

跟踪评级公告

联合[2013] 847 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持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⁺,评级展望为稳定,并维持其“12徐州新盛债”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月四日



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(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

徐州市新盛建设发展投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 徐州新盛债	15 亿元	2012/5/8~ 2018/5/8	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 4 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	12.27	13.25	20.55
资产总额(亿元)	135.34	161.83	245.46
所有者权益(亿元)	67.51	75.64	132.33
短期债务(亿元)	2.00	3.26	14.96
全部债务(亿元)	57.47	80.03	103.90
营业收入(亿元)	11.17	12.08	14.30
利润总额(亿元)	5.75	3.04	4.03
EBITDA(亿元)	5.80	3.37	5.55
经营性净现金流(亿元)	-28.73	-14.58	-14.57
营业利润率(%)	-7.23	23.74	10.37
净资产收益率(%)	6.38	3.11	2.80
资产负债率(%)	50.12	53.26	46.09
全部债务资本化比率(%)	45.99	51.41	43.98
流动比率(%)	1915.04	1730.61	747.57
全部债务/EBITDA(倍)	9.90	23.73	18.73
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	0.69	0.91
经营现金流流动负债比(%)	-428.92	-165.83	-62.59

分析师

高 凡

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

跟踪期内, 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”)作为徐州市棚户区改造投资建设重要主体, 收入和利润规模有所增长, 徐州市区域经济和财政实力稳步增强, 为公司提供了良好的环境。同时, 联合资信也关注到公司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。

未来, 徐州市经济的发展、财政实力的增强及其对公司持续的支持有助于支撑公司的整体偿债能力。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“12 徐州新盛债”的信用等级为AA⁺。

优势

1. 棚户区改造、定销房建设为国家重点支持的保障性住房项目, 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, 为公司提供了良好的环境。
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, 未来土地出让收入为公司的偿债提供了较好保障。

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, 出让价格受房地产市场波动影响具有一定不稳定性。
4. 公司债务规模较大, 存在一定的支付压力。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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2012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范围内棚户区改造、定销房筹建等保障性住房建设和基础设施建设等任务。

截至2012年底,公司下设投融资部、征收成本控制办公室、资产运营部、综合部和计划财务部等五个部门,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2012年底,公司合并资产总额245.46亿元,所有者权益132.33亿元(其中包含少数股东权益0.95亿元);2012年实现营业收入14.30亿元,利润总额4.03亿元。

公司注册地址:徐州市淮海西路188号;法定代表人:王怀深。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数

据初步核算,2012年,中国实现国内生产总值519322亿元,同比增长7.8%,GDP前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长8.1%,二季度增长7.6%,三季度增长7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度GDP增长为7.9%。2012年,中国规模以上工业增加值同比增长10.0%,增速同比回落3.9个百分点。分季度看,一季度同比增长11.6%,二季度增长9.5%,三季度增长9.1%,四季度增长10.0%。2012年,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现主营业务收入915915亿元,同比增长11%;规模以上工业企业实现利润55578亿元,同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元,同比名义增长14.3%,同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012年固定资产投资(不含农户)364835亿元,同比增长20.6%,较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显,贸易顺差显著扩大。2012年,全年进出口总额为38667.60亿美元,同比增长6.2%,增速同比大幅下降16.3个百分点,其中出口金额同比增长7.9%,增速同比下降12.4个百分点,进口金额同比增长4.3%,增速同比下降20.6个百分点,全年贸易顺差达2311.09亿美元,较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%,整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱,CPI呈下降态势,10月份为1.7%,达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响,带动食品价格大幅上涨,12月CPI回调至

2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重

大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至12月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼

市政策。

总体来看,2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、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

十六大以来,中国城镇化发展迅速,2002年至2011年,中国城镇化率以平均每年增长1.35%的速度发展,城镇人口平均每年增长2096万人。2011年,城镇人口比重达到51.27%,比2002年上升了12.18%,城镇人口为69079万人,比2002年增加了18867万人。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,以及改善廉租住房和公共租赁住房配租标准不平衡导致廉租住房过剩空置的现状,是保障性安居工程的重要组成部分。

2011年,保障性住房建设的概念逐步明朗、任务不断细化,现已明确保障性住房建设领域包括:公租房、廉租房、经济适用房、

棚户区改造及限价商品房。

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准,具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房,也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区(危旧房)改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁住房(政策性租赁住房)、限价房(两限商品住房)以及棚户区改造构成。其中,廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式,向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房;经济适用房是指政府提供政策优惠,限定套型面积和销售价格,具有保障性质的政策性住房;公共租赁住房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房;两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房;棚户区改造是指政府为改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件而推出的一项民心工程。是指对规划区内,简易结构房屋较多、建筑密度较大,使用年限久,房屋质量差,建筑安全隐患多,使用功能不完善,配套设施不健全的区域进行改造。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生,2009年,国务院批准由住建部牵头,十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组,专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设;在中央提出的新一轮城镇化建设规划中,保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

自2010年起,中国政府开始大规模兴建公共租赁住房,并逐渐将其作为保障房建设的重点。2011年全国公租房建设计划为200余万套,是2010年37万套的约6倍。2012年全国公租房建设计划维持在230万套的高位。2010~2012年全国公租房建设总量约为

500 万套。截至 2012 年底，全国已累计用实物方式解决了 2650 万户城镇低收入和中等偏下收入家庭的住房困难，2012 年全国开工建设城镇保障性住房 745 万套，竣工 412 万套。目前，实物住房保障受益户数占城镇家庭总户数的比例，已经由 2008 年的不足 4% 迅速提高到 2012 年预计的 13% 左右。如按三口之家计算，大约有 1.2 亿居民通过不同形式的保障解决了住房困难。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场将面临较大发展空间。

2. 行业政策

20 多年来，中国住房制度改革不断深化，城市住宅建设持续快速发展，城市居民住房条件总体上有了较大改善，但城市廉租住房保障制度相对滞后，经济适用住房制度不够完善，政策措施还不配套，部分城市低收入家庭住房还比较困难。近年来，党中央、国务院高度重视解决城市居民住房问题，力争改善群众居住条件，并将其作为城市住房制度改革和房地产业发展的根本目的。

2007 年国务院 24 号文通过《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》明确了住房问题是重要民生问题，要切实建立健全城市廉租住房保障制度，地方各地人民政府要切实落实廉租住房保障资金，土地出让净收益用于廉租住房保障资金比例不得低于 10%。同年，建设部 139 次常务会议通过《廉租住房保障办法》（以下简称“《办法》”），《办法》明确廉租住房保障方式、保障资金及房屋来源、申请与核准流程以及监督管理制度。其中，《办法》明确廉租住房保障用地，应当在土地供应计划中优先安排，采取划拨方式，保

