

信用等级公告

联合[2012] 139 号

联合资信评估有限公司通过对徐州市新盛建设发展投资有限公司及其拟发行的 2012 年度 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

徐州市新盛建设发展投资有限公司

主体长期信用等级为

AA

徐州市新盛建设发展投资有限公司

2012 年度 15 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年五月四日

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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679238

邮编: 100022

网址: www.liaheeratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与徐州市新盛建设发展投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与徐州市新盛建设发展投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因徐州市新盛建设发展投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由徐州市新盛建设发展投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、徐州市新盛建设发展投资有限公司 2012 年度 15 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年五月四日

评级业务专用章

徐州市新盛建设发展投资有限公司

2012年度15亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA

本期公司债券发行额度: 15 亿元

本期公司债券期限: 6 年

评级时间: 2012 年 5 月 4 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	85.97	135.34	161.83
所有者权益(亿元)	44.76	67.51	75.64
长期债务(亿元)	21.04	55.47	76.77
全部债务(亿元)	36.04	57.47	80.03
营业收入(亿元)	3.89	11.17	12.08
利润总额(亿元)	3.06	5.75	3.04
EBITDA(亿元)	3.07	5.76	3.10
经营性净现金流(亿元)	-13.58	-28.73	-14.58
营业利润率(%)	41.10	-7.23	23.74
净资产收益率(%)	5.12	6.38	3.11
资产负债率(%)	47.94	50.12	53.26
全部债务资本化比率(%)	44.60	45.99	51.41
流动比率(%)	490.66	1915.04	1730.61
全部债务/EBITDA(倍)	11.76	9.97	25.78
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.20	0.38	0.21

分析师

陈 静 王紫临

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对徐州市新盛建设发展投资有限公司(以下简称“徐州新盛”或“公司”)的评级结果反映了公司作为徐州市棚户区改造投资建设重要主体,在区域经济环境、政府支持等方面的显著优势。同时,联合资信也关注到公司收入规模波动较大,整体资产盈利稳定性弱以及未来资本支出加大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

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支撑公司的整体偿债能力。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以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 棚户区改造项目为国家重点支持城市改造项目,得到各级政府的扶持力度大。
2. 徐州市经济发展快速,财政实力较强。公司作为地区重要保障性住房建设的投融资实体,地方政府在政策和财力上给予公司的支持力度大。
3. 棚户区改造项目为公司带来大规模可供上市出让的土地资源,为未来土地出让收入形成提供了较好保障。

关注

1. 公司整体盈利受补贴收入影响大。
2. 棚户区改造项目规模较大,公司存在一定的资本支出压力。
3. 土地出让业务规模受宏观经济及国家政策影响大,出让价值受房地产市场波动影响具有一定不稳定性。

一、主体概况

徐州市新盛建设发展投资有限公司（以下简称“公司”或“新盛公司”）于2007年3月21日由徐州市人民政府授权徐州市财政局出资组建，为市属国有独资公司，经江苏省徐州市工商行政管理局批准，取得企业法人营业执照（注册号：320300000016720）；公司初始注册资本为2.00亿元；2010年2月25日，公司将资本公积6.00亿元转增股本，截至2011年底，公司注册资本为8.00亿元

公司目前主要负责徐州市区棚户区改造投融资（不含贾汪区和徐矿集团部分）、拆迁安置房建设和经市政府批准的国有资产运营等工作。

截至2011年底，公司下设投融资部、资产运营部、综合部和财务部等四个部门，下设徐州高铁置业有限公司、新盛仁和资产管理有限公司、新盛建发置业有限公司和新盛建设投资担保有限公司等七家子公司。

截至2011年底，公司合并资产总额161.83亿元，所有者权益75.64亿元（其中包含少数股东权益0.97亿元）；2011年实现营业收入12.08亿元，利润总额3.04亿元。

公司注册地址：徐州市西安北路恒茂国际商务中心20楼；法定代表人：王怀深。

二、本期债券及债券投资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2012年发行15亿元6年期的公司债券（以下简称“本期债券”）。本期债券采用提前偿还方式，从第三个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的25%。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金15亿元人民币，将全部用于徐州市振兴老工业基地棚户区改造二期工程、泉山区和鼓楼区的棚改项目以及补充公司营运资金。各项目情况见表1。

表1 债券募集资金投向（单位：万元）

项目名称	投资总额	使用债券额度
徐州市振兴老工业基地棚户区改造二期工程	415812	110000
泉山区茶棚东棚户区改造项目	45937.5	23000
鼓楼区西阁里棚户区改造项目	33750	17000
总计	495499.5	150000

资料来源：公司提供

徐州市振兴老工业基地棚户区改造二期工程

该项目已经徐州市发展和改革委员会批准（徐发改投资【2009】515号）。项目建设范围为：拆除兵工路、王大路、坝子街、建北村、大马路、沟湾、大山头、茶棚、津浦路、玉潭湖和下洪等11个棚户区范围内建筑面积1117798平方米；对11个棚户区范围内进行场地“七通一平”整理；建设兵工路、王大路、沟湾、大山头、茶棚棚户区改造区域内市政道路3644米；建设杏山子、七里沟B地块定销房总建筑面积572680平方米，主要建设定销商品房和幼儿园、邮政营业所等配套公建设施等，另建地下人防设施等67138平方米。该项目于2009年9月开工建设。截至2011年12月末，项目已累计完成投资约22.32亿元，除王大路、坝子街区块外，其他棚户区改造均已启动，七里沟B地块及杏山子定销房正处于主体施工中，项目整体工程量完成超过50%。

泉山区茶棚东棚户区改造项目

该项目已经徐州市发展和改革委员会批准（徐发改行政许可服务审字【2010】110号）。项目建设范围为拆除位于泉山区三环南路以北，金山南路以东，社会福利院以西，

村庄自然道路以南茶棚东地块范围内的棚户区居民住宅、住改非及企业用房等建筑，总建筑面积 82863.04 平方米，总户数 879 户，并对该地块进行平整。目前，项目各项手续已全部齐备，项目拟于 2012 年 5 月启动，项目的收益来源于拆迁地块未来的出让收入。

鼓楼区西阁里棚户区改造项目

该项目已经徐州市发展和改革委员会批准（徐发改行政许可服务审字【2010】112 号）。项目建设范围为拆除位于鼓楼区铁路以南，环城路以北地块范围内的棚户区居民住宅、住改非连家店及公建等用房，总建筑面积 62836.77 平方米，总户数 911 户，并对该地块进行平整。目前，项目各项手续已全部齐备，已于 2011 年 12 月开工建设，项目的收益来源于拆迁地块未来的出让收入。

三、行业分析

1. 保障性住房行业分析

保障性住房发展相关背景及行业现状

进入 2000 年以来，中国城镇化进程驶入快车道。从 2000 年到 2009 年，中国城镇化率由 36.2% 提高到 46.6%，城镇人口由 4.6 亿增加到 6.2 亿。“十二五”规划提出，将城镇化率提高到 51.5%。但与此同时，中国城镇化进程中规模扩张的制约和品质提升的压力日渐凸显：一方面，城市外延的可用土地资源已接近极限，城市要转向内涵式发展，提高现有城市空间的利用品质和使用效率；另一方面，高速的城镇化进程带来大量住房需求，住房供需失衡严重，政府需要提供多种形式的保障性住房以满足人们日益增长的居住需要。因此针对城市、工矿区内人均面积小、居住条件差的危旧城区和棚户区开展改造，既能保障和改善民生，又有利于改善城市环境，是保障性安居工程的重要组成部分。

棚户区是指国有土地上集中连片简易结构房屋较多、建筑密度较大、基础设施简陋、房屋建成年限较长、使用功能不全、安全隐患突出的居住区域。实施棚户区改造，完善配套市政设施和公共服务设施，有利于改善城市环境，集约利用土地，推进城镇化健康发展；因此棚户区的改造一直受到中央和地方政府的高度重视。近年来，全国各地区棚户区改造资金来源和渠道日益丰富，棚户区改造及定销房建设规模不断扩大，改善了棚户区原居民的居住环境和城市的整体形象，城市土地集中利用率显著提高。

近年来，为推动城市棚户区改造及定销房建设项目，中央及各级政府出台一系列相关政策。《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（国发[2007]24 号）和《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发[2008]131 号）是国务院为全面落实全国保障性安居工程工作，推进城市和国有工矿棚户区改造工作的纲领性文件。

