主产区和煤炭供应基地，南接长三角地区，是我国煤炭主要消费地。徐州港主要承担着“北煤南运”和“西煤东运”的中转任务，是华东地区能源的重要集散地之一。

徐州港目前煤炭下水港的规模小、布点分散，大量煤炭运输采用汽车集运，并通过分散于徐州市区京杭运河、丁万河、桃园河等航道两岸的简易煤炭码头装船，运输和装卸作业过程中产生的撒漏、粉尘、噪声和废气等对徐州城市北部形成较为严重的污染，大型公路煤炭运输车辆穿过城区到码头，对城市的干扰较大，难以适应经济社会发展对能源运输的需要。目前这种状况正逐步改善，在建的徐州港区顺堤河作业区煤炭码头一期工程和疏港铁路建设项目将作为迁移、整合对徐州城区环境污染较重公路进煤的中小码头之重要举措。

总体看来，近几年徐州市经济不断发展，财政实力进一步增强，为区域内相关产业的发展提供了有力支撑。联合资信认为，未来一段时间内，徐州市经济发展持续向好并将继续保持苏北地区的龙头地位和区域经济的核心竞争力，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况无变化，截至2016年3底，公司注册资本为30亿元，徐州市国资委授权徐州市铁路建设办公室为公司的业务主管部门，徐州市政府为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司合并范围无变化，仍有5家子公司，涉及资产管理、房屋建设施工、港口建设投资及货运贸易等业务。

表1 合并范围内子公司情况

企业名称	实收资本（亿元）	持股比例
徐州高铁时代资产经营管理有限公司	1.00	100%
徐州新津海贸易有限公司	1.00	100%
徐州新徐置业有限公司	1.00	100%
徐州高铁港务投资有限公司	4.00	51.00%
徐州高港物资贸易有限公司	0.10	51.00%

资料来源：公司2015年审计报告

公司主要通过与徐州市政府及相关部门签订回购协议获得收益，公司获得的项目收益按照完工达到预定可使用状态时项目总预算的22%计算。

3. 政府支持

公司主要从事徐州高铁站区土地开发、转让和基础设施建设任务以及徐州港顺堤河作业区港口建设和贸易等业务，持续获得徐州市政府在业务划拨和财政补贴等方面的支持。

业务划拨

根据《徐州亿吨大港规划及重点建设项目方案》，徐州市政府确定公司为徐州港顺提河作业区煤炭码头工程建设项目的实施和后续经营主体。未来将发展成为煤炭公、铁、水联运中转下水的专业化港区。根据国家发展改革委员会批复的《江苏徐州港徐州港区顺堤河作业区煤炭码头一期工程项目建议书》（发改基础〔2010〕1350号），顺堤河作业区一期工程设计年吞吐量1406万吨，预计2015年营运收入可以达到2.34亿元。截至目前，公司承建的顺堤河作业区煤炭码头一期工程和疏港公路二期工程已完成大部分投资并进入初期运营状态，由此形成的煤炭销售收入和港口物流服务收入对公司原有收入规模形成一定补充，上述

两项业务在2015年为公司贡献了1.05亿元收入。

此外，根据中共徐州市委办公会议纪要第17号《关于研究圣戈班（徐州）管道有限公司置换搬迁工作的纪要》，明确将圣戈班（徐州）管道有限公司（下称“圣戈班公司”）[2]置换搬迁的任务交于公司，由公司承担相关费用并负责搬迁后旧址的综合开发。同时，借由徐州市轨道三号线（圣戈班公司厂址附近）的建设为契机，公司预计除搬迁项目外将负责徐州下淀片区城市更新改造，对城区老工业区棚户区的搬迁、土地整理、基础设施及公共服务设施的合理配置，结合地下综合管廊、海绵城市及老工业遗址保护再利用的概念，实现圣戈班置换搬迁及片区改造，提升土地承载力，平衡改造资金。目前，公司已就徐州市鼓楼区老工业区下淀片区搬迁改造工程（下称“老工业区改造一期工程”）编制可行性研究报告，根据徐州市工程咨询中心于2016年3月编制的《徐州市鼓楼区老工业区搬迁改造一期工程项目可行性研究报告》，老工业区改造一期工程总用地面积约521万平方米（约7815.1亩），预计可整理出289.23万平方米（约4338.43亩）土地，在不考虑当地土地市场价格变动的情况下，预计可实现土地出让收入120.79亿元。老工业区改造一期工程总投资126.76亿元，其中100.00亿元计划通过银行贷款解决，估算贷款10年期利息后项目总成本月146.44亿元，项目预计通过政府购买的方式实施，政府购买资金按照投资总成本的113%计算，即政府购买资金为165.48亿元。截至2016年6月底，公司暂未就老工业区改造一期工程与政府签订政府购买或其他保障项目资金平衡的协议，预计随着可行性方案的推进和完善，公司后期将承接该项目的建设并实现新的收入来源。

财政补贴

2013年11月，徐州市政府下发了《关于高铁徐州站区工程建设项目专项配套资金补贴相关事宜的通知》，明确：公司作为高铁徐州站区建设主体，承担着该区域内基础设施建设任务，由于高铁徐州站区工程建设投入资金大、周期长，为保障站区基础设施项目建设资金需求，徐州市政府将继续给予公司资金、财政政策等支持，在高铁站区全部工程竣工前，徐州市政府根据施工进度，每年安排不低于2亿元专项配套资金补贴。该文件保障了公司获得政府资金支持的持续性，为徐州高铁站区各项工程的顺利完工提供了一定保障。根据徐州市政府《关于明确拨款用途的批复》，为加快高铁徐州站区配套工程建设，徐州市财政局已于2015年和2016年1~3月分别拨付2.00亿元和0.01亿元作为徐州高铁站区基础设施项目建设补贴，计入公司“营业外收入”。上述补贴有效补充了公司的建设资金。

