



徐州市产业发展控股集团有限公司2024年 度第一期中期票据2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

徐州市产业发展控股集团有限公司2024年度第一期中期票据2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
24 徐州产业 MTN001	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：徐州市为淮海经济区中心城市，区域优势明显，整体经济发展水平较高，徐州市产业发展控股集团有限公司（以下简称“徐州产控”或“公司”）作为市属产业投资建设及产城融合发展主体，安置房销售、土地一级开发和基础设施建设等业务在徐州经济技术开发区（以下简称“徐州经开区”）保持区域专营性，主营业务可持续性仍较强，2023 年继续获得较大力度的外部支持。同时中证鹏元关注到公司主营业务资金回笼仍较慢，资金沉淀压力仍较重，大规模应收款项对公司资金形成较大占用，公允价值变动损失对利润总额形成较大侵蚀，且跟踪期内公司债务规模持续增长，杠杆水平进一步抬升，后续建设资金需求仍较大，需关注公司后续的资金平衡压力以及潜在的杠杆上行压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为徐州市重要的产业投资建设及产城融合发展运营主体，业务可持续性良好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 09 月 30 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.6	2023	2022	2021
总资产	1,228.12	1,169.26	1,050.42	993.29
所有者权益	356.50	350.86	349.81	323.55
总债务	768.46	713.43	616.05	603.27
资产负债率	70.97%	69.99%	66.70%	67.43%
现金短期债务比	0.34	0.25	0.43	0.78
营业收入	21.75	68.51	55.25	49.66
其他收益	0.18	1.77	4.20	4.03
利润总额	1.68	5.11	10.23	11.01
销售毛利率	20.49%	26.32%	18.01%	21.60%
EBITDA	--	14.55	16.15	18.17
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.58	0.62
经营活动现金流净额	-23.22	-32.94	8.51	2.50

资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **徐州市为淮海经济区中心城市，区域优势明显，整体经济发展水平较高。**徐州市地处江苏省西北部，为淮海经济区中心城市和省域副中心城市，区位优势显著，近年来深入实施创新驱动发展战略，打造区域性科技创新中心；聚力打造工程机械、绿色低碳能源、新材料三个优势创新产业集群，加快培育数字经济、集成与 ICT、医药健康、安全应急四个新兴创新产业集群，提档升级精品钢材、高端纺织、食品及农副产品加工三个特色创新产业集群，2023 年经济总量保持增长。
- **公司作为市属一级的产业投资建设及产城融合发展主体，业务可持续性 & 竞争力仍较强。**公司定位为市属产业投资建设及产城融合发展主体，职能定位明确。公司的安置房销售、土地一级开发和基础设施建设等业务在徐州经开区保持区域专营性，在建安置房项目规模较大，在整理地块项目面积充足，主营业务可持续性仍较强；同时公司涉及工程施工、产品销售、水电费和物业管理等多元化业务，业务布局广泛，未来随着完工安置房的交付以及在建工业厂房的逐步完工，租金收入规模有望进一步增长。
- **跟踪期内公司继续获得较大力度的外部支持。**2023 年及 2024 年上半年徐州市国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”）分别拨付公司注册资本金 6.00 亿元和 1.60 亿元，提升公司资本实力。同年公司获得各类财政补贴 1.77 亿元，有效提升了盈利水平。

关注

- **主营业务资金回笼较慢，资金沉淀压力仍较重，应收款项对公司资金形成占用。**跟踪期内公司主要已完工的安置房、土地开发和基础设施建设等项目资金回笼仍较慢，资金沉淀压力较重，且未来回款进度易受徐州经开区财政安排及土地市场影响，存在一定的不确定性。此外，公司较大规模资金拆借至徐州经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）下属相关单位，回收时间存在不确定性，加大公司资金沉淀压力。
- **2023 年公司公允价值变动损失对利润形成较大侵蚀。**受房地产行业下行导致投资性房地产评估价值下跌、被投资公司股价下跌导致交易性金融资产公允价值下跌影响，2023 年公司公允价值变动损失 3.67 亿元，叠加政府补贴金额大幅下滑，造成公司利润总额同比下降 50.05%。
- **公司建设资金需求仍较大，需关注公司后续的资金平衡压力。**近年公司新增债务主要用于徐州经开区内安置房和工业厂房等项目建设，2023 年末主要在建安置房和自营厂房等项目规模较大，尚需投资较大规模资金，其中安置房主要采取公司自主开发的市场化销售模式，工业厂房建设完成后主要依靠出租或出售给进驻企业以平衡投入资金，需关注公司后续面临的资本开支压力和项目收益实现情况。
- **公司债务规模继续增长，杠杆水平进一步抬升。**项目建设的持续推进推动公司总债务规模继续扩大，截至 2024 年 6 月末达 768.46 亿元，资产负债率超过 70.00%，整体杠杆水平进一步抬升。公司债务期限结构有待优化，短期债务占比偏高，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数等偿债指标进一步弱化，面临较大的债务偿付压力；且考虑到公司主营业务资金回笼较慢，在建项目资金缺口较大，公司将依赖外部融资满足资金缺口，杠杆水平仍面临上行压力。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
新盛集团	徐州市核心平台，重要的基础设施投资建设和运营主体	1,087.70	344.29	133.92
徐州产控	徐州市产业投资建设及产城融合发展运营主体	1,169.26	350.86	68.51
产城集团	徐州市新城区土地开发整理和安置房建设的重要主体	638.62	308.62	25.66
交控集团	徐州市核心平台，交通基础设施项目的重要投资建设主体	587.47	280.42	86.00
国盛集团	徐州市投融资平台之一，主要业务包括经济适用房开发、商品贸易，融资担保等	277.26	200.64	11.83

注：（1）新盛集团为徐州市新盛投资控股集团有限公司的简称、产城集团为徐州市产城发展集团有限公司的简称、交控集团为徐州市交通控股集团有限公司的简称、国盛集团为徐州市国盛控股集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年（末）数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
调整因素				ESG 因素	0
				审计报告质量	0
				不良信用记录	0
				补充调整	0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					2
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下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。

外部特殊支持

- 公司是徐州市重要的产业投资建设及产城融合发展主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，徐州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司由徐州市国资委直接全资持股，在经营管理上受徐州市政府的绝对管控，获得徐州市政府一定外部支持，以及公司承担了大量基础设施建设业务，对徐州市政府贡献很大，且为已发债主体，若出现债务违约将对区域金融生态产生实质性影响。同时，中证鹏元认为徐州市人民政府提供支持的能力极强，主要体现为徐州市作为淮海经济区中心城市，深入实施创新驱动发展战略，经济总量持续增长，财政收入质量较好，且地区生态金融环境较好，政府可控及可调配资源对债务的保障程度较高。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
24 徐州产业 MTN001	13.00	13.00	2023-12-22	2029-02-06

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2024年2月4日发行5年期13.00亿元中期票据，募集资金原计划用于偿还有息债务。根据公司公布的2024年半年度报告，“24徐州产业MTN001”募集资金已全部用于偿还有息债务。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生改变。2023年及2024年1-6月，徐州市国资委分别向公司货币注资6.00亿元和1.60亿元。截至2024年6月末，公司注册资本仍为40.00亿元，实收资本为9.60亿元，全资控股股东和实际控制人仍为徐州市国资委。

