

信用等级公告

联合[2011] 279 号

联合资信评估有限公司通过对龙海市国有资产投资经营有限公司及其拟发行的 2011 年度 8 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

龙海市国有资产投资经营有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

龙海市国有资产投资经营有限公司
2011 年度 8 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
二零一一年四月十九日



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）与龙海市国有资产投资经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与龙海市国有资产投资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、联合资信与评估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，未因龙海市国有资产投资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龙海市国有资产投资经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、龙海市国有资产投资经营有限公司 2011 年度 8 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该公司债券的信用等级有可能发生变化。



龙海市国有资产投资经营有限公司

2011 年度 8 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

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 8 亿元

本期债券期限: 6 年

评级时间: 2011 年 4 月 19 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(亿元)	25.03	43.79	81.77
所有者权益(亿元)	17.00	26.37	42.43
长期债务(亿元)	2.65	6.79	14.70
全部债务(亿元)	4.07	11.47	16.25
主营业务收入(亿元)	1.91	3.71	2.83
利润总额(亿元)	1.20	1.56	1.25
EBITDA(亿元)	1.30	1.68	1.39
经营性净现金流(亿元)	-0.36	0.54	-0.59
主营业务利润率(%)	69.82	49.28	40.16
净资产收益率(%)	5.96	4.23	2.02
资产负债率(%)	32.09	39.77	35.54
全部债务资本化比率(%)	19.30	30.32	23.56
流动比率(%)	163.28	195.39	206.88
全部债务/EBITDA(倍)	3.13	6.83	11.70
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.21	0.17

分析师

陈 静 李 想 王紫临

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(以下简称“联合资信”)对龙海市国有资产投资经营有限公司(以下简称“龙海国投”或“公司”)的评级结果反映了公司作为龙海市基础设施建设和国有资产运营的核心,在区域经济、政府资源中享有的显著优势。同时,联合资信也关注到公司盈利模式较为单一、收入规模受政策和市场形势影响较大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。

建设中的厦漳跨海大桥、厦漳海底隧道将加快厦门和漳州区域经济的融合,改善公司经营环境,同时,未来龙海市政府项目回购款项的逐步到位,有望对公司整体偿债能力形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

土地资产抵押有效提升了本期债券本息偿还的安全性;同时本期债券设立专项偿债账户,有助于当期债券的偿还;此外,分期归集、分期偿还本金的还款方式也有效地降低集中偿付风险。总体来看,本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 近年来龙海市市域经济实力和财政实力不断增强,为公司发展营造了良好的外部环境。
2. 公司是龙海市城市基础设施建设及国有资产运营的重要实体,公司业务发展得到龙海市政府的大力支持。
3. 公司针对本期债券采取了设置土地抵押、设立专项偿债账户和分期偿还本金等保障措施,对本期债券本息的保障作用良好。

关注

1. 龙海市市域经济总量及财政收入规模相对

- 较小，对公司未来业务发展有所限制。
2. 公司利润主要来源于土地整理开发业务，业务模式较为单一，且土地整理开发业务受政策和市场形势的影响较大，公司部分土地出让款尚未到位。
 3. 随着对龙海市基础设施建设投入规模逐步加大，公司未来面临一定的资金压力。
 4. 用于质押的土地为划拨用地，其未来变现价值和可操作性存在一定的不确定性。

一、主体概况

龙海市国有资产投资经营有限公司（以下简称“龙海国投”或“公司”）成立于2004年2月23日，系根据《龙海市人民政府关于组建龙海市国有资产投资经营有限公司的批复》（龙政综【2004】17号）设立的国有独资公司，出资人为龙海市财政局，注册资本2.8亿元，注册号350681100005954。2009年8月31日，根据《龙海市人民政府关于龙海市城市建设投资开发有限公司股权划转的通知》（龙政综【2009】245），龙海市人民政府将龙海市城市建设投资开发有限公司（原由龙海市财政局管理的国有独资有限责任公司，以下简称“龙海城投”）100%股权划拨给公司，作为全资子公司管理。2009年8月31日，龙海市财政局增资1.7亿元，公司注册资本增加至4.5亿元。2010年8月，公司控股龙海双第华侨建设发展有限公司（以下简称“龙海建设”）60%的股权，龙海建设成为公司下属控股子公司。

公司作为龙海市政府的国有资产所有者产权代表，拥有国有资产行政主管部门委托的相关职责，承担国有资产收益收缴和产权处置收入，建立并合理安排国有资产投资基金，促使国有资产滚动增值。同时，公司实施龙海市政府决定，积极参与龙海市旧城区改造及相关市政基础设施建设。

截至2010年底，公司拥有9家全资子公司、3家控股子公司、4家参股公司（见附件1）；公司内设办公室、资产管理部、融资管理部、财务部等4个职能部门。

截至2010年底，公司合并资产总额81.77亿元，所有者权益42.43亿元；2010年实现主营业务收入2.83亿元，利润总额1.25亿元。

公司注册地址：龙海市石码镇工农路建行大厦；法定代表人：周建明。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2011年申请发行8亿元公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券为6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。本期债券设计提前偿还条款，即自债券发行后第4年起，逐年分别偿还债券本金金额的30%、30%、40%，即2.4亿元、2.4亿元、3.2亿元。

公司针对本期债券采取了分期偿还本金、设立专项偿债账户和设置土地抵押等保障措施，对本期债券本息的保障作用良好。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金8亿元，其中6.4亿元分别用于龙海市龙江大桥项目及漳州沿海大通道龙海段项目，1.6亿元用于补充营运资金。上述项目总投资12.42亿元，其中本期债券募集资金在项目投资总额中占51.53%。

（1）龙海市龙江大桥项目

该项目工程可行性研究报告已经福建省发展和改革委员会闽发改交能【2009】1211号文件核准，环境影响报告书已经福建省环境保护厅【2007】93号文件核准。

该项目起于龙海市丹坑村前与环城二路交叉处，横跨九龙江南港，止于龙海市龙江大道南端，将龙海市区、紫泥岛、角美工业综合开发区联系成一个有机整体。该项目全长约2.37公里，其中桥梁长约1.44公里，道路采用一级公路兼城市I级主干道标准建设，设计行车速度60公里/小时，路基宽度29.5米，桥梁宽度29.5米，设计荷载等级采用公路-I级。

