

信用等级公告

联合[2017] 2833 号

联合资信评估有限公司通过对徐州新田投资发展有限责任公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

徐州新田投资发展有限责任公司
主体长期信用等级为

AA

徐州新田投资发展有限责任公司
2018 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年十一月二十八日



徐州新田投资发展有限责任公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 一次还本

募集资金用途: 徐州市轨道交通一号线站点及
周边棚户区改造项目建设

评级时间: 2017 年 11 月 28 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
现金类资产(亿元)	10.81	7.57	11.01	27.28
资产总额(亿元)	84.10	120.35	163.69	192.61
所有者权益(亿元)	44.05	59.63	61.33	61.42
短期债务(亿元)	0.00	3.00	2.30	3.35
长期债务(亿元)	2.00	22.00	66.54	89.04
全部债务(亿元)	2.00	25.00	68.84	92.39
营业收入(亿元)	6.04	5.11	4.08	2.36
利润总额(亿元)	1.99	1.79	1.77	0.12
EBITDA(亿元)	2.00	1.81	1.78	--
经营性净现金流 (亿元)	-12.48	-37.46	-11.87	-2.55
营业利润率(%)	7.48	7.69	7.76	6.57
净资产收益率(%)	4.23	2.88	2.77	--
资产负债率(%)	47.62	50.45	62.53	68.11
全部债务资本化比 率(%)	4.34	29.54	52.88	60.07
流动比率(%)	1452.82	2098.54	2585.18	2625.80
经营现金流动负债 比(%)	-222.60	-667.77	-218.39	--
全部债务 /EBITDA(倍)	1.00	13.85	38.62	--

注: 2017 年上半年财务数据未经审计。

分析师

张婷婷 王 康

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

评级观点

徐州新田投资发展有限责任公司(以下简称“公司”)是徐州市土地开发整理、安置房建设的重要主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在区域经济环境、政府支持等方面具有显著优势。同时联合资信也关注到公司流动资产中存货及其他应收款占比大、长期债务规模快速增长、未来投资规模大等因素对公司信用基本面对带来的不利影响。

未来随着西三环高架和轨道交通一号线项目的推进及安置房逐步完工销售, 公司收入规模有望持续增长。徐州市不断增强的财政实力及其对公司持续的支持有助于提升公司整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

- 近年来, 徐州市经济快速增长, 财政实力稳步增强, 为公司发展提供了良好的发展环境。
- 公司作为徐州市土地开发整理及安置房建设的重要主体, 受到徐州市政府在资金注入、资产注入和财政补贴等方面的大力支持。

关注

- 公司流动资产中存货和其他应收款占比大, 对公司资金形成较大占用。
- 公司土地开发投入的较快增长导致经营活动净现金流持续表现为净流出, 且公司近年来债务水平快速上升, 对外投资规模大,

存在较大融资需求。

3. 公司对外担保规模较大，担保比率高，存在较大的或有负债风险。
4. 本期中期票据发行金额较大，公司存在一定的集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由徐州新田投资发展有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在后续有效期内信用等级有可能发生变化。

徐州新田投资发展有限责任公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

徐州新田投资发展有限责任公司（以下简称“公司”或“新田投资”）成立于2008年7月，初始注册资本和实收资本均为1.50亿元，由徐州市土地储备中心（以下简称“徐州市土储中心”）出资，出资比例100%。2008年，徐州市土储中心增资1.80亿元。2014年，根据《关于统一国有企业国有资产出资人制度创新国有企业监管体制的意见》（徐委改【2014】5号）及市政府办公室《关于加快落实市直国有企业出资人变更的通知》（徐政办传【2014】274号）等文件，公司出资人由徐州市土储中心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”）。截至2017年6月底，公司注册资本和实收资本均为3.30亿元，徐州市国资委持股100%，履行出资人职责，徐州市国土资源局履行主管部门管理职责，共同对企业实施监管和业务管理。

公司经营范围：农村土地整理、农田保护利用、村庄搬迁整理、采煤塌陷复垦治理、旧城旧村改造和废弃闲置土地盘活利用、城乡道路建设、城乡基础设施建设项目投资。

截至2017年6月底，公司本部设综合管理部、财务融资部、工程管理部、经营管理部、土地整理部五个部室；公司拥有全资子公司2家：徐州新腾置业有限公司（注册资本5000万元，以下简称“新腾置业”）和徐州新田鸿瑞资产管理有限公司（注册资本5000万元，以下简称“新田鸿瑞公司”），其中新腾置业具有贰级房地产开发经营资质，主要负责公司安置房建设工程。

截至2016年底，公司合并资产总额163.69亿元，所有者权益61.33亿元。2016年，公司实现营业收入4.08亿元，利润总额1.77亿元。

截至2017年6月底，公司合并资产总额

192.61亿元，所有者权益61.42亿元。2017年1~6月，公司实现营业收入2.36亿元，利润总额0.12亿元。

公司注册地址：徐州市建国西路80号（徐州市国土资源局十二楼）；法定代表人：郝敬良。

二、本期中期票据及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司已于2017年1月注册总金额为15亿元的中期票据，2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额为10亿元，期限为5年，采用固定利率，按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金将全部用于徐州市轨道一号线站点及周边棚户区改造项目（以下简称“募投项目”）。

2. 本期中期票据募投项目概况

项目基本情况

公司负责征收徐州市轨道交通一号线14个站点¹及周边棚户区地块范围内的居民住宅、企业办公用房、商业营业用房等总建筑面积378685平方米（总户数为1954户）的土地，并对征收的土地进行场地平整，项目结束后，政府将在项目成本的基础上，加成8%左右的利润支付给公司。

募投项目已纳入江苏省住建厅棚户区改造规划之中，并已取得江苏省住房和城乡建设厅关于徐州市部分棚户区改造项目纳入省2016-2018年棚改规划的确认函。根据《徐州

¹ 徐州市轨道交通一号线杏山子车辆段、杏山子站、韩山商业街站、工农北路站、苏堤北路站、彭城广场站、文化官站、徐州火车站、站东广场站、铜山路站、狮子山站、庆丰路站、1号路站、高铁停车场站

新田投资发展有限责任公司徐州市轨道交通一号线站点及周边棚户区改造项目可行性研究报告》，项目总投资 309111.85 万元，其中资本金（企业自有资金）159111.85 万元，占项目总投资 51.47%，截至目前，项目资本金已全部到位，剩余 150000.00 万元的资金缺口通过发行本期中期票据筹集。

