

信用等级公告

联合[2011] 011 号

联合资信评估有限公司通过对文登市城市资产经营有限公司及其拟发行的 2011 年 13 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

文登市城市资产经营有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

文登市城市资产经营有限公司

2011 年度 13 亿元公司债券的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年一月六日



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）与文登市城市资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与文登市城市资产经营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，未因文登市城市资产经营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文登市城市资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、文登市城市资产经营有限公司 2011 年度 13 亿元企业债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一一年一月六日

文登市城市资产经营有限公司

2011 年度 13 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA⁻

本期公司债券额度: 13 亿元

本期公司债券期限: 5+3 年

评级时间: 2011 年 1 月 6 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(亿元)	36.01	109.25	125.87
所有者权益(亿元)	11.77	86.64	88.62
长期债务(亿元)	13.44	14.29	21.95
全部债务(亿元)	13.44	15.09	24.10
主营业务收入(亿元)	0.09	0.00	0.00
利润总额(亿元)	1.76	1.66	1.23
EBITDA(亿元)	1.97	2.43	3.56
经营性净现金流(亿元)	2.57	2.21	3.49
主营业务利润率(%)	4.78	--	--
净资产收益率(%)	10.01	1.82	1.39
资产负债率(%)	67.33	20.70	29.59
全部债务资本化比率(%)	53.32	14.84	21.38
流动比率(%)	133.12	225.72	197.02
全部债务/EBITDA(倍)	2.80	2.45	2.71
EBITDA 利息倍数(倍)	6.83	6.22	6.78
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.19	0.27

分析师

丁继平 刘新宇

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

联合资信评估有限公司(“联合资信”)对文登市城市资产经营有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为文登市政府基础设施建设及运营主体,在区域发展环境、地方财政实力和政府支持力度等方面的显著优势;同时,联合资信也关注到公司经营性业务规模偏小、资金周转对政府支持依赖程度高等因素对其信用水平的不利影响。

公司未来投资重点仍将以文登市基础设施建设为主,投资规模较大,文登市政府将继续加大对公司的支持力度,保障公司的资金周转和项目建设的顺利进行。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券无担保。综合看,公司本期债券到期不能还本付息的风险较低。

优势

1. 公司是文登市政府基础设施建设及运营主体,政府支持力度很大。
2. 文登市地理位置优越,区位优势发展环境良好;文登市政府财政实力较强,财政收入平稳增长。文登市政府较强的财政实力增强了本期债券的到期偿付的安全性。

关注

1. 公司经营性业务规模较小,盈利能力弱,对财政补贴依赖程度较高。
2. 公司采用 BT(建设-移交)模式开展基础设施建设,其他应收款规模较大,政府回购周期对公司资金周转效率影响较大。
3. 公司无形资产规模大且变现能力较弱,资产质量一般。
4. 本期债券无担保。
5. 公司对外担保数额较大。

一、主体概况

文登市城市资产经营有限公司（下称“公司”）是根据文登市人民政府办公室《关于组建文登市城市资产经营有限公司的实施方案》（“文政办发[2003]47号”），于2003年6月由文登市公有资产经营公司和文登市财政投资公司发起设立的有限责任公司，出资比例分别为90%和10%。截至2009年底，公司注册资本1亿元。

公司由文登市政府授权，行使城市资产出资人职能，负责城市土地、公有房产、基础设施、公用设施等资产的开发经营，并承担保值增值责任；负责城市资产经营的再投资和再投资的收益管理，为城市建设聚集资金，实现以城养城的经营方针。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设办公室、财务部、投资部、综合部、工程部等5个部门。截至2009年底，公司无下属子公司。

截至2009年底，公司资产总额125.87亿元，所有者权益88.62亿元，2009年公司实现利润总额1.23亿元。

公司注册地址：山东省文登市峰山路6号。
公司法定代表人：谭远国。

二、本期债券及债券投资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2011年发行13亿元公司债券（下称“本期债券”），为8年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券附设公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。在本期债券存续期的第5年末，投资者有权选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给公司；公司可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前5年票面年利率

加上调基点，在债券存续期后3年固定不变。

本期债券无担保。

2. 募集资金用途

本期债券募集资金13亿元人民币，根据公司发展战略，本期债券募集资金运用将围绕公司主业进行，投资于文登市道路建设、环境整治、文体设施建设等公益性项目。

表1 本期债券募集资金投向

序号	项目名称	项目总投资（万元）	本期债券募集资金投入安排（万元）
一、道路建设		-	-
1	文登市南部沿海路网改建工程	38514	16000
2	文登市南海新区区间路网改建工程	46838	20000
3	文登市城区路网改建工程	33859	13000
4	文登市城区道路改造工程	30070	13000
5	文登市农村路网改建工程	44606	20500
二、环境整治		-	-
6	文登市南海金滩旅游度假区污水处理厂工程	5199	3000
7	文登市母猪河下游河段防洪治理工程	29000	9000
8	文登市柳林河中上游河道综合治理工程	18751	5500
三、文体设施建设		-	-
9	文登市体育公园一期工程	77233	30000
合 计		324070	130000

