

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 981 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
二零一四年六月二十六日



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: 2014 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	13.25	20.55	32.72
资产总额(亿元)	161.83	245.46	337.46
所有者权益(亿元)	75.64	132.33	172.46
短期债务(亿元)	3.26	14.96	32.63
全部债务(亿元)	80.03	103.90	141.05
营业收入(亿元)	12.08	14.30	19.50
利润总额(亿元)	3.04	4.03	3.99
EBITDA(亿元)	3.37	5.55	6.81
经营性净现金流(亿元)	-14.58	-14.57	-19.23
营业利润率(%)	23.74	10.37	14.52
净资产收益率(%)	3.11	2.80	2.17
资产负债率(%)	53.26	46.09	48.90
全部债务资本化比率(%)	51.41	43.98	44.99
流动比率(%)	1730.61	747.57	440.09
全部债务/EBITDA(倍)	23.73	18.73	20.72
经营现金流流动负债比(%)	-165.83	-62.59	-34.67

分析师

王 玮 郭 畅

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, 徐州市区域经济提升较快, 财政实力有所增强。徐州市新盛建设发展投资有限公司作为徐州市棚户区改造投资建设重要主体, 外部环境良好, 政府支持得以持续。但是, 公司整体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不利影响。

未来, 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。此外, 公司定销房已进入回报期, 陆续实现现金回流, 有效扩充公司还款来源, 提升公司偿债能力, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 跟踪期内, 徐州市经济发展快速, 财政实力有所增强。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。
2. 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。
3. 公司定销房建设已进入回报期, 有效扩充公司还款来源。

关注

1. 跟踪期内, 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确定性。

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（以下简称“联合资信”）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。2013 年 1 月 10 日，公司将资本公积 12.00 亿元转增股本，2013 年 8 月 30 日，公司将资本公积 20.00 亿元转增股本，截至 2013 年底，公司注册资本为 40.00 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 2013 年底，公司下设综合管理部、金融拓展部、征收成本控制办公室、计划财务部、资产运营部、开发部、投资管理部、招标管理部、安全质量管理办公室、发展规划部共十个部门，下设徐州高铁置业有限公司、新盛仁和资产管理有限公司、新盛建设投资担保有限公司、新盛新农村建设投资有限公司等十四家子公司。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 337.46 亿元，所有者权益 172.46 亿元（其中包含少数股东权益 2.72 亿元）；2013 年实现营业收入 19.50 亿元，利润总额 3.99 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，

自 8 月 1 日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7 月 31 日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日,贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底,M2 存量达 110.7 万亿,同比增长 13.6%。从社会融资规模来看,2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿,比上年同期多 1.5 万亿;其中人民币贷款 12.97 万亿,增加 2.54 万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元,比上年增加 1044 亿元。其中,A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803 亿元,增加 710 亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元,增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元,比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面,截至 2013 年底,人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元,比上年末升值 3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2 月 26 日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6 月 26 日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户;8 月 22 日,发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10 月 15 日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改

革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

1. 保障性住房行业分析

十行业概况

“十六大”以来，中国城镇化发展迅速，2002 年至 2013 年，中国城镇化率以平均每年增长 1.30% 的速度发展，城镇人口平均每年增长 2082 万人。2013 年，城镇人口比重达到 53.7%，比 2002 年上升了 14.6%，城镇人口为 73111 万人，比 2002 年增加了 22899 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。

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）以及棚改房构成。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；经济适用住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；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

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。

2010 年国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，要求“加快保障性安居工程建设，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的 70%，并优先保证供应；房价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价住房供应”。

2011 年 3 月 14 日第十一届全国人民代表

大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中明确：“强化各级政府责任，加大保障性安居工程建设力度，基本解决保障性住房供应不足的问题。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建立稳定投入机制，加大财政资金、住房公积金贷款、银行贷款的支持力度，引导社会力量参与保障性住房建设运营”。