募投项目已于 2014 年开始动工，各片区分批滚动实施，截至 2017 年 6 月底，项目总进度已经完成约 78%。

项目审批情况

募投项目已经通过了徐州市发展改革委员会、徐州市环境保护局、徐州市规划局、徐州市国土资源局的审批，相关文件见下表。

表 1 募投项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
徐州市发展改革委员会	《关于徐州新田投资发展有限责任公司徐州市轨道交通一号线站点及周边棚户区改造项目可行性研究报告的批复》、《关于徐州新田投资发展有限责任公司徐州市轨道交通一号线站点及周边棚户区改造项目建议书的批复》（徐发改行政许可服务审字[2014]60 号）
徐州市环境保护局	《关于徐州市轨道交通一号线及周邊棚户区改造项目的环保意见》
徐州市规划局	《关于请求出具杏山子车辆段地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具杏山子站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具韩山商业街站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具工农北路站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具苏堤北路站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具彭城广场站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具文化宫站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具徐州火车站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具站东广场站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具铜山路站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具狮子山站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具庆丰路站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具一号路站地块规划意见请示的复函》、《关于请求出具高铁停车场地块规划意见请示的复函》
徐州市国土资源局	《关于徐州市轨道交通一号线站点及周边棚户区改造项目用地的预审意见》

资料来源：公司提供

项目经济效益分析

募投项目的主要回款来源为轨道交通一号线 14 个站点及周边棚户区改造项目地块的土地出让金。根据可行性研究报告，按土地出让面积 1429.05 亩、单价 272 万元/亩计算，土地出让金收入可达 388612.50 万元。为保证项目顺利进行，按计划融资 150000.00 万元、年利率 6%、期限 5 年测算，合计融资费用 45000.00 万元，该项目在不考虑地价上升的情况下，扣除成本及融资费用尚有出让收入结余 34500.65 万元。考虑到相关土地出让收入的实现易受土地市场行情及出让进度影响，未来土地出让收入的实现具有一定的不确定性。

三、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，我国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势

总体稳定。

2017年上半年，我国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017年1~6月，全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字9177亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1~6月，我国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PPIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1~6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1~6月，我国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%（实际增长3.8%），增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增

速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1~6月，我国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1~6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，我国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使我国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消

费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，我国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

公司主要从事土地开发整理、安置房建设项目运作，其经营与投资的项目均在徐州市，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受到徐州市经济发展和城市建设的影响，并与城市发展规划密切相关。

1. 行业分析

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国

办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25

个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 徐州市经济概况

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）。近年来，徐州市综合经济实力有较大幅度的提升。

经过多年的改革和建设，徐州市经济稳步增长。根据《2016年徐州市国民经济和社会发展统计公报》，2016年徐州市地区生产总值达5808.52亿元，按可比价计算，较上年增长8.2%。其中，第一产业增加值542.89亿元，增

长 1.9%；第二产业增加值 2513.85 亿元，增长 8.7%；第三产业增加值 2751.78 亿元，增长 9.1%。人均 GDP 达 66845 元，较上年增长 7.7%。三次产业结构调整为 9.3：43.3：47.4，第三产业增加值比重较上年提高 1.2 个百分点，超过二产 4.1 个百分点。

徐州市工业经济稳中趋稳。2016 年，规模以上工业增加值比上年增长 9.8%，其中轻工业增长 9.0%，重工业增长 10.3%。重点培育的六大千亿元产业产值达 12442.09 亿元，增长 15.1%，占规模以上工业总产值比重达到 88.2%。其中，装备制造业、食品与农副产品加工业、煤盐化工业、冶金业和建材业分别增长 17.7%、18.8%、14.5%、10.0%和 20.2%；能源业下降 7.6%。

徐州市固定资产投资稳步增长。2016 年，徐州市全年完成固定资产投资 4797.33 亿元，较上年增长 12.5%，其中基础设施投资 844.43 亿元，同比增长 6.5%。全市亿元以上在建项目 951 个，比上年增加 378 个，完成投资额 2322.60 亿元，同比增长 32.7%，其中亿元以上新开工项目 658 个，增加 233 个，完成投资 1417.07 亿元，同比增长 13.7%。

房地产市场企稳回升。2016 年，徐州市房地产开发投资 549.13 亿元，比上年增长 16.8%。其中，住宅开发投资 415.04 亿元，增长 22.5%；商业营业用房投资 84.77 亿元，增长 11.2%；办公楼投资 25.52 亿元，下降 7.0%。全年商品房施工面积 4290.41 万平方米，增长 12.4%；新开工面积 1309.92 万平方米，增长 22.0%；竣工面积 601.79 万平方米，下降 10.4%。全年商品房销售面积 1071.43 万平方米，增长 35.5%，其中住宅 917.89 万平方米，增长 34.0%；商品房销售额 587.82 亿元，增长 36.3%，其中住宅 467.02 亿元，增长 36.3%。

徐州市经济实力较强，2014~2016 年徐州市 GDP 在全省排名第 5 位。

表 2 江苏各市 GDP 排名（单位：亿元）

城市	2014 年	2015 年	2016 年
苏州	13760.89	14504.07	15475.09
南京	8820.75	9720.77	10503.02
无锡	8205.31	8518.26	9210.02
南通	5652.69	6148.4	6768.20
徐州	4963.91	5319.88	5808.52
常州	4901.87	5273.15	5773.86
盐城	3835.62	4212.5	4576.08
扬州	3697.89	4016.84	4449.38
泰州	3370.89	3655.53	4101.78
镇江	3252.38	3502.48	3833.84

资料来源：wind 资讯

徐州市经济的迅速发展使得居民收入持续增长。2016 年全市居民人均可支配收入 22348 元，比上年增长 9.4%。其中，城镇居民人均可支配收入 28421 元，增长 8.4%；农村居民人均可支配收入 15274 元，增长 9.2%，农村居民收入增速连续 8 年快于城镇居民。收入水平的提高，提升了区域内居民对居住环境和品质的要求，从而带动了对住房条件的更高要求。

5. 徐州市综合财力及政府债务

2016 年，徐州市一般公共预算收入为 516.06 亿元，同口径增长 6.1%，其中，税收收入 390.31 亿元，同口径增长 1.50%；非税收入 125.75 亿元，同口径增长 23.80%。

2016 年徐州市本级地方政府综合财力为 478.63 亿元，其中政府性基金收入 51.52 亿元，同口径下降 53.10%，主要是由于国有土地使用权出让收入减少所致。截至 2016 年底徐州市本级政府直接债务余额为 230.90 亿元，担保债务余额 92.32 亿元，地方政府债务余额（政府直接债务余额+担保债务余额*50%）为 277.06 亿元，债务率（地方政府债务余额/地方政府综合财力*100%）为 57.89%，徐州市本级政府债务负担一般。

6. 未来发展规划

“十三五”期间，徐州将适应经济从高速增长转向中高速增长，徐州市经济社会发展目标：综合实力明显增强、产业发展水平更高。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。

城市建设方面，徐州市未来几年将不断优化城市空间结构、完善提升城市功能；以 190 项城建重点工程为抓手，提升城市的综合服务功能、设施配套水平和辐射带动作用。探索土地成片整理、收储、利用方式，提高土地市场运作效益，促进房地产业健康发展。实施五山公园、泉润公园等城市园林景观工程，开展三环北路、新元大道等沿路沿河绿化，构建绿色生态网络体系。提升城市管理水平方面，徐州市将加强重大基础设施建设，大力实施城市轨道交通、高架快速路和重点道路贯通工程，构建立体化、便捷化的交通体系，缓解城市交通拥堵；推进海绵城市和综合管廊建设试点，启动环卫设施建设，为城市管理提供良好硬件支撑。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，公司的土地开发整理及安置房建设板块的投融资运作将面临有利的发展机遇。

