

Deloitte.

德勤

天津市河西区棚户区改造项目
收益与融资自求平衡

专项评价报告

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所

2019年1月



Deloitte.

德勤

德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)
深圳分所
中国深圳市深南东路5001号
华润大厦13楼
邮政编码: 518010

电话: +86 755 8246 3255
传真: +86 755 8246 3186
www.deloitte.com/cn

致天津市河西区住房和建设委员会:

所附文件为我们按双方共同约定所签署业务约定书(“业务约定书”)向贵单位提交的专项评价报告(一份)。发出本函件意味着我们已经完成业务约定书中的约定,即我们对天津市河西区棚户区改造项目专项债券发行的收益与融资自求平衡情况提供财务评估咨询服务。

我们希望利用本次机会正式感谢天津市河西区住房和建设委员会及其他相关人员为我们的工作所提供的大力协助和配合。

我们期待着继续为贵单位提供服务。如贵单位对所附报告有任何疑问或意见,请随时与项目合伙人林珏联系。

顺致

敬意

德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)深圳分所



谨上

二零一九年一月

天津市河西区棚户区改造项目收益与融资自求平衡专项评价报告

一、项目概述

此次棚户区改造项目涉及的棚户区大部分房屋建成较早,年久失修,危旧房屋集中,配套设施落后,属于典型的棚户区,与该地区的规划定位不符,也与周边新兴小区在外观和功能上形成较大落差,居民改善居住条件和生活环境的愿望强烈。河西区连续多年大力推进棚户区改造、旧城区改建,惠及居民超过万户,改善了人民的生活条件。为达到“到2020年,形成首善之区基本框架,全面建成创新引领发展、服务经济发达、文化繁荣繁盛、城市功能完善、行政服务高效、环境宜居宜业、市民文明富足的高质量小康社会”的发展目标,河西区在“十三五”规划中提出加快完成棚户区改造任务。本项目涉及科技大学片区棚户区改造,十三中平房片棚户区改造,滕华里小二楼及滕华里98-104片区棚户区改造,绍兴道片棚户区改造,郁江道片棚户区改造,红旗新里平房片区棚户区改造,建新宿舍平房、建工宿舍片区棚户区改造,洞庭路平房片区棚户区改造,劳动用品平房片区棚户区改造,文雅里平房、下河圈平房1、下河圈平房2片区棚户区改造,敬爱里平方片区棚户区改造,金山里平房片区棚户区改造十二个子项目。房屋征收总建筑面积155,246 m²,共涉及3,859户。项目实施产生的效益主要是社会效益,改善了居民生活条件,完善了城市功能,让全体人民共享改革发展成果,让广大人民群众可以享有可靠的社会保障,构建社会主义和谐社会,促进社会安定团结。

本项目总投资1,109,906万元,建设投资1,089,086万元,其中征收补偿安置费907,340万元,相关工程费用9,901万元,其他费用120,532万元,预备费51,313万元,建设期利息20,530万元,债券发行费290万元,所需资金

计划通过财政投入资本金和发行地方政府棚户区改造专项债券的方式完成项目建设筹资。其中，资本金 819,906 万元，2018 年发行债券 220,000 万元，本次拟发行债券 70,000 万元。建设期资金平衡表参见附表一。

二、评价要素

2017 年财政部公布财预〔2017〕89 号《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（以下简称“财预〔2017〕89 号”），提出在法定专项债务限额内，鼓励有条件的地方试点发展项目收益与融资自求平衡的专项债券，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，以对应的政府性基金或专项收入偿还。2018 年财政部、住建部联合公布财预〔2018〕28 号关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知（以下简称“财预〔2018〕28 号”），提出地方政府棚户区改造专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。试点发行棚改专项债券的棚户区改造项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的纳入政府性基金的国有土地使用权出让收入、专项收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡。棚改专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。

根据财预〔2017〕89 号及财预〔2018〕28 号要求，地方政府发行棚户区改造专项债券，需要在满足法定专项债务限额的前提下，充分考虑资金筹措的充足性和稳定性。

(1) 资金充足性

根据项目资金平衡分析的结果，天津市河西区棚户区改造专项债券本息资金覆盖率可达到 1.25 倍，我们未注意到不能够满足资金筹措充足性的要求的情况。另外，通过对土地出让收入变动进行压力测试后，结果显示，本项目在收入下降 20%

