

跟踪评级公告

联合[2015] 866 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/12新盛债”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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 /12 新盛债	15 亿元	2012/05/08 2018/05/08	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	245.46	337.46	451.01
所有者权益(亿元)	132.33	172.46	198.58
长期债务(亿元)	88.95	108.42	181.20
全部债务(亿元)	103.90	141.05	223.03
营业收入(亿元)	14.30	19.50	29.19
利润总额(亿元)	4.03	3.99	3.79
EBITDA(亿元)	5.55	6.81	8.82
经营性净现金流(亿元)	-14.57	-19.23	-8.54
营业利润率(%)	10.37	14.52	18.68
净资产收益率(%)	2.80	2.17	1.63
资产负债率(%)	46.09	48.90	55.97
全部债务资本化比率(%)	43.98	44.99	52.90
流动比率(%)	745.42	439.19	488.92
全部债务/EBITDA(倍)	18.73	20.72	25.29

分析师

于芷崧 兰 迪

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(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, 外部环境良好, 政府支持得以持续。同时, 联合资信也关注到公司整体盈利能力较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。

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/12 新盛债”AA⁺的信用等级。

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。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, 未来土地出让收入为公司的偿债提供了较好保障。

关注

1. 公司整体盈利能力较弱, 利润总额受补贴收入影响大。
2. 棚户区改造项目投资规模较大, 并且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, 公司存在一定的资本支出压力。

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（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、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。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，2014年公司股东变更为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会，截至2014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2014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、发展规划部等十个部门，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、九里湖建设开发发展有限责任公司、嘉睿建材贸易有限公司、新盛兴潘旅游文化发展有限公司、新盛兴吕旅游文化发展有限公司、新盛建发置业有限公司、新机场建设投资有限公司、国盛阳光资产管理有限公司

等十六家子公司，其中全资及控股一级子公司十三家。

截至2014年底，公司合并资产总额451.01亿元，所有者权益198.58亿元（其中包含少数股东权益4.53亿元）；2014年实现营业收入29.19亿元，利润总额3.79亿元。

公司注册地址：徐州市淮海西路188号；法定代表人：林斌。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比

上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

1. 保障性住房行业分析

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

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。2013年，全国计划新开工城镇保障性安居工程630万套，截至2013年11月底已经基本建成544万套，完成投资11200亿元。2014年，全国计划新开工城镇保障性安居工程700万套以上（其中各类棚户区470万套以上），截至2014年6月底，已开工530

万套，基本建成280万套，完成投资722亿元。

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。

2012 年，包括住建部在内的七部门联合发出《关于加快推进棚户区（危旧房）改造的通知》（建房〔2012〕190 号），明确指出“把棚户区（危旧房）改造作为城镇保障性安居工程的重要内容”，力争在“十二五”期末基本完成全国成片棚户区（危旧房）的改造。

2013 年 7 月 4 日，国务院出台了《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》（国发〔2013〕25 号），提出“2013 年至 2017 年五年改造棚户区 1000 万户”及“符合规定的地方政府融资平台公司、承担棚户区改造项目的企业可发行企业债券或中期票据，专项用于棚户区改造项目。对发行企业债券用于棚户区改造的，优先办理核准手续，加快审批速度。”

2013 年 8 月 21 日，江苏省人民政府出台了《省政府关于加快棚户区（危旧房）改造工作的实施意见》（苏政发〔2013〕108 号），在国发〔2013〕25 号文的基础上，《实施意见》

提出江苏省在“2013 年至 2017 年，改造各类棚户区（危旧房）60 万户以上”，并“加大对棚户区（危旧房）改造的政策支持力度，采取多渠道筹措资金”，“加大信贷支持”，“对发行企业债券用于棚户区（危旧房）改造的，优先办理核准手续，并加快审批速度。”

2014 年 9 月，国务院发布了《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，要求各地区、各有关部门进一步加大对棚户区改造工作力度，力争超额完成 2014 年目标任务，并提前谋划 2015 至 2017 年棚户区改造工作。

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。

2014 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 2014 年保障性安居工程建设目标任务的通知》，徐州市市区计划新开工棚户区改造安置性住房 20000 套，安置房实际开工 20187 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公司。

3. 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，中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 年中国城镇将至少新增 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。

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有较大幅度的提升。

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，2014 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 3157.12 亿元，增长 13.8%；能源产业完成产值 807.25 亿元，增长