依据以上文件，2009 年 12 月，中央五部委提出《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》（建保[2009]295 号）（下称《指导意见》）。《指导意见》提出，从 2009 年开始，结合开展保障性住房建设，用 5 年左右时间基本完成集中成片城市和国有工矿棚户区改造，有条件的地区争取用 3 年时间基本完成改造的计划。《指导意见》同时详列以下政府支持棚户区改造的政策细则：第一，各级政府将加大对棚户区改造项目的税费政策支持力度，免征城市基础设施配套费等各种行政事业性收费和政府性基金；第二，各级政府将落实土地供应政策，城市和国有工矿棚户区改造安置住房用地纳入当地土地供应计划优先安排，并简化行政审批流程，提高审批效率；第三，中央财政对城市和国有工矿棚户区改造将给予适当财政支持，要求

各省级和市、县人民政府加大棚户区改造的资金投入，同时鼓励金融机构向符合贷款条件的棚户区改造项目提供贷款。鼓励采取共建的方式引导社会资金积极参与棚户区的改造。

《指导意见》的提出，为城市棚户区改造在税费、土地供应、资金筹措方面创造了宽松条件。2011年1月1日起实施的《中央补助城市棚户区改造专项资金管理办法》提出城市棚户区改造补助资金按照多改造多补助、不改造不补助进行分配的原则，在资金上增援地方财政进行棚户区改造的同时激励各级地方政府加快执行改造任务。

徐州市保障性住房开发现状

徐州市作为上世纪50~80年代逐渐建立起来的老工业基地，市中心建设了一批工矿企业职工住宅和矿工住宅，聚集大量的平房和简易楼，由于人口密度大，破产企业无力对房屋进行维修等原因，逐渐形成了市中心112个棚户区。目前，徐州市棚户区总占地面积426.1公顷。实施棚户区改造是江苏省委、省政府加快振兴徐州市老工业基地战略部署中的一项重要举措。2008年11月19日江苏省委省政府正式下发《关于加快振兴徐州老工业基地的意见》，计划从2009年起，利用三年时间完成400万平方米左右的棚户区改造任务，在2011年底前基本完成徐州市307万平方米棚户区拆迁任务。其中，徐矿集团58.31万平方米；市区（含贾汪区）249.6万平方米。五个区中，鼓楼区拆迁69.75万平方米，云龙区31.68万平方米，泉山区85.78万平方米，九里区23万平方米，贾汪区39.39万平方米。

徐州市原计划2009年度完成152.36万平方米的拆迁任务，其中徐矿集团30.3万平方米，贾汪区19.96万平方米，市区102.1万平方米。实际2009年全市共启动棚户区拆迁项目37个，涉及拆迁面积175万平方米，其中主城区拆迁项目13个，涉及拆迁面积118万

平方米，完成09年拆迁计划的116%。贾汪区完成拆迁面积25万平方米，完成计划任务的125%，徐矿集团完成拆迁面积32万平方米，完成计划任务的106%。2009年全市计划购买和建设拆迁安置房140万平方米（其中徐矿集团43万平方米；贾汪区17万平方米；主城区80万平方米）。实际全市购买和建设安置房面积总计139.89万平方。加上已落实规划设计并已用于安置的安置房面积达到180万平方，超额完成计划任务。

2010年度徐州市原计划完成155.55万平方米的拆迁任务，其中徐矿集团28.01万平方米，贾汪区19.43万平方米，市区108.11万平方米。实际2010年全市共启动棚户区拆迁面积214.2万平方米，其中主城区拆迁项目10个，涉及拆迁面积157.15万平方米，完成10年拆迁计划的145%。至2011年10月，全市共启动棚改一期项目55个，拆迁面积达到408万平方米，已完成了《关于加快振兴徐州老工业基地的意见》原定计划，二期工程计划安排实施兵工路、王大路、坝子街、建北村、大马路、沟湾、大山头、茶棚、津浦路、玉潭湖和下洪等11个棚户区范围内建筑面积1117798平方米的改造。对11个棚户区范围内进行场地“七通一平”整理；建设兵工路、王大路、沟湾、大山头、茶棚棚户区改造区域内市政道路3644米；建设杏山子、七里沟B地块定销房总建筑面积572680平方米，主要建设定销商品房和幼儿园、邮政营业所等配套公建设施等，另建地下人防设施等67138平方米。

2011年，徐州市棚户区危旧房改造完成拆迁面积41万平方米。其中，云东、段庄项目已按计划完成拆迁扫尾，茶棚东、会堂北、兆和实业公司危旧房、西阁里、兵工路二期、润和园南6个项目按计划完成拆迁，徐商徐萧路、姚庄棚户区部分完成拆迁。

为了棚户区改造投融资运作及成本控制的便利，2008年12月徐州市政府授权徐州新

盛建设发展投资有限公司为徐州市棚户区改造项目建设及投融资主体，委托其进行棚户区改造项目投融资管理工作（不含贾汪区和徐矿集团部分）。贾汪区、徐矿集团分别负责所属棚户区改造工作及资金运作，徐州市政府按拆迁面积给予补贴。徐州市秉持“政府拆迁、净地出让、划片招商、分类推进”的原则，通过“市场运作，政府把关”的操作方式，逐步实现棚户区改造项目的资金筹措、管理及债务偿还和资产的保值增值的企业化运作。

棚户区改造项目规模大、先期投入资金金额也较大，项目执行主体前期主要依靠银行贷款及政府资金投入，项目后期需要通过变现拆迁改造土地获取土地出让收益，用于偿还银行贷款。根据《徐州市棚户区改造实施方案》（徐政发【2009】20号）文件规定拆迁土地出让收益封闭运作，土地出让金等土地出让收益在扣除相关规费后返还公司，用于棚户区拆迁、改造和定销房建设。徐州市政府将棚户区改造项目优先列入土地供应计划，在申报年度用地指标时单独列出。

2. 城市基础设施建设行业的行业分析

城市基础设施是城市的载体和居民生活水平的物质保障，是经济社会发展水平的重要体现，城市基础设施建设对改善投资环境、提升城市综合服务功能具有重要意义。改革开放以来，经过三十多年的建设和发展，我国城市基础设施建设取得了巨大成就，城市化水平不断提高，城市化率逐步提高。随着城市人口的增加和城市化水平的不断提高，对道路交通设施、能源系统、水资源和供排水系统等城市基础设施的需求不断增长。未来10-20年我国城镇将至少新增2.5亿人口，城市基础设施建设行业将进入蓬勃发展的时期。

徐州都市圈作为江苏省三大都市圈之一，由于人口密度比较大，以及地形地貌的

限制，经济的发展受到一定的制约。因此，近年来，徐州在城市建设上分为两块进行，一是要改造老城区，二是要规划建设新城区，以便为徐州市的特大城市建设奠定良好的基础。“十一五”期间，徐州市城市规划设计水平明显提高，老城区空间梳理加快推进，新城区建设初具规模，城建投入和城建重点工程数量每年都创历史新高，城市现代化功能大幅提升。城市环境综合整治全面展开，完成1300万平方米老居民区治理，五年新增城市绿地面积6300公顷，2010年城市绿化率达到39.2%，空气质量良好以上天数达到322天。徐州先后获得国家园林城市、省文明城市、省卫生城市等称号，顺利通过国家环保模范城市考核验收；2011年，徐州市荣获国家环保模范城市称号。“十二五”期间，徐州市计划城市化水平提高到57%以上，生态文明建设居全国同类城市前列，全市森林覆盖率达到32%，城市绿化覆盖率达到45%，单位地区生产总值能源消耗和二氧化碳排放大幅下降，主要污染物排放明显减少，环境污染得到有效防治。

总体来看，为了改善棚户区原居民的居住环境和城市的整体形象，棚户区改造受到国家政策大力支持，徐州市也出台相关政策保证项目资金运作。公司作为徐州市棚户区项目改造及城市基础设施建设的主体，未来发展前景良好。

四、区域经济概况

公司主要从事棚户区改造、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。

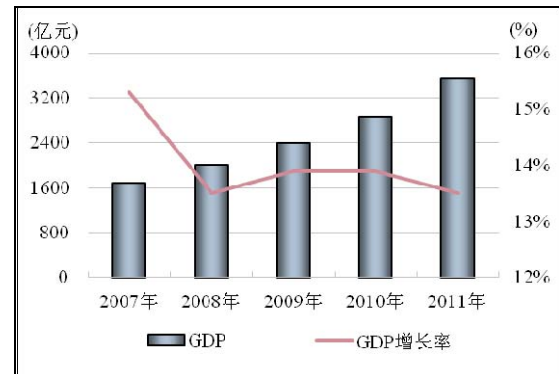
1. 经济概况

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大幅提升，徐州市主要经济指标增速连续五年高于江苏全省平均水平。