2023年公司合并范围增加子公司4家，减少子公司1家（仅统计二级及以上子公司）。截至2023年末，公司合并范围内二级及以上子公司共27家，一级子公司2家。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
徐开商业保理（天津）有限公司	100.00%	0.50	商业保理业务	设立
徐开租赁（天津）有限公司	100.00%	1.70	租赁	设立
徐州产发供应链管理有限公司	100.00%	0.16	供应链	设立
淮海人才集团有限公司	70.00%	0.01	人力资源服务等	收购
不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入原因
徐州经济技术开发区龙鑫市政工程有限公司	94.42%	1.27	工程建设	转让

资料来源：公司2023年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

今年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将

开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

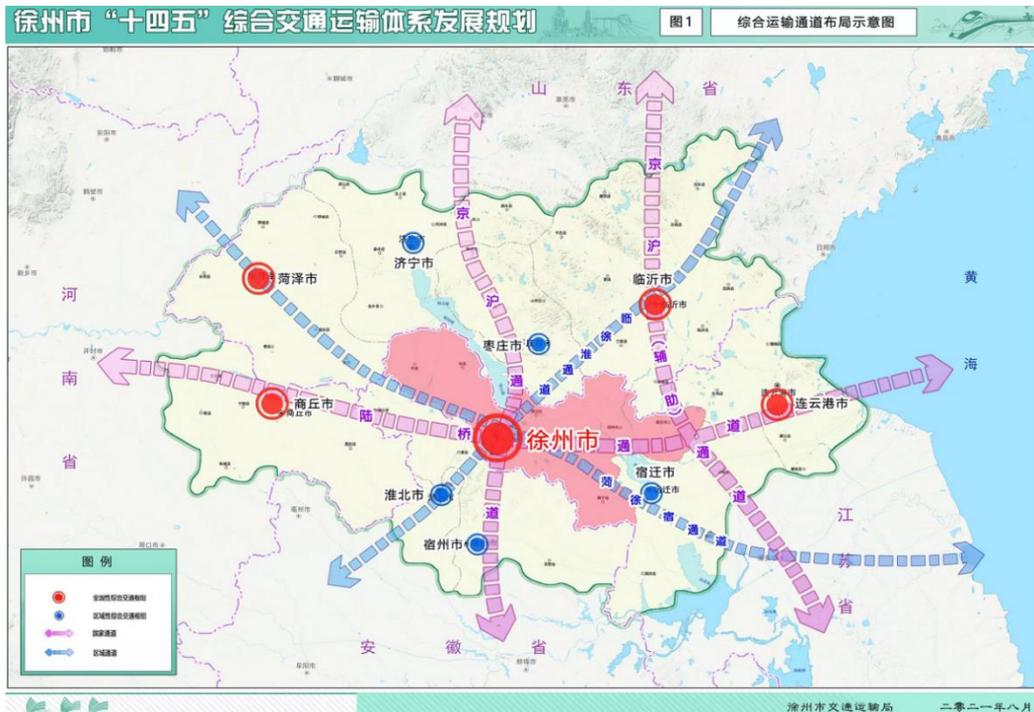
区域经济环境

徐州市是淮海经济区中心城市、省域副中心城市素有“五省通衢”之称；近年经济总量持续增长，整体经济发展水平较高，逐步形成了“6+4”的双引擎发展结构，“343”创业产业集群产值保持较快增长

区位特征：徐州市地处苏鲁豫皖四省交界地区，交通区位优势显著，素有“五省通衢”之称。徐州市隶属于江苏省，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、淮海经济区

的中心城市和江苏省四大城市之一。经省统计局核定，徐州市2023年末常住人口902.00万人，比2022年末增加0.15万人，居全省第三位。徐州市已形成公路、铁路、水运、航空、管道“五通汇流”的立体化交通格局，是国家综合交通枢纽。

图1 徐州市交通运输体系发展规划图



资料来源：公开资料

经济发展水平：徐州市作为我国老工业基地，经济基础较好，近年经济总量持续增长，整体经济发展水平较高。徐州市拥有丰富的煤炭和矿石等资源，工业起步较早，经济基础较好，近年来地区生产总值持续增长。徐州市进出口贸易规模较大，2023年进出口总额1,207.60亿元，实现1.8%的正增长但增速有所下降。社会消费品零售总额受外界冲击后近年保持复苏态势。2023年徐州市人均GDP在江苏省处于中等位置，但仍高于全国平均水平，整体经济发展水平较高。2024年1-7月，全市固定资产投资同比增长9.2%，社会消费品零售总额同比增长6.4%，进出口总额同比下降1.4%。

表2 江苏省 2023 年部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	24,653.37	4.6%	19.06	2,456.81	1,398.41
南京市	17,421.40	4.6%	18.30	1,619.98	1,254.30
无锡市	15,456.19	6.0%	20.63	1,195.42	1,075.83
常州市	10,116.40	6.8%	18.84	680.30	1,396.20
徐州市	8,900.44	7.1%	9.87	545.96	697.82
扬州市	7,423.26	6.0%	16.19	347.57	651.63
盐城市	7,403.87	5.9%	11.07	482.73	810.19

镇江市	5,264.07	6.3%	16.33	320.71	406.68
连云港市	4,364.00	10.2%	9.49	256.02	330.39

注：上表中人均 GDP 以各地级市 2023 年 GDP/2022 年末常住人口计算得到；

资料来源：企业预警通、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 徐州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	8,900.44	7.1%	8,457.84	3.2%	8,117.44	8.7%
固定资产投资	-	7.4%	-	3.00%	-	8.1%
社会消费品零售总额	4,445.12	8.3%	4,102.73	1.60%	4,038.02	22.9%
进出口总额	1,207.60	1.8%	1,291.09	2.90%	1,254.23	18.3%
人均 GDP（元）		98,683		93,731		89,361
人均 GDP/全国人均 GDP		110.44%		109.37%		110.36%

注：“-”表示数据未公布；人均 GDP 数据来源于 2021-2023 年徐州市国民经济和社会发展统计公报

资料来源：2023 年徐州市经济运行情况、2021-2023 年徐州市国民经济和社会发展统计公报及徐州市政府网站等，中证鹏元整理

产业情况：徐州重工业基础良好，已经形成装备制造、食品与农副产品加工、煤盐化工、冶金和建材等六大优势产业，“343”创业产业集群产值保持较快增长。近年徐州市逐步形成了以装备制造、食品与农副产品加工、煤盐化工、冶金和建材等六大优势产业和以装备与智能制造产业、生物医药与大健康产业、集成电路与 ICT 产业、新能源等四大新兴产业的“6+4”的双引擎发展结构，2023 年跃居中国先进制造业百强市第 22 位。智能制造、工程机械分别入选国家战略性新兴产业集群、先进制造业集群，徐工有限整体上市，上市企业总数达 16 家。2023 年，徐州市工业增加值 2,959.71 亿元，同比增长 6.8%。规模以上工业增加值增长 8.0%。“343”创新产业集群产值（营业收入）比上年增长 2.8%。分产业看，绿色低碳能源和新材料产值（营业收入）分别增长 8.1% 和 1.4%，集成电路与 ICT、医药健康分别增长 11.2% 和 9.5%，数字经济核心产业营业收入增长 9.1%，徐工汉云“双跨”工业互联网平台跃居全国第二。2024 年 1-7 月，徐州市规模以上工业增加值同比增长 6.9%。