总体看来，近年来徐州市经济持续稳定增长，为区域内相关产业的发展提供了有力支撑。联合资信认为，预计未来一段时间内，徐州市经济发展持续向好，并将继续在苏北地区保持前列，持续具备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. 股权状况

截至 2017 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.30 亿元，徐州市国资委持股 100%，履行出资人职责，徐州市国土资源局履行主管部门管理职责，共同对企业实施监管和业务管理。

2. 企业规模与竞争力

目前，徐州市市级平台公司有 6 家，除公司外还包括徐州市新盛建设发展投资有限公司（以下简称“徐州新盛”）、徐州市新水国

有资产经营有限责任公司、徐州市新城区国有资产经营有限责任公司、徐州高速铁路投资有限公司、徐州市国盛投资控股有限公司。其中涉及土地开发整理业务的主要有公司和徐州新盛两家公司，具体业务由徐州市政府统一安排。公司日常运营由徐州市国土资源局统筹管理，按照市委市政府对平台公司的分工，意图把公司打造成为负责土地整理运作的专业公司。

2008 年至 2012 年，公司作为政府专业从事土地整理的平台，累计完成政府投资 23 亿多元，收购土地 0.9 万亩，复垦土地 4.1 万亩，置换建设用地指标 2.2 万亩。2013 年以来，公司承担了三环西路高架沿线综合整治、轨道 1 号线站点及周边棚户区改造、白云东路、华东机械厂棚户区改造等城建重点项目，涉及土地面积约 8887.91 亩，房屋拆迁约 244.72 万平方米，投资约 88.00 亿元。

总体看，公司作为徐州市土地开发整理、安置房建设等业务重要的投融资主体之一，在区域市场具有一定业务专营性。

3. 人员素质

截至 2017 年 6 月底，公司有 4 名高级管理人员，分别为董事长 1 人、总经理 1 人、副总经理 2 人。

郝敬良先生，1963 年 6 月出生，中国民主建国会成员，硕士学历，高级农经师职称；历任徐州市国土管理局副所长、徐州市国土资源局副局长；2013 年 4 月至今，任公司董事长。

李祥清先生，1957 年出生，中共党员，大学学历，助理经济师。1978 年 1 月至 1980 年 4 月在徐州市农水局、徐州市征地办公室工作；1980 年 4 月至 1988 年 5 月任徐州市郊区土地管理站、郊区土地事务管理所副所长；1988 年 5 月至 1993 年 10 月任徐州市泉山土地分局副局长；1993 年 10 月至 1999 年 8 月任徐州市土地管理事务所所长；1999 年 8 月-2001 年 10 月任徐州市统一征地事务所所长；2001 年 10

月至 2014 年任徐州市土地储备中心主任、副主任；2008 年 7 月至今任公司总经理。

刘利女士，1974 年 10 月出生，中共党员，本科学历，会计师职称；历任中铁集团五局、徐州市国土资源局信息中心、徐州市土地储备中心综合处处长；2008 年 7 月至今，任公司副总经理。

截至 2017 年 6 月底，公司在职员工 43 人；从学历看，本科及以上学历 39 人，本科以下 4 人；从年龄看，35 岁以下占 50%，35~45 岁占 30%，45 岁以上占 20%；按拥有的技术职称分，拥有高级职称的有 6 人，中级职称的有 12 人，初级及以下职称 25 人；专业包括财务、拆迁调查、土地整理、土地测绘、营销策划、金融等。

总体来看，公司高管具有较丰富的管理经验和专业素质。公司的人员构成与业务特点相符，能满足公司正常经营需求。

4. 政府支持

公司作为徐州市土地整理与安置房建设的重要投融资主体，受到徐州市政府在资金注入、资产注入、政府补助等方面的大力支持。

资金注入

2008 年徐州市土储中心向公司注入 1.50 亿元和 1.80 亿元货币资金，作为公司注册资本。此外，2014 年，根据徐州市财政局综【2014】4 号文件规定，由徐州市财政局拨付给公司 2.93 亿元，作为对公司的资本注入，公司已于 2014 年 1 月收到拨付资金 29300.00 万元，尚未收到金额为 8.00 万元；2015 年，根据《关于国家资本金注入徐州新田投资发展有限责任公司的通知》，徐州市财政局拨付给公司 13.87 亿元，目前已全部到位，体现在“资本公积”和“收到其他与筹资活动有关的现金—财政拨款转入”中。

资产注入

2012 年，徐州市国土资源局将徐州市新城区新元大道以西、汉源大道以东 A、B、C 地块国有土地使用权注入公司，均为出让性质的土

地，公司以评估价值 30.50 亿元入账，计入“资本公积”和“存货—开发成本”。

政府补助

为加大徐州市区土地开发整理市场化运作的力度，增强公司的投融资实力和持续经营能力，徐州市国土资源局每年给予公司一定补贴资金用于土地拆迁、安置和补偿等业务实施以及项目开发前期工作。2014~2016 年公司分别收到政府补贴 1.50 亿元、1.50 亿元和 1.50 亿元，均计入公司“营业外收入”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为 G1032031100369760V），截至 2017 年 11 月 1 日，公司已结清贷款中存在两笔关注类贷款，该两笔贷款均按时偿还；未结清贷款中无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》等法律、法规的要求，建立了董事会、监事会和管理层，并建立了相应的董事会、监事会制度。根据《徐州新田投资发展有限责任公司章程》的规定，公司不设股东会，由徐州市国资委行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项。

公司董事会每届任期三年。董事会成员为 9 人，其中股东委派 8 名，职工选举 1 名。董事会设董事长 1 人，由股东委派产生。公司设监事会，成员 5 人。职工代表与股东代表的比例为 2:3；职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。公司设经理，由董事会决定聘任或解聘。经理对董事会负责，行使主持公司生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案等职权。

2. 管理水平

为加强和规范公司内部管理，依照现代企业管理的要求，公司制定出一系列管理制度。

资金管理方面，公司实行资金的集中管理，明确各级资金支付的责任和权限，杜绝越权调动资金行为。岗位分工上，公司办理货币资金业务岗位必须相互分离、制约和监督，出纳人员不得兼任复核、会计档案保管和收入、支出、费用、债权债务账目的登记工作；授权审批方面，明确审批人对货币资金业务的授权批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施，规定经办人办理货币资金业务的职责范围和工作要求；支付程序上，要求严格按照申请、复核、审批和支付的程序办理货币资金支付业务，审批人应当在授权范围内进行审批，对于超越权限的审批，出纳人员有权拒绝支付，并及时向公司领导汇报。此外，公司还制定了关于现金管理、银行存款管理、项目资金收付管理等管理方法，以保证公司资金安全。

