



徐州市新城区国有资产经营有限责任公司 主体与 2017 年度第二期中期票据信用评级报告

大公报 D【2017】199 号

中期票据信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: **稳定**

发债主体: 徐州市新城区国有资产经营有
限责任公司

注册总额: 20 亿元

本期发债额度: 10 亿元

本期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款、到期债券及信托
借款

评级观点

徐州市新城区国有资产经营有限责任公司(以下简称“徐州新城国资”或“公司”)主要从事徐州市新城区基础设施建设投融资、土地开发等业务。评级结果反映了徐州市经济及财政实力很强,新城区是徐州市的重要发展区域,公司作为徐州市新城区重要的基础设施建设投融资主体,得到徐州市政府在资产划拨和财政补贴等方面的有力支持等优势;同时也反映了近年来公司营业收入波动较大,公司资产中存货占比较高,资产流动性一般,公司经营性净现金流持续为负等不利因素。综合来看,公司偿还债务的能力很强,本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年,徐州市经济实力将继续增强,公司在徐州市新城区城市基础设施建设领域仍将发挥重要作用。综合来看,大公报对徐州新城国资的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 徐州市经济及财政实力很强,装备制造业、能源产业以及食品和农副产品加工业等支柱产业对经济增长的带动作用较强,经济保持较快增长;
- 新城区是徐州市的行政、商务中心,为徐州市重要发展区域,公司作为徐州市新城区重要的基础设施建设投融资主体,在徐州市城市建设中具有重要地位;
- 公司得到徐州市政府在资产划拨和财政补贴等方面的有力支持。

主要风险/挑战

- 受代建项目回购进度和土地开发进度的影响,近年来公司营业收入波动较大;
- 公司资产中以土地使用权为主的存货占比较大,且抵押资产规模较大,资产流动性一般;
- 近年来,公司经营性净现金流持续为负,缺乏对债务的保障能力。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	248.60	246.81	188.01	170.03
所有者权益	144.07	143.83	124.94	123.90
营业收入	4.27	12.85	15.39	10.23
利润总额	0.36	1.96	1.76	1.25
经营性净现金流	-7.04	-20.75	-3.63	-6.83
资产负债率(%)	42.05	41.73	33.56	27.13
债务资本比率(%)	32.23	32.23	25.76	20.28
毛利率(%)	15.25	14.65	16.11	14.08
总资产报酬率(%)	0.16	0.88	1.19	0.83
净资产收益率(%)	0.17	0.95	0.84	0.73
经营性净现金流 利息保障倍数 (倍)	-19.94	-13.39	-1.32	-3.54
经营性净现金流/ 总负债(%)	-6.78	-24.99	-6.64	-14.85

注: 2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 王 燕

评级小组成员: 王维佳 苏展展

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年八月十六日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

徐州新城国资是徐州市政府于 2004 年 2 月成立的国有独资公司。从公司成立之初至 2013 年 6 月，徐州市财政局持有公司 100% 的股权，是公司的实际控制人。2013 年 6 月，公司的股东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 3 月末，公司注册资本为 3.5 亿元人民币，徐州市国资委持有公司 100% 的股权，是公司的唯一股东和实际控制人。

公司是徐州市新城区重要的基础设施建设投融资主体，负责新城区范围内土地一级开发、基础设施及公共设施建设和管理、市政府授权委托资产的经营管理，以实现国有资产保值、增值。

截至 2017 年 3 月末，公司拥有徐州市新创资产管理有限公司、徐州市新畅管网运营有限公司（以下简称“新畅管网”）、徐州市新业工程项目管理有限公司、徐州市新凯投资实业有限公司（以下简称“新凯投资”）和徐州市新华建设有限公司 5 家全资子公司。

发债情况

本期票据概况

公司拟在银行间市场交易商协会注册总额为 20 亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期（2017 年度第二期），发行金额为 10 亿元人民币，发行期限为 5 年。本期票据面值 100 元，采用簿记建档、集中配售方式按面值发行。本期票据为固定利率，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 10 亿元，全部用于偿还银行借款、到期债券及信托借款。

宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长

6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 12.0%。同期，全社会融资规模增量为 17.80 万亿元，新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年上半年，我国国民经济延续了稳中向好的发展态势，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，固定资产投资（不含农户）同比名义增长 8.6%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比增长 19.6%。同期，全国公共财政预算收入为 9.43 万亿元，同比增长 9.8%；政府性基金预算收入为 2.30 万亿元，同比增长 27.8%。此外，2017 年上半年，我国全社会融资规模增量为 11.17 万亿元，同比多增 1.36 万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 8.21 万亿元，同比多增 0.73 万亿元。截至 2017 年 6 月末，广义货币（M2）余额 163.13 万亿元，同比增长 9.5%，增速较去年同期下降 2.3 个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产

品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

地方政府投融资平台是国家实施基础设施投融资管理及新型城镇化战略的重要主体，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；随着地方政府债务管理的加强和融资平台运营的逐步规范，未来融资平台的发展将逐步转型，但仍将与政策的变化紧密相连

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务，截至2014年末，三类债务总计为24.0万亿元。2016年末，地方政府一般债务余额9.79万亿元，同比增长5.7%，专项债务余额5.53万亿元，同比增长0.6%。我国经济已经进入新常态的平稳发展过程，面临着经济下行压力较大、产业结构调整等现状，地方政府债务的持续增加，将使部分地区面临较大债务压力。

投融资平台企业既是独立的企业法人又是地方政府融资代理人，承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等重要城市建设项目，该类项目由于具有公益性，相关债务能够对地方政府在市政建设等方面提供支持，债务还本付息除依靠平台企业自身经营及项目运营产生的现金流外，当地税收收入及土地出让收益等地方政府财政收入往往成为其债务偿还的重要保障。2012年以来受经济下行、结构性减税、房地产销售下降等因素的影响，全国税收增速持续低于10%，因此，对于大多数地方政府来说，土地出让金仍承担着投融资平台偿还债务的主要来源。根据财政部最新公布数据，2017年

1~6月，全国实现政府性基金收入 2.30 万亿元，其中国有土地使用权出让收入 1.88 万亿元，分别同比增长 27.8%和 34.0%。由于土地资源的稀缺性和不可再生性，长期来看，地方依靠土地出让获得的财政收入存在较大不稳定性。

未来新型城镇化仍是我国经济社会发展的动力之一，因此地方投融资平台在一段时期内仍有存在的作用和价值，其改革和转型要保持稳步推进。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。2015 年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。融资平台在建项目后续融资问题政策出台、发改委新兴产业专项债指引等政策陆续实施，城投公司面临的融资环境有所宽松。2016 年，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18 号文”）公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。国家发改委根据文件精神，积极部署纵深推进投融资体制改革，加快补齐短板、扩大合理有效投资等工作。政府和社会资本合作示范项目政策的出台继续推进 PPP 项目的落地，促进新型融资工具快速发展。同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部正在摸底全国地方债务余额情况。国务院办公厅发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》提出风险事件分级制度及债务分类处置方式。2017 年以来，六部委联合下发了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50 号），加强了对融资平台公司融资管理，强调地方政府不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得违法违规出具担保函承诺函等。财政部下发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预【2017】87 号文），明确了先有预算，后有购买的政府购买服务原则，列出了政府购买服务负面清单等，进一步规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险。预计未来地方投融资平台的运作模式将随着政策的调整而进一步发生转变。

我国全社会固定资产投资额一直保持较快增长，其中地方基础设施建设投资在我国全社会固定资产投资中占据重要部分，是固定资产投资增长的重要支撑，部分年份地方项目投资增速超过 30%。在目前我国经济下行压力大的背景下，随着房地产领域调控力度的加大，房地产投资将得到抑制，基础设施建设将成为稳增长的最重要抓手。从需求方面来看，十三五期间基建领域的固定资产投资仍将维持较高水平。总的来说，国家新型城镇化战略进一步的实施，将使得未来一定时期内我国固定资产投资规模继续保持增长，地方基础设施建设投资仍具有较大空间。