10.2%；食品及农副产品加工业完成产值 2736.22 亿元，增长 14.9%。煤盐化工业完成产值 2096.58 亿元，增长 8.1%；冶金业完成产值 978.92 亿元，增长 9.5%；建材业完成产值 560.05 亿元，增长 15.1%。占全市规模以上工业产值比重大 89.0%，较上年提高 0.2 个百分点。建筑行业发展良好，全年实现建筑业增加值 364.61 亿元，按可比价计算增长 7.3%；完成建筑业总产值 1321.04 亿元，增长 19.1%；施工面积 11599.20 万平方米，增长 14.3%；竣工面积 5274.97 万平方米，增长 33.8%。2014 年，徐州市农业生产形势良好，全年粮食播种面积 1099.44 万亩，粮食亩产 426.74 公斤，较上年增长 3.5%，粮食总产 469.18 万吨，增长 4.0%。在进出口贸易方面，2014 年，徐州市全年进出口总额 59.88 亿美元，同比下降 4.79%。全年新批外商直接投资企业 189 家，新批协议外资 30.21 亿美元；实际到账注册外资 16.58 亿美元，比上年增长 15.0%。全市省级以上开发区完成进出口总额 43.87 亿美元，占全市总量的 73.3%；实际到账外资 12.22 亿美元，占全市总量的 73.7%。

2. 经济发展

根据徐州市 2014 年统计局相关数据显示，2014 年全市地区生产总值达 4963.91 亿元，比上年增长 10.5%，其中，第一产业增加值 473.56 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 2290.26 亿元，增长 10.8%；第三产业增加值 2200.09 亿元，增长 11.3%。三次产业结构调整为 9.5: 46.1: 44.3，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，2012~2014 年徐州市 GDP 在全省排名第 5 位。

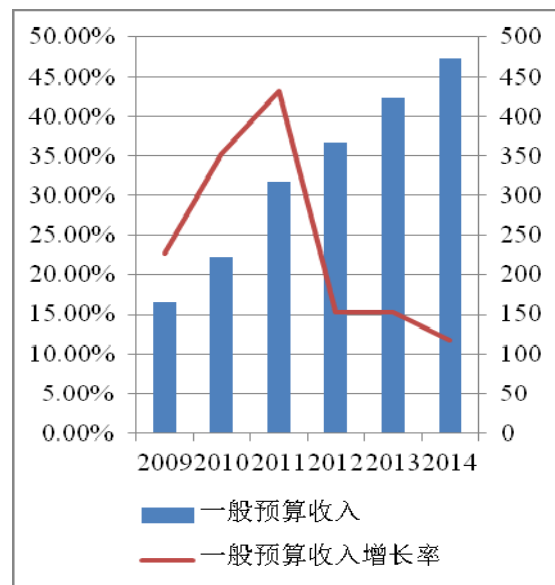
表 1 江苏各市 GDP 排名（单位：亿元）

城市	2012 年	2013 年	2014 年
苏州	12011.65	13015.70	13760.89
无锡	7568.15	8070.18	8205.31
南京	7201.57	8011.78	8820.75
南通	4558.67	5038.89	5652.69
徐州	4016.58	4435.82	4963.91
常州	3969.75	4360.93	4901.87
盐城	3120.00	3475.50	3835.62
扬州	2933.20	3252.01	3697.89
镇江	2630.05	2927.09	3252.38
泰州	2701.67	3006.91	3370.89

资料来源：wind 资讯

近年来，徐州市固定资产投资增幅明显，2014 年全市固定资产投资完成 3671.56 亿元，比 2013 年增长 18.8%。其中民间投资 2597.25 亿元，增长 15.4%，民间投资占固定资产投资比重 70.74%。

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

徐州市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2014 年全市城镇居民人均可支配收入 24080 元，同比增长 9.4%；农村居民人均纯收入 12811 元，增长 11.3%。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。

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。

2014 年全市一般预算收入为 472.33 亿元，比上年增长 11.7%，一般预算收入增速减慢。

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。

3. 地方政府债务

2014 年，徐州市本级政府综合财力为

308.58 亿元，较 2013 年下降 6.77%，主要原因是由于转移支付收入和国有土地使用权出让金的减少。其中国有土地使用权出让收入 165.87 亿元，占比 53.75%，土地使用权出让收入对徐州市地方财力贡献大。有关地方政府债务部分，由于现阶段徐州市财政局已将徐州市本级政府债务相关数据上报省财政厅，目前尚未反馈确认，因此暂时无法提供。截至 2013 年底，徐州市本级政府直接债务余额 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%。

表 2 2014 年底徐州市本级政府财力构成（单位：万元）

地方财力（2014 年度）	金额
（一）地方一般预算收入	923953
1. 税收收入	598100
2. 非税收入	325853
（二）转移支付和税收返还收入	371062
1. 一般性转移支付收入	83822
2. 专项转移支付收入	121310
3. 税收返还收入	165930
（三）国有土地使用权出让收入	1658667
1. 国有土地使用权出让金	1577753
2. 国有土地收益基金	87715
3. 农业土地开发资金	3898
4. 新增建设用地有偿使用费	-10699
（四）预算外财政专户收入	132088
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	3085770