资料来源：公司提供

以上项目总投资32.41亿元，本期债券募集资金总额占总投资规模的40.11%。总体看，建设项目完工后，文登市城市基础设施功能将更加完善。

三、经营环境

1. 区域经济

文登市位于胶东半岛东部，隶属于山东威海市，西与烟台市牟平区和乳山市相接，北连威海市环翠区，东邻荣成市，南濒黄海，处于烟台、威海、青岛三个市的中间区域。截至2008

年底，文登市区建成面积 41 平方公里。

文登市地处经济较为发达的胶东半岛，区位优势发展环境良好，根据 2010 年公布的第九届全国县域经济百强县（市）名单排名，文登市综合竞争力排名第 14 位，在山东省内排名第 3 位。2009 年，文登市地区生产总值达到 534.85 亿元，同比增长 12.17%；实现规模以上固定资产投资 251.9 亿元，同比增长 25.2%。经过多年持续、快速发展，文登市已经初步形成以汽车及零部件、机电工具、家用纺织、对外贸易、绿色农业等产业为代表的优势产业集群。其中，机电工具产业成为山东省十大影响力产业集群之一，家用纺织产业已跻身中国产业集群品牌 50 强。

城市建设方面，近年文登城市基础设施建设不断完善，金海路、龙海路、虎山路等主干路网相继建成通车，龙山路、昆仑路等 21 条道路建设改造已经完成，骨干路网基本建成，供电、供暖、燃气等配套设施同步跟进，基础设施建设比较完善。

2. 财政实力

良好的经济发展带动了文登市整体财政实力的持续增长。2006~2008 年，文登市财政一般预算收入年均复合增长 14.47%，2008 年实现 19.55 亿元，其中税收收入 14.59 亿元，占比 74.63%，非税收入 4.96 亿元，占比 25.37%。2009 年，文登市财政一般预算收入实现 21.31 亿元，同比增长 9%。

财政支出方面，2008 年，文登市财政一般预算支出完成 24.01 亿元。2006 年~2008 年文登市建设性总支出平稳增长，由 2006 年的 6.37 亿元，提高到 2008 年的 9.94 亿元，总支出达 23.5 亿元，年均增长 24.38%，建设性支出占财政支出的比重连年提高，2008 年为 38.45%。

总体看，文登市经济发展较快，财政收入平稳增长，财政自给能力较强，对上级财政转移支付的依赖程度低。公司发展环境良好。

表 2 文登市近年财政收支情况

项 目（亿元）	2006 年	2007 年	2008 年	增长率（%）
一、财政收入				
1、一般预算收入	15.00	16.65	19.55	14.47
其中：税收收入	8.15	11.69	14.59	15.84
非税收入	6.85	4.96	4.96	10.76
2、一般预算体制结算收入	2.72	2.71	4.46	20.05
其中：税收返还收入	2.34	2.85	4.48	27.54
其他补助与结余	-0.15	-0.14	--	-135.80
3、基金预算收入	0.15	0.20	1.55	166.40
4、预算外收入	0.61	1.17	1.09	10.05
二、财政支出	17.92	20.39	25.85	17.47
1、一般预算支出	17.71	20.01	24.01	15.49
1.1 一般预算经常支出	11.54	13.11	15.73	13.41
1.2 一般预算建设支出	6.17	6.90	8.28	19.90
基金建设性支出	0.20	0.35	1.66	66.31
建设性支出合计	6.37	7.25	9.94	24.38
2、基金预算支出	0.21	0.37	1.84	71.17

资料来源：文登市财政局

注：文登市政府 2008 年土地出让收入约 8 亿元，未计入非税收入。

四、基础素质

1. 企业规模

公司是文登市政府开展城市基础设施建设及运营主体，由文登市政府授权，行使城市资产出资人职能，负责城市土地、公有房产、基础设施、公用设施等资产的开发经营，并承担保值增值责任。