经过多年的改革和建设，徐州市经济发展形成以下四个特点：一是徐州主导优势产业发展快速，全市三大主导工业产业产值均超千亿元。2011年，徐州装备制造业、能源产业和食品及农副产品加工业分别完成产值2068.60亿元、1017.02亿元和1612.53亿元，分别同比增长41.0%、30.4%和40.5%。此外，煤盐化工、冶金和建材三个重点发展产业分别完成产值1291.67亿元、533.42亿元和291.87亿元，分别增长73.2%、37.6%和42.2%。二是新医药、电子信息、环保设备等战略性新兴产业发展迅速。2011年，全市战略性新兴产业实现产值1854.92亿元，同比增长115.9%，拉动全市工业产值增长17个百分点，新兴产业产值占规模以上工业产值的比重达到26.8%，比上年同期提高10.2个百分点。三是徐州市传统服务业发展水平较高。徐州市传统服务行业起步较早、基础扎实，层次较高，形成了淮海经济区规模最大、门类最全的“商贸中心圈”。2011年全市服务业实现增加值1440.06亿元，同比增长14.5%，增速高于全省3.4个百分点。四是开放型经济初具规模。2011年全市实际到账外资和出口总额分别达14.66亿美元和41.59亿美元，比上年增长44.7%和58.1%。全市出口额达到2000万美元以上企业85家，同比增加34家，七大类重点商品出口27.1亿美元，占全市出口总量的65%。

2. 经济发展

图1 徐州市2007~2011年GDP与增长率走势



资料来源：徐州市统计局

根据徐州市2011年统计局相关数据显示，2011年全市地区生产总值达3551.65亿元，比上年增长13.5%，2007~2011年地区生产总值年复合增长率为20.59%。2011年徐州市第一产业增加值334.54亿元，同比增长4.5%；第二产业增加值1777.05亿元，同比增长14.6%；第三产业增加值1440.06亿元，同比增长14.5%。三次产业结构由2010年的9.6：50.7：39.7调整为2011年的9.4：50.1：40.5。未来，随着徐州市重点培育的软件开发、国际服务外包、现代物流、文化动漫、旅游服务和商务中介六大重点现代服务业的发展，第三产业增加值占比将有望进一步提高。

徐州市经济实力较强，经济综合实力连续四年在全省排名第6位（在苏州、无锡、南京、南通、常州等地区之后）。

表2 江苏各市GDP排名（亿元）

城市	2008年	2009年	2010年	2011年
苏州	6701.29	7740.20	9168.91	10500
无锡	4419.50	4991.72	5758	6880.15
南京	3775.13	4230.26	5010.36	6145.52
南通	2510.13	2872.80	3417.88	4080.22
常州	2202.23	2519.93	2976.70	3580.4
徐州	2007.36	2390.16	2866.93	3551.65

盐城	1603.26	1917.00	2266.26	2771.33
扬州	1573.29	1856.39	2207.99	2630.30
镇江	1408.14	1672.08	1920	2310.40
泰州	1394.20	1660.92	2002.58	2422.61

资料来源：wind 资讯；

注：2011 年部分城市 GDP 为预测数值

近年来，徐州市固定资产投资增幅明显，2011 年全市固定资产投资完成 2200.99 亿元，比 2010 年增长 22.2%，占江苏省全社会固定资产投资总额的 8.37%。其中民间投资 1665.67 亿元，增长 24.1%，民间投资占固定资产投资比重 75.7%；房地产开发投资 255.08 亿元，增长 24.2%。

徐州市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2011 年全市城镇居民人均可支配收入 19206 元，同比增长 14.6%；农村居民人均纯收入 9490 元，增长 19.3%。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。

总体看，徐州市经济发展整体形势较好，具有较强活力，对未来徐州市财政收入的提升有积极影响。

3. 区域未来规划

“十二五”期间，徐州市经济社会发展的主要目标是：全市地区生产总值超过 5000 亿元，均量接近全省平均水平；财政一般预算收入达到 500 亿元，经济增长高于苏北、高于周边地区、高于全省平均水平，保持综合经济实力在苏北和淮海经济区的领先地位，经济总量进入长三角城市前 8 名、中国大陆地级以上城市前 30 名；高新技术产业产值占工业总产值的比重提高到 30%以上。

在城市建设和规划方面，徐州市计划至“十二五”期末，城市化水平提高至 57%以上。徐州市政府计划每年实施百项以上基础性、功能性、公共性城建重点工程，至“十

二五”期末，建成丰沛铁路、徐宿铁路、宿新高速、徐明高速，郑徐客运专线延伸到连云港，实施观音机场二期改扩建、京杭运河湖西航道整治和丰沛运河通航工程。徐州市将实施市区道路“三年畅通计划”，建设铜山区和沛县微山湖环湖快速通道、主城区到周边重点中心镇快速通道，完善城市路网。为全面提升科教、文化、卫生服务水平，徐州市计划完善音乐厅、艺术馆、科技馆等公共设施，加快第一人民医院迁建，建设市中心医院新城区分院、徐医附院开发区分院，建成新城区体育中心。同时为提高城市供水安全保障水平，徐州市拟启动建设第二地面水厂，建立覆盖铜山区、贾汪区的区域安全供水体系。实施危旧房和城中村改造工程，改善民生，提升形象，促进城市繁荣。

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，公司的棚户区改造及定销房建设板块的投融资运作将面临有利的发展机会。

总体看来，近几年徐州市经济发展迅速，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，并将继续保持苏北地区的龙头地位和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

1. 区域财政实力

公司作为徐州市棚户区改造投融资主体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

图2 徐州市财政实力



资料来源：徐州市统计局

从财政总收入来看，2007~2011 年徐州市财政总收入持续增长，年均复合增长 25.94%；2011 年为 555.33 亿元，比上年增长 34.2%。从一般预算收入来看，2007~2011 年徐州市一般预算收入保持较快增长态势，年均复合增长 33.46%；2011 年为 318.42 亿元，比上年增长 43.3%。

总体来看，徐州市作为苏北经济龙头，财政实力较强。徐州市地方财政收入的稳定增长为徐州市城市建设提供了可靠的资金支撑和保障。

2. 人员素质

公司董事长王怀深先生，1956 年出生，本科学历，经济师，同时任徐州市政府副秘书长、市规划局党组书记，曾任徐州市政府政策研究室主任。

公司总经理林斌先生，1971 年出生，本科学历，会计师，兼任徐州高铁置业有限公司董事长、徐州市新盛仁和资产管理有限公司董事长，曾任徐州市国盛投资有限公司投资部经理。

截至 2011 年底，公司拥有在岗员工 84 人。按学历分，大专以下员工 9 人，大专及以上员工 75 人。按照年龄划分，公司 30 岁以下员工 21 人，30 至 50 岁 55 人，50 岁以上 8 人。

总体来看，公司高管具有较丰富的管理经验和专业素质。公司的人员构成与公司业

务特点相符，基本能满足日常工作需要。

3. 政府支持

公司从事的棚户区改造项目在当前国家全力推进保障房建设的背景下受到徐州市政府在政策和财政上的大力支持。此外，徐州市政府向公司注入部分商业物业资产，增强公司融资能力。

资金支持

在资金上，徐州市政府按照《徐州市棚户区改造实施方案》【徐政办发（2009）20 号】的要求，改造地块通过招拍挂上市出让，土地出让收入封闭运作，在扣除相关规费后土地出让收益返还公司。按照《中央补助城市棚户区改造专项资金管理办法》等相关政策，中央、省、市财政对棚户区改造项目予以资金补贴。中央、江苏省、徐州市政府 2009~2011 年累计提供财政补贴 6.31 亿元（其中 2009 年获得 1.50 亿元，2010 年为 4.50 亿元，2011 年为 0.31 亿元）。

政府资产注入

根据徐州市政府发“[2009]9 号”文件，为弥补徐州市棚户区改造项目政策性亏损，增强公司投融资能力，将肖庄地块、体育馆 A 地块、体育馆 B 地块等三地块共 472760.9 平方米土地使用权授权公司经营，三块土地评估价 300108.62 万元。

2010 年，徐州市政府同意将徐州市泉山区珠山东侧、小南湖西侧地块共 182594.8 平方米土地使用权授权公司经营，上述地块评估价 152283.33 万元，用于增加公司资本公积。

安置房相关政策支持

根据徐州市政府市长办公会议纪要“[2009]10 号”，棚户区拆迁安置定销房政府回购价原则上在项目建设总成本基础上再加 8%开发利润，从而保证公司持续发展。

按照《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（国发[2007]24 号）和

健保【2009】295号文件规定，棚户区改造项目免收各项行政事业性收费和政府性基金。

根据徐政发[2009]20号和《棚户区改造拆迁安置定销房建设项目规费减免实施细则（试行）》，徐州市政府共免收规费16项，减半规费收取17项。

根据徐州市人民政府关于印发《徐州市棚户区改造实施方案》的通知（徐政发2009【20号】）意见，“用于棚户区改造的定销房建设涉及的税收地方留成部分全额返还给投资主体”。