“十二五”期间，中国将加大保障性住房的建设规模，提高保障性住房在住房供应体系中的比重，重点将加快发展公共租赁房，继续推进廉租住房和经济适用住房建设，增加限价商品住房供应。同时，继续大力推进各类棚户区改造。“十二五”期间，中国将新建各类保障性住房 3600 万套，保障性住房的覆盖率将达到 20%。按照《住房城乡建设部关于做好 2013 年城镇保障性安居工程工作的通知》，2013 年全国城镇保障性安居工程建设任务是基本建成 470 万套、新开工 630 万套。财政部于 2014 年 4 月 14 日公布的《2013 年财政支持保障性安居工程建设情况》显示，2013 年，全国共开工建设城镇保障性安居工程 666 万套，基本建成 544 万套。

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。

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，但城市廉租住房制度建设相对滞后，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》明确廉租住房建设用地，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。同年，为保障保障房建设的信贷资金供应，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。

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。

2013年6月26日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,研究部署加快棚户区改造,促进经济发展和民生改善,未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户,其中2013年改造304万户;8月22日,发改委下发了发改办财经[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度;鼓励“信贷组合”方式用于棚改债券;允许棚改债券规模由项目总投资的60%提升至70%。

2. 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。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》(苏发[2008]19 号),明确了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。2009 年 2 月 21 日,时任中共中央政治局常委、国务院副总理李克强到徐州考察棚户区改造及建设情况,并指出建设保障性安居工程是当前保增长、扩内需的重要内容,要加大安置房建设力度,加快棚户区改造步伐,让困难群众都能够住上具备基本条件的住房。

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,安置房实际开工 12141 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

权徐州市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的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。

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。

3. 区域经济概况

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,2013 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 2757.32 亿元，增长 9.0%；能源产业完成产值 734.25 亿元，增长 2.1%；食品及农副产品加工业完成产值 2458.03 亿元，增长 22.0%。煤盐化工业完成产值 2030.55 亿元，增长 20.4%；冶金业完成产值 921.84 亿元，增长 20.0%；建材业完成产值 495.37 亿元，增长 32.3%。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 3485 亿元，增长 15.5%，占规模以上工业总产值比重达 34%，战略性新兴产业产值 3700 亿元，增长 10.25%，占规模以上工业比重达 36%。2013 年，徐州市农业生产形势良好，全年粮食播种面积 729.53 千公顷，亩产 412 公斤，全年粮食总产达 451.13 万吨。在进出口贸易方面，2013 年，徐州市全年进出口总额 62.89 亿美元，同比下降 24.5%。其中，出口 48.97 亿美元，下降 22.1%。全年新批外商直接投资企业 171 家，新批协议外资 24.47 亿美元；实际到账注册外资 15 亿美元，比上年增长 26.6%。全市省级以上开发区完成进出口总额 51.10 亿美元，其中出口总额 39.20 亿美元，占全市总量的 81.3%和 80%。

根据徐州市 2013 年统计局相关数据显示，2013 年全市地区生产总值达 4435.82 亿元，比上年增长 11.8%，其中，第一产业增加值 432.38 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 2118.32 亿元，增长 12.3%；第三产业增加值 1885.12 亿元，增长 12.8%。三次产业结构调整为 9.7:47.8:42.5，第三产业占比比上年提高 1 个百分点。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，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、常州之后）。2012、2013 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	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
苏州	9168.91	10500.00	12011.65	13015.70
无锡	5758.00	6880.15	7568.15	8070.18
南京	5010.36	6145.52	7201.57	8011.78
南通	3417.88	4080.22	4558.67	5038.89
常州	2976.70	3580.40	3969.75	4360.93
徐州	2866.93	3551.65	4016.58	4435.82
盐城	2266.26	2771.33	3120.00	3475.50
扬州	2207.99	2630.30	2933.20	3252.01
镇江	1920	2310.40	2630.05	2927.09
泰州	2002.58	2422.61	2701.67	3006.91