资料来源：徐州市财政局数据

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

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. 产权结构

公司是经徐州市政府批准，由徐州市财政局于 2007 年 3 月发起设立的国有独资公司。2014 年，公司股东由徐州市财政局变更为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 人员素质

跟踪期内，公司董事长由总经理林斌先生兼任。

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 2012~2014 年累计提供财政补贴 8.56 亿元（其中 2012 年为 3.19 亿元，2013 年为 3.01 亿元，2014 年为 2.36 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。

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，棚户区改造定销房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），棚户区改造定销房项目土地使用税、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公司。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。

八、经营分析

七、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。

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 2012~2014 年主营业务收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
土地出让金返还	62564.25	57620.50	7.90	91801.07	81997.19	10.68	124468.20	124280.40	0.15
定销房销售	73525.35	65676.66	10.67	100157.04	78942.67	21.18	148028.15	91077.66	38.47
租赁费	767.19	16.79	97.81	778.56		100.00	986.16		100.00
餐饮	942.21	349.67	62.89	868.52	296.45	65.87	715.07	284.51	60.21
物业管理	498.51	160.47	67.81	863.87	676.04	21.74	817.63	850.67	-4.04
商业房销售	684.57	195.94	71.38	440.72	439.93	0.18	16229.99	8824.78	45.63
建筑装修材料销售							174.70	167.31	4.23
合计	138982.08	124020.03	10.77	194909.78	162352.28	16.70	291419.90	225485.33	22.63

资料来源：公司审计报告

根据上述公司 2012~2014 年的主营业务收入及成本情况表分析可知，跟踪期内，公司经营规模不断扩大，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 2014 年底，公司已启动 35 个棚户区改造项目，占地面积共 7776.18 亩，其中已出让面积 1387 亩，未来可用于出让 6050 亩，按照目前市场价值 500 万元/亩保守测算，未来可实现土地出让总价约 302.5 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 92%。2012~2014 年，公司土地上市取得的土地出让收入返还分别为 6.26 亿元、9.18 亿元、12.45 亿元。2014 年土地出让金返还收入毛利率较低的原因主要是当年改造的部分

土地用作绿化，导致土地出让面积减少，土地出让金返还毛利率降低。而成交均价上升较大的原因是，出让的土地大部分位于市中

心均价较高的位置。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）
2012年	179	377.71	67610.00	62564.25
2013年	245	377.43	92470.00	91801.07
2014年	246	543.90	133800.00	124468.00
合计	670	1299.04	293880.00	278833.32

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，自建定销房的运营模式是由政府统一规划，公司按规划建设施工，建设定销房完工后由政府定销房办公室做出销售计划；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。

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 9 个定销房项目，合计开发建筑面积 139.74 万平方米，可供出售总面积 119 万平方米。2011 年开始销售，截至 2014 年底，所有项目已经全部完工，累计销售面积 62.34 万平方米，销售比例达到 52.39%，已安置拆迁户数量 6831 户，目前取得销售收入 24.76 亿元。

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
2014年	31.25	3240	14.80
合计	62.34	6831	24.76

资料来源：公司提供

2014 年，公司定销房销售收入的毛利率达到 38.47%，大幅度提升的原因是由于定销房销售价格随着年限增长有所增长，2012-2014 年，根据定销房所在区域、年限不同，定销房销售价格区间在 3000-5000 元/平方米左右。

表 6 截至 2014 年底自建定销房情况表

项目	项目总投资（万元）	完工进度
润和园	32000	100%
新泉佳苑	55482	100%
湖西雅苑	115471	100%
嘉和雅苑	22897	100%
尚景园	38524	100%
和风雅致	48752	100%
枫情水岸	14392	100%
玉潭佳苑	26000	100%
汉襄佳苑	10989	100%
合计	332507	

资料来源：公司提供

外购：2011~2014 年，外购筹建定销房销售收入分别为 5.28 亿元、5.33 亿元、4.11 亿元和 0 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 12.57 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，2012~2014 年已实现收入 2.46 亿元。

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、市民文化活动中心、珠山综合体、徐贾快速通道和潘安湖古村岛项目等。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，2014 年形成的收入 1785.61 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，2014 年形成的收入 624.89 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，2014 年形成的收入 182.88 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。2014 年形成的收入为 230.66 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。项目由公司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 2014 年底，形成的收入为 25.06 万元。

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

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 7 债券募集资金投向（单位：万元）

项目名称	投资总额	项目开工时间	已投资总金额	项目完工比例	使用债券额度	已使用债券额度
徐州市振兴老工业基地棚户区改造二期工程	415812.00	2009 年 9 月	399179.50	96%	110000.00	110000.00
泉山区茶棚东棚户区改造项目	45937.50	2012 年 5 月	45937.50	100%	23000.00	23000.00
鼓楼区西阁里棚户区改造项目	33750.00	2011 年 12 月	33750.00	100%	17000.00	17000.00
总计	495499.50		478867.00		150000.00	150000.00