证供应；保障资金中资金主要来源为：财政预算，公积金增值收益，租金收入，土地出让净收益。

2011 年国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》再次明确了保障房建设是党中央、国务院保障和改善民生采取的重大措施；要坚持政府主导，政策扶持，引导社会参与；确保用地供应，中央和地方政府加大财政资金投入力度，加大信贷支持，落实税费减免政策。

2012 年住建部，国家发改委，财政部，国土资源部，人民银行，国家税务总局，银监会联合发布《关于鼓励民间资本参与保障性安居工程建设有关问题的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》鼓励和引导民间资本通过直接投资，间接投资，参股等多种方式参与保障性安居工程建设。

为保障保障房建设的信贷资金供应，2011 年，央行、银监会联合发文（银发〔2011〕193 号），要求各银行等相关金融机构要认真做好保障性安居工程的金融服务工作；保监会也对关于险资参与保障房建设方面给予明确的政策指导支持，目前保险资金已经参与了天津、上海的保障房建设，各金融监管部门对保障房建设持明确的支持态度。

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，逐渐形成了大量的棚户区。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。

根据该意见，徐州市计划在两年内完成棚户区改造 307 万平方米，实际完成 408 万平方米，超额完成任务，且实现了“三年任务两年完成”的工作目标。2013 年，徐州市计划进一步加大保障性住房建设和管理，根据江苏省《关于分解下达 2013 年保障性安居工程建设目标任务的通知》（苏政办发【2013】5 号），徐州市市区计划新开工棚户区改造安置性住房 12000 套，公共租赁住房 2100 套、经济适用房 800 套

为了便于棚户区改造投融资运作及成本控制的顺利开展，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投融资主体，授权公司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。徐州市秉持“政府主导、市场化运作”的原则，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保值增值等良性循环的运作模式。

棚户区改造项目规模大、资金投入多，项目执行主体主要依靠政府资金投入、银行贷款实施建设，并通过返还的改造地块上市出让收入偿还借款本息。根据《徐州市棚户区改造实施方案》（徐政发[2009]20 号）文件规定，棚户区地块在改造完成后，市政府优先列入土地供应计划，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发行人；相应土地出让收入通过直接拨付、签订回购协议定期拨付等多种形式返还发行人。

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，人口密度大，地形地貌复杂，经济发展受到一定的制约。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。“十一五”期间，徐州市城市规划水平明显提高，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。

五、区域经济

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。

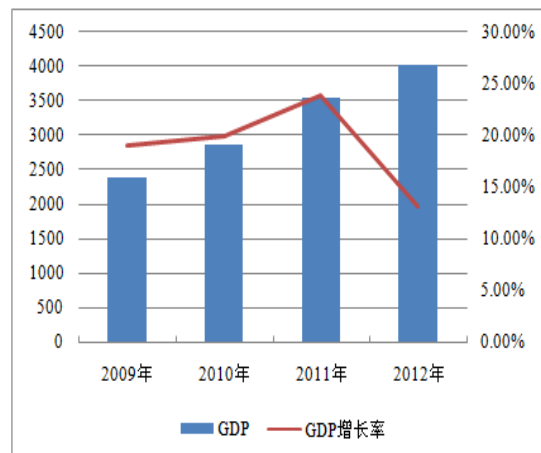
经过多年的改革和建设，徐州市经济增长平稳较快。其中，工业经济平稳增长，2012年，徐州六大千亿元主导工业产业发展迅速。其中装备制造业完成产值2605.81亿元，增长33.6%；能源产业完成产值717.24亿元，下降3.3%；食品及农副产品加工业完成产值2011.05亿元，增长20.9%。煤盐化工业完成产值1671.11亿元，增长43.7%；冶金业完成产值766.14亿元，增长24.4%；建材业完成产值363.95亿元，增长21.9%。而新材料、生物技术和新医药、新一代信息技术和软件业、物联网分别实现产值1229.45亿元、521.04亿元、259.47亿元和268.72亿元，分别增长53%、52.7%、65.8%和85.1%。高新技术产业产值3016.00亿元，增长50.8%，占规模以上工业总产值比重达33.8%，战略性新兴产业产值3356.41亿元，增长80.9%，占规模以上工业比重达37.6%。2012年，徐州市农业生产形势良好，全年粮食播种面积730.55千公顷，亩产430公斤，增加13公斤，全年粮食总产

达471.73万吨，增加16.43万吨，增长3.6%。在进出口贸易方面，2012年，徐州市全年进出口总额83.27亿美元，比上年增长32%。其中，出口62.88亿美元，增长51.2%；进口20.39亿美元，下降5.2%。全年新批外商直接投资企业211家，新批协议外资24.39亿美元；实际到账注册外资17亿美元，比上年增长16.0%。全年省级以上开发区完成进出口总额57.07亿美元，其中出口总额39.62亿美元，分别比上年增长28.0%和61.7%；实际到账注册外资13.30亿美元，增长21.7%。

2. 经济发展

根据徐州市2012年统计局相关数据显示，2012年全市地区生产总值达4016.58亿元，比上年增长13.2%，其中，第一产业增加值382.64亿元，增长5.1%；第二产业增加值1968.51亿元，增长14.5%；第三产业增加值1665.43亿元，增长13.4%。三次产业结构由2011年的9.4：50.1：40.5调整为2012年的9.5：49.0：41.5。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。

图1 徐州市2009~2012年GDP与增长率走势



资料来源：徐州市统计局

徐州市经济实力较强，2009~2011年经济综合实力连续三年在全省排名第6位（在

苏州、无锡、南京、南通、常州等地区之后)。2012 年徐州市 GDP 在全省排名第 5 位。

表 1 江苏各市 GDP 排名 (亿元)

城市	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
苏州	7740.20	9168.91	10500.00	12011.65
无锡	4991.72	5758.00	6880.15	7568.15
南京	4230.26	5010.36	6145.52	7201.57
南通	2872.80	3417.88	4080.22	4558.67
常州	2519.93	2976.70	3580.40	3969.75
徐州	2390.16	2866.93	3551.65	4016.58
盐城	1917.00	2266.26	2771.33	3120.00
扬州	1856.39	2207.99	2630.30	2933.20
镇江	1672.08	1920	2310.40	2630.05
泰州	1660.92	2002.58	2422.61	2701.67

资料来源: wind 资讯

近年来,徐州市固定资产投资增幅明显,2012 年全市固定资产投资完成 2685.89 亿元,比 2011 年增长 22.0%。其中民间投资 1980.15 亿元,增长 18.9%,民间投资占固定资产投资比重 73.7%。

