

信用等级公告

联合[2016] 802 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 2016 年度第三期中期票据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

2016 年度第三期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



徐州市新盛建设发展投资有限公司

2016年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 6.5 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还公司银行借款及补充项目资本金

评级时间: 2016 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.20	83.41	55.93	63.74
资产总额(亿元)	337.46	451.01	501.10	538.97
所有者权益(亿元)	172.46	198.58	201.89	205.19
短期债务(亿元)	32.63	41.83	54.85	46.10
长期债务(亿元)	88.77	138.00	163.41	169.03
全部债务(亿元)	121.40	179.83	218.26	215.13
调整后全部债务(亿元)	141.05	223.03	258.48	294.64
营业收入(亿元)	19.50	29.19	35.86	8.00
利润总额(亿元)	3.99	3.79	3.15	1.01
EBITDA(亿元)	6.81	8.82	7.05	--
经营性净现金流(亿元)	-19.23	-8.54	-79.53	-13.24
营业利润率(%)	14.52	18.68	7.70	7.56
净资产收益率(%)	2.17	1.63	1.35	--
资产负债率(%)	48.90	55.97	59.71	61.93
全部债务资本化比率(%)	41.31	47.52	51.95	51.18
调整后全部债务资本化比率(%)	44.99	52.90	56.15	58.95
流动比率(%)	439.19	488.92	423.51	518.13
全部债务/EBITDA(倍)	17.84	20.39	30.95	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.72	25.29	36.66	--

注: 1、其他非流动负债及长期应付款已计入调整后长期债务;
2、2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

陈 茜 兰 迪

邮箱: 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)

地址: <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“公司”)的评级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整体资产盈利能力较弱以及未来资本支出加大等因素对其偿债能力带来的不利影响。

徐州市不断增强的财政实力及地方政府对公司持续的支持有助于支撑公司的偿债能力,且随着公司未来棚改项目带来的大规模可供出让的土地资源,未来土地出让收入为公司的偿债能力提供了较好保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

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,地方政府在政策和资金方面给予公司的支持力度大。

关注

1. 公司整体资产盈利能力较弱,棚户区改造

项目不断增加且建设周期长，近几年公司经营净现金流持续为负。

2. 棚户区改造项目规模较大，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稳定性，公司存在资本支出压力。
3. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。

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 2016 年度第三期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时到期有效；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。

徐州市新盛建设发展投资有限公司

2016年度第三期中期票据信用评级报告

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。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2015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2015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、计划财务部等12个部门。截至2015年底，公司合并资产总额501.10亿元，所有者权益201.89亿元（其中包含少数股东权益7.68亿元）；2015年实现营业收入35.86亿元，利润总额3.15亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额538.97亿元，所有者权益205.19亿元（其中包含少数股东权益10.14亿元）；2016年1~3月实现营业收入8.00亿元，利润总额1.01亿元。

公司注册地址：徐州市淮海西路188号；
法定代表人：林斌。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司已于2016年注册50亿元的中期票

据，本期计划发行6.5亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据在公司赎回前长期存续。

本期中期票据无担保。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

赎回权方面，公司有权选择在本期中期票据第5个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

利率方面，本期中期票据采用固定利率方式，根据集中簿记建档结果确定。本期中期票据每次付息日前5个工作日，由公司按有关规定在指定的信息媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作。本期中期票据前5个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前5个计息年度内保持不变。如果公司不行使赎回权，则自第6个计息年度起，票面利率每5年重置一次，每次利率重置后，票面利率将在前一期票面利率的基础上上调300BP。

递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司的违约事件。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司在某个付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调300基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计

计息。付息日前 12 个月内,发生以下事件的,公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息:(1)向普通股股东分红;(2)减少注册资本。公司有递延支付利息的情形时,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,不得从事下列行为:(1)向普通股股东分红;(2)减少注册资本。

清偿顺序方面,本期中期票据本金和利息的清偿顺序等同于公司的其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1)本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。从清偿顺序角度分析,本期中期票据与公司普通债务清偿顺序一致。

(2)若公司在第 5 个计息年度不行使赎回权,则自第 6 个计息年度起,票面利率每 5 年重置一次,每次利率重置后,票面利率将在前一期票面利率的基础上上调 300BP。从票面利率角度分析,本期中期票据公司在赎回日具有赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司在第 5 个计息年度选择赎回的可能性大。

(3)考虑到利息递延时的罚则,即公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,则自下一计息年度起,本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 基点,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,该条款保障了递延利息支付可能性小。

综合以上分析,本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2. 募集资金用途

本期中期票据募集资金 6.50 亿元,其中

1.00 亿元用于偿还公司银行借款,5.50 亿元用于公司泰山村一期、泰山村二期及沈场村棚户区改造项目资本金,其中泰山村一期项目总投资 16.03 亿元,项目资本金 3.53 亿元,使用本期募集资金 1.50 亿元;泰山村二期项目总投资 19.02 亿元,项目资本金 4.02 亿元,使用本期募集资金 2.00 亿元;沈场村项目总投资 20.64 亿元,项目资本金 4.14 亿元,使用本期募集资金 2.00 亿元。

3. 募投项目概况

泰山村一期

泰山村一期已经取得徐发改行政许可服务审字[2014]199 号可研批复,《关于对徐州市泉山区泰山一期棚户区改造项目的环保意见》、《关于徐州市泉山区泰山一期棚户区改造项目用地的预审意见》、《关于徐州市泉山区泰山一期棚户区改造项目的规划意见》。

该项目总投资 16.03 亿元,建设地点位于泉山区金山东路以南,三环南路以北。项目建设内容为征收对该地块范围内的棚户区居民住宅及营业用房等建筑,总建筑面积 25.30 万平方米,对该地块进行场地平整,根据市政府统一安排妥善做好拆迁居民的安置工作。目前工程尚未开工,根据徐发改行政许可服务审字[2014]199 号可研批复,公司应于 2016 年 8 月之前开工,建设工期预计 3 年左右。

泰山村二期

泰山村二期已经取得徐发改行政许可服务审字[2014]200 号可研批复,《关于对徐州市泉山区泰山二期棚户区改造项目的环保意见》、《关于徐州市泉山区泰山二期棚户区改造项目用地的预审意见》、《关于徐州市泉山区泰山二期棚户区改造项目的规划意见》。

该项目总投资 19.02 亿元,建设地点位于泉山区金山东路以南,三环南路以北。项目建设内容为征收对该地块范围内的棚户区居民住宅及营业用房等建筑,总建筑面积 30.70 万平方米,对该地块进行场地平整,根据市

政府统一安排妥善做好拆迁居民的安置工作。目前工程尚未开工，根据徐发改行政许可服务审字[2014]200号可研批复，公司应于2016年8月之前开工，建设工期预计3年左右。

沈场村

沈场村已经取得徐发改行政许可服务审字[2014]201号可研批复，《关于对徐州市鼓楼区沈场村棚户区改造项目的环保意见》、《关于徐州市鼓楼区沈场村棚户区改造项目用地的预审意见》、《关于徐州市鼓楼区沈场村棚户区改造项目的规划意见》。