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2012~2014 年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2014 年新增合并报表单位 2 家，均为本公司出资设立（出资比例为 60%），分别为徐州市泉盛建设发展有限公司和徐州市彭盛建设发展有限公司，两家公司资产规模均在 5000 万左右，对公司财务报表影响不大；以下分析以 2012~2014 年合并财务报表为主。

截至 2014 年底，公司合并总资产 451.01 亿元，所有者权益 198.58 亿元（其中包含少数股东权益 4.53 亿元）；2014 年实现营业收入 29.19 亿元，利润总额 3.79 亿元。

2. 资产质量

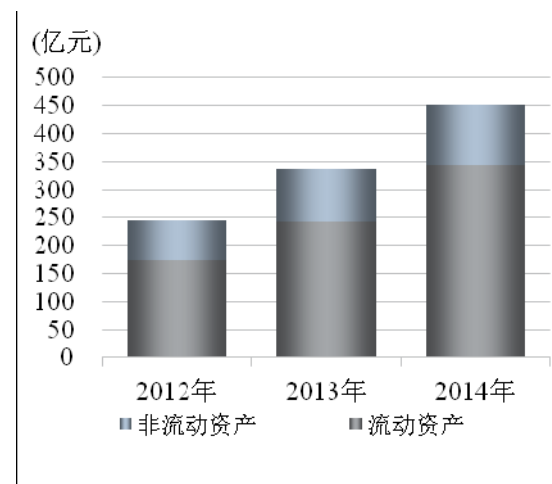
截至 2014 年底，公司总资产为 451.01 亿元，较 2013 年增长 33.65%，增长较快主要系货币资金、存货及在建工程快速增长所致；总资产中流动资产占比为 76%、非流动资产占比为 24%。

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年复合增长 40.57%。其中货币资金、预付款

项和存货占比较大。

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年复合增长率为 103.98%，截至 2014 年底为 83.41 亿元，同比增长 159.05%，主要原因是公司业务量增长，融资规模增加所致。其中，主要构成为银行存款和其他货币资金，其中受限货币为其他货币资金，为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，占比为 15.63%。

图 2 2012~2014 年公司资产构成情况



数据来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司预付款项有所下降，截至 2014 年底为 22.99 亿元，主要为向徐州

市房屋征收办公室预付的棚户区改造资金以及工程款，占比 91.26%。

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，主要包括土地、开发成本、原材料、库存商品及房地产开发产品。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，2012~2014 年，公司存货年复合增长 34.97%，截至 2014 年底，公司存货为 220.56 亿元，同比增长 28.78%，主要是由公司业务量的增长导致存货开发成本的增加，存货中土地占比 15.43%，开发成本占比 52.87%，开发产品占比 31.57%。

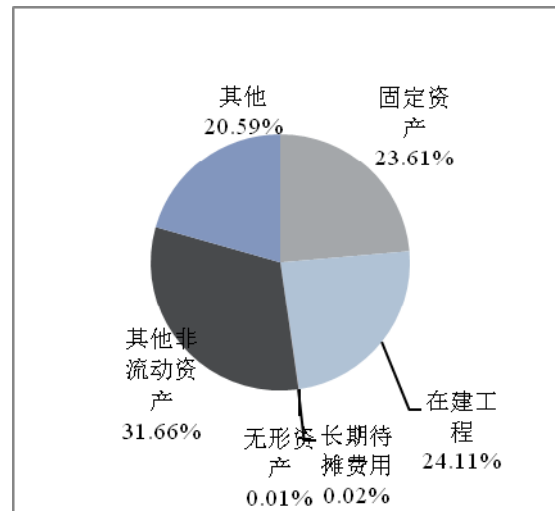
2012~2014 年，公司应收账款快速下降，年复合下降 49.97%。截至 2014 年底为 0.89 亿元，同比减少 46.02%，主要是由于当期徐州市财政局支付了前期出让的土地收入返还款。其中，应收徐州市财政局土地收入返还款占总应收账款 99.82%，账龄为 1 至 2 年。公司按账龄对应收账款计提了坏账准备，但由于欠款单位为徐州市财政局，且大部分为政策性返还，回款较有保证。

2014 年，公司其他流动资产为 8.7 亿元，较 2013 年增长 8.68 亿元，为短期保本收益型理财产品。

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合增长 22.61%，截至 2014 年底为 108.23 亿元，同比增长 15.24%，主要由可供出售金融资产和在建工程的增加导致的。其中，可供出售金融资产和在建工程分别占比 7.64%和 24.11%。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产快速增长，年复合增长 271.18%。截至 2014 年底为 8.27 亿，同比增长 552.68%。