时，债券本息资金覆盖率仍然大于或等于 1，因此项目收益仍能够覆盖债券的还本付息。

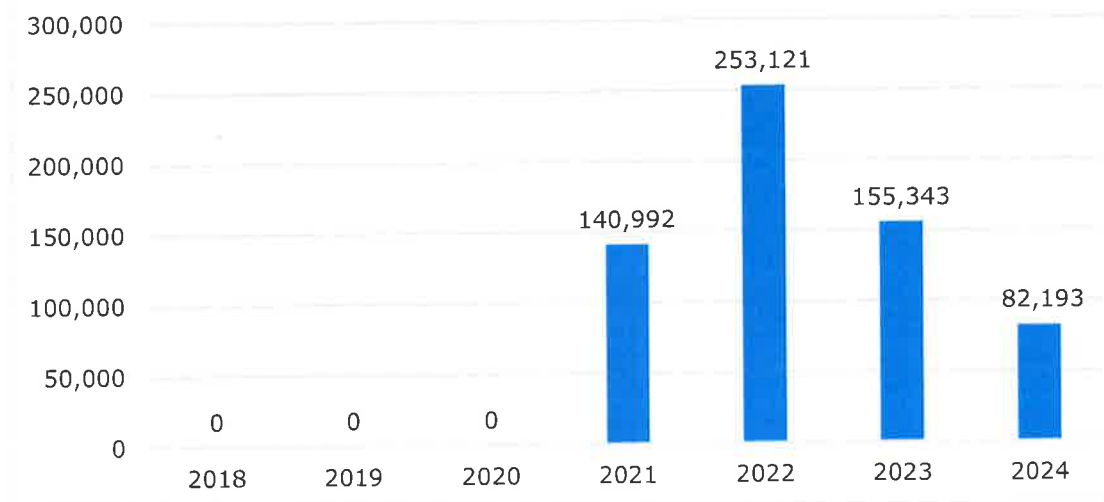
本项目以土地出让收入作为还本付息基础，除此之外，天津市河西区政府还会根据项目实施情况调整项目资本金比例，以确保专项债券按时还本付息。

作为地方政府棚户区改造专项债券项目，本项目响应中央政府号召，规范棚户区改造融资行为，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度，发挥政府规范适度举债改善群众住房条件的积极作用。根据财政部、住建部联合印发的财预〔2018〕28号指导精神，自 2018 年以来在棚户区改造领域开展试点，发行棚户区改造专项债券，规范棚户区改造融资，促进棚户区改造事业持续健康发展。

(2)资金稳定性

图一：天津市河西区棚户区改造专项债券项目

债务偿还期内的资金留存情况（单位：万元）



根据债券发行计划，天津市河西区棚户区改造专项债券项目第一期 5 年期 22 亿元的债券发行时间为 2018 年，将于 2023 年到期；第二期 5 年期 7 亿元的债券发行时间为 2019 年，将于 2024 年到期。根据项目的资金平衡分析，2018 年

至 2024 年期间项目的资金留存情况（见图一），我们发现在满足工程建设和项目运营的资金需求后上述期间内不存在资金缺口。除 2018 年至 2020 年间由于大额的工程建设支出，需要筹集相应资本金以外，其他年份均有较为可观的资金流入，此外，债券存续期末项目累计资金结存额为 82,193 万元。我们未注意到可能重大影响引起本项目资金稳定性的情况。

三、风险分析

总体来看，本期河西区棚户区改造专项债券募投项目地块预计出让收入对其拟使用的募集资金保障程度较高；但我们关注到，天津市中心城区近三年土地出让价格有一定程度波动，未来募投项目地块实际出让价格、出让进度、收入规模等受宏观经济及土地市场影响大。考虑在土地未能按计划出让、土地出让收入暂时难以实现，不能偿还到期债券本金时，可在专项债务限额内发行棚户区改造专项债券周转偿还，项目收入实现后予以归还。

四、总体评价

基于财政部、住建部联合公布的财预〔2018〕28号关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知的要求，2018 和 2019 年天津市河西区棚户区改造项目通过发行专项债券的方式、以相较其他融资方式更优惠的融资成本完成资金筹措，并以住宅、商业用地的土地出让收入所对应的充足、稳定现金流作为后续资金回笼的手段。基于我们对天津市河西区棚户区改造项目专项债券收益与融资自求平衡财务状况分析评估，我们未注意到本项目在专项债券存续期内出现无法满足专项债券还本付息要求的情况。