徐州市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2012 年全市城镇居民人均可支配收入 21716 元,同比增长 13.1%;农村居民人均纯收入 10762 元,增长 13.4%。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遇。

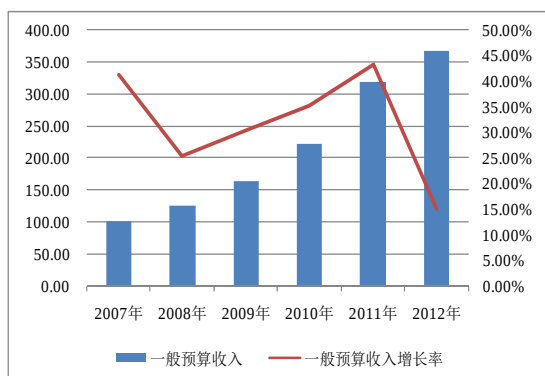
总体看来,近几年徐州市经济发展迅速,为区域内相关产业的发展提供了有力支撑。联合资信认为,预计未来一段时间内,徐州市经济发展持续向好,并将继续在苏北地区保持龙头地位,持续具备区域经济的核心竞争力,公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

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 徐州市一般预算收入



资料来源：徐州市统计局

从徐州市一般预算收入来看，2007～2012年徐州市一般预算收入持续增长，年均复合增长29.58%；2012年为366.76亿元，比上年增长15.18%，一般预算收入增长放缓。

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. 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。同时，徐州市政府向公司注入的优质资产，有效增强了公司的融资能力。

棚户区改造专项资金支持

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2010~2012年累计提供财政补贴8.00亿元（其中2010年获得4.50亿元，2011年为0.31亿元，2012年为3.19亿元）。以上收入计入公司营业外收入-政府补助中，在现金流量表中体现为收到其他与经营活动有关的现金。

政府资产注入

根据《徐州市政府关于肖庄等三块土地使用权授权徐州市新盛建设发展投资有限公

司经营的批复》（徐政复【2009】9号），为增强公司投融资能力，徐州市政府同意将肖庄地块、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30.01亿元。

2009年，根据《徐州市政府关于泉山区珠山东、小南湖西地块土地使用权授权徐州市新盛建设发展投资有限公司经营的批复》，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182594.80平方米土地使用权授权公司经营，上述地块评估价15.23亿元，用于增加公司资本公积。

2012年11月，徐州市人民政府将徐州市区范围内直管公房资产按评估价格34.27亿元注入公司经营管理，计入其他非流动资产。

2012年11月，徐州市人民政府将2011年、2012年城建重点工程建设的部分道路强电管网资产按评估价格10.73亿元注入公司，由公司负责经营管理，管道总长度248862米，全部计入固定资产。

定销房相关政策支持

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《关于推进城市国有工矿棚户区改造工作的指导意见》（建保【2009】295号）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《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》（财税【2010】42号），土地使用税、印花税等获税收免征优惠。

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】），“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”。

土地出让收入返还

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）文件规定，棚户区地块在改造完成后

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发行人。公司获得的土地出让金计入主营业务收入并在现金流量表中体现为销售商品收到的现金。

3. 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 2012 年底，徐州市政府直接债务余额 40.20 亿元，担保债务余额 184.48 亿元，徐州市本级政府全部债务余额 132.44 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 52.08%，总体来看，徐州市地方政府债务负担尚可。

表 2 2012 年底徐州市本级政府债务构成

（单位：万元）

地方财力（2012 年度）	金额	地方债务（截至 2012 年末）	金额
（一）地方一般公共预算收入	839789	（一）直接债务余额	402029
1. 税收收入	529699	1. 国际金融组织贷款	4443
2. 非税收入	310090	（1）世界银行贷款	4443
（二）转移支付和税收返还收入	865876	2. 国债转贷资金	11177
1. 一般性转移支付收入	281285	3. 农业综合开发借款	146
2. 专项转移支付收入	377668	4. 解决地方金融风险专项借款	12462
3. 税收返还收入	206923	3. 国内金融机构借款	332223
（三）国有土地使用权出让收入	791583	（1）政府直接借款	121223
1. 国有土地使用权出让金	746421	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	211000
2. 国有土地收益基金	39363	4. 债券融资	23000
3. 农业土地开发资金	5799	（1）中央代发地方政府债券	23000
4. 新增建设用地的有偿使用费		5. 其他	18578
（四）预算外财政专户收入	45882	（二）担保债务余额	1844780
		1. 政府担保的国内金融机构借款	1404780
		2. 政府担保的融资平台债券融资	440000
		--	--
		--	--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2543130	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1324419
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	52.08%		

资料来源：徐州市财政局数据。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司自 2007 年成立，至 2008 年经营发展方向主要是通过委托代建参与城市基础设施建设，取得代建收入；2008 年底公司经营发展方向发生重大调整，徐州市政府授权公司作为徐州市棚户区改造项目的投融资主体，负责资金筹措、成本控制、定销房建设、国有资产运营等工作；并确立了以棚户区改造、定销房建设为主的经营业务发展方向。

表 3 公司 2010~2012 年主营业务收入及成本情况（万元）

项目	2010 年		2011 年		2012 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
土地出让金返还	47777.15	61663.91	45141.00	19666.01	62564.25	57620.50
定销房销售	62219.57	57369.06	73201.96	70614.15	73525.35	65676.66
租赁费	158.36	4.43	545.24		767.19	16.79
餐饮	642.29	267.08	887.98	402.38	942.21	349.67
物业管理	182.36	87.01	315.75	97.73	498.51	160.47
其他					684.57	195.94
合计	110979.73	119391.49	120091.93	90780.27	138982.07	124020.03

资料来源：公司审计报告

根据上述公司 2010~2012 年的主营业务收入及成本情况表分析可知，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，土地出让收入返还占较大份额，定销房销售收入也在不断提高。

2. 公司经营业务

公司目前主要经营范围分三大板块，分别是棚户区改造、定销房建设以及国有资产运营。

棚户区改造

公司开展的棚户区改造业务属国家重点支持的保障性住房建设领域，是重大民生、民心工程。受国家政策支持及地方政府的大力扶持，公司棚户区改造业务发展迅速。根据《徐州市棚户区改造实施方案》（徐政发【2009】20 号）的精神，徐州市棚户区改造

基本原则是“政府主导”、“市场化运作”。公司按照政府计划实施棚户区改造，在改造过程中，按照市场化运作的要求，与定销房建设相结合，并利用多种融资渠道筹措资金。在棚户区项目改造完成后，市政府将相应土地出让取得的收入扣除相关规费后全额返还给公司作为棚户区改造业务收入。