根据《财政部、国家税务总局关于城市和国有工矿棚户区改造项目有关税收优惠政策的通知》，土地使用税、印花税等获税收免征优惠。

土地出让政策支持

根据《徐州市棚户区改造实施方案》（徐政发【2009】20号）文件规定拆迁土地出让收益封闭运作，土地出让金等土地出让收益在扣除相关规费后返还公司，用于棚户区拆迁、改造和定销房建设。徐州市政府将棚户区改造项目优先列入土地供应计划，在申报年度用地指标时单独列出。公司土地出让可不受市级土地出让指标的限制。

4. 地方政府债务

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2011年底，徐州市本级政府直接债务余额189.75亿元，担保债务余额5.47亿元，徐州市本级政府全部债务余额192.49亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为40.83%（采用本级可支配收入数据进行计算）。徐州市本级地方政府债务总体水平适中。

表3 2011年底徐州市本级政府债务构成

地方债务	金额（亿元）
（一）直接债务余额	189.75
1、国外金融组织贷款	
（1）世界银行贷款	

2、国债转贷资金	6.54
3、农业综合开发借款	
4、解决地方金融风险专项借款	
5、国内金融机构借款	
（1）政府直接借款	
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	183.21
6、债券融资	
（1）中央代发地方政府债券	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	
7、粮食企业亏损挂账	
8、其他	
（二）担保债务余额	5.47
1、政府担保的国内金融机构借款	5.47
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	192.49
债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）*100%	40.83%

资料来源：公司提供

六、公司管理

公司是2007年3月成立的市级国有独资有限公司，徐州市政府授权市财政局履行国有资产出资人职责。

1. 公司治理结构

公司不设股东会，股东是公司的权力机构，负责审议公司的重大事项，并对公司发行债券、合并、分立、解散、清算或者变更等做出决议。

公司设董事会负责决定公司的重大事项。董事会共有成员五人，设董事长一人。全部董事由股东委派产生。董事会在授权经营范围内审定公司的经营计划和投资方案，制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、发行公司债券方案、借款、贷款、担保事项协议等。

经理层行使董事会授予的职权。公司设总经理1人，副总经理3人，下设投融资部、资产运营部、综合部和财务部等四个部门，下设徐州高铁置业有限公司、新盛仁和资产

管理有限公司、新盛建发置业有限公司和新盛建设投资担保有限公司等七家子公司。公司实行财务、人事集中于母公司统一负责的制度，增强了母公司对各子公司的管理。

公司设监事会，成员五人，监事会设主席一人。监事会按规定行使监督职能。

2. 管理制度

为规范公司运作，确保棚户区改造项目投融资有序进行，公司 2009 年制定了《公司管理制度》（下称《制度》），从棚户区项目成本控制、投资管理、融资管理等方面加强了对公司的管理。

在棚户区项目成本控制方面，《制度》规定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；副组长负责政策支持、现场巡视、人员调配及问题汇总；汇算人负责各项目的统一扎口汇算、资料汇总，形成了分工明确的工作体系。同时，为准确测算项目盈亏，公司规定根据拆迁成本、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的核算方式。公司通过制定层层负责的成本控制体系，完善的成本核算制度，实现有效控制成本的目的。

在投资管理方面，由于公司存在政策性投资项目与经营性投资项目两类，因此对不同项目的审批程序做出不同规定。对于经营性投资项目，公司规定：对外项目投资均要

有可行性研究报告，合作项目应有合作项目意向书及合作方信用资料。可行性研究由项目投资归口管理部门负责组织，并形成决议或报告。

公司下属的子公司成立时间较短，业务开展较少。目前，开展业务相对较多的企业是高铁置业有限公司、新盛建发置业有限公司、新盛仁和资产管理有限公司三家。目前，母公司主要负责棚户区改造项目的实施和整体投融资运作，而子公司主要负责国有资产运营及安置房建设。公司通过向下属公司委派董事、监事并统一由母公司进行财务管理、人事管理的方式行使决策管理权。

总体看，公司法人治理结构比较完善，管理制度比较规范，公司对下属企业人事、财务等有较强的控制力。

七、公司经营

1. 经营概况

公司成立以来，业务发展经历了两个阶段：2007~2008 年，公司通过委托代建参与城市基础设施建设，取得代建收入；2008 年底公司被确认为徐州市棚户区改造项目的投融资主体，负责资金筹措及成本控制；各区政府作为实施主体，负责开展拆迁、安置等具体工作。目前，公司经营领域主要为棚户区改造开发，包括棚户区的土地整理开发和拆迁安置住房开发建设两个业务板块。下文重点分析棚户区改造项目投资经营情况。

表 4 公司 2009~2011 年主营业务收入及成本情况（万元）

项目	2009 年		2010 年		2011 年	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
土地出让金返还收入	30813.43	15079.79	47777.15	61663.91	45141.00	19666.01
定销房销售收入	7775.01	7767.62	62219.57	57369.06	73201.96	70614.15
租赁费收入			158.36	4.43	545.24	
餐饮收入	81.18	27.35	642.29	267.08	887.98	402.38
物业管理收入			182.36	87.01	315.75	97.73

代建费收入						
合计	38669.62	22874.76	110979.73	119391.49	120091.93	90780.27

资料来源：公司审计报告

从公司 2009~2011 年的主营业务收入情况可以看出，公司近几年经营规模不断扩大，主营业务收入大幅增长。从收入构成来看，随着棚户区改造的推进，公司的定销房销售收入占比升高，土地出让金返还仍占较大份额。这与棚户区改造前期工作情况相符。

公司为确保未来棚户区改造项目资金充足，实施顺利，随着棚户区改造进程的推进，公司将发展多种融资渠道。公司拟推进以有效经营性资产增加现金流，以固定资产抵押为依托的方式，为项目融资提供支撑。

2. 保障性住房开发与经营业务

(1) 棚户区改造业务

公司通过自筹资金及政府资金支持，进行棚户区改造任务，公司需将拆迁资金打入徐州市棚改办或拆迁办专项账户，居民可以选择现金补偿（可以通过专项账户获得资金）或房屋置换（公司需要投资新建或外购定销房置换棚户区居民土地房屋，定销房交房时将通过专项账户确认定销房销售收入，该部分投资包括在棚户区整体投资计划中），土地整理完成后，公司将拥有大量土地资源；公司将通过土地挂牌上市交易获取土地收入进而偿还银行借款，获得项目收益。

土地整理开发板块

作为城市棚户区改造工程的一个组成部分，公司土地整理开发业务发展迅速，目前公司已完成和正在进行的拆迁项目包括：振兴徐州老工业基地一期、二期、三期棚户区改造项目，涉及徐州市内 23 宗地块；单块棚户区改造项目，涉及韩山、回龙窝、西阁里、茶棚东等 9 宗地块；建筑面积共计 319.34 万平方米，棚户区改造项目总投资额达 140 亿元。截至 2011 年底，公司累计投入棚改资金高达 81 亿元，其中，自建定销房投资支出 22.5

亿元，建筑面积 125 万平方米，外购定销房投资支出 18 亿元。

公司进行棚户区改造业务的先期资金主要来源于银行贷款和政府资金划拨：截至 2011 年底，公司共从银行申请长期借款 76.77 亿元，其中公司于 2009 年 6 月和 2010 年 2 月，获得 15 亿和 28.8 亿元银团贷款分别用于一期及二期棚户区改造项目；2009~2011 年，公司共获得 12.24 亿元政府资金。公司于 2011 年 3 月获得 28 亿元银团贷款用于三期棚户区改造相关项目；其余资金将通过发行企业债券、出让成熟土地及政府资金支持解决。

公司土地整理开发板块的收入主要为土地出让金返还收入。按照《徐州市棚户区改造实施方案》【徐政办发（2009）20 号】的要求，改造地块通过招拍挂上市出让，土地出让收入封闭运作，在扣除相关规费后返还公司。在土地出让方面，2009~2010 年公司累计出让土地 6 宗，其中 2009 年 1 宗，2010 年 5 宗，共计 571.66 亩；累计获得土地出让返还收入 7.86 亿元，其中 2009 年为 3.08 亿元（返还收入毛利为 1.57 亿元），2010 年为 4.78 亿元（返还收入毛利为-1.39 亿元，主要由于出让土地为安置房拆迁土地，土地出售价格较低造成）；2011 年，公司出让土地 1 块，出让收入为 4.51 亿元（返还收入毛利为 2.54 亿元）。本期债券资金投向三个棚户区改造项目，涉及 13 个地块，合计整理 126.35 万平方米，未来将形成可出售土地 3070.22 亩。根据规划用地情况分析可出让比例、周边在售楼盘房价、容积率等因素综合考虑，如果将上述三处棚户区整理土地全部出让，预计盈利 3.96 亿元。可以看出，公司对募集资金项目所涉及棚户区改造项目土地上市收入预测较为客观，但土地出让受宏观经济形势及国家政策影响较大，且土地出让价格受房地产市