综上所述，通过发行地方政府棚户区改造专项债券的方式，满足 2019 年天津市河西区棚户区改造项目的资金需求，应是现阶段较优的资金解决方案。

五、附表

附表一：建设期资金平衡表

附表二：专项债券还本付息表

附表三：土地出让收入表

附表四：现金流量模拟测算表

附表五：压力测试表

附表一. 建设期资金平衡表

金额单位：人民币万元

年度	2018	2019	2020	合计
资金筹措				
资本金	672,995	135,071	11,840	819,906
债券发行	220,000	70,000	-	290,000
加：上年留存资金		-	-	
合计	892,995	205,071	11,840	1,109,906
资金使用				
建设资金使用金额合计	892,995	205,071	11,840	1,109,906
资金余额 (资金筹措 - 资金使用)	-	-	-	

附表二. 专项债券还本付息表

发行人拟就天津市河西区棚户区改造项目发行河西区棚户改造专项债券，2018年已发行专项债券220,000万元，债券票面利率3.95%，期限五年；本期拟发行专项债券70,000万元，假设债券票面利率4.5%，期限五年，在债券存续期每年支付债券利息，债券存续期还本付息情况如下：

金额单位：人民币万元

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	合计
债券利率	3.95%	4.50%						
本期债权融资								
期初专项债券余额			70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	
本息专项债券发行		70,000						
利息支出			3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	15,750
本期还款			3,150	3,150	3,150	3,150	73,150	85,750
其中：还本							70,000	70,000
付息			3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	
期末专项债券余额		70,000	70,000	70,000	70,000	70,000		
以前年度债券融资								
期初专项债券余额		220,000	220,000	220,000	220,000	220,000		
本息专项债券发行	220,000							
利息支出		8,690	8,690	8,690	8,690	8,690		43,450
本期还款		8,690	8,690	8,690	8,690	228,690		263,450
其中：还本						220,000		220,000
付息		8,690	8,690	8,690	8,690	8,690		
期末专项债券余额	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000			

附表三. 土地出让收入表

本期债券募集资金投资项目现金流入通过土地出让实现。相应土地位于天津市河西区，根据天津市土地交易中心土地成交结果数据显示，2011年至2017年间，河西区共成交经营性用地35宗，基准地价参考历史成交宗地均价。

天津市河西区2015-2017年国内生产总值（GDP）同比增速按可比价格计算分别为9.86%、7.05%、6.90%，近三年平均增速7.94%，此次预测参考近三年GDP平均增速计算土地价格的增长，暂估增速为8%。

依据《批转市国土房管局市财政局拟定的天津市土地整理储备成本控制与管理办法》（津政发〔2011〕3号文），土地使用权出让金包括土地整理储备成本、政策性成本和政府净收益；依据《〈市内六区土地平衡项目试点暂行办法〉的通知》（津政发〔2018〕23号）和《关于印发〈市区棚户区改造工作方案〉的通知》（津党厅〔2017〕24号），土地出让金在扣除四项政策性成本、政策性基金（政府收益的36%，其中政府收益为土地出让收入的25%）以及市级政府收益（政府收益的32%）后，可全部用于项目资金平衡。项目土地出让收入情况如下：

金额单位：人民币万元

收入估算	年份	合计	2021	2022	2023
1	收入估算				
1.1	预计土地出让收入	503,821	187,657	152,002	164,162
1.2	四项政策性成本	7,308	2,923	2,192	2,192
1.3	政策性基金	45,344	16,889	13,680	14,775
1.4	市留存政府收益	40,306	15,013	12,160	13,133
	土地出让收益	410,863	152,832	123,969	134,062

附表四. 现金流量模拟测算表

本项目总投资 1,109,906 万元，按资金筹措及建设计划投入使用，本项目债券存续期内可实现土地出让收入 503,821 万元，扣除四项政策性成本及基金后，可用于平衡项目融资成本的土地出让收益为 410,863 万元，经营期内土地出让收益累计支付债券本息 328,670 万元，建设期内债券利息由资本金支付。本项目平均偿债覆盖率等于土地出让收益除以土地出让收益偿还的债券本息，为 1.25。具体如下表：

金额单位：人民币万元

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	合计
现金流入								
资本金流入	672,995	135,071	11,840					819,906
债券资金流入	220,000	70,000						290,000
其他融资资金流入								
运营期现金流入				152,832	123,969	134,062		410,863
现金流入总额	892,995	205,071	11,840	152,832	123,969	134,062		1,520,769
现金流出								
建设期资金流出	892,775	196,311						1,089,086
运营期现金流出								
债券发行费用	220	70						290
以前年度发行债券还本付息		8,690	8,690	8,690	8,690	228,690		263,450
本期发行债券还本付息			3,150	3,150	3,150	3,150	73,150	85,750
现金流出总额	892,995	205,071	11,840	11,840	11,840	231,840	73,150	1,438,576
现金净流量								
当年项目现金净流入				140,992	112,129	-97,778	-73,150	
期末项目累计现金结存额				140,992	253,121	155,343	82,193	
债券本息资金覆盖率	1.25							

