

2014 年徐州高速铁路投资有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年徐州高速铁路投资有限公司¹公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【542】号01

债券简称: 14徐高铁债
/PR徐高铁

债券剩余规模: 4.8亿元

债券到期日期: 2021年
05月15日

债券偿还方式: 按年付
息, 第3至第7年等额
偿还20%本金

分析师

姓名:
秦凤明 张昱婧

电话:
021-51035670

邮箱:
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法, 该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话: 0755-82872897

网址:
www.cspengyuan.com

本期债券信用等级

发行主体长期信用等级

评级展望

评级日期

本次跟踪评级结果

AA+

AA+

稳定

2020年06月28日

上次信用评级结果

AA

AA

稳定

2019年06月25日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对徐州市交通控股集团有限公司(以下简称“徐州交控”或“公司”)及其2014年5月15日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的2020年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级上调为AA+,发行主体长期信用等级上调为AA+,评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于:徐州市优越的交通区位及较强的经济实力为公司发展提供了良好的外部环境,公司交通基础设施建设和运营管理业务在徐州市具有较强的专营性,2019年继续得到当地政府的大力支持,多家公司股权及资产划入公司,资产重组后公司业务规模、资本实力、收入及利润规模均显著提升,综合实力大幅增强;同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱,未来应收账款的账务处理、铁路项目资本金部分的确权值得关注,在建及拟建项目面临较大的投资支出压力,有息债务规模持续增长,短期偿债压力上升以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 徐州市优越的交通区位及较强的经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。2019年徐州市实现地区生产总值7,151.35亿元,同比增长6.0%,经济实力较强;徐州市处于淮海经济区及江苏三大城市圈之一的中心城市,优越的交通区位及依靠徐工集团、卡特彼勒等形成的工业基础对区域经济持续发展形成支撑,为公司发展提供了良好的外部环境。

¹ 2019年1月,公司名称变更为徐州市交通控股集团有限公司。

- **公司交通基础设施类业务在区域内有较强的专营性。**公司是徐州市高铁站区及市重点交通基础设施项目的重要投资建设主体，业务在徐州市有较强的专营性，2020年公司拟开展两条高速公路的投资运营业务，逐步形成涵盖港口、道路、机场、物流等领域的综合交通基础设施建设和管理运营平台。
- **公司得到政府的大力支持，资产重组后综合实力显著提升。**2019年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”）以公司为主体成立徐州市交通控股集团有限公司，并将徐州市广弘交通建设发展有限公司（以下简称“广弘交通”）、徐州市汽车运输有限公司（以下简称“徐州汽运”）等多家公司股权及资产划入公司，资产重组后，公司业务规模、资本实力、收入及利润规模均显著提升。另外，2019年公司合计获得政府补助3.97亿元，对公司利润形成较大补充。

关注：

- **资产流动性较弱，应收账款未来的账务处理、铁路项目资本金部分的确权值得关注。**公司资产以应收账款和存货为主，2019年末合计占总资产的55.70%，其中应收徐州交通运输局回购款72.18亿元，但其中部分资金已通过注资方式计入公司资本公积，未来账务处理对所有者权益的影响值得关注；铁路项目资本金部分2019年转至可供出售金融资产核算，但目前均未确权，未来的资产权属、收益实现等存在一定不确定性；此外存货土地使用权中划拨（储备）土地51.71亿元，未办证土地22.65亿元，短期变现能力较弱。
- **在建及拟建项目面临较大的投资支出压力。**截至2019年末，公司在建项目尚需投资29.74亿元，拟建的高速公路项目需出资部分约69.89亿元，后续资金仍依赖外部融资，未来将面临较大的资金压力。
- **有息债务持续增长，短期偿债压力上升。**截至2019年末，公司有息债务规模达133.30亿元，同比增长64.62%，整体债务负担较重，其中短期有息债务48.90亿元，现金短期债务比仅为0.37，短期偿债压力上升。
- **存在一定的或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保合计为32.80亿元，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	4,389,789.02	2,124,732.88	2,045,688.78

所有者权益	2,633,005.20	1,177,378.37	1,164,754.96
有息债务	1,333,039.26	809,752.11	740,067.62
资产负债率	40.02%	44.59%	43.06%
现金短期债务比	0.37	0.50	0.33
营业收入	443,581.88	79,452.20	121,498.38
其他收益	39,665.94	17,640.50	23,995.62
利润总额	62,342.69	19,392.46	29,577.63
综合毛利率	10.33%	13.67%	14.46%
EBITDA	88,690.04	28,900.14	40,903.25
EBITDA利息保障倍数	2.14	0.71	1.34
经营活动现金流量净额	78,086.13	40,858.15	32,963.14
收现比	0.36	1.10	0.80

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年5月15日发行了7年期24亿元公司债券，募集资金原计划用于京沪高铁徐州站站区建设续建工程项目、徐州港徐州港区顺堤河作业区煤炭码头一期工程项目、京沪高铁徐州站站区地下停车场建设项目和京沪高铁徐州站区公交首末站、长途客运站工程项目。截至2020年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8.27万元。