该项目总投资约3.93亿元，拟使用本期债券募集资金2.3亿元，剩余资金通过公司自筹和银行贷款解决。

龙江大桥建成后，向北经龙江大道与厦漳高速公路相连，向南与规划的漳州绕城高速公路、厦漳高速公路及漳诏高速公路相连，形成

龙海市石码镇、紫泥镇、角美镇之间的快速通道，将极大加强龙海市区域经济辐射能力。通过国民经济评价，该项目内部收益率为17.42%，经济净现值约0.87亿元。

(2)漳州沿海大通道(滨海一级疏港公路)龙海段项目

该项目可行性研究报告已经福建省发展和改革委员会闽发改交能【2009】1212号文件核准，环境影响报告书已经漳州市环境保护局漳环审【2009】114号文件批复。

该项目是漳州沿海大通道龙海境内段，起于招商局漳州开发区疏港高速公路港尾连接线入口处，经规划中的南太武滨海新城、石坑，至卓岐村，沿老路，紧邻后石港区、后石电厂，经白坑、镇海、红星村、洋坪、白糖村，止于龙海和漳浦交界处，全长约29.71公里，采用一级公路标准建设，路基宽24.5米至50米，设计时速为80公里/小时。

该项目总投资约8.49亿元，拟使用本期债券募集资金4.1亿元，剩余资金通过公司自筹和银行贷款解决。

该项目建成后集港口交通集疏运、临港工业集聚、沿海土地综合开发、防洪防潮防灾、旅游观光等功能于一体，对于发挥沿线旅游资源和港口资源优势，促进龙海市和漳州市社会经济发展具有重要意义。通过国民经济评价，该项目内部收益率为15.51%，经济净现值为7.53亿元。

(3)补充营运资金

本期债券发行所募集资金的20%，即人民币1.6亿元将用于补充公司营运资金，满足公司在实际经营中的营运资金需求。从而有效缓解公司的流动资金压力，有利于保证公司经营活动的平稳进行，为公司未来发展提供有力保障。

三、区域经济

公司经营与投资的项目均在龙海市。公司

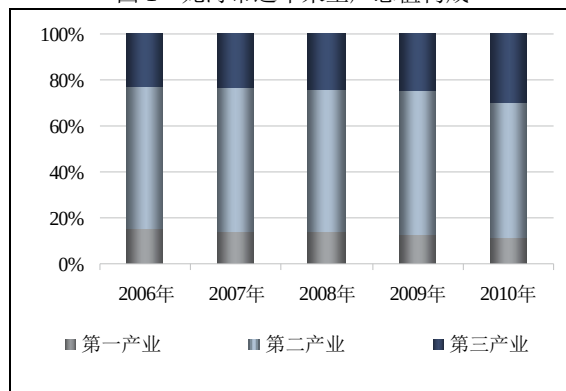
的经营范围、投资方向及融资能力直接受龙海市经济发展和城市建设的影响。

1. 经济概况

龙海市地处漳州市东部九龙江下游冲积平原，是福建省厦门、泉州、漳州闽南地区金三角中心地带，海峡西岸经济区最重要的核心区域之一，具有上承长三角经济区、下接珠三角经济区、左连江西等内陆经济区、右应台湾海峡经济区的独特区位条件。全市总面积1128平方公里，总人口79万。改革开放以来，龙海市抓住国务院批准为首批沿海开放县的有利契机，充分发挥区位、港口、资源等综合优势，先后规划建设56片工业小区，总规划面积1.3万亩，发展交通基础设施，建设工业园区，构筑工业走廊，拥有优越的区位优势。

龙海市经济一直保持快速发展，2010年，全市实现生产总值357.02亿元，比增15.1%，其中第一产业增加值39.73亿元，增长4.2%；第二产业增加值210.08亿元，增长19.4%；第三产业增加值107.22亿元，增长10.3%。三次产业结构比例由上年的12.4:62.6:25.0调整为11.1:58.9:30.0；蝉联全国最具投资潜力中小城市百强，荣获全国中小城市综合实力和最具区域带动力中小城市“双百强”、中国全面小康成长型百佳县（市）。

图1 龙海市近年来生产总值构成

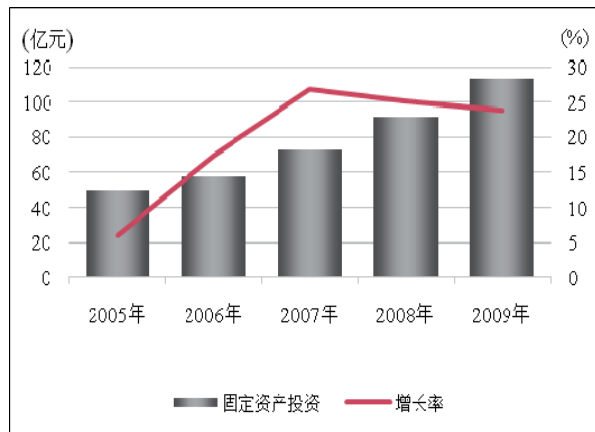


资料来源：龙海市统计局

近年来，龙海市重视加快城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资增幅明显，2010年龙海市共完成全社会固定资产投资额159.03

亿元，比增 40.4%。全市 72 个在建重点项目完成投资 74.2 亿元，完成年度计划的 103.1%，占全社会固定资产投资 46.6%。福欣特殊钢、正新橡胶、联盛纸业、圣莉雅环保壁纸等重大项目均已开工建设。完成工业固定资产投资 70 亿元，占全社会固定资产投资 45.5%。

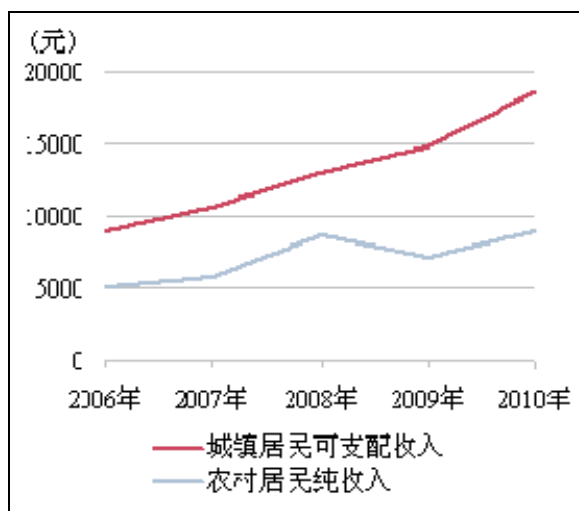
图 2 龙海市经济发展概况（单位：亿元/%）



资料来源：龙海市统计局

龙海市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高，2010 年龙海市城镇居民人均可支配收入 16662 元，比上年增长 12.2%；农村居民人均纯收入 8056 元，增长 12.1%。