图 3 2014 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

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，截至 2014 年底达到 26.09 亿元，主要由市民文化活动中心、珠山综合体、徐贾快速通道和潘安湖古村岛项目构成。

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，年复合增长率为 49.38%，截至 2014 年底为 25.55 亿元，同比下降 2.64%。2013 年公司固定资产为 26.25 亿元，同比增加 129.21%，主要原因是徐州市人民政府 2012 年 11 月、2013 年 12 月将城建重点工程建设的部分道路强电网资产分别按照评估价格 10.73 亿元、15.16 亿元注入公司经营管理，管道总长度分别为 248862 米和 352334 米。该项资产公司收取租赁费计入营业收入。

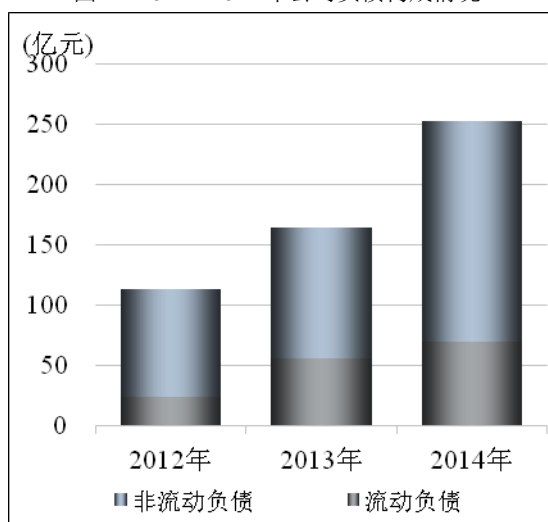
截至 2014 年底，公司其他非流动资产 34.27 亿元，全部为徐州市政府于 2012 年 11 月将徐州市区范围内直管公房资产按评估价格 34.27 亿元注入公司经营管理。该直管公房属于廉租房，公司收取租赁费计入营业外收入。

总体分析，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主，流动资产中货币资金、存货及预付款项占比较大。自建定销房的完工及棚户区改造项目的不断推进将会带动公司未来现金流流入及收入的

增加。

3. 负债及所有者权益

图4 2012~2014年公司负债构成情况



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2014年底，公司总负债中流动负债占比27.77%，非流动负债占比72.23%。2012~2014年，公司负债总额快速增长，年均复合增长49.37%，截至2014年底为252.43亿元。公司负债增长主要由银行贷款及徐州市保障性安居工程专项资产管理计划发行导致。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均复合增长73.57%，截至2014年底为70.11亿元，增长主要由应付票据、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债中一年内到期的非流动负债、预收款项、应付票据和应付账款占比较大，分别占比49.95%、21.05%、9.71%和9.03%。

2012~2014年，公司短期借款波动下降。截至2014年，公司已将短期借款全部偿还。

2012~2014年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为187.72%。截至2014年底为6.33亿元，同比增长384%。从账龄来看，一年内到期的应付账款占比较大，达到97.12%，主要是回购房结算款。

2012~2014年，公司应付票据快速增长，

年均复合增长率为210.89%。截至2014年底为6.81亿元，同比增长663.99%，全部为银行承兑汇票。

2012~2014年，公司预收款项快速增长，年均复合增长率83.83%，截至2014年底为14.76亿元，主要为预收的定销房差价款和商业营业房预收款。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债快速增加，截至2014年底为35.02亿元，其中，一年内到期的长期借款占比42.03%，一年内到期的应付债券占比10.71%，一年内到期的其他非流动负债占比47.26%。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长42.44%，截至2014年底为182.32亿元。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68.26%、7.43%、23.69%和0.62%。

2012~2014年，公司长期借款波动增长，年均复合增长30.26%，截至2014年底为124.45亿元，同比增长72.2%，全部用于棚户区的改造。长期借款中公司向银行抵押借款95.43亿元，抵押物为土地使用权和房屋建筑物；保证借款10.50亿元，担保方为徐州高速铁路投资有限公司和徐州市新水国有资产经营有限责任公司；信用借款1.50亿元，贷款方为中国民生银行股份有限公司；质押借款17.02亿元，质押物为公司下属子公司徐州市新机场建设投资有限公司合法享有的应收账款，即与徐州市人民政府签订的《还款差额补充协议》中约定的2014年技改项目JJ01全部收益和权益。

2012~2014年，公司应付债券波动中有所下降，年复合下降6.80%。截至2014年底，公司应付债券13.55亿元，主要为2012年发行的“12徐州新盛债”11.25亿元和公司取得的省分配地方政府债券2.30亿元。