财政及债务水平：2023 年徐州市财力有所上升，财政收入质量较好，但财政自给程度较低。2023 年徐州市一般公共预算收入 545.96 亿元，同比增长 5.5%。税收收入占一般公共预算收入比重为 76.1%，财政收入质量较高，但财政自给率水平较低。近年来随着基础设施建设的不断推进，全市地方政府债务余额规模不断扩大。2024 年上半年，徐州市实现一般公共预算收入 301.67 亿元，同比增长 2.30%。

表4 徐州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	545.96	517.43	537.31
税收收入占比	76.1%	69.85%	79.90%
财政自给率	51.67%	50.15%	53.49%
政府性基金收入	697.82	828.99	1,035.23

地方政府债务余额	1,634.80	1,521.54	1,332.27
----------	----------	----------	----------

资料来源：徐州市 2021-2023 年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，徐州市的主要一级市级平台包括：新盛集团主要经营棚户区改造和水利项目建设业务，产城集团是徐州新城区重要的基础设施建设投融资主体，交控集团是徐州市最重要的交通基础建设主体，国盛集团是徐州市金控平台，徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司（以下简称“徐州高新”）是徐州高新区的基础设施建设主体，徐州产控系市属产业投资建设及产城融合发展运营主体，主业定位为产业园区投资建设运营、金融投资及人才服务、城市开发建设。此外，新盛集团子公司徐州市新水国有资产经营有限责任公司（以下简称“新水国资”）、产城集团子公司徐州新田投资发展有限责任公司（以下简称“新田投资”）、交控集团子公司徐州市广弘交通建设发展有限公司（以下简称“广弘交建”）、徐州市国盛控股集团有限公司（以下简称“国盛集团”）、徐州产控子公司徐州经开国资和金龙湖集团也均为发债主体。

表5 徐州市主要市级平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
新盛集团	徐州市国资委	344.29	68.35%	133.92	569.81	徐州市核心平台，重要的基础设施投资建设和运营主体
新水国资	新盛集团	137.29	49.65%	8.30	79.05	负责徐州市内新建水务项目的投资与运营和棚户区改造项目等
产城集团	徐州市国资委	308.62	51.68%	25.66	144.87	徐州市新城区土地开发整理和安置房建设的重要主体
新田投资	产城集团	128.44	53.32%	10.45	75.63	徐州市土地开发整理和安置房建设的重要主体
交控集团	徐州市国资委	280.42	52.27%	86.00	197.83	徐州市核心平台，交通基础设施项目的重要投资建设主体
广弘交建	交控集团	147.07	33.06%	20.63	34.00	主要承担了徐州市城市交通基础设施建设
国盛集团	徐州市国资委	200.64	27.64%	11.83	27.14	徐州市金控平台，业务覆盖基金管理、担保、小贷、不良资产等领域
徐州高新	徐州高新控股集团有限公司	184.20	59.24%	13.63	204.94	徐州高新区最重要的园区投融资开发建设主体
徐州产控	徐州市国资委	350.86	69.99%	68.51	710.43	徐州市产业投资建设及产城融合发展运营主体
徐州经开国资	徐州产控	220.88	69.80%	47.64	397.02	徐州经开区区域内安置房、土地整理开发和基础设施建设主体
金龙湖集团	徐州产控	164.16	65.12%	21.02	239.60	徐州经开区内重要的土地一级开发、基础设施建设及园区运营主体

注：财务指标均为 2023 年（末）数据；除徐州产控外，总债务数据未考虑调整项

资料来源：Wind、公开资料、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

徐州经开区区位优势，整体经济发展水平较好，财政自给能力较强，初步形成了以工程机械与智

能制造产业、新能源新材料产业为主导，以生物医药与大健康、电子信息、数字经济为特色的“2+3”现代化产业体系

徐州经开区位于徐州市区东部，创建于1992年7月，1993年10月被批准为省级经开区，2010年3月晋升为国家级经开区，总面积293.6平方公里，常住人口约38万人，现有企业5000余家，综合实力位居全国国家级经开区第25位、全省经开区第5位。

徐州经开区内高铁、地铁、高速、高架等互联互通，徐州东站坐落于金龙湖核心区；区内规划有6条地铁线，已迈入了地铁、高铁内外双循环的新时代。徐州经开区集聚了徐工集团、卡特彼勒、中能硅业、协鑫硅材料、万邦医药、恩华药业、鑫华半导体、天科合达等一批领军企业，初步形成了以工程机械与智能制造产业、新能源新材料产业为主导，以生物医药与大健康、电子信息、数字经济为特色的“2+3”现代化产业体系。近年徐州经开区地区生产总值持续增长，但增速有所波动，2023年全区工业增加值达722.35亿元。近年徐州经开区税收收入占比保持在较高水平，公共财政收入质量较好，且近年保持较高的财政自给率，整体财政自给能力较强。

表6 徐州经开区主要经济财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
GDP	955.92	953.70	908.90
GDP 增速	2.20%	2.50%	8.40%
一般公共预算收入	63.71	62.45	57.92
政府性基金收入	57.75	39.88	57.91
税收收入占比	84.30%	89.52%	88.81%
财政自给率	143.89%	153.21%	149.63%

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司职能定位保持稳定，主要围绕徐州经开区开展土地一级开发、安置房建设、基础设施建设和厂房建设租赁等业务，具备一定区域专营性，业务竞争力仍较强，但在建项目后续投资规模仍较大，且业务回款相对滞后，需关注潜在的资金平衡压力

公司作为徐州市属产业投资建设及产城融合发展运营主体，主业定位为产业园区投资建设运营、金融投资及人才服务、城市开发建设，跟踪期内职能定位及主要业务板块保持稳定，业务仍保持多元化发展态势。从收入结构来看，徐州经开区范围内的安置房建设、土地开发及基础设施建设施工仍为公司主要的主营业务收入来源，此外2023年计入其他收入的投资性转让收入规模较大，为公司整体收入规模提供重要补充。毛利率方面，公司主营业务毛利率相对稳定，受其他收入毛利率水平及收入占比提升影响，2023年整体销售毛利率同比增长约8个百分点。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-6月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
安置房	11.29	51.92%	17.89%	21.31	31.10%	14.14%	22.97	41.58%	16.73%
土地开发	4.22	19.39%	18.82%	9.48	13.84%	18.22%	10.43	18.88%	17.26%
工程施工	2.86	13.14%	13.99%	8.85	12.92%	16.93%	8.81	15.94%	17.89%
租金收入	1.11	5.10%	84.06%	2.31	3.38%	71.61%	1.52	2.74%	92.26%
供水业务	0.60	2.76%	3.35%	0.86	1.26%	-22.20%	0.77	1.39%	-21.71%
物管（含保洁、养护）	0.53	2.45%	13.08%	0.82	1.20%	12.36%	0.80	1.44%	-5.10%
产品销售	0.09	0.43%	6.21%	0.75	1.09%	3.86%	1.18	2.13%	4.56%
基金管理费	0.00	--	--	0.46	0.66%	100.00%	0.00	--	--
污水处理	0.13	0.60%	62.79%	0.24	0.36%	29.29%	0.23	0.42%	32.65%
供电业务	0.12	0.53%	7.62%	0.22	0.33%	5.10%	0.21	0.38%	3.78%
基础设施建设	0.10	0.47%	16.67%	0.18	0.26%	18.65%	4.34	7.86%	16.67%
劳务派遣	0.15	0.68%	15.26%	0.14	0.21%	4.91%	0.01	0.03%	3.25%
装卸服务	0.04	0.18%	-23.53%	0.11	0.16%	2.70%	0.16	0.30%	57.07%
小额贷款	0.07	0.30%	100.00%	0.09	0.13%	100.00%	0.11	0.20%	100.00%
房产开发	0.00	--	--	0.01	0.01%	42.10%	0.02	0.04%	45.87%
其他	0.36	1.65%	-4.50%	0.57	0.83%	25.43%	0.55	0.99%	9.01%
主营业务小计	21.66	99.61%	20.37%	46.40	67.73%	18.64%	52.10	94.30%	18.29%
其他业务	0.09	0.39%	50.36%	22.11	32.27%	42.42%	3.15	5.70%	13.31%
合计	21.75	100.00%	20.49%	68.51	100.00%	26.32%	55.25	100.00%	18.01%