预计未来 1~2 年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台运作模式

的转变也提出了更高要求。

徐州市是淮海经济区的中心城市，区位优势明显，近年来地区经济保持稳步发展，发展水平位列江苏省中上游

徐州市是江苏省北部最大城市、江苏省重点规划建设的三大都市圈核心城市¹、淮海经济区²的中心城市和江苏省四个特大城市之一。徐州市下辖 5 个市辖区（云龙区、鼓楼区、贾汪区、泉山区、铜山区）、3 个县（睢宁县、沛县、丰县）和 2 个县级市（邳州市、新沂市），总面积 11,258 平方公里。截至 2016 年末，徐州市常住人口 871 万人。

徐州市地处苏、鲁、豫、皖四省交界处，交通便捷，是我国重要的铁路枢纽。陇海、京沪两大铁路干线在此交汇，高铁的通车使徐州更紧密地融入到长三角和环渤海两大经济区域之中，加强其与中西部地区和东部沿海地区的密切联系。同时，徐州境内有多条高速公路穿过，京杭大运河绕城穿行使徐州市成为国家主要的内河港口之一，观音机场为国家民航干线机场，鲁宁输油管道纵贯境内，由此形成了铁路、公路、水运、航空、管道的立体交通体系。

表 1 2016 年江苏省各地级市主要经济指标（单位：亿元）

城市	GDP	GDP 排名	人均 GDP（元）	地方财政一般预算收入	地方财政一般预算收入排名
江苏省	76,086.20	-	95,259	8,121.20	-
苏州市	15,400.00	1	154,000	1,730.00	1
南京市	10,503.02	2	127,264	1,142.60	2
无锡市	9,210.02	3	141,300	875.00	3
南通市	6,768.20	4	92,702	590.20	4
徐州市	5,808.52	5	66,845	516.06	5
常州市	5,773.90	6	122,721	480.30	6
盐城市	4,576.10	7	-	415.20	7
扬州市	4,449.38	8	99,150	345.30	8
泰州市	4,101.78	9	88,330	327.60	9
镇江市	3,833.84	10	120,603	293.01	11
淮安市	3,048.09	11	62,446	315.51	10
连云港市	2,376.48	12	52,986	211.47	13
宿迁市	2,351.12	13	48,309	238.08	12

数据来源：江苏省各市 2016 年国民经济和社会发展统计公报

2014~2016 年，徐州市经济规模持续增长，地区生产总值分别为 4,963.91 亿元、5,319.88 亿元和 5,808.52 亿元，按可比价格计算，

¹ 2003 年江苏省政府同意重点建设南京都市圈和徐州都市圈，加上原来同意的苏锡常都市圈，共同构成江苏省三大都市圈。

² 淮海经济区成立于 1986 年，由苏鲁豫皖四省、20 个成员市联合而成，并且成立固定的联络办公机构。中心城市为徐州，主要城市有徐州、蚌埠、商丘、济宁等。

增长率分别为 10.5%、9.5%和 8.2%，受宏观经济影响增速有所放缓，但仍保持较高水平。2016 年，徐州市第一产业实现增加值 542.89 亿元，同比增长 1.9%；第二产业实现增加值 2,513.85 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值 2,751.78 亿元，同比增长 9.1%。徐州市三次产业结构由 2014 年的 9.5:46.1:44.3 调整为 2016 年的 9.3:43.3:47.4，产业结构持续优化调整。

2016 年，徐州市地区生产总值及一般预算收入在江苏省 13 个地级市中均排第 5 位，在江苏省处于中上游。

近年来，徐州市重点培育的食品与农副食品加工业、煤盐化工业、建材业、装备制造业、冶金业和能源业等六大千亿元产业，增长态势平稳；2016 年六大产业产值达 12,442.09 亿元，同比增长 15.1%。其中，装备制造业、食品与农副食品加工业、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%；工业产品销售率达到 98.1%。

表 2 2014~2016 年徐州市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5,808.52	8.2	5,319.88	9.5	4,963.91	10.5
人均地区生产总值（元）	66,845	7.7	61,511	9.0	57,655	10.1
公共财政预算收入	516.06	-	530.68	12.4	472.33	11.7
全社会固定资产投资	4,797.33	12.5	4,266.12	16.5	3,671.56	18.8
社会消费品零售总额	2,659.39	12.8	2,358.45	12.4	1,664.45	13.0
进出口总额（亿美元）	62.48	15.4	54.13	9.6	59.88	-
三次产业结构	9.3:43.3:47.4		9.5:44.3:46.2		9.5:46.1:44.3	

数据来源：2014~2016 年徐州市国民经济和社会发展统计公报

徐州市先进制造业发展态势良好。2016 年全市规模以上工业企业中，医药制造业实现产值 601.30 亿元，同比增长 10.7%；专用设备制造业 541.96 亿元，同比增长 22.9%；电气机械和器材制造业 945.84 亿元，同比增长 18.5%；计算机、通信和其他电子设备制造业 397.79 亿元，同比增长 9.9%；仪器仪表制造业 761.70 亿元，同比增长 26.4%；汽车制造业 84.12 亿元，同比增长 32.2%。

近年来，徐州市固定资产投资增长较快。2016 年，徐州市完成固定资产投资 4,797.33 亿元，同比增长 12.5%。徐州市投资结构持续优化。分产业看，第一产业完成投资 40.37 亿元，同比下降 17.5%；第二产业投资 2,668.61 亿元，同比增长 14.3%；第三产业投资 2,088.35 亿元，同比增长 10.9%。第二产业投资中，其中，制造业投资 2,415.91 亿元，同比增长 16.7%；高新技术产业投资 664.30 亿元，同比增长 12.6%，占全市投资比重达 13.8%。技改投资 818.39 亿元，增长 35.9%。航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、新材料制造业、新能源制造业

和软件业等高新技术产业投资分别为 7.40 亿元、3.00 亿元、142.03 亿元、40.97 亿元和 18.01 亿元，分别增长 111.2%、84.2%、44.6%、325.5% 和 24.3%。

2017 年 1~6 月，徐州市全市完成固定资产投资额 1,907.70 亿元，同比增长 9.8%；徐州市规模以上工业增加值实现 7,149.42 亿元，同比增长 16.9%；徐州市进出口总额 263.44 亿元，同比增长 71.1%。

综合来看，徐州市经济实力不断增强，整体经济实力处于江苏省中上游水平。

徐州市新城区是徐州市级功能转移的接纳地以及徐州市新的行政中心和区域性的商务、金融、文化中心，对徐州市城市发展具有重要作用

根据《徐州市城市总体规划（2007 年~2020 年）》，徐州新城区作为徐州市的行政、商务中心区，市级功能转移的接纳地，城市新的主要经济增长空间和新的城市中心，承担行政办公、金融贸易、会议展示、文化娱乐、旅游服务等职能。

截至 2017 年 4 月末，徐州市新城区已累计完成建设投资约 720 亿元，已建成道路 119 公里，桥梁 57 座，公共绿地 780 万平方米，各类建筑 860 余万平方米。行政办公区全面建成，60 多家市级党政机关单位入驻集中办公。市档案馆、规划馆、政务服务中心向市民提供相关服务。撷秀中学、新元大道中学、华顿国际学校、青年路小学、徐师附小、幼师幼儿园、伊顿幼儿园、大地幼儿园等优质教育资源在新城区开班办学，吉田商务广场、美的商业广场、绿地皇冠假日酒店、大龙湖接待中心、下沉式商业广场等公共服务设施也投入运营，市中心医院新城区分院、市级机关医院、徐州工程学院新校区投入使用。奥体中心成功举办省“十八运”会并正式向市民开放使用。中铁人才家园、绿地国际花都、国信龙湖世家、汉源国际华城、雍景新城等 22 个住宅小区竣工交付使用。包括社区超市、便利店、生鲜、洗衣、美容美发等业态的 210 家社区便民商业服务设施，基本实现了社区商业服务全覆盖。

