信用评级公告

联合〔2021〕7039 号

联合资信评估股份有限公司通过对徐州市交通控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持徐州市交通控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“18 徐州高铁 MTN001”和“19 徐州交通 MTN001”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）:（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

徐州市交通控股集团有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
徐州市交通控股集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 徐州高铁 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 徐州交通 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 徐州高铁 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2021/11/23
19 徐州交通 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/06/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2021 年 7 月 29 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差，财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

徐州市交通控股集团有限公司（以下简称“公司”）是徐州市最重要的交通基础设施建设和管理运营主体。跟踪期内，公司业务经营稳健，持续获得政府财政补贴。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收账款对资金占用明显，债务规模持续增长，未来资本支出压力大，利润总额对政府补贴依赖性较强等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着徐州市经济不断发展，公司未来将继续开展项目代建回购业务，发展公交客运、港口物流、客运场站建设业务，公司收入有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“18 徐州高铁 MTN001”和“19 徐州交通 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司经营环境良好。**2020 年，徐州市实现地区生产总值 7319.77 亿元，按可比价计算，较上年增长 3.4%，实现一般公共预算收入 481.82 亿元，增长 2.9%。

2. **跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持。**2020 年及 2021 年一季度，公司分别获得各级政府提供的补贴资金 8.00 亿元和 1.02 亿元。

关注

1. **公司应收账款规模大，对资金占用明显。**截至 2021 年 3 月底，公司应收账款 154.30 亿元，占公司资产总额比例为 32.16%，对公司资金占用明显。

2. **跟踪期内，公司债务规模增长明显。**截至2021年3月底，公司全部债务为176.70亿元，较2019年底增长32.55%。

分析师：胡颖
陈铭哲
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

3. **未来资本支出压力大，自营项目收益存在一定不确定性。**公司在建及拟建项目投资总额很大，未来资本支出压力大，自营模式开展的项目未来收益存在一定不确定性。
4. **利润总额对政府补贴依赖较强。**2020年，公司营业利润率由9.48%下降至0.50%，实现利润总额5.08亿元，其中政府补贴贡献8.00亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	10.84	18.01	38.64	36.62
资产总额（亿元）	212.47	438.98	475.94	479.84
所有者权益（亿元）	117.74	263.30	263.68	263.80
短期债务（亿元）	21.65	48.90	78.99	74.95
长期债务（亿元）	59.33	84.40	95.78	101.74
全部债务（亿元）	80.98	133.30	174.77	176.70
营业收入（亿元）	7.95	44.36	42.10	8.77
利润总额（亿元）	1.94	6.23	5.08	0.00
EBITDA（亿元）	2.89	8.87	8.94	--
经营性净现金流（亿元）	4.09	7.81	11.45	3.30
现金收入比（%）	109.78	36.20	82.68	75.69
营业利润率（%）	13.10	9.48	0.50	2.28
净资产收益率（%）	1.07	1.76	1.44	--
资产负债率（%）	44.59	40.02	44.60	45.02
全部债务资本化比率（%）	40.75	33.61	39.86	40.11
流动比率（%）	505.34	329.17	284.61	292.72
速动比率（%）	210.92	209.02	189.85	195.50
经营现金流动负债比（%）	11.83	8.92	10.06	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.37	0.49	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	2.14	1.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.02	15.03	19.54	--
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	199.97	367.24	413.90	412.65
所有者权益（亿元）	116.02	251.82	252.11	251.86
全部债务（亿元）	70.34	92.56	135.22	135.54
营业收入（亿元）	6.28	12.12	13.67	0.01
利润总额（亿元）	2.71	2.86	3.02	-0.25
资产负债率（%）	41.98	31.43	39.09	38.97
全部债务资本化比率（%）	37.75	26.88	34.91	34.99
流动比率（%）	589.92	327.22	253.54	266.34
经营现金流动负债比（%）	14.44	8.50	5.73	--

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中有息部分已纳入有息债务核算；3. 合并口径 2020 年利息支出用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 徐州交通 MTN001 18 徐州高铁 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/7/28	唐立倩 李思卓	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 徐州交通 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/5/14	王妍 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 徐州高铁 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/10/23	王妍 宋金玲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由徐州市交通控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

徐州市交通控股集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于徐州市交通控股集团有限公司（以下简称“徐州交通”或“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，均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100.00%。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 475.94 亿元，所有者权益 263.68 亿元（含少数股东权益 6.31 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 42.10 亿元，利润总额 5.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 479.84 亿元，所有者权益 263.80 亿元（含少数股东权益 6.58 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.77 亿元，利润总额-17.65 万元。

公司住所：徐州市三环南路26号；法定代表人：贾泉涌。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月底，联合资信所评公司债券尚需偿还金额共计17.00亿元。跟踪期内，上述债券募集资金均已全部使用完毕，用于偿还有息债务。跟踪期内，公司已按期支付利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 徐州高铁 MTN001	7.00	7.00	2018/11/23	3 年
19 徐州交通 MTN001	10.00	10.00	2019/06/17	5 年
合计	**17.00**	**17.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1.　宏观经济环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府

债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，

工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，徐州市GDP规模稳步增长，一般公共预算收入有所增加，固定资产投资增速及财政自给率有所下降。总体看，公司经营环境良好。

徐州市位于江苏北部，毗邻山东、河南、安徽三省，是江苏北部最大城市，定位为淮海经济区中心城市，下设 5 个市辖区、3 个县、2 个县级市。为支持徐州市发展，江苏省将徐州建设淮海经济区中心城市作为独立板块，纳入江苏省“1+3”重点功能区战略布局，在产业升级、建设区域性交通枢纽、加快改革等政策方面给予了大力支持。

根据《2020 年徐州市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年徐州市实现地区生产总值 7319.77 亿元，按可比价计算，较上年增长 3.4%；三次产业结构调整为 9.5：40.4：50.1，产业结构持续优化。2020 年，徐州市第一产业增加值 718.68 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 2931.61 亿元，增长 4.0%；第三产业增加值 3669.48 亿元，增长 3.0%，预计全市人均地区生产总值 8.28 万元。