工程项目管理方面，公司从现场管理、质量控制、技术管理、施工组织设计（方案）的审查与批准、进度控制、安全控制、竣工验收等方面对公司项目部在整个项目实施过程中的流程进行的详细规定，确保项目顺利组织实施。

融资管理方面，财务融资部是公司融资归口管理部门。财务融资部根据项目投资需要及公司资金流量状况制定融资方案以及融资计划，过程中合理确定融资的规模、结构和期限，选择资金来源途径，综合权衡，提高筹资效果，合理安排和适时提取资金，降低资金成本，对公司融资事项进行动态跟踪管理。制度还规

定，财务融资部建立融资专项台账，记录相应借款期限，定期与金融机构核对账目；建立投融资报表旬报制度，定期向市国土资源局、市国资委、市财政局等单位报送相关资金的使用情况和账面资金结存情况。公司总经理负责信息披露审核，财务融资部负责整理融资项目信息及相关资金调度信息。

拆迁项目成本控制方面，公司成立以总经理为组长的拆迁成本控制领导小组，组长负责项目的统一调度及协调工作；业务部门汇算人负责各项目的统一扎口汇算、资料的汇总；现场人员具体执行拆迁评估跟踪、拆迁现场巡视等其他现场工作。制度规定在各项目实际实施前，做好投入产出的测算工作。根据拆迁成本组成、业务分类和测算要求，设置《项目基本情况表》及各类测算表，测算表可随项目基础数据的变化，得出动态的项目盈亏及投资成本等。

总体看，公司法人治理结构完善，并制定了多项管理制度以确保公司的正常运作，提升运营效率。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为徐州市土地开发整理与安置房建设的投融资主体，业务收入主要由土地开发整理收入构成。2014~2016年，受徐州市土地市场景气度影响，公司营业收入逐年下降，分别为6.04亿元、5.11亿元和4.08亿元；毛利率较为稳定，三年分别为7.81%、8.06%和8.17%。2017年上半年，公司营业收入2.36亿元，毛利率为7.95%。

表3 2014~2017年上半年公司营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1~6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	6.02	99.57	7.41	5.07	99.22	7.41	4.04	99.06	7.30	2.34	99.20	7.21
租赁	0.03	0.43	100.00	0.04	0.78	100.00	0.04	0.94	100.00	0.02	0.80	100.00
合计	6.04	100.00	7.81	5.11	100.00	8.06	4.08	100.00	8.17	2.36	100.00	7.95

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

土地开发整理

公司受徐州市国土资源局委托，根据市重点工程、各年度棚改计划以及土地收储计划实施项目。公司土地开发整理为拆迁、平整、安置等土地一级开发业务，实际建设时公司委托第三方进行拆迁和土地平整，待地块达到可移交条件后，徐州市土储中心向公司回购该项目地块。根据徐州市土储中心与公司签订的《土地开发整理委托协议》，土储中心按照实际发生的开发费用（包括但不限于征地补偿和安置费用、土地平整等工程施工成本等）加成8%（具体项目会有小幅波动）回购公司土地整理项目（包括公司所有承建的投资额确定的较小规模土地开发整理项目）。对于投资额未定的项目，政府一般采用整体平衡的模式保证公司利润，即划给公司部分平衡地块进行整理，土地出让金扣除相关规费后全额返还给公司。公司开发费用等项目资金来源均为自筹，项目移交后公司与徐州市土储中心于每年年底签订回购确认书，结算收入及成本，土储中心根据公司已完成的土地整理项目，结合当年实际出让情况所获得资金规模来返还公司相关收入款项。

上述两种土地一级开发项目会计处理方式：针对公司在具体实施且发生资金支出前，通过项目概算及审批可以确定总投资额的项目，按照总投资额在项目投资支出前增加“存货”和“应付款项”，待发生实际支出时，同时减少“货币资金”和“应付款项”；针对建设前未确定总投资额的项目，目前包括轨道交通1号线项目和西三环高架项目，在实际发生投资支出时减少“货币资金”，增加“存货”；该类项目一般投资额较大。

2014~2017年6月底，公司完成了西三环高架鼓楼段及泉山段、轨道交通一号线云龙段及泉山段、轨道交通二号线铜山段及云龙段等32个地块的开发整理工作。其中，2016年完成的主要包括西三环高架鼓楼段及泉山段新增部

分、轨道交通一号线地块；2017年主要开发地块包括轨道交通二号线云龙段新增部分、香山物流园东、二中文庙等地块的项目。2014~2016年公司分别确认收入6.02亿元、5.07亿元和4.04亿元。截至2017年6月底，上述收入中尚有2.14亿元未回款，体现在“应收账款”科目中。

表4 近三年公司土地整理业务情况

（单位：亩，亿元）

年度	当年土地整理完成面积	当年回购面积	当年确认收入金额	当年实际收到的收入款
2014	5429.51	5429.51	6.02	8.67
2015	5729.28	4609.10	5.07	4.48
2016年	3428.49	681.90	4.04	3.81
2017年1~6月	104.76	136.80	2.36	2.00

注：上述回购数据包括安置房建设中通过外购或委托建设来安置自身拆迁项目住户的成本及收入。

资料来源：公司提供

截至2017年6月底，公司主要在建项目实际投资额为68.38亿元，其中62.46亿元尚未确认收入，体现在“存货”科目。公司主要在建项目为轨道交通一号线项目和西三环高架项目周边土地整理，预计总投资额分别为42.87亿元和24.43亿元，实际已分别累计投资33.48亿元和23.86亿元。从目前在建项目未来投资需求看，公司未来投资支出规模大，存在较大融资需求。

表5 截至2017年6月底公司土地开发整理板块主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	截至2017年6月底已累计投资	2017年7~12月预计投资（预估值）
西三环高架	244308.00	238648.48	5659.52
轨道交通一号线项目	428730.00	334768.83	26000.00
白云东路及周边棚户区改造	20150.57	11312.40	8838.00
华东机械厂项目	74546.33	53496.27	10000.00
瓦房下淀一期两企业地块	309.17	368.27	0.00
轨道交通二号线项目	490000.00	45210.00	30000.00
合计	1258044.07	683804.25	80497.52

注：上表轨道交通一号线项目和西三环高架项目包括后续辅助性项目投入，总投资额尚不能确定，为预估值；本期中期票据募投项目为轨道交通一号线项目的一部分

资料来源：公司提供

安置房（定销房）建设

公司安置房（定销房）建设业务主要是为土地一级开发项目的配套服务，其建设模式分为委托建设、自建和外购三种。徐州市拆迁项目按照就近安置、梯次转移、定销房管理办公室统一调配的原则安置住户。