新城区以加快项目推进为重点，积极搭建各具特色的产业发展平台。生活物流园物流进驻企业 11 家，苏宁电器、恩华医药、淮海医药、国家网架检测中心等项目已投入使用。进口汽车经营企业 10 家，沃尔沃、宝马、捷豹路虎、奔驰、福特等进口汽车品牌物流项目集聚发展。物流园 2015 年实现营业收入约 60 亿元。新城区商务中心入驻企业 310 家，办公面积 6.53 万平方米，主要包括金融、房地产、信息咨询、技术服务等行业；现代商务服务示范区公共服务平台已经建成开放。莱商银行、江苏银行、淮海商业银行、东方黎明集团等总部办公项目进驻总部经济园。

预计未来，随着新城区项目建设进一步推进以及行政、商务配套设施的进一步完善，新城区将继续在徐州市经济社会发展中发挥重要



作用。

地方政府财政分析

财政收入分析

2013~2015 年，受基金预算收入波动影响，徐州市地方财政收入及财政本年收入均有所波动；税收收入在一般预算收入中占比较高；基金预算收入是地方财政收入的重要组成部分，易受国家房地产调控政策和土地市场行情的影响，具有一定的不确定性

公司未提供徐州市 2016 年全口径及市本级财政决算报表，根据徐州市统计局统计公报，2016 年徐州市全市完成一般预算收入 516.06 亿元，同比增长 6.10%，其中，完成税收收入 390.31 亿元，占一般预算收入 75.60%，受营改增政策影响税收收入有所减少。从税种构成来看，徐州市税收收入主要是营业税、增值税、土地增值税、契税、城市维护建设税和企业所得税，2016 年上述六种税种贡献了税收收入的 86.30%。2016 年，徐州市基金预算收入为 233.29 亿元，同比下降 28.8%。

2013~2015 年，徐州市全口径财政本年收入有所波动；地方财政收入占财政本年收入的比重均超过 75%，占比较高。

2013~2015 年，徐州市地方财政收入中一般预算收入占比分别为 52.18%、48.24%和 61.81%，占比有所波动，但保持较高水平；一般预算收入中税收收入占比分别为 80.67%、81.81%和 80.86%，占比保持在 80%以上。从税种构成来看，徐州市税收收入主要是营业税、增值税、土地增值税和城市维护建设税，2015 年上述四项税种贡献了税收收入的 73.80%。

以土地出让收入为主的政府性基金收入是地方财政收入的重要组成部分。2013~2015 年，徐州市基金预算收入分别为 375.95 亿元、491.94 亿元和 327.88 亿元，基金收入在地方财政收入中占比分别为 46.39%、50.25%和 38.19%，2014 年徐州市全市土地出让收入金额较大，基金预算收入有所波动。基金预算收入主要来源于土地出让，而土地出让容易受国家房地产调控政策和土地市场行情的影响，具有一定的不确定性。

2013~2015 年，徐州市财政本年收入中转移性收入保持稳步增长态势，分别为 239.04 亿元、251.63 亿元和 275.84 亿元，是徐州市财政实力的重要补充。2015 年，徐州市转移性收入中一般预算转移性收入为 261.79 亿元，基金预算转移性收入为 14.05 亿元。

表 3 2013~2015 年徐州市全市及市级财政收支情况（单位：亿元）

项 目		全口径			市级 ³		
		2015 年	2014 年	2013 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政 本年 收入	本年收入合计	1,134.40	1,230.71	1,049.78	547.14	570.99	520.55
	地方财政收入	858.56	979.08	810.33	446.99	482.44	428.32
	一般预算收入	530.68	472.33	422.84	270.88	241.06	225.19
	税收收入	429.13	386.43	341.11	206.89	189.12	172.28
	基金收入	327.88	491.94	375.95	176.11	241.38	203.13
	预算外收入	-	14.81	11.54	-	-	-
	转移性收入	275.84	251.63	239.04	100.15	88.55	92.23
财政 本年 支出	本年支出合计	1,147.17	1,236.11	1,052.09	529.44	582.36	525.16
	地方财政支出	1,076.64	1,169.11	988.25	487.16	541.68	485.94
	一般预算支出	752.46	661.84	595.61	320.57	301.29	277.68
	基金支出	324.18	496.75	383.52	166.60	240.38	208.26
	预算外支出	0.00	10.53	9.12	-	-	-
	转移性支出	70.53	67.00	63.84	42.47	40.68	39.22
本年收支净额		-12.77	-5.41	-2.31	17.70	-11.37	-4.61

数据来源：根据徐州市财政局提供资料整理

从市级情况来看，2013~2015 年，徐州市市级财政本年收入分别为 520.55 亿元、570.99 亿元和 547.14 亿元，占全市财政本年收入比重分别为 49.59%、46.40%和 48.23%，规模和占比均有所波动。同期，徐州市市级政府性基金收入有所波动，在市级地方财政收入中占比分别为 47.43%、50.03%和 39.40%，占比较高，不利于地方财政收入的稳定性。

财政支出与政府债务

近年来，徐州市财政支出规模有所波动；一般预算支出中，刚性支出占比逐年下降

根据徐州市统计局统计公报，2016 年徐州市完成一般预算支出 798.89 亿元，同比增长 6.2%。其中，教育支出 161.53 亿元，同比增长 9.10%；社会保障和就业支出 88.02 亿元，同比增长 30.40%；医疗卫生和计划生育支出 60.41 亿元，同比增长 3.0%。

近年来，徐州市财政本年支出有所波动，2013~2015 年，徐州市财政本年支出分别为 1,052.09 亿元、1,236.11 亿元和 1,147.17 亿元。同期，一般预算支出逐年增长，占地方财政支出的比重分别为 60.27%、56.61%和 69.89%，一般预算支出中刚性支出占比逐年下降。

2013~2015 年，徐州市政府性基金支出分别为 383.52 亿元、496.75 亿元和 324.18 亿元，其中以建设性投资支出为主的城乡社区事

³ 徐州市市级包括徐州市市本级和徐州市下辖区。

务支出在基金预算支出中占比较高，2015年该项占比为97.84%。

表4 2013~2015年徐州市全市一般预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）

项目	2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	752.46	100.00	661.84	100.00	595.61	100.00
狭义刚性支出 ⁴	341.28	45.36	306.18	46.26	281.52	47.27
一般公共服务	60.27	8.01	57.36	8.67	57.00	9.57
教育	152.35	20.25	131.95	19.94	121.72	20.60
社会保障和就业	70.42	9.36	64.49	9.74	57.64	9.68
医疗卫生	58.24	7.74	52.38	7.91	45.16	7.58
广义刚性支出 ⁵	426.28	56.65	381.42	57.63	346.87	58.24

数据来源：根据徐州市财政局提供资料整理

从市级情况来看，近年来，徐州市市级财政本年支出和地方财政支出均有所波动。公司未提供截至2016年末徐州市地方政府债务情况。根据《关于市本级财政预算调整和地方政府债务限额审查情况的报告》截至2016年末，徐州市市级地方政府直接债务余额为202.36亿元。其中一般债务87.86亿元，专项债务114.5亿元。

经营与政府支持

土地开发和委托代建业务是公司收入和利润的主要来源，近年来公司毛利率较稳定；土地转让业务毛利率较高，但收入的实现具有较大不确定性

根据徐州市政府对公司的职能定位，公司负责新城区的基础设施建设和土地征用搬迁、开发和整治等工作，同时参与土地二级市场交易。

2014~2016年，公司营业收入分别为10.23亿元、15.39亿元和12.85亿元，波动较大。2015年，公司营业收入为15.39亿元，毛利润为2.48亿元，同比均大幅增长，主要因公司代建项目集中移交结算，使代建业务收入大幅增长，公司未实现土转地让业务收入。2016年，公司营业收入同比减少2.54亿元，主要是因为委托代建业务受项目回购进度影响，未确认回购收入。同期，其他业务收入主要来自租金收入，在营业收入中的占比很低。从毛利率来看，近年来比较稳定。其中2015年，因委托代建业务收入中政府给与的项目管理费有所增加，委托代建业务毛利率同比大幅增长，公司毛利率水平上升明显。