2020 年，徐州市固定资产投资增速为 0.4%，受疫情等因素影响增速明显下降。分产业看，2020 年徐州市第一产业投资比上年下降 28.9%；第二产业投资增长 14.1%；第三产业投资下降 10.2%。

根据《徐州市 2020 年财政预算执行情况和 2021 年财政预算草案的报告》，2020 年，徐州市一般公共预算收入为 481.82 亿元，增速 2.9%，其中税收收入为 380.68 亿元，占当年一般公共预算收入的 79.01%，税收收入占比较高，一般预算收入质量较好。同期，徐州市一般公共预算支出为 958.07 亿元。2020 年，徐州市财政自给率为 50.27%(一般预算收入/一般预算支出)，财政自给率较低，较上年下降 2.81 个百分点。2020 年，徐州市实现政府性基金收入 779.64 亿元，较 2019 年增加 171.24 亿元，主要来自国有土地使用权出让金收入，对综合财力形成有力补充。

2020 年，江苏省下达徐州全市政府债务限额 1250.74 亿元。截至 2020 年底，徐州市全市债务余额 1174.23 亿元。

六、基础素质分析

公司是徐州市最重要的交通建设及运营主体，跟踪期内持续获得财政补贴。

2020 年及 2021 年一季度，公司分别获得各级政府提供的补贴资金 8.00 亿元和 1.02 亿元，计入“其他收益”及“营业外收入”。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91320300674894856 7），截至2021年5月31日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：9132030071852855X4），截至2021年6月15日，徐州市广弘交通建设发展有限公司（以下简称“徐州广弘”）无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

截至评级报告出具日，联合资信未发现公司及徐州广弘被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入变动不大。项目代建回收购入有所下降，公司经营性业务种类及收入有所增加。受疫情影响，公司公交服务及机场服务亏损加剧，毛利率较去年大幅下降。

2020 年，公司实现营业收入 42.10 亿元，同比下降 5.09%，主要系受结算进度影响，公司项目代建回购收入减少所致。公司收入构成仍以项目代建回购业务为主，同时新增煤炭销售、房屋销售、矿山土石料收入。

2020 年，公司项目代建回购收入毛利率小幅增长，部分新增业务毛利率较高；但由于公交服务及机场服务业务亏损加剧，公司当年综合毛利率为 1.35%，较 2019 年大幅下降。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.77 亿元，相当于 2020 年全年的 20.83%，综合毛利率 2.64%，较 2020 年略有上升，主要系公司不再开展亏损的机场服务业务所致。

表 4　公司营业收入情况（单位：万元、%）

项　目	2019 年			2020 年			2021 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
项目代建回购	393354.70	88.68	14.30	320004.40	76.01	15.26	47247.28	53.90	12.72
物资贸易及煤炭销售	4638.98	1.05	5.59	37178.46	8.83	8.82	2094.32	2.39	3.61
公交服务	9162.13	2.07	-128.72	19325.05	4.59	-172.74	6379.77	7.28	-144.94
出租车服务	1427.55	0.32	35.97	1037.50	0.25	29.17	0	0	/
港务服务	7086.50	1.60	-9.35	7899.53	1.88	0.41	23279.32	26.56	21.84
站务服务	373.87	0.08	53.08	530.54	0.13	40.31	160.59	0.18	56.68
机场服务	8854.62	2.00	-41.91	9517.47	2.26	-245.31	0	0	/
停车场服务	1824.51	0.41	-2.30	2735.50	0.65	4.06	291.69	0.33	29.44
房屋销售	0	0	/	5279.05	1.25	10.53	0	0	/
矿山土石料收入	0	0	/	2931.20	0.7	96.63	388.09	0.44	37.7
仓储租赁	1149.55	0.26	28.77	2786.51	0.66	62.8	0	0	/
运输服务	3645.95	0.82	-2.79	2401.15	0.57	0.13	0	0	/
广告服务	938.16	0.21	100.00	1263.41	0.3	100.00	0	0	/
监理检测	2179.96	0.49	9.54	761.27	0.18	-2.73	375.97	0.43	60.54
其他	8945.40	2.02	38.38	7350.94	1.75	44.34	7435.86	8.48	-2.11
合　计	**443581.9**	**100.00**	**10.33**	**421002.00**	**100.00**	**1.35**	**87652.89**	**100.00**	**2.64**

注：尾差系四舍五入所致；毛利率指标成本为零时相应指标用“/”表示
资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，毛利率小幅增长，回款金额明显上升，PPP项目未来收益存在一定不确定性。公司在建及拟建项目投资额很大，面临资本支出压力大；拟建项目均为自营项目，未来收益存在一定不确定性。其他业务种类有所增加，规模仍然相对较少，毛利率差异较大。

基础设施建设

公司基础设施建设业务由公司本部及子公司徐州广弘负责，运营模式分为代建、自营和 PPP 三种。

（1）代建及自营模式

代建模式下，公司本部与徐州市政府（根

据补充协议，回购方变更为徐州市铁路建设办公室）、徐州广弘与徐州市交通运输局签订项目回购协议，由公司负责前期融资和建设，业主方在回购项目完工后确认收入并陆续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实际投入成本加成一定比例确认为回购收入，公司本部项目加成比例为 22%，徐州广弘项目加成比例为 10~15%。回款期限无约定，以实际到账时间为准，实际执行过程中，回购收入实现质量较差。

2020年，公司对徐州北三环、黄河路贯通工程、徐韩收费站、城东管廊指挥部、西航道整治一期工程等项目确认代建回购收入32.00亿元，其中徐州广弘实现16.87亿元，毛利率略有上升。公司项目代建回购业务回购期较长，一般为三到五年，近年来应收账款保持较大规模且持续增长。