政府债务甄别结果

根据徐州市财政局于2015年3月12日出具的《关于徐州高速铁路投资有限公司短期融资券、非公开定向债务融资工具涉及地方政府债务甄别清理情况的说明》，截至2014年底，公司纳入政府性债务金额合计46.67亿元，其中政府负有偿还责任的债务金额为4.2亿元，负有救助责任的债务金额32.73亿元，负有担保责任的债务为9.74亿元。

总体看来，跟踪期内，徐州市政府对公司的支持持续稳定，为公司未来的发展提供了较有力的保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

作为徐州高铁站区经营建设的投资主体和资产管理运营平台，公司主要承担京沪高速铁路徐州段和郑徐客运专线徐州段的征地拆

[2] 圣戈班公司厂址位于徐州市下淀片区杨庄，占地约 1500 亩。

迁、高铁徐州东站站区土地整理及配套设施建设徐州“亿吨大港”顺堤河作业区码头项目建设等任务。公司营业收入主要来源于高铁站区配套建设项目回购收入。

2015年，公司营业收入不断增长，项目回购收入为公司最主要的收入来源，但随着企业经营多样化发展，公司收入结构有所调整，项目回购收入占比逐年递减。2015年实现项目回购收入8.43亿元回购收入，公司每年收入的确认受项目完工情况影响而产生一定波动；2015年，随着公司承建的徐州港顺堤河煤炭码头和公路工程的部分完工，洗煤、仓储和货运等服务陆续进入试运营阶段，公司先后实现煤炭销售收入和港口物流服务收入；2015年，随着徐州高铁站站区基础设施的不断完善，公司位于徐州高铁站站区的停车厂迎来更多客流量，公司停车服务费收入稳步增长，绿化养护、租赁及物业管理等收入均有不同程度增长，提高公司经营多样化的同时对公司收入形成一定补充。

2015 年，公司营业毛利率波动下滑，主要系毛利率相对较高的项目回购收入占比减小，毛利率较低的煤炭销售、港口物流服务等业务占比增大所致，因煤炭板块和港口物流服务板块系近年才投入运营，财务费用、折旧等前期支出较大；停车服务板块，因 2015 年装修及电梯等才审计结算，公司于 2015 年补提前几年度折旧导致当年该业务板块毛利大幅下滑。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 1.02 亿元，主营业务毛利率为 12.92%，较 2015 年有所下降，主要系未确认项目回购收入。业务结构上，2016 年 1~3 月，公司营业收入主要由港口物流服务和租赁收入构成，从港口物流服务看，形成营业收入 0.68 亿元，毛利率 2.18%，较 2015 年均有较大提升；从租赁业务看，形成营业收入 0.29 亿元，公司近年新增板块在 2016 年 1~3 月均表现较好的收入水平。

表 2　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
项目回购收入	87451.80	*18.03*	84380.20	*18.03*	--	--
煤炭销售	2337.99	*2.26*	7883.23	*3.53*	331.54	*17.31*
港口物流服务	--	--	2657.83	*-7.73*	6814.16	*2.18*
停车服务费	1056.79	*8.03*	1423.63	*-24.73*	125.18	*12.50*
租赁	272.69	*25.55*	381.92	*0.31*	2885.32	*20.00*
绿化养护费	134.07	*33.48*	266.85	*24.06*	22.23	*28.03*
物业管理	58.54	*88.11*	89.18	*27.04*	--	--
其他	24.01	*0.96*	60.08	*28.19*	--	--
合　计	**91335.89**	***17.60***	**97142.92**	***15.49***	**10178.43**	***12.92***

资料来源：公司提供

2. 项目回购

项目回购业务是公司主要的收入及利润来源。目前，公司已完成高铁站区征地拆迁工程，道路、绿化及管网工程，站前高架工程，轨道一号线预留通道工程，和平路东延二期工程等多项京沪高铁徐州站区配套基础设施项目以及徐州港区顺堤河作业区疏港公路二期等港口基础设施项目。

公司项目回购业务运营模式为：公司与徐州市政府签订项目回购协议，徐州市政府在回购项目完工后支付给公司回购费用。回购费用包括项目建设成本和项目实施收益，其中建设

成本以项目竣工验收后，对回购项目审计决算的建设成本为准；项目实施收益以项目完工达到预定可使用状态时按照项目实际投入成本的 15%~22%（2011 年代建费用为项目建设成本的 15%，2012 年至今代建费用为项目建设成本的 22%）计算实施收益，待工程决算后依据决算审计结果调整。公司每年年底按照当年实际项目支出及 15~22%的项目收益确认回购收入。故公司项目回购收入的确认和实际到账时间不一致，回购收入实现质量较低。