外购模式为公司购买公司自身土地开发整理项目附近由其他平台（徐州新盛、区级平台等）开发的定销房，截至2017年6月底，已累计投资6.27亿元，计入“存货”科目。

委托建设为公司委托第三方进行建设，建设前期签订相关建设安置房（定销房）回购合同，根据工程进度付款，待项目全部完工后移交。该安置房建成后可用于安置公司自身拆迁项目的住户，也可销售给其他平台公司用于安置其拆迁项目的住户。其中用于安置公司自身拆迁区项目的安置房成本计入土地一级开发项目回购部分；销售给其他平台公司的部分，公司自负盈亏。截至2017年6月底，公司委托建设的项目有翡翠杏山、和美佳苑等项目，预计总投资15.20亿元，已累计投资10.39亿元，计入“存货”科目；其中预计5.42亿元将用于公司自身项目安置，9.78亿元用于对外销售，预计将于2018年实现对外销售收入。

2015年之前，公司安置房来源主要是委托第三方建设和外购，2015年之后公司也开始采用自建模式，自建模式主要由公司于2015年2月新设成立的新腾置业负责，自建房可以用于安置自身土地开发整理项目中住户，也可销售给其他平台公司。截至2017年6月底，新腾置业主要在建项目为和润雅庭项目，预计总投资4.61亿元，已累计投资1.61亿元，计入“存货”科目；其中预计1.22亿元将用于公司自身项目安置，2.98亿元用于对外销售，对外销售收入预计将在2018年实现。

公司安置房（定销房）建设作为土地开发整理业务的配套，公司将已累计投资额放入土地开发整理的累计投资额中。此外，公司外购和自建模式中定销房购买和销售价格是根据

徐州市定销房管理办公室市区定销房供应意见书中定销房和商品房基准价格的平均价格确定。

租赁

公司租赁业务板块，主要为注入的土地资产地面附着物对外出租形成的收入，规模较小。2014~2016年，公司分别实现收入0.03亿元、0.04亿元和0.04亿元。由于公司租赁业务通过公司在职人员操作，相关人工成本主要计入管理费用，而取得的租赁收入需缴纳的税费计入公司营业税金及附加，不形成该业务的直接账面成本，故租赁业务毛利率为100.00%。总体看，该板块业务收入规模较小，对公司盈利能力贡献小。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年度合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2017年上半年财务报告未经审计。

2014~2016年，公司均执行统一会计准则。2014年，公司财务报表合并范围减少徐州新创置业有限公司1家子公司。2015年，公司投资新成立新腾置业和鸿瑞公司。2016年及2017年上半年公司合并范围无变化。截至2017年6月底，公司合并范围内子公司共2家。上述子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响不大。

截至2016年底，公司合并资产总额163.69亿元，所有者权益61.33亿元。2016年，公司实现营业收入4.08亿元，利润总额1.77亿元。

截至2017年6月底，公司合并资产总额192.61亿元，所有者权益为61.42亿元。2017年1~6月，公司实现营业收入2.36亿元，利润总额0.12亿元。

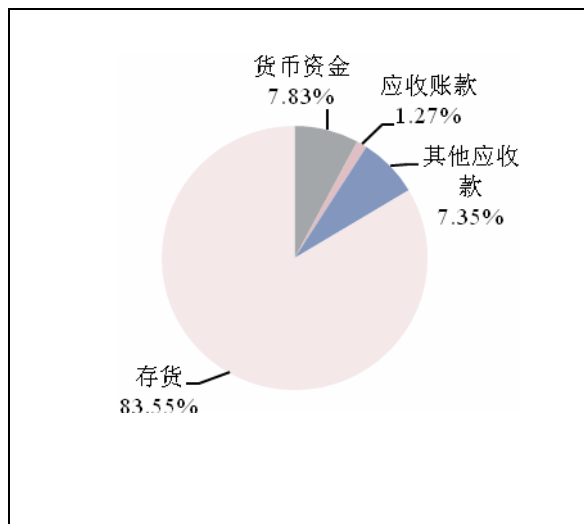
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产快速增长，年均复合增长39.51%，2016年底为163.69亿元，同比增长36.01%，主要系存货和其他非流动资产的增加所致。公司资产以流动资产为主，2016年底公司资产中流动资产和非流动资产分别占85.87%和14.13%。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，年均复合增长31.38%，2016年底为140.56亿元，同比增长19.42%，主要来自存货的增加。从构成来看，截至2016年底，公司流动资产主要由存货（占83.55%）、货币资金（占7.83%）和其他应收款（占7.35%）构成。

图1 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金随着业务收入回款规模的波动而有所波动，年均复合增长0.91%，2016年底为11.01亿元，较上年底增长45.39%，全部为银行存款，无使用受限资金。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长35.72%。2016年底，公司应收账款1.79亿元，同比增长14.79%，公司应收账款全部为应收徐州市土地储备中心的土地开发整理款项，账龄均为1年以内。

2014~2016年，公司其他应收款较快增长，年均复合增长12.57%。2016年底，公司其他应

收款10.33亿元，同比增长12.96%，主要为应收徐州市土地征用管理处报批款（占比40.41%）和应收徐州市土地储备中心、鼓楼区人民政府、徐州市财政局、徐州市政府投资项目代建中心的往来款；从集中度看，前五名欠款方欠款占比为99.21%，集中度高；从账龄看，1年以内的占44.04%，1~2年的占5.92%，2~3年的占36.89%，3年以上的占13.15%；2016年全年共计提减值准备60.56万元，计提比例为0.06%。总体来看，公司其他应收款整体账龄偏短，欠款单位主要为政府部门，回收风险较小。

表6 截至2016年公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占总额比例
徐州市土地储备中心	4.34	42.03
徐州市土地征用管理处	4.18	40.41
徐州市鼓楼区人民政府	1.35	13.08
徐州市政府投资项目代建中心	0.20	1.94
徐州市财政局	0.18	1.75
合计	10.25	99.21

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，随着在建项目的持续投入，公司存货规模快速增长，年均复合增长38.18%。2016年底，公司存货为117.44亿元，较2015年底增长18.10%，其中开发成本51.70亿元，为政府无偿划入土地以及招拍挂购入的土地；受托土地开发整理成本50.60亿元，包括土地开发整理成本、安置房建设等项目成本；定销房购置成本15.13亿元。2016年底，存货中用于抵押的土地规模为33.18亿元，占政府无偿划入公司的土地以及招拍挂购入的土地（51.70亿元）的64.18%，抵押比例较高。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长194.96%。2016年底，公司非流动资产合计23.13亿元，较上年底增加20.49亿元，主要是由于2016年新增其他非流动资产20亿元。公司非流动资产主要由长期股权投资（10.81%）、固定资产（占2.69%）和其他非流动资产（86.48%）构成。

2014~2016年，公司长期股权投资波动

增长，年均复合增长11.76%。2016年底，公司长期股权投资2.50亿元，为公司对其联营企业徐州市新机场建设投资有限公司（简称“徐州机场建投”，注册资本5亿元，公司持股40%）和徐州云谷投资发展有限公司（简称“徐州云谷投发”，注册资本20亿元，公司持股30%，2016年12月公司首期出资5000万元）的投资。