公司另有部分基础设施建设项目如港口建设、停车场项目等采用自营模式建设，未来依靠项目收益平衡成本。

截至2021年3月底，公司主要在建基础设施建设项目（不含PPP模式）为顺堤河码头一期工程煤炭码头、台儿庄-睢宁高速公路和徐州东部绕越高速公路等，规划总投资合计300.53亿元，已投资18.72亿元，尚需投资281.81亿元。同期，公司拟建项目为大许南站项目，计划总投资48.73亿元。公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

表5　截至2021年3月底公司主要在建基础设施建设项目（单位：亿元）

项目	计划总投资	已完成投资	尚需投资
顺堤河码头一期工程煤炭码头	13.16	11.65	1.51
杏子山公交车首末站工程	6.00	0.36	5.64
客运北站	10.14	2.75	7.39
彭园东停车场	1.06	0.05	1.01
诚意桥梁年产 40 万方预支装配式桥梁构件项目	7.00	2.00	5.00
徐州东站东广场地库上部建筑及景观工程	2.00	0.10	1.90
御景湾公交首末站	0.88	0.24	0.64
台儿庄-睢宁高速	132.96	0.77	132.19
徐州东部绕越高速	127.33	0.80	126.53
合计	**300.53**	**18.72**	**281.81**

注：总投资额可能随项目推进变化，与计划总投资额不等；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

徐州至明光高速公路贾汪至睢宁段（徐州东部绕越高速公路）项目总投127.33亿元，全线采用双向六车道高速公路标准建设，设计时速120.00公里/小时，路基宽度34.50米。全线设置9处互通和1个服务区，运营期暂定25年，通过高速公路收费实现资金平衡。

台儿庄至睢宁高速公路项目总投132.96亿元，起于苏鲁省界，接山东段的新台高速，终点接淮徐高速，全线采用双向六车道高速公路标准建设，设计时速120.00公里/小时，运营期暂定25年，未来计划通过高速公路收费实现资金平衡。

（2）PPP模式

PPP模式下的基础设施建设业务均由徐州广弘开展。徐州广弘作为社会资本方或政府资本方参与项目，未来通过项目运营收入方式进行资金平衡。

截至2021年3月底，徐州广弘在建PPP项目均已纳入省级PPP项目库，出资部分已完成，未来投资压力较小。其中，迎宾大道高架快速路工程由公司代替社会资本方出资，投入暂计入其他应收款科目。其余4个项目公司作为政府出

资方参与，计入长期股权投资，出资部分由政府注资。

项目回报分为两种模式，一种为使用者付费和政府可行性缺口补助，另一种为政府付费模式，在项目合作期满后，项目公司按照协议约定进行资产移交。目前5个项目均处于建设当中，未来收益的具体实现方式仍不确定，且收益实现具有较强不确定性。截至2021年3月底，公司参与的在建PPP项目总投资67.54亿元，公司需出资8.88亿元，出资部分均已全部完成投资，公司及徐州广弘暂无拟参与的PPP项目，未来投资压力不大。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司主要在建 PPP 项目（单位：亿元、%）

项目名称	计划总投资额	资本金比例	公司持股比例	已投资本金
迎宾大道高架快速路工程	24.00	20.00%	70%	3.36
206 国道徐州改线段工程、426 省道京台高速贾汪互通连接工程	22.80	30.00%	49%	3.35
272 省道徐州至沛县公路建设工程项目	10.64	30.00%	49%	1.56
城东大道综合管廊	8.30	20.00%	30%	0.50
铁路铜山货场与 310 国道连接线（二环北路西延工程）项目	1.80	20.00%	30%	0.11
合计	**67.54**	--	--	**8.88**

资料来源：公司提供

铁路建设出资

除基础设施建设方面的业务外，跟踪期内，公司本部继续负责国家重点铁路线京沪高铁、徐宿淮盐铁路专线和徐连专线等徐州段的建设出资，截至2021年3月底，公司铁路在建项目合计总投资28.05亿元，已投资22.29亿元，未来投资压力较小。

现阶段公司对以下4条铁路的投资均通过江苏交控代持，未来项目收益预计通过江苏交控返还实现，目前持股比例未能确定，收益实现存在较大不确定性。

表7　截至2021年3月底公司主要在建铁路项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额
京沪高铁	2.54	2.54
徐宿淮盐铁路	11.77	7.81
徐连专线	12.89	11.09
符夹铁路	0.85	0.85
合计	**28.05**	**22.29**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

港务服务、物资贸易及煤炭销售

2019及2020年前三季度，公司港务服务、物资贸易及煤炭销售业务主要由徐州交通控股港务有限公司（以下简称“港务公司”，主要负责建设及运营顺堤河作业区）开展。2020年9月，公司收购江苏徐州港务（集团）有限公司（以下简称“港务集团”）65.85%股权，并将港务公司股权变更至港务集团名下，成为其全资子公司，港务集团成为上述业务的经营主体。

徐州港是全国28个主要内河港口之一，主要承担着“北煤南运”和“西煤东运”的中转任务。港务集团是徐州港重要的港口建设和运营主体。港务集团现有万寨港、邳州港、双楼港、孟家沟港四个港区，并建设“亿吨大港”顺堤河作业区，所属港区陆域面积235万平方

米、铁路专用线22.1公里、码头岸线7020米、各类生产性泊位44个、堆存能力500万吨，年综合吞吐能力4000万吨。

截止2020年底，港务集团资产总额32.60亿元，资产负债率69.66%，2020年实现营业收入9.25亿元，主要以煤炭销售收入及港口装卸收入为主。

港务集团纳入公司合并范围后，公司物资贸易及煤炭销售收入有所增加，品种主要为电煤及焦炭。2019－2020年及2021年一季度，该业务分别实现收入4638.98万元、37178.46万元和2094.32万元，毛利率分别为5.59%、8.82%和3.61%。由于运营港区增加，2019－2020年，公司实现港务服务收入分别为7086.50万元和7899.53万元，毛利率逐渐上升，分别为-9.35%和1.88%。