2011年徐州市政府与公司就京沪高铁徐州站区长途客运站、公交综合楼、道路及配套市政建设以及和平路东延二期施工等4项工程签订了《京沪高铁徐州站区配套基础设施项目回购协议》（以下简称“2011年回购协议”）。2012年徐州市政府与公司就京沪高铁徐州站区长途客运站、交通综合楼、高铁交通工程、高铁站区道路及地块绿化、高铁站区主干道路路面工程、高铁站区内山体绿化工程以及郑徐客运专线徐州段征地拆迁工程等项目签订了《关于高铁站区基础设施建设项目工程回购协议》（以下简称“2012年回购协议”）。2013年徐州市政府与公司就徐州港区顺堤河作业区疏港公路二期部分工程等工程签订了《投资建设与回购协议》（以下简称“2013年回购协议”）。2014年和2015年，公司项目回购业务主要为续建2011~2013年签订的项目回购合同中的工程。

2015年，徐州市人民政府出具文件，说明公司项目回购人由徐州市人民政府更改为徐州市铁路建设办公室（下称“市铁路办”）。根据徐州市人民政府于2015年12月21日出具的《关于对徐州高速铁路投资有限公司项目投资建设与回购协议书的补充说明》，徐州市人民政府原是公司与政府签订项目投资建设与回购协议的项目回购人，现更改为市铁路办，以后年度徐州市政府委托建设的项目均由市铁路办与公司签订回购协议，回购款仍由徐州市财政局支付。

截至2016年3月底，京沪高铁徐州站区工程和徐州港区顺堤河作业区疏港公路二期已完成投资并在后期不再产生回购收入，郑徐客运专线徐州段征地拆迁工程接近完工。截止目前，公司无新签回购项目。

目前，高铁站区第一阶段工程已基本进入尾声，第二阶段工程主要系高铁站区二级配套设施的完善，包括九年一贯制学、街坊中心等项目。上述计划的实施进度将对公司未来收入起到重要影响。

此外，公司计划于2016年新签订部分代建合同，具体项目包括徐宿淮盐铁路、徐连铁路（包含两条铁路，计划2016年开工，总投资约20亿元）、徐宿淮盐铁路配套东广场综合开发等，公司目前暂未就上述项目与政府签订回购协议。

表3　2013~2015年公司项目回购收入明细

（单位：亿元）

项目名称	近三年回购收入			累计回购额
	2013年	2014年	2015年	
京沪高铁徐州站区工程	6.14	6.01	7.36	49.14
徐州港区顺堤河作业区疏港公路二期	1.12	0.61	0.59	1.44
郑徐客运专线徐州段征地拆迁工程	0.00	2.13	0.49	3.23
合　计	**7.26**	**8.75**	**8.44**	**53.81**

资料来源：公司提供

根据徐州市政府与公司签订的相关项目回购协议以及项目工程进度，截至2015年底，徐州市财政局确认尚未支付公司工程回购计入公司应收账款科目。针对公司应收徐州市政府大规模的回购款项，徐州市财政局出具了关于徐州高速铁路投资有限公司应收账款还款安排的说明》（徐财预〔2014〕2号），安排1557.40亩地块逐步挂牌出让后所得土地出让金扣除相关税费后全额返还公司，核销公司应收账款，根据项目施工进度及土地出让计划，徐州市财政局计划2014~2018年分别返还公司土地出让金43200万元、52800万元、62400万

元、67200万元和77040万元，累计返还金额达到30.26亿元。公司于2014年和2015年分别收到返还4.10亿元和2.40亿元，截至2015年底，公司共收到上述应收账款返还6.50亿元，徐州市财政局出具的应收账款还款安排实际履约情况不佳。

3. 停车场运营

公司负责建设的高铁徐州站区地下停车场项目（以下简称“地下停车场”）于2011年7月投入试运营。2011年公司成立了全资子公司高铁时代负责高铁徐州站区地下停车场运营。2013~2015年，高铁时代实现停车场业务收入分别为814.42万元、1056.79万元和1423.63万元，近几年收入大幅增长主要是由于京沪高铁的开通带来客流量不断上升。公司停车场折旧主体主要包括电子产品、土建和装修及电梯三大部分，近年因折旧主体变化导致该业务毛利率波动较大，2014年停车场运营业务毛利率突增主要系当年停车场设备如车管系统等电子产品折旧计提完毕，停车场主体部分仍需核销21663万元，剩余使用年限25年，公司依据平均年限法计提折旧；因2015年装修及电梯等才审计结算，公司于2015年补提前几年度折旧导致当年毛利大幅下滑。

地下停车场项目是京沪高铁徐州站区的配套设施，用于解决站区周边停车问题。该项目包含西广场地下停车场和东广场地下停车场两部分，工程总面积约106000平方米，其中西广场地下建筑面积66000平方米，东广场地下建筑面积40000平方米。项目总投资7.20亿元。截至2015年底，该项目累计完成投资约4.20亿元，西广场地下停车场部分已完工，已投入使用的车位大约1600个；地下停车场项目经营权归属于公司。

根据可研报告，地下停车场建成后，正常年经营收入约为7325.50万元，利润总额2695.68万元。随着京沪高铁的开通以及高铁站区的逐步开发，未来地下停车场收入有望保持稳定增长。

4. 煤炭销售、港口服务等业务

煤炭销售业务为公司2014年新增业务。随着徐州港顺堤作业区建设进入尾声，目前港口码头已具备一定运营能力，公司下属一级子公司徐州高铁港务投资有限公司利用码头资源优势成立了徐州高港物资贸易有限公司，主营洗煤、煤炭装卸和煤炭仓储等煤炭贸易业务。未来，徐州港顺堤河作业区将作为徐州港区专业煤炭作业区（市区唯一煤炭码头），发展成煤炭公、铁、水联运中转下水的专业化港区。而公司负责且已进入试运行阶段的徐州港顺堤河作业区煤炭码头一期工程是徐州市“亿吨港”重要工程之一，项目正式完工后，该煤炭码头吞吐量可达国内先进地位，公司煤炭贸易收入有望进一步增加。