图 3 龙海市人均收入水平



资料来源：龙海市统计局

龙海市城市竞争力的持续提升，将为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。

2. 未来发展规划

十二五期间，龙海市具体目标为：全市生产总值年均增长 14% 以上，城乡居民收入年均增长 12% 以上，高新技术产业增长值占 GDP 比重 32% 以上。到 2015 年，钢铁制品产业和食品工业的年产值达到 300 亿元以上，汽车汽配、造纸及相关产业年产值达到 200 亿元以上，家电电子、电力工业产业年产值达到 100 亿元以上，服务业增加值比重达到 32% 以上。

十二五期间，龙海市发展的主体定位为：海峡西岸富裕繁荣的现代化工贸港口城市。围绕这个发展定位，龙海市拟发挥龙海对台优势和台商投资区的集聚效应，以石油化工、先进制造业、战略性新兴产业、现代农业和现代服务业为重点，主动承接台湾钢铁、机械、船舶、汽车、电子信息、生物制药、新能源新材料等产业转移，加强龙台产业深度合作。

在基础设施建设方面，龙海市将采取适度超前的原则，统筹安排综合交通、能源、市政公用等基础设施建设。重点强化综合交通功能，构建现代化综合集疏运系统；完善城乡给水系统。2009 年 5 月 4 日，国务院通过了《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，要求福建省到 2012 年，“在优化结构、提高效率、降低消耗、保护环境的基础上，人均地区生产总值接近或达到东部地区平均水平”，且“服务两岸直接“三通”的主要通道基本形成并不断完善，两岸人民交流合作的前沿平台功能更加凸显”。

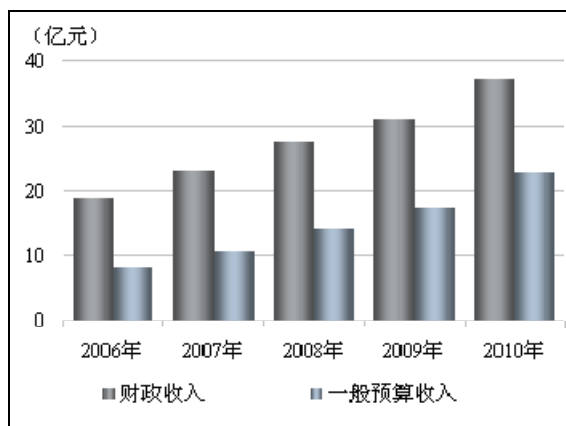
作为福建省建设海峡西岸经济区战略规划的一部分，福建省政府已制定了《福建省台商投资区海关特殊监管区和开发区拓展提升方案》并上报国务院，拟在龙海市角美镇申报国家级台商投资区。此投资区与厦门海沧台商投资区接壤，规划面积 60.2 平方公里，可供开发建设用地 38.4 平方公里，重点发展消费电子、交通运输设备、光电电子、节能环保新材料等产业。角美台商投资区的设立必将为龙海市发展注入空前活力。

总体看来，龙海市是福建省漳州市所辖的唯一县级市，区位优势明显，近几年经济发展情况良好。2009年，国家颁布实施“海西经济区发展意见”，为加快海西建设发展创造了历史性的重大机遇，注入了强大的动力。地处对台前沿，作为海西的重要组成部分和重要台商投资密集区之一的龙海市经济发展将为公司的发展提供了有力的支持。

四、政府支持

1. 区域财政实力

图4 2006~2010年龙海市财政收入情况



资料来源：龙海市统计局

公司作为龙海市基础设施和公益事业建设、投资和运营的主要实体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力。

2010年，龙海市财政总收入37.46亿元（不含漳州开发区），同比增长19.52%；其中一般预算收入22.87亿元，较上一年增长31.44%。

除了预算内核算财政资金外，龙海市财政资金来源还包括上级补助收入、政府性基金收入和预算外收入等，按此口径，2008~2010年龙海市财政可控收入合计分别为26.57亿元、30.10亿元和39.85亿元（见表1）。

龙海市财政可控资金总额稳定增加，财政平衡能力逐年增强。

表1 2008~2010年龙海市可控财力情况（亿元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
一般预算收入	14.30	17.40	22.87
上级补助收入	6.41	7.18	8.59
其中：返还性收入	0.61	0.68	0.69
财力性转移支付	2.90	2.43	2.65
专项转移支付	2.90	4.07	5.26
政府性基金收入	5.38	4.79	7.73
其中：土地出让收入	3.96	4.05	6.88
预算外收入	0.48	0.73	0.66
可控财力	26.57	30.10	39.85

资料来源：龙海市财政局；

注：可控财力=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入

龙海市地方财政收入的稳定增长为龙海市基础设施建设提供了可靠的资金支持和保障。

2. 政府支持

公司是龙海市政府的国有资产所有者产权代表及龙海市旧城区改造及相关市政基础设施建设的核心企业。公司业务发展得到龙海市政府的大力支持。

资产和资源注入

2009年8月31日，经龙海市人民政府龙政综【2009】245号文件批准，原由龙海市财政局管理的国有独资有限责任公司龙海城投依法划拨给公司管理，作为全资子公司管理，公司实力得到进一步增强。

2009年8月31日，龙海市财政局增资，公司注册资本由2.80亿元增加到4.50亿元。上述增资事项及累计注册资本情况业经漳州德信有限责任会计师事务所漳德会验字【2009】第104号验资报告审验。

2006年6月16日，龙海市人民政府以龙政综【2006】464号文件将原福建省龙海市电力公司的全部股权划转至公司，2007年5月原龙海市电力公司改制设立为福建省龙海市供电有限公司，注册资本20000万元，公司占49%股权。

政策支持

公司是龙海市基础设施建设和城市开发的核心，业务包括土地整治储备（包括动拆迁、“五通一平”和配套管网的建设等）和城市基础设施

项目建设，因此，土地出让收入返还是公司最主要的收入来源。

根据龙海市政府与公司之间的土地合作开发协议规定，公司在完成相关土地的整治后，通过国土部门办理出让手续，国土部门按照文件规定比率在扣除部分土地出让净收益后，将剩余土地出让金及前期土地开发成本全额返还给公司，在“主营业务收入”科目反映。其中，土地出让净收益为土地出让收入扣除出让环节的相关税费，再扣除为使该土地达到可出让状态所发生的全部成本（包括分摊的相关道路、绿化等配套市政项目的支出）。

表2 2008年~2010年龙海市财政确认公司土地出让金
返还及土地出让情况

(单位: 万元)