2016年，公司新增其他非流动资产20亿元，其中18亿元为公司根据与徐州市国土资源局签订的《徐州市城建重点工程项目市级投资部分投资服务项目》，公司拟向贷款银行申请融资50亿元用于向徐州市城建重点工程办公室支付投资款，国土局将在未来12年分期向公司支付投资服务款（包括投资本金和利息）；另外2亿元为公司待收取的对徐州经济技术开发区管理委员会的土地指标转让款。

2017年1~6月，公司资产总额192.61亿元，较2016年底增长17.67%，主要来自货币资金、存货以及其他非流动资产的增长，其中其他非流动资产增加的全部公司为对徐州市城建重点工程办公室支付的投资款。2017年6月底，公司流动资产占比84.05%，资产结构保持相对稳定。

总体看，随着公司在建项目的持续投入，公司资产规模逐年增长。公司资产以流动资产为主，流动资产中由土地和开发成本构成的存货及其他应收款占比大，对公司资金形成较大占用。整体看，公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长18.00%，主要来自资本公积的增加。2014年，根据徐州市财政局综【2014】4号文件规定，由徐州市财政局拨付给公司2.93亿元，作为对公司的资本注入；2015年，根据《关于国家资本金注入徐州新田投资发展有

限责任公司的通知》，徐州市财政局向公司注资13.87亿元作为资本注入。2016年底，公司所有者权益61.33亿元，其中实收资本占5.38%、资本公积占77.11%、盈余公积占1.38%、未分配利润占16.13%。截至2017年6月底，公司所有者权益合计61.42亿元，与2016年底基本持平，所有者权益结构保持稳定。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，稳定性尚可。

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长59.87%，2016年底为102.36亿元。从负债结构来看，近三年，公司负债以非流动负债为主，且占比逐年上升，三年分别为86.00%、90.76%和94.69%。

2014~2016年，公司流动负债规模保持相对稳定。2016年底，公司流动负债合计5.44亿元，主要由应交税费（占11.03%）、应付利息（占10.81%）、其他应付款（占5.96%，主要为账龄不超过2年的往来款）、预收款项（占27.65%，主要为预收定销房款和定销房差价款）和一年内到期的非流动负债（占42.30%，为一年内到期的长期借款）构成。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长67.74%，主要由长期借款、应付债券、专项应付款和其他非流动负债构成。

2014~2016年，公司长期借款快速增长，年均复合增长408.18%，2016年底为51.65亿元，主要为信用借款、保证借款和抵押借款。

2016年公司新增应付债券14.89亿元，为公司2016年发行的面值15亿元、期限为3+2年的“16新田投资PPN001”。

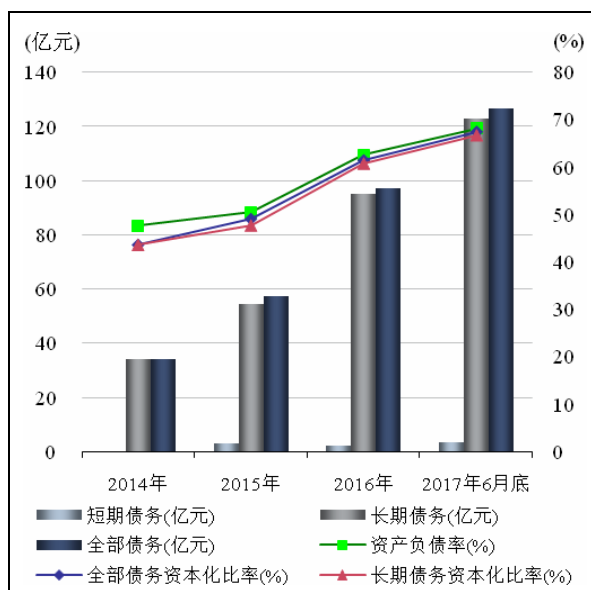
2014~2016年，公司专项应付款快速增长，2016年底为2.03亿元，较上年底增加1.27亿元，主要为中央财政保障性安居工程专项资金和中央安置房配套基础设施专项资金。

2014~2016年，公司其他非流动负债在波动中有所下降，年均复合下降5.95%，2016年底为28.35亿元，其中18.35亿元为徐州市土地

储备中心转贷给公司的借款，利息及本金由公司偿还；另外10亿元为徐州市新盛保障性住房投资建设有限公司（以下简称“新盛保障性住房”）转贷给公司子公司新腾置业用于棚户区（危旧房）改造二期工程项目的借款，利息及本金由公司子公司新腾置业偿还。考虑到上述两项转贷款均为有息债务，已计入调整后全部债务。

从有息债务规模看，2014~2016年，公司债务规模迅速扩大，且基本为长期债务。近三年，公司调整后全部债务分别为34.05亿元、57.35亿元和97.19亿元，年均复合增长68.95%。从主要债务指标看，2014~2016年，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率快速增长，2016年底分别为62.53%、61.31%、60.74%，较2015年底分别上升12.08个百分点、12.29个百分点和13.06个百分点，公司债务负担较重。

图2 2014~2016年及2017年6月底公司债务情况



资料来源：公司审计报告及财务报告

截至2017年6月底，公司负债总额131.18亿元，较2016年底增长28.16%，主要系公司长期借款和其他非流动负债增加所致。负债结构方面，流动负债与非流动负债分别占比4.70%和95.30%，非流动负债占比呈持续上升

趋势。截至2017年6月底，公司流动负债6.17亿元，较2016年底增长13.39%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。公司非流动负债125.02亿元，较2016年底增加28.99%，主要来自长期借款、其他非流动负债的增加，其中其他非流动负债增加的为新盛保障性住房对公司的转贷款。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为68.11%、67.29%和66.69%，分别较2016年底上升5.58个百分点、5.98个百分点和5.95个百分点，公司债务负担持续上升。

总体看，近年来，公司债务规模快速增长，债务负担较重，未来随着公司在建项目的持续投入，债务负担将进一步加重。

4. 盈利能力

2014~2016年，受土地市场景气程度及项目收入确认进度影响，公司营业收入逐年下降，三年分别为6.04亿元、5.11亿元和4.08亿元，年均复合下降17.87%，营业成本同步下降，降幅略高于营业收入降幅。

期间费用方面，随着公司投资规模及业务范围的扩增，管理费用快速增长；同时系财务费用资本化及公司存款带来的利息收入完全覆盖了利息支出，公司财务费用持续为负。2016年，公司期间费用为488.18万元，期间费用占营业收入比重为1.20%，公司期间费用控制能力较强。