截至2014年底，公司其他非流动负债合计43.20亿元，同比增长119.85%。主要为信

托借款、委托借款和其他借款。信托借款共计 15 亿元，其中，公司与江苏省国联信托股份有限公司签订信托贷款合同借入 7 亿元，保证人为徐州高速铁路投资有限公司；与江苏省国际信托有限责任公司签订信托贷款合同借入 8 亿元。委托借款共计 3.7 亿元，其中，公司与兴业证券资产管理有限公司签订委托贷款协议借入 500 万元；与上海海通证券资产管理有限公司签订委托贷款协议借入 6.65 亿元，质押物为下属子公司嘉睿建材公司 3 亿元华夏银行定期存单和子公司高铁置业公司 3.85 亿元华夏银行定期存单，上述 6.65 亿元扣减已归还的 1500 万元和一年内到期的 2.85 亿元，尚余 3.65 亿元。其他借款共计 24.5 亿元，其中，公司与平安资产管理有限责任公司签订债权投资计划合同借入 6.50 亿元，保证人为兴业银行；以中信证券股份有限公司为计划管理人取得徐州市保障性安居工程专项资产证券化的款项计 20 亿元，扣减一年内到期的 2 亿元，尚余 18 亿元。

跟踪期内，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体现为不断增长，长期债务资本化比率体现为波动上升，2014 年底三项指标分别为 55.97%、52.90% 和 47.71%。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，债务负担有所加重。

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 22.50%，截至 2014 年底为 198.58 亿元。其中，归属于母公司的所有者权益中实收资本占 20.61%、资本公积占 69.05%、盈余公积占 0.97%、未分配利润占 9.37%。公司所有者权益结构稳定性好。其中，资本公积为 134.00 亿元，较 2013 年增长 18.92%，主要是徐州市财政局向公司注入的棚户区项目资本金所致。

4. 盈利能力

公司营业收入主要是来自土地出让金返

还及定销房销售等收入。2014 年公司实现营业收入 29.19 亿元，较 2013 年的 19.50 亿元增长 49.69%，主要由土地出让金返还及定销房销售的增加所致。

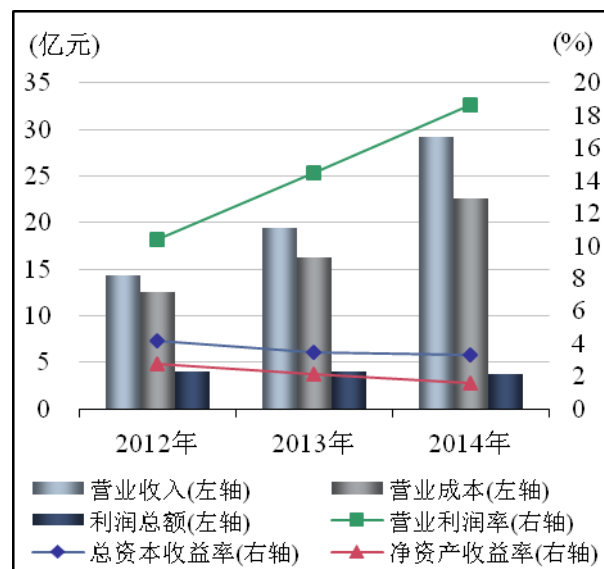
2012~2014 年，公司土地出让金返还收入分别为 6.26 亿元、9.18 亿元和 12.45 亿元，随着棚户区改造项目逐步完工，土地出让金返还收入整体保持稳定增长。

2014 年，公司实现定销房销售收入为 14.80 亿元，成本为 9.11 亿元。随着定销房项目的完工，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。

由于 2014 年公司营业税金和财务费用的大幅增长，2014 年公司营业利润为 0.82 亿元，较 2013 年下降 17%。

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，2012~2014 年公司获得补贴收入为 3.19 亿元、3.01 亿元和 2.36 亿元。受政府补助减少的影响，2014 年公司实现利润总额 3.79 亿元，较上年减少 4.98%。

图 5 2012~2014 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

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，公司整体资产盈利能力较弱，2014 年总资产收益率和净资

产收益率较 2013 年有所下降，分别为 1.94% 和 1.63%，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，公司整体资产盈利能力较弱，但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。

5. 现金流量

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，2012~2014 年公司经营活动现金流入年复合增长 60.81%，2014 年销售商品及劳务所取得的现金收入为 35.32 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，2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金达到 10.91 亿元，同比增长 153.36%；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，2014 年现金支出 53.61 亿元，同比增长 59.05%。2012~2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为-14.57 亿元、-19.23 亿元及 -8.54 亿元，公司前期投入的棚户区改造及定销房建设已经开始回笼现金，但是与此同时，这类项目不断增加且由于建设周期长，公司的现金投入也在不断加大。2012~2014 年公司现金收入比分别为 99.18%、122.33% 及 121.01%，收入实现质量尚可。