年份	2008年	2009年	2010年
土地出让收入	17239.62	34559.44	22526.06
土地出让情况	22871.80	45850.00	29630.00

资料来源：公司提供。

注：土地出让情况详见下表5。

2009年11月，龙海市人民政府与公司签订了新一期的委托土地开发和收益共享协议。按照协议规定，龙海市人民政府委托公司对锦江大道（三期）工程范围内的土地按照政府统一安排进行土地收储和开发，开发土地范围包括海澄片区、东园片区和浮宫片区三大片区，面积达到3288亩。公司将开发土地进行挂牌出让后，取得净收益（指成交价扣除国土规费、财政税费、公司垫付开发费用等）的70%。

资金支持

公司作为龙海市城市建设核心企业，日常投资的城市基础设施项目在资金方面，得到龙海市政府的大力支持。2007~2010年，公司累计获得龙海市政府基础设施建设资金支持2.39亿元。

政府回购

针对本期债券募集资金投资的项目，龙海市人民政府与公司全资子公司龙海城投签订了

《投资建设与转让收购协议》，该回购协议总金额为27.45亿元（其中项目本金17.77亿元），付款期限为8年。龙海市人民政府承诺，在本协议约定的支付期限内无条件支付至龙海城投开立的指定账户，否则视为未支付。

近年来，龙海市地方财力增长迅速，区域经济实力稳步增长，有望为公司未来业务发展提供有力的支撑。

五、公司人员素质

1. 公司高管人员情况

目前公司高管人员包括董事长、副董事长、董事、总经理、副总经理合计7人。

公司董事长周建明先生，现年50岁，本科学历，历任龙海市平和县政府副县长，现兼任龙海市政府副市长。

公司总经理罗进章先生，现年40岁，本科学历，现兼任龙海市财政局副主任科员。

公司高管人员具有丰富的政府和企业工作背景，管理能力和管理水平较高。

2. 公司本部员工情况

截至2010年底，公司本部在职人员34人，其中具有中、高级职称的人员7人，占总人数的20%。从文化程度来看，大专以上学历人员占74%，高中或中专学历人员占26%；从年龄分布来看，50岁以上人员占8.8%，30~50岁占55.9%，30岁以下占35.3%。公司员工整体素质较高，年龄结构满足公司经营管理的需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司的股东是龙海市财政局，根据《公司法》相关规定，公司不设股东会，由龙海市财政局履行出资人职责，决定公司经营发展过程中的重大事项。

公司建立并完善了董事会、监事会和经营

管理等工作制度。董事会是公司经营决策机构，每届任期三年，由 9 人组成，设董事长 1 人、副董事长 1 人；董事长、副董事长由龙海市人民政府指定，董事长为公司法定代表人。

目前公司设总经理 1 人，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。公司下设办公室、资产管理部、财务部和融资管理部等 4 个职能部门。公司部门设置较为简单，基本满足目前管理需要。

2. 管理制度

为了规范公司日常管理和运作，公司制定了一系列管理制度，如《财务管理制度》、《工程项目管理制度》、《投资管理制度》等，制度体系较为完善。

投资管理方面，各投资项目由项目提出单位提出项目建议，并编制可行性报告及实施方案，按审批程序及权限报送公司总部主管领导审核，其中投资 100 万元以上的项目均列为重大投资项目，凡达到立项要求的重大投资项目，需由总经理办公室或董事会签署予以确立。项目的运作管理原则上由公司分管项目投资的副总经理及项目负责人负责。并由公司采取总量控制、财务监督、业绩考核的管理方式进行管理，项目负责人对主管副总经理负责，副总经理对总经理负责。

工程项目管理方面，公司制定了《工程项目管理制度》，在分包合同管理、工程质量管理、工期管理、工程款管理、采购管理及文档管理等各方面都制定规范的制度。其中工程款管理方面，要求每月 5 日前由项目经理制定本月应收应付资金计划表报财务部，施工管理部严格按工程进度和合同约定的比例付款。

对外融资和担保方面，公司执行借款和担保限额管理，全部借款的最高限额以及为子公司信用担保的最高限额，需报董事会审批后下达执行。其中借款金额在 300 万元以上的，由财务部管理人员加签同意后报董事长审批；原则不对公司外进行担保，对子公司提供担保时，

担保额在 2000 万元以上的，一律由财务部管理人员加签后报董事长审批，并经董事长办公会议通过。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，管理制度比较规范，管理风险较低。

七、公司经营

1. 公司经营状况

公司是龙海市政府设立的国有独资公司，受龙海市政府委托运营龙海市国有资产，进行城市基础设施建设并主导龙海市土地收储和开发、自来水供应、污水处理。

表3 2008~2010年公司业务收入主要构成情况

(单位: 万元)

项目	2008年	2009年	2010年
主营业务收入	19070.77	37136.09	28272.94
其中：土地开发	17239.62	34956.31	22526.06
自来水销售	1573.18	1708.72	1814.90
污水处理费	257.96	471.06	478.57
房地产销售			3453.42

资料来源：公司提供。

由上表可以看出，公司收入主要由出让土地所获得的出让金、自来水销售、污水处理费及房地产销售收入构成，其中土地出让金占绝大部分（每期均超过60%）。公司主要业务由下属子公司进行开展，公司本部主要执行管理职能，下文主要分析各子公司业务经营情况。

2. 公司主要业务状况

城市基础设施建设业务板块

公司的市政配套设施建设业务由全资子公司龙海城投经营，该公司成立于 2004 年 2 月 23 日，注册资本 4.3 亿元。龙海城投作为龙海市唯一的城市基础设施建设企业，是龙海市市政道路建设、配套管网建设以及旧城区改造的核心企业。

龙海城投自成立以来，先后实施了西溪大桥、西浮路改建、紫崴绿地二期、紫崴路拓宽改造、工农路改建、东园工业区基础设施配套、

锦江大道一期等龙海市重点工程。其项目建设资金主要来源于政府基础设施建设项目资本金、银行贷款、公司历年获取的土地收益，近年来，龙海城投项目投资情况见下表。

目前，龙海城投在建项目包括龙海市人民西路管网配套工程、人民路（港口桥至西溪）管网配套工程、锦江大道二期工程等。

表4 2008年~2010年龙海城投项目投资情况

(单位: 万元)

	投资项目	项目投资总额	政府投入
2008 年	土地开发支出	2316.86	
	基础设施建设支出	17459.82	1850.00
小计		19776.68	1850
2009 年	土地开发支出	690.28	
	基础设施建设支出	44227.35	6368.00
小计		44917.63	
2010 年	土地开发支出	4204	0
	基础设施建设支出	34195	3000
小计		38399	3000