该项目总投资为20.64亿元，建设地点位于鼓楼区二环北路以南，黄河北路以北。项目建设内容为征收对该地块范围内的棚户区居民住宅及营业用房等建筑，总建筑面积27.76万平方米，对该地块进行场地平整，根据市政府统一安排妥善做好拆迁居民的安置工作。目前工程尚未开工，根据徐发改行政许可服务审字[2014]201号可研批复，公司应于2016年8月之前开工，建设工期预计3年左右。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP 67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计

局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，我国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，我国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，我国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至

2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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。2015年6月，国务院下发《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，截至2014年底，全国共改造各类棚户区住房2080万套、农村危房1565万户，其中2013—2014年改造各类棚户区住房820万套、农村危房532万户，有效改善了困难群众的住房条件，发挥了带动消费、扩大投资的积极作用，促进了社会和谐稳定。2015—2017年，计划改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套（其中2015年580万套），农村危房1060万户（其中2015年432万户），加大棚改配套基础设施建设力度。2015年，全国城镇保障性安居工程计划新开工740万套（其中各类棚改580万套），基本建成480万套，截至12月底，已开工783万套，基本建成772万套，均超额完成年度目标任务，完成投资1.54万亿元。其中，棚改开工601万套，占年度目标任务的104%。

中国住房和城乡建设部表示，2016年要巩固房地产市场向好态势。推进以满足新市民住房需求为主的住房体制改革，把去库存作为房地产工作重点，建立购租并举的住房制度。进一步用足用好住房公积金，继续推

进棚改货币化安置，努力提高安置比例。2016年新安排600万套棚户区改造任务。实现公租房货币化，通过市场筹集房源，政府给予租金补贴。

保障性住房行业政策

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。

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《国务院关于加快推进棚户区改造工作的意见》（国发〔2013〕25号），《意见》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。”

根据国家开发银行 2014 年 6 月出台的《关于进一步加强统筹协调好棚户区改造贷款资金的通知》要求，回购商品房作棚改的安置房总投资的比例可以达到 40%。财政部部长楼继伟在 2014 年 12 月度的全国财政工作会议表示，政府可以购买服务方式盘活存量房。住建部也支持各地通过购买方式，把适合作为公租房或者经过改造符合公租房条件的存量商品房，转为公共租赁住房。因此，回购商品房作为保障性住房应该是未来几年保障房发展趋势之一。目前正在试点回购商品房充当保障房的省份（自治区）有四川、安徽、江苏、辽宁、内蒙古自治区、贵州等。

2015 年 6 月，国务院下发《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，在创新融资体制机制方面，要“推动政府购买棚改服务”，“市、县人民政府要公开择优选择棚改实施主体，并与实施主体签订购买棚改服务协议。市、县人民政府将购买棚改服务资金逐年列入财政预算，并按协议要求向提供棚改服务的实施主体支付。”，同时“推广政府与社会资本合作模式”，“构建多元化棚改实施主体”，“发挥开发性金融支持作用。承接棚改任务及纳入各地区配套建设计划的项目实施主体，可依据政府购买棚改服务协议、特许经营协议等政府与社会资本合作合同进行市场化融资，开发银行等银行业金融机构据此对符合条件的实施主体发放贷款。”

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 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。”

根据 2016 年徐州市政府工作报告，“十二五”期间徐州市累计实施棚户区改造、街坊中心建设等实事工程 416 件。累计实施市区棚户区改造 2750 万平方米，建设保障房近 4 万套。

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。

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，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、水资源和给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。“十二五”期间，徐州市中心城市功能不断提升，中心城市建成区面积扩大 1 倍，高铁、轻轨、高架、空军机场搬迁等“十大工程”按进度顺利实施，淮海经济区“八大中心”建设强力推进，区域性中心城市的功能大幅提升，5 个县（市）新城建设和老城改造同步推进，建成区面积实现翻番，30 个重点中心镇全面创建达标，65 个管理示范镇创建成效显著，初步构建了“1530”城镇体系，城区之间、城乡之间发展的协调性不断增强，2015 年底全市常住人口城镇化率达到 61%。生态文明建设实现新突破，累计新增造林 65.5 万亩，林木覆盖率提高到 32.5%。市区建成区绿化覆盖率达 43.6%，由全省第 7 位跃居第 2 位。徐州市被列入全国首批水生态文明建设试点市，获批国家级水利风景区 6 个、省级 17 个，成功创建国家环保模范城市、国家森林城市、国家卫生城市。

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. 经济发展概况

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。

根据徐州市 2015 年统计局相关数据显示，2015 年全市实现地区生产总值(GDP)5319.88 亿元，按可比价计算，较上年增长 9.5%。其中，第一产业实现增加值 504.76 亿元，增长 3.5%；第二产业实现增加值 2355.06 亿元，增长 9.8%；第三产业增加值 2460.06 亿元，增长 10.2%。全市三次产业增加值比例调整为 9.5: 44.3: 46.2，第三产业增加值比重较上年提高 1 个百分点，首次超过二产 1.9 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，2013~2015 年徐州市 GDP 在全省排名第 5 位。

表 1 江苏省各市 GDP 排名（单位：亿元）

城市	2013 年	2014 年	2015 年
苏州	13015.70	13760.89	14504.07
无锡	8070.18	8205.31	8518.26
南京	8011.78	8820.75	9720.77
南通	5038.89	5652.69	6148.40

徐州	4435.82	4963.91	5319.88
常州	4360.93	4901.87	5273.20
盐城	3475.50	3835.62	4213.00
扬州	3252.01	3697.89	4016.84
镇江	2927.09	3252.38	3502.48
泰州	3006.91	3370.89	3655.53

资料来源: wind 资讯

近年来,徐州市固定资产投资增幅明显,2015 年全市固定资产投资完成 4266.12 亿元,较上年增长 16.5%。分类型看,项目投资完成 3795.89 亿元,增长 18.5%;房地产投资 470.22 亿元,增长 0.3%。

重点项目建设进展良好。全年新开工项目 3252 个,比上年增加 791 个;完成投资 3200.49 亿元,同比增长 28.9%,其中,亿元以上项目 425 个,较上年增加 86 个,完成投资 1245.91 亿元,增长 19.0%。轨道交通、三环北路等一批重大基础设施项目加快实施,郑徐客专、骆马湖第二水源地等项目开工建设,黄河故道综合开发、空军机场迁建等项目进展顺利。房地产市场缓中趋稳。房地产投资增速减缓,全年房地产开发投资 470.22 亿元,比上年增长 0.3%,增速同比回落 22.9 个百分点。其中,住宅开发投资 338.80 亿元,增长 6.9%;商业营业用房投资 76.22 亿元,下降 19.2%;办公楼投资 27.44 亿元,下降 10.4%。建设规模稳步增长,全年房屋施工面积 3816.70 万平方米,增长 13.2%;新开工面积 1073.66 万平方米,与上年持平;竣工面积 671.77 万平方米,增长 32.1%。商品房销售增速平稳,全年商品房销售面积 790.51 万平方

米,增长 7.1%,其中住宅 684.83 万平方米,增长 5.3%;商品房销售额 431.29 亿元,增长 12.4%,其中住宅 342.57 亿元,增长 8.8%。外贸进出口同比下降。全年实现进出口总额 54.13 亿美元,比上年下降 9.6%。其中,出口总额 43.89 亿美元,下降 6.1%;进口总额 10.23 亿美元,下降 22.0%。