⁴ 狭义刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障与就业和医疗卫生四个支出科目。

⁵ 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融等事务四个科目。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.27	100.00	12.85	100.00	15.39	100.00	10.23	100.00
委托代建	-	-	-	-	12.34	80.18	5.59	54.64
土地开发	4.04	94.54	12.32	95.84	2.93	19.04	4.52	44.18
其他业务	0.23	5.46	0.53	4.16	0.12	0.78	0.12	1.17
毛利润	0.65	100.00	1.88	100.00	2.48	100.00	1.44	100.00
委托代建	-	-	-	-	2.00	80.65	0.69	47.92
土地开发	0.57	87.83	1.76	93.52	0.49	19.76	0.75	52.08
其他业务	0.08	12.17	0.12	6.48	-0.01	-0.41	0.00	-0.13
毛利率	15.25		14.65		16.11		14.08	
委托代建	-		-		16.21		12.32	
土地开发	14.17		14.29		16.72		16.67	
其他业务	33.97		22.85		-8.33		-1.52	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年 1~3 月，公司营业收入为 4.27 亿元，同比增长 3.45 亿元，主要来源于土地开发业务中安置房项目完工确认收入，受项目回购进度影响，公司未实现委托代建业务收入。

预计未来 1~2 年，公司营业收入仍将主要来源于土地开发和委托代建业务，土地转让业务具有较大不确定性；政府对于委托代建项目的回购安排对公司营业收入水平有较大影响。

● 基础设施建设

作为新城区重要的基础设施建设投融资主体，公司承担了大量基础设施建设任务，在新城区建设领域具有重要地位；公司拟建项目投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力

作为徐州市新城区重要的基础设施建设投融资主体，公司受徐州市新城区建设指挥部（以下简称“建设指挥部”）委托，承担了大量基础设施建设任务，在新城区建设领域具有重要地位。公司基础设施建设业务模式为，通过与建设指挥部签订项目回购协议，公司采用市场化的运作方式，以项目为主体通过资本市场、金融机构融资建设或通过“预先购买协议”、“设施使用协议”等方式引入社会资金融资建设；项目完工后由建设指挥部回购，包括项目建设费及融资费、项目管理费、营业税金及附加、项目建设合理的利润。审核确认后一年内支付 70% 的回购款，剩余 30% 的回购款于决算审计完成后一次性付清。

公司承建的新城区基础设施项目主要包括道路建设（含管网建设、道路两旁绿化）、桥梁建设、行政办公大楼、学校学区建设等。截至 2017 年 3 月末，公司在建的基础设施委托代建项目包括新城区产业园区道路工程、彭祖大道贯通工程、故黄河绿化工程等，总投资达 14.60 亿

元，已完成投资 9.51 亿元，仍需投资 5.09 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司主要拟建项目为新城区健康养老社区以及人才家园街坊中心。因以上拟建项目尚未立项，拟建项目总投资额尚未明确。

表 6 截至 2017 年 3 月末公司在建基础设施代建项目情况（单位：万元）

项 目	总投资	已完成投资	项目批文
徐州新城区产业园区道路工程项目	61,228	58,865	徐发改投资【2009】260 号
彭祖大道贯通工程	24,000	3,658	徐发改投资【2005】383 号
故黄河绿化工程	18,700	3,987	-
新城区潇湘路九年一贯制学校	15,764	13,399	徐发改审字【2014】128 号
太行路小学	10,700	4,293	徐发改审发【2015】28 号
彭祖大道小学	7,100	3,006	徐发改审发【2015】29 号
徐州市科技馆	4,930	4,782	徐发改投资【2006】626 号
商聚路小学	3,600	3,060	徐发改行政许可服务审字【2014】127 号
合计	146,022	95,050	-

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1~2 年，随着公司在建及拟建项目的继续推进，公司面临一定的资本支出压力。

● 土地开发

公司负责徐州市新城区范围内的土地整理开发业务，并通过与建设指挥部签订委托开发协议开展具体的建设，收入实现有一定的保障

公司负责徐州市新城区范围内的土地整理开发业务，业务模式为：公司与建设指挥部签订《委托土地开发协议》，在相关政府部门的监督管理下，以具体地块为项目单元，进行新城区范围内的房屋拆迁、杆线迁移、地上附着物清理、青苗补偿、劳力安置及安置房建设等工作，并垫付相关费用。根据上述协议，建设指挥部根据公司在土地开发整理中垫付的、经验收确认的费用加计一定比例的酬劳向公司支付委托开发价款，《委托土地开发协议》的加成比例由协议双方每年根据具体情况协商确定，目前加成比例为 20%。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司累计开发整理土地面积 10,210 亩。

表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司土地开发业务经营情况（单位：亿元、亩）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年	合计
土地开发成本	3.46	10.56	2.44	3.77	20.23
开发整理土地面积	1,749	5,331	1,230	1,900	10,210
土地开发收入	4.04	12.32	2.93	4.52	23.81

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，公司主要进行的土地整理开发项目为新城区域城中村拆迁改造一期和二期工程及大韩、南刘、北刘村棚户区改造工程。城中村改造均采用实物安置的方式安置村民。截至 2017 年 3 月末，公司土地开发项目总投资为 57.49 亿元，已完成投资 41.93 亿元，仍需投资 15.56 亿元。

表 8 截至 2017 年 3 月末公司土地开发项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	项目批文
城中村拆迁改造一期工程	13.45	13.30	徐发改行政许可服务审字【2010】28 号
城中村拆迁改造二期工程	18.65	15.88	徐发改行政许可服务审字【2011】044 号
大韩、南刘、北刘村棚户区改造工程	25.39	12.75	徐发改审发【2015】75 号
合计	57.49	41.93	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，公司主要规划土地开发项目为新城区域城中村拆迁改造三期以及徐州市新城区域城中村拆迁改造四期项目，已取得项目批文（徐发改审发【2016】3 号和徐发改审发【2015】120 号），三期工程建设内容主要包括征收塘坊村、火神庙村、沟杨庄村、沟北头村等四个地块范围内的城中村居民住宅等建筑，并对其地块进行场地平整，建筑面积为 191,189.67 平方米，项目总投资 10.07 亿元，其中项目资本金为 2.07 亿元；四期工程建设内容主要包括征收张屯村、前金庵村、中金庵村、后金庵村等四个地块范围内的城中村居民住宅等建筑，对该地块进行场地平整，建筑面积为 176,584.48 平方米，项目总投资为 9.01 亿元，其中项目资本金为 2.61 亿元。

综合来看，公司负责徐州市新城区域范围内的土地整理开发业务，并通过与建设指挥部签订委托开发协议开展具体的建设，收入实现有一定的保障。

● 政府支持

公司是徐州市新城区域重要的基础设施建设投融资主体，在徐州市城市建设中具有重要地位，得到徐州市政府在资产划拨和财政补贴等方面的有力支持

公司作为徐州市新城区域重要的基础设施建设投融资主体，在徐州市城市建设中具有重要地位，得到徐州市政府在资产划拨和财政补贴等方面的有力支持。

资产划拨方面，公司自成立以来得到徐州市政府多次划拨资产，根据徐州市政府【2008】82 号文件，市政府将新城区域物流园区 3 宗土地和新城区域大龙湖以南、104 国道以北土地共 3,642.51 亩评估价值 12.95 亿元土地使用权注入公司。2014 年，公司获得建设指挥部 14.67 亿元的拨付款和徐州市政府 1.93 亿元的划拨房产，注入资本公积，扩

充了公司的资本；同期，公司获得徐州市政府划拨电力管网 25.62 亿元，全部注入子公司新畅管网。2016 年，根据徐州市人民政府下发的《市政府关于将新城区部分国有资产注入徐州市新城区国有资产经营有限责任公司经营的批复》（徐政复【2016】23 号），将评估总价值 17.54 亿元的徐州市规划展示馆、档案馆、信访接待中心、综合行政服务中心注入公司，计入资本公积。