截至 2012 年底，公司已启动 32 个棚户区改造项目，占地面积共 6734 亩，其中已出让面积 798 亩，未来可用于出让 5936 亩，按照目前市场价值 500 万/亩测算，未来可实现土地出让总价 296 亿元，扣除相关规费后实际返回公司的收入为土地出让总价的 90%。2010~2012 年，公司土地上市取得的土地出让收入返还分别为 4.78 亿元、4.51 亿元、6.26 亿元。总体来看，公司棚户区改造项目规模较大，存在一定的资本支出压力。

表 4 近三年公司土地上市情况明细表

	上市面积（亩）	成交均价（万元/亩）	成交总价（万元）	实际返还（万元）
2010年	443	117.09	51870	47777
2011年	45	1111.11	50000	45141
2012年	179	377.71	67610	62564
合计	667		169480	155482

资料来源：公司提供

定销房销售

根据《徐州市棚户区改造实施方案》（徐政发【2009】20 号），结合省委省政府下达的保障性住房建设任务，由徐州市政府以出

让方式对外提供定销房建设用地，建设完成后用于安置迁出居民。

公司通过两种途径筹建定销房，一是自建，二是外购。其中自建部分由公司下属全资子公司徐州高铁置业有限公司及徐州市九

里湖建设开发发展有限责任公司建设，外购部分则是由社会开发商按照定销房地块出让条件建设，并由公司统一回购。

表5 自建定销房情况表
(单位: 万平方米、套、亿元)

年度	当年销售面积	当年销售套数	当年取得收入
2010年	-	-	-
2011年	6.48	746	2.04
2012年	8.20	953	2.02
合计	14.68	1699	4.06

资料来源: 公司提供

自建: 公司通过自建方式先后开发了润和园、新泉佳苑、湖西雅苑、嘉和雅苑、尚景园、和风雅致、枫情水岸、玉潭佳苑、汉襄佳苑等九个定销房项目, 合计开发建筑面积139.74 万平方米。其中润和园项目已基本完工, 截至2012 年底已安置拆迁户1699 户, 取得销售收入4.06 亿元。

表6 截至2012 年底自建定销房情况表

项目	项目总投资 (万元)	完工进度	预计完工 时间
新泉佳苑	55482	65%	2013
湖西雅苑	115471	65%	2014
嘉和雅苑	22897	70%	2013
尚景园	38524	70%	2014
和风雅致	48752	70%	2014
枫情水岸	14392	70%	2013
玉潭佳苑	26000	70%	2013
合计	353518		

资料来源: 公司提供

外购: 公司通过外购方式筹备定销房源建筑面积合计约146 万平方米(17244 套), 2010~2012 年, 外购筹建定销房销售收入分别为6.22 亿元、5.28 亿元和5.33 亿元, 合计16.83 亿元。

国有资产运营业务

为增强公司投融资实力, 市政府向公司注入并授权运营大量优质国有资产, 目前通过市场化开发建设等方式, 已持有商业街区、

办公楼宇等运营面积9.76 万平方米, 涉及商业开发、租赁、餐饮、物业管理等多个业务板块, 2010~2012 年已实现收入5624.47 万元。

目前公司已经投入运营的国有资产主要包括云龙湖北岸滨湖新天地、滨湖新天地西区、听云堂商业广场、大学生创业园、徐州市音乐主题公园等。主要项目的基本情况如下:

(1) 滨湖新天地

该项目为2009 年07 月启动, 由公司通过土地市场出让方式取得土地并开发建设, 项目占地面积30 亩, 建筑面积17800 平方米, 是云龙湖风景区首个集旅游娱乐、时尚休闲、文化艺术、餐饮于一体的街区, 项目全长630 米, 集中了知名餐饮和娱乐品牌, 项目所在地风景优美, 未来物业升值能力较强, 发展潜力较大。目前项目已经全部完工, 正处于项目培育期, 2012 年出租率100%, 租金收入537.74 万元。随着未来徐州市服务业的发展和都市商圈的建设, 徐州市黄金地段的物业为公司带来的餐饮及租金收入将会不断提高。

(2) 听云堂商业广场

该项目位于市区主干道之一的和平路北侧, 项目总建筑面积7340 平方米, 主体建筑三层。公司于2009 年取得房产所有权, 并正式招商经营。该项目集餐饮、娱乐、休闲于一体的多功能餐娱中心, 并成功引进名园餐饮会所、香祖 SPA、赤坂厅日本料理等多家知名连锁企业, 在市场中享有较高知名度, 目前正处于项目培育期, 出租率100%, 2012 年出租收入216.90 万元。

(3) 大学生创业园

该项目于2010 年, 由公司通过徐州市产权交易市场竞购取得, 项目位于徐州市青年路271 号, 总建筑面积20000 平方米, 大楼共15 层, 其中1-5 层为金融证券为主的现代服务业, 6-15 层为大学生创业园基地, 主要

帮助大学生解决办公场所，同时提供创业贷款、专家咨询、政策扶持等创业服务。目前已被国家教育部评为国家级大学生创业示范基地。截至 2012 年底，该项目仍处于招商阶段，尚未实现收入。

（4）滨湖新天地西区

该项目位于滨湖新天地西侧，云龙湖风景区内，项目由公司通过土地市场出让方式取得土地并开发建设，建筑面积 25000 平方米，功能与滨湖新天地相同，目前经营情况较好，项目周边住宅较为集中，未来的商业潜力较大。该项目延续滨湖新天地的成功经验，定位于集餐饮、娱乐、休闲于一体的现代化、开放型、体验式商业街区。截至 2012 年底，该项目仍处于招商阶段，尚未实现收入。

（5）徐州音乐主题公园

徐州音乐主题公园位于徐州市科技广场北，矿大科技城西侧，东南为国家级徐州科技园区，并与中国矿业大学文昌校区相毗邻。项目由发行人通过土地市场出让方式取得土地并开发建设，该项目共 4 幢建筑，为地上两层、地下一层，包含下沉式商业广场，其中地上建筑面积约 10400 平方米，地下部分为 5200 平方米，项目立足于“音乐”，依托周边科技园区及企事业单位的办公客群、周边住宅居民、高校学生，为徐州乃至淮海区域、华东区域提供以音乐为主题的创意文化街区，项目已于 2012 年 5 月正式启动招商，现商户签约情况良好，预计 2013 年 6 月可投入运营。截至 2012 年底，该项目仍处于招商阶段，尚未实现收入。

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，但公司目前已有一定量可供出售的土地储备，未来土地出让金收入将对公司运营提供有力支持，而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。