徐州市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2015 年全市居民人均可支配收入 20425 元,比上年增长 9.0%。其中,城镇居民人均可支配收入 26219 元,增长 8.9%;农村居民人均可支配收入 13982 元,增长 9.1%,农村居民收入增速连续 7 年快于城镇居民。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。

2. 地方财政概况

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。

2015 年,全市一般预算收入(全口径)为 530.68 亿元,比上年增长 12.40%,一般预算收入增速较上年有所增长。

2015 年,徐州市级地方政府综合财力(包含下辖 5 个区)为 539.29 亿元,一般预算收入、转移支付和税收返还收入及国有土地使用权出让收入分别占地方政府综合财力的 50.23%、17.66%和 30.69%。徐州市政府综合财力以一般预算收入为主。

表 2 2015 年底徐州市级地方政府债务余额及综合财力情况表(包括下辖 5 个区)(单位:万元)

地方财力(2015 年度)	金额	地方债务(截至 2015 年底)	金额
(一) 地方一般预算收入	2708848	(一) 直接债务余额	1966720
1. 税收收入	2068932	1. 国际金融组织贷款	706
2. 非税收入	639916	(1) 世界银行贷款	706
(二) 转移支付和税收返还收入	952233	2. 国债转贷资金	3080
1. 一般性转移支付收入	354407	3. 解决地方金融风险专项借款	240
2. 专项转移支付收入	381529	4. 国内金融机构借款	792978

3. 税收返还收入	216297	(1) 政府直接借款	
(三) 国有土地使用权出让收入	1655109	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	
1. 国有土地使用权出让金	1599395	5. 债券融资	1047293
2. 国有土地收益基金	73977	(1) 中央代发地方政府债券	867293
3. 农业土地开发资金	4278	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	180000
4. 新增建设用地有偿使用费	-22541	6. 粮食企业亏损挂账	
(四) 预算外财政专户收入	76715	7. 向单位、个人借款	137023
		8. 拖欠工资和工程款	4227
		9. 其他	11174
		(二) 担保债务余额	1104775
		1. 政府担保的国内金融机构借款	1089087
		2. 政府担保的融资平台债券融资	15000
		3. 其他	688
地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	5392905	地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	2549107
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%	47.27%		

资料来源：徐州市财政局数据。

注：分类数和合计数不一致系四舍五入所致

截至 2015 年底徐州市政府直接债务余额为 196.67 亿元，担保债务余额 110.48 亿元，债务率为 47.27%，徐州市债务负担尚可。

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. 区域未来规划

“十三五”期间，徐州市经济社会发展的主要目标是：经济保持中高速增长，地区生产总值年均增长 8.5% 左右，到 2020 年人均 GDP 达到 9.5 万元左右；经济结构迈向中高端，全面建成创新型城市，基本形成以先进制造业和现代服务业为主干的现代产业体系，农业基本实现现代化；居民收入水平和生活质量明显提高，全面建成小康社会。提前实现城乡居民收入比 2010 年翻一番的目标，基本消灭绝对贫困，就业比较充分，社会保障更加完善；生态文明建设继续走在全国同类城市前列，建设更加宜居的生态城市。

在城市建设和规划方面，徐州市计划在“十三五”期末基本完成“十大工程”建设，优

化主城区空间结构，提升主城区综合服务功能和城市品质；基本完成城市工矿区、棚户区、城中村搬迁改造，抓住贾汪区建设国家资源枯竭城市转型发展示范区、鼓楼区纳入全国老工业区搬迁改造试点、泉山九里矿区列入国家独立工矿区搬迁改造试点等机遇，深入拓展城市发展空间，整体提升徐州城市形象；围绕构建新亚欧大陆桥沿线高速铁路通道，重点推进徐宿淮盐、郑徐客专、徐连客专建设，争取规划建设徐济、徐荷城际轨道交通和睢宁货运铁路，支持顺堤河、双楼港、邳州新港等疏港铁路专用线建设，形成国铁干线网络和城际铁路交通体系；加快 5 县（市）老城更新改造和新城建设，推进人口集聚、城区合理扩张和内涵发展，建设现代化中等城市。

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. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资金 40 亿元，徐州市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 100% 的股权。

2. 企业规模与竞争力

公司作为徐州市政府授权的市区棚户区改造投融资主体，业务具有区域垄断性，自成立以来，公司先后获得过振兴徐州老工业基地创新实践奖、江苏省保障性安居工程投融资建设平台先进单位、徐州棚户区改造先进集体等称号。在当前国家全力推进保障房建设的背景下，新盛公司从政策、资金等方面获得了国家、省及地方政府的大力支持。随着徐州市经济的快速发展，居民改善居住条件的需求不断增加，棚户区改造力度将会持续加大，新盛公司获得市政府的政策扶持强度不断提高，新盛公司在徐州市棚户区改造行业中的龙头地位也会进一步巩固和提升。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理林斌先生，1971 年出生，中国民主建国会会员，本科学历，会计师。1992 年 8 月至 1993 年 7 月任徐州市财政局综合科科长；1993 年 8 月至 2002 年 12 月任徐州市财政证券公司业务部经理；2003 年 1 月至 2007 年 11 月任徐州市国盛投资控股有限公司业务部经理；2007 年 12 月至今在徐州新盛建设发展投资有限公司，历任副总经理、总经理、董事长。

截至 2016 年 3 月底，公司拥有在岗员工 230 人。其中：大专以下员工 5 人，大专及以上员工 225 人；30 岁以下员工 69 人，30 至 50 岁员工 144 人，50 岁以上员工 17 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，能胜任日常工作需要。

4. 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 2013~2015 年累计提供财政补贴 7.76 亿元（其中 2013 年为 3.01 亿元，2014 年为 2.36 亿元，2015 年为 2.39 亿元），2016 年 1~3 月，公司收到财政补贴 1.66 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

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，计入固定资产。

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% 股权注入公司，注入股权权益分别为 567.83 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% 股权注入公司，注入股权权益 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，计入固定资产。

2014 年和 2015 年，徐州市财政局分别向公司注入 21.31 亿元、18.00 亿元作为棚户区项目资本金，公司已计入资本公积。

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。公司确认的土地出让金应返还金额计入主营业务收入，实际收到的土地出让金返还在现金流量表中体现为销售商品收到的现金。

七、管理分析

1. 公司治理结构

公司严格按照《公司法》等有关法律、法规的要求，建立健全公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。公司的股东为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会。根据《公司法》和《徐州市新盛建设发展投资有限公司章程》相关规定，股东是公司的权力机构，公司设董事会、监事会和经理层，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

股东是公司的权力机构，公司为国有独资公司，公司的股东为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会。公司设董事会，成员为五人，由股东委派产生四人，职工代表大会选举一人。董事任期三年，任期届满，可连派连任。董事会设董事长一人，由股东委派产生。董事会会议由董事长召集和主持；董事长不能履行职务或不履行职务的，股东另行委派一名董事召集和主持。董事会决议的表决，实行一人一票。董事会五名董事出席方为有效。公司设监事会，成员五人，其中由股东委派三人，由职工代表大会选举二人。监事会设主席一人，由股东委派产生。监事的任期每届为三年，任期届满，可连派连任。监事会每年度至少召开一次会议，监事可以提议召开临时监事会会议。监事会决议应当经半数以上监事通过。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责。