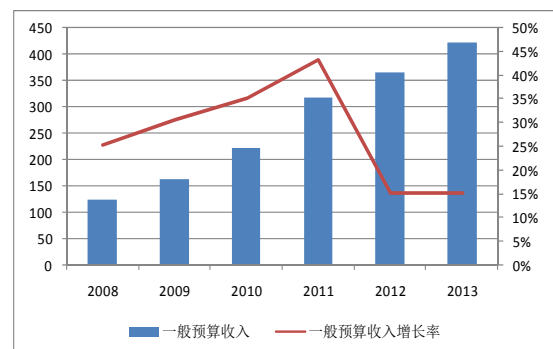
资料来源：wind 资讯

近年来，徐州市固定资产投资增幅明显，2013 年全市固定资产投资完成 3090.13 亿元，比 2012 年增长 22.1%。其中民间投资 2304.85 亿元，增长 22.3%，民间投资占固定资产投资比重 74.6%。

徐州市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2013 年全市城镇居民人均可支配收入 23770 元，同比增长 9.5%；农村居民人均纯收入 12052 元，增长 12.0%。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。

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 1 徐州市一般预算收入（单位：亿元）



资料来源：徐州市统计局

从徐州市一般预算收入来看，2008～2013 年徐州市一般预算收入持续增长，年均复合增长 22.38%；2013 年为 422.84 亿元，比上年增长 15.3%，一般预算收入增长有所放缓。

2013 年，徐州市本级政府综合财力为 331.00 亿元，其中国有土地使用权出让收入为 145.13 亿元，占比 43.84%，土地使用权出让收入对徐州市地方财力贡献大。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 2013 年底，徐州市政府直接债务余额 143.03 亿元，担保债务余额 197.00 亿元，徐州市本级政府全部债务余额 241.53 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 72.97%，总体来看，徐州市地方政府债务负担尚可。

表 2 2013 年底徐州市本级政府债务构成（单位：万元）

地方财力（2013 年度）	金额	地方债务（截至 2013 年末）	金额
（一）地方一般预算收入	925587	（一）直接债务余额	1430327
1. 税收收入	555993	1. 国际金融组织贷款	2956
2. 非税收入	369594	（1）世界银行贷款	2956
（二）转移支付和税收返还收入	880272	2. 国债转贷资金	8772
1. 一般性转移支付收入	329052	3. 解决地方金融风险专项借款	5644
2. 专项转移支付收入	341386	4. 国内金融机构借款	905546
3. 税收返还收入	209834	（1）政府直接借款	323300
（三）国有土地使用权出让收入	1451254	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	582246
1. 国有土地使用权出让金	1375025	5. 债券融资	39000
2. 国有土地收益基金	72057	（1）中央代发地方政府债券	39000
3. 农业土地开发资金	4172	6. 粮食企业亏损挂账	4392
4. 新增建设用地有偿使用费		7. 拖欠工资和工程款	937
（四）预算外财政专户收入	52870	8. 其他	463080
		（二）担保债务余额	1970015
		1. 政府担保的国内金融机构借款	1031685
		2. 其他	938330
		--	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	3309983	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	2415335
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	72.97%		

资料来源：徐州市财政局数据。

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。

4. 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。

五、基础素质

1. 产权情况

公司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，股东方为徐州市财政局，控股 100%。

2. 人员素质

跟踪期内，公司人员及高管无重大变化。

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。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 2011~2013 年累计提供财政补贴 6.51 亿元（其中 2011 年为 0.31 亿元，2012 年为 3.19 亿元，2013 年为 3.01 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

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及资本公积。

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，全部计入固定资产及资本公积。

2013 年 6 月，经徐州市国资委同意，将徐州市公安局所属的徐州市保安公司和金盾保安公司 100% 股权注入本公司，评估价格分别为 1467.83 万元和 3237.81 万元。2013 年 12 月经徐州市国资委同意，将徐州宣武集团有限公司 20% 股权划转给本公司，评估价格 1960 万元。

2013 年底，徐州市人民政府将徐州市区部分道路强电管网资产按评估价格 15.16 亿元注入公司，由公司负责经营管理，管道总长度 352334 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《关于推进城市和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。

六、公司管理

跟踪期内，公司在管理体制及法人治理结构方面无重大变化。

七、公司经营

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2011~2013年主营业务收入及成本情况（单位：万元、%）