场景气度影响具有一定不确定性。

表 5 募集资金项目所涉及棚户区改造项目土地上市计划及盈利预测

项目	占地面积(亩)	拆迁成本(万元)	土地利用	假设土地用途	预计土地上市单价(万元/亩)	盈亏预计(万元)
下洪	53.90	25037.00		住宅	250.00	2940.32
下洪	38.30		80%	商住	800.00	
津浦路	25.70	24819.00		住宅	165.37	33385.72
津浦路	118.30		90%	商住	600.00	
玉潭湖	508.82	57625.00	90%	商住	240.00	33370.67
玉潭湖 F	137.78			住宅	30.00	
大山头	304.50	47851.00	30%	商业旅游	300.00	-39586.26
沟湾	982.50	50962.00	30%	商业旅游	320.00	22973.67
茶棚	367.50	24084.00	40%	商业旅游	390.00	23612.69
兵工路	142.80	97906.00	90%	商住	996.67	-8976.16
建北村	48.90	16656.00	80%	商住	666.67	2761.73
大马路	5.82	2759.00	90%	商住	1083.34	1811.93
王大路	20.40	16421.00	90%	商住	953.34	-5486.11
坝子街	114.75	51692.00	70%	商住	800.00	-8108.48
西阁里	90.00	33750.00	60%	商住	720.00	-8369.81
茶棚东	110.25	45937.50	90%	商住	540.00	-10730.73
总计	3070.22	495499.50				39599.18

资料来源：公司提供

注：项目拆迁成本中已经考虑项目前期投入资金的融资成本。

拆迁安置住房板块

目前公司用于安置被拆迁人的定销商品房主要通过两种方式获得，为公司自建和外购，各占比例分别达到 60%和 40%。公司自建定销房主要通过公司账户支出投资资金，而外购定销房大部分通过市棚改办或拆迁办的专项账户，故当定销房交房时将通过专项账户确认定销房销售收入同时也将通过专项账户结转该外购成本。目前，公司自建定销房均未达到收入确认条件。

外购定销房方面，公司与定销房承建主体签订回购协议，按照政府指导价格进行回购，专项用于安置被拆迁人。2008~2011 年公司已收购包括城市花园、幸福花园、碧水

湾在内的 8 个安置房小区，储备安置房建筑面积近 80 万平方米，共投资 18 亿元；自建定销房方面，公司的全资子公司徐州市高铁置业有限公司专门负责拆迁安置住房的建设，先后开发润和园、新泉佳苑、湖西雅苑、嘉和雅苑、下洪尚景园、和风雅致、啤酒厂安置房项目等多个保障性住房项目。截至 2011 年底，公司自建定销房共投入 22.5 亿元，建筑面积达 125 万平方米。

在安置房建设成本控制方面，在每一个项目完成后，公司主动申请市审计局对已完工的项目进行跟踪审计，对已完工的项目进行专项审计，并对项目成本进行汇总分析。徐州市定销房购买的程序为：公司将被拆迁

人的拆迁补偿款打入市棚改办专用账户，由被拆迁人支取，被拆迁人在购买定销房时，将相应购房款支付给公司。

根据徐州市政府市长办公会议纪要“[2009]10号”，棚户区拆迁安置定销房政府回购价原则上在项目建设总成本基础上再加8%开发利润。2009~2010年底，公司实现定销房销售收入7.00亿元，全部为外购定销房；定销房销售成本合计为6.51亿元，盈余0.49亿元；2011年，公司自建定销房销售收入为2.04亿元，成本为1.91亿元，盈余0.13亿元，自建定销房销售收入占总定销房销售收入的28%。

目前公司整体规划建设大规模定销房小区，满足不同棚户区改造项目拆迁安置要求，未来随着棚户区改造成本日益趋高，公司提前建设的安置房成本优势将逐步体现。

（2）国有资产运营板块

为增强公司棚户区改造投融资实力，公司参与了徐州市部分国有资产运营管理。公司对于该部分业务主要依靠自身资金及银行贷款，项目回收依靠租金收入或房产出售收入。该业务板块整体规模较小，未来对公司经营影响较小。

现阶段公司集中力量开发经营的项目共有三个项目：一为滨湖新天地商业街（一期）：该项目位于云龙湖北岸，总建筑面积1.78万平方米，项目总投资1.49亿元，2010年底完成招商工作，2010年受租期较短影响仅形成租金收入158.36万元，2011年形成租金收入364.01万元；二为滨湖新天地商业街（二期）：该地块位于云龙湖北岸，总建筑面积2.5万平方米，项目总投资2.05亿元，2011年6月正式进入招商阶段，预计整年可形成租金收入1000万元，截至2011年底，招商完成80%，目前处于免租期内，无租金收入；三为建国西路商业街，该地块位于二环西路以东，总建设用地1.72公顷，总建筑面积约10.6万平方米，其中地上7.7万，地下2.83万，项目总

投资4.79亿元，已投资3亿元，项目建设期持续至2013年，目前已建至地面5层，是公司未来重点建设项目；四为九州大厦（即大学生创业园）项目，已经完成全部改造装修，该项目三年内将作为大学生创业园免费向大学生创业企业无偿提供办公地点，三年后将开始市场化运作。未来，公司国有资产运营板块的收入将随着各项项目的完成及九州大厦的市场化运作逐步提高。

整体看，公司经营业务以棚户区改造为主。棚户区改造项目规模大，资金需求量大，且公司目前项目属于前期大规模投入阶段，土地出让规模较小且价格波动性较大，导致主营业务盈利能力较差，利润主要来自于财政补贴。然而公司市场化经营机制在行业中处于领先水平，为未来的经营打下良好基础。公司拥有大量土地资源，徐州市土地价格的增值及商业地产开发的推进将改善公司的盈利水平。同时随着棚户区改造规模的不断扩大，未来公司营业收入规模将得到提升。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2009~2011年财务报表已经江苏大华大彭会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

从三年合并报表总体看，2009年至2011年期间公司发展较快，财务状况和经营状况变化较大。2009年和2010年新增合并报表单位各有3家，分别为徐州高铁置业有限公司、徐州市新盛仁和资产管理公司、徐州市新盛建设投资担保有限公司与徐州市新盛建发置业有限公司、徐州市新盛新农村建设投资有限公司、徐州市嘉瑞建材贸易有限公司；2011年新增合并报表单位1家，为徐州市九里湖建设开发发展有限责任公司，公司合并范围有较大变化。鉴于2011年合并报表子公司资产规模相对较小（为4500万元），以下主要

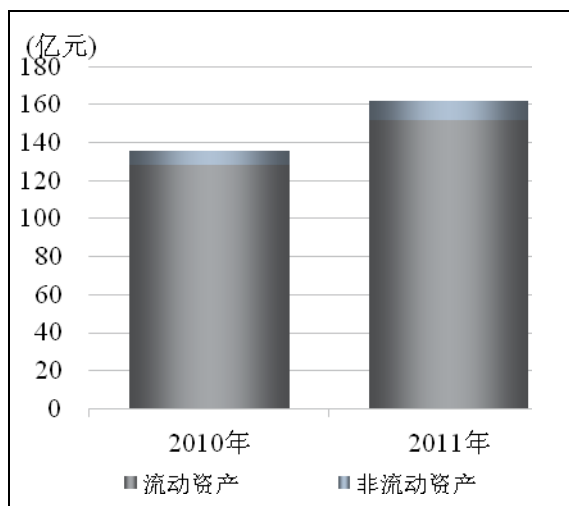
分析 2010~2011 年财务报表。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 161.83 亿元，所有者权益 75.64 亿元（其中包含少数股东权益 0.97 亿元）；2011 年实现营业收入 12.08 亿元，利润总额 3.04 亿元。

2. 资产构成

截至 2011 年底，公司资产总额为 161.83 亿元，较 2010 年增长 19.57%，增长较快主要系存货及在建工程快速增长所致；其中流动资产占 94.01%、非流动资产占 5.99%，近两年资产构成比例基本保持稳定。