2. 管理水平

为规范公司运作，确保各项工作有序进行，公司制定了较为完善的《公司管理制度》（下称《制度》），从行政综合、投融资、计划财务、工程建设、资产经营、棚户区项目成本控制等方面加强了对公司的管理。目前已形成了较为系统规范的管理制度体系，为加强公司管理营造了良好的内控环境，使日常管理有规可依，权责明确、奖罚分明。

综合管理制度：公司制定了包括工作程序管理、工作秩序管理、固定资产管理、人力资源管理等在外的十余项综合管理制度，分别从行政办公、后勤、人力资源、档案等方面对公司各部门以及下属各子公司进行规范管理，有效保障了公司内部管理的效率。

经营管理制度：公司制定了包括投资管理、融资管理、合同管理、担保管理在内的一系列经营管理制度，分别对项目可行性研究、投融资及担保审批、管理进行了规范，并严格规定了合同变更、补充及解除的相关程序，实现了公司经营活动的有序、高效进行。

计划财务管理制度：公司制定了资金管理制度、财务报销管理制度、会计资料管理制度等一系列计划财务管理制度。公司在财务管理制度中对现金及银行存款、资金内部检查、报销流程、资金预算、子公司财务管理、会计资料管理等工作做了明确的规定，对规范公司的财务行为，有效控制和合理配

置公司的财务资源，实现公司价值的最大化起到重要作用。

工程管理制度：公司在工程项目、洽商（签证）、合同付款、工程材料采购、工程会议、项目代建、工程资料等方面建立了一系列工程管理制度，有效提高了公司工程建设过程中的各项管理水平，使各项工程建设工作有序进行。

棚户区项目成本控制管理制度：公司为进一步规范棚户区改造管理，有效控制改造成本，专门制定了棚户区项目成本控制管理制度，对控制改造成本原则及组织机构，特别是事前、事中、事后三个环节，对控制改造成本进行了规范。

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

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 2013~2016 年 3 月主营业务收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	成本	毛利	收入	成本	毛利	收入	成本	毛利	收入	成本	毛利率
土	91801.07	81997.19	10.68	124468.2	124280.4	0.15	190467.9	190063.4	0.21	16317.4	27203.5	-66.71
定	100157.0	78942.67	21.18	148028.1	91077.66	38.47	109386.2	98647.05	9.82	61293.6	44910.2	26.73
租	778.56	-	100.0	986.16	-	100.0	3428.12	462.01	86.5	949.11	137.16	85.55
茶	868.52	296.45	65.87	715.07	284.51	60.21	447.71	151.42	66.1	82.55	26.09	68.40
物	863.87	676.04	21.74	817.63	850.67	-4.04	1228.81	1121.78	8.71	333.33	244.96	26.51
商	440.72	439.93	0.18	16229.99	8824.78	45.63	53488.65	29603.25	44.6	1054.75	504.28	52.198.7
建				174.70	167.31	4.23						
合	194909.7	162352.2	16.70	291419.9	225485.3	22.63	358447.4	320048.9	10.7	80030.7	73026.2	8.75

资料来源：公司审计报告及公司提供

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，土地出让收入返还及定销房销售收入占较大份额，同时商品房销售收入也在快速提高。

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 2016 年 3 月底，公司已启动 43 个棚户区改造项目，预计总投资额为 314.51 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司已累计投入 219.36 亿元。占地面积共 13089.81 亩，其中已出让面积 2232.60 亩，未来可用于出让 7688.21 亩，以商住用地为主，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 384.41 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%，但预测收入的实现尚有一定的不确定性。2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司土地上市取得的土地出让收入返还分别为 9.18 亿元、12.45 亿元、19.05 亿元和 1.63 亿元，当年实际返还给公司的金额分别为 9.18 亿元、11.56 亿元、13.03 亿元和 1.63 亿元。2014 年土地出让金返还收入毛利率低的原因主要是当年改造的部分土地用作公益事业，导致土地出让面积减少，土地出让金返还收入降低。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。2015 年出让土地成交均价较低的原因因为当年出让的土地部分位置较为偏远。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）
2013年	245.00	377.43	92470.00	91801.07
2014年	246.00	543.90	133800.00	115564.20
2015年	803.62	274.96	220960.00	130295.86
2016年1~3月	42.66	412.10	17580.00	16317.40
合计	1337.28	--	464810.00	353978.53

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、云龙工业园三期 10 个定销房项目，合计开发建筑面积 208.11 万平方米，可供出售总面积 187.37 万平方米。2011 年开始销售，截至 2015 年底，除云龙工业园三期，其余所有项目已经全部完工，云龙工业园三期于 2015 年 7 月份开工，预计 2017 年完工。截至 2016 年 3 月底，公司自建定销房累计销售面积 70.99 万平方米，已安置拆迁户数量 7937 户，目前取得销售收入 28.47 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
2015年	8.30	1064	3.52
2016年1~3月	0.35	42	0.19
合计	70.99	7937	28.47

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，2013-2015 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 左右。2015 年，公司定销房销售毛利率大幅下降的原因是在定销房销售中地下室销售占比较大，由于地下室销售毛利率很低因此整体销售毛利率有较大幅度的下降。

表 6 截至 2015 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%

项目	项目总投资（万元）	完工进度
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%
云龙工业园三期	338400	40%
合计	702907	--

资料来源：公司提供

外购：2011~2015 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、0 元和 7.41 亿元，合计 22.13 亿元。2015 年，公司外购的定销房为翡翠城项目，该项目总建筑面积约 21 万平方米。2016 年 1~3 月，公司外购筹建定销房实现销售收入 5.93 亿元，外购定销房项目为宜居家园、泽慧嘉园，总建筑面积为 24.45 万平方米，截至 2016 年 3 月底销售比例达到 58.28%。

商业房销售

自 2014 年开始，公司加大了对商品房的建设和销售力度。公司对商品房的运营模式采用自建自销的模式，2014 年商业房销售收入均来自于恒盛广场销售取得的收入，2015 年商业房销售收入来自于恒盛广场和丰和园销售实现的收入。目前这两个项目已经全部完工。2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司商业房销售实现收入分别为 0.04 亿元、1.62 亿元、5.35 亿元和 0.11 亿元。

表 7 商业房销售情况表
(单位：万平方米、套、万元)

丰和园	销售面积	销售单价 (元/平方米)	销售套数	取得收入
2015年	2.97	5457.00	284	16442.51
2016年1~3月	0.07	9984.82	7	684.01
小计	3.04	--	291	17126.52
恒盛广场	销售面积	销售单价 (元/平方米)	销售套数	取得收入

2014 年	0.20	公寓楼: 10300.57; 办公 楼: 9899.32; 商 铺: 31271.06	27	16229.99
2015 年	0.14		13	37046.14
2016 年 1~3 月	0.02		2	370.74
小计	0.36	--	42	53646.87

资料来源: 公司提供

公司建设的商业房项目均由下属子公司负责,目前正在建设的包括 2 个商业房项目,均处于建设前期。

表 8 商业房情况表
(单位: 万平方米、%、万元)

项目	总建筑面积	总投资额	完工比例	2016 年拟投资额
恒盛广场	7.73	47865.00	100	
丰和园	3.99	18261.00	100	
锦绣湖畔	11.63	116449.89	57	12023.86
君盛广场	14.19	60703.00	42	22211.90
合计	37.54	243278.89		34235.76