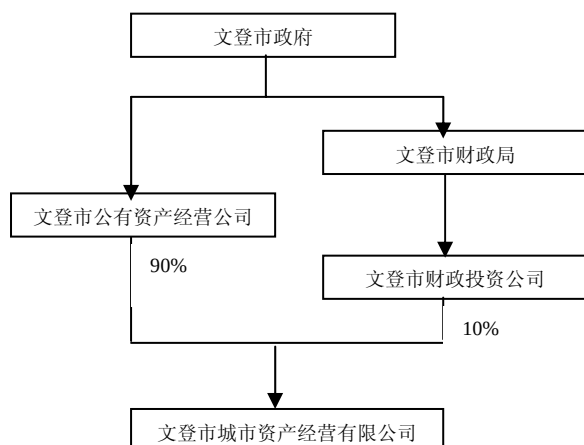
公司可经营性的土地资产范围逐步扩大，垄断优势突出。在文登市政府的支持下，公司取得大量土地储备，截至 2009 年 12 月 31 日，公司已取得土地储备达 4.02 万亩，其中盐田、水产用地 2.71 万亩，商业住宅用地 1.31 万亩。

2. 股东背景

文登市政府是公司的实际控制人，公司股东为文登市国有资产经营公司和文登市财政投资公司。其中，文登市国有资产经营公司是

文登市政府下设的事业单位，持有文登市国有资产产权，对授权的资产进行经营和管理；文登市财政投资公司是文登市财政局下设的事业单位，主要业务为引进和筹措资金，管理和回收财政周转金，管理财政性质的股份资金等。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

3. 政府支持

(1) 资金支持

自 2003 年成立以来，为支持公司建设城市基础设施项目，文登市政府不断加大对公司的财政补贴和拨款力度，每年从财政预算内安排给公司一定城建资金，用于进行城市基础设施建设和银行到期借款偿还。2007~2009 年，公司累计获得文登市政府财政补贴收入 8.43 亿元，财政拨款 8.88 亿元用于项目建设或偿还到期借款（计入资产负债表中“货币资金”和“资本公积”项下，并在现金流量表“财政拨款收到的现金”项下反映）。

表 3 文登市政府对公司资金支持情况

项目（万元）	2007 年	2008 年	2009 年	合计
补贴收入	25270.37	16015.00	43018.77	84304.14
财政拨款收到的现金	27655.14	53655.53	7499.56	88810.23

资料来源：公司提供

(2) 资产注入

为支持公司发展，文登市政府先后将多项

土地资产注入公司。2003 年，根据文登市政府 [2003] 第 118 号会议纪要，文登市政府将市委、市政府、人大、政协及有关部门办公楼用地及房产中的土地使用权划入公司，公司资本公积因此增加 3.35 亿元。2008 年，文登市政府将位于南海新区金海路东、西两侧的共计 8698667 平方米商业、住宅用地注入公司，公司资本公积大幅增加 68.74 亿元。

表 4 公司 2008 年获得土地资产注入情况

序号	位置	土地用途	开发程度	土地面积 (m ²)	单位地价 (元/m ²)	地价 (万元)
1	金海路西	商业住宅	五通一平	1652852	793	131071.16
2	金海路西	商业住宅	五通一平	2416671	804	194300.35
3	金海路东	商业住宅	五通一平	4629144	782	361999.06
合计				8698667		687370.57

资料来源：公司提供

总体看，作为文登市政府下属从事基础设施建设及运营主体，公司能够获得较为稳定的政府支持，对其业务开展形成有效保障。

4. 人员素质

公司董事长谭远国先生，中共党员，1968 年 5 月出生。历任威海市财政局科员、威海市财政局预算科副科长、威海市财政局预算科主任科员、威海市财政局国库科科长，现任文登市财政局党委书记、局长，文登市整骨医院党委副书记，公司董事长。

目前，公司共有在职员工 17 名。按年龄结构分，30~50 岁的占 82.35%、50 岁以上 3 人，占 17.65%，员工年龄结构比较合理。按学历划分，具有大专及以上学历的人员占 88.24%、中专及高中学历人员占 11.76%。按职称分，中级职称 9 人、初级职称 1 人，公司员工文化素质尚可。

综合来看，公司领导管理水平较高，业务能力较强；员工年龄结构合理，整体素质尚可。

考虑到公司业务特点，现有人员配置基本能够满足经营需要。

五、经营管理

1. 管理体制

公司实行规范的企业法人治理结构，实行董事会领导下的总经理负责制，由总经理统一负责公司的日常经营和管理，由监事对公司的决策和运营管理实施监督。

公司设董事会，董事会由 3 名董事组成，其中董事长 1 名，职工代表 1 名。董事会作为公司的经营决策中心，负责经营和管理公司的法人财产，董事会成员由公司股东委派或更换，对出资人负责。

公司设监事 1 名，负责检查公司财务状况，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

公司设总经理 1 名，总经理是董事会领导下的公司行政负责人，负责组织实施董事会决议，主持公司日常经营管理工作，并对董事会负责。公司下设财务部、投资部、综合部、工程部、办公室等 5 个职能部门，分管项目的融资、投资、建设运营等工作。