财政补贴方面，2014~2016 年公司分别获得建设指挥部给予的财政补贴 1.00 亿元、2.00 亿元和 1.50 亿元。

预计未来，随着新城区建设的稳步推进，公司仍将获得徐州市政府和建设指挥部的有力支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司是徐州新城区重要的基础设施建设投融资主体，徐州市国资委是公司的唯一股东和实际控制人。公司是按照现代企业制度和《中华人民共和国公司法》组建的国有独资公司，主要负责徐州市新城区基础设施建设。公司设有董事会、监事会和经理层，并依据相关规定由职工代表大会选择职工董事和职工监事，建立了简单的企业法人治理结构。董事会是公司的决策机构，经理层行使董事会授予的职权。总经理、副总经理、总会计师构成了公司经理层。公司设有监事会，对公司董事会和经理层进行监督。

在组织结构方面，根据城建类业务的特点及需要，公司设置了计划发展部、资产财务部、经营管理部、项目事业部和行政综合部等职能部门，各职能部门之间在业务开展中既保持相互独立性又保持顺畅的协作。

战略与管理

公司按照徐州市政府确定的新城区城市基础设施近期规划及年度计划，负责完成政府指定投资项目的前期工作，并组织建设实施；通过招标或委托有资质的项目管理公司对投资项目进行全过程管理。根据徐州市新城区城市建设规划，新城区整体规划功能定位是行政和商务中心，不断推进功能性项目、拆迁安置房和社会投资项目建设，继续完善基础配套设施，调整优化景观绿化。总之，公司的基础设施建设职能将会进一步加强。

抗风险能力

综合来看，公司设立了基本健全的法人治理结构及内部控制体系，在公司经营和管理的各个层面及关键环节发挥了一定的控制作用，基本满足了公司管理和发展的需要。公司利用自身土地一级开发整理的优势，延长产业链，不断加强对公司资产的管理和经营，实现国有资

产的保值增值，公司整体抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月财务报表。天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014~2016 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

2014 年 5 月，公司以 5,321 万元从上海中凯集团收购新凯投资其余 40% 股权，从而取得了新凯投资的全部股权，成为新凯投资的实际控制人，2014 年起将其纳入财务报表合并范围。

资产质量

近年来，随着政府资产注入及公司建设项目投入规模的增加，公司资产规模不断增长；抵押资产规模较大，公司资产流动性一般

近年来，公司总资产规模不断增长，其中，流动资产规模持续增长，但在总资产中占比有所波动。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，流动资产占总资产的比重分别为 54.85%、62.86%、64.33% 和 63.62%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，上述科目合计占流动资产的比例保持在 97% 以上，其中存货占比达到 40% 以上。货币资金主要由银行存款、银行承兑汇票保证金等构成，近年来规模有所波动；受公司于 2016 年 1 月、3 月和 8 月分别发行 8 亿元“16 徐州国资 MTN001”、2.5 亿元“16 徐州国资 PPN001”和 10 亿元“16 徐新债”资金到账影响，截至 2016 年末货币资金同比增长 8.75 亿元。2017 年 3 月末公司货币资金较 2016 年末大幅减少，主要是因为应付承兑汇票到期，货币资金用于支付到期票据所致。截至 2016 年末，应收账款同比大幅增加，主要是应收徐州市新城区建设指挥部委托土地开发款及代建代购的基础设施资产款项，在应收账款总额中占比 99.46%，账龄主要集中在 2 年以内；2017 年 3 月末，受工程结算安排影响公司应收账款规模有所上升。公司预付账款内容主要为预付安置小区及山地绿化发生的预付器材及工程款，2015 年末，预付款项同比增加 7.33 亿元，主要是新增预付徐州金鼎湾新城置业有限公司和江苏明旺置业发展有限公司的工程款，占全部预付款项的比重为 56.41%；从账龄情况来看，账龄在 1 年以内的预付款占比 44.79%；2016 年，预付款项同比增加 13.64 亿元，主要是预付徐州明旺佳景置业有限公司、徐州金鼎湾新城置业有限公司和中建六局二公司的工程款，占全部预付款项的比重为 99.58%；从账龄情况来看，账龄在 1 年以内的预付款占比 44.79%。存货包括土地和安置小区开发成本，在总资产中的占比较高，2016 年末，土地账面价值为 60.24 亿元，在流动资产中的占比为 37.94%。

表9 2014~2016年末及2017年3月末公司资产构成(单位:亿元、%)

科目	2017年3月末		2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.88	3.17	14.85	6.01	6.09	3.24	5.03	2.96
应收账款	47.86	19.25	43.49	17.62	29.85	15.87	14.48	8.52
预付款项	34.11	13.72	32.62	13.22	16.68	8.87	9.35	5.50
存货	63.69	25.62	63.66	25.79	63.74	33.90	63.59	37.40
流动资产合计	158.17	63.62	158.78	64.33	118.20	62.86	93.27	54.85
投资性房地产	26.70	10.74	26.88	10.89	9.87	5.25	9.36	5.50
固定资产	26.03	10.47	26.12	10.58	26.52	14.10	28.10	16.53
其他非流动资产	35.14	14.14	33.62	13.62	32.06	17.05	37.90	22.29
非流动资产合计	90.43	36.38	88.03	35.67	69.84	37.14	76.76	45.15
资产合计	248.60	100.00	246.81	100.00	188.04	100.00	170.03	100.00

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成。2016年末,受投资性房地产大幅增加影响,公司非流动资产同比增加18.19亿元。同期,投资性房地产同比大幅增加,主要是将评估总价值17.54亿元的徐州市规划展示馆、档案馆、信访接待中心、综合行政服务中心注入公司所致。公司固定资产主要是房屋建筑物及电力管网等,2014~2016年末,受折旧及部分房屋及建筑物转入投资性房地产影响,公司固定资产规模同比小幅下降。其他非流动资产全部为代建工程,是徐州市政府委托公司投资建设的待移交的道路、桥梁、绿化工程等公益性基础设施资产,待项目竣工且办理完决算手续后可移交给有关政府主管部门,不计提折旧与摊销;2014~2016年末及2017年3月末,公司其他非流动资产占资产总额的比重分别为22.29%、17.05%、13.62%和14.14%;2015年末,其他非流动资产规模同比减少5.84亿元,主要是部分代建工程完工结转所致;2016年末,受代建工程增加的影响,公司其他非流动资产同比略有增加。

截至2017年3月末,公司受限资产总额为41.05亿元,规模较大,未来融资空间受到一定限制,受限资产占总资产的比重为16.63%,占净资产28.54%,主要是公司为取得银行借款所抵押的土地、投资性房地产及质押的定期存款。此外,公司将子公司新畅管网的股权收益权质押以取得银行借款;子公司徐州市新创资产管理有限公司为商品房按揭贷款,抵押物为中茵龙湖国际佳苑社区1-107、108、109、110、111和112室,因该部分抵押物为预售房产,尚未办理产权证,已入账价值为727.38万元。

预计未来1~2年,随着承担土地开发和基础设施建设项目规模的扩大,公司资产规模仍将继续增长,但公司整体资产流动性受土地使用权为主的存货和其他非流动资产中的委托代建项目影响较大,且抵押资产规模较大,资产流动性一般。

资本结构

2014~2016年末，公司负债总额持续增加，有息债务占比相对稳定，资产负债率较低；徐州市政府对公司资产注入力度较大，公司所有者权益逐年增加

2014~2016年末及2017年3月末，公司负债规模持续上升，负债结构有所变化，但资产负债率总体保持较低水平。

表 10 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	52.33	50.06	51.42	49.93	30.15	47.77	24.54	53.20
非流动负债	52.20	49.94	51.56	50.07	32.96	52.23	21.59	46.80
负债合计	104.53	100.00	102.98	100.00	63.11	100.00	46.13	100.00
有息债务合计	68.53	65.55	68.40	66.42	43.35	68.69	31.51	66.69
短期借款	-	-	-	-	1.90	3.01	3.50	7.59
应付票据	-	-	2.41	2.34	2.23	3.53	0.75	1.63
一年内到期的非流动负债	16.57	15.85	14.67	14.25	6.50	10.31	5.92	12.83
长期借款	21.73	20.79	21.11	20.50	12.91	20.45	11.42	24.75
应付债券	30.23	28.92	30.21	29.33	19.81	31.39	9.93	21.52
资产负债率	42.05		41.73		33.56		27.13	