九、募集资金使用情况

公司 2012 年发行的公司债券 15 亿元全部用于徐州市振兴老工业基地棚户区改造二期工程、泉山区茶棚东和鼓楼区西阁里的棚改项目，募集资金已全部用完。

工程完工进度方面，截至 2012 年底，老工业基地棚户区改造二期已完工 85%，泉山区茶棚东棚改项目已完工 85%，鼓楼区棚改项目已完工 85%。

十、财务分析

公司 2010~2012 年财务报表已经江苏天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，2010 年至 2012 年期间公司受资产注入规模大影响，使得资产负债表变化较大，利润表及现金流量表相比变化不大。2011 年新增长合并报表单位 1 家，为徐州市九里湖建设开发发展有限责任公司；2012 年合并范围无变化，以下分析以 2010~2012 年合并财务报表为主。

截至 2012 年底，公司合并总资产 245.46 亿元，所有者权益 132.33 亿元（其中包含少数股东权益 0.95 亿元）；2012 年实现营业收入 14.30 亿元，利润总额 4.03 亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要是自土地出让金返还及定销房销售等收入。2012 年公司实现营业收入 14.30 亿元，较 2011 年的 12.08 亿元增长 18.34%，主要由土地出让金返还的增加所致。

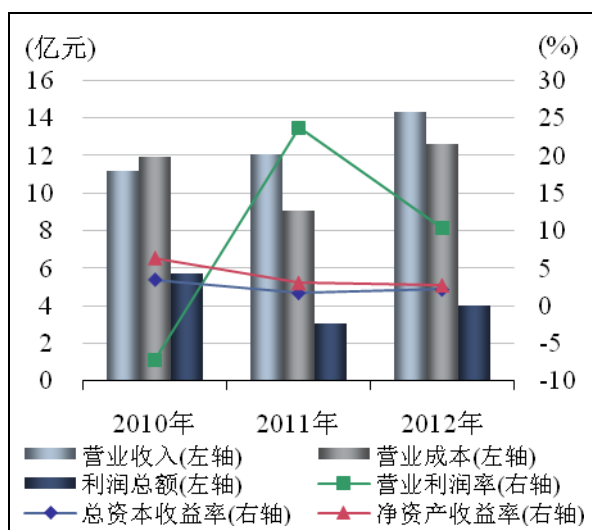
2010~2012 年，公司土地出让金返还收入分别为 4.78 亿元、4.51 亿元和 6.26 亿元，随着棚户区改造项目逐步完工，土地出让金返还收入整体保持稳定增长。

2012 年，公司实现定销房销售收入为 7.35 亿元，成本为 6.57 亿元。随着定销房项

目的逐步完工交付，定销房销售收入将不断增加，对公司整体收入规模贡献有望上升。但定销房由于是政策保障型住房，销售毛利较低，对公司整体营业利润贡献较小。

受 2012 年公司自建定销房成本上升及期间费用快速增长影响，2012 年公司营业利润为 0.96 亿元，较 2011 年大幅下降。

图 3 2010~2012 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组成部分，2010~2012 年公司获得补贴收入分别为 4.50 亿元、0.31 亿元和 3.19 亿元。受政府补助大幅增加影响，2012 年公司实现利润总额 4.03 亿元。

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 2012 年总资产收益率和净资产收益率较 2011 年有所下降，分别为 4.16% 和 2.80%，主要由于政府资产注入导致所有者权益增长。

总体看来，由于公司从事棚户区改造及定销房项目建设收入受国家房地产调控、当地土地出让计划及棚户区改造政策影响，公司盈利能力稳定性较弱。同时随着棚户区改造和定销房建设规模的不断扩大，未来公司营业收入规模将得到提升。

2. 现金流及保障

从经营活动现金流量分析，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为土地出让金返还收入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有所波动，2010~2012 年公司经营活动现金流入年复合增长 7.25%，2012 年实现现金收入 14.18 亿元；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及往来款；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，2012 年现金支出 27.27 亿元。2010~2012 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -28.73 亿元、-14.58 亿元和 -14.57 亿元，主要由于公司棚户区改造及定销房建设等项目大幅增加，而这类项目具有建设周期长，投资金额高的特征，公司多数项目尚处于建设期，暂无法通过销售回笼现金。

从投资活动现金流量分析，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，2012 年为 13.39 亿元，为公司银行理财产品到期收回本金及理财收益；公司投资活动流出的现金主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（国有资产运营建设支出）和投资支付的现金（购买银行保本短期理财产品），2012 年分别为 5.09 亿元和 13.15 亿元；2010~2012 年公司投资活动的现金流净额较低，分别为 -3.44 亿元、-1.94 亿元和 -4.85 亿元，公司的投资规模呈增长趋势。

2010~2012 年公司筹资活动前的现金流量净额分别为 -32.16 亿元、-16.52 亿元和 -19.42 亿元，需要通过筹资活动来保证现金流充足。

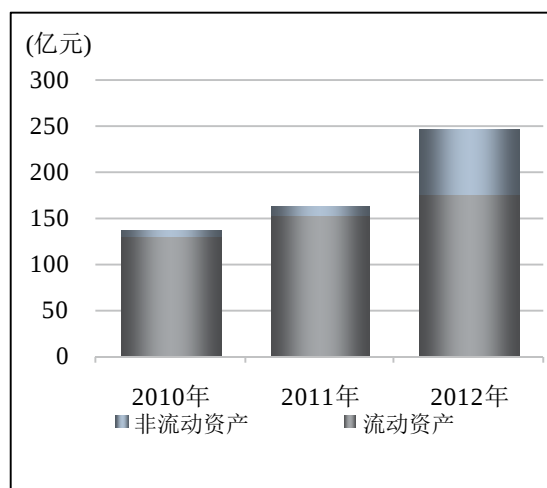
从筹资活动现金流量分析，2010~2012 年公司筹资活动产生的现金流入以银行借款流入为主，公司筹资活动产生的现金流出以偿付债务和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为主。2010~2012 年，公司筹资活

动产生的现金流量净额分别为 24.63 亿元、17.53 亿元和 27.99 亿元。

随着公司棚户区改造、定销房建设项目的逐步推进，未来公司仍有较大的资金需求，需加大对外筹资力度。

3. 资本及债务结构

图 4 2010~2012 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 2012 年底，公司总资产为 245.46 亿元，较 2011 年增长 51.68%，增长较快主要系固定资产及其他非流动资产快速增长所致；总资产中流动资产占比为 70.87%、非流动资产占比为 29.13%。