资料来源: 公司提供。

龙海城投未来的资本支出主要为龙海市规划的基础设施和公共设施项目支出，将在完善现有配套市政基础设施的基础上，积极、稳妥的推进开发城市基础设施建设。龙海城投未来重点投资项目为龙海市龙江大桥项目、龙海市龙江大道项目和漳州沿海大通道龙海段项目。其中，龙海市龙江大桥项目总投资3.93亿元；龙海市龙江大道项目总投资5.35亿元；漳州沿海大通道龙海段项目总投资8.49亿元。三个项目总计投资17.77亿元，项目资金来源除去公司债券募集资金外，剩余资金通过公司自筹和银行贷款解决。在未来发债期限内，龙海市市政府对以上3个项目采用回购模式，应收账款总额达到27.45亿元，回购期限为8年。

未来随着龙海市旧城改造力度日益扩大，基础设施投入规模逐步加大，龙海城投作为龙海市城市建设的核心企业，未来资金需求进一步加大，但鉴于重点建设项目一般采取政府回购的方式，在一定程度保证了公司的经营收益

以及现金流的稳定。

土地收储和开发

公司受龙海市政府和市土地储备中心委托，负责市重点工程投资建设项目规划控制范围内土地的整理、熟化和收储工作。公司将其重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由龙海市土地储备中心通过招、拍、挂等手段出让，所得收入上交龙海市财政局；龙海市财政局将土地出让金纯收益连同征收、熟化土地的成本拨付给公司，剩余土地出让净收益公司按照文件规定比率获得部分收入。公司土地整理项目前期开发资金主要来源于自筹和银行贷款。近年来，公司土地出让情况见下表。

表5 公司通过挂牌方式出让土地情况

出让时间	出让土地合同编号	土地面积(亩)	出让金额(万元)	出让均价(万元/亩)
2008年	龙国投土收储[2007] 01 号	30.53	11500.00	376.63
	龙国投土收储[2008] 01 号	59.32	682.20	11.50
	龙国投土收储[2008] 02 号	38.21	439.60	11.50
	龙国投土收储[2007] 02 号	20.49	10250.00	500.32
小计		148.55	22871.80	153.97
2009年	龙国投土收储[2008] 06 号	89.67	9200.00	102.60
	龙国投土收储[2008] 07 号	101.76	9300.00	91.39
	龙国投土收储[2008] 08 号	74.24	6800.00	91.59
	龙国投土收储[2008] 09 号	63.23	6150.00	97.26
	龙国投土收储[2008] 010 号	63.53	7150.00	112.55
	龙国投土收储[2008] 011 号	59.41	7250.00	122.03
小计		451.84	45850.00	101.47
2010年	龙国土资[2010]316 号	274.92	29630.00	107.78
小计		274.92	29630.00	107.78
合计		875.31	98351.80	112.36

资料来源: 公司提供。

表6 2008年~2010年公司土地出让经营情况

(单位: 万元)

年份	2008年	2009年	2010年
土地开发收入	17239.62	34956.31	22526.06
土地开发成本	3090.10	13826.76	9020.42

资料来源: 公司提供。

未来几年内，公司土地整理、收储业务重点发展区域主要为锦江大道（三期）工程，总面积大约为3288亩，包括：海澄片区，该片区位于龙海市海澄镇北部，面积312亩；东园片区，该片区位于南溪出海口西岸，面积1660亩；浮宫片区，该片区位于浮宫镇霞威村，面积1316亩。按照龙海市人民政府与公司最新签订的《委托土地开发和收益共享协议》规定，公司委托开发以上指定区域范围内的土地出让后，可以取得净收益（指成交价扣除国土规费、财政税费、前期公司垫付的开发费用等）的70%。

公司可以通过土地整理开发获取较为丰厚的利润，但联合资信也关注到土地整理开发的前期投入资金量较大，项目开发时间较长，土地出让的结果波动性较大以及公司土地开发的资金主要通过自筹和银行贷款解决等不确定因素。

保障性住房建设

公司的保障性住房建设由公司（全资子公司龙海城投）全资子公司龙海市城晖房地产开发有限公司（以下简称“城晖房产”）和龙海市城投房地产开发有限公司（以下简称“城投地产”）经营。其中城投地产成立于2009年2月，目前公司还处于成立初期，项目尚未开展；城晖地产成立于2005年11月，注册资本1000万元，主要从事房地产开发业务。以上两家公司2009年均由于资产规模较小，未纳入合并范围，按照权益法进行核算。2010年两子公司纳入合并报表范围。下文主要分析城晖房产。

城晖房产自2005年成立以后，经过2年筹备，2008年初龙海市政府确定由该公司在龙海市傍山镇柯坑村分三期建设龙海市保障性住房，计划征地114亩，总建筑面积13.7万平方米，建成经济适用房约1308套，廉租房约366套。

城晖房产开发的房产项目均为政府保障性住房项目，项目土地全部为政府划拨用地，项目资金来源也因项目性质不同有所区别，廉租房项目资金主要依靠政府财政支持，包括国家、福建省及龙海市财政配套资金；经济适用房项

目前期主要依靠城晖房产自筹解决，项目达到预售标准时，可以先期出让获取建设资金，定价为成本加成5%的管理费用。截至目前，城晖房产已完成保障性住房项目情况见下表。

表7 截至2010年底城晖房产项目建设情况

	经济适用房	廉租房
小区名称	民生小区一期	民生小区一期
投资金额（万元）	7699	1420
资金来源	单位自筹、商业贷	财政拨款、中央预算
建筑户数（户）	438	90
已售户数（户）	436	90
建筑面积（平方米）	35576	6379
项目进展	已竣工，部分交付	已竣工并交付使用

资料来源：公司提供。

城市供水

公司自来水供应业务由全资子公司龙海市龙水自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）经营。自来水公司在原来的龙海市自来水公司的基础上改制设立，注册资本人民币5000万元。截至2010年底，自来水公司资产总额17036万元，所有者权益3403万元；2010年实现主营业务收入1814.90万元。

自来水公司是龙海市居于主导地位的自来水供应商，供水面积约占市域面积的60%。目前，该公司下属一个自来水厂，日供水能力8万吨，日平均供水达到4万吨；自来水用户数达到3.5万户，其中80%均为居民用水，因而平均水价较低，自来水公司近年来均为亏损经营，具体经营情况见下表。