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2015年末，短期借款全部为抵押借款，抵押物为土地。2014~2016年末，应付票据不断增加，为银行承兑汇票。2016年末，应付账款为6.30亿元，同比增加1.12亿元，以应付工程款为主，主要是应付锦宸集团、上海园林绿化建设有限公司、绿地地产集团徐州新城置业有限公司、江苏淮海建设集团有限公司和江苏集慧集团的工程款；随着工程项目的完工结算，2017年3月末，公司应付账款较2016年减少58.10%，从账龄结构上看，1年以内的应付账款占总应付账款的74.50%。近年来，其他应付款规模不断增加；2016年末，其他应付款为17.80亿元，主要是应付徐州市国土资源局代建费、土地收储中心土地收储资金和大龙湖办事处借款等款项，账龄集中在1年以内；2017年3月末，公司其他应付款较2016年末增长23.17%，主要是应付徐州市国土资源局代建费、土地收储中心土地收储资金和金鼎湾置业公司往来款等款项，账龄在1年以内的占比76.76%，1~2年的占比为16.09%。一年内到期的非流动负债持续增加，截至2017年3月末同比大幅增长，主要是“10徐州债”转为一年内非流动负债所致。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2016年末，受政府委托土地开发项目和代建基础设施项目的影响，长期借款规模大

幅增长，以质押借款为主。2016年末，应付债券为公司于2015年发行的“15徐新债”。2016年1月和3月，公司分别发行8亿元“16徐州国资MTN001”和2.5亿元“16徐州国资PPN001”，使2016年末应付债券规模大幅增加。

2014~2016年末及2017年3月末，有息债务在总负债中占比分别为66.69%、68.69%、66.42%和65.55%，保持平稳。从有息债务的期限结构来看，公司两年内债务规模较大，面临一定集中偿还压力。

表 11 截至 2017 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5年	合计
金额	16.57	14.77	3.07	11.19	10.8	12.13	68.53
占比	24.18	21.55	4.48	16.33	15.76	17.70	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2014~2016年末及2017年3月末，公司的流动比率分别为3.80倍、3.92倍、3.09倍和3.02倍，速动比率分别为1.21倍、1.81倍、1.85倍和1.81倍，流动资产对流动负债的覆盖程度较好。

2014~2016年末及2017年3月末，公司所有者权益分别为123.90亿元、124.94亿元、143.83亿元和144.07亿元，逐年上升。2015年末，公司所有者权益同比增加1.04亿元，主要是公司收到财政局返还国有资本收益以及收到拨入立达路2号办公楼征收补偿款。2015年，公司获得0.43亿元征收补偿款及返还的国有资本收益，计入资本公积科目。2016年末，公司所有者权益同比增加18.89亿元，主要是根据徐州市人民政府下发的徐政复【2016】23号《市政府关于将新城区部分国有资产注入徐州市新城区国有资产经营有限责任公司经营的批复》，将评估总价值17.54亿元的徐州市规划展示馆、档案馆、信访接待中心、综合行政服务中心注入本公司。2017年3月末，公司所有者权益为144.07亿元，较2016年末增加0.24亿元，主要得益于未分配利润的增加。

截至2016年末，公司对外担保余额为39,000万元，担保比率为2.71%，被担保单位为徐州市政建设建团有限公司和徐州市经济技术开发区国有资产经营有限责任公司。其中，截至2017年3月末，徐州市政建设建团有限公司资产总额为5.61亿元，资产负债率为57.03%；2017年1~3月，主营业务收入为1.17亿元，净利润为0.04亿元。截至2017年3月末，徐州市经济技术开发区国有资产经营有限责任公司总资产规模为332.89亿元，所有者权益为163.10亿元，资产负债率为51.00%；2017年1~3月，营业收入为4.10亿元，毛利率为17.31%。

表 12 截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限
徐州市政建设集团有限责任公司	3,000	2016.11~2017.11
徐州市经济技术开发区国有资产经营有限责任公司	36,000	2016.06~2019.06
合计	39,000	-

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2014~2016 年末，公司负债规模保持增长，有息债务占比相对稳定，资产负债率保持较低水平；徐州市政府对资产注入力度较大，公司所有者权益保持较大增幅。

盈利能力

近年来，因代建项目集中回购，公司营业收入波动较大；管理费用的大幅波动削弱了公司的盈利能力；公司利润较大程度上依赖政府补贴

2014~2016 年，公司营业收入分别为 10.23 亿元、15.39 亿元和 12.85 亿元，波动较大。2015 年公司营业收入同比大幅上升，主要因代建项目集中回购使代建业务收入大幅增长所致，土地开发业务收入同比下降，且本期未实现土地转让收入，土地转让收入仍存在不确定性。2016 年，公司营业收入同比减少 2.54 亿元，主要是因为委托代建业务收入板块 2016 年无回购收入。2017 年 1~3 月公司营业收入为 4.27 亿元，主要为土地开发业务收入，尚未实现委托代建业务收入。

2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.67 亿元、1.78 亿元和 1.31 亿元，在营业收入中占比分别为 6.52%、11.52%和 10.19%，有所波动。2016 年公司期间费用同比有所下降，主要是投资性房地产的摊销原记在管理费用，2016 年调入其他业务成本所致。

表 13 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	4.27	12.85	15.39	10.23
营业成本	3.62	10.97	12.91	8.79
毛利率	15.25	14.65	16.11	14.08
期间费用	0.26	1.31	1.78	0.67
其中：管理费用	0.16	0.67	1.22	0.49
财务费用	0.10	0.62	0.54	0.16
营业利润	0.36	0.46	-0.06	0.27
补贴收入	-	1.50	2.00	1.00
利润总额	0.36	1.96	1.76	1.25
净利润	0.24	1.37	1.05	0.91
总资产报酬率	0.16	0.88	1.19	0.83
净资产收益率	0.17	0.95	0.84	0.73

2014~2016 年公司收到的政府补贴计入营业外收入，分别为 1.00 亿元、2.00 亿元和 1.50 亿元，占利润总额的比重分别为 79.75%、113.64%和 102.04%。2017 年 1~3 月，公司尚未收到财政补贴，利润总额较低。公司盈利对财政补贴较为依赖，补贴收入是公司利润的主要来源。

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司总资产报酬率分别为 0.83%、1.19%、0.88%和 0.16%，净资产收益率分别为 0.73%、0.84%、0.95%和 0.17%，均处于较低水平。

综合来看，近年来受项目回购进度和土地开发进度以及土地转让业务不确定性的影响，公司营业收入波动较大；土地转让受市场环境影响，不确定性较大；政府补贴是公司利润的主要来源。

现金流

近年来公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力；投资性净现金流持续表现为净流出，筹资性净现金流对资本支出的覆盖程度不稳定

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司的经营性净现金流分别为 -6.83 亿元、-3.63 亿元、-20.75 亿元和 -7.04 亿元，受业务内容及回款进度等因素影响波动较大。2014 年，经营性净现金流表现为净流出，主要原因为公司经营性现金流入受政府回款进度影响，收到的项目回购款金额较小，且公司垫付了较多基础设施项目建设成本。2015 年，公司经营性净现金流为 -3.63 亿元，仍表现为净流出，因公司 2015 年支付基础设施项目建设成本同比下降导致经营性净现金流流出规模有所减少。2016 年随着工程项目的增加，经营性净现金流流出规模大幅增长，导致当年经营性净现金流大幅下降。2017 年 1~3 月，经营性净现金流仍表现为净流出，规模上同比增长 6.09 亿元，主要是土地开发收入同比大幅增加所致。经营性净现金流缺乏对债务的保障能力。

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司的投资性净现金流分别为 -8.68 亿元、-3.02 亿元、-2.38 和 -4.12 亿元，持续表现为净流出。2014~2016 年，公司投资性净现金流净流出规模持续下降，主要因公司所从事经营性资产建设及相关土地征迁及开发方面的投资规模有所下降所致。