现阶段，公司煤炭业务主要从扬州矿务局王庄煤矿、山东岱庄湖湖西矿井和江苏通能物资贸易有限公司采购，销往淮安紫金燃料有限公司、徐州润港科技能源科技有限公司和徐州陶润物资贸易有限公司，上、下游结算方式主要通过电汇或银行承兑汇票。2014~2015年，煤炭销售收入成为公司第二大收入来源。

2010年徐州市政府确定公司为徐州港区顺提河作业区煤炭码头一期工程建设项目的实施和后续经营主体。徐州港是全国28个主要内河港口之一，位于江苏西北部、沿东陇海线产业带西部，地处苏、鲁、豫、皖四省交界，中西部地区是中国煤炭主产区和煤炭供应基地和主要消费地。徐州港主要承担着“北煤南运”和“西煤东运”的中转任务，是华东地区能源的重要集散地之一。徐州港现有徐州、邳县、沛县等港区，共有95个泊位经营煤炭下水业务。

徐州港目前煤炭下水港呈现规模小、布点分散，大量煤炭运输采用汽车集运，并通过分散于徐州市区京杭运河、丁万河、桃园河等航道两岸的简易煤炭码头装船，运输和装卸作业

过程中产生的撒漏、粉尘、噪声和废气等对徐州城市北部形成较为严重的污染，大型公路煤炭运输车辆穿过城区到码头，对城市的干扰较大。针对上述状况，徐州市政府在《徐州亿吨大港规划及重点建设项目方案》中明确提出整合现有煤炭下水港，将徐州港区经营煤炭的码头全部关停，未来煤炭业务将全部集中至在建的顺提河作业区。

顺堤河作业区位于京杭运河西侧的顺堤河西岸。顺堤河是京杭运河主要支流，是徐州港以及徐州地区重要的能源运输河流。顺堤河主航道年均水深4米，可满足2000吨级船舶航行条件。顺堤河作业区未来将发展成为煤炭公、铁、水联运中转下水的专业化港区。

2010年8月，公司与江苏徐州港务（集团）有限公司合资成立徐州高铁港务（公司持股51%），负责顺堤河作业区一期工程的建设及后续运营，主要负责运送煤炭，目前服务收费定价为10~15元/吨，未来将建设集公路铁路水运一体的煤炭转运码头，成为徐州市区唯一一家煤炭码头。

2015年，公司实现港口物流服务收入0.27亿元，成为公司营业收入的重要来源之一，因前期利息支出、折旧等支出较大至当年毛利率为-7.73%，未来随着港口服务逐渐进入运营稳定期，公司该业务规模和毛利率或有一定改善。

根据国家发展改革委员会批复的《江苏徐州港徐州港区顺堤河作业区煤炭码头一期工程项目建议书》（发改基础〔2010〕1350号），顺堤河作业区一期工程设计年吞吐量1406万吨，建设9个2000吨级煤炭装船泊位、3个预留泊位；码头前沿水深4米，可满足2000吨级船舶靠泊；码头岸线总长966米，陆域总面积98.6万平方米，其中煤炭堆场面积63.4万平方米，堆存能力160万吨，另包括综合办公楼、公寓楼、商贸楼等辅助设施。工程估算投资额为13.32亿元，其中项目资本金为5.32亿元（占总投资的40%）。截至2016年3月底，项目累计完成投资约11.20亿元。

未来顺提河作业区煤炭码头一期工程投产后，将由公司自主经营，有利于改善公司现有业务结构，促进公司收入增长。

5. 未来发展

截至2015年底，公司在建及拟建项目规划总投资合计68.00亿元，截至2015年底已完成投资27.50亿元，未来仍需投入40.50亿元。总体看，公司在、拟建项目投资金额较大，徐州市政府安排的土地出让金返还进度受市场及政策环境影响较大，未来返还效果具有不确定性，公司面临一定的资本支出压力。

表4 截至2015年底公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	已投资额	项目描述	未来投资计划		
				2016 年	2017 年	2018 年
徐州港徐州港区顺堤河作业区煤炭码头一期工程建设项目	13.32	11.20	顺堤河作业区煤炭码头一期工程是以公路进煤、中转装船下水为主的专业性煤炭公用码头。根据吞吐量预测，2020 年设计年吞吐量达 1300 万吨。作业区码头布置 5 条煤炭装船线、9 个 2000 吨级装船泊位。码头靠泊泊位长度 717 米，占用岸线长度为 953 米	2.00	0.12	0.00
京沪高铁徐州站站区地下停车场建设项目	7.20	4.20	包括西广场地下停车场和东广场地下停车场两部分，工程总面积 106000 平方米，西广场和东广场地下建筑面积分别为 66000 平方米和 40000 平方米	1.00	2.00	1.00
郑徐客运专线徐州段征地拆迁工程	4.50	3.60	郑州至徐州铁路客运专线是由国家发改委审批的新建铁路项目，线路自河南省郑州市经开封、商丘和安徽省砀山、萧县，至江苏省徐州市，正线全长 362 公里，其中江苏省内正线 36 公里，另有联络线 44 公里	0.90	0.00	0.00
京沪高铁徐州站区三期项目	16.60	6.60	目包含徐州高铁站区街坊中心占地约 28277 平方米，总建筑面积 51636 平方米，包含幼儿园、商业、快捷酒店、老年公寓、街坊中心地下商业、菜场、超市等。徐州高铁站区邱山商务公园占地约 54511 平方米，总建筑面积 11745 平方米，包含企业办公用房等。以及高铁站区十二军用地 562 亩的置	4.00	4.00	2.00