总体看，公司法人治理结构比较规范，管理体系较为简单。受业务性质所限，政府行政决策对公司经营影响较大。

2. 公司经营

公司作为文登市城市基础设施建设及运营主体，经营性业务规模较小。2007 年实现主营业务收入 0.09 亿元，主要为部分土地出让收益、水费征收等；2008 年、2009 年则未实现主营业务收入。

公司发挥自身的融资能力获得信贷资金支持，并采用 BT（建设-移交）模式投资于城市基础设施项目建设。公司与文登市政府通过

签订项目转让合同，待项目完工后，由文登市政府对项目进行回购，实现资金的周转。在会计处理方面，公司尚未完工的基础设施建设项目计入在建工程；已经完工但尚未实现回购的计入应收项目；文登市政府给予公司的财政补贴计入补贴收入，项目建设资金计入货币资金和资本公积。

自成立以来，公司先后完成了文登市城市道路一期、道路二期工程、垃圾处理厂、污水处理厂、三河治理工程、道路改建工程、抱龙河中上游治理工程等城市基础设施项目的建设，显著地提升了文登市城市基础设施建设水平。资金来源方面，公司用于基础设施建设的资金主要来自于银行长期借款，期限较长，缓解了公司项目建设的资金周转压力。项目回购方面，截至 2009 年底，文登市财政局尚未正式实现对公司已完工项目的回购，由此形成其他应收款 21.86 亿元，占其他应收款余额的 75.38%。

表 5 公司自成立以来完成的基础设施建设项目

项目名称	总投资 (万元)	项目 进展	2009 年底应收 款项 (万元)
城区道路一期	72103.37	已完工	72103.37
城区道路二期	64729.03	已完工	64729.03
垃圾处理厂	5486.04	已完工	5486.04
污水处理厂	7786.52	已完工	7786.52
三河治理工程	23570.69	已完工	23570.69
道路改建工程	27309.51	已完工	27309.51
抱龙河中上游 治理工程	17598.22	已完工	17598.22
合计	218583.38		218583.38

资料来源：公司提供

尽管尚未对公司建设项目实现回购，但为保障公司的正常运营，文登市政府采取财政补贴和财政拨款方式为公司提供资金支持。2007~2009 年，文登市政府以财政拨款方式向公司拨付 8.88 亿元，用于项目建设资本金或偿还到期银行借款（但由于近年公司项目建设力度较大，财政拨款未冲减“其他应收款”，而是以货币资金形式投入新建项目或偿还到期

借款)；同期文登市政府先后以向公司提供财政补贴 8.43 亿元（由于经营业务规模较小，财政补贴是公司利润的主要来源）；公司于 2008 年向文登市政府移交三河治理工程，获得其他业务利润 7000 万元（仅实现收益，项目本金尚未支付）。

综合看，受业务性质所限，公司经营业务规模较小，利润主要来自于财政补贴。公司近年承担了大量的市政基础设施建设项目，投资规模较大，尽管文登市政府的项目回购进度较为缓慢，但持续稳定的补贴收入和财政拨款有效地缓解了公司的资金周转压力。

表 6 公司利润构成

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
一、主营业务收入	923.00		
二、主营业务利润	44.13		
三、营业利润	-7695.31	627.76	-30735.73
加：补贴收入	25270.37	16015.00	43018.77
四、利润总额	17575.06	16642.76	12283.04

资料来源：公司提供

3. 未来发展

根据文登市政府的总体部署和市政规划的要求，未来公司的经营重点为：（1）注重城市国有土地和房产的开发和利用，逐步接收市政府划转的部分土地和房产；（2）加强对城市公有房产和公有出租房的经营和管理；（3）逐步实现对城市基础设施和公用设施使用权的经营和管理，使城市资产有效利用，提高城市资产的利用率，为城市建设服务。

项目规划方面，未来五年内，公司将加快南海新区道路、污水处理、河流治理、新农村建设、市民中心等在建项目的建设进度。在项目建设方式上，为使公司实现从借债平台向基础设施建设及运营主体的转型，实现可持续经营和良性发展，公司对经营性项目将继续采取 BT（建设-移交）及项目代建制等多种方式。

综合看，公司未来仍有较大规模的投资规划，公司计划通过增加银行借款和发行公司债

券筹措项目建设资金，预计债务规模将上升。文登市政府也将加大对公司的支持力度，保障公司的资金周转和项目建设的顺利进行。预计未来随着项目回购的逐步实施和文登市政府的稳定支持，公司资金压力有望得到改善。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年度财务报表由中勤万信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2009 年底，公司资产总额 125.87 亿元，所有者权益 88.62 亿元；2009 年实现利润总额 1.23 亿元。

2008 年，文登市政府将价值 68.74 亿元的土地资产注入公司，导致 2008 年底公司资产和净资产规模、资产结构以及负债比率、盈利能力以及短期支付能力等相关财务指标出现显著变化。