二、发行主体概况

2019年1月，公司名称变更为徐州市交通控股集团有限公司，除此之外，公司注册资本、控股股东、实际控制人未发生变化，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本仍均为30.00亿元，控股股东和实际控制人仍为徐州市国资委，持股比例为100.00%。

图1 截至2020年3月31日公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

2019年，徐州市国资委以公司为主体进行了资产重组，并将广弘交通、徐州汽运等公司股权及相应资产划入公司，成立徐州市交通控股集团有限公司，2019年合并范围新纳入13家子公司，未减少子公司。此外，2019年，经徐州市国资委审议通过，公司经营范围由“对高速铁路建设相关项目投资、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”变更为“受托非金融性资产经营管理、受托从事市级交通项目开发形成的国有资产经营管理、从事交通及基础设施、新能源、物流、公路项目的投资、通用航空服务、市政建设工程施工、房地产开发、汽车租赁、维修、公路工程、桥梁工程、隧道工程、钢结构工程的设计、施工、监理服务、国内广告设计、制作、发布、物业管理服务”，贾泉涌、吴昊、蔡金成、陆刚年、刘运海任公司董事，廖开凯、孙佰祥、李继辉、刘正帅、刘虹任公司监事。公司合并范围情况如下表所示。

表1 2019年公司新增合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
徐州市广弘交通建设发展有限公司	100%	287,057	交通基础设施的招商引	无偿划拨

			资、投资、建设、经营等	
徐州市汽车运输有限公司	100%	235	汽车货物运输等	无偿划拨
徐州市正平工程监理咨询有限公司	100%	200	工程技术咨询服务等	无偿划拨
徐州市观音国际机场有限公司	50.82%	88,500	航空货运等	无偿划拨
徐州市伟鸿交通工程检测有限公司	100%	210	交通工程检测、试验	无偿划拨
徐州市城用客运场站建设管理有限公司	100%	50	客运场站、站台、枢纽站建设、维护管理	无偿划拨
徐州市公共交通有限责任公司	100%	10,000	旅游, 出租汽车, 汽车修理等	购买
徐州市交通控股集团交通运务有限公司	100%	476	汽车租赁等	无偿划拨
徐州市交通控股集团物资贸易有限公司	100%	508.32	钢材、木材、建筑材料等	无偿划拨
徐州汽车客运东站站务有限责任公司	70%	2,000	道路旅客运输站	无偿划拨
徐州市易泊停车管理有限公司	100%	10,000	停车场建设、管理服务	购买
徐州交控矿产资源发展有限公司	100%	6,800	矿产资源（非煤矿山）开采等	新设
徐州交通控股诚意桥梁工业化有限公司	51%	10,000	市政、交通、水利的砼及砼预制构件产品生产等	新设

资料来源：公司2019年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范

地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未

化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

徐州市整体经济实力较强，优越的交通区位及工业基础仍可对经济增长形成持续支撑

徐州市地处苏鲁豫皖四省交接，素有“五省通衢”之称，在江苏北部具有重要的交通区位优势，同时是淮海经济圈和江苏三大城市圈之一的中心城市，整体经济实力较强；同时，作为区域性核心城市，徐州市可辐射山东菏泽、枣庄、河南周口、商丘、安徽宿州等地，资源和人口吸附能力较强，2019年末徐州市常住人口882.56万人，居江苏省第二。依托优越的区位优势，2019年徐州市地区生产总值突破7,000亿元，全年实现地区生产总值7,151.35亿元，按可比价格同比增长6.0%，增速较上年回升1.8个百分点。从产业结构来看，第二产业和第三产业增加值分别同比增长7.0%和6.0%，三次产业增加值结构从2018年的9.4：41.6：49.0调整为9.5：40.4：50.1，第三产业比重持续上升。2019年徐州市人均GDP为81,138元，同比增长5.6%，为当年全国人均GDP的114.45%。

徐州市逐步形成了以装备制造业、食品行业（含烟草）、能源产业、煤盐化工业、冶金业和建材业等传统产业为主的工业格局。2018年徐州市对高污染、高耗能、高排放行业进行治理，导致工业经济增速大幅下降，2019年工业经济整体企稳回升，全年规模以上工业增加值同比增长8.2%，其中轻工业增长2.5%，重工业增长11.8%，工业发展对重工业仍存在一定依赖。从产业结构来看，徐州市六大传统产业仍占据绝对主导地位，2019年产值同比增长15.7%，占规模以上工业总产值比重达88.1%；其中装备制造、煤盐化工、冶金和建材产业产值分别增长15.4%、22.1%、71.6%和32.3%，能源和食品加工产业产值分别下降18.3%和1.8%。此外，徐州市加快发展战略性新兴产业、高新技术产业和高端装备制造业，推动产业转型升级，2019年四大战略性新兴产业产值同比增长13.8%，增速仍低于传统行业，占全部规上工业比重为36.1%；其中生物医药与大健康、集成电路与ICT、装备与智能制造产业分别增长19.0%、19.8%和20.8%。

固定资产投资是徐州市经济增长重要动能之一，工业投资结构有所优化调整。2019年徐州市固定资产投资增速回升至7.0%，其中第二产业、第三产业投资增速分别为4.8%和8.1%；工