注：其他业务主要为投资性房地产转让收入

资料来源：公司 2020-2022 年模拟合并审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表附注，中证鹏元整理

（一）房地产开发

➤ 安置房销售

公司系徐州经开区内安置房建设的唯一主体，在建安置房项目仍较多，未来业务可持续性仍较强，但结算及回款进度较慢，形成大量资金沉淀，在建项目待投资规模较大，需关注未来的销售进度及资金平衡情况

公司为徐州经开区内安置房建设的唯一主体，仍由一级子公司徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司（以下简称“经开区国资”）和徐州金龙湖控股集团有限公司（以下简称“金龙湖集团”）开展，安置房业务模式分为政府购买服务模式和自主开发销售模式两种。2018年11月后公司对于新承接的项目均采用自主开发销售模式，不再采用政府购买服务模式，

截至2024年3月末，公司累计开发建设安置房约40个，面积超过800万平方米，涉及安置居民超9万户。2023年公司实现安置房收入21.31亿元，主要来自睿峰苑安置小区的销售收入。

截至2024年3月末，公司主要已完工待回购的政府购买服务模式安置房项目12个，整体回购进度仍较慢，已完工市场化销售模式的安置房项目为睿峰苑安置小区项目和凤荟园项目，其中睿峰苑安置小区项目已销售完毕，凤荟园项目尚未开始销售。

表8 截至2024年3月末公司主要已完工政府购买服务模式的安置房项目情况（单位：亿元）

实施主体	项目名称	已投资额	拟回购金额	已回购金额
经开区国资	大黄山安置小区（一期）	4.64	5.75	4.58
	荆山安置小区	2.96	3.67	2.87
	赵庄安置小区	9.56	11.86	4.66
	侯集安置小区	3.09	3.83	1.07
	芦庄安置小区	4.19	5.20	2.46
	大黄山安置小区（二期）	2.30	2.85	0.80
	坡里安置小区（C区）	3.87	4.80	2.97
	刘湾安置小区五期	4.04	5.01	2.25
	杨庄安置小区	6.32	8.37	4.42
	凤凰佳园安置小区	10.67	12.21	6.61
金龙湖集团	凤凰雅园	10.62	11.35	5.96
合计		62.26	74.90	38.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至2024年3月末公司主要已完工自主销售模式安置房项目情况（单位：亿元）

实施主体	项目名称	已投资额	销售进度	已销售金额
经开区国资	睿峰苑安置小区	10.63	100.00%	17.77
金龙湖集团	凤荟园	4.24	0.00%	0.00
合计		14.87	--	17.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建安置房项目规模较大，且根据徐州经开区的规划，未来三年将对高铁国际生态商务区二期、运河北工程机械产业园、综合保税物流园区以及规划中的产业园区等合计超过100平方公里的区域进行开发建设，公司将参与以上区域大量原有居民的安置工作，预计安置房业务未来可持续性仍较好。截至2024年3月末，除凤馨园安置小区（芦庄二期）项目为政府回购模式外，公司其余主要在建安置房项目均采取自主开发销售模式，预计总投资106.52亿元，累计已投资81.99亿元，尚需投资规模仍较大，建设资金主要依赖自有资金及银行借款，面临较大的资金支出压力。

表10 截至2024年3月末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

实施主体	项目名称	业务模式	预计总投资	累计已投资
经开区国资	凤馨园安置小区（芦庄二期）	政府回购	12.70	12.84
	睿峰苑安置小区	自主开发销售	18.25	14.35
	运河祥苑	自主开发销售	20.00	16.38
金龙湖集团	凤瑞园	自主开发销售	12.00	9.78

凤润园	自主开发销售	22.00	20.34
运河文苑二期	自主开发销售	9.31	2.06
广德苑	自主开发销售	5.75	3.99
慧德苑	自主开发销售	6.51	2.25
合计		--	106.52
		81.99	

注：凤馨园安置小区（芦庄二期）、凤润园累计已投资大于预计总投资，系项目立项预算与实际开展存在偏差所致
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 商品房开发

公司已完工商品房滨河新天地一期及二期项目目前均已销售完毕；此外公司无其他拟开发商品房项目，业务可持续性存在较大不确定性

公司主要商品房项目为滨河新天地一期和二期项目。截至2024年3月末，滨河新天地一期和二期项目均已销售完毕，累计确认收入5.15亿元，此外公司暂无其他拟开发商品房项目，业务可持续性存在较大不确定性。

（二）土地开发业务

公司土地开发业务在徐州经开区内具有区域专营性，公司在整理地块项目面积充足，业务可持续性尚可；但需关注公司土地开发业务回款取决于徐州经开区的开发规划及财政资金安排情况，整体回款进度仍较慢

公司土地开发业务由一级子公司经开区国资和金龙湖集团负责，跟踪期内土地开发业务模式保持不变，2023年，公司确认土地开发业务收入9.48亿元，毛利率相对稳定。近年土地一级开发业务回款进度整体较慢，项目实际回款速度受徐州经开区财政资金支付安排及土地市场行情影响存在不确定性。

表11 截至 2024 年 3 月末公司已完工土地开发项目收入及回款情况（单位：亿元）

实施主体	项目名称	已投资额	确认收入金额	已回款金额
经开区国资	赵庄村地块土地整理项目	2.50	3.00	1.20
	硅科技小镇	2.42	2.91	0.50
	昆仑大道东延	1.05	1.26	0.50
	西朱地块土地整理	0.71	0.85	0.32
	运河北片区开发项目	0.88	1.15	0.70
	高铁沿线环境综合整治（二期）	1.39	1.66	0.00
金龙湖集团	高铁沿线环境综合整治项目（一期）	0.32	0.39	0.14
	黄河大湖村危桥拆除项目（龙湾区）	0.10	0.12	0.08
	东湖新城北地块项目	0.07	0.09	0.09
	宝能未来城项目	0.05	0.06	0.06
	彭祖大道以北、徐贾快速路以西地块项目	0.06	0.08	0.02
合计		9.55	11.57	3.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司已完成投资金额200万元以上土地整理项目近700个，已累计投入资金超100亿元用于园区开发建设。截至2024年3月末，公司主要在建土地一级开发项目8个，预计总投资56.51亿元，累计总投资47.18亿元，公司土地一级开发业务的项目回款取决于徐州经开区开发规划及财政资金情况，整体结转进度较慢，面临一定的资金支出压力。