总体看，对港务集团进行整合后，公司在徐州港的地位进一步提高，未来，公司将对徐州市港口进行一体化整合，公司港务服务、物资贸易和煤炭销售收入有望继续增长。

客运收入

公司客运收入主要由公交服务、出租车服务和站务服务收入三部分构成。

公司公交服务业务由徐州市公用交通有限责任公司（以下简称“徐州公交”）开展，主要负责徐州市各区的线路运营。2019－2020年及2021年一季度，公司公交服务收入分别为9162.13万元、19325.05万元和6379.77万元。截至2020年底，公司共有公交车辆2172台，经营210条线路，线路总长度约4681.00公里，年客运量约2.10亿人次。受行业特点及疫情影响，2019－2020年及2021年一季度，公司客运服务毛利率分别为-128.72%、-172.74%和-144.94%，亏损有所加剧，对政府补贴依赖很强。

出租车服务由徐州市出租汽车集团有限责任公司（以下简称“出租汽车集团”）和徐州市通利汽车出租有限公司（以下简称“通力出租”）开展；公司出租车运营业务以承包制为主要经营模式，总体毛利率较高。2019－2020年公司出租车业务收入分别为1427.55万元、1037.50万元，毛利率分别为35.97%和29.17%，2021年一季度收入体现在公交服务收入中。

站务服务由徐州汽车客运东站站务有限责任公司等多个子公司开展，2019－2020年及2021年一季度收入分别为373.87万元、530.54万元和160.59万元；毛利率分别为53.08%、40.31%和56.68%，公司站务服务板块成本支出相对较少，利润率相对较高。

机场服务

公司机场服务业务由徐州市观音国际机场有限公司（以下简称“观音机场”）开展。2019年－2020年，公司实现机场服务收入为8854.62万元和9517.47万元。观音机场于2019年纳入公司合并范围，2020年8月20日公司转让观音机场26.19%股权至东部机场集团有限公司[3]。截至2020年底，公司持有观音机场24.63%股份，不再纳入合并范围，计入公司长期股权投资。

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（计划总投资5.20亿元）和东广场地下停车场（计划总投资15.00亿元）两部分。公司地下停车场收费按每辆车每次停车时间收费，实时结算。截至2020年底，地下停车场投入使用的车位约1600个。

2019－2020年及2021年一季度，公司停车场服务分别实现收入1824.51万元、2735.50万元和291.69万元，营业收入有所增长；毛利率分别为-2.30%、4.06%和29.44%，由负转正，主

[3]依据江苏省政府《省政府关于组建东部机场集团有限公司的通知》（苏政发〔2018〕118号），东部机场集团将逐步收购徐州、常州、淮安、盐城、扬泰和连云港机场公司的股权。根据江苏省国资委获取关于《共同推动民航事业发展合作协议》和《股权转让协议》相关情况的说明，东部机场集团计划收购徐州、常州、淮安、盐城和扬泰机场的股权比例为51%，计划收购连云港机场公司的股权比例为60%。

要系高铁片区运营逐渐成熟，收入逐渐提升所致。

运输服务业务

公司运输服务业务由子公司徐州市汽车运输有限公司开展，2019－2020年分别实现营业收入3645.95万元和2401.15万元。徐州市汽车运输有限公司已于2020年9月已无偿划转至徐州陆港集团，公司不再确认相关收入。

其他经营性收入

公司其他经营性收入包括仓储租赁、广告服务、监理检测、矿山土石销售、房屋销售等，2020年及2021年一季度分别实现其他经营性收入16859.02万元、22773.53万元和8199.92万元，不同细分业务毛利率差异较大，2020年在-2.73%到100%不等。

2020年，公司新增矿山土石料收入及房屋销售收入。公司矿石土石料业务系徐州交控矿产资源发展有限公司实施废弃矿山生态修复项目，处置项目产生的剩余石料收入，毛石销售业务严格按照政府指导挂网拍卖，石子委托第三方代加工；房屋销售业务系向徐州地铁集团出售公司资产中的办公楼所产生，属于偶发性业务。2020年，公司上述业务分别实现收入2931.20万元和5279.05万元。

3. 未来发展

未来，公司将作为徐州市最重要的交通基础设施建设主体，以项目代建回购业务为主业，公司未来将以公交客运、港口物流、客运场站建设为基础，发掘业务增长点，构建综合业务发展体系；以市场竞争为导向，开展多元化业务，打造三到五个明星辅业，增加盈利来源；力争成为省内一流的大型交通综合产业投资集团。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报表，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2020 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系购买取得港务集团；合并范围减少两家子公司即观音机场和徐州市汽车运输有限公司，分别通过股权转让和无偿划转方式处置。2021 年 1－3 月，公司合并范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 15 家。港务集团体量较大，对公司财务数据可比性造成一定影响。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 475.94 亿元，所有者权益 263.68 亿元（含少数股东权益 6.31 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 42.10 亿元，利润总额 5.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 479.84 亿元，所有者权益 263.80 亿元（含少数股东权益 6.58 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.77 亿元，利润总额-17.65 万元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构仍以流动资产为主；存货和应收类款项占比仍较高，整体资产质量一般。合并港务集团后，公司应收类款项减值准备明显增加。

截至 2020 年底，公司资产总额 475.94 亿元，较上年底增长 8.42%，主要系货币资金和应收账款增加所致。其中，流动资产占 68.06%，非流动资产占 31.94%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.76	4.05	38.43	8.07	36.08	7.52
应收账款	139.31	31.73	152.27	31.99	154.30	32.16