业投资方面，2019年徐州工业技改投资同比增长7.7%，提升2个百分点，高耗能行业投资同比下降9.6%，高新技术产业投资同比增长36.9%，增速大幅提高，投资结构有所优化。2019年第三产业投资占全部固定资产投资比重提升至54.4%，同比提高2个百分点，其中房地产市场发展仍较快，2019年房地产开发投资中住宅开发投资同比增长21.4%；从销售情况来看，全年商品房销售面积同比增长17.6%，商品房销售额同比增长36.4%，房地产市场销售情况较好。从新开工情况来看，2019年徐州市房地产新开工面积同比下降1.3%，未来房地产开发投资的增速可能存在一定下行压力。

消费市场增速有所下滑，2019年徐州市实现社会消费品零售总额同比增长4.7%，增速较上年下滑2.8个百分点，其中石油及制品类、汽车类商品零售额分别下降2.5%和9.9%。进出口总额增速仍较快，2019年徐州市实现进出口总额931.88亿元，同比增长20.4%，但2020年以来海外疫情仍在发展过程中，出口可能存在较大不确定性。区域金融市场方面，2019年全市金融机构人民币各项存款余额、贷款余额分别同比增长13.1%和17.6%，为区域经济发展提供一定金融支持。

表 2 2018-2019 年徐州市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	7,151.35	6.0%	6,755.23	4.2%
第一产业增加值	682.80	2.4%	631.39	2.4%
第二产业增加值	2,886.18	7.0%	2,812.02	1.5%
第三产业增加值	3,582.37	6.0%	3,311.82	7.0%
固定资产投资	-	7.0%	-	2.0%
社会消费品零售总额	3,246.25	4.7%	3,102.00	7.5%
进出口总额	931.88	20.4%	773.69	46.8%
存款余额	8,036.56	13.1%	7,107.39	11.1%
贷款余额	5,777.28	17.6%	4,912.47	17.7%
人均 GDP（元）	81,138		76,915	
人均 GDP/全国人均 GDP	114.45%		118.98%	

资料来源：2018-2019 年徐州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年徐州市全市公共财政收入468.32亿元，同比下降11.00%，其中税收收入373.80亿元，占公共财政收入的比重为79.82%；实现政府性基金收入608.41亿元，同比增加13.23%；同期徐州市公共财政支出为882.21亿元，同比增长0.15%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为53.08%。

四、经营与竞争

公司是徐州市内重要的交通基础设施建设和管理运营平台，原营业收入主要来源于高铁站区配套建设项目回购收入和煤炭销售收入，随着广弘交通、徐州汽运等公司并入，2019年公司营业收入规模大幅上升，全年实现主营业务收入442,105.95万元；收入构成方面，项目代建回购收入仍为营业收入主要构成，2019年新增的机场服务、公交服务、运输服务等业务进一步丰富了公司的收入来源。

毛利率方面，因广弘交通代建业务毛利率（10%-15%）低于公司本部，导致2019年合并范围代建业务毛利率较上年下降3.73个百分点。其他业务中机场服务、公交服务、港口服务等业务仍处于亏损状态，对整体经营形成一定拖累，2019年公司主营业务毛利率较上年下降3.61个百分点。

表3 2018-2019年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目代建回购	393,354.70	14.30%	62,115.16	18.03%
公交服务	9,162.13	-128.72%	-	-
机场服务	8,854.62	-41.91%	-	-
港务服务	7,086.50	-9.35%	3,647.65	10.93%
物资贸易	4,638.98	5.59%	10,652.70	-12.81%
运输服务	3,645.95	-2.79%	-	-
监理检测	2,179.96	9.54%	-	-
停车场服务	1,824.51	-2.30%	1,700.50	8.08%
出租车服务	1,427.55	35.97%	-	-
仓储租赁	1,149.55	28.77%	1,012.78	34.98%
广告服务	938.16	100.00%	-	-
站务服务	373.87	53.08%	-	-
其他	7,469.47	27.81%	323.42	42.17%
合计	442,105.95	10.06%	79,452.20	13.67%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

受广弘交通并入影响，2019年项目代建回购收入大幅增加，但回款情况依然较差；公司目前在建项目以自营及PPP项目为主，自营类项目未来盈利存在不确定；目前代建项目规模不大，未来代建业务持续性存在一定不确定

公司本部承担京沪高铁徐州站区外围开发的基础设施配套项目建设，根据徐州市人民政府2014年12月31日文件《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》，将项目回购主体由徐州市人民政府变更为徐州市铁路建设办公室，但回购款项仍由徐州市财政局进行支付。公司则按工程实际工程进度进行财务决算，并在工程建设成本的基础上加成22%确认项目代建收入。

子公司广弘交通主要负责徐州市重点交通基础设施项目的建设，分为委托代建和PPP两种模式，其中委托代建模式下主要由徐州市交通运输局与广弘交通签署委托代建协议，由广弘交通进行建设实施，并依据工程项目竣工各节点进度审计确定的审定金额进行财务决算，并在工程建设成本的基础上加成10%-15%确认项目代建收入。徐州市交通运输局一般以年为周期，逐步支付工程结算款项。