从投资活动现金流量分析，2012~2014 年公司投资活动产生的现金流入快速下降，年复合下降 73.71%。2012、2013 年主要是收回投资收到的现金，2012 年为 12.59 亿元，2013 年为 1.51 亿元。2014 年主要是处置固定资产和其他长期资产收回的现金，为 0.88 亿元；

2014 年，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），分别为 7.01 亿元和 17.38 亿元；2012~2014 年公司投资活动的现金流净额较低，分别为-4.85 亿元、-24.70 亿元及-23.46 亿元，公司的投资规模呈波动增长趋势。

2012~2014 年公司经营活动和投资活动的现金流量合计净额分别为-19.42 亿元、-43.92 亿元和-32.00 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，2012~2014 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。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 27.99 亿元、48.96 亿元和 77.81 亿元。

随着公司棚户区改造的逐步推进，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，2014 年，公司流动比率、速动比率受货币资金和存货的增加而有小幅增加，分别为 488.92% 和 174.32%。公司流动资产中存货占比较大，变现能力较弱，且棚户区仍需继续投入资金，短期债务规模较大，公司仍然存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标分析，2012~2014 年公司 EBITDA 为 5.55 亿元、6.81 亿元和 8.82 亿元，有所增长。2012~2014 年公司全部债务/EBITDA 倍数呈现不断增长趋势，分别为 18.73 倍、20.72 倍和 25.29 倍。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 2014 年底，公司对外担保总额为

44.94 亿元，占净资产比例 22.63%。其中 14.8 亿元的担保截止日期在 2015 年 4 月 25 日之前，借款方都已按时偿还贷款，无公司需赔付的担保。对外担保主要是为徐州市新水国有资产经营有限公司（15.59 亿元）、徐州高速铁路投资有限公司（8.25 亿元）和徐州新盛绿城置业发展有限公司（8 亿元）。这些公司财务状况较好，公司或有负债风险较小。

截至 2014 年底，公司获得银行授信总额度 375.4 亿元，尚未使用额度为 86.05 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 3 月底，公司存续期债券为额度 15 亿元、期限 6 年的公司债（“12 徐州新盛债/12 新盛债”），该债券无担保。2014 年公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 46.23 亿元、-8.54 亿元和 8.82 亿元，分别为“12 徐州新盛债/12 新盛债”的 3.08 倍、-0.57 倍和 0.59 倍，分别为“12 徐州新盛债/12 新盛债”后三年每年还款本金（3.75 亿元）的 12.33 倍、2.28 倍和 2.35 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“12 徐州新盛债/12 新盛债”覆盖能力较强，且公司设立专项偿债专户，提前分期偿还本金等方式，有助于提高存续债券还本付息的安全性。

根据公司提供的中国建设银行回单凭证（凭证号：023190201581、023189809215），公司已于 2015 年 5 月 5 日将“12 徐州新盛债/12 新盛债”当年应偿还本金及利息共计 4.87 亿元存入专项偿债账户。

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（G1032031110950501U），截至 2015 年 4 月 29 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