附表五. 压力测试表

考虑土地出让收入变动因素分析专项债券本息资金覆盖率，在土地出让收入下降 5%的情况下，土地出让收益为 390,320 万元，债券本息资金覆盖率为 1.19；在土地出让收入下降 10%的情况下，土地出让收益为 369,777 万元，债券本息资金覆盖率为 1.13；在土地出让收入下降 15%的情况下，土地出让收益为 349,234 万元，债券本息资金覆盖率为 1.06；在土地出让收入下降 20%的情况下，土地出让收益为 328,691 万元，债券本息资金覆盖率为 1.00。如下：

序号	经营净收益变动情况敏感性分析	敏感性变动比例				
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%
	汇总					
1	经营净收益 (万元)	328,691	349,234	369,777	390,320	410,863
2	经营期其他融资流入 (万元)					
3	本期债券还本付息额 (万元)	85,750	85,750	85,750	85,750	85,750
3.1	资本金偿还的建设期债券利息 (万元)	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150
3.2	经营收益偿还的债券本息额 (万元)	82,600	82,600	82,600	82,600	82,600
4	以前年度债券还本付息额 (万元)	263,450	263,450	263,450	263,450	263,450
4.1	资本金偿还的建设期债券利息 (万元)	17,380	17,380	17,380	17,380	17,380
4.2	经营收益偿还的债券本息额 (万元)	246,070	246,070	246,070	246,070	246,070
5	债券本息覆盖率	1.00	1.06	1.13	1.19	1.25

序号	经营净收益变动情况敏感性分析	敏感性变动比例				
		0%	5%	10%	15%	20%
	汇总					
1	经营净收益 (万元)	410,863	431,407	451,950	472,493	493,036
2	经营期其他融资流入 (万元)	-	-	-	-	-
3	本期债券还本付息额 (万元)	85,750	85,750	85,750	85,750	85,750
3.1	资本金偿还的建设期债券利息 (万元)	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150
3.2	经营收益偿还的债券本息额 (万元)	82,600	82,600	82,600	82,600	82,600
4	以前年度债券还本付息额 (万元)	263,450	263,450	263,450	263,450	263,450
4.1	资本金偿还的建设期债券利息 (万元)	17,380	17,380	17,380	17,380	17,380
4.2	经营收益偿还的债券本息额 (万元)	246,070	246,070	246,070	246,070	246,070
5	债券本息覆盖率	1.25	1.31	1.38	1.44	1.50

免责声明

本报告中的评论仅供贵方作一般参考之用，其内容（无论整体或部分）不构成我们的意见。

我们出具的评论将仅基于下列事项：

- a. 我们在本报告述及或引用的资料、文件、事实和假设；
- b. 我们假设提供给我们所有资料（未经独立核实）为准确、真实、完整和有效；
- c. 贵方理解本报告只涵盖特定的中国大陆和相关国家/地区问题及相应影响，并未考虑其他任何类别的相关事宜；
- d. 在此报告出具时有效的有关法律、法规和解释（“权威法规”）。这些权威法规可能会被修订，且可能具有追溯效力。我们没有义务告知贵方对此报告中所作分析或任何事项可能产生影响的任何变更或发展，我们亦不会对本报告出具日之后的任何事项作考虑。在报告出具之日后权威法规的任何变更亦可能会影响报告中评论的有效性；
- e. 贵方理解此报告对任何税务机构及/或司法机构并无约束效力，亦不应被视为我们就任何税务机构及/或司法机构将会同意我们的评论而作出的任何声明、保证或担保；
- f. 与此约定业务有关的所有服务仅供贵方参考及内部使用，除了贵方作为业务约定书合同一方以外，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）（“德勤”或“我们”）与其他任何人士或任何方（“第三方”）均不产生合约利益关系。此约定业务的服务并非为任何第三方的明示或默示的利益。除贵方以外，任何第三方没有权利以任何形式或基于任何目的，依赖“德勤”的提交物、建议、评论、报告或其他服务；
- g. 我们不会对任何第三方承担任何义务和责任（包括但不限于疏忽引起的责任）。如有任何第三方依赖我们报告的情况，贵方同意将保护德勤，其关联机构以及人员免受任何与向第三方披露报告（无论是否经过我们的同意）有关的第三方索偿或责任的影响，并补偿所产生的诉讼费以及其他费用。