2019年公司实现项目代建回购收入393,354.70万元，主要来自高铁站区和三环北路，具体见表4所示。从回款情况来看，2019年收现比仅为0.36，代建业务回款情况较差；截至2019年末，公司应收徐州市铁路建设办公室645,232.23万元，根据《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）文件，徐州市财政局对上述应收账款的还款进行安排，将1,557.40亩土地（共三块，分别为GT-05地块、GT-06地块和GT-07地块）按计划逐年挂牌出让，所得土地出让金扣除相关税费后全额返还公司，以核销公司应收账款，但值得注意的是，2019年末公司应收徐州市铁路建设办公室回购款依然呈大幅上升趋势，且未来还款来源对徐州市土地出让收入依赖较大，还款金额易受土地出让变化影响，未来仍存在一定的不确定性。此外，2019年末广弘交通应收徐州市交通局回购款达721,837.03万元，但其中部分资金已经通过注资方式计入公司资本公积，应收账款未来的账务处理及对所有者权益的影响值得关注。

表4 2019年公司项目代建回购收入明细（单位：万元）

项目名称	收入	回购单位
三环北路	209,351.57	徐州市交通运输局
高铁站区	121,072.38	徐州市铁路建设办公室
其他	31,332.89	-
西三环	16,452.22	徐州市交通运输局
西航道整治一期工程	15,145.63	徐州市交通运输局
合计	393,354.70	-

资料来源：公司提供

公司在建项目分为委托代建、自营及PPP三种项目模式，截至2019年末，自营及委托代建在建项目（不含广弘交通）总投资达767,180.00万元，其中自营类项目总投资达410,380.00万元，顺堤河码头一期工程煤炭码头、徐州顺堤河铁路专用线项目建成后主要用于码头运营及煤炭销售业务，客运北基站、杏子山公交车首末站项目原计划采用PPP模式进行综合开发，2019年公

司决定不再采取PPP模式，并退出省PPP项目库，将由公司自行投资建设，未来拟通过对两个物业进行商业综合体开发以实现收益。此外，公司目前在建的代建项目不多，2019年末尚需投资37,700.00万元，存货及在建工程中未结转代建项目成本287,293.11万元，短期内仍可对代建回购收入形成一定保障，但长期来看，随着代建项目的减少，未来代建业务的持续性存在一定不确定。

表5 截至2019年末公司主要在建自营、代建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	项目类型
高铁站区（邱山公园、企业总部、学校、东广场等）	356,800.00	319,100.00	代建
顺堤河码头一期工程煤炭码头	130,130.00	116,188.66	自营
徐州顺堤河铁路专用线项目	108,300.00	102,649.14	自营
客运北站基建	101,350.00	24,483.16	自营
杏子山公交车首末站工程	60,000.00	2,636.26	自营
彭园东停车场	10,600.00	512.34	自营
合计	767,180.00	565,569.56	-

资料来源：公司提供

广弘交通在建项目均采用PPP模式投资建设，公司一般作为政府方出资代表，履行政府方资本金出资义务，与中标单位合作成立SPV项目公司，以控股或参股方式参与项目建设。截至2020年3月末，公司在建PPP项目共6个，均已纳入省级PPP项目库，详见下表，公司出资部分均已出资完毕，未来投资压力不大。会计核算方面，城东大道高架快速路和迎宾大道高架快速路由公司代替社会资本方出资，因此暂计入其他应收款科目；剩余四个项目中公司均作为政府出资方参与，并计入长期股权投资，出资部分由政府通过资本公积的方式注入公司；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6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。

表6 截至2020年3月末公司在建PPP项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	资本金比例	公司出资比例	已投资
城东大道高架快速路	38.00	20%	70%	5.32
迎宾大道高架快速路	24.00	20%	70%	3.36
外环路东南环	22.80	30%	49%	3.35
徐沛快速通道	10.64	30%	49%	1.56
城东大道综合管廊	8.30	20%	30%	0.50
二环北路西延	1.80	20%	30%	0.11
合计	105.54	-	-	14.2

资料来源：公司提供

整体来看，广弘交通的并入大幅提升了公司项目代建回购收入，但整体回款情况依然较差，其中应收徐州市铁路建设办公室的回购款仍依赖于土地出让收入，广弘交通应收徐州市交通局回购款中部分资金已通过注资方式计入公司资本公积，未来账务处理及对所有者权益的影响存在一定不确定。此外，公司目前在建项目中以自营类项目较多，代建项目尚需投入规模不大，未来代建业务的持续性和自营类项目的收益存在不确定。

公司将开展高速公路投资建设、运营业务，建成后可对公司未来形成稳定的收益和现金流，但也将使得资金压力大幅上升；铁路股权投资项目目前仍未确权，未来的资产权属、收益实现方式均存在一定不确定