			换			
高铁站区企业总部项目	4.00	1.60	项目既能作为各级别企业企业总部、研发中心、企业市场运营、产品展示、销售贸易、信息交流的办公场所，也可以作为企业员工或其他客户的居住场所。同时要配套一定数量的餐饮娱乐、文化休闲、银行金融、酒店式公寓等服务功能设施。	0.40	2.00	0.00
高铁站区九年一贯制学校	3.58	0.00	项目地点位于徐州高铁站区鲲鹏路西，和平路北，项目占地70亩，投资额2亿。学校性质为民办，学校名称暂定为徐州一中高铁实验学校。项目设计规模（暂定）：小学六轨，三十六个班；初中八轨，二十四个班。	1.58	2.00	0.00
徐连客运专线	9.40	0.00	徐连客运专线简称徐连高铁，又名徐连高速铁路。是国家一带一路战略互联互通和国家十三五规划纲要中连云港至乌鲁木齐高铁的重要组成部分。徐连客运专线东起连云港站，西至徐州东站。正线全长180.385km，设计速度350公里/小时	1.00	4.00	4.00
徐宿淮盐铁路	9.40	0.30	徐宿淮盐铁路是江苏省东西向高铁，是江苏腹地最重要的铁路大动脉之一。与京沪铁路、陇海铁路、京沪高铁、连淮扬镇铁路、沪通铁路、沿海铁路相连，并与连淮扬镇无缝对接，形成徐宿淮扬镇铁路通道，具有京沪高铁第二通道的重要功能，并有望与连镇铁路同时运营；与沿海铁路形成徐宿淮盐通沪通道。线全长约314公里，标准设计速度250公里/小时。	1.00	4.00	4.00
合计	**68.00**	**27.50**	--	**11.88**	**18.12**	**11.00**

资料来源：公司提供。

此外，根据中共徐州市委办公会议纪要第17号《关于研究圣戈班（徐州）管道有限公司置换搬迁工作的纪要》，明确将圣戈班（徐州）管道有限公司置换搬迁的任务交于公司，有公司承担相关费用并负责搬迁后旧址的综合开发。公司预计除搬迁项目外将负责徐州下淀片区城市更新改造，对城区老工业区棚户区的搬迁、土地整理、基础设施及公共服务设施的合理配置，结合地下综合管廊、海绵城市及老工业遗址保护再利用的概念，实现圣戈班置换搬迁及片区改造，提升土地承载力，平衡改造资金。预计项目总投资约138亿元，或给公司带来回购收入和配套土地资产。

未来，公司的发展主要聚焦以下几个方面：一是加快建设三条客专、徐州东站扩容、站区枢纽功能完善为重点，紧紧围绕国家干线铁路建设时序推动站区功能提升，不断强化区域性交通中心的地位和优势；二是承担下淀片区更新改造任务，通过对城区老工业区棚户区的搬迁、土地整理、基础设施及公共服务设施的合理配置，结合地下综合管廊、海绵城市及老工业遗址保护再利用的概念，将下淀片区打造成新型城市活力区，达到企业转型升级、互利共赢的目标；三是继续做好现有实体经营，主要是对顺堤河作业区港口的经营，顺堤河作业区疏港铁路建成后，万寨港的煤炭作业职能将全部转移到顺堤河作业区，下一步将根据未来万寨港的规划，结合城市发展，实现万寨港转型升级。

八、募集资金使用情况

公司于2016年发行了7亿元“16徐州高铁CP001”，截至目前，募集资金已全部使用。

九、财务分析

公司提供了由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2015年审计报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年1~3月财务数据未经审计。2015年及2016年1~3月合并范围无变化。

截至2015年底，公司资产总额181.13亿元，所有者权益（含少数股东权益1.63亿元）112.34亿元；2015年公司实现营业收入9.71亿元，利润总额2.66亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额184.67亿元，所有者权益（包含少数股东权益）112.34亿元；2016年1~3月，公司实现主营业

务收入 1.02 亿元，利润总额 30.06 万元。

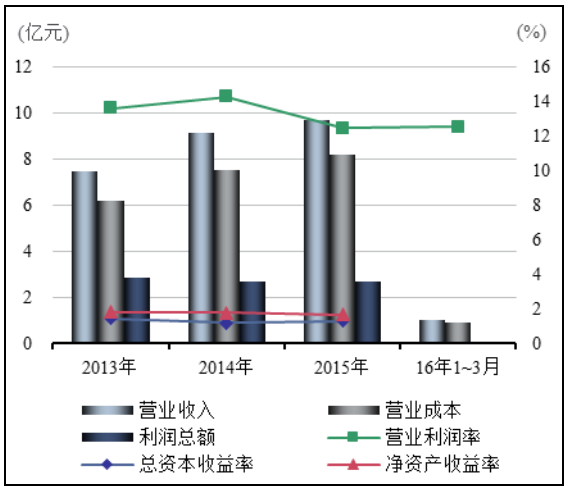
1. 盈利能力

公司的营业收入主要来源于项目回购收入，公司根据当年工程支出确认收入，2015年，公司实现营业收入9.71亿元。同期，受2015年公司营业成本上浮影响，公司营业利润有所下降，2015年公司营业利率0.66亿元，同比下降。公司期间费用控制较好，2015年期间费用率为5.56%。