图 3 2009~2010 年公司资产构成情况



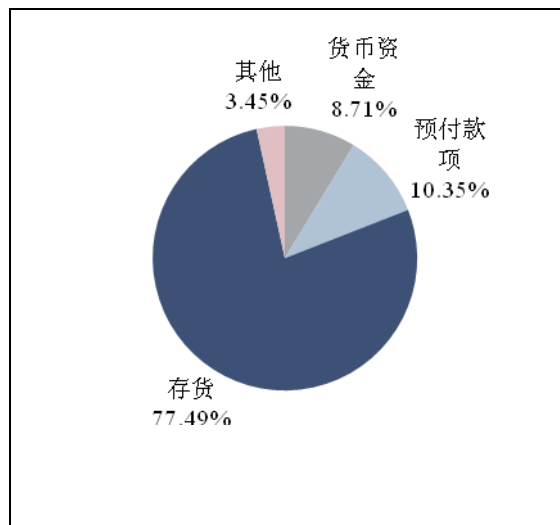
数据来源：根据公司审计报告整理

截至 2011 年底，公司流动资产为 152.13 亿元，较 2010 年增长 18.61%。其中货币资金、预付款项和存货占比较大。

截至 2011 年底，公司货币资金为 13.25 亿元，较 2010 年增长 10.97%，主要构成为银行存款，其中在银行开具承兑汇票而存入的保证金占 17.36%。

公司预付款项规模较大，主要由公司支付给徐州市拆迁办和徐州市棚改办的棚户区改造资金构成。截至 2011 年底，公司预付款项 15.74 亿元，较 2010 年下降 65.05%，其中公司支付的棚改资金占比为 96.17%。

图 4 2011 年底公司流动资产构成情况



数据来源：根据公司审计报告整理

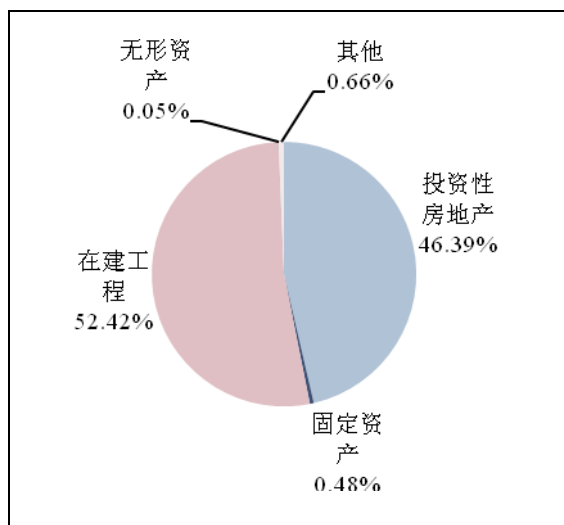
公司存货主要由政府划拨土地及公司自建定销房支出开发成本构成。随着政府划拨土地入账及自建定销房规模的逐步扩大，公司存货规模迅速增长，截至 2011 年底公司存货 117.89 亿元，较 2010 年增长 75.77%，其中土地占 67.45%，自建定销房开发成本为 28.15%。

截至 2011 年底，公司应收账款占比很小，为 3.87 亿元，较 2010 年增长 69.00%。其中账龄 1 年以内的占 77.49%，3 年以上的占 22.51%，由徐州市财政局的土地收益返还和应收代建费构成。公司按账龄对应收账款计提了坏账准备，虽然部分应收账款账龄较长，但回款较有保证。

截至 2011 年底，公司其他应收款占比很小，为 1.38 亿元，较 2010 年减少 12.66%。其他应收款中，徐州国土资源局的土地投标保证金和徐州市财政局的偿债准备金分别占总额的 57.53%和 14.38%。

截至 2011 年底，公司非流动资产为 9.69 亿元，比 2010 年增长 36.86%，主要源于投资性房地产和在建工程的增加所致。截至 2011 年底，公司非流动资产主要为投资性房地产（占 46.39%）和在建工程（占 52.42%）组成。

图5 2011年底公司非流动资产构成情况



数据来源：根据公司审计报告整理

2011年公司投资性房地产为4.50亿元，主要由公司滨湖新天地商业街一期、体育场综合楼（由于已达到招商出租水平，上述两项资产从在建工程转出）和综合办公楼组成，以上三个项目的建设成本为2.00亿元，由于徐州市土地快速升值等因素，项目公允价值变动增加到4.50亿元。

2011年公司在建工程达到5.08亿元，比2010年增长76.39%，主要由滨湖新天地商业街二期、九州大厦、科技广场等国有资产运营项目构成。

总体看，公司近两年来资产规模快速增长，资产构成主要以流动资产为主，流动资产中以存货及预付款项占比较大。公司的财务状况全面反映了企业以棚户区改造为主营业务的特点，但预付账款及存货变现能力较弱，资产整体质量一般。

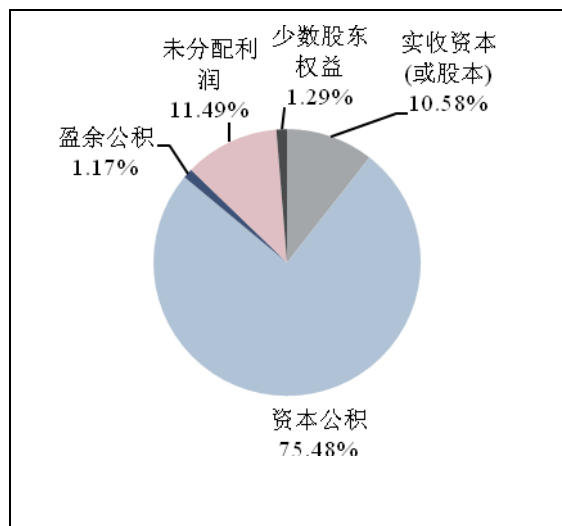
3. 负债及所有者权益

近两年，公司所有者权益增长较为迅速，主要由于资本公积增加所致。截至2011年底，公司所有者权益为75.64亿元，较2010年增长12.04%。截至2011年底，所有者权益中股本占10.58%、资本公积占75.48%、盈余公积

占1.17%、未分配利润占11.49%；归属于母公司所有者权益占98.71%，少数股东权益占1.29%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至2011年底，公司实收资本8.00亿元；公司资本公积主要由政府划拨土地和财政拨款用于定销房建设。截至2011年底，公司资本公积为57.09亿元，较2010年底增长11.26%，新增部分全部为财政拨款入拆迁款；从总额看，截至2011年底，公司资本公积中注入土地占79.24%，财政拨款转入占19.98%。

图6 2011年底公司所有者权益构成情况



数据来源：根据公司审计报告整理

公司负债主要由非流动负债构成，截至2011年底，公司负债总额中流动负债占10.20%，非流动负债占89.80%，近两年公司负债结构未发生明显变动。

截至2011年底，公司流动负债为8.79亿元，较2010年增长31.26%，主要由短期借款和预收款项增加所致。其中应付票据、预收款项、应交税费和其他应付款占比较大，分别占比26.16%、19.48%、12.10%和24.96%。

2011年公司其他应付款为2.19亿元，主要为往来款和保证金押金。

2010年公司应付票据为2.30亿元，较2009年增长15.00%，主要为银行承兑汇票。

截至2011年底，公司非流动负债为77.39

亿元，比 2010 年增长 26.58%，增长较快源于长期借款的增加。公司非流动负债由长期借款和递延所得税负债构成，分别占 99.20%和 0.80%。

截至 2011 年，公司长期借款为 76.77 亿元，较 2010 年增长 38.40%，其中 73.53 亿元为向银行抵押借款，3.24 亿元为保证借款，担保方为徐州高速铁路投资有限公司。

由于公司对外融资规模增长较快，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率稳步上升，2011 年底三项指标分别为 53.26%、51.41%和 50.37%。未来随着棚户区改造项目的逐步深入，项目投资规模扩张，公司资金需求压力增加，债务负担存在加重可能。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自土地出让金返还及定销房销售等收入。2011 年公司实现营业收入 12.08 亿元，较 2010 年的 11.17 亿元增长 8.15%，主要由于定销房销售收入的扩增所致。

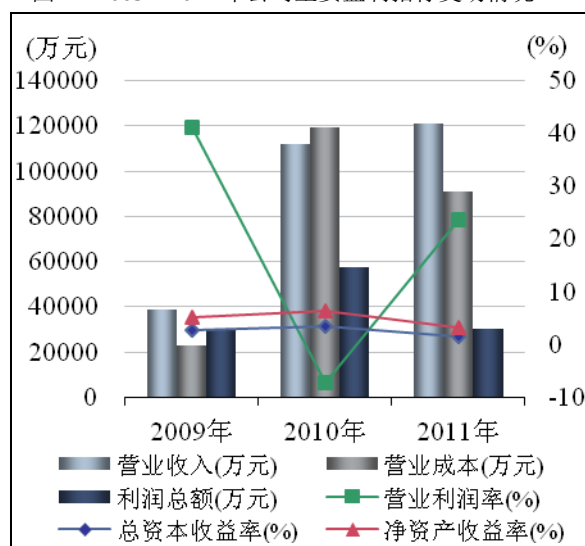
三年来，随着公司拆迁平整土地进程的推进，已经形成部分满足上市条件的土地资源，公司根据自身资金需求计划申请政府挂牌上市交易部分土地形成土地出让金返还收入。公司在收到政府确认的土地出让金返还金额时，根据土地拆迁成本同比例结转土地出让金返回成本，从而确定土地出让返还净收益，是公司营业利润的主要构成部分。土地出让价格主要由出让土地用途决定，2010 年公司挂牌出让的 5 宗地块主要用于拆迁安置房建设，出让价格较低，影响当年的土地出让净收益为-1.39 亿元，进而对 2010 年公司的营业利润造成重要影响。2011 年，公司出让欧庄南地块 1 块，用途为商住用地，出让收入为 4.51 亿元，成本为 1.97 亿元，对 2011 年营业利润影响很大。