2010~2012 年，公司流动资产年复合增长 16.46%。其中货币资金、预付款项和存货占比较大。

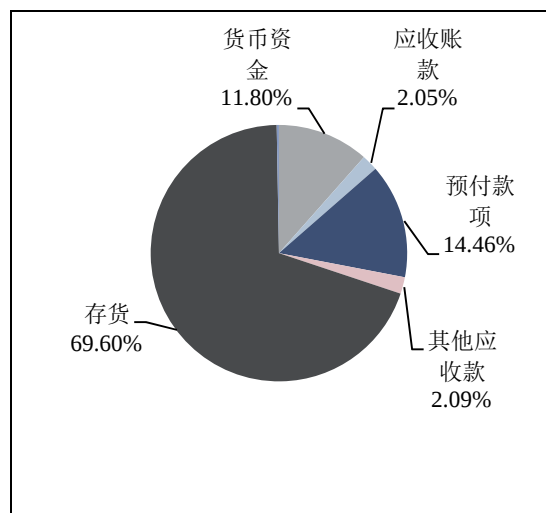
2010~2012 年，公司货币资金年复合增长 29.58%，截至 2012 年底为 20.05 亿元，主要构成为银行存款，其中在银行开具承兑汇票而存入的保证金占 2.62%。

2010~2012 年，公司预付款项年复合下降 25.28%，截至 2012 年底为 25.15 亿元，主要为棚户区改造预付款和定销房工程款，占比 98.68%。

公司存货主要由棚户区改造和定销房建设等项目成本构成。随着公司棚户区改造和

定销房建设投入规模逐步扩大，公司存货规模迅速增长，2010~2012 年，公司存货年复合增长 34.36%，截至 2012 年底，公司存货为 121.07 亿元，其中土地占 28.11%，开发成本为 58.65%。

图 5 2012 年底公司流动资产构成情况



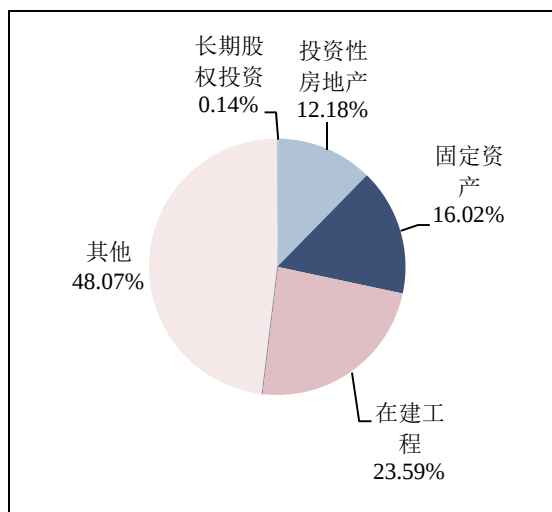
数据来源：根据公司审计报告整理

2010~2012 年，公司应收账款占比很小，截至 2012 年底为 3.56 亿元。其中账龄 1 年以内的占 57.88%，1 至 2 年的占 42.12%，由应收徐州市财政局土地收入返还款构成。公司按账龄对应收账款计提了坏账准备，但由于欠款单位为徐州市财政局，且大部分为政策性返还，回款较有保证。

2010~2012 年，公司其他应收款年均复合增长 51.45%，截至 2012 年底为 3.63 亿元。其他应收款中，徐州市新机场建设投资有限公司往来款和苏州超华控股集团有限公司往来款占比分别为 32.77%和 21.41%。

2010~2012 年，公司非流动资产年均复合增长 217.76%，截至 2012 年底为 71.50 亿元，主要由投资性房地产、固定资产和其他非流动资产的增加所致。其中，投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产分别占比 12.18%、16.02%、23.59%和 47.93%。

图6 2012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

2010~2012年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长45.83%，截至2012年底为8.71亿元，快速增长主要由于新增滨湖新天地商业街二期和九州大厦。项目的建设成本总计为5.05亿元，根据徐州众合资产评估有限公司出具的评估报告，2012年项目公允价值变动1.17亿元。

2010~2012年，公司在建工程快速增长，截至2012年底达到16.87亿元，主要由市民广场、徐贾快速通道和文化局等国有资产运营项目构成。

2010~2012年，公司固定资产快速增长，年均复合增长1603.13%，截至2012年底为11.45亿元。主要由于2012年11月徐州市人民政府将2011年和2012年城建重点工程建设的部分道路强电管网资产按评估价格10.73亿元注入公司经营管理，管道总长248862米。

截至2012年底，公司其他非流动资产34.27亿元，全部为徐州市政府于2012年11月将徐州市区范围内直管公房资产按评估价格34.27亿元注入公司经营管理。

总体分析，受益于大规模的资产注入，公司近年来资产规模快速增长，但新注入的资产盈利能力不确定，资产构成以流动资产为主，流动资产中以货币资金、存货及预付

款项占比较大。由于项目建设周期长，导致存货变现能力相对较弱，资产整体流动性较弱，但存货未来盈利空间大。

公司负债主要由非流动负债构成，截至2012年底，公司总负债中流动负债占比20.57%，非流动负债占比79.43%。2010~2012年，公司负债总额快速增长，年均复合增长29.14%，截至2012年底为113.13亿元。公司负债增长主要由银行借款及债券发行导致。

2010~2012年，公司流动负债快速增长，年均复合增长86.40%，截至2012年底为23.27亿元，主要由一年内到期的非流动负债和预收款项增加所致。流动负债中一年内到期的非流动负债、预收款项和其他应付款占比较大，分别占比58.67%、18.76%和12.51%。

2010~2012年，公司其他应付款波动中有所增加，截至2012年底为2.91亿元，主要为往来款和保证金押金。

2010~2012年，公司应付票据波动下降，截至2012年底为0.70亿元，主要为银行承兑汇票。

2012~2012年，公司预收款项快速增长，年均复合增长3047.62%，截至2012年底为4.37亿元，主要为预收的定销房差价款。

2010~2012年，公司一年内到期的非流动负债大幅增加，截至2012年底为13.65亿元，其中，抵押土地使用权向银行借款10.43亿元，保证借款3.22亿元。

2010~2012年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长21.24%，截至2012年底为89.86亿元，由应付债券的增加导致。公司非流动负债由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成，分别占81.62%、17.36%和1.02%。

2010~2012年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长14.99%，截至2012年底为73.35亿元。长期借款全部为抵押借款，抵押物为土地使用权。

截至2012年底，公司应付债券15.60亿

元，主要为2012年发行的“12徐州新盛债”15亿元和公司取得的地方政府债券0.60亿元。

由于公司对外融资规模增长较快，但受政府资产注入影响，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波动下降，2012年底三项指标分别为46.09%、43.98%和40.20%。未来随着棚户区改造及定销房建设项目的逐步投入，公司资金需求压力增加，债务负担可能有所加重。