表12 截至 2024 年 3 月末公司在建土地一级开发项目情况（单位：亿元，亩）

实施主体	项目名称	面积	预计总投资	累计已投资
经开区国资	彭祖大道东延	363	7.00	7.75
	高端智能产业园项目（徐工产业园）	450	0.91	0.77
	北凤凰山徐工港口机械高端智能化项目地块	250	0.60	0.39
金龙湖集团	大黄山街道土地整理项目	2,025	30.00	23.25
	徐庄镇土地整理项目	98	4.00	3.23
	东环街道土地整理项目	242	5.00	4.59
	金龙湖街道土地整理项目	248	5.00	4.16
	金山桥街道土地整理项目	73	4.00	3.04
合计		3,749	56.51	47.18

注：大黄山街道土地整理项目因项目实施规划调整，面积及预计总投资规模较首次评级有所增加

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）基础设施工程建设业务

公司承担徐州经开区内的基础设施的开发和建设，已完工代建基础设施建设项目及待回购金额规模较大，但整体回购进度较缓慢，且在建及拟建项目规模较小，需关注未来新项目的承接情况

公司负责徐州经开区范围内的市政、道路、桥梁及绿化工程等基础设施及公共配套设施的建设开发工作，具体业务由子公司经开区国资和金龙湖集团负责，公司基础设施工程业务模式根据入账方式不同分为管理费模式和成本加成模式。

➤ 代建管理费模式

2020年前经开区国资承接代建项目主要采用管理费模式。截至2024年3月末公司主要已完工代建项目累计确认管理费收入1.44亿元，已完工项目拟回购金额30.14亿元，已回购金额6.83亿元，未来回款情况需关注。2023年公司未确认代建管理费收入，截至2024年3月末公司无其他采用管理费模式的在建及拟建代建项目。

表13 截至 2024 年 3 月末公司主要已完工代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	已投资金额	管理费收入	拟回购金额	已回购金额
和平路东延市政道路	1.65	0.08	1.73	1.35
徐贾快速通道南延	4.00	0.20	4.20	2.20
大黄山路东延道路工程	0.52	0.03	0.55	0.37
徐贾快速路至博汇东路段综合管廊工程	1.97	0.10	2.07	1.10
连霍高速至吕梁风景区连接线工程（开发区段）建设项目	1.71	0.09	1.79	0.43

天通科技产业基地一期改造工程	0.30	0.02	0.32	0.14
配套道路	0.96	0.05	1.00	0.27
东湖景观提升	1.56	0.08	1.63	0.67
运河北片区产城一体化项目	16.04	0.80	16.84	0.30
合计	28.71	1.44	30.14	6.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 成本加成模式

2023年公司基础设施建设业务收入均来自成本加成模式结算，业务模式保持不变。截至2024年3月末，公司主要已完工尚未完成回购的基础设施工程拟回购金额合计25.24亿元，已回购金额2.70亿元，预计后续可实现回购金额22.54亿元，但后续回款集中于2025年及以后。此外，2024年3月末公司主要在建项目为徐州经济技术开发区水污染治理一期和344省道徐州经济技术开发区徐庄段项目，项目主体均为子公司金龙湖集团，预计总投资16.27亿元，未来尚需投资4.90亿元，仍面临一定的资金支出压力。

表14 截至2024年3月末公司主要已完工基础设施工程项目情况（单位：亿元）

项目主体	项目名称	已投资金额	拟回购金额	已回购金额
经开区国资	徐州经济技术开发区2018年校舍建设一期工程	7.20	9.41	1.60
	徐州经济技术开发区2018年校舍建设二、三期工程	5.03	6.58	0.70
	昆仑大道东延	3.62	4.73	0.00
	昆仑大道东延附属段	0.13	0.16	0.00
金龙湖集团	大庙拆迁-侯集片区	2.83	3.40	0.30
	大庙拆迁-虎佳水泥厂	0.80	0.96	0.10
合计		19.61	25.24	2.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）工程施工业务

公司工程施工资质无明显提升，业务仍主要来源于经开区管委会，市场化竞争能力欠佳，且目前在手合同金额较小，整体收入规模较小且有所降低

公司工程施工板块实施主体为经开区国资下属子公司徐州金桥建设工程有限公司（以下简称“金桥建设”）和徐州经济技术开发区水务有限公司（以下简称“水务公司”），其中金桥建设拥有施工二级资质，施工范围包括市政工程、土石方工程和公路工程等；水务公司拥有施工三级资质，主要从事集中式供水、自来水管网及供水设备维修维护。

公司工程施工业务仍集中于徐州经开区内，主要通过直接发包和招投标等方式获取项目，近年来源于经开区管委会的施工项目收入占比保持在70%以上。2023年公司确认工程施工收入1.67亿元，其中来自管委会施工项目金额1.18亿元，占比70.66%。

截至2024年3月末，公司主要已完工工程施工项目总合同价款7.58亿元，已确认收入7.58亿元，已回款金额5.07亿元；主要在手订单项目合同总额1.30亿元，规模较小，未来收入规模面临波动的可能，且该项业务市场化竞争力有待提高。

表15 截至 2024 年 3 月末公司主要已完工工程施工项目情况（单位：万元）

项目	总合同价款	已确认收入	已回款金额
徐州综合保税区口岸封关监管设施工程	29,086.00	29,086.00	29,086.00
大黄山街道老户人居委会旧村改造二期安置工程	3,958.98	3,958.98	3,958.98
江苏省产业技术研究院道路工程技术与装备研究所	10,200.00	10,200.00	6,000.00
徐州经济技术开发区产业展示馆及会议中心项目	3,925.08	3,925.08	3,925.08
2GW 电池片项目	9,502.00	9,502.00	4,500.00
经开区 2020 年拟建公用停车场	9,869.00	9,869.00	3,200.00
氢能产业园项目（原新微半导体加速器二期）小型附属及室外配套工程	2,600.00	2,600.00	--
徐州经济技术开发区天通科技产业基地一期项目附属配套土建工程	4,704.61	4,704.61	--
天通产业基地项目餐厅、办公楼装修工程	2,000.00	2,000.00	--
合计	75,845.67	75,845.67	50,670.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 截至 2024 年 3 月末公司主要在建工程施工项目情况（单位：万元）

项目	施工期间	总合同价款
运河祥苑石方清运工程	2023.3-2024.12	3,851.43
弘元新材料（徐州）有限公司光伏产业一体化制造基地项目取水工程	2023.3-2024.12	3,500.00
天通产业基地项目餐厅、办公楼装修工程补充协议（室外配套工程）	2023.5-2024.12	3,182.65
无锡上机数控项目配套污水管网工程总承包	2023.6-2024.12	2,457.00
合计	--	12,991.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）产品销售

产品销售业务主要为公司工程项目供应建材等原材料，回款风险可控，2023年受宏观环境等因素影响，产品销售收入同比下降，前五大供应商及客户集中度仍较高

公司产品销售业务仍主要由金龙湖集团下属子公司徐州产发供应链管理有限公司负责，主要是为公司建设的工程项目供应设备及原材料，涉及材料包括大宗机械设备、混凝土、钢材和砂浆等，业务及结算模式保持稳定。2023年，公司产品销售收入同比有所下降，主要系由于宏观环境和市场因素影响，客户采购规模有所下降，毛利率维持低水平。2023年，公司产品销售业务供应商主要包括常熟市得利盛金属贸易有限公司、江苏誉派商贸有限公司等4家公司，主要客户为中能源工程集团江苏中源建设有限公司徐州分公司、江苏弘仁建设集团有限公司和徐州淮海产权服务有限公司，供应商及客户集中度仍较高。