2015年，公司营业外收入实现2.00亿元，主要来源于徐州市政府对京沪高铁站区建设的资金补助。2015年，公司实现利润总额2.66亿元，净利润1.88亿元。营业外收入对公司利润总额贡献较大。

从盈利指标来看，2015年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.30%和1.67%，较2014年的1.18%和1.79%有所调整，公司整体盈利能力一般。

图 2　近年来公司盈利情况



数据来源：审计报告

2016年1~3月，公司营业收入1.02亿元，为2015年全年营业收入的10.48%，2016年1~3月，公司营业收入主要来自港口物流服务和租赁收入，公司利润总额30.06万元，其中补贴收入0.01亿元。2016年1~3月，公司营业利润率12.54%，较2015年有所上升。

总体看，跟踪期内，公司营业收入小幅增长，以政府补助为主的营业外收入对利润总额贡献程度较高，公司整体自身盈利能力一般。

2. 现金流及保障

从经营活动现金流看，2015 年，公司销售商品收到的现金为 3.95 亿元，现金收入比为40.69%，较 2014 年的 9.58%有所改善，但公司收入获现能力仍较差；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 4.55 亿元；公司往来款规模较大致公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金流量较大。2015 年，公司经营活动现金流量净额-3.22 亿元。

投资活动方面，公司投资活动均为现金流出，2015 年，公司投资活动现金流出主要体现为购建固定资产等支付的现金，现金流量规模较小，2015 年，公司投资活动现金流量净额为-0.99 亿元，其变动幅度与当期公司购建固定资产活动支付的现金流量一致。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入主要体现为收到其他与筹资活动有关的现金 16.00 亿元，现金流出主要体现为偿还债务和支付利息。2015 年，公司筹资活动现金流量净额为-4.34 亿元。

2016 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 0.57 亿元，当期现金收入比为55.78%；同期公司经营活动现金流入量和净流量分别为 3.13 亿元和-1.30 亿元。2016 年 1~3 月，公司投资活动现金净流量为-1.48 亿元，主要为高铁港务项目的建设投入。2016 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入量为 4.80 亿元，为取得借款收到的现金，当期现金流量净额为 2.55 亿元。

整体看，2015 年，公司各项活动均呈现金净流出态势，公司现金收入质量仍较差。

3. 资本及债务结构

资产

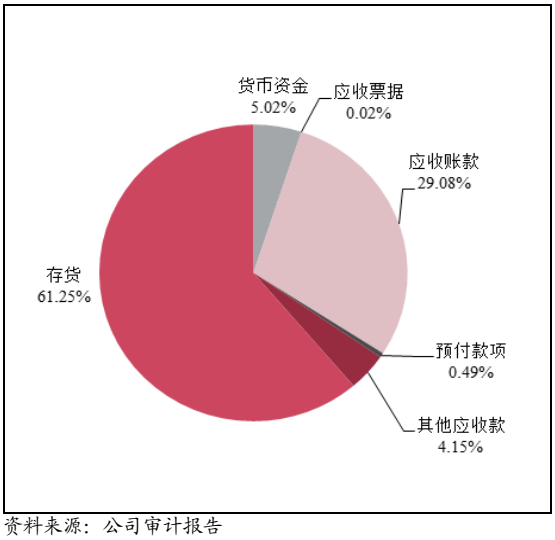
截至2015年底，公司资产总额181.13亿元，同比小幅增长0.10%，其中流动资产合计占比为90.14%，非流动资产合计占比为9.86%。公

司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计163.27亿元，同比下降0.41%，其中货币资金、预付账款和其他应收款下降幅度较大，应收账款快速增长。截至2015年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成，较2014年底流动资产主要构成不变。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金8.19亿元，同比下降49.63%，2015年公司各项活动均呈现金净流出状态，截至2015年底，货币资金项下有0.48亿元保证金等为受限资金。

截至2015年底，公司应收账款合计47.48亿元，同比增14.49%，其中47.21亿元为应收徐州市财政局的工程回款，对此较大规模款项，徐州市财政局出具了应收账款还款安排（徐财预〔2014〕2号），承诺通过土地出让金返还在2014~2018年偿还公司合计30.26亿元拖欠工程款。截至目前，公司于2014年和2015年分别收到返还4.10亿元和2.40亿元，徐州市财政局出具的应收账款还款安排实际履约情况不佳。

截至2015年底，公司预付账款0.80亿元，同比下降31.77%，主要系因工程尚未结束暂未转结的工程款和货款，账期在1~3年不等。

截至2015年底，公司其他应收款6.77亿元，同比下降19.30%，主要为应收徐州顺堤河铁路专用线项目、丰沛铁路股份有限公司、徐州市亿吨大港建设指挥部和沛县国资公司的往来款以及应收徐州市财政局的1.15亿元土地出让金。公司应收方前五名余额合计占比70.22%，集中程度较高。

截至2015年底，公司存货合计100.00亿元，同比增长3.59%，其中计入开发成本的土地使用权的土地账面价值合计99.93亿元（3744.57亩），其中划拨（储备）用地账面价值57.71亿元（2122.58亩），占57.75%，出让用地账面价值48.22亿元（1621.68亩）。对于公司账面上的储备用地后期将逐步出让或通过补缴出让金实现变性。截至2015年底，公司账面土地资产有账面价值27.78亿元的土地已作抵押，占比25.80%，均为储备用地。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产181.13亿元，同比增长4.97%，其中固定资产和无形资产增长幅度较大，在建工程快速下滑。截至2015年底，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2015年，公司可供出售金融资产0.21亿元，系公司对紫金财产保险股份有限公司的股权，占股0.84%。