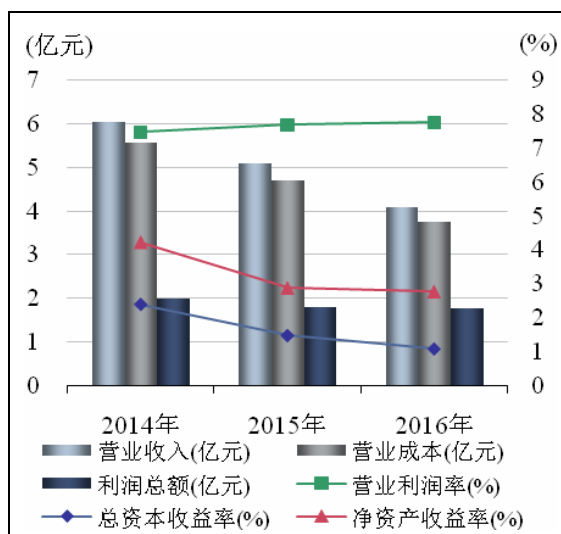
为了支持公司经营发展，政府近三年持续给予公司一定规模的财政补贴。2014~2016年，公司获得徐州市国土资源局拨付给公司用于土地开发整理及项目开展前期工作所需经费的财政补贴分别为1.50亿元、1.50亿元和1.50亿元，同期分别实现利润总额1.99亿元、1.79亿元和1.77亿元，2014~2016年财政补贴分别占利润总额的75.56%、83.86%和84.99%。公司利润总额对财政补贴的依赖性强。

从公司的各项盈利指标上来看，公司运营

模式使其营业利润率保持稳定, 2014~2016年, 公司营业利润率分别为7.48%、7.69%和7.76%。公司总资本收益率与净资产收益率呈逐年下降态势, 2016年两项指标分别为1.07%和2.77%。

2017年1~6月, 公司土地开发整理板块收入占比继续提升, 实现营业收入2.36亿元, 占2016年全年营业收入的57.89%, 利润总额为0.12亿元。

图3 2014~2016年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体看, 公司近三年营业利润率保持稳定, 但营业收入受土地市场景气程度及项目收入确认进度影响而逐年下滑, 且利润总额对政府补助依赖性强, 公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

2014~2016年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年下降, 三年分别为9.05亿元、5.05亿元和4.23亿元; 同期, 公司收到的其他与经营活动有关的现金波动下降, 分别为10.37亿元、7.51亿元和7.90亿元, 主要由单位往来款、财政补贴款等构成。近三年, 公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降, 2016年为16.43亿元, 较2015年下降57.80%; 公司支付的其他与经营活动有关的现金波动幅度较大, 主要为单位往来款, 2016年为7.52亿元。

2014~2016年公司经营活动现金流持续呈净流出状态, 分别为-12.48亿元、-37.46亿元和-11.87亿元。公司现金收入比分别为149.69%、98.98%和103.86%, 公司整体收入实现质量较好。

投资活动方面, 2014~2015年公司投资活动现金流入和流出规模均较小。2016年, 公司投资活动现金流入量1.00亿元, 为收回投资收到的现金; 投资活动现金流出量21.50亿元, 主要为支付其他与投资活动有关的现金(为向徐州市城建重点工程办公室支付的投资款)。2016年公司投资活动现金流量净额为-20.50亿元。

筹资活动方面, 公司近三年筹资活动现金流入规模快速增长, 年均复合增长32.35%, 2016年达到59.07亿元, 主要是通过借款、徐州市土储中心的转贷款、发行债券以及财政拨款筹得的资金。公司筹资活动现金流出主要表现为支付其他与筹资活动有关的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。公司近三年筹资活动流量净额分别为20.32亿元、31.22亿元和38.81亿元。

2017年1~6月, 公司经营活动现金流入为6.45亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金2.00亿元、收到其他与经营活动有关的现金4.45亿元(主要为单位往来款); 公司经营活动产生的现金流出为9.00亿元, 以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营有关的现金为主; 经营活动现金持续呈现净流出状态, 为-2.55亿元。2017年1~6月, 公司投资活动产生的现金流量净额为-7.00万元(主要为公司向徐州市城建重点工程办公室支付的投资款产生的现金流出), 公司筹资活动前产生的现金流量净额与筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.55亿元和25.82亿元, 公司对外部融资依赖性强。

总体看, 公司收入实现质量较好, 但考虑到在建土地开发项目投入大, 经营活动现金流持续净流出, 公司未来存在较大融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,由于公司资产负债率中流动资产占比很大,负债中流动负债规模小,公司流动比率和速动比率处于较高水平,2016年底分别为2585.18%和425.24%;2017年6月底分别为2625.80%和648.90%,较上年底均有所上升。2016年公司经营现金流流动负债比为-218.39%,经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。公司目前短期债务规模小,2016年底为2.30亿元,2017年6月底为3.35亿元,公司2016年底及2017年6月底现金类资金分别为11.01亿元和27.28亿元,分别为当期短期债务的4.79倍和8.14倍,公司现金类资产对短期债务保障程度较好。整体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看,2014~2016年,公司EBITDA分别为2.00亿元、1.81亿元和1.78亿元;2014~2016年,公司调整后全部债务/EBITDA指标值随着债务规模快速增长呈上升趋势,分别为17.01倍、31.76倍和54.53倍。公司长期偿债指标弱。

截至2017年6月底,公司共获得银行授信额度107.80亿元,已使用额度为78.95亿元,未使用额度为28.85亿元,间接融资渠道亟待拓宽。

截至2017年6月底,公司对外担保总额²为116.75亿元,相当于2017年6月底公司所有者权益的190.07%,公司担保比率大。被担保企业(徐州市新盛保障性住房投资建设有限公司)为国有企业,截至2017年6月底注册资本为48.70亿元,徐州市新盛建设发展投资有限公司和国开发展基金有限公司分别持股58.39%和41.61%,被担保企业运营正常。整体看,公司对外担保规模大,担保比率高,存在较大的或有负债风险。

² 公司对徐州市新盛保障性住房投资建设有限公司提供贷款担保总额为116.75亿元,截至2017年6月底,根据徐州市新盛保障性住房投资建设有限公司实际贷款金额产生的实际担保余额为64.50亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额为10亿元,相当于2016年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的10.54%和10.29%,本期中期票据的发行对公司现有债务总额和债务结构具有一定影响。

2016年底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为62.53%、61.31%和60.74%,以公司2016年底报表财务数据为基础,预计本期中期票据发行后,不考虑其他因素,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至64.69%、63.61%、63.10%,债务负担有所上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年,公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额的1.94倍、1.26倍和1.21倍;2014~2016年,公司经营活动产生的现金流量净额均为负值,对本期中期票据无覆盖能力。2014~2016年,公司EBITDA分别为本期中期票据发行规模的0.20倍、0.18倍和0.18倍,EBITDA对本期中期票据保障程度很弱。整体看,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度一般,本期中期票据发行规模较大,公司存在一定的集中偿付压力。

考虑到徐州市国土资源局已同意将轨道一号线部分沿途路段周边土地(面积1429.05亩)出让收入返还给公司用于平衡该项目投入(徐国土资报【2014】62号),土地出让收入共计38.86亿元,为本期中期票据发行金额的3.89倍,覆盖能力较好。但相关土地出让收入的实现易受土地市场行情及出让进度影响,未来土地出让收入的实现具有一定的不确定性。