受土地划转影响，公司 2007 年财务报表与 2008 年、2009 年可比性较差，以下分析以 2008 年、2009 年报表为主。

2. 资产构成

2007~2009 年，公司资产总额年均复合增长 157.96%，主要来自无形资产和固定资产的增长。同期内，公司资产结构变化幅度很大。随着代建项目增加，其他应收款迅速增长，导致流动资产增长较快；无形资产由于土地注入 2008 年大幅增加，占比也大幅提高。

截至 2009 年底，公司资产总额 125.87 亿元，其中流动资产占 23.95%，固定资产占 17.80%，无形资产占 58.25%。

公司流动资产主要为其他应收款，截至 2009 年底为 29.00 亿元，其中 75% 为文登市财政局尚未结算的完工代建项目工程款；其余为公司与控股股东文登市国有资产经营公司、文登市市政工程管理处、文登市水利局、文登市南海管理委员会财政审计局、威海市市政府投融

资中心等政府部门发生的往来借款。从账龄结构看,账龄在1年以内的占比23.32%,1~2年占比31.68%,2~3年占比34.20%,3年以上的占比10.80%。由于其他应收款主要债务人均为政府部门或事业单位,因此按个别认定法未计提坏账准备。考虑到文登市政府对公司支持力度较大,公司其他应收款到期不能收回风险较低。

公司固定资产主要为房屋建筑物、市政资产、路桥工程、城市管网等。截至2009年底,公司固定资产合计22.40亿元,其中固定资产净额为10.58亿元,主要为房屋建筑物、2008年完工的南海路网工程、2009年完工的虎山路、迎宾路工程。公司在建工程一直维持较大规模,随着大量工程完工结算,截至2009年底,在建工程为11.82亿元,同比增长147.25%,主要包括柳林河中上游治理工程、路网改造工程、母猪河治理工程、城区路网改建工程等。

截至2009年底,公司无形资产73.32亿元,较2007年底大幅增长。由于文登市政府2008年将位于南海新区金海路东、西两侧的共计8698667平方米商业、住宅用地注入公司,导致公司无形资产大幅增加68.74亿元(详见表4)。以上土地已由文登正信有限责任地产评估所评估,并出具土地估价报告(编号:文地2008(估)字第133-2号),评估估价基准日2008年12月10日,评估土地总面积8698667平方米,评估土地总地价687370.57万元。公司土地储备规模较大,但从近年文登市土地出让情况看,土地实际变现存在较大难度。

总体来看,随着代建市政工程项目增多以及大量土地资产的注入,公司近年来资产总额大幅增长。土地的注入及代建工程的完工也导致了公司资产结构发生了较大幅度的变化。公司流动资产以其他应收款为主,固定资产中在建工程占比大,无形资产主要为土地使用权,整体资产流动性较弱,变现能力较差。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。截至2009年底,公司所有者权益88.62亿元,较2007年底大幅增长,主要来自资本公积的增加。2009年底资本公积82.98亿元,为2008年12月文登市政府注入公司的商业、住宅用地所致。

随着工程建设的规模扩大,公司加大融资规模,2007~2009年公司负债总体保持增长,2009年底为37.25亿元,其中流动负债占41.08%,长期负债占58.92%。

公司流动负债主要为其他应付款(65.13%)和应交税金(20.76%)。截至2009年底,其他应付款9.97亿元,其中51.66%为土地资产入账产生的应付文登市土地局的土地出让金,账龄在3年以上;另外48.34%为公司与文登市财政局、文登市金滩投资管理公司、威海市政府投融资管理中心等企事业单位间的往来借款。

公司长期负债全部为长期借款,截至2009年底,公司长期借款21.95亿元,较2008年增长72.20%,主要是由于在建工程投资的大幅增长导致债务融资需求上升。

截至2009年底,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分别为29.59%、21.38%和19.85%,较2008年有所上升。截至2009年底,公司全部债务24.10亿元,主要为长期债务,债务结构合理。总体看,公司负债指标表现良好,债务结构合理,但考虑到公司资产构成和变现能力,公司实际债务压力高于指标表现。

4. 盈利能力

公司主要为政府代建基础设施项目,不以盈利为目的,因此其主营业务收入规模很小,2007年实现主营业务收入0.09亿元,主要为部分土地出让收益、水费征收等;2008年、2009年则未实现收入。

从期间费用看,2009年公司管理费用大幅

提升，为2.14亿元，主要包括：土地使用权1年的摊销1.12亿元，土地使用税0.8亿元，固定资产折旧0.2亿元。而随着2008年、2009年大量代建项目完成，相应的工程资金利息费用不再满足资本化条件，导致公司财务费用大幅增加，2008年、2009年分别为0.54亿元和0.99亿元。