项目	2011年		2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地出让金返还	45141.00	56.43	62564.25	7.90	91801.07	10.68
定销房销售	73201.96	3.54	73525.35	10.67	100157.04	21.18
租赁费	545.24	100.00	767.19	97.81	778.56	100.00
餐饮	887.98	54.69	942.21	62.89	868.52	65.87
物业管理	315.75	69.05	498.51	67.81	863.87	21.74
其他			684.57	71.38	440.72	0.18
合计	120091.93	24.41	138982.07	10.77	194909.80	16.70

资料来源：公司审计报告

根据上述公司2011~2013年的营业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，营业收入大幅增长。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2013年底，公司已启动35个棚户区改造项目，占地面积共7791.5亩，其中已出让面积1043亩，未来可用于出让6748.5亩，按照目前市场价值500万/亩保守测算，未来可实现土地出让总价约337亿元，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%。2011~2013年，公司土地上市取得的土地出让收入返还分别为4.51亿元、6.26亿元、9.18亿元。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)
2011年	45	1111.11	50000	45141.00
2012年	179	377.71	67610	62564.25
2013年	245	377.43	92470	91801.07
合计	469	--	210080	199506.32

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。

等9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、新泉佳苑、嘉和雅苑、和风雅致、汉襄佳苑、枫情水岸项目已基本完工。截至2013年底已安置拆迁户3591户，取得销售收入9.96亿元。

表6 截至2013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
湖西雅苑	115471	90	2014
尚景园	38524	80	2014
玉潭佳苑	26000	90	2014
合计	179995		

资料来源：公司提供

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
2011年	6.48	746	2.04
2012年	8.20	953	2.02
2013年	16.41	1892	5.90
合计	31.09	3591	9.96

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、

外购：公司通过外购方式筹备定销房源建筑面积合计约146.6万平方米（17308套），2011~2013年，外购筹建定销房销售收入分别为5.28亿元、5.33亿元和4.11亿元，合计14.72亿元。

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 9.88 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,2011~2013 年已实现收入 7593.14 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,2013 年出租率 100%,租金收入 416.08 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%,2013 年租金收入 196.95 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。目前,该项目四、

五层用于经营出租,出租率为 100%,2013 年租金收入 68.89 万元。

(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 2013 年底,该项目仍处于招商阶段,且已有部分商户开业经营,2013 年租金收入 68.49 万元

(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。该项目已于 2013 年 10 月正式投入运营。截至 2013 年底,因该项目商户尚处于免租期,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。

八、募集资金使用情况

截至 2013 年底,公司募集资金已全部使用完,募投项目进展顺利。

表 5 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	截至 2013 年底已投 金额	截至 2013 年底使用 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	395000	110000
泉山区茶棚东棚户区改造项目	45937.5	23000	45000	23000
鼓楼区西阁里棚户区改造项目	33750	17000	33700	17000
总计	495499.5	150000	473700	150000

资料来源: 公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2011~2013 年财务报表已经天衡会计师事务所(特殊普通合伙)三年连续审计, 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, 2011~2013 年公司受资产注入规模大影响, 使得资产负债表变化较大。2013 年新增合并报表单位 5 家, 为徐州市新机场建设投资有限公司、徐州市新盛兴潘旅游文化发展有限公司、徐州市新盛兴吕旅游文化发展有限公司、徐州市国盛阳光资产管理有限公司和徐州市新盛超华置业有限公司; 以下分析以 2011~2013 年合并财务报表为主。

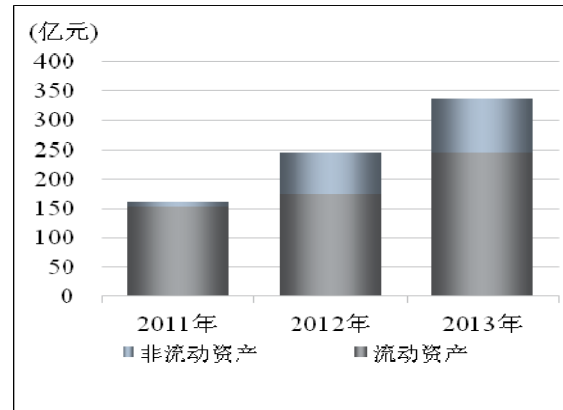
截至 2013 年底, 公司合并总资产 337.46 亿元, 所有者权益 172.46 亿元(其中包含少数股东权益 2.72 亿元); 2013 年实现营业收入 19.50 亿元, 利润总额 3.99 亿元。