十、结论

近年来,徐州市经济保持较快发展,财政

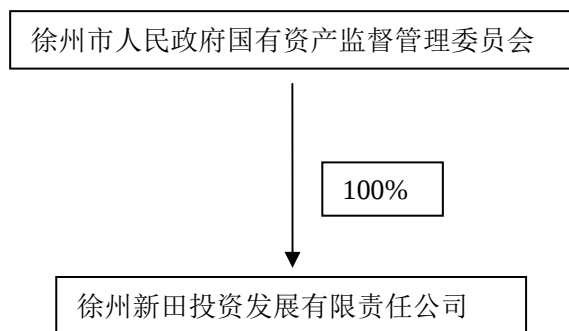
实力稳步增强，为公司发展提供良好的发展环境。

公司作为徐州市土地开发整理及安置房建设的重要主体，受到徐州市政府在资金注入、资产注入和财政补贴等方面的大力支持。随着在建项目的持续投入，公司资产规模逐年增长，但受徐州市土地一级开发市场景气度影响，公司营业收入呈下降趋势，且对外投资规模大，公司债务规模快速增长，存在较大融资需求。

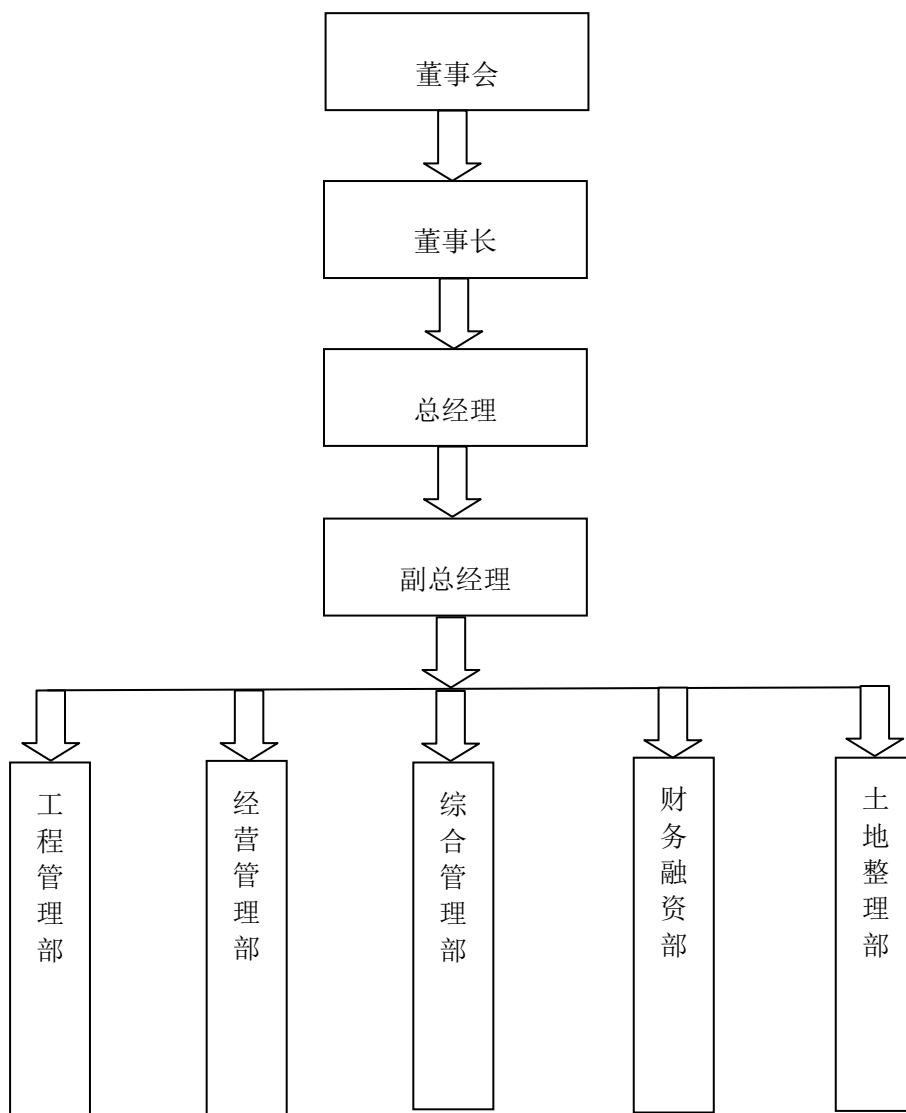
本期中期票据的发行对公司现有债务具有一定影响，经营活动现金流入量对本期债券的保障程度一般。

基于公司主体信用状况以及对本期中期票据的偿债能力综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.81	7.57	11.01	27.28
资产总额(亿元)	84.10	120.35	163.69	192.61
所有者权益(亿元)	44.05	59.63	61.33	61.42
短期债务(亿元)	0.00	3.00	2.30	3.35
长期债务(亿元)	2.00	22.00	66.54	89.04
调整后长期债务(亿元)	34.05	54.35	94.89	122.99
全部债务(亿元)	2.00	25.00	68.84	92.39
调整后全部债务(亿元)	34.05	57.35	97.19	126.34
营业收入(亿元)	6.04	5.11	4.08	2.36
利润总额(亿元)	1.99	1.79	1.77	0.12
EBITDA(亿元)	2.00	1.81	1.78	--
经营性净现金流(亿元)	-12.48	-37.46	-11.87	-2.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.63	4.04	2.44	--
存货周转次数(次)	0.11	0.06	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.05	0.03	--
现金收入比(%)	149.69	98.98	103.86	84.65
营业利润率(%)	7.48	7.69	7.76	6.57
总资本收益率(%)	2.38	1.47	1.07	--
净资产收益率(%)	4.23	2.88	2.77	--
长期债务资本化比率(%)	4.34	26.95	52.04	59.18
调整后长期债务资本化比率(%)	43.60	47.68	60.74	66.69
全部债务资本化比率(%)	4.34	29.54	52.88	60.07
调整后全部债务资本化比率(%)	43.60	49.02	61.31	67.29
资产负债率(%)	47.62	50.45	62.53	68.11
流动比率(%)	1452.82	2098.54	2585.18	2625.80
速动比率(%)	355.53	325.72	425.24	648.90
经营现金流动负债比(%)	-222.60	-667.77	-218.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.00	13.85	38.62	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.01	31.76	54.53	--

注：1. 调整后长期债务=长期债务+其他非流动负债；调整后全部债务=全部债务+其他非流动负债

2. 2017 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-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	
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

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 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 徐州新田投资发展有限责任公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

徐州新田投资发展有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

徐州新田投资发展有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对徐州新田投资发展有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，徐州新田投资发展有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注徐州新田投资发展有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现徐州新田投资发展有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对徐州新田投资发展有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如徐州新田投资发展有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对徐州新田投资发展有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与徐州新田投资发展有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。