2010~2012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。2010~2012年，公司所有者权益年均复合增长40.01%，截至2012年底为132.33亿元。截至2012年底，归属于母公司的所有者权益中实收资本占6.05%、资本公积占83.18%、盈余公积占0.93%、未分配利润占9.13%。公司所有者权益结构稳定性好。

2010~2012年，公司资本公积快速增长，年均复合增长46.47%，截至2012年底为110.07亿元；公司资本公积增长主要由于政府注入部分道路强电管网资产和徐州市区范围内直管公房资产构成，分别计入固定资产和其他非流动资产。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标分析，2010~2012年，公司流动比率、速动比率受非流动负债增加影响而下降，2012年底分别为747.57%和227.28%。公司流动资产中存货占比较大，变现能力较弱，公司实际短期偿债能力低于指标值；公司经营活动现金流不稳定，经营活动产生的现金流持续体现为现金流出，且短期债务增长明显，且由于公司棚户区改造项目资金需求大，公司的短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标分析，2010~2012年公司EBITDA为5.80亿元、3.37亿元和5.55亿元，有所波动。2010~2012年公司全部债务/EBITDA倍数呈现波动上涨趋势，分别为

9.90倍、23.73倍和18.73倍。由于公司整体盈利水平稳定性较弱，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政府的资金支持，公司偿债能力将有所增强。

截至2012年底，公司对外担保总额为2.04亿元，主要是为徐州市公路附属设施工程处（0.24亿元）、徐州市鼓楼区国有资产投资有限公司（1.80亿元）提供的担保。以上两公司经营和财务状况较好，公司或有负债风险较小。

截至2012年底，公司获得银行授信总额度121.15亿元，尚未使用额度为27.95亿元，公司间接融资渠道畅通。

公司于2012年发行“12徐州新盛债”15亿元，2018年到期，跟踪期内，公司已按时完成付息。“12徐州新盛债”的主要还款来源为募投项目棚户区改造拆迁地块的土地出让收入，2012年计划出让土地30.64亩，活的土地出让净收入2.70亿元。公司实际已完成土地出让计划。2012年公司实际上市土地面积179亩，获得土地出让金返还6.26亿元。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201304728308），截至2013年4月12日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

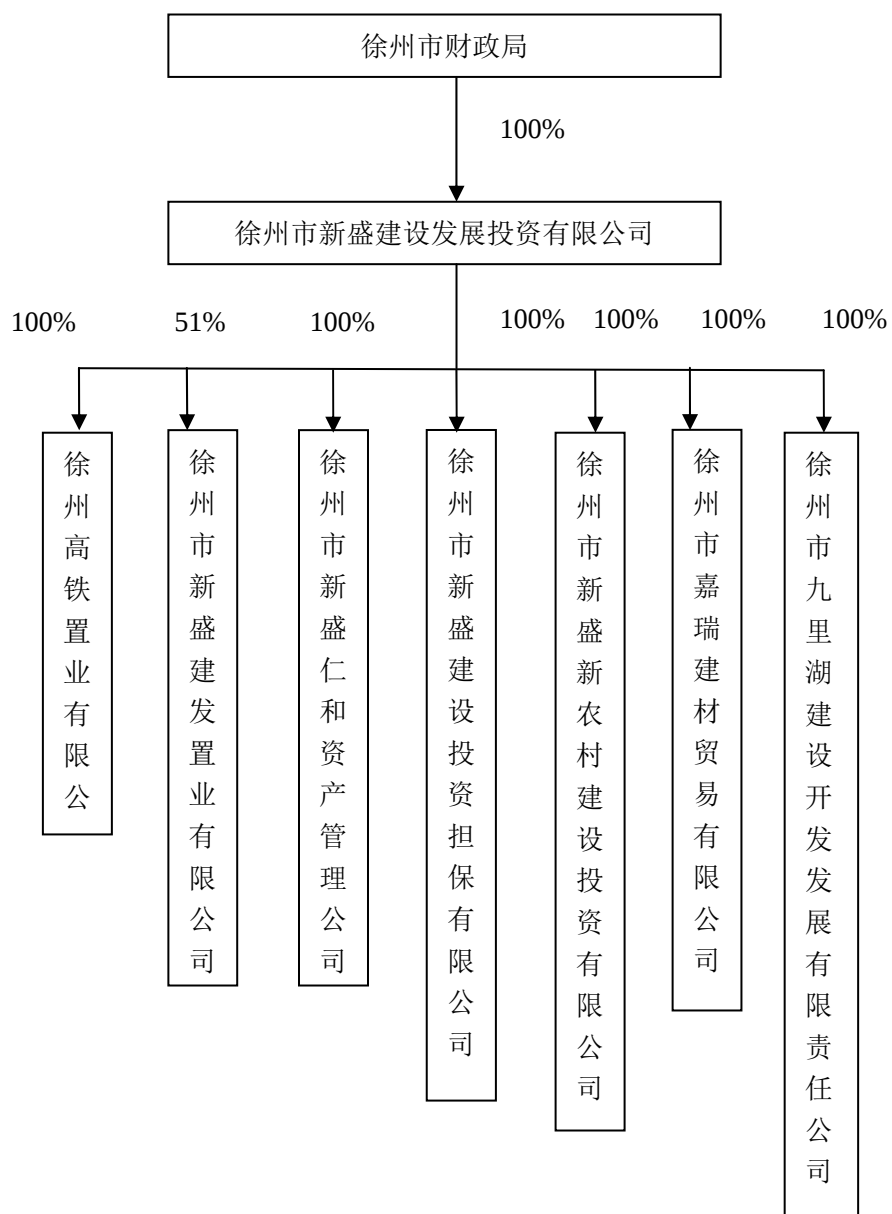
基于对公司自身经营和财务状况，以及徐州市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到徐州市政府对于公司在资产注入和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期

信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持
“12 徐州新盛债” AA⁺ 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	119387.08	132518.20	200464.46	29.58
交易性金融资产	3300.00	0.00	5000.00	23.09
应收票据	0.00	0.00	0.00	
应收账款	22940.01	38747.50	35621.41	24.61
预付款项	450418.29	157434.78	251462.50	-25.28
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	15836.80	13760.87	36325.94	51.45
存货	670712.85	1178876.65	1210735.40	34.36
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	1282595.03	1521337.99	1739609.71	16.46
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0.00	0.00	1000.00	
投资性房地产	40958.87	44956.53	87104.58	45.83
固定资产	394.77	465.27	114508.80	1603.13
在建工程	28825.71	50807.86	168675.26	141.90
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	64.98	47.12	33.35	-28.37
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	540.15	540.15	540.15	0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	64.11	344.80	
递延所得税资产	23.29	36.44	74.21	78.48
其他非流动资产	0.00	0.00	342694.65	
非流动资产合计	70807.77	96917.49	714975.79	217.76
资产总计	1353402.81	1618255.48	2454585.50	34.67