（六）租赁业务

公司租赁收入主要源于安置房配套商铺及标准化厂房的对外出租，2023年收入规模有所增长；公司在建自营项目以工业厂房类项目为主，建成出租后有望提升公司租赁收入，但项目投资规模较大，投资回收周期长，需关注后续的资本支出压力和项目收益实现情况

公司租赁收入主要系开发建设的标准厂房以及安置房商铺、门面房产生的对外经营性租赁收入。随着公司可租赁资产的增加及招商引资，2023年实现租赁收入2.31亿元，同比增长51.97%。

截至2024年3月末，公司在建自营项目系以工业厂房及配套项目为主，主要在建自营项目预计总投资88.89亿元，累计已投资50.63亿元，未来尚需投资39.06亿元，资本开支压力较大。

整体而言，公司目前可租赁资产规模较大，且随着完工安置房的交付以及在建工业厂房的逐步完工，预计未来公司可租赁资产面积将进一步增加，可为公司贡献一定的增量收入，但需关注自营项目后续的资本开支压力及项目收益实现情况。

表17 2024年3月末公司部分主要在建自营项目情况（单位：亿元）

建设主体	项目	预计总投资	累计总投资	尚需投资
金龙湖集团	高标准厂房一期建设项目	38.00	28.13	9.87
	集成电路产业园	13.50	8.11	5.39
	金阳异质结厂房项目	14.69	5.05	9.64
	铜铜稼硒薄膜太阳能厂	4.00	4.80	--
	新微半导体加速器二期	3.70	2.35	1.35
经开区国资	金弗新能源电池生产设备智能制造项目	15.00	2.19	12.81
	合计	88.89	50.63	39.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（七）其他业务

公司其他业务包括供水供电业务、物业管理、股权投资、小额贷款等业务，业务布局较为广泛，收入保持多元化态势，但对公司利润贡献较低；此外公司股权投资已初具规模，但仍处于前期投入阶段，需关注后续的投资回收风险

供水业务方面，水务公司截至2024年3月末生产能力为5万立方米/日，拥有供水管网48.19公里，服务居民及企事业单位用户3万余户，水费回收率保持在95%以上，2023年公司实现水费收入0.86亿元，延续稳定增长，但公司水费业务收入成本仍存倒挂情况，且管网维修等因素导致公司水费毛利率持续下降。

供电业务方面，经开区国资子公司徐州市金桥用电服务有限公司负责金山桥和石桥社区的供电业务。2023年公司实现电费收入0.22亿元，收入规模保持稳定。

物业管理业务方面，由经开区国资子公司江苏嘉利物业管理有限公司和金龙湖集团子公司徐州海天物业管理有限公司为园区内居民和企业提供物业管理和绿化养护等服务，现有物业管理项目包括科技园和科技大厦等，2023年公司实现物业管理收入0.82亿元，收入规模较为稳定。

作为市属产业投资建设及产城融合发展运营主体，公司继续积极开展多元化股权投资业务，2023年末公司长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产的账面价值分别为8.43亿元、20.17亿元和29.13亿元，账面价值较上年均有增长，主要系新增对徐州科捷房地产开发有限公司、中环领先半导体科技股份有限公司、江苏鑫华半导体科技股份有限公司等公司的投资所致。2023年公司确认投资收益2.23亿元。整体而言，公司股权投资初具规模，且随着未来徐州经开区内的招商引资力度的加大，预

计投资规模仍将进一步扩大；但需注意到公司股权投资业务仍处于前期投入阶段，需持续关注后续的投资回收情况。

此外公司2023年实现其他收入22.07亿元，同比大幅增长，主要系经开区国资的土地转让收入，2023年转让土地51.65万平方米，受让方仍为徐州经济技术开发区土地储备中心，公司未来土地转让持续性取决于经开区管委会招商引资和园区建设规划，存在一定不确定性。

公司继续获得较大力度的外部支持

2023年5月公司成为徐州市市属平台后，2023年及2024年上半年徐州市国资委分别拨付公司注册资本金6.00亿元和1.60亿元，提升公司资本实力。2023年公司获得徐州经开区拨付的各类财政补贴1.77亿元，有效提升了盈利水平。

六、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2020-2022年模拟三年连审审计报告¹、2023年审计报告及未经审计的2024年半年度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年合并范围变化情况见表1。

资本实力与资产质量

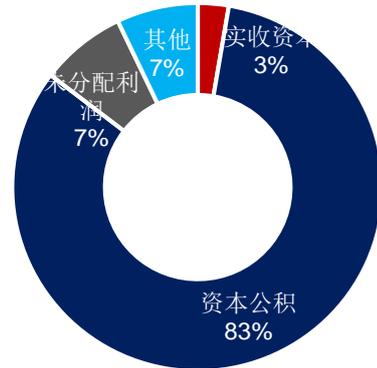
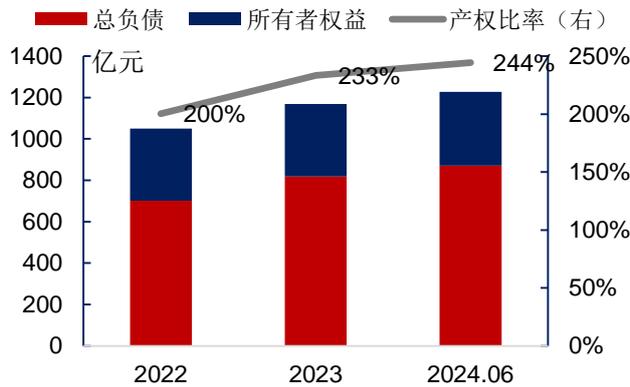
公司资本实力继续提升，但资产仍沉淀在存货、应收款项及投资性房地产，存货以项目开发成本为主，即时变现能力偏弱；整体资产质量仍欠佳、流动性偏弱

受益于政府拨款支持，跟踪期内公司资本实力继续提升，但由于负债规模扩张较快，公司整体产权比率进一步抬升；截至2024年6月末，公司所有者权益仍主要由资本公积、其他综合收益及未分配利润构成，其中资本公积占比约83%，主要系近年经开区管委会对公司的财政拨款；其他综合收益主要系投资性房地产的公允价值增值部分产生。

图 2 公司资本结构

图 3 2024 年 6 月末公司所有者权益构成

¹ 模拟审计报告假设公司 2020 年 1 月 1 日已成为经开区国资和金龙湖集团的母公司，且其相关股权在 2020 年 1 月 1 日已经划转至公司，且控股关系一直存续。



资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模继续增长，仍以存货、应收账款、其他应收款、投资性房地产为主，2024年6月末合计占比69.74%。存货是公司最主要的资产，以开发成本和合同履约成本等为主，账面价值保持增长态势；2023年末开发成本账面价值209.27亿元，主要系凤润园、凤瑞园、誉峰苑安置小区和西朱安置小区等安置房建设成本及部分土地使用权；2023年末合同履约成本账面价值87.50亿元，主要为道路桥梁、彭祖大道东延、开发区水污染治理项目等基础设施建设及工程施工成本；此外2023年末公司存货中土地资产规模合计85.81亿元，较2022年末增加18.52亿元，均系招拍挂获得的出让地，均位于徐州经开区范围内，用途以城镇住宅用地为主，土地出让金均已足额缴纳，产权证正在办理中。2023年末存货中用于借款抵押的土地账面价值合计16.08亿元。项目结算及回款进度受委托方资金安排影响存在不确定性，整体存货即时变现能力欠佳。