2. 资产质量

截至 2013 年底, 公司总资产为 337.46 亿

元, 较 2012 年增长 37.48%, 增长较快主要系存货及固定资产快速增长所致; 总资产中流动资产占比为 72.32%、非流动资产占比为 27.68%。

图 2 2011~2013 年公司资产构成情况



数据来源: 根据公司审计报告整理

2011~2013 年, 公司流动资产年复合增长 26.65%。其中货币资金、预付款项、其他应收款和存货占比较大。

2011~2013 年, 公司货币资金年复合增长 55.88%, 截至 2013 年底为 32.20 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和用于质押的定期存单占 23.73%。

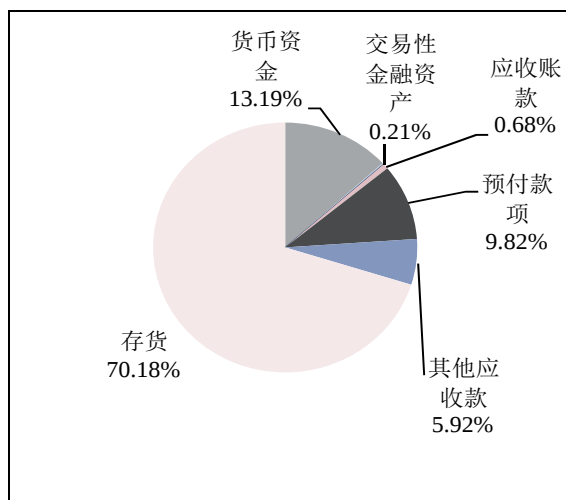
2011~2013 年, 公司预付款项年复合增长 23.37%, 截至 2013 年底为 23.96 亿元, 主要为棚户区改造预付款和定销房工程款, 占比 94.16%。

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, 2011~2013 年, 公司存货年复合增长 20.53%, 截至 2013 年底, 公司存货为 171.28 亿元, 其中土地占 19.87%, 开发成本为 68.01%。

2011~2013 年, 公司应收账款占比很小, 截至 2013 年底为 1.65 亿元。其中账龄 1 年以内的占 94.82%, 1 至 2 年的占 5.14%, 主要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。

图3 2013年底公司流动资产构成情况

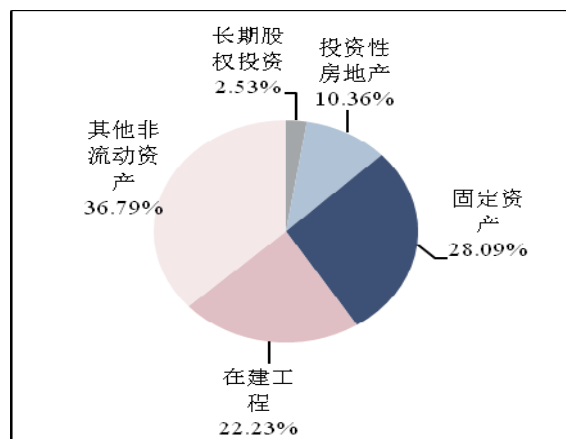


数据来源：根据公司审计报告整理

2011~2013年，公司其他应收款年均复合增长223.88%，截至2013年底为14.43亿元，大幅增长主要由于公司参与土地竞标所缴纳的土地出让保证金增多，如公司竞拍成功，该土地保证金自动转为土地出让金。其他应收款中，徐州市国土资源局的土地出让保证金和苏州超华控股集团有限公司往来款占比分别为85.71%（账龄为一年以内）和6.78%。

2011~2013年，公司非流动资产年均复合增长210.47%，截至2013年底为93.42亿元，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程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10.36%、28.09%、22.22%和36.79%。

图4 2013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

2011~2013年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长46.70%，截至2013年底为9.67亿元，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，2013年项目公允价值变动0.86亿元。