资料来源: 公司提供

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部分优质国有资产,同时公司通过自有项目市场化开发建设(对外公开招标建设方),已持有商业街区、办公楼宇等运营面积 14.74 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,2012~2016 年 3 月已实现收入 8.65 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,2015 年出租率 95.32%,租金收入 450.69 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。2015 年出租率 70.37%,租金收入 204.51 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,2015 年出租率为 100%,租金收入 115.23 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。2015 年出租率为 98.21%,实现收入为 340.41 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。2015 年，出租率为 81.42%，实现收入为 250.61 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上涨及商业地产开发的推进将改善公司的盈利水平，但土地价格易受国家宏观调控及市场波动影响，存在一定的不确定性。

3. 公司未来投资规模

公司在建项目工程主要为自有工程，对外公开招标选定施工方进行建设，完工后由公司进行结算，之后进行出租或出售，属于国有资产运营业务。目前，公司在建工程包括市民广场、珠山步行街在内的 21 个工程项目，其中 3 项主要在建工程总投资额为 26.65 亿元，截至 2015 年底公司已投资 18.28 亿元，公司未来在建工程方面仍需投资 8.37 亿元。

表 9 公司主要在建工程情况表（单位：万元）

在建项目	预计总投资额	截至 2015 年底 完成投资	未来计划总 投资
市民广场	157802.29	143845.99	13956.30
珠山步行街	66665.00	25693.44	40971.56
悬水湖“12+1”服务	42022.00	13252.26	28769.74

中心			
合计	266489.29	182791.69	83697.60

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司已启动 43 个棚户区改造项目，预计总投资额为 314.51 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司已经累计投入 219.36 亿元，未来仍需投入 95.15 亿元。商业方面，公司未来仍需投资 8.53 亿元。

总体来看，公司未来存在一定的资本支出压力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2013~2015 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。2016 年一季度财务报表未经审计。

2014 年新增合并报表单位 2 家，均为公司出资设立（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，两家公司注册资本规模均为 5000 万；2015 年新增合并范围子公司 1 家，为徐州市久本文化旅游发展有限公司（持股比例 90.91%），注册资本规模为 3300 万元。截至 2015 年底，公司合并范围子公司共有 17 家，合并范围变化对本公司财务报表影响不大，2016 年 1~3 月，公司合并范围较 2015 年相比没有变化；以下分析以 2013~2015 年合并财务报表为主。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 501.10 亿元，所有者权益 201.89 亿元（其中包含少数股东权益 7.68 亿元）；2015 年实现营业收入 35.86 亿元，利润总额 3.15 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 538.97 亿元，所有者权益 205.19 亿元（其中包含少数股东权益 10.14 亿元）；2016 年 1~3 月实现营业收入 8.00 亿元，利润总额 1.01 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年复合增长 21.86%。截至 2015 年底，公司总资产为 501.10 亿元，较 2014 年增长 11.11%，增长较快主要系预付款项、其他应收款和存货快速增长所致；总资产中流动资产占比为 79.78%、非流动资产占比为 20.22%，近三年公司流动资产占总资产的比例不断增长。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 28.12%。截至 2015 年底，公司流动资产为 399.76 亿元，其中货币资金、预付款项和存货占比分别为 13.98%、9.90%和 67.00%。

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为 31.74%，截至 2015 年底为 55.88 亿元，同比下降 33.00%。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 9.15%。

2013~2015 年，公司预付款项波动增长，年复合增长率为 28.53%。截至 2015 年底公司预付款项为 39.58 亿元，同比增长 72.16%，主要系预付徐州市城市房屋征收办公室的社会保障费及征收款。从账龄来看，1 年以内的占比 97.94%，1 至 2 年的占比 1.26%，2 年以上的占比 0.80%，账龄结构较好。

表 10 截至 2015 年底公司预付款项前五名明细
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比
徐州市城市房屋征收办公室	238879.86	60.35
徐州市空军机场迁建办公室	138426.99	34.97
徐州市财政局	6087.92	1.54
江苏省电力公司徐州供电公司	3556.81	0.90
徐州市铜山区土地储备中心	3179.45	0.80
合计	390131.01	98.56

资料来源：审计报告

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，2013~2015 年，公司存货年复合增长 25.05%，截至 2015 年底，公司存货为 267.83 亿元，同比增长 21.43%，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（储备用地）占比 12.71%，开发成本占比 66.63%，开发产品占比 20.66%。

2013~2015 年，公司应收账款波动增长，年复合增长 115.07%。截至 2014 年底公司应收账款为 0.89 亿元，较 2013 年底下降 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。截至 2015 年底为 7.64 亿元，同比增长 756.92%，其中应收徐州市财政局土地收入返还款占总应收账款 99.95%，其中账龄在 1 年以内的占比 88.30%，1-2 年的占比 11.65%。由于欠款单位为徐州市财政局，且为政策性返还，回款较有保证。

2015 年，公司其他流动资产为 10.74 亿元，较 2014 年底增加 2.04 亿元，子公司徐州高铁置业有限公司、徐州市新盛建发置业有限公司及徐州市九里湖建设发展有限责任公司应交税费中因预缴税金导致营业税、土地增值税等年末余额形成负数，金额 1.32 亿元已调整至其他流动资产；同时追溯调整年初应交税费中营业税、土地增值税等负数余额 1.59 亿元至其他流动资产。截至 2015 年底，其他流动资产中理财产品为 9.32 亿元。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产波动中有所增长，年均复合增长 3.87%，截至 2015 年底为 101.34 亿元，同比下降 6.37%。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产波动幅度较大。截至 2014 年底为 8.27 亿元，同比增长 552.68%，主要是购买的国联信托资金。截至 2015 年底为 1.27 亿元，减少的为 7.00 亿元到期的国联信托资金。

2013~2015 年,公司投资性房地产有所增长,年均复合增长 7.84%。截至 2015 年底,公司投资性房地产为 11.25,同比增长 4.81%,其中包括滨湖新天地、音乐主题街区等用于租赁的房产,采用公允价值模式计量,于每年的资产负债表日对房产进行评估确定公允价值。

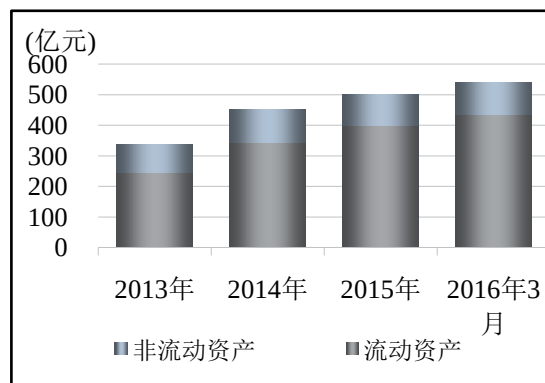
2013~2015 年,公司在建工程波动中有所增长。截至 2015 年底,公司在建工程为 25.43 亿元,同比下降 2.52%,主要由市民文化活动中心、珠山综合体及潘安湖古村岛项目构成。