公司拟开展的高速公路投资运营业务由子公司广弘交通负责，截至2019年末，公司拟建高速公路项目为台儿庄-睢宁高速公路和徐州东部绕越高速公路，徐州东部绕越高速公路建设里程68.38km，总投资估算128.76亿元，项目资本金比例为40%，计划于2020年-2025年完成建设；台儿庄-睢宁高速公路建设里程68.31km，总投资估算120.85亿元，项目资本金比例为40%，计划于2022年-2024年完成建设。建设模式方面，公司计划与江苏省交通控股有限公司合作成立项目公司自主投资建设，其中公司持股比例为70%。截至2019年末，以上两条高速公路项目均已完成立项备案、发改委批复、稳评报告、环保批复。运营收益方面，运营期暂定25年，通过高速公路收费实现资金平衡。整体来看，高速公路建成运营后将对公司未来形成稳定的收益和现金流，但投资回收的周期将相对较长，且总投资规模很大，公司或将面临较大的资金压力。

随着高铁站区周边基础设施建设项目逐步完成，公司将逐步转向铁路项目股权投资的运营，2019年公司将在建工程中的京沪高铁、徐宿淮盐铁路专线、郑徐客运专线、连徐高速铁路和符夹铁路的资本金部分转至可供出售金融资产核算，以上5条铁路的出资情况详见下表，尚需出资的9.58亿计划在上半年出资完毕。此外，京沪高铁已于2020年1月份实现A股上市，其余四条铁路目前仍处于建设中，未来公司计划通过持股获取相应收益；但值得注意的是，公司对以下5条铁路的投资均通过省平台代持，且目前确权工作仍在进行中，持股比例未能确定，未来的资产权属、收益实现等均存在一定不确定性。

表7 截至2019年末公司铁路出资情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资	项目公司名称	持股比例备注
京沪高铁	2.54	2.54	京沪高速铁路股份有限公司	未定
郑徐客运专线	3.67	3.67	郑西铁路客运专线有限公司	未定
徐宿淮盐铁路	11.77	7.52	江苏高速铁路有限公司	未定
符夹铁路	0.85	0.30	江苏高速铁路有限公司	未定
连徐高铁	12.89	8.11	江苏高速铁路有限公司	未定

合计	31.72	22.14	-	-
----	-------	-------	---	---

资料来源：公司提供

公交、机场、港口、煤炭销售等业务收入对营业收入形成补充，但盈利能力及稳定性不强，未来收益存在波动风险

公交服务业务主要由子公司徐州市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）负责，公司于2019年完成对公交公司的收购，持股比例为100%。截至2019年末，公交公司拥有员工约5,300人，经营线路220余条，拥有公交车数量达2,220量，经营范围含徐州市区及城际区域。2019年公司实现公交9,162.13万元，毛利率仍呈大幅亏损状态，主要依靠财政补贴弥补亏损，2019年公交公司获得财政补贴18,000.00万元。

机场服务业务主要由子公司徐州市观音国际机场有限公司（以下简称“观音机场”）负责，观音机场的区位优势便捷，近三年机场客流量始终保持20%左右的增长率，2019年观音机场年旅客吞吐量突破300万人次，货邮吞吐量达1.2万吨。公司机场服务收入主要来自起降费等，2019年实现收入8,854.62万元，其中毛利率仍处于亏损状态，主要系政府补贴跨期所致。

港口服务收入主要来自徐州港顺堤河作业区开展的港口物流服务业务，顺堤河作业区是徐州亿吨大港的重要组成部分，也是徐州市“三重一大”工程的核心港口，实际占地面积1,593亩，设计吞吐能力1,300万吨/年。港口服务收入主要来源于港口装卸服务和场站服务，2019年公司将与港口服务相关的装卸、场站服务等均合并至港口服务收入核算，使得2019年收入较上年增长94.28%，但合并之后的分摊成本亦大幅上升，毛利率转为亏损状态。

煤炭销售业务由子公司徐州高港物资贸易有限公司和徐州润港能源科技有限公司负责，主要在徐州港顺堤河作业区开展煤炭洗选、装卸、销售等业务。徐州港顺堤河作业区是京杭运河主要支流，位于京杭运河西侧的顺堤河西岸，是目前徐州市区唯一的煤炭码头，由公司负责运营。2019年，公司为配合市政府改善环境、缓解污染，相应降低了煤炭贸易量，同时，徐州顺堤河铁路专用线项目的建设亦对场地形成一定占用，综合导致2019年港口贸易量及收入大幅下降；考虑到环保管控政策仍可能持续，未来公司煤炭销售业务的收入及盈利能力仍存在一定不确定。

除此之外，停车场、出租车、运输服务等业务收入规模偏小，对公司营业收入贡献有限。整体来看，公司目前公交、机场业务盈利能力偏弱，主要依赖政府补贴；港口和物资贸易主要采取市场化运营方式，但目前盈利能力仍较弱，未来受贸易量、环保政策影响收益存在一定不确定。