2011~2013年，公司在建工程快速增长，截至2013年底达到20.76亿元，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。

2011~2013年，公司固定资产快速增长，年均复合增长2275.08%，截至2013年底为26.25亿元。主要由于2012年11月徐州市人民政府将2012年和2013年城建重点工程建设的部分道路强电网资产按评估价格10.73亿元和15.16亿元注入公司经营管理，管道总长601196米。

截至2013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。

3. 负债及所有者权益

公司负债主要由非流动负债构成，截至2013年底，公司总负债中流动负债占比33.61%，非流动负债占比66.39%。2011~2013年，公司负债总额快速增长，年均复合增长38.37%，截至2013年底为165.00亿元。公司负债增长主要由银行借款及债券发行导致。

2011~2013年，公司流动负债快速增长，年均复合增长151.16%，截至2013年底为55.45

亿元，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和预收款项增加所致。流动负债中短期借款、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 18.57%、38.66%、16.90%和 12.19%。

2011~2013 年，公司其他应付款波动中有所增加，截至 2013 年底为 6.76 亿元，主要为保证金押金。

2011~2013 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 283.59%，截至 2013 年底为 10.30 亿元，主要为质押借款，质押物为棚户区改造的未来收益权。

2011~2013 年，公司应付票据波动下降，截至 2013 年底为 0.89 亿元，主要为银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 133.96%，截至 2013 年底为 9.37 亿元，主要为预收的定销房差价款和营业房预收款。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债大幅增加，截至 2013 年底为 21.44 亿元，其中，抵押土地使用权向银行借款 20.94 亿元。

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 18.98%，截至 2013 年底为 109.55 亿元。公司非流动负债由长期借款、应付债券、其他非流动负债和递延所得税负债构成，分别占 65.97%、15.06%、17.94%和 1.03%。

2011~2013 年，公司长期借款波动中有所下降，年均复合下降 2.98%，截至 2013 年底为 72.27 亿元。长期借款抵押借款 64.77 亿元，抵押物为土地使用权，保证借款 7.50 亿元。

截至 2013 年底，公司应付债券 16.50 亿元，主要为 2012 年发行的“12 徐州新盛债”15 亿元和公司取得的省分配地方政府债券 1.50 亿元。

截至 2013 年底，公司其他非流动负债合计 19.65 亿元，主要为信托借款和委托借款，其中 6 亿元信托借款分别是与苏州信托有限公司签订的债权转让协议和与齐鲁证券有限公司签订

的项目收益权转让和回购协议。13.65 亿元的委托借款分别是与民生加银资产管理有限公司、首创证券有限责任公司和上海海通证券资产管理有限公司签订。

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体现为波动下降，2013 年底三项指标分别为 48.90%、44.99%和 38.60%。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。

2011~2013 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。2011~2013 年，公司所有者权益年均复合增长 50.99%，截至 2013 年底为 172.46 亿元。截至 2013 年底，归属于母公司的所有者权益中实收资本占 23.57%、资本公积占 66.38%、盈余公积占 0.92%、未分配利润占 9.13%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至 2013 年底，公司实收资本为 40.00 亿元，为 2013 年 1 月和 8 月，资本公积转增 12 亿元和 20 亿元。

2011~2013 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 40.49%，截至 2013 年底为 112.68 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。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模及负债总额增长较快，整体债务负担尚可。

4. 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。2013 年公司实现营业收入 19.50 亿元，较 2012 年的 14.30 亿元增长 36.36%，主要由土地出让金返还及定销房销售的增加所致。

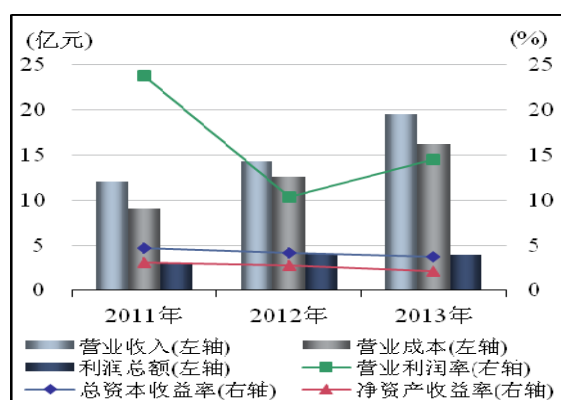
2011~2013 年，公司土地出让金返还收入分别为 4.51 亿元、6.26 亿元和 9.18 亿元，随着