2015年，公司新增投资性房地产科目，截至2015年底，公司投资性房地产0.19亿元，暂无用于抵押借款情况。

截至2015年底，公司固定资产账面价值5.96亿元，较2014年底大幅增长168.27%，同比增加3.74亿元，其中顺堤河码头一期工程煤炭码头项目转结账面原值3.98亿元，包括房屋建筑、机器设备和办公及电子设备。截至2015年底，公司固定资产项下房屋建筑物账面价值3.78亿元、机器设备2.02亿元及其他设备0.16亿元，上述固定资产均无用于抵押情况。

截至2015年底，公司在建工程账面价值9.69亿元，同比减少4.77亿元，主要系顺堤河码头一期工程煤炭码头的结转所致，其中转入固定资产3.78亿元，转入无形资产1.64亿元。

截至2015年底，公司无形资产1.64亿元，同比增加1.64亿元，系固定资产转入所致。

截至2016年3月底，公司资产总计184.67亿元，较2015年底小幅增长1.96%，主要来自非流动资产的增长，截至2016年3月底，公司应收账款47.71亿元，占资产总额的25.84%，存货100.32亿元，占资产总额的54.32%，公司存货项下土地仍主要集中于徐州高铁站区，出让行为可为公司带来可观收入，但联合资信也关注到土地出让进度受政策及市场环境影响大以及徐州市财政局出具的应收款还款安排实际履行情况不佳等情况对公司资产质量的不利影响。截至2016年3月底，公司在建工程11.57亿元，较2015年底快速增长19.38%，公司工程项目推进速度较快。

总体看，跟踪期内，公司资产规模基本保持不变，存货资产和应收账款仍不断增长，政府承诺的应收类款项还款安排执行情况不佳。

所有者权益和负债

截至2015年底，公司所有者权益112.34亿元，同比增长0.98%。2015年，经公司董事会同意，公司将24.00亿元资本公积转增实收资本，截至2015年底，公司实收资本30.00亿元，资本公积67.08亿元，上述两项合计占比86.42%。截至2016年3月底，公司所有者权益112.34亿元，权益结构较2015年底基本保持不变。总体看，公司权益稳定性仍较好。

负债

截至2015年底，公司负债合计68.79亿元，同比下降1.32%。2015年，公司流动负债占比为26.78%，较2013年底的52.65%和2014年底的38.75%进一步下滑，主要系公司2014年和2015年发行债券所致。

截至2015年底，公司流动负债18.41亿元，同比下降31.84%，其中短期借款和一年内到期的非流动负债下降幅度较大，预收账款和应交税费有所增长。

截至2015年底，公司应付账款合计3.15亿元，同比下降4.49%，前五名应收方余额合计1.51亿元，均为工程款，公司预付款账龄较为分散，1年以内的为0.50亿元，2~3年的为1.03亿元，3年以上的为1.62亿元。

截至2015年底，公司预收款项0.25亿元，同比增长85.04%，跟踪期内，随着公司煤炭业务的开展，公司预收售煤款快速增长。

截至2015年底，公司其他应付款2.40亿元，前五名应付方余额合计2.38亿元，集中程度高，主要为对徐州新城区国有资产经营管理有限公司的2.15亿元往来款。

截至2015年底，公司非流动负债合计50.38亿元，同比快速增长17.99%，主要由长期借款和应付债券构成。2015年，公司分别发行了1年期“15徐高铁CP001”和1年期“15PPN001”，合计发行12.50亿元。2015年，公司新增专项应付0.87亿元，系中央预算内对疏港铁路的投资补助。

从有息债务方面看，截至2015年底，公司有息债务合计55.47亿元，其中短期债务5.96亿元（占10.74%），长期债务49.51亿元（占89.26%），2015年，公司资产负债率为37.98%，同比下降0.54个百分点；长期债务资本化比率为30.59%，较2014年底的27.74%有所增长，债务结构以长期债务为主，公司近年新发行的债券提高公司整体债务规模。2015年，公司全部债务资本化比率为33.06%，较2014年底的34.21%小幅下降，公司债务负担进一步减轻。

截至2016年3月底，公司负债合计72.33亿元，较2015年底增长5.15%，主要来自长期借款的增长。截至2016年3月底，公司有息债务合计58.10亿元，其中短期债务6.09亿元，占10.48%，长期债务52.10亿元，占89.52%，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为39.17%、31.65%和34.09%，较2015年底有所回升。

总体看，2015年，受大量到期债务偿还影响，公司债务规模小幅下降，2016年一季度又有所回升；跟踪期内，公司长期债务占比进一步提高，公司短期偿债压力减小。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司的流动比率和速动比率分别为 886.88% 和 343.68%，2016 年 3 月底，上述指标分别为 847.88%和 332.07%，2015 年，受公司收入获现能力较差影响，公司经营现金流动负债比为 -17.47%，对流动负债无保障能力，但考虑到公司短期债务规模较小。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 实现 3.25 亿元，同期，公司全部债务/EBITDA 为 17.04 倍。综合考虑政府对公司的各项支持以及应收账款回款安排等措施，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总量为 84.70 亿元，已使用 66.07 亿元，尚有 18.63 亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司及下属子公司对外担保金额合计 17.60 亿元，担保比率为 15.67%，目前被保企业均正常经营。总体看，公司担保比率不高，且被保企业均为徐州市人民政府下属投融资主体，公司或有负债风险低。