公司应收账款账面价值继续增长，已完工土地整理和安置房等项目整体回款情况较慢，2023年末主要系应收徐州经济技术开发区住房和城乡建设局、徐州经济技术开发区教体局、鑫兴管廊、金筑公司和经开区管委会的项目结算款项等，年末合计占应收账款的比重为95.44%；其他应收款主要系应收徐州经开区财政局、金筑公司、鑫兴管廊、徐州金一商贸有限公司等地方国有企业及政府相关单位的往来款；此外2021年起公司将其他应收款中的有息拆借款重分类至其他流动资产科目，近年亦保持较大规模。总体而言，近年公司应收类款项规模持续增长，主要系应收地方政府相关单位及国有企业的款项，回收风险不大，但账龄偏长，回收时间存在不确定性，对公司资金形成一定占用。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	89.06	7.25%	70.21	6.00%	88.65	8.44%
应收账款	163.03	13.27%	146.43	12.52%	139.85	13.31%
其他应收款	146.19	11.90%	146.55	12.53%	89.10	8.48%
存货	329.25	26.81%	305.13	26.10%	269.27	25.63%
其他流动资产	105.68	8.60%	102.52	8.77%	103.16	9.82%

流动资产合计	845.33	68.83%	797.59	68.21%	706.24	67.23%
在建工程	67.26	5.48%	68.39	5.85%	76.54	7.29%
其他非流动金融资产	30.30	2.47%	29.13	2.49%	28.61	2.72%
其他权益工具投资	20.17	1.64%	20.17	1.72%	13.55	1.29%
投资性房地产	218.16	17.76%	206.51	17.66%	192.29	18.31%
无形资产	11.88	0.97%	11.89	1.02%	13.00	1.24%
非流动资产合计	382.80	31.17%	371.67	31.79%	344.18	32.77%
资产总计	1,228.12	100.00%	1,169.26	100.00%	1,050.42	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

随着高标准厂房项目、智慧谷、天通科技产业基地一期、光伏基地项目一期等项目完工转入投资性房地产，2023年末公司在建工程账面余额有所下降，投资性房地产账面余额继续增长；公司投资性房地产主要通过出租和出售产生收益，但由于大多数项目尚处于完工初期，近年产生的租金收入规模不大；2023年末投资性房地产未办妥权证的房屋建筑物主要为天通产业园、光伏基地一期、台湾精密制造产业园高标准厂房、海外人才（创新创业示范园）等，账面价值合计77.68亿元。

此外公司还涉及对徐州市部分国有企业的参股以及围绕徐州市经开区内的产业投资，主要体现为长期股权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产投资等科目，账面价值继续增长。目前公司股权投资已初具规模，且随着未来徐州经开区内的招商引资力度的加大，预计投资规模将进一步扩大；但需注意到公司股权投资业务仍处于前期投入阶段，需持续关注后续的投资回报情况。受限资产方面，2023年末公司资产受限规模140.26亿元，占净资产的39.98%，主要包括受限货币资金26.69亿元、因借款抵押受限的投资性房地产89.53亿元、存货16.08亿元、固定资产2.76亿元和计入其他流动资产和其他非流动资产的借款保证金0.74亿元。

盈利能力

公司业务保持稳定发展，主营业务可持续性仍较好，但资金回笼情况仍待改善；其他收益和投资收益仍对公司利润起到一定贡献；受房地产市场波动及交易性金融资产价格下跌影响，公允价值变动收益大幅下降，造成整体利润水平下降

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自徐州经开区内的土地开发、安置房建设、基础设施建设和租赁等业务，此外产品销售、供水供电业务和物业管理等业务对收入形成补充，整体业务布局较为广泛，收入来源保持多元化态势。公司土地开发、安置房和基础设施建设业务在徐州经开区内具有区域专营性，目前在建安置房和在整理地块项目充足，业务可持续性仍较强，且未来随着大规模的标准厂房项目出租，租金收入有望进一步增长。毛利率方面，公司主营业务毛利率相对稳定，受土地转让等其他业务影响，2023年销售毛利率有所提高；但需关注公司已完工项目待回购金额较大，近年整体回购进度偏慢，主业回款滞后，资金占用较为明显。

2023年公司获得徐州经开区管委会等政府部门拨付的各类财政补贴1.77亿元，计入其他收益，补贴金额较上年下降明显；2023年公司确认投资收益2.23亿元，同比小幅增长。其他收益和投资收益对整体利润仍起到一定支撑作用。2023年公司公允价值变动收益为-3.67亿元，一方面是投资性房地产公允价值变动，主要是公司对外出租的厂房等受房地产行业下行影响评估价值下降，另一方面是公司投资的企业思路迪医药股份（01244.HK）自2023年7月起股价大幅下跌，导致交易性金融资产公允价值大幅下跌所致，截至2024年6月末公司交易性金融资产账面价值为9.29亿元，后续需持续关注公允价值波动风险。整体影响下，2023年公司利润总额同比下降50.05%。后续仍需持续关注，若房地产市场进一步下行或公司投资的企业上市后表现不佳，将可能带来盈利能力继续下降的风险。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年6月	2023年	2022年
营业收入	21.75	68.51	55.25
营业利润	1.50	4.64	10.09
其他收益	0.18	1.77	4.20
投资收益	0.99	2.23	1.97
公允价值变动收益	-0.24	-3.67	3.12
利润总额	1.68	5.11	10.23
销售毛利率	20.49%	26.32%	18.01%

资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模继续攀升，杠杆水平高企；短期债务占比较高，债务期限结构仍有待改善；现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数等偿债指标进一步弱化，面临较大的债务偿付压力；公司综合融资成本较低，整体融资弹性较好

随着公司项目建设的持续推进，公司总债务规模继续增长。截至2023年末总债务规模达713.43亿元，占总负债的比重为87.17%。从融资渠道来看，公司以银行借款和债券融资为主，辅以少量非标融资，大部分银行借款有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较为多元化。从融资成本来看，2024年上半年公司银行综合融资成本约4.13%；债券融资的融资主体包括公司本部、经开区国资和金龙湖集团，综合融资成本约2.99%，2024年上半年公司本部共发行5.00亿元私募公司债及28.90亿元中期票据，票面利率在2.45%-2.85%；非标类融资主要为融资租赁，2024年上半年综合融资成本约4.75%；公司整体融资成本较低。从债务期限结构来看，2023年末公司短期债务占比近四成，整体债务期限结构仍有待改善。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	109.63	12.58%	78.37	9.58%	50.49	7.21%
应付票据	15.03	1.72%	6.69	0.82%	12.62	1.80%

应付账款	43.15	4.95%	46.54	5.69%	31.11	4.44%
合同负债	24.49	2.81%	24.75	3.02%	22.66	3.23%
其他应付款	5.51	0.63%	4.72	0.58%	3.27	0.47%
一年内到期的非流动负债	158.61	18.20%	164.82	20.14%	137.89	19.68%
流动负债合计	389.72	44.71%	382.47	46.73%	292.38	41.73%
长期借款	244.61	28.06%	234.28	28.63%	171.07	24.42%
应付债券	196.44	22.54%	162.16	19.81%	202.76	28.94%
长期应付款	12.07	1.38%	10.54	1.29%	7.93	1.13%
其他非流动负债	20.08	2.30%	20.20	2.47%	15.12	2.16%
非流动负债合计	481.91	55.29%	435.93	53.27%	408.23	58.27%
负债合计	871.63	100.00%	818.40	100.00%	700.61	100.00%
总债务	768.46	88.16%	713.43	87.17%	616.05	87.93%
其中：短期债务	289.85	37.72%	280.83	39.36%	213.72	34.69%
长期债务	478.61	62.28%	432.60	60.64%	402.33	65.31%