2011 年，公司自建定销房开始贡献收入。

全年自建定销房收入为 2.04 亿元，成本为 1.91 亿元，占总定销房销售收入比例为 28%。由于定销房投资支出本身为棚户区拆迁成本的重要组成部分，理应在确认土地拆迁成本时进行冲回处理，但因为土地挂牌出让和定销房收入确认存在时间差异，故公司没有冲回土地拆迁成本而是分别确认土地拆迁成本和定销房销售成本，进而分别确认土地一级开发收入及定销房销售收入。定销房由于是政策保障型住房，故而销售毛利很低，对公司整体营业利润贡献较小。

受定销房销售收入及公允价值变动收益增长影响，2011 年公司营业利润较 2010 年有所增加，为 2.72 亿元。

图 7 2009~2011 年公司主要盈利指标变动情况



数据来源：根据公司审计报告整理

公司营业利润规模较小且受土地出让情况影响波动较大，补贴收入仍是公司利润总额的重要构成部分，2009~2011 年公司获得补贴收入分别为 1.5 亿元、4.5 亿元和 0.31 亿元。受政府补助大幅减少影响，2011 年公司实现利润总额 3.04 亿元，较 2010 年下降 47.13%。

相对于公司所有者权益及有息债务规模而言，公司净利润规模较小，公司 2011 年总资产收益率和净资产收益率较 2010 年有所下

降，分别为 1.54% 和 3.11%，政府补助收入的减少对上述指标影响较大。

总体看来，公司自身盈利能力受土地出让规模及出让价格影响较大，稳定性较弱。

5. 现金流量

从经营活动看，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为收到的土地出让金返回收益及确认的定销房销售收入，由于政府土地出让金返还实际到账与公司确认存在一定时间上的差异，造成该科目现金流入量大幅波动，2011 年实现现金收入 11.80 亿元，较 2010 年下降 4.30%；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要是政府的补贴资金和与政府部门往来款，政府资金实际到位与补贴收入确认文件时间存在差异，造成该科目现金流入大幅波动，2011 年为 4.07 亿元，较上年减少 64.88%；公司购买商品、接受劳务支出现金主要为棚户区拆迁支出和定销房投资支出，2011 年现金支出 29.40 亿元，较 2010 年减少 40.46%。2009~2011 年公司经营活动产生的现金流量净额为-13.58 亿元、-28.73 亿元和-14.58 亿元，资金缺口波动中扩大。随着公司棚户区拆迁业务规模的扩大，公司经营活动现金流不能满足公司经营活动需求，公司资金需求压力加大。

从投资活动看，公司投资活动产生的现金流入主要是收回投资收到的现金，2011 年为 2.13 亿元，为公司赎回的理财产品；公司投资活动流出的现金主要为支付的构建固定资产、无形资产等支付的现金（在建工程款支出）和投资支付的现金（为公司购买理财产品所支付的现金），2010 年分别为 2.27 亿元和 1.80 亿元；2009~2011 年公司投资活动的现金流净额较低，分别为-3.11 亿元、-3.44 亿元和-1.94 亿元，公司的投资规模有所缩小。

2009~2011 年公司筹资活动前的现金流量净额分别为-16.69 亿元、-32.16 亿元和-16.52 亿元，需要通过筹资活动来保证现金充

足。

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流入，2009~2011 年以借款流入为主；2009~2011 年，公司筹资活动产生的现金流出以偿付债务和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为主。2009~2011 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 34.16 亿元、24.63 亿元和 17.53 亿元。

未来随着公司棚户区改造项目的逐步推进，公司资金需求放大，对外筹资压力将随之增大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009~2011 年，公司流动比率、速动比率受流动资产增加影响而上升，2011 年底分别为 1730.61% 和 389.57%，但是，2011 年由于公司存货大幅增长，导致速动比率比 2010 年的 913.60% 下降幅度较大。公司流动资产中预付款项和存货占比较大，变现能力较弱，公司实际短期偿债能力远低于指标值；公司经营活动现金流不稳定，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力整体偏弱，但考虑到公司短期债务规模较小，2011 年底仅为 3.26 亿元。公司的短期支付压力较小。

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年公司 EBITDA 为 3.07 亿元、5.76 亿元和 3.10 亿元，年均复合增长率为 0.64%。2009~2011 年公司全部债务/EBITDA 倍数呈现波动上涨趋势，分别为 11.76 倍、9.97 倍和 25.78 倍。由于公司整体盈利水平较低且稳定性较弱，公司整体偿债能力指标值表现较弱。考虑到未来，公司将逐步变现土地资产及获得徐州市政府的资金支持，公司偿债能力将有所增强。

截至 2011 年底，公司对外担保总额为 0.78 亿元，主要是为徐州恒达路桥工程有限公司、徐州诚达路桥工程有限公司、徐州市公路工程总公司提供的担保。以上三公司经

营和财务状况较好，其中徐州市公路工程总公司为国有独资企业，得到徐州市的大力支持，公司或有负债风险小。

截至 2011 年底，公司获得国家开发银行、中国工商银行、中国建设银行、江苏银行、交通银行、中国农业银行、浦发银行、上海银行、深圳发展银行等各金融机构授信总额度 101.55 亿元，授信余额为 21.07 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期拟发行公司债券 15 亿元，占 2011 年底公司全部债务的 18.74%，占长期债务的 19.54%，对公司现有债务结构影响较大。

截至 2011 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率分别为 50.37%、51.41%、53.26%；以 2011 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期公司债券发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率分别上升为 54.82%、55.68%、57.22%，公司债务负担进一步加重。

2. 本期债券偿债能力分析

2011 年公司 EBITDA 为 3.10 亿元，为本期债券的 0.21 倍，公司 EBITDA 对本期公司债券覆盖程度较弱。

2011 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 15.87 亿元和-14.58 亿元，为本期公司债券的 1.06 倍和-0.97 倍，总体看，公司经营活动现金流入对本期债券保障程度一般。

3. 偿债资金主要来源

公司主营业务为徐州市振兴老工业基地棚户区改造工程，项目的收益来源于拆迁地块未来的出让收入。公司土地出让收入情况

主要由公司土地出让计划、土地政策及徐州房地产形势决定。下表 6 列示公司预计 2012 年~2018 年地块挂牌上市计划（土地出让收入规模根据与周边已出让土地及在售房地产价格推算出）。公司所组织的拆迁地段均位于市区，土地变现能力较好，且具有一定升值潜力（未来土地价格波动会给公司经营带来一定不确定性），土地出让计划比较符合徐州市的土地出让情况，收入规模基本能够满足公司未来偿债需求。但土地出让受宏观经济形势、国家政策调控及房地产行业景气度影响较大，公司预测的土地出让计划及收入规模实现存在一定不确定性，若公司无法按照预测计划进行土地出让将会对公司未来偿债造成一定压力。联合资信将密切关注公司未来土地出让计划实施情况。

表 6 公司土地出让计划（单位：亩/万元）

年度	土地出让面积	土地出让净收入
2012 年	30.64	26963.33
2013 年	106.47	76658.78
2014 年	167.64	200424.08
2015 年	557.16	228882.41
2016 年	458.46	267163.51
2017 年	80.33	102816.51
2018 年	152.24	107111.87

资料来源：公司提供

此外，根据公司与中国建设银行徐州分行（以下简称“建行徐州分行”）签订的《偿债资金专户监管协议》，在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，根据有关法律、法规、金融政策以及建行徐州分行的信贷条件和程序，建行徐州分行在每次付息和本金兑付首日前 5 个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准）。

综合看，基于公司主体基本信用状况以及对本期债券的偿债能力，联合资信认为，本期企业债券到期不能偿还的风险较低。

十、综合评价

近几年，徐州市经济快速发展，财政实力不断增强，棚户区改造建设投资需求不断加大。公司作为代表徐州市政府从事棚户区改造的重要主体，在发展潜力、经营垄断性、地位优势和政府支持等方面优势突出。但由于公司目前处于棚户区项目改造前期投入阶段，公司土地出让收入规模较小且具有不稳定性、整体盈利水平对财政补贴依赖程度高。