其他应收款	24.18	5.51	22.70	4.77	22.78	4.75
存货	105.21	23.97	107.85	22.66	108.17	22.54
流动资产	**288.25**	**65.66**	**323.93**	**68.06**	**325.70**	**67.88**
可供出售金融资产	23.75	5.41	20.18	4.24	0.00	0.00
长期股权投资	7.59	1.73	15.95	3.35	16.09	3.35
固定资产	56.51	12.87	41.45	8.71	40.93	8.53
在建工程	36.92	8.41	45.56	9.57	48.33	10.07
非流动资产	**150.73**	**34.34**	**152.01**	**31.94**	**154.14**	**32.12**
资产总额	**438.98**	**100.00**	**475.94**	**100.00**	**479.84**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2021 年一季度报整理

流动资产

截至2020年底，公司流动资产323.93亿元，较上年底增长12.38%，主要系货币资金及应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占11.86%）、应收账款（占47.01%）、其他应收款（占7.01%）和存货（占33.30%）构成。

截至2020年底，公司货币资金38.43亿元，较上年底增长116.35%，主要系合并范围变化及年末融资资金沉淀所致；公司其他货币资金3.96亿元，主要系银行承兑汇票、履约保函等业务保证金。公司应收账款账面价值152.27亿元（不含减值准备2.14亿元），较上年底增长9.30%，主要由公司本部和徐州广弘应收徐州市政府部门的工程款构成。从集中度来看，公司应收账款前五名合计152.49亿元，占比98.76%，集中度很高。从坏账计提来看，受港务集团纳入合并范围影响，公司应收账款计提坏账准备增至2.14亿元，计提比例增至1.39%。其中对徐州市申展商贸有限公司、徐州盛泉洗煤厂及江苏盛泉矿业有限公司的应收账款1.86亿元已经全额计提坏账准备。总体看，公司应收账款坏账主要来自港务集团，计提较为充分。后续港务集团物资贸易、煤炭销售业务开展需加强对交易对手信用风险把控。

表 9　截至 2020 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	坏账准备
徐州市铁路建设办公室	77.86	50.43	--
徐州市交通局	72.77	47.13	--
徐州市申展商贸有限公司	1.03	0.67	1.03
徐州盛泉洗煤厂	0.58	0.38	0.58
江苏盛泉矿业有限公司	0.24	0.16	0.24
合　计	**152.49**	**98.76**	1.86

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司其他应收款账面价值22.70亿元，较上年底下降6.12%，主要系往来款减少所致。从集中度来看，公司其他应收款前五名合计18.71亿元，占比72.17%，集中度较高。公司其他应收款余额中，账龄组合3.76亿元，已计提坏账准备3.23亿元；政府单位组合22.16亿元，不计提坏账准备。公司其他应收款提坏账准备由期初的0.36亿元增加至3.23亿元，其中2.85亿元系受港务集团纳入合并范围影响。目前，公司其他应收账款账面价值以应收政府单位组合为主，坏账计提较为充分。

表 10　截至 2020 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	款项性质
徐州市财政局	5.82	22.44	土地出让保证金
徐州中冶城东快速路建设有限公司	5.32	20.52	往来款
徐州市迎宾快速建设有限公司	3.89	15.00	往来款
徐州市“亿吨大港”建设指挥部办公室	2.58	9.93	往来款
多伦县兴阳矿业有限责任公司	1.11	4.28	往来款
合　计	**18.71**	**72.17**	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货 107.85 亿元，较上年底增长 2.51%，主要系新增徐州市三环南路快速化改造工程、城东大道高架快速路工程、徐韩公路快速化改造工程投入所致。其中开发成本 107.31 亿元，包括 92.83 亿元土地使用权，其中划拨用地 51.71 亿元，出让用地 41.12 亿元，其余为部分施工成本和原材料等。对于账面上的储备用地，公司后期将逐步出让或通过补缴出让金实现变性，但其变现价值及时间具有较大不确定性。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 152.01 亿元，较上年底增长 0.85%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.28%）、长期股权投资（占 10.49%）、固定资产（占 27.27%）和在建工程（占 29.97%）构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 20.18 亿元，较上年底下降 15.03%，主要为公司对铁路线路的出资。公司长期股权投资 15.95 亿元，较上年底增长 110.12%，主要系对观音机场持股比例减少后调整至长期股权投资核算，使长期股权投资增加 8.26 亿元。公司固定资产 41.45 亿元，较上年底下降 26.65%，主要系观音机场不再纳入合并范围所致。公司在建工程 45.56 亿元，较上年底增长 23.40%；增加部分主要为高铁站区、徐州市三环南路快速化改造工程等项目投入所致。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 479.84 亿元，较上年底增长 0.82%。其中，流动资产占 67.88%，非流动资产占 32.12%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。其中，公司新增其他权益工具投资 20.18 亿元，主要系可供出售金融资产转入所致。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产总价值 36.15 亿元，包括房产、土地抵押 15.66 亿元及权益质押 20.49 亿元，受限资产占资产总额的 7.53%。

3. 资本结构

跟踪期内，所有者权益变动不大，其中实收资本和资本公积占比大，所有者权益稳定性较好；公司有息债务明显增长，整体债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益 263.68 亿元，较上年底增长 0.14%。

截至 2020 年底，公司实收资本 30.00 亿元，较上年底保持稳定；未分配利润 26.34 亿元，较上年底增长 16.12%，系收益留存所致；资本公积 198.35 亿元，较上年底减少 1.70 亿元，主要系政府无偿将子公司划转出去所致；少数股东权益 6.31 亿元，较上年底减少 1.80 亿元，系观音机场不再纳入合并范围所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 263.80 亿元，较上年底变动不大。

负债

截至 2020 年底，公司负债总额 212.26 亿元，较上年底增长 20.82%，主要系随合并范围及项目投入增加，有息债务大幅增长所致。其中流动负债占 53.62%，非流动负债占 46.38%，流动负债占比提升较快。