附件 2-2 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	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	0.00	7000.00	6000.00	
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	20000.00	23000.00	7047.00	-40.64
应付账款	53.42	5353.21	7649.54	1096.65
预收款项	44.07	17124.17	43664.10	3047.62
应付职工薪酬	110.94	253.25	461.88	104.04
应交税费	19538.70	10636.92	-5232.20	
应付利息	0.00	0.00	7471.06	
应付股利	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	27227.56	21940.24	29120.93	3.42
预计负债				
一年内到期的非流动负债	0.00	2600.00	136520.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	66974.69	87907.79	232702.31	86.40
非流动负债：				
长期借款	554700.00	767700.00	733460.00	14.99
应付债券	0.00	0.00	156000.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	51256.00	0.00	0.00	-100.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	5418.12	6226.87	9159.20	30.02
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	611374.12	773926.87	898619.20	21.24
负债合计	678348.81	861834.65	1131321.51	29.14
所有者权益：				
实收资本(或股本)	80000.00	80000.00	80000.00	0.00
资本公积	513062.30	570934.21	1100713.45	46.47
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	6591.80	8858.05	12298.55	36.59
未分配利润	65540.75	86882.71	120770.28	35.75
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	665194.85	746674.96	1313782.28	40.54
少数股东权益	9859.15	9745.86	9481.71	-1.93
所有者权益合计	675054.00	756420.82	1323263.99	40.01
负债和所有者权益总计	1353402.81	1618255.48	2454585.50	34.67

附件 3 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	111684.83	120843.48	143010.31	13.16
减: 营业成本	119391.49	90780.27	126115.94	2.78
营业税金及附加	362.89	1371.20	2067.04	138.66
销售费用	348.85	519.61	881.52	58.96
管理费用	1129.27	1735.81	3470.61	75.31
财务费用	-174.50	2444.70	12895.26	
资产减值损失	-116.63	52.59	151.06	
加: 公允价值变动收益	21672.48	3234.98	11729.33	-26.43
投资收益	61.45	33.35	413.10	159.27
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	12477.38	27207.64	9571.32	-12.42
加: 营业外收入	45016.95	3221.14	31918.58	-15.80
减: 营业外支出	3.60	4.33	1199.25	1724.31
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	57490.73	30424.44	40290.65	-16.29
减: 所得税费用	14453.88	6892.86	3226.73	-52.75
四、净利润	43036.85	23531.58	37063.92	-7.20
其中: 归属于母公司的净利润	43062.35	23608.21	37328.08	-6.90
少数股东损益	-25.50	-76.63	-264.16	

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 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	123299.23	118012.34	141830.62	7.25
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	115857.97	40726.35	36937.04	-43.54
经营活动现金流入小计	239157.21	158738.69	178767.66	-13.54
购买商品、接受劳务支付的现金	493831.23	293959.68	272747.50	-25.68
支付给职工以及为职工支付的现金	541.67	1074.98	1862.69	85.44
支付的各项税费	149.87	3228.85	20300.97	1063.86
支付其他与经营活动有关的现金	31901.81	6250.76	29515.60	-3.81
经营活动现金流出小计	526424.57	304514.27	324426.76	-21.50
经营活动产生的现金流量净额	-287267.37	-145775.58	-145659.10	
二、投资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	
收回投资收到的现金	97061.45	21333.35	125913.50	13.90
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	8000.00	
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	97061.45	21333.35	133913.50	17.46
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31125.36	22673.92	50961.47	27.96
投资支付的现金	100300.00	18045.45	131500.40	14.50
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	131425.36	40719.37	182461.87	17.83
投资活动产生的现金流量净额	-34363.91	-19386.02	-48548.36	
三、筹资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	
吸收投资收到的现金	69923.85	0.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	347300.00	223100.00	139700.00	-36.58
发行债券收到的现金	0.00	0.00	154650.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	5191.29	80381.72	
筹资活动现金流入小计	417223.85	228291.29	374731.72	-5.23
偿还债务支付的现金	143000.00	3900.00	41020.00	-46.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27966.98	49098.58	53809.99	38.71
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	170966.98	52998.58	94829.99	-25.52
筹资活动产生的现金流量净额	246256.87	175292.72	279901.73	6.61
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	-75374.41	10131.12	85694.26	
加: 期初现金及现金等价物余额	174761.48	99387.08	109518.20	-20.84
六、期末现金及现金等价物余额	99387.08	109518.20	195212.46	40.15

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	43036.85	23531.58	37063.92
加: 资产减值准备	-116.63	52.59	151.06
固定资产折旧及其他	97.32	170.74	646.28
无形资产摊销	12.15	19.16	18.58
长期待摊费用摊销	0.00	1.09	20.77
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00	800.89
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	-21672.48	-3234.98	-11729.33
财务费用	426.92	3105.69	14497.79
投资损失	-61.45	-33.35	-413.10
递延所得税资产减少	29.16	-13.15	-37.77
递延所得税负债增加	5418.12	808.75	2932.33
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00
预提费用增加	0.00	0.00	0.00
存货的减少	-127851.52	-449231.30	-121964.16
经营性应收项目的减少	8737.54	29792.78	7011.32
经营性应付项目的增加	-195323.33	249254.83	-74657.68
其他	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-287267.37	-145775.58	-145659.10
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	99387.08	109518.20	195212.46
减: 现金的期初余额	174761.48	99387.08	109518.20
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-75374.41	10131.12	85694.26

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.87	3.12	4.01	3.92
存货周转次数(次)	0.18	0.08	0.10	0.11
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	0.07
现金收入比(%)	110.40	97.66	99.18	100.96
盈利能力				
营业利润率(%)	-7.23	23.74	10.37	10.86
总资本收益率(%)	5.68	4.67	4.16	4.62
净资产收益率(%)	6.38	3.11	2.80	3.61
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	45.11	50.37	40.20	44.23
全部债务资本化比率(%)	45.99	51.41	43.98	46.61
资产负债率(%)	50.12	53.26	46.09	49.05
偿债能力				
流动比率(%)	1915.04	1730.61	747.57	1275.98
速动比率(%)	913.60	389.57	227.28	413.23
经营现金流流动负债比(%)	-428.92	-165.83	-62.59	-166.83
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	0.69	0.91	-33.95
全部债务/EBITDA(倍)	9.90	23.73	18.73	18.47
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.56	-0.21	-0.19	-0.27
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-11.50	-3.36	-3.17	-4.89

附件 6 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%
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 7 主体长期信用等级设置及其含义

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