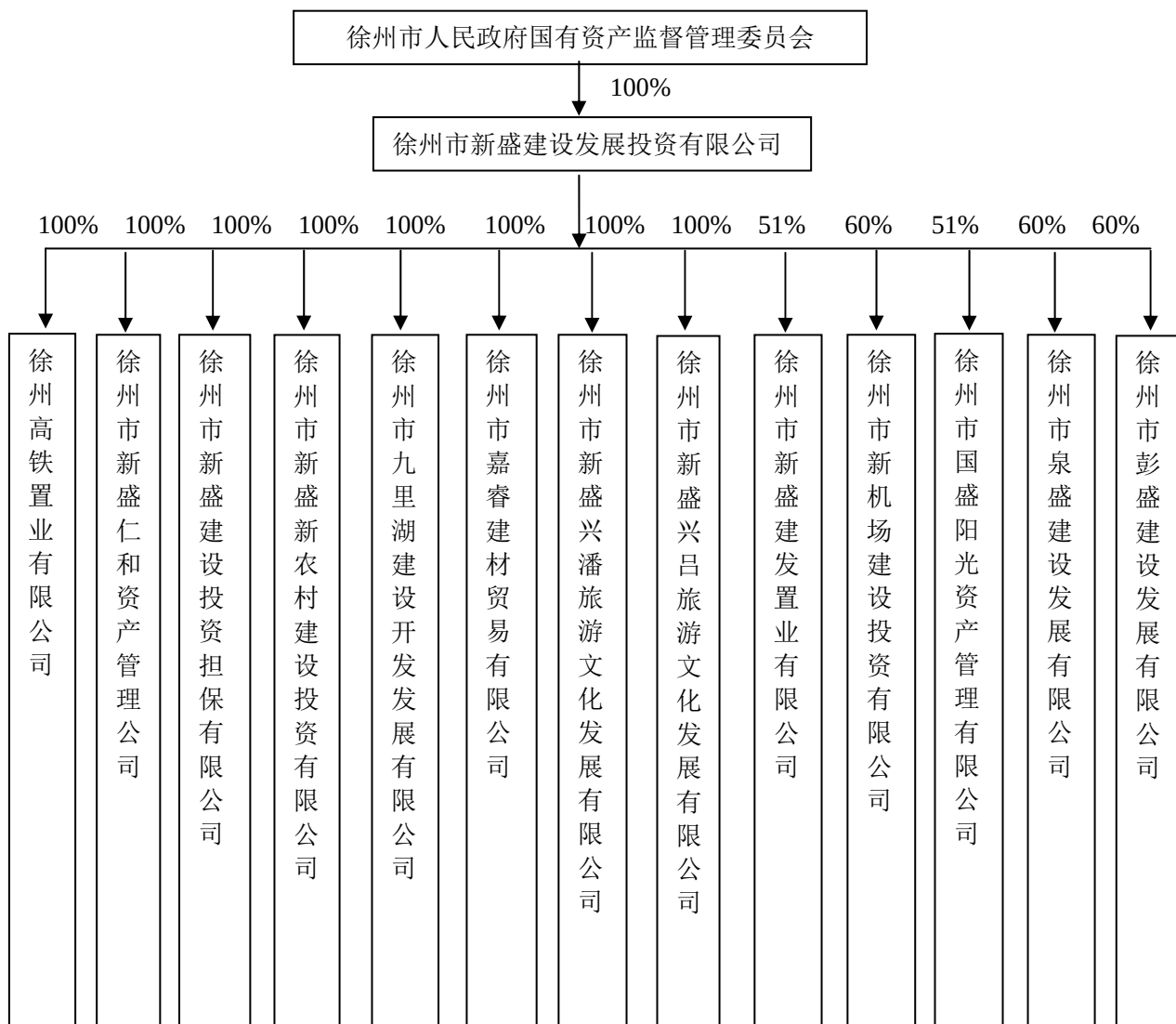
基于对公司自身经营和财务状况，以及

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。

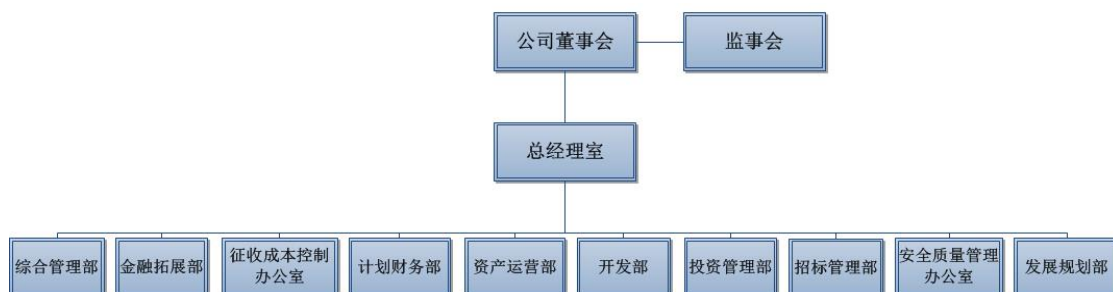
十一、结论

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/12 新盛债”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.05	32.20	83.41
资产总额(亿元)	245.46	337.46	451.01
所有者权益(亿元)	132.33	172.46	198.58
短期债务(亿元)	14.96	32.63	41.83
长期债务(亿元)	88.95	108.42	181.20
全部债务(亿元)	103.90	141.05	223.03
营业收入(亿元)	14.30	19.50	29.19
利润总额(亿元)	4.03	3.99	3.79
EBITDA(亿元)	5.55	6.81	8.82
经营性净现金流(亿元)	-14.57	-19.23	-8.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.01	11.80	32.73
存货周转次数(次)	0.10	0.09	0.10
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06
现金收入比(%)	99.18	122.33	121.01
营业利润率(%)	10.37	14.52	18.68
总资本收益率(%)	2.18	2.07	1.94
净资产收益率(%)	2.80	2.17	1.63
长期债务资本化比率(%)	40.20	38.60	47.71
全部债务资本化比率(%)	43.98	44.99	52.90
资产负债率(%)	46.09	48.90	55.97
流动比率(%)	745.42	439.19	488.92
速动比率(%)	225.13	130.32	174.32
经营现金流动负债比(%)	-62.59	-34.67	-12.17
全部债务/EBITDA(倍)	18.73	20.72	25.29

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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/营业收入×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（非流动）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 中长期债券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。