公司得到政府的大力支持，广弘交通、徐州汽运等公司及资产的划入对公司业务构成、综合财务实力形成重大补充，公司交通基础设施业务在徐州市的重要性较强

2019年1月，根据徐州市国资委《关于徐州市交通控股集团有限公司重组整合方案的批复》（徐国资〔2019〕18号），同意以公司为主体，将广弘交通²、汽运公司51%股权划入公司；2019年6月，根据徐州市国资委《关于申请将市国资委持有的徐州市观音国际机场有限公司国有股权无偿划入交控集团的请示》（徐国资〔2019〕115号），徐州市国资委将其持有的徐州市观音国际机场有限公司（以下简称“观音机场”）50.82%的股权无偿划入公司；2019年7月，根据徐州市国资委《关于市级机关事业单位所属企业脱钩移交划转方案的通知》（徐国资〔2019〕132号），将徐州市汽车客运东站站务有限责任公司、徐州市金环公路工程有限公司、徐州市正平工程监理咨询有限公司等12家公司陆续划入公司；此外，2019年6月徐州市铁路建设发展服务中心将公交综合楼、长途汽车站等六处房屋建筑物划入公司（评估价值12.80亿）。以上股权、资产划入后对公司资本实力、营业收入等形成重大补充，2019年末公司净资产同比大幅增加118.01%，同时相关资产划入后，公司业务范围进一步扩大，交通基础设施业务在徐州市的重要性较强。此外，2019年公司合计获得政府补助39,662.96万元，增厚了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告及经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报表按新会计准则编制。

资产结构与质量

受广弘交通等公司并入影响，2019年末总资产规模大幅增长，但流动性仍较弱，部分资产质量一般

广弘交通等公司的并入使得2019年末公司总资产同比大幅增长106.60%至4,389,789.02万元；资产结构方面，2019年末流动资产占比降至65.66%，但仍为资产的主要构成部分。

2019年末公司货币资金同比增加63.80%至177,625.42万元，主要为银行存款及现金，受限部分仅为39.74万元，货币资金的即时支付能力较强。应收账款主要为公司本部应收徐州市铁路建设办公室的代建款及广弘交通应收徐州市交通局的代建款，二者合计占2019年末应收账款总额的98.05%，回款时间不确定，对公司资金形成较大占用；此外应收徐州市交通局的代建款

² 截至2019年末，广弘交通总资产147.79亿元、净资产115.62亿元、营业收入28.35亿元

中部分政府已通过注资方式计入资本公积，未来应收账款的账务处理及对所有者权益的影响存在一定不确定。其他应收款主要为应收徐州市政府单位、PPP项目公司的往来款，2019年末亦大幅增至241,802.24万元，前五名应收对象占其他应收款总额的69.89%，对运营资金形成较大占用。存货主要为土地使用权及广弘交通的未回购道路成本，2019年末账面价值达1,052,102.25万元，均未抵押；其中土地使用权909,262.98万元，包含划拨（储备）土地517,103.33万元，另有6宗账面价值合计226,450.12万元的土地尚未办理权证，存货短期变现能力较弱。

非流动资产方面，2019年末可供出售金融资产大幅增至237,516.26万元，主要系当期京沪高速铁路、郑徐客运专线、徐盐高速铁路（徐宿淮盐）、符夹铁路、连徐高速铁路项目资本金部分从在建工程转入，但目前铁路项目出资部分仍未确权，未来的资产权属、收益实现均存在不确定。2019年末固定资产大幅增至565,084.37万元，主要系广弘交通、观音机场的固定资产并入及徐州市铁路建设发展服务中心无偿划转注入的公交综合等六处房屋建筑物（评估价值12.8亿）。在建工程主要为在建的铁路周边基础设施、码头、港口及客运基站等，2019年内部结构变化较大，增加部分主要为高铁站区项目转入，减少主要系高铁站区部分确认收入、铁路项目资本金部分转入可供出售金融资产。2019年末无形资产增至129,236.72万元，主要系观音机场、广弘交通和公交公司的土地并入。

表8 2018-2019年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	177,625.42	4.05%	108,439.19	5.10%
应收账款	1,393,104.97	31.74%	579,756.38	27.29%
其他应收款	241,802.24	5.51%	34,630.68	1.63%
存货	1,052,102.25	23.97%	1,016,757.41	47.85%
流动资产合计	2,882,466.65	65.66%	1,745,136.68	82.13%
可供出售金融资产	237,516.26	5.41%	22,100.00	1.04%
固定资产	565,084.37	12.87%	98,640.76	4.64%
在建工程	369,203.26	8.41%	241,101.85	11.35%
无形资产	129,236.72	2.94%	15,438.74	0.73%
非流动资产合计	1,507,322.38	34.34%	379,596.20	17.87%
资产总计	4,389,789.02	100.00%	2,124,732.88	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，2019年末公司资产规模大幅上升，其中应收款项的回收时间存在不确定，存货、固定资产、在建工程的短期变现能力较弱，且存货中部分土地为政府划拨储备地，资产流动性较弱，且部分资产的账务处理及确权均存在一定不确定，资产质量一般。