2013~2015 年,公司固定资产保持相对稳定,截至 2015 年底为 25.63 亿元,同比增长 0.31%。2013 年公司固定资产为 26.25 亿元,较上年增长 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管网资产分别按照评估价格 10.73 亿元、15.16 亿元注入本公司经营管理,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。2013 年和 2014 年该项资产未实现收入,2014 年预收 150 万元,2015 年实现租赁收入 1143.44 万元,已结转营业收入。2016 年 1~3 月,实现收入 396.88 万元,已计入营业收入。

2013~2015 年,公司非流动资产没有变化。截至 2015 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。

截至 2015 年底,公司使用受限的资产(包括土地、房产、应收账款质押、银行存单质押)账面价值共计 57.22 亿元,抵押、质押金额共计 113.88 亿元。公司用于抵押的资产(包括土地和房地产)账面价值为 55.60 亿元,取得的贷款额度为 75.56 亿元。

图 1 2013~2016 年 3 月公司资产构成情况



数据来源: 根据公司审计报告整理

截至 2016 年 3 月底,公司资产总额为 538.97 亿元,较 2015 年底增长 7.56%,资产的增加主要来自货币资金、预付款项和其他流动资产的增加。资产构成中,流动资产占比 80.80%,非流动资产占比 19.20%。截至 2016 年 3 月底,公司流动资产为 435.50 亿元,较 2015 年底增长 8.94%,其中,货币资金为 63.69 亿元,其中受限资金为 5.45 亿元,0.60 亿元为银行承兑保证金,4.85 亿元为质押存单;预付款项为 48.06 亿元,较 2015 年底增长 21.42%,主要为预付拆迁办拆迁补偿款大幅增加;其他应收款为 17.19 亿元,较 2015 年底下降 4.67%;存货为 266.45 亿元,其中土地占比 12.77%,开发成本占比 65.19%,开发产品占比 22.03%,开发产品中自建定销房为 35.11 亿元、外购定销房为 22.32 亿元、商用房为 12.74 亿元;其他流动资产为 32.41 亿元,较 2015 年底增加 21.67 亿元,其中短期保本收益型理财产品为 31.43 亿元。截至 2016 年 3 月底,公司非流动资产为 103.47 亿元,较 2015 年底增长 2.10%,其中固定资产为 25.40 亿元,较 2015 年底下降 0.91%;在建工程为 27.88 亿元,较 2015 年底增长 9.61%;其他非流动资产 34.27 亿元,与 2015 年底相比没有变化。

总体分析,资产注入及投入增加导致公司近年来资产规模快速增长,资产构成以流

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。自建定销房的完工，将会带动公司未来现金流流入及收入的增加，存货未来盈利空间大。

3. 负债及所有者权益

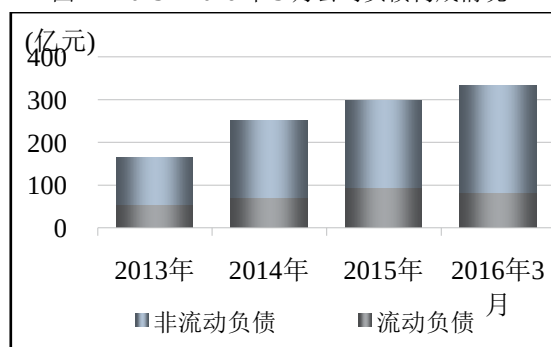
所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益有所增长，年复合增长率为 8.20%，截至 2015 年底为 201.89 亿元。其中，归属于母公司的所有者权益为 194.21 亿元，其中实收资本占 20.60%、资本公积占 67.89%、盈余公积占 1.08%、未分配利润占 10.43%。公司所有者权益结构稳定性一般。其中，资本公积为 131.86 亿元，2015 年资本公积增加 18.00 亿元，为政府注入的棚改项目资本金，同时资本公积减少 20.14 亿元，为结转土地出让金收入和政府补助收入。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 205.19 亿元，其中归属于母公司权益合计 195.05 亿元，较 2015 年底增长 0.43%。其中，实收资本为 40 亿元，与 2015 年底相比没有变化；资本公积为 131.65 亿元，较 2015 年底下降 0.16%，下降的原因是注入的管网资产计提的折旧冲减资本公积。对于政府支付的各款项，公司计入“资本公积”科目，待政府批复及确定用途后再转入相应科目。从构成上来看，与 2015 年底相比变化小。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

图 2 2013~2016 年 3 月公司负债构成情况



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 2015 年底，公司总负债中流动负债占比 31.55%，非流动负债占比 68.45%。2013~2015 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 34.66%，截至 2015 年底为 299.21 亿元。公司负债增长主要由其他应付款的增长及公司扩大发行债券的规模导致的。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 30.47%，截至 2015 年底为 94.39 亿元，主要由其他应付款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、其他应付款和预收款项占比较大，分别为 57.28%、19.91%和 12.76%。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率为 99.90%。截至 2015 年底为 5.23 亿元，同比下降 17.44%。从账龄来看，1 年内到期的应付账款占比为 46.30%，1~2 年的占比 53.68%，主要是回购房结算款。其中账龄超过 1 年的主要应付账款为应付徐州市鼓楼区国有资产投资有限公司和徐州金狮房屋开发有限公司的定销房回购款。

2013~2015 年，公司应付票据波动中有所下降，年均复合下降率为 5.86%。截至 2015 年底为 0.79 亿元，同比下降 88.40%，全部为银行承兑汇票。

2013~2015 年，公司预收款项波动中有所增长，年均复合增长率为 13.35%，截至 2015 年底为 12.04 亿元，主要为预收的定销房差价款和商业营业房预收款；从账龄来看，1 年以内的预收款项占比 99.97%。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年复合增长率为 66.72%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 18.79 亿元，同比增长 216.61%，主要为借款（占 70.55%）、往来款（占 19.96%）及押金和保证金（8.06%）；从账龄来看，1 年以内的占比 78.70%，1~2 年的占比 5.87%，2~3 年的占比 13.90%，3 年以上的占比 1.52%，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款为 3.24 亿元。

表 11 截至 2015 年底公司其他应付款前五名明细
 (单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比
徐州市财政局	100050.00	53.24%
徐州市国盛投资控股有限公司	24243.33	12.90
徐州市鼓楼区新彭建设发展有限公司	19059.22	10.14
徐州市贾汪都市旅游投资发展有限公司	5103.00	2.72
徐州新水吕梁建设发展投资有限公司	5000.00	2.66
合计	153455.55	81.66

资料来源: 审计报告

2013~2015 年, 公司一年内到期的非流动负债快速增长, 截至 2015 年底为 54.06 亿元, 其中, 一年内到期的长期借款占比 53.02%, 一年内到期的应付债券占比 6.94%, 一年内到期的其他非流动负债占比 40.04% (非公开发行债券)。

2013~2015 年, 公司非流动负债快速增长, 年均复合增长 36.73%, 截至 2015 年底为 204.82 亿元, 其中长期借款、应付债券和其他非流动负债分别占 65.33%、14.46% 和 19.64%。

2013~2015 年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长 36.07%。截至 2015 年底, 公司长期借款为 133.80 亿元, 同比增长 7.51%, 全部用于棚户区改造。长期借款中公司向银行抵押借款 90.11 亿元, 抵押物为土地使用权和房屋建筑物; 保证借款 2.90 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, 且以下属子公司徐州市新盛仁和资产管理有限公司华夏银行 1.00 亿元定期存单为质押; 质押借款 40.79 亿元, 质押物为江苏省 2013~2017 年棚户区改造存量结转的委托代建资金及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 2015 年技改项目 JJ01 全部收益和权益。