截至 2020 年底，公司流动负债 113.82 亿元，较上年底增长 29.98%，主要系一年内到期的非流动负债及其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 19.33%）、应交税费（占 17.10%）、一年内到期的非流动负债（占 29.86%）和其他流动负债（占 16.74%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 22.01 亿元，较上年底下降 8.95%。其中，保证借款 8.68 亿元、信用借款 12.41 亿元、抵押借款 0.92 亿元。公司应付账款 5.37 亿元，较上年底减少 4.50 亿元，主要系观音机场移出合并范围，观音机场项目二期应付账款减少所致。公司应交税费 19.46 亿元，较上年底增长 21.63%，主要系合并范围变动影响所致，应交税费主要为应交企业所得税、增值税。公司其他应付款 11.13

亿元，较上年底下降 5.34%，主要系与徐州市内国有企业和政府部门的往来款；从集中度来看，前五名合计 7.44 亿元，占比 66.88%，集中度较高。

表11　截至2020年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
徐州市徐连客专徐宿淮盐铁路建设指挥部	6.87	61.69
邳州市润城港务有限公司	0.40	3.63
徐州市贾汪区国土资源局	0.07	0.64
新国线集团（徐州）运输有限公司	0.06	0.51
中煤地质集团有限公司	0.05	0.41
合　计	**7.44**	**66.88**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 33.99 亿元，较上年底增长 117.38%。其中，一年内到期的长期借款 9.89 亿元，一年内到期的应付债券 24.10 亿元。公司其他流动负债 19.06 亿元，较上年底增长 109.41%，全部由超短期融资券构成，票面利率 3.40%到 3.45%，系有息债务，调整至短期债务进行核算。

截至 2020 年底，公司非流动负债 98.44 亿元，较上年底增长 11.73%，主要系合并范围变动及项目投入导致有息负债增长所致。

截至 2020 年底，公司长期借款 36.99 亿元，较上年底下降 6.98%。其中保证借款 19.44 亿元，信用借款 9.78 亿元，抵押借款 17.66 亿元，一年内到期部分 9.89 亿元，公司长期借款利率在基准利率（4.90%）上下浮动，部分政策性银行长期借款成本为 3.40%。同期，公司应付债券 56.54 亿元，较上年底增长 35.70%，主要系新增发行债权融资计划金额 17 亿元，PPN 金额 14 亿元所致，公司应付债券票面利率主要在 3.93%到 7.09%之间；公司长期应付款 2.48 亿元，较上年底下降 50.30%，主要为融资租赁款，部分港务集团纳入公司合并范围之前的融资租赁成本较高，近年来已经陆续偿还所致。公司应付融资租赁款已全部调整至长期债务进行核算。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 216.04 亿元，较上年底增长 1.78%，公司整体负债规模及结构较上年底变动不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 174.77 亿元，较上年底增长 31.11%，主要系公司发行债券增加所致。债务结构方面，短期债务占 45.20%，长期债务占 54.80%。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.60%、39.86%和 26.65%，较上年底分别上升 4.58 个、6.25 个 2.38 个百分点。公司债务负担尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 176.70 亿元，较上年底变化不大，长期债务占比略有提升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底进一步上升 0.42 个、0.25 个和 1.18 个百分点。

2021 年到 2024 年，公司需偿还债务分别为 73.79 亿元（不含应付票据）、17.09 亿元、15.27 亿元和 21.00 亿元，公司短期债务到期压力较大。

表12　公司债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	48.90	78.99	74.95
长期债务	84.40	95.78	101.74
全部债务	133.30	174.77	176.70
资产负债率	40.02	44.60	45.02
全部债务资本化比率	33.61	39.86	40.11
长期债务资本化比率	24.27	26.65	27.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所减少，营业利润率明显下降，利润总额对政府补贴依赖性增强。

2020 年，公司实现营业收入 42.10 亿元，同比下降 5.09%，收入结构仍以项目代建回购收入为主；公司营业成本 41.53 亿元，同比增长 4.42%，公司营业利润率 0.50%，同比下降 8.97 个百分点。

从期间费用来看，2020 年，公司期间费用 3.65 亿元，期间费用率 8.68%，同比提高 4.02 个百分点。其中管理费用 2.67 亿元，同比增长 66.05%，财务费用 0.94 亿元，同比增长 125.98%，主要系合并范围变化导致公司管理费用及费用化利息增加所致。

2020 年，公司实现利润总额 5.08 亿元，同比下降 18.53%，2020 年，公司获得政府补助 8.00 亿元，利润总额对政府补助依赖性较强。

表 13　公司盈利情况（亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	44.36	42.10
营业成本	39.77	41.53
利润总额	6.23	5.08
其他收益	3.97	7.99
营业利润率	9.48	0.50
总资本收益率	1.36	1.12
净资产收益率	1.76	1.44

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降，分别为 1.12%、1.44%。

2021 年 1－3 月，公司营业收入 8.77 亿元，为 2020 年全年的 20.83%；政府补贴 1.02 亿元，利润总额 0.00 亿元。

5．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动、投资活动及筹资活动现金流规模明显增长，收入实现质量有所提升。公司未来在建及拟建项目投资规模大，未来面临较大融资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 54.15 亿元，同比增长 113.47%，主要系业务回款及往来款增加所致；经营活动现金流出 42.70 亿元，同比增长 143.20%，主要系代建项目投资支出增加所致。公司现金收入比大幅上升为 82.68%，收现质量有所提升。2020 年，公司经营活动现金流量净额 11.45 亿元。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 12.72 亿元，同比增长 50.92%，主要系处置固定资产、无形资产和长期投资收回现金增加及合并港务集团所致；公司投资活动现金 34.54 亿元，同比增长 73.15%，主要系自营类项目建设支出增加及不再合并观音机场所致。2020 年，公司投资活动现金流量净额-21.81 亿元。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入 115.23 亿元，同比增长 67.75%，主要系取得借款、发行债券收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 88.14 亿元，同比增长 66.59%，主要系还本付息增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 27.09 亿元。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入 3.30 亿元，投资活动现金净流出 5.59 亿元，筹资活动现金净流入 0.45 亿元。