盈利能力

2019年公司营业收入及利润规模均大幅上升，但代建业务持续性不强，其他业务目前盈利偏弱，利润仍对政府补助存在一定依赖

公司主要从事徐州高铁站区及其站区周边基础设施的投资建设、重点交通基础设施的建设以及港口、机场、物资贸易等业务，2019年受广弘交通等公司并入影响，公司营业收入大幅增至443,581.88万元；从收入构成来看，项目代建回购收入占主营业务收入的88.97%，仍为营业收入的主要来源；除此之外，2019年公司新增的机场服务、运输服务、出租车服务、公交服务等业务进一步丰富了公司收入来源。从业务持续性来看，存货及在建工程中未结转代建项目成本（295,793.11万元）可对短期收入形成一定保障，但长期来看，随着代建项目的减少，未来代建业务的持续性存在一定不确定。毛利率方面，因广弘交通代建业务毛利率低于公司本部，导致代建业务毛利率小幅降至14.30%，机场、港务等业务仍处于亏损状态，整体使得2019年综合毛利率下降3.34个百分点。值得注意的是，公司机场、港口、物资贸易等业务主要采取市场化运营方式，收入和毛利率均存在一定波动，未来收益存在一定不确定。

利润方面，2019年公司营业利润和利润总额均较上年大幅增长，其他收益中政府补助占利润总额的63.62%，利润仍对财政补贴存在一定依赖。

表9 2018-2019年公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	443,581.88	79,452.20
其他收益	39,665.94	17,640.50
营业利润	61,482.22	19,309.92
利润总额	62,342.69	19,392.46
综合毛利率	10.33%	13.67%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但自营项目投入、追加投资等使得投资活动现金净流出规模较大，对融资存在一定依赖，随着在建及拟建项目投入，资金压力较大

2019年公司收现比降至0.36，主营业务回款能力下降，但当期代建项目支出规模整体不大，且往来款净流入规模有所上升，整体使得经营活动现金净流入78,086.13万元。

公司投资活动现金流入主要为理财产品到期、并入子公司持有的现金，投资活动现金流出主要为铁路项目投资和自营类项目建设，当期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的

现金达174,533.22万元，整体使得全年投资活动现金净流出115,138.63万元。

公司外部融资需求依然较大，2019年借款及发债规模大幅上升，全年筹资活动现金净流入157,806.02万元。考虑到2019年末公司主要在建项目尚需投资29.74亿元，拟建的高速公路项目投资规模较大，整体资金压力较大。

表10 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.36	1.10
销售商品、提供劳务收到的现金	160,578.71	87,225.19
收到的其他与经营活动有关的现金	92,928.61	37,867.39
经营活动现金流入小计	253,677.43	125,092.58
购买商品、接受劳务支付的现金	107,854.34	74,197.50
支付的其他与经营活动有关的现金	36,186.75	6,897.23
经营活动现金流出小计	175,591.29	84,234.44
经营活动产生的现金流量净额	78,086.13	40,858.15
投资活动产生的现金流量净额	-115,138.63	-66,311.84
筹资活动产生的现金流量净额	157,806.02	43,212.17
现金及现金等价物净增加额	120,736.73	17,758.48

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

净资产对负债的保障程度有所上升，但有息债务规模仍较大，面临较大的偿债压力

受广弘交通并入影响，2019年末公司所有者权益、负债规模均大幅上升，但负债增速低于所有者权益，使得2019年末产权比率降至66.72%，净资产对负债的保障程度有所上升。

表11 2018-2019年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,756,783.83	947,354.51
所有者权益	2,633,005.20	1,177,378.37
产权比率	66.72%	80.46%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末流动负债占总负债的比重升至49.85%，其中短期刚性债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债，2019年末合计489,037.4万元；短期借款为保证借款和信用借款，一年内到期的非流动负债为包括到期借款57,536.53万元、债券98,807.86万元，其他流动负债均为短期融资券。除此之外，应付账款主要为项目工程款，其他应付款主要为与地方国有企业往来款，2019年末均大幅上升。

非流动负债方面，构成主要为长期借款、应付债券和长期应付款，为公司刚性债务的主要构成部分，2019年末合计864,315.01万元；其中长期借款主要为保证借款和质押借款，2019年公司新发行债券规模较大，应付债券规模大幅上升，详见表13；长期应付款中包含融资租赁款29,663.00万元。

表12 2018-2019年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	241,700.00	13.76%	64,950.00	6.86%
应付账款	98,697.43	5.62%	6,374.16	0.67%
其他应付款	117,571.51	6.69%	12,991.38	1.37%
一年内到期的非流动负债	156,344.40	8.90%	51,500.00	5.44%
其他流动负债	90,993.00	5.18%	100,000.00	10.56%
流动负债合计	875,683.02	49.85%	345,338.39	36.45%
长期借款	397,672.00	22.64%	295,686.00	31.21%
应付债券	416,666.86	23.72%	214,007.03	22.59%
长期应付款	49,976.15	2.84%	32,323.08	3.41%
非流动负债合计	881,100.81	50.15%	602,016.12	63.55%
负债合计	1,756,783.83	100.00%	947,354.51	100.00%
有息负债	1,333,039.26	75.88%	809,752.11	85.48%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