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。

2013 年，公司实现定销房销售收入为 10.02 亿元，成本为 7.89 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 2013 年公司自建定销房成本上升及期间费用快速增长影响，2013 年公司营业利润为 0.98 亿元，较 2012 年变动幅度不大。

图 5 2011~2013 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，2011~2013 年公司获得补贴收入分别为 0.31 亿元、3.19 亿元和 3.02 亿元。受政府补助大幅增加影响，2013 年公司实现利润总额 3.99 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 2013 年总资产收益率和净资产收益率较 2012 年有所下降，分别为 3.46% 和 2.17%，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。

5. 现金流量及保障

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，2011~2013 年公司经营活动现金流入年复合增长 33.19%，2013 年实现现金收入 23.86 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，2013 年现金支出 33.71 亿元。2011~2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -14.58 亿元、-14.57 亿元和 -19.23 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。2011~2013 年公司现金收入比分别为 97.66%、99.18% 和 122.33%，收入实现质量尚可。

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，2013 年为 1.57 亿元；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），2013 年分别为 23.07 亿元和 3.20 亿元；2011~2013 年公司投资活动的现金流净额较低，分别为 -1.94 亿元、-4.85 亿元和 -24.70 亿元，公司的投资规模呈增长趋势。

2011~2013 年公司经营活动和投资活动的现金流量合计净额分别为 -16.52 亿元、-19.42 亿元和 -43.93 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，2011~2013 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。2011~2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为17.53亿元、27.99亿元和48.96亿元。

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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标分析，2011~2013年，公司流动比率、速动比率受短期借款和一年内到期非流动负债增加影响而下降，2013年底分别为440.09%和131.22%。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，2011~2013年公司EBITDA为3.37亿元、5.55亿元和6.81亿元，有所增长。2011~2013年公司全部债务/EBITDA倍数呈现波动下降趋势，分别为23.73倍、18.73倍和20.72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。

公司于2012年5月8日发行人民币债券15亿元，债券简称“12徐州新盛债”，发行期限为6年，债券利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面年利率为7.48%；“12徐州新盛债”设置提前偿还条款，即债券存续期第3~6年分别偿还本金的25%。

2013年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为“12徐州新盛债”的0.45倍、1.88倍和-1.28倍，分别为每期偿还额（3.75亿元）的1.82倍、7.51倍和-5.13倍。总体看，公司EBITDA及经营活动产生的现金流入量对“12徐州新盛债”保障

程度较好。

截至2013年底，公司对外担保总额为18.48亿元，主要是为徐州市鼓楼区国有资产投资有限公司（1.78亿元）、徐州高速铁路投资有限公司（9.00亿元）和徐州市新水国有资产经营有限责任公司（7.7亿元）提供的担保，担保比率为10.72%。以上三家公司经营和财务状况较好，公司或有负债风险较小。

截至2013年底，公司获得银行授信总额度235.95亿元，尚未使用额度为106.50亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 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，截至2014年4月8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。