2007~2009年公司营业利润分别为-0.77亿元、0.06亿元和-3.07亿元，而由于文登市政府给予的基础设施建设财政补贴收入，同期公司利润总额分别实现1.76亿元、1.66亿元和1.23亿元。

从盈利指标看，2007~2009年公司净资产收益率分别为10.01%、1.82%和1.39%。总体看，公司经营业务规模较小，盈利能力弱，对政府支持依赖程度较高。

5. 现金流

经营活动来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金很少，经营活动现金流入主要来自收到的其他与经营活动有关的现金，即政府的财政补贴收入。公司2008年三河治理工程移交实现其他业务利润7000万元，现金流量表中计入“收到其他与经营活动有关的现金”项下。2007~2009年，公司经营活动净现金流分别为2.75亿元和、2.90亿元和4.30亿元。

投资活动方面，公司无现金流入；近年来文登市城市基础设施建设加快，公司作为城市基础设施建设的载体，每年均有较多资本支出，全部为购建固定资产、无形资产所支付的现金。2007~2009年，公司投资活动现金净额分别为-9.62亿元、-8.64亿元和11.51亿元。

筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要为银行借款和财政拨款收到的现金，三年分别为10.81亿元、10.02亿元和21.10亿元；筹资活动现金流出主要为偿还借款支付现金。2009年公司收到与支付其他与筹资活动有关的现金均呈现较大规模，主要由于公司与文登市财政局、文登市金滩投资管理公司、威海市政府

投融资管理中心等企事业单位资金往来大幅增加所致。2007~2009年，公司筹资活动现金净额分别为7.83亿元、5.67亿元和9.13亿元。公司对外筹资依赖程度较高，但文登市政府的大力支持有助于公司缓解对外筹资压力。

总体看，公司经营活动产生现金流规模较小，投资支出规模大，对文登市政府资金拨入和外部筹资有很大的依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009年公司的流动比率显著增长，2009年为197.02%，指标处于合理水平，但考虑流动资产主要是对文登市财政局的其他应收款，公司短期偿债能力受文登市政府资金拨付情况影响很大。

从长期偿债指标来看，2007~2009年公司EBITDA持续增加，其中2009年为3.56亿元，主要来自利润总额的增加。而随着利息支出的大幅增加，EBITDA利息倍数大幅下降，2009年为2.71倍，保障能力偏弱。

由于债务负担持续大幅增长，2007~2009年公司全部债务/EBITDA倍数持续上升，2009年为6.78倍，由于公司整体盈利水平低，而相应债务规模大，EBITDA对全部债务的保护能力弱。考虑到公司银行债务大部分在到期时将由文登市财政拨付资金偿还；未来文登市政府将加大对项目的回购力度，公司实际偿债压力不大。

截至2009年底公司共获得银行授信额度26.41亿，已使用额度25.81亿元。

表7 截至2009年底公司对外担保明细

担保对象	担保金额(万元)
文登市国有资产经营公司	14000.00
文登市国有资产经营公司	13626.74
文登金滩投资管理有限公司	25000.00
文登市土地储备交易中心	10000.00
文登市自来水公司	8000.00
合计	70626.74

截至2009年底，公司对外担保7.06亿元，担保比率7.97%，担保对象均为文登市政府下

属事业单位，其中对控股股东文登市国有资产经营公司担保2.76亿元。考虑到公司担保比率和担保对象性质，公司或有债务风险不大。

七、本期债券偿债能力分析

本期债券发行规模 13 亿元，以公司 2009 年底财务数据为基准，不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率模拟值分别 36.18%和 29.51%，公司债务负担仍处于较低水平。

2007~2009 年，公司 EBITDA 分别为本期拟发行公司债券的 0.15 倍、0.19 倍和 0.27 倍，EBITDA 对本期公司债券保障程度较很弱。

随着文登市城建规模的不断扩大，城乡基础设施建设投入的不断加大，未来公司代建工程回购收入将稳定增长。公司与文登市政府签署了《项目转让合同》、《募集资金投资项目转让合同》，经公司律师确认，合同合法、完整、有效，其产生的应收账款也合法、完整、有效地为公司所拥有。合同主要内容为由市政府负责将公司部分已完工项目和募集资金投资项目的投资建设款偿付予公司，从而形成公司对市政府的应收账款。其中，《项目转让合同》涉及前期已完工项目产生的项目转让款，产生应收账款 1501049585.98 元；《募集资金投资项目转让合同》涉及募集资金投资建设项目产生的项目转让款，产生应收账款 2025360000.00 元，以上共计 3526409585.98 元。《项目转让合同》和《募集资金投资项目转让合同》合同项下的由市政府回购项目的《项目投资建设合作合同》及其转让款列示如表 8。