表13 2019年末公司应付债券构成情况（单位：万元）

应付债称	面值	发行日期	债券期限	期末余额
14徐高铁债	240,000.00	2014年5月19日	7年	54,693.70
兴业银行徐州分行2018理财直融	60,000.00	2018年3月13日	3年	60,250.79
18徐州高铁MTN001	70,000.00	2018年11月23日	3年	69,854.11
19徐州交通MTN001	100,000.00	2019年6月13日	5年	102,140.35
南京银行徐州分行2019年债权融资计划	30,000.00	2019年9月30日	3年	30,183.37
19徐州交通PPN01	100,000.00	2019年12月14日	3年	99,544.53
15广弘交建MTN001	50,000.00	2015年8月19日	5年	-
政府置换债券	36,000.00	-	-	-
合计	686,000.00	-	-	416,666.86

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司资产负债率为40.02%，较上年末下降4.57个百分点，但有息债务总额同比大幅增加64.62%至1,333,039.26万元，整体债务负担仍较重；利润规模的上升整体使得EBITDA对债务本息的保障程度有所提升；此外，2019年末公司短期有息债务达489,037.4万元，现金短债比仅为0.37，短期偿债能力下降。

表14 2018-2019年公司主要偿债能力指标情况

项目	2019年	2018年
资产负债率	40.02%	44.59%
现金短期债务比	0.37	0.50
EBITDA 利息保障倍数	2.14	0.71
有息债务/EBITDA	15.03	28.02

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2017年1月1日至报告查询日（2020年6月11日），公司2018年4月21日存在欠息，金额为66.08万元，结清日期为2018年4月23日，根据公司提供的恒丰银行徐州分行出具的欠息说明，该笔欠息系公司操作失误，误将利息存入非扣息账户造成，非公司恶意欠息。除此之外，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保合计为328,000.00万元，占2019年末公司所有者权益的比重为12.46%，担保对象均为地方国有企业，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表15 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保到期日	是否有反担保
徐州市新盛建设发展投资有限公司	42,000.00	2024-6-4	否
徐州市新盛建设发展投资有限公司	25,000.00	2028-4-19	否
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	14,000.00	2026-9-26	否
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	55,000.00	2029-6-30	否
徐州市新水国有资产经营有限责任公司	40,000.00	2020-9-28	否
徐州水源水务有限公司	15,000.00	2023-11-7	否
丰沛铁路股份有限公司	20,000.00	2022-4-20	否
徐州市城市轨道交通有限责任公司	50,000.00	2038-6-25	否
徐州铁矿集团有限公司	7,000.00	2020-4-24	否
徐州市盛德实业发展有限公司	60,000.00	2022-11-22	否
合计	328,000.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

徐州市优越的交通区位及较强的经济实力为公司发展提供了良好的外部环境，公司交通基础设施建设和运营管理业务在徐州市具有较强的专营性，2019年继续得到政府的大力支持，多家公司股权及资产划入公司，资产重组后公司业务规模、资本实力、收入及利润规模均显著提升，综合实力大幅增强；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，且应收账款的账务处理、铁路项目的股权投资值得关注，在建及拟建项目面临较大的投资支出压力，有息债务规模持续增长，短期偿债压力上升以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元上调本期债券信用等级为AA+，上调公司主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并范围）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	177,625.42	108,439.19	72,650.47
应收账款	1,393,104.97	579,756.38	576,065.42
存货	1,052,102.25	1,016,757.41	1,015,087.54
流动资产合计	2,882,466.65	1,745,136.68	1,729,096.44
固定资产	565,084.37	98,640.76	80,397.85
在建工程	369,203.26	241,101.85	215,830.52
非流动资产合计	1,507,322.38	379,596.20	316,592.34
总资产	4,389,789.02	2,124,732.88	2,045,688.78
短期借款	241,700.00	64,950.00	26,000.00
一年内到期的非流动负债	156,344.40	51,500.00	73,742.64
其他流动负债	90,993.00	100,000.00	130,000.00
流动负债合计	875,683.02	345,338.39	364,674.83
长期借款	397,672.00	295,686.00	309,250.00
应付债券	416,666.86	214,007.03	191,326.97
长期应付款	49,976.15	32,323.08	6,968.01
其他非流动负债	90,993.00	60,000.00	-
非流动负债合计	881,100.81	602,016.12	516,258.99
总负债	1,756,783.83	947,354.51	880,933.81
有息债务	1,333,039.26	809,752.11	740,067.62
所有者权益	2,633,005.20	1,177,378.37	1,164,754.96
营业收入	443,581.88	79,452.20	121,498.38
其他收益	39,665.94	17,640.50	23,995.62
营业利润	61,482.22	19,309.92	29,554.90
利润总额	62,342.69	19,392.46	29,577.63
经营活动产生的现金流量净额	78,086.13	40,858.15	32,963.14
投资活动产生的现金流量净额	-115,138.63	-66,311.84	-73,469.20
筹资活动产生的现金流量净额	157,806.02	43,212.17	43,979.62
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	10.33%	13.67%	14.46%
收现比	0.36	1.10	0.80
产权比率	66.72%	80.46%	75.63%
资产负债率	40.02%	44.59%	43.06%
现金短期债务比	0.37	0.50	0.33
EBITDA（万元）	88,690.04	28,900.14	40,903.25

EBITDA 利息保障倍数	2.14	0.71	1.34
有息债务/EBITDA	15.03	28.02	18.09

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

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

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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