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司筹资性净现金流分别为 12.80 亿元、4.27 亿元、34.16 亿元和 6.63 亿元。2014 年，公司筹资性净现金流入规模较大主要是因为公司收到建设指挥部 14.67 亿元拨付款和其他暂借款。2015 年，公司筹资性净现金流入规模大幅减少主要是因为公司支付的保证金和代付高铁公司贷款本金及利息等款项大幅增加所致。2016 年，公司筹资性净现金流同比大幅增长，主要因公司于 2016 年 1 月、3 月和 8 月分别发行 8 亿元“16 徐州国资 MTN001”、2.5 亿元“16 徐州国资 PPN001”和 10 亿元的“16 徐新债”，使筹资

性现金流入规模大幅增加。

表 14 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流	-7.04	-20.75	-3.63	-6.83
投资性净现金流	-4.12	-2.38	-3.02	-8.68
筹资性净现金流	6.63	34.16	4.27	12.80
经营性净现金流/流动负债	-13.56	-50.88	-13.27	-28.76
经营性净现金流/总负债	-6.78	-24.99	-6.64	-14.85
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-19.94	-13.39	-1.32	-3.54

总体来看，近年来公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力；同时，公司投资性净现金流持续表现为净流出，筹资性净现金流对资本支出的覆盖程度不稳定。

偿债能力

综合来看，公司资产和负债规模逐年增加，有息债务占比相对稳定，资产负债率整体保持在较低水平，流动资产对流动负债的覆盖程度较好。土地开发和委托代建业务是公司收入和利润的主要来源，毛利率较为稳定。近年来，受代建项目回购进度和土地开发进度以及土地转让业务不确定性的影响，公司营业收入波动较大。近年来公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力。此外，作为徐州市新城区重要的基础设施建设投融资主体，公司获得了徐州市政府在资产划拨和政府补贴等方面的有力支持，近年来徐州市政府对公司资产注入力度较大，公司所有者权益保持较大增幅，有利于公司偿债能力的提升。综合分析，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 6 月 26 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2010 年 10 月发行的 7 年期 10 亿元企业债券“10 徐州债”，于 2016 年 1 月发行的 3 年期 8 亿元中期票据“16 徐州国资 MTN001”，于 2015 年 10 月发行的 10 亿元 5 年期私募债“15 徐新债”，于 2016 年 3 月发行的 2.5 亿元 3 年期“16 徐州国资 PPN001”，均尚未到本金兑付日，到期利息均已按期支付。公司于 2016 年 8 月发行的 10 亿元“16 徐新债”、于 2017 年 5 月发行的 3 年期 7 亿元的中期票据“17 徐新国资 MTN001”尚未到本息兑付日。

结论

徐州市形成了装备制造业、食品和农副产品加工和能源产业等支柱产业，经济实力较强，财政实力持续增长。徐州市新城区是徐州市



新的行政中心和区域性商务、金融、文化中心，在徐州市城市发展中具有重要地位。公司作为徐州市新城区重要的基础设施建设投融资主体，在徐州市城市建设领域发挥重要作用，得到徐州市政府在资产划拨和财政补贴等方面的有力支持。近年来徐州市政府对公司资产注入力度较大，公司所有者权益保持较大增幅，负债规模平稳，资产负债率保持在较低水平。与此同时，受代建项目回购进度和土地开发进度以及土地转让业务不确定性的影响，近年来公司营业收入波动较大；公司资产中以土地使用权为主的存货占比较大，且抵押资产规模较大，资产流动性一般。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，随着江苏省振兴徐州老工业基地规划的实施，徐州市经济和财政实力将继续增强，公司在徐州市城市基础设施建设领域仍将发挥重要作用。因此，大公对徐州新城国资的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对徐州市新城区国有资产经营有限责任公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

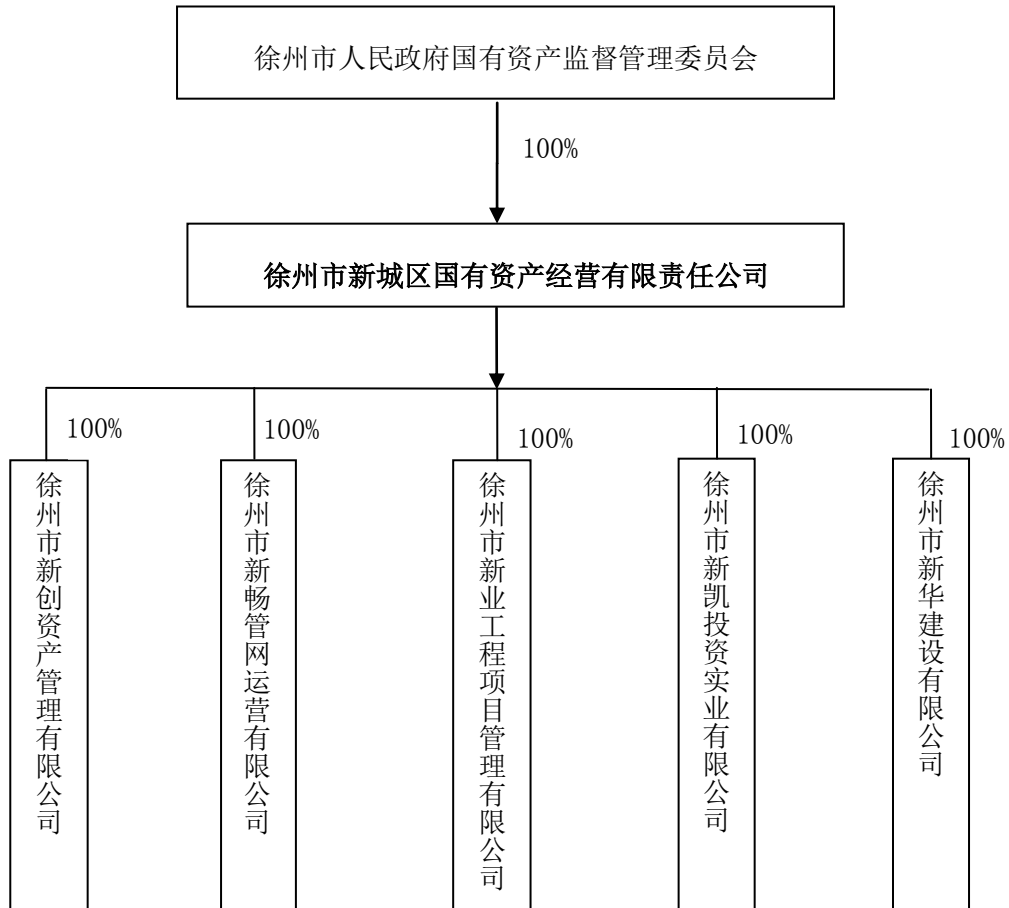
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