应收账款对本期债券本金的覆盖倍数为 2.71 倍，覆盖倍数较高，该部分资金的回流将对本期债券的偿还提供一定的支持，但部分应收账款尚未形成，并且应收账款未质押，未对本期债券形成特定的保护。

表 8 文登市政府回购项目的相关项目合作合同及其项目转让款（单位：元）

序号	合同名称	应收账款金额
1	《文登市垃圾处理厂项目投资建设合作合同》	54860360.90
2	《文登市污水处理厂二期工程项目投资建设合作合同》	77865218.00
3	《文登市市政道路基础设施建设（道路一期）项目投资建设合作合同》	721033731.93
4	《文登市道路基础设施建设（道路二期）项目投资建设合作合同》	647290275.15
5	《文登南海新区区间路网工程项目投资建设合作合同》	468380000.00
6	《文登市城区路网改建工程建设项目投资建设合作合同》	338590000.00
7	《文登市体育公园一期工程项目投资建设合作合同》	772330000.00
8	《文登市农村路网改建工程建设项目投资建设合作合同》	446060000.00
合 计		3526409585.98

注：以上《项目投资建设合作合同》中 1-4 所涉及项目为已完工项目，5-8 所涉及项目为募集资金投资建设项目。

2009 年，文登市地方财政一般预算收入为 21.31 亿元，为本期债券发行规模的 1.64 倍。根据文登市财政局预测，未来 5 年内，文登市地方一般预算收入仍将保持平稳增长；此外，文登市近年土地出让收益情况良好，2008 年实现土地出让收益约 8 亿元。联合资信认为，文登市政府财政实力较强，自给率较高，近年保持平稳增长，为应收账款的支付和本期债券的偿还提供有力的资金保障。

综合以上，联合资信认为，受公司业务特点所限，近年经营性指标对本期公司债券保障能力表现较弱。但考虑到文登市政府财政实力较强，对公司的稳定支持有望提升本期债券的偿付能力。

八、综合评价

文登市地理位置优越，区位优势环境良好。文登市政府财政实力较强，财政收平稳增长。

公司是文登市政府开展城市基础设施建设及运营主体，政府支持力度较大。公司发挥自身的融资能力获得信贷资金支持，并投资于城市基础设施项目建设，已先后完成了多项基建项目。

公司资产规模较大，债务负担较轻；但资产流动性较弱，经营性业务规模较小，盈利能力弱。

总体看，公司本期债券不能还本付息的风险较低。

附件 1-1 资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年
流动资产：			
货币资金	7948.45	319.88	11510.54
应收利息			
应收帐款			
其他应收款	135865.40	222370.56	289990.08
预付帐款			
存货			
一年内到期的长期债权投资			
流动资产合计	143813.85	222690.44	301500.62
长期投资：			
长期股权投资			
长期债权投资			
长期投资合计			
固定资产：			
固定资产原价	31837.34	80177.30	110404.94
减：累计折旧	1852.52	2551.43	4601.17
固定资产净值	29984.82	77625.87	105803.77
减：固定资产减值准备			
固定资产净额	29984.82	77625.87	105803.77
工程物资			
在建工程	128089.97	47820.62	118234.40
固定资产清理			
固定资产合计	158074.79	125446.49	224038.17
无形资产及其他资产：			
无形资产	58249.72	744394.74	733171.06
长期待摊费用			
其他长期资产			
无形资产及其他资产合计	58249.72	744394.74	733171.06
递延税项：			
递延税项借项			
资产总计	360138.36	1092531.67	1258709.85

附件 1-2 资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2007 年	2008 年	2009 年
流动负债：			
短期借款			3000.00
应付票据		8000.00	
应交税金	17038.97	23555.49	31770.92
其他未交款	6.40	8.00	9.60
其他应付款	90985.63	51602.63	99665.30
预提费用			
预计负债			
一年内到期的长期负债		15490.00	18585.00
其他流动负债			
流动负债合计	108031.00	98656.12	153030.82
长期负债：			
长期借款	134436.00	127446.00	219461.00
应付债券			
长期应付款			
专项应付款			
其他长期负债			
长期负债合计	134436.00	127446.00	219461.00
递延税款：			
递延税款贷项			
负债合计	242467.00	226102.12	372491.82
少数股东权益			
所有者权益：			
实收资本	10000.00	10000.00	10000.00
减：已归还投资			
实收资本净额	10000.00	10000.00	10000.00
资本公积	89299.54	822325.65	829831.10
盈余公积	1825.37	3398.58	4626.88
其中：法定公益金			
未分配利润	16546.45	30705.31	41760.05
外币报表折算差额			
所有者权益合计	117671.36	866429.54	886218.03
负债及所有者权益合计	360138.36	1092531.66	1258709.85