2013~2015 年, 公司应付债券波动增长,

年复合增长率为 33.96%。截至 2015 年底, 公司应付债券 29.61 亿元, 同比增长 118.53%, 增加的为“15 徐州新盛债”。公司应付债券由 2012 年发行的“12 徐州新盛债”、2015 年发行的“15 徐州新盛债”及 2012~2014 年公司取得的地方政府债券 (地方政府债券额度由市政府下发给公司, 并由公司来还本付息) 构成。

2013~2015 年, 公司其他非流动负债波动增长, 年复合增长 43.07%。截至 2015 年底, 公司其他非流动负债合计 40.22 亿元, 同比下降 6.90%, 为委托借款和其他借款。委托借款共计 3.72 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 3.72 亿元; 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 3.65 亿元, 质押物为下属子公司徐州高铁置业有限公司 3.85 亿元华夏银行定期存单, 上述 3.65 亿元已调整至一年内到期的非流动负债。其他借款共计 36.50 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, 保证人为兴业银行徐州分行, 并且公司以土地使用权和房屋建筑物抵押担保; 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 18.00 亿元, 扣减一年内到期的非流动负债 3.00 亿元, 尚余 15.00 亿元; 公司以中国民生银行为承销商一次性发放非公开定向债务融资工具 15.00 亿元。截至 2015 年底, 公司信托借款 15.00 亿元均为一年内到期借款。

截至 2016 年 3 月底, 公司负债为 333.78 亿元, 较 2015 年底增长 11.55%。从负债结构来看, 流动负债占比 25.18%, 非流动负债占比 74.82%, 与 2015 年底相比流动负债占比有所上升。截至 2016 年 3 月底, 公司流动负债为 84.05 亿元, 较 2015 年底下降 10.95%。其中, 应付账款为 3.93 亿元, 较 2015 年底下降 24.84%; 其他应付款为 18.13 亿元, 较 2015 年底下降 3.51%; 一年内到期的非流动负债为

44.72 亿元,较 2015 年底下降 17.28%,其中,一年内到期的长期借款占比 61.09%,一年内到期的应付债券占比 8.39%,一年内到期的其他非流动负债占比 30.52%;截至 2016 年 3 月底,公司非流动负债 249.73 亿元,较 2015 年底增长 21.93%。其中,长期借款为 139.42 亿元,较 2015 年底增长 4.20%;其他非流动负债为 79.52 亿元,较 2015 年底增长 97.70%,主要为信托、委托贷款,其中信托贷款为 15 亿元,综合融资成本为 7.93%。

公司对外融资规模增长较快,近三年公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率(其他非流动负债及长期应付款已计入调整后全部债务)和调整后长期债务资本化比率不断上升,2015 年底三项指标分别为 59.71%、56.15%和 50.21%。2016 年 3 月底,公司该三项指标分别为 61.93%、58.95%和 54.78%,较 2015 年底均有所上升。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,债务负担持续加重,但处于可控范围。

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。2015 年公司实现营业收入 35.86 亿元,同比增长 22.83%,主要由土地出让金返还及商业房销售的增加所致。

2013~2015 年,公司土地出让金返还收入分别为 9.18 亿元、12.45 亿元和 19.05 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。

2015 年,公司实现定销房销售收入为 10.94 亿元,成本为 9.86 亿元。在销售定销房的同时,公司配套建设的商业房销售收入也在不断增加,2015 年公司商业房销售实现收入 5.35 亿元。目前定销房项目大部分已完工,外购定销房销售收入及商业房销售收入不断增加,对公司整体收入规模贡献有望上升。

2015 年,公司营业成本为 32.02 亿元,

同比增长 41.91%,受定销房销售区域及价格变动的影响,2015 年公司定销房销售收入毛利率较上年有大幅下降。由于 2015 年公司营业成本增长幅度大于营业收入增长幅度,公司营业利润率较上年大幅下降,为 7.70%,同比下降 10.98 个百分点。

2015 年,公司期间费用为 3.27 亿元,占营业收入比例为 9.11%,较上年下降 6.44 个百分点,公司对期间费用的控制能力有所增强。

2015 年公司投资收益为 1.09 亿元,较 2014 年底大幅增加,主要为徐贾通道项目完工产生的投资收益。

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,2013~2015 年公司获得补贴收入为 3.01 亿元、2.36 亿元和 2.39 亿元。2015 年公司实现利润总额 3.15 亿元,较上年下降 16.85%。

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弱,2013~2015 年,公司总资产收益率和净资产收益率持续下降,2015 年上述两项指标分别为 1.55%和 1.35%。

2016 年 1~3 月,公司实现营业收入 8.00 亿元,利润总额 1.01 亿元,获得政府补助 1.66 亿元。2016 年 1~3 月,公司实现营业利润率 7.56%。

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政策、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

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收入存在一定时间上的差异，造成该科目现金流入量有所波动，2013~2015 年公司经营活动现金流入波动中有所增长，年复合增长率为 10.89%，2015 年销售商品及劳务所取得的现金收入为 26.40 亿元，同比下降 25.26%；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，2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金达到 8.23 亿元，同比下降 24.56%；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，2015 年现金支出 109.27 亿元，同比增长 103.81%。2013~2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为-19.23 亿元、-8.54 亿元和-79.53 亿元，随着棚户区改造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。2013~2015 年公司现金收入比分别为 122.33%、121.01%和 73.63%，2015 年收入实现质量有较大幅度下降。

从投资活动现金流量分析，2013~2015 年公司投资活动产生的现金流入波动增长，年复合增长 832.96%，分别为 1.57 亿元、0.93 亿元和 136.50 亿元，2015 年大幅增长主要是由于收回投资收到的现金大幅增长，为 135.30 亿元，主要收回购买理财产品的现金。2015 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 3.50 亿元和 128.20 亿元；2013~2015 年公司投资活动的现金流净额分别为-24.70 亿元、-23.46 亿元和 4.80 亿元。

2013~2015 年公司经营活动和投资活动的现金流量净额合计分别为-43.92 亿元、-32.00 亿元和-74.73 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，2013~2015 年公司筹资活动产生的现金流入以借款流入为主，2015 年，公司发行债券规模有所扩大。

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。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 48.96 亿元、77.81 亿元和 55.13 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流入量为 9.57 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 8.27 亿元。经营活动产生的现金流出为 22.84 亿元，其中购买商品、接受劳务收到的现金为 16.79 亿元，支出大幅增加的原因棚户区项目拆迁支出，由拆迁办统一办理拆迁补偿。公司经营活动产生的现金净流量为-13.24 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-24.22 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为 43.93 亿元，筹资活动产生的现金流入量为 51.35 亿元，为公司取得借款及发行债券收到的现金（发行债券收到的现金也计入“取得借款收到的现金”）。

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，2015 年底，公司流动比率、速动比率分别为 423.51%和 139.76%。2016 年 3 月底，公司的流动比率和速动比率分别为 518.13%和 201.12%。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。存货中主要为开发成本、开发产品和土地，变现能力取决于土地上市及定销房安置进度。货币资金较短期债务较充足，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标分析，2013~2015 年公司 EBITDA 为 6.81 亿元、8.82 亿元和 7.05 亿元。2013~2015 年公司调整后全部债务/EBITDA 倍数呈现不断增长趋势，分别为 20.72 倍、25.29 倍和 36.66 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及定销房回购资金的到位支持，公司偿债能