表14　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入	25.37	54.15
经营活动现金流出	17.56	42.70
经营活动净现金流	7.81	11.45
投资活动净现金流	-11.51	-21.81
筹资活动净现金流	15.78	27.09
现金收入比	36.20	82.68

资料来源：审计报告及公司提供

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力较大，长期偿债能力有所下降。考虑到公司间接融资渠道畅通，且能够得到政府有力支持，公司整体偿债能力很强。

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2020 年底上述指标分别为 284.61%和 189.85%。2021 年 3 月底，公司现金类资产 36.62 亿元，现金短期债务比为 0.49 倍。整体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债指标来看，2020 年，公司 EBITDA 为 8.94 亿元，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.14 倍下降至 1.23 倍，EBITDA 对

利息的覆盖程度尚可；公司全部债务/EBITDA由上年的15.03倍上升至19.54倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2021年3月底，公司对外担保共计53.60亿元，担保比率20.32%，对外担保规模较大。被担保对象主要为徐州市国有企业，目前经营情况正常，公司或有负债风险可控。

截至2021年3月底，公司共获得银行授信额度159.44亿元，已使用额度73.14亿元，剩余可用额度86.30亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

母公司资产、负债及所有者权益占合并口径比重较高，整体债务负担情况一般。营业收入、利润总额占合并口径比例均较低。

截至2020年底，母公司资产总额413.90亿元，较上年底增长12.71%，主要系货币资金、应收账款和长期股权投资增长所致。母公司资产以应收类款项、存货和长期股权投资为主，整体流动性较差，占合并口径比例为86.97%，占比较高。

截至2020年底，母公司所有者权益252.11亿元，较上年底变动不大，占合并口径比例为95.61%。其中，实收资本30.00亿元，资本公积196.18亿。

2020年，母公司实现营业收入为13.67亿元，利润总额为3.02亿元；经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为4.91亿元、-28.14亿元和34.66亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额412.65亿元，所有者权益为251.86亿元，资产负债率38.97%，全部债务资本化比率34.99%。2021年1—3月，母公司营业收入0.01亿元，利润总额-0.25亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，公司存续债券余额共计92.00亿元，存续债券的短期偿债压力和集中兑付压力均较小。

截至评级报告出具日，公司存续债券余额共计92.00亿元，其中需于2021年底之前偿还本金16.00亿元；2024年公司需偿还债券本金33.00亿元，系公司存续债券待偿本金峰值。

截至2021年3月底，公司现金类资产36.62亿元；2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为54.15亿元、11.45亿元和8.94亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司现金类资产对2021年底前到期债券本金的保障能力较好，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力一般。

表15 公司报告出具日公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

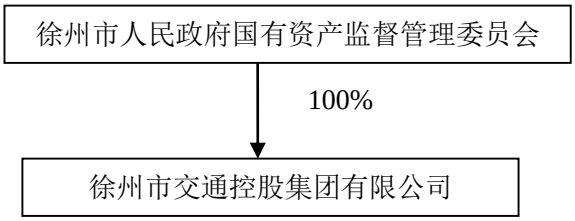
项 目	指标值
2021年底前到期债券本金	16.00
未来待偿债券本金峰值	33.00
截至2021年3月底现金类资产/2021年到期债券本金	2.29
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.64
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.35
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.27

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

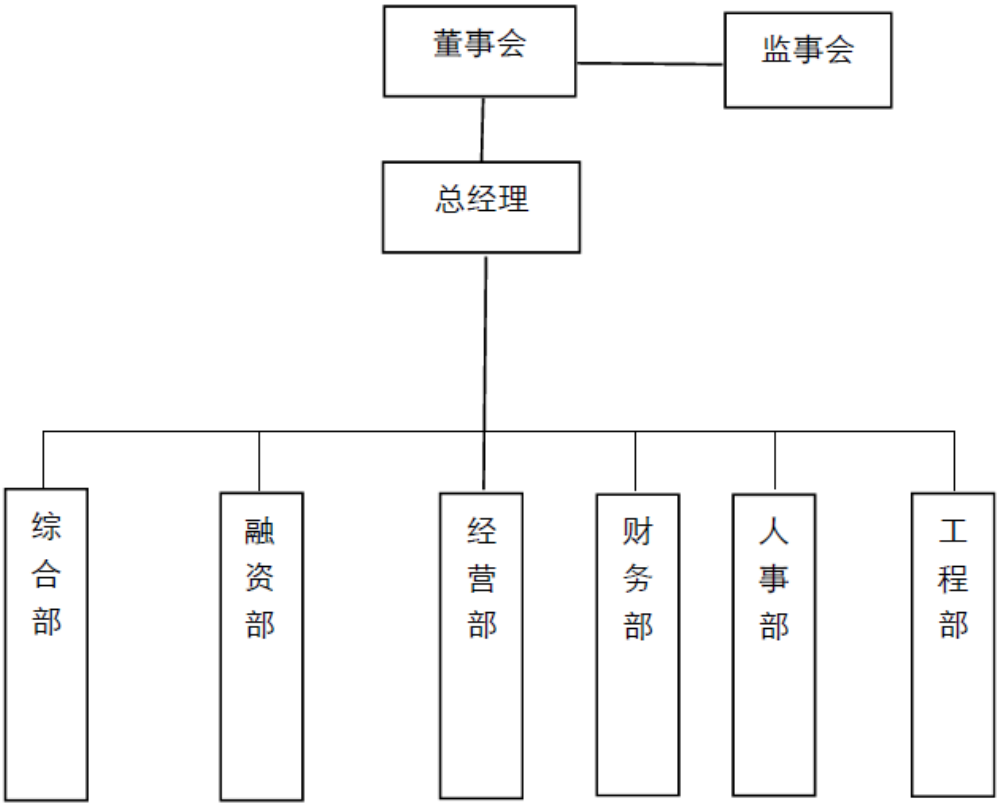
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“18徐州高铁MTN001”和“19徐州交通MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附件 1－1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1－2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1－3　截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