公司资产以存货以及公司预付给棚改办的预付账款等资产为主，变现能力较弱；公司债务偿还主要依靠未来土地变现收入及政府财政资金偿付；2011 年公司主营业务收入快速增长，但由于公司收入受当地土地出让情况影响，稳定性弱；同时公司资本支出较大，面临一定的资金压力。考虑公司在徐州市棚户区拆迁改造领域所具有的区域垄断地位，以及近年来徐州市政府财政收入稳步增长，对公司的支持持续稳定，公司主体信用风险较低。

本期募集资金主要投向于徐州市振兴老工业基地棚户区改造二期工程、泉山区茶棚东棚户区改造项目和鼓楼区西阁里棚户区改造项目，将由该项目周边土地出让收入返还资金安排本期债券本息偿还，土地出让规模及出让时间安排能够满足本期债券本息偿还需求；流动性贷款支持将有助于本期债券本息按时偿还，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	179761.48	119387.08	132518.20	-14.14
交易性金融资产		3300.00		
应收票据				
应收账款	34542.07	22940.01	38747.50	5.91
预付款项	213593.91	450418.29	157434.78	-14.15
应收利息				
应收股利				
其他应收款	24071.92	15836.80	13760.87	-24.39
存货	390556.25	670712.85	1178876.65	73.74
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	842525.64	1282595.03	1521337.99	34.38
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产	0.00	40958.87	44956.53	
固定资产	218.19	394.77	465.27	46.03
在建工程	16339.42	28825.71	50807.86	76.34
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	21.57	64.98	47.12	47.81
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	540.15	540.15	540.15	0.00
合并价差				
长期待摊费用	0.00	0.00	64.11	
递延所得税资产	52.45	23.29	36.44	-16.65
其他非流动资产				
非流动资产合计	17171.78	70807.77	96917.49	137.57
资产总计	859697.42	1353402.81	1618255.48	37.20

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	140000.00	0.00	7000.00	-77.64
交易性金融负债				
应付票据	10000.00	20000.00	23000.00	51.66
应付账款	3.38	53.42	5353.21	3879.11
预收款项	0.00	44.07	17124.17	
应付职工薪酬	0.00	110.94	253.25	
应交税费	10262.02	19538.70	10636.92	1.81
应付利息				
应付股利				
其他应付款	11446.70	27227.56	21940.24	38.45
预计负债				
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	2600.00	
其他流动负债				
流动负债合计	171712.09	66974.69	87907.79	-28.45
非流动负债：				
长期借款	210400.00	554700.00	767700.00	91.02
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	30000.00	51256.00	0.00	-100.00
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	0.00	5418.12	6226.87	
其他非流动负债				
非流动负债合计	240400.00	611374.12	773926.87	79.42
负债合计	412112.09	678348.81	861834.65	44.61
所有者权益：				
实收资本(或股本)	20000.00	80000.00	80000.00	100.00
资本公积	398515.13	513062.30	570934.21	19.69
盈余公积	2926.91	6591.80	8858.05	73.97
未分配利润	26143.28	65540.75	86882.71	82.30
归属于母公司权益合计	447585.33	665194.85	746674.96	29.16
少数股东权益	0.00	9859.15	9745.86	
所有者权益合计	447585.33	675054.00	756420.82	30.00
负债和所有者权益总计	859697.42	1353402.81	1618255.48	37.20

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	38860.90	111684.83	120843.48	76.34
减：营业成本	22874.76	119391.49	90780.27	99.21
营业税金及附加	15.53	362.89	1371.20	839.60
销售费用	61.40	348.85	519.61	190.91
管理费用	352.13	1129.27	1735.81	122.03
财务费用	-213.68	-174.50	2444.70	
资产减值损失	209.81	-116.63	52.59	-49.94
加：公允价值变动收益	0.00	21672.48	3234.98	
投资收益	0.00	61.45	33.35	
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	15560.96	12477.38	27207.64	32.23
加：营业外收入	15000.02	45016.95	3221.14	-53.66
减：营业外支出	0.04	3.60	4.33	920.15
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	30560.93	57490.73	30424.44	-0.22
减：所得税费用	7660.14	14453.88	6892.86	-5.14
四、净利润	22900.80	43036.85	23531.58	1.37

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	13047.47	123299.23	118012.34	200.75
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	160164.29	115857.97	40726.35	-49.57
经营活动现金流入小计	173211.76	239157.21	158738.69	-4.27
购买商品、接受劳务支付的现金	296908.75	493831.23	293959.68	-0.50
支付给职工以及为职工支付的现金	184.48	541.67	1074.98	141.40
支付的各项税费	20.60	149.87	3228.85	1152.02
支付其他与经营活动有关的现金	11931.34	31901.81	6250.76	-27.62
经营活动现金流出小计	309045.16	526424.57	304514.27	-0.74
经营活动产生的现金流量净额	-135833.40	-287267.37	-145775.58	3.60
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		97061.45	21333.35	
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计		97061.45	21333.35	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	16563.84	31125.36	22673.92	17.00
投资支付的现金		100300.00	18045.45	
取得子公司等支付的现金净额	14496.98			-100.00
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	31060.83	131425.36	40719.37	14.50
投资活动产生的现金流量净额	-31060.83	-34363.91	-19386.02	-21.00
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		69923.85		
取得借款收到的现金	420400.00	347300.00	223100.00	-27.15
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金			5191.29	
筹资活动现金流入小计	420400.00	417223.85	228291.29	-26.31
偿还债务支付的现金	70000.00	143000.00	3900.00	-76.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8835.84	27966.98	49098.58	135.73
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	78835.84	170966.98	52998.58	-18.01
筹资活动产生的现金流量净额	341564.16	246256.87	175292.72	-28.36
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	174669.94	-75374.41	10131.12	-75.92
加: 期初现金及现金等价物余额	91.54	174761.48	99387.08	3195.00
六、期末现金及现金等价物余额	174761.48	99387.08	109518.20	-20.84

附件 3-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	22900.80	43036.85	23531.58	1.37
加: 资产减值准备	209.81	-116.63	52.59	-49.94
固定资产折旧及其他	22.96	97.32	170.74	172.69
无形资产摊销	1.32	12.15	19.16	281.66
长期待摊费用摊销	12.82		1.09	-70.89
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失		-21672.48	-3234.98	
财务费用	40.92	426.92	3105.69	771.19
投资损失	0.00	-61.45	-33.35	
递延所得税资产减少	-52.45	29.16	-13.15	-49.94
递延所得税负债增加		5418.12	808.75	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-74789.78	-127851.52	-449231.30	145.08
经营性应收项目的减少	-1583.80	8737.54	29792.78	
经营性应付项目的增加	-82596.00	-195323.33	249254.83	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-135833.40	-287267.37	-145775.58	3.60
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	174761.48	99387.08	109518.20	-20.84
减: 现金的期初余额	91.54	174761.48	99387.08	3195.00
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	174669.94	-75374.41	10131.12	-75.92

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.25	3.67	3.72	3.41
存货周转次数(次)	0.12	0.22	0.10	0.14
总资产周转次数(次)	0.09	0.10	0.08	0.09
现金收入比(%)	33.57	110.40	97.66	88.66
盈利能力				
营业利润率(%)	41.10	-7.23	23.74	17.92
总资本收益率(%)	2.84	3.45	1.54	2.37
净资产收益率(%)	5.12	6.38	3.11	4.49
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	31.98	45.11	50.37	45.11
全部债务资本化比率(%)	44.60	45.99	51.41	48.42
资产负债率(%)	47.94	50.12	53.26	51.25
偿债能力				
流动比率(%)	490.66	1915.04	1730.61	1537.95
速动比率(%)	263.21	913.60	389.57	521.51
经营现金流流动负债比(%)	-79.11	-428.92	-165.83	-227.41
全部债务/EBITDA(倍)	11.76	9.97	25.78	18.23
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.46	-0.56	-0.21	-0.36
本期债项偿债能力				
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.15	1.59	1.06	1.24
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.91	-1.92	-0.97	-1.24
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.11	-2.14	-1.10	-1.42
现金偿债倍数(倍)	1.20	0.82	0.88	0.93

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 6 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 徐州市新盛建设发展投资有限公司 2012 年度 15 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

徐州市新盛建设发展投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。徐州市新盛建设发展投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，徐州市新盛建设发展投资有限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市新盛建设发展投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现徐州市新盛建设发展投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如徐州市新盛建设发展投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送徐州市新盛建设发展投资有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一二年五月四日