表8 2008年-2010年自来水公司经营情况

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
平均日制水量（万立方米）	1765.72	1700	1800
售水量（万立方米）	1200.69		1390
主营业务收入（万元）	1573.18	1708.72	1814.90
利润总额（万元）	-390.71	-350.76	-575.90

资料来源：公司提供。

未来，自来水公司主要投资项目为自来水厂扩建二期项目，项目资金主要来源于政府财政资金。项目完工后，自来水厂的供水能力达到12万吨，工业及商业用水比例有望进一步提

升，从而提高平均水价，自来水公司经营状况将得到改善。

作为占据龙海市城区主导地位的自来水供应商，随着工业化和城市化进程的加快，公司的自来水业务将长期保持稳定增长。

污水处理

公司的污水处理业务由全资子公司龙海市污水处理有限公司（以下简称“污水公司”）经营。污水公司成立于 2005 年 11 月，注册资本 1500 万元，负责对龙海市（不含紫泥分区）区范围内所有排放污水的单位及个人（含自备水水源取水）污水处理费的征收及管理。收取的污水处理费专项用于城市污水集中处理设施的建设、运行和维护。截至 2010 年底，污水公司资产总额 4117.25 万元，所有者权益 1634.03 万元；2010 年度该公司实现营业收入 478.57 万元。

龙海市城市污水处理一期工程总投资 1.33 亿元，其中厂区部分总投资为 5805.00 万元，建设规模为日污水处理能力 5.0 万吨，有福建圣泽龙海水务有限公司采取 BOT 方式投资建设，运营期为 29 年，已累计投资 11390 万元，建成一组日污水处理规模 2.5 万吨的工程设备，并已投入运行；厂外配套管网部分总投资为 7534 万元，建设规模为 50.43 公里污水管网及 4 座污水提升泵站，有龙海城投负责筹建，现已累计完成投资 6799 万元，铺设污水管网 41 公里及建成 2 座污水提升泵站，项目资金主要来源于政府财政资金补助。

国有资产管理

公司作为龙海市政府的国有资产所有者产权代表，承担国有资产收益收缴和产权处置收入。目前，公司主要的国有资产包括福建省龙海市供电有限公司（以下简称“供电公司”，公司拥有股权 49%）、招商局漳州开发区有限公司（公司拥有股权 5%）、福建省新华发行（集团）有限责任公司（公司拥有股权 1.15%）及漳州开发区招商原水有限公司（成立于 2009 年初，公司拥有股权 30%），其中公司每年投资收益基本

上全部来源于供电公司。

供电公司为公司联营企业，2007 年 5 月在原龙海市电力公司的基础上改制设立，注册资本 20000 万元，公司占 49% 股权。主要经营龙海市行政辖区内的 110KV 及以下城乡网购售电、供用电经营业务。公司已对该公司的长期股权投资进行了权益法核算。截至 2010 年 12 月 31 日，供电公司资产总额 73491 万元，所有者权益 50221 万元；2010 年度供电 17.9 万千瓦时，实现营业收入 102458 万元，净利润 3492 万元。近年来，供电公司具体经营情况见下表。

表9 2008年-2010年供电公司经营情况

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
供电量（亿千瓦时）	15.65	23.15	17.90
资产总额（亿元）	5.64	6.02	7.35
主营业务收入（亿元）	7.62	8.25	10.25
净利润总额（亿元）	0.37	0.34	0.35

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2008~2010 年度合并财务报表已经江苏天华大彭会计师事务所审计并出具标准无保留意见。

从合并范围来看，纳入合并范围的子公司主要是资产总额较大的子公司，包括龙海城投、自来水公司、污水处理公司 3 家会计核算主体。其中龙海市城市建设投资开发有限公司、龙海市自来水公司分别于 2009 年 8 月、2009 年 10 月通过划拨和改制设立成为公司全资子公司，污水处理公司成立于 2005 年 7 月，为龙海市城市建设投资开发有限公司全资子公司。注册资本人民币 1500 万元。审计报告在假设母子公司架构自始即存在且相关业务口径相同，经营的主要资产和业务在整个报告期间已一致地存在且合法有效的基础上编制而成。城晖房产及城投地产两家公司 2009 年均由于资产规模较小，未纳入合并范围，按照权益法进行核算。2010 年两子公司纳入合并报表范围。2008~2010 年合并财务报表的财务数据的可比性强。

截至2010年底，公司合并资产总额81.77亿元，所有者权益42.43亿元；2010年实现主营业务收入2.83亿元，利润总额1.25亿元。

1. 资产质量

2008~2010年，公司资产规模增长幅度较

大，三年总资产复合增长率达80.73%。其中2010年增长最为明显。截至2010年底，资产总额为817675.92万元，较2009年底增长86.74%。年复合增长速度占前五位的资产分别是无形资产（3732.68%）、货币资金(243.70%)、预付账款（228.46%）、存货（126.52%）和在建工程（85.00%）（见表10）。

表10 2009~2010年资产变化较大科目 （单位：万元）

科目 (%)	2009年	占总资产比例	2010年	占总资产比例	三年复合增长率
货币资金	45756.64	10.45%	73308.10	8.97%	243.70%
预付账款	3498.99	0.80%	2175.49	0.27%	228.46%
存货	8673.75	1.98%	17795.94	2.18%	126.52%
流动资产合计	176187.48	40.24%	251380.41	30.74%	89.91%
在建工程	55696.86	12.72%	98736.52	12.08%	85.00 %
无形资产	24653.51	5.63%	280349.69	34.29%	3732.68 %
资产总计	437878.29	100.00%	817675.92	100%	80.73%

资料来源：审计报告

流动资产

截至 2010 年底，公司流动资产合计 251380.41 万元。公司流动资产的主要构成科目为货币资金（29.16%）、应收账款（37.73%）和其他应收账款（25.15%）。

2008~2010 年，公司货币资金增长快速。截止 2010 年底，公司货币资金总额 73308.10 万元，较上年增加 27551.46 万元，增长率达 60.21%，主要由大量融资借款收到现金致。

2008~2010 年，公司应收账款增长较快。三年复合增长率 58.53%。截至 2010 年底，公司应收账款余额 94855.57 万元。从账龄看，1 年以内的应收账款占 23.82%，1~2 年的占 36.43%，2~3 年的占 18.17%，3 年以上的占 21.58%，从账龄来看公司应收账款账龄较长。但从应收账款的欠款客户看，最大的欠款客户为龙海市财政局，欠款额达到 94783.23 万元。整体看，公司应收账款不能回收的风险较小，但实际现金流回收速度可能会对公司项目建设及正常经营资金运转造成影响。