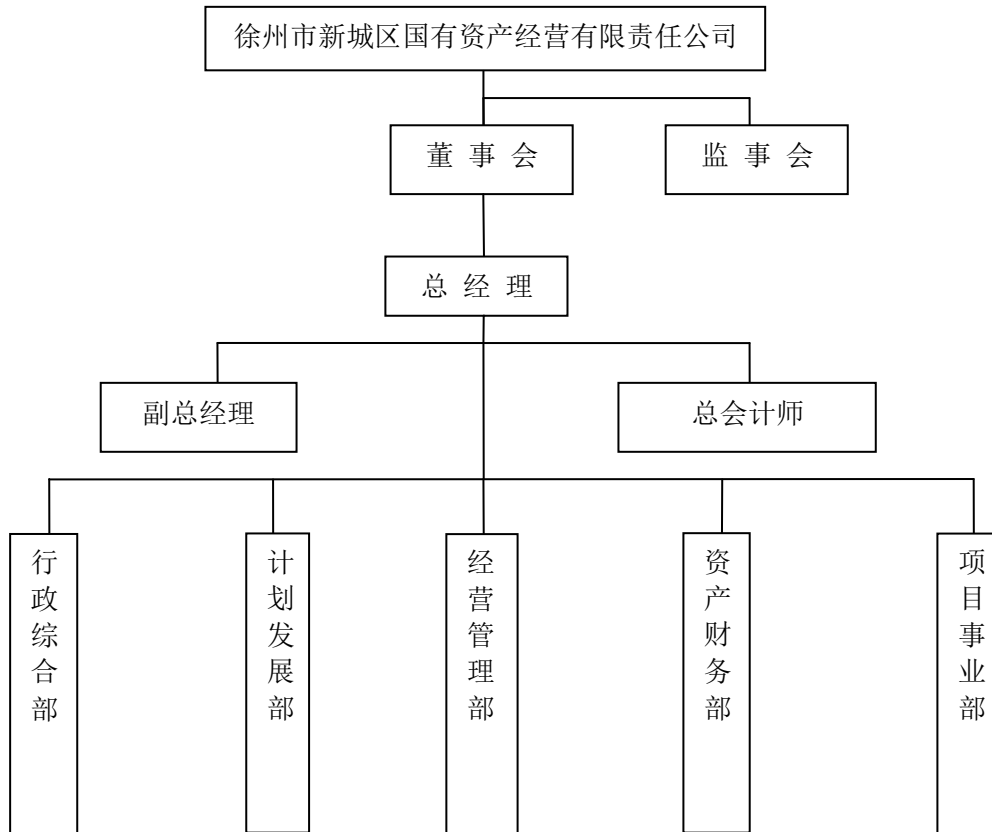


附件1 截至2017年3月末徐州市新城区国有资产经营有限责任公司股权结构图





附件2 截至2017年3月末徐州市新城区国有资产经营有限责任公司组织结构图



附件 3 徐州市新城区国有资产经营有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	78,824	148,453	60,948	50,270
应收账款	478,571	434,870	298,501	144,789
其他应收款	45,266	40,660	17,522	7,380
预付款项	341,138	326,218	166,827	93,513
存货	636,897	636,566	637,395	635,879
流动资产合计	1,581,714	1,587,785	1,181,992	932,676
投资性房地产	267,001	268,829	98,683	93,567
固定资产	260,258	261,234	265,167	281,036
其他非流动资产	351,418	336,245	320,566	378,991
非流动资产合计	904,334	880,302	698,437	767,630
总资产	2,486,048	2,468,086	1,880,429	1,700,306
占资产总额比 (%)				
货币资金	3.17	6.01	3.24	2.96
应收账款	19.25	17.62	15.87	8.52
其他应收款	1.82	1.65	0.93	0.43
预付款项	13.72	13.22	8.87	5.50
存货	25.62	25.79	33.90	37.40
流动资产合计	63.62	64.33	62.86	54.85
投资性房地产	10.74	10.89	5.25	5.50
固定资产	10.47	10.58	14.10	16.53
其他非流动资产	14.14	13.62	17.05	22.29
非流动资产合计	36.38	35.67	37.14	45.15
负债类				
短期借款	0	0	18,992	35,000
应付票据	0	24,084	22,292	7,500
应付账款	32,687	63,042	51,804	24,485
预收款项	11,543	11,348	11,246	11,539
其他应付款	219,262	178,012	55,986	46,656
一年内到期的非流动负债	165,651	146,728	65,032	59,168
流动负债合计	523,316	514,162	301,459	245,433
长期借款	217,344	211,137	129,067	114,171
应付债券	302,264	302,087	198,105	99,293
非流动负债合计	522,033	515,648	329,596	215,887
负债合计	1,045,349	1,029,810	631,055	461,320

附件3 徐州市新城区国有资产经营有限责任公司主要财务指标(续表1)

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.00	0.00	3.01	7.59
应付票据	0.00	2.34	3.53	1.63
应付账款	3.13	6.12	8.21	5.31
预收款项	1.10	1.10	1.78	2.50
其他应付款	20.98	17.29	8.87	10.11
一年内到期的非流动负债	15.85	14.25	10.31	12.83
流动负债合计	50.06	49.93	47.77	53.20
长期借款	20.79	20.50	20.45	24.75
应付债券	28.92	29.33	31.39	21.52
非流动负债合计	49.94	50.07	52.23	46.80
权益类				
实收资本(股本)	35,000	35,000	35,000	35,000
资本公积	1,253,253	1,253,253	1,078,053	1,073,746
盈余公积	17,175	17,175	15,403	13,476
未分配利润	135,271	132,849	120,917	116,765
归属于母公司所有者权益	1,440,699	1,438,277	1,249,374	1,238,987
所有者权益合计	1,440,699	1,438,277	1,249,374	1,238,987
损益类				
营业收入	42,692	128,500	153,926	102,341
营业成本	36,182	109,678	129,125	87,936
营业税金及附加	317	1,176	7,959	4,547
管理费用	39	207	12,162	4,896
财务费用	1,622	6,660	5,373	1,552
投资收益/损失	0	42	80	-811
营业利润	3,572	4,603	-595	2,662
营业外收支净额	0	14,990	18,195	9,877
利润总额	3,571	19,593	17,600	12,539
所得税	1,151	5,890	7,060	3,478
净利润	2,420	13,703	10,540	9,060
占营业收入比 (%)				
营业成本	84.75	85.35	83.89	85.92
营业税金及附加	0.74	0.92	5.17	4.44
管理费用	0.09	0.16	7.90	4.78
财务费用	3.80	5.18	3.49	1.52

附件 3 徐州市新城区国有资产经营有限责任公司主要财务指标(续表 2)

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
投资收益/损失	0.00	0.03	0.05	-0.79
营业利润	8.37	3.58	-0.39	2.60
营业外收支净额	0.00	11.67	11.82	9.65
利润总额	8.36	15.25	11.43	12.25
所得税	2.70	4.58	4.59	3.40
净利润	5.67	10.66	6.85	8.85
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-70,356	-207,498	-36,275	-68,257
投资活动产生的现金流量净额	-41,205	-23,810	-30,245	-86,828
筹资活动产生的现金流量净额	66,301	341,594	42,748	128,001
财务指标				
EBIT	4,062	21,806	17,600	14,060
EBITDA	-	31,020	28,709	16,609
总有息负债	685,260	684,037	433,489	315,131
毛利率(%)	15.25	14.65	16.11	14.08
营业利润率(%)	8.37	3.58	-0.39	2.60
总资产报酬率(%)	0.16	0.88	0.94	0.83
净资产收益率(%)	0.17	0.95	0.84	0.73
资产负债率(%)	42.05	41.73	33.56	27.13
债务资本比率(%)	32.23	32.23	25.76	20.28
长期资产适合率(%)	217.04	221.96	226.07	189.53
流动比率(倍)	3.02	3.09	3.92	3.80
速动比率(倍)	1.81	1.85	1.81	1.21
保守速动比率(倍)	0.15	0.29	0.20	0.20
存货周转天数(天)	4,751.44	2,090.78	1,774.94	2,430.36
应收账款周转天数(天)	2,888.45	1,027.29	518.38	528.46
经营性净现金流/流动负债(%)	-13.56	-50.88	-13.27	-28.76
经营性净现金流/总负债(%)	-6.78	-24.99	-6.64	-14.85
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-19.94	-13.39	-1.65	-3.54
EBIT 利息保障倍数(倍)	1.15	1.41	1.02	0.73
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	2.00	1.52	0.86
现金比率(%)	15.06	28.87	20.22	20.48
现金回笼率(%)	12.72	6.40	13.43	107.89
担保比率(%)	-	2.71	4.08	0.65

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = (1 - 营业成本 / 营业收入) × 100%
2. 营业利润率 (%) = 营业利润 / 营业收入 × 100%
3. 总资产报酬率 (%) = EBIT / 期末资产总额 × 100%
4. 净资产收益率 (%) = 净利润 / 期末净资产 × 100%
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = 负债总额 / 资产总额 × 100%
8. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益 + 非流动负债) / 非流动资产 × 100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务 / 资本化总额 × 100%
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = 流动资产 / 流动负债
15. 速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
16. 保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债
17. 现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
18. 存货周转天数⁶ = 360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
19. 应收账款周转天数⁷ = 360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
20. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT / 利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。