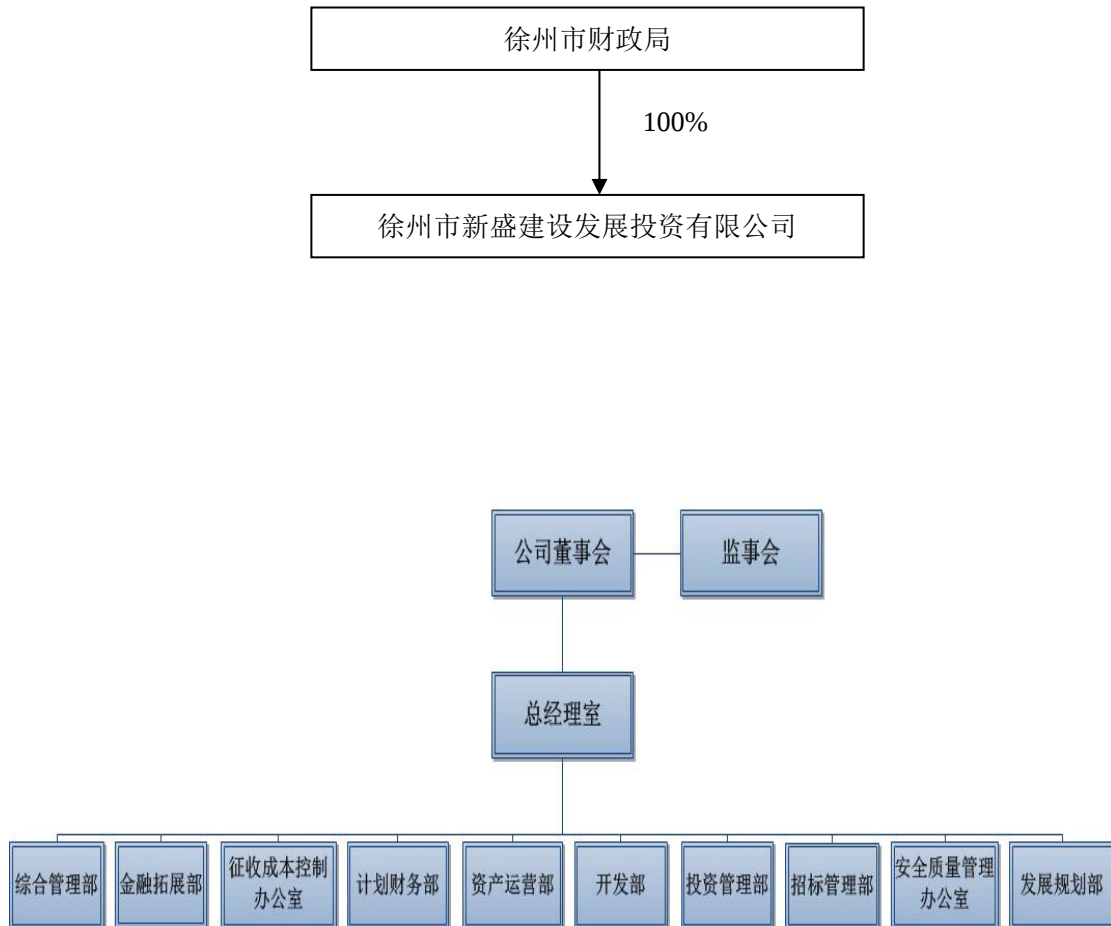
8. 抗风险能力

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、综合评价

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，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 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.25	20.55	32.72
资产总额(亿元)	161.83	245.46	337.46
所有者权益(亿元)	75.64	132.33	172.46
短期债务(亿元)	3.26	14.96	32.63
长期债务(亿元)	76.77	88.95	108.42
全部债务(亿元)	80.03	103.90	141.05
营业收入(亿元)	12.08	14.30	19.50
利润总额(亿元)	3.04	4.03	3.99
EBITDA(亿元)	3.37	5.55	6.81
经营性净现金流(亿元)	-14.58	-14.57	-19.23
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.12	4.01	11.80
存货周转次数(次)	0.08	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06
现金收入比(%)	97.66	99.18	122.33
营业利润率(%)	23.74	10.37	14.52
总资本收益率(%)	4.67	4.16	3.46
净资产收益率(%)	3.11	2.80	2.17
长期债务资本化比率(%)	50.37	40.20	38.60
全部债务资本化比率(%)	51.41	43.98	44.99
资产负债率(%)	53.26	46.09	48.90
流动比率(%)	1730.61	747.57	440.09
速动比率(%)	389.57	227.28	131.22
经营现金流动负债比(%)	-165.83	-62.59	-34.67
全部债务/EBITDA(倍)	23.73	18.73	20.72

注：EBITDA 中包含在建工程及存货中的利息支出。

附件 3 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+费用化利息支出) / (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
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%

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

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 4 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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级