2008~2010 年，公司其他应收款保持稳定增长，三年复合增长率 69.23%。截至 2010 年底，公司其他应收账款余额 63223.49 万元。从

账龄看，1 年以内的占 33.02%，1~2 年的占 33.45%，2~3 年的占比 9.52%，3 年以上的占 24.02%，从账龄来看公司其他应收款账龄较长。从其他应收款的应收对象看，最大的为龙海市财政局，其余包括龙海市角美城市发展有限公司、龙海市东跃城市建设有限公司、龙海市南太武发展有限公司和龙海市翔龙经济发展有限公司。整体看，公司其他应收款回收的可能性较大，不能偿还风险较小，但会影响公司建设项目及正常经营资金运转。

非流动资产

2008~2010 年，公司长期股权投资保持稳定并有所增长。2010 年底，长期股权投资余额 37536.10 万元，其中对福建省龙海市供电有限公司、漳州开发区招商原水有限公司等联营及合营公司的投资额为 26760.28 万元，占长期股权投资总投资额的 71.29%。2010 年长期股权投资较 2009 年增长 15.46%，保持平稳增长，主要是 2010 年新设立的福建红树林投资开发有限公司和龙海市国投弘业资产管理有限公司 2 家子公司的股权投资共 2167.70 万元，同时 2010 年公司向漳州开发区招商原水有限公司增资 1195.12 万元。

2008~2010年,公司固定资产规模平稳增长。截至2010年底,公司固定资产净值18360.08万元,三年复合增长率53.57%,主要是房屋和运输设备增加导致,公司累计计提折旧10515.89万元。

2008~2010年,公司在建工程增长较快,年复合增长率为85.00%。截至2010年底,公司在建工程98736.52万元,主要为龙海市水务及市政设施建设工程,另有1316.32万元为酒店工程。

2008~2010年,公司无形资产大幅增加,年复合增长率为3732.68%,原因为2009年政府授权公司管理的水电土地使用权价值24459.50万元,该地块系划拨土地使用权,无规定使用年限,不摊销;2010年合并范围的公司控股子公司龙海双第华侨建设发展有限公司拥有划拨土地使用权4宗,总面积25069400平方米,评估价值255712.27万元,由于投入的价格基础为商住用地,暂按50年进行摊销。

2008~2010年,公司其他长期资产数额较大并保持稳定增长,三年复合增长率4.65%。2010年公司其他长期资产为131489.25万元,其他长期资产主要是公司建设的城市基础设施项目和政府划拨管理的基础设施项目,增加原因主要为公司建设完成的基础设施项目结转所致,另有一部分是政府授权管理的项目增加。

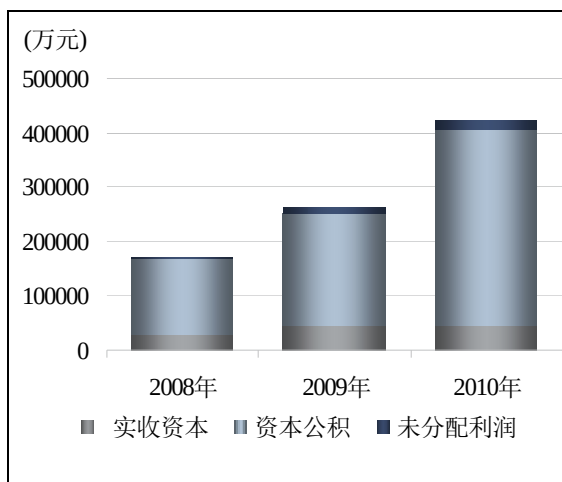
综上所述,公司资产规模大,受公司经营特殊性的影响,公司资产结构以市政资产为主,整体资产变现能力低。

2. 负债及所有者权益

2008~2010年,公司的所有者权益呈快速增长趋势(见图5)。主要表现为实收资本、资本公积(政府划拨的道路桥梁、国有资产股权、水电站等资产及财政拨款转入)及未分配利润的增长。截至2010年底,公司所有者权益424271.00万元,主要由实收资本45000.00万元,占10.61%,资本公积360041.77万元,占84.86%和未分配利润17061.13,占4.02%组成。

公司所有者权益的稳定性一般。

图5 公司所有者权益变动图



资料来源:公司审计报告

截至2010年底,公司负债总额290641.08万元,其中流动负债占41.81%,长期负债占58.19%,考虑到公司特殊的经营职能,负债结构基本合理。

公司流动负债增长较快,2008~2010年,三年复合增长率为68.71%,主要是应付账款、应交税金及其他应付款的增加,截至2010年底,流动负债为121509.80万元,其中应付账款占14.11%、应交税金占13.65%、其他应付款占53.85%。

2008~2010年公司应付账款快速增长,年复合增长率为737.17%。截至2010年底,公司应付账款为16583.14万元,其中一年以内占60.74%,1~2年占38.77%,主要为未结算的工程款项。造成2010年公司的应付款项较2009年增长138.39%。

2008~2010年公司其他应付款增长较快,年复合增长率为80.28%。截至2010年底,公司其他应付款65433.77万元,主要为与龙海市财政局往来款。

2008~2010年公司长期负债增长较快,三年复合增长率为111.93%,截至2010年底,长期负债总额169131.28万元,主要为长期借款(占86.90%),截至2010年底,长期借款余额146979.45万元,长期债务有较大幅度增加,但

考虑到公司目前长期贷款得到龙海市市政府的大力支持，公司长期债务负担尚在可以承受范围内。

2008~2010年，公司资产负债率和全部债务资本化比率指标随着公司所有者权益增长有所下降，2010年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为35.54%和23.56%，较2009年分别下降了4.23个百分点和6.76个百分点。2010年长期债务资本化比率21.81%，较2009年上升了1.34个百分点，整体债务水平进一步降低。

3. 盈利能力

公司主营业务收入波动上涨，年复合增长率为21.76%。2008~2010年公司分别实现主营业务收入19070.77万元、37136.09万元、28272.94万元，公司主营业务收入来自土地开发、自来水销售、污水处理费和房地产销售，其中确认的与土地开发有关的收入分别为17239.62万元、34956.31万元、22526.06万元，占各年全部收入的比重均较高，分别为：90.40%、94.13%和79.67%（见表11），是公司主要收入与利润来源。公司自来水销售为子公司——龙海市滨港自来水有限公司的主营业务，三年分别为1573.18万元（占8.25%），1708.72万元（占4.60%）和1814.90万元（占6.42%）。2008~2010年，污水处理是子公司龙海市污水处理有限公司的主营业务，目前污水处理收入占公司收入比重较小，2008~2010年分别为257.96万元、471.06万元和478.57亿元，考虑到污水处理收费价格及处理量的逐渐提高，收入预计呈稳定增长态势。2010年公司子公司城晖房产及城投地产开始销售保障性住房，获得收入3453.42万元，占年全部收入的比重的12.21%。