力将有所增强。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保总额为 72.88 亿元，担保比率为 35.52%。其中，对徐州市新水国有资产经营有限责任公司和贾汪城市建设投资有限公司的担保分别为 29.01 亿元和 16.00 亿元，占比较大。公司对外担保规模较大，公司存在一定或有负债风险。

截至 2016 年 3 月底，公司获得银行授信总额度 413.70 亿元，尚未使用额度为 145.44 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（G1032031110950501U），截至 2016 年 6 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。

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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司债务的影响

公司本期拟发行中期票据 6.50 亿元，占 2016 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 2.62%和 2.21%，对公司现有债务结构影响较小。

截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.93%和 58.95%。不考虑其他因素，预计本期 6.50 亿元中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 62.38%和 59.48%，公司债务负担加重程度不大。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 6.81 亿元、8.82 亿元和 7.05 亿元，分别为本期中期票据的 1.05 倍、1.36 倍和 1.08 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度一般。

2013~2015 年公司经营活动产生的现金流入量分别为 28.16 亿元、46.23 亿元和 34.63 亿元，分别为本期中期票据的 4.33 倍、7.11 倍和 5.33 倍，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度强。公司于 2015 年 8 月发行额度为 20 亿元的“15 徐州新盛债”，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额的 20%偿还本金，到期利息随本金一起支付。公司于 2016 年 2 月发行 10 亿元“16 新盛建设 MTN001”，期限为 5 年，到期一次性偿还本金。考虑到本期中期票据公司在第 5 个计息年度选择赎回的可能性大，结合存续期内“15 徐州新盛债”和“16 新盛建设 MTN001”，最高本金偿付年度为 2021 年，额度为 20.50 亿元，2013~2015 年公司经营活动产生的现金流入量分别为最高本金偿付额度的 1.37 倍、2.26 倍和 1.69 倍，覆盖程度尚可。总体分析，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度强，本期中期票据到期不能偿还风险很低。但考虑到公司存续期内“15 徐州新盛债”和“16 新盛建设 MTN001”，公司未来面临一定的集中偿付压力，同时，未来土地变现、政府补贴及定销房回购等方面形成的现金流入将对公司上述存续期债偿还具有一定支撑作用。

十一、结论

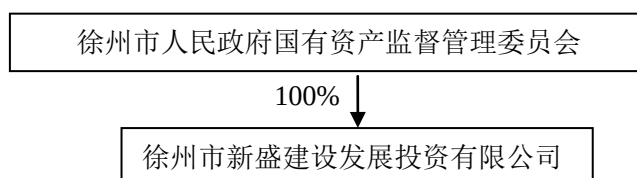
近几年，徐州市经济快速发展，财政实力不断增强，棚户区改造及定销房建设需求不断加大。公司作为代表徐州市政府从事棚户区改造投资建设的重要主体，在发展潜力、经营垄断性、地位优势和政府支持等方面优势突出。但由于公司目前棚户区改造

项目前期投入依然较大，公司土地出让情况具有不稳定性、整体盈利水平对财政补贴依赖程度高。

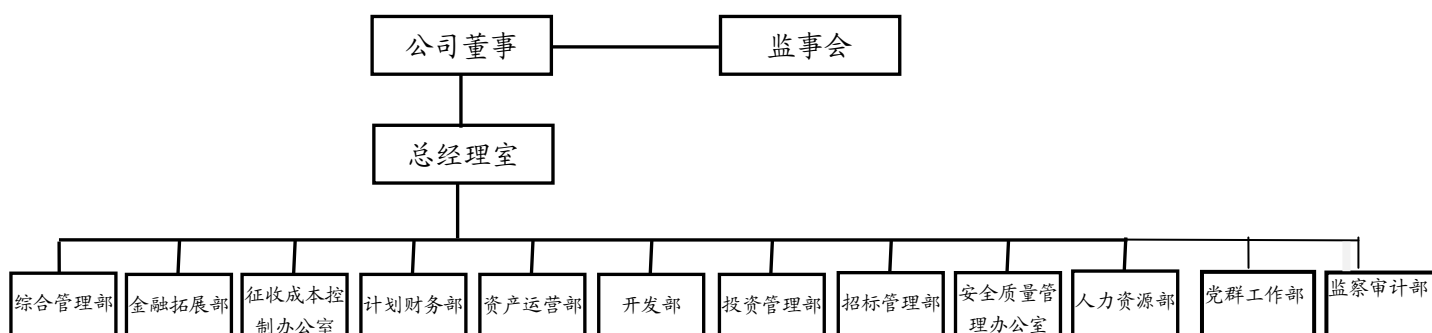
公司资产以货币资金、存货和预付账款等资产为主，公司债务偿还主要依靠未来土地变现收入、定销房销售收入及政府财政补助资金；2015 年公司主营业务收入快速增长，但由于公司收入受当地土地出让情况影响，稳定性弱；同时公司资本支出较大，面临一定的资金压力。考虑公司在徐州市棚户区拆迁改造领域所具有的区域垄断地位，以及近年来徐州市政府财政收入稳步增长，对公司的支持持续稳定，公司主体信用风险很低。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。综合考虑公司主体信用状况及本期中期票据偿付能力，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.20	83.41	55.93	63.74
资产总额(亿元)	337.46	451.01	501.10	538.97
所有者权益(亿元)	172.46	198.58	201.89	205.19
短期债务(亿元)	32.63	41.83	54.85	46.10
长期债务(亿元)	88.77	138.00	163.41	169.03
调整后长期债务(亿元)	108.42	181.20	203.63	248.54
全部债务(亿元)	121.40	179.83	218.26	215.13
调整后全部债务(亿元)	141.05	223.03	258.48	294.64
营业收入(亿元)	19.50	29.19	35.86	8.00
利润总额(亿元)	3.99	3.79	3.15	1.01
EBITDA(亿元)	6.81	8.82	7.05	--
经营性净现金流(亿元)	-19.23	-8.54	-79.53	-13.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.80	32.73	4.66	--
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	122.33	121.01	73.63	103.40
营业利润率(%)	14.52	18.68	7.70	7.56
总资本收益率(%)	2.21	2.16	1.55	--
净资产收益率(%)	2.17	1.63	1.35	--
长期债务资本化比率(%)	33.98	41.00	44.73	45.17
调整后长期债务资本化比率(%)	38.60	47.71	50.21	54.78
全部债务资本化比率(%)	41.31	47.52	51.95	51.18
调整后全部债务资本化比率(%)	44.99	52.90	56.15	58.95
资产负债率(%)	48.90	55.97	59.71	61.93
流动比率(%)	439.19	488.92	423.51	518.13
速动比率(%)	130.32	174.32	139.76	201.12
经营现金流动负债比(%)	-34.67	-12.17	-84.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.84	20.39	30.95	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.72	25.29	36.66	--

注：1、其他非流动负债及长期应付款已计入调整后长期债务；

2、2016 年一季度财务数据未经审计。

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

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 2016 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据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，联合资信有权终止信用等级。

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。