表5 公司对外担保情况（单位：亿元）

单 位	担保金额	担保期限
徐州市新盛建设发展投资有限公司	3.50	2013.9-2016.9
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	0.75	2013.11-2023.11
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	0.35	2013.12-2016.12
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	6.50	2014.7-2017.7
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	2.50	2014.4-2016.4
丰沛铁路股份有限公司	2.00	2013.11-2021.11
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	2.00	2014.10-2016.10
合 计	17.60	

资料来源：公司提供

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032030100350240H），截至2016年7月6日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为京沪高铁徐州站区的投资主体和资产管理运营平台，在区内基础设施建设和土地整理开发等业务领域具有区域垄断性。跟踪期内，徐州市地方财政收入的稳定增长为公司业务开展提供了可靠的资金支撑和保障。总体看，公司整体抗风险能力较强。

十、存续债券偿还能力

截至目前，公司存续期短期融资券为额度7亿元的短期融资券“16徐州高铁CP001”（以下简称“存续期债券”）。2015年EBITDA、经营活动现金流入量和经营性净现金流量分别为存续期债券的0.46倍、0.85倍和-0.46倍。

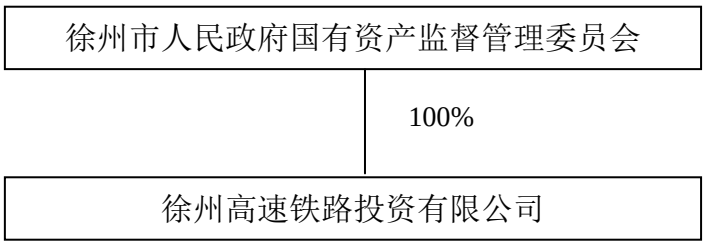
截至2015年底和2016年3月底，公司现金类资产分别为存续期内待偿还债券的1.11倍和0.59倍。

综合考虑徐州市人民政府对公司多方位的支持，公司较大规模速动资产的保障以及公司较为畅通的间接融资渠道，公司对存续期债券的保障程度较强。

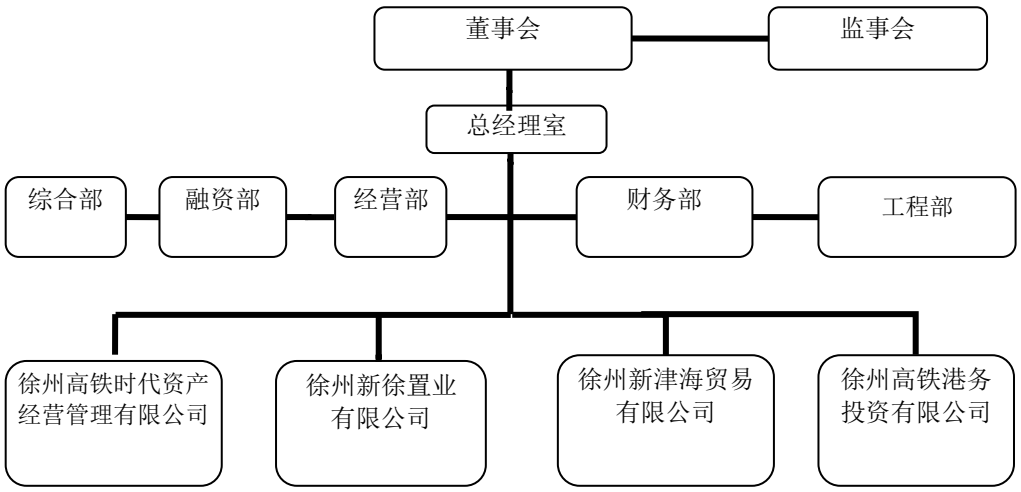
十一、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级AA，评级展望为稳定，维持“16徐州高铁CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图[3]



[3] 公司纳入合并范围的子公司还有徐州高港物资贸易有限公司，因其资产规模较小且为保持与公司对外披露信息一致，未列入上图。

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.25	16.13	7.74	4.10
资产总额(亿元)	160.17	180.95	181.13	184.67
所有者权益（含少数股东权益）(亿元)	112.98	111.24	112.34	112.34
短期债务(亿元)	9.53	15.13	5.96	6.09
长期债务(亿元)	22.35	42.70	49.51	52.01
全部债务(亿元)	31.88	57.83	55.47	58.10
主营业务收入(亿元)	7.45	9.13	9.71	1.02
利润总额(亿元)	2.84	2.69	2.66	0.00
EBITDA(亿元)	3.07	2.85	3.25	--
经营性净现金流(亿元)	-47.20	-7.01	-3.22	-1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.20	0.23	0.22	--
存货周转次数(次)	0.06	0.08	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	1.47	9.58	40.69	55.78
主营业务利润率(%)	13.62	14.29	12.44	12.54
总资本收益率(%)	1.45	1.18	1.30	--
净资产收益率(%)	1.83	1.79	1.67	--
长期债务资本化比率(%)	16.52	27.74	30.59	31.65
全部债务资本化比率(%)	22.01	34.21	33.06	34.09
资产负债率(%)	29.47	38.52	37.98	39.17
流动比率(%)	583.55	606.96	886.88	847.88
速动比率(%)	195.31	249.56	343.68	332.07
经营现金流动负债比(%)	-189.95	-25.94	-17.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.37	20.32	17.04	--

注：现金类资产已剔除受限资金；2016 年 1 季报未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含　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

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息