公司名称	注册资本（元）	持股比例		取得方式
		直接（%）	间接（%）	
江苏徐州港务（集团）有限公司	146410500.00	65.85	--	非同一控制下合并
徐州高铁时代资产经营管理有限公司	100000000.00	100.00	--	同一控制下企业合并
徐州新徐置业有限公司	100000000.00	60.00	40.00	同一控制下企业合并
徐州城市通卡科技有限公司	1000000.00	55.00	45.00	无偿划拨
徐州市广弘交通建设发展有限公司	2870572000.00	100.00	--	无偿划拨
徐州市交通控股集团交通运务有限公司	4758800.00	100.00	--	无偿划拨
徐州交控矿产资源发展有限公司	8000000.00	100.00	--	新设
徐州市交通控股集团物资贸易有限公司	300000.00	100.00	--	无偿划拨
徐州汽车客运东站站务有限责任公司	20000000.00	70.00	--	无偿划拨
徐州交通控股诚意桥梁工业化有限公司	10000000.00	51.00	--	新设
徐州市停车科技有限公司	50000000.00	100.00	--	新设
徐州市公共交通有限责任公司	100000000.00	100.00	--	非同一控制下合并
江苏盈通创展信息技术有限公司	21000000.00	51.00	--	新设
徐州城通客运集团有限公司	61080000.00	100.00	--	非同一控制下合并
徐州交控供应链有限公司	20000000.00	65.00	--	新设

资料来源：审计报告及公司提供

附件 2　公司对外担保情况（万元）

被担保方	担保起始日	担保终止日	担保金额
徐州市新盛建设发展投资有限公司	2017-06-05	2024-06-04	42000.00
徐州市新盛建设发展投资有限公司	2018-03-22	2021-03-21	60000.00
徐州市新盛建设发展投资有限公司	2019-07-26	2024-07-25	70000.00
徐州市新盛建设发展投资有限公司	2018-10-19	2028-04-19	25000.00
徐州市新盛建设发展投资有限公司	2019-02-28	2029-02-28	180000.00
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	2016-09-28	2026-09-26	14000.00
徐州新源水务有限公司	2013-11-08	2023-11-07	15000.00
丰沛铁路股份有限公司	2013-11-01	2022-04-20	20000.00
徐州市城市轨道交通有限责任公司	2018-06-29	2038-06-25	50000.00
徐州市盛德实业发展有限公司	2019-11-22	2022-11-22	60000.00
合计	-	-	**536000.00**

资料来源：公司提供

附件 3－1　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.84	18.01	38.64	36.62
资产总额（亿元）	212.47	438.98	475.94	479.84
所有者权益（亿元）	117.74	263.30	263.68	263.80
短期债务（亿元）	21.65	48.90	78.99	74.95
长期债务（亿元）	59.33	84.40	95.78	101.74
全部债务（亿元）	80.98	133.30	174.77	176.70
营业收入（亿元）	7.95	44.36	42.10	8.77
利润总额（亿元）	1.94	6.23	5.08	0.00
EBITDA（亿元）	2.89	8.87	8.94	--
经营性净现金流（亿元）	4.09	7.81	11.45	3.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.14	0.45	0.29	--
存货周转次数（次）	0.07	0.38	0.39	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.14	0.09	--
现金收入比（%）	109.78	36.20	82.68	75.69
营业利润率（%）	13.10	9.48	0.50	2.28
总资本收益率（%）	0.90	1.36	1.12	--
净资产收益率（%）	1.07	1.76	1.44	--
长期债务资本化比率（%）	33.51	24.27	26.65	27.83
全部债务资本化比率（%）	40.75	33.61	39.86	40.11
资产负债率（%）	44.59	40.02	44.60	45.02
流动比率（%）	505.34	329.17	284.61	292.72
速动比率（%）	210.92	209.02	189.85	195.50
经营现金流动负债比（%）	11.83	8.92	10.06	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.37	0.49	0.49
全部债务/EBITDA（倍）	28.02	15.03	19.54	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	2.14	1.23	--

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中有息部分已纳入有息债务核算；3. 合并口径 2020 年利息支出用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替

附件 3－2　主要财务数据及指标（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.71	13.18	24.61	21.11
资产总额（亿元）	199.97	367.24	413.90	412.65
所有者权益（亿元）	116.02	251.82	252.11	251.86
短期债务（亿元）	16.00	34.15	59.16	55.30
长期债务（亿元）	54.34	58.41	76.06	80.23
全部债务（亿元）	70.34	92.56	135.22	135.54
营业收入（亿元）	6.28	12.12	13.67	0.01
利润总额（亿元）	2.71	2.86	3.02	-0.25
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.28	4.84	4.91	0.08
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.11	0.20	0.19	--
存货周转次数（次）	0.05	0.11	0.13	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	108.97	0.15	0.27	176.55
营业利润率（%）	18.36	15.58	16.89	32.87
总资本收益率（%）	1.09	0.62	0.58	--
净资产收益率（%）	1.75	0.85	0.90	--
长期债务资本化比率（%）	31.90	18.83	23.18	24.16
全部债务资本化比率（%）	37.75	26.88	34.91	34.99
资产负债率（%）	41.98	31.43	39.09	38.97
流动比率（%）	589.92	327.22	253.54	266.34
速动比率（%）	258.61	175.44	152.40	158.70
经营现金流动负债比（%）	14.44	8.50	5.73	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.39	0.42	0.38
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债、其他非流动负债中有息部分已纳入有息债务核算；3.未获取母公司折旧及摊销数据，相关指标用“/”表示

附件 4　主要财务指标的计算公式

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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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-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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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

附件 5－1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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 5－2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5－3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。