附件 2 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
一、主营业务收入	923.00		
减：主营业务成本	878.87		
营业税金及附加			
二、主营业务利润	44.13		
加：其他业务利润	598.99	13475.71	623.65
减：营业费用			
管理费用	8122.55	7409.38	21416.88
财务费用	215.88	5438.57	9942.50
三、营业利润	-7695.31	627.76	-30735.73
加：投资收益			
补贴收入	25270.37	16015.00	43018.77
营业外收入			
减：营业外支出			
四、利润总额	17575.06	16642.76	12283.04
减：所得税	5799.77	910.69	
少数股东损益			
五、净利润	11775.29	15732.07	12283.04
加：年初未分配利润	5948.69	16546.45	30705.31
其他转入			
六、可供分配的利润	17723.98	32278.52	42988.35
减：提取法定盈余公积	1177.53	1573.21	1228.30
提取法定公益金			
提取职工奖励及福利基金			
提取储备基金			
提取企业发展基金			
利润归还投资			
七、可供投资者分配的利润	16546.45	30705.31	41760.05
减：应付优先股股利			
提取任意盈余公积			
应付普通股股利			
转作股本的普通股股利			
八、未分配利润	16546.45	30705.31	41760.05

附件 3-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	923.00		
收到的税费返还			
收到的其他与经营活动有关的现金	26595.37	29015.00	43018.77
现金流入小计	27518.37	29015.00	43018.77
购买商品、接受劳务支付的现金	878.87		
支付给职工以及为职工支付的现金	44.13		
支付的各项税费			
支付的其他与经营活动有关的现金	925.97	6929.17	8102.78
现金流出小计	1848.97	6929.17	8102.78
经营活动产生的现金流量净额	25669.40	22085.83	34915.99
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金			
取得投资收益所收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额			
收到的其他与投资活动有关的现金			
现金流入小计			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	96155.12	86431.37	115071.00
投资所支付的现金			
支付的其他与投资活动有关的现金			
现金流出小计	96155.12	86431.37	115071.00
投资活动产生的现金流量净额	-96155.12	-86431.37	-115071.00
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资所收到的现金			
借款所收到的现金	80446.00	46436.00	123600.00
财政拨款收到的现金	27655.14	53655.53	7499.56
收到的其他与筹资活动有关的现金	24.15	85.46	79933.49
现金流入小计	108125.29	100176.99	211033.05
偿还债务所支付的现金	29600.00	37936.00	25490.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	239.68	5523.72	13158.38
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.35	0.31	81038.99
现金流出小计	29840.03	43460.03	119687.37
筹资活动产生的现金流量净额	78285.26	56716.96	91345.68
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	7799.54	-7628.58	11190.67

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补 充 资 料	2007 年	2008 年	2009 年
一、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	11775.29	15732.07	12283.04
加：少数股东损益			
减：未确认的投资损失			
加：计提的资产减值准备			
固定资产折旧	481.62	871.51	2049.74
无形资产摊销	1384.00	1225.56	11223.68
长期待摊费用摊销			
待摊费用减少（减：增加）			
预提费用增加（减：减少）			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）			
固定资产报废损失			
财务费用	215.88	5438.57	9942.50
投资损失（减：收益）			
递延税项贷项（减：借项）			
存货的减少（减：增加）			
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1671.74	-6450.00	-800.00
经营性应付项目的增加（减：减少）	13484.35	5268.13	217.03
其他			
经营活动产生的现金流量净额	25669.40	22085.84	34915.99

附件 4 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年
盈利能力			
主营业务利润率(%)	4.78	--	--
总资本收益率(%)	4.77	2.11	1.98
净资产收益率(%)	10.01	1.82	1.39
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	53.32	14.16	19.85
全部债务资本化比率(%)	53.32	14.84	21.38
资产负债率(%)	67.33	20.70	29.59
偿债能力			
流动比率(%)	133.12	225.72	197.02
速动比率(%)	133.12	225.72	197.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.80	2.45	2.71
全部债务/EBITDA (倍)	6.83	6.22	6.78
经营现金流动负债比(%)	23.76	22.39	22.82
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.52	-0.43	-0.33
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-293.79	-11.62	-6.12
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.19	0.27
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.21	0.22	0.33
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.2	0.17	0.27
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.54	-0.49	-0.62

注：上表中 EBITDA 利息倍数中未计算公司资本化利息支出。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 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评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：主体长期信用等级设置含义同中长期债券

联合资信评估有限公司关于 文登市城市资产经营有限公司 2011 年度 13 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券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。

文登市城市资产经营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。文登市城市资产经营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，文登市城市资产经营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文登市城市资产经营有限公司经营管理状况及相关信息，如发现文登市城市资产经营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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如文登市城市资产经营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至文登市城市资产经营有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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文登市城市资产经营有限公司、主管部门、交易机构等。