资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司整体杠杆水平高企，截至2024年6月末资产负债率已超过70%。2023年现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均同比下降，偿债指标表现欠佳，整体偿债压力仍较大。考虑到公司大量已完工项目回款进度较慢，且未来开发区内在标准厂房建设等方面仍需较大规模的资本开支，预计公司仍将依赖外部融资以平衡资金缺口。公司2024年3月末公司在各金融机构获得的授信额度合计919.11亿元，尚未使用的规模297.34亿元，备用流动性较好。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2024年6月	2023年	2022年
资产负债率	70.97%	69.99%	66.70%
现金短期债务比	--	0.25	0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.58

资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司近一年在环境、社会及治理方面未发生重大负面事项，仍需关注公司尚处于组建初期，组织架构和相关制度等仍需进一步完善

环境方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司是根据公司法及其他有关法律法规设立的国有独资有限责任公司，控股股东和实际控制人于 2023 年 5 月变更为徐州市国资委。公司组织架构及主要董、监、高人员自组建后未发生重大变化，公司组织架构基本满足日常经营需求。根据公司出具的说明文件，近三年公司本部高管中不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。目前公司尚处于组建初期，可能存在组织架构、各项制度不完善等问题，中证鹏元将持续关注公司内部治理完善、信息披露和再融资情况以及其对公司经营及信用状况可能产生的影响。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日²，公司本部子公司经开区国资、金龙湖集团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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2024年3月末，公司对外担保余额2.69亿元，占期末所有者权益的比重为0.76%，对外担保对象主要为地方国有企业，但未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表22 截至 2024 年 3 月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
徐州市产城发展集团有限公司	6,502.13	2020/01/04-2030/01/14
	1,000.00	2023/09/28-2024/09/07
	4,500.00	2024/01/11-2025/01/10
徐州利东程商贸有限公司	5,000.00	2024/03/25-2025/03/03
	4,000.00	2024/03/25-2024/09/25
	2,950.00	2023/12/23-2024/12/09
徐州鑫兴管廊建设工程管理有限责任公司	2,950.00	2024/03/07-2025/03/05
合计	26,902.13	--

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是徐州市人民政府下属重要企业，徐州市国资委直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，徐州市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

² 公司本部：2024 年 8 月 12 日，经开区国资：2024 年 8 月 9 日；金龙湖集团：2024 年 8 月 12 日

(1) 公司与徐州市人民政府的联系非常紧密。徐州市国资委直接持有公司100%股权，对公司经营战略和业务运营具有绝对控制权，公司安置房销售、土地开发等业务直接来自于政府相关单位，近年收到徐州市人民政府较大力度的外部支持，公司作为市属产业投资建设及产城融合发展运营主体，预计未来与政府的联系保持稳定。

(2) 公司对徐州市人民政府非常重要。公司最主要的目标为提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设等方面对徐州市政府的贡献很大，公司为公开发债主体，违约会对徐州市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

同时，中证鹏元认为徐州市政府提供支持的能力极强，主要体现为徐州市作为淮海经济区中心城市、省域副中心城市，近年经济总量持续增长，财政收入质量较好，且地区金融生态环境较好，政府拥有的可调配资源有国有股权、土地、矿产等资源可为债务偿还提供较强保障。

九、 结论

徐州市为淮海经济区中心城市和省域副中心城市，区位优势显著，整体经济发展水平较高，公司作为市属产业投资建设及产城融合发展主体，近年垫付的项目建设款项规模较大且整体回款周期偏长，资金沉淀压力较重，公允价值变动损失对公司利润形成明显侵蚀，公司在建安置房和自营厂房等项目规模较大，后续面临资本开支压力和资金平衡压力，预计将依赖外部融资满足资金缺口，杠杆水平存在上行压力；但考虑到公司职能定位明确，安置房销售、土地一级开发和基础设施建设等业务在徐州经开区具有区域专营性，主营业务可持续性较强，同时公司业务布局广泛，未来随着完工安置房的交付以及在建工业厂房的逐步完工，租金收入规模有望进一步增长，且公司近年持续获得较大力度的外部支持。总体而言，公司抗风险能力很强。

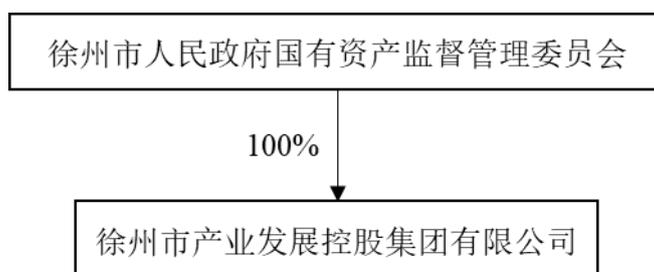
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“24徐州产业MTN001”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	89.06	70.21	88.65	115.79
应收账款	163.03	146.43	139.85	120.29
其他应收款	146.19	146.55	89.10	95.39
存货	329.25	305.13	269.27	224.82
流动资产合计	845.33	797.59	706.24	682.26
投资性房地产	218.16	206.51	192.29	144.78
非流动资产合计	382.80	371.67	344.18	311.03
资产总计	1,228.12	1,169.26	1,050.42	993.29
短期借款	109.63	78.37	50.49	18.57
一年内到期的非流动负债	158.61	164.82	137.89	92.61
流动负债合计	389.72	382.47	292.38	233.44
长期借款	244.61	234.28	171.07	177.74
应付债券	196.44	162.16	202.76	223.20
长期应付款	12.07	10.54	7.93	7.22
非流动负债合计	481.91	435.93	408.23	436.31
负债合计	871.63	818.40	700.61	669.74
所有者权益	356.50	350.86	349.81	323.55
营业收入	21.75	68.51	55.25	49.66
营业利润	1.50	4.64	10.09	10.92
其他收益	0.18	1.77	4.20	4.03
投资收益	0.99	2.23	1.97	1.93
公允价值变动收益	-0.24	-3.67	3.12	2.31
利润总额	1.68	5.11	10.23	11.01
经营活动产生的现金流量净额	-23.22	-32.94	8.51	2.50
投资活动产生的现金流量净额	-12.00	-40.88	-31.32	-89.38
筹资活动产生的现金流量净额	55.56	74.05	-1.50	47.64
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	20.49%	26.32%	18.01%	21.60%
资产负债率	70.97%	69.99%	66.70%	67.43%
短期债务/总债务	37.72%	39.53%	34.69%	28.48%
现金短期债务比	0.34	0.25	0.43	0.78
EBITDA（亿元）	--	14.55	16.15	18.17
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.58	0.62

资料来源：公司 2020-2022 年模拟审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司	26.00	100.00%	土地开发、基础设施和安置房建设	划拨
徐州金龙湖控股集团有限公司	30.00	100.00%	土地一级开发、基础设施建设、园区运营、股权投资等	划拨

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。