表11 2008~2010年收入占比与毛利率情况

项 目	2008年		2009年		2010年	
	收入占比	毛利率%	收入占比	毛利率%	收入占比	毛利率%
土地收入	90.40	82.02	94.13	60.45	79.67	59.96
自来水销售	8.25	-23.1	4.60	-17.9	6.42	-27.50
污水处理费	1.35	--	1.27	47.99	1.69	23.73
房地产销售					12.21	3.86
收入合计（万元）	19070.77		37136.09		28272.94	
主营业务利润率	69.82		49.28		40.16	

资料来源：审计报告

从盈利指标看，2008~2010年，公司主营业务利润率分别为69.82%、49.28%和40.16%，波动的原因是各年开发土地出让用途不同，商业用地和住宅用地等出让价格差异较大。由于目前公司的土地开发收入仍占整个收入的绝大部分，加上公司有较充裕的土地开发项目储备，预计公司未来的收入毛利率将维持较为稳定的水平。

2008~2010年，公司获得补贴收入分别为1550.00万元、419.91万元和5066.00万元。

2008~2010年，公司获得投资收益分别为1775.19万元、1697.06万元和1452.42万元，主要来自公司所持有的龙海市供电有限公司（股权比例49%）。

整体看，土地开发业务收入是公司债务偿还的有力支撑。值得关注的是，土地开发收入和其他政府专项补贴的稳定性对公司整体盈利具有很大影响。

4. 现金流

经营活动方面，2008~2010年经营性现金流量净额分别为-3584.94万元、5437.27万元、-5917.73万元。其中，2008年度的经营性现金流量为负，主要是由于当年收到的其他与经营活动有关的现金较少导致；2010年度的经营性现金流量为负，主要是由于当年支付的其他与经营活动有关的现金较多导致（见表12）。三年经营性现金流量净额合计为-4065.40万元，

与净利润合计数 29836.08 万元存在较大差距，主要是财政应当拨付的土地开发收入未及时拨付所致。

表 12 2008~2010 年现金流主要数据 (单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量:			
现金流入小计	12341.10	30863.86	30454.68
现金流出小计	15926.04	25426.59	36372.41
经营活动产生的现金流量净额	-3584.94	5437.27	-5917.73
二、投资活动产生的现金流量:			
现金流入小计		980.00	1470.84
现金流出小计	15060.77	49982.11	40667.67
投资活动产生的现金流量净额	-15060.77	-49002.11	-39196.83
三、筹资活动产生的现金流量:			
现金流入小计	22096.44	112413.09	110613.89
现金流出小计	13784.69	29297.24	37947.86
筹资活动产生的现金流量净额	8311.75	83115.84	72666.03
五、现金及现金等价物净增加额	-10333.95	39550.99	27551.46

资料来源: 审计报告

投资活动及筹资活动方面, 2008~2010 年公司筹资活动现金流量净额分别为 8311.75 万元、83115.84 万元和 72666.03 万元; 而对应上述期间的投资活动现金流量净额分别为 -15060.77 万元、-49002.11 万元和 -39196.83 万元; 可见, 筹资活动增加的现金流量主要用于公司的投资活动(包括公司建设的基础设施项目和对外投资等)及补充公司的营运资金。

从现金流情况来看, 公司土地转让收入实际到位资金很少, 需要合理安排投资活动规模及进度, 及时回收现金流, 才能更好维持公司的日常经营活动, 确保公司投资项目的顺利进行。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2008~2010 年公司流动比率分别为 163.28%、195.39% 和 206.88%, 流动比率逐年升高主要是由货币资金及应收账款的逐年大量增加导致, 然而应收账款多为龙海市财政局欠款, 虽然回款较有保证, 但是从账龄来看, 1 年以上的应收账款达 76.18%, 因此应收账款短期回款能力差, 应创

除应收账款对流动比率的影响, 刨除后流动比率为 74.86%、114.98% 和 128.82%。2008~2010 年公司速动比率为 155.15%、185.77% 和 192.24%, 刨除应收账款影响后为 66.73%、105.36% 和 114.15%。近三年公司经营现金流流动负债比指标分别为 -8.40%、6.03% 和 -4.87%, 波动较大, 比值偏低。但考虑到公司短期债务规模较小, 现金类资产相对较为充足, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看, 2008~2010 年, 公司 EBITDA 分别为: 12994.36 万元、16794.50 万元和 13882.08 万元, 2010 年由于利润总额的下滑, 公司 EBITDA 有所下降。筹资活动前现金流量净额利息偿还能力分别为: -64.95、-189.47 和 -367.61 倍; 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为: -0.46、-0.38 和 -0.28 倍, 这两个指标反映公司利润质量低, 未形成有效的现金流入, 致使公司依靠筹资来偿付债务及利息。未来公司应加大现金流回收力度。

2008~2010 年, 公司债务规模逐步增大, 截至 2010 年底, 公司全部债务合计 162479.45 万元, 2010 年全部债务/EBITDA 为 11.70 倍,

指标偏高，考虑到未来政府对公司重点投资项目采取回购的模式，公司偿债支付能力有望提高。

截至 2010 年底，公司无对外担保。公司与国家开发银行、中国建设银行、兴业银行等金融机构建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通，截至 2010 年底，公司共获得授信额度为 30 亿元，尚未使用的额度为 16.17 亿。

九、债权保护条款分析

公司拟发行的本期债券采用抵押控股子公司龙海建设所属土地使用权，并以公司日常生产经营所产生的收入及代建回购资金中提取部分资金建立专项偿债账户，用于本期债券的偿还。

本期债券发行完成后，公司将在龙海市国土资源局完成控股子公司龙海建设所属三宗土地使用权的抵押手续，以保障本期债券本息的如期兑付，一旦出现偿债困难，则变现抵押资产清偿债务。

1. 土地使用权抵押担保

抵押资产

公司为本期债券提供的抵押资产包括3宗土地使用权（土地使用权总面积共计18291300.00平方米，折合约为27436.95亩），土地位于龙海市双第华侨农场规划中的生态旅游度假区，土地使用权人为公司控股子公司龙海建设，土地用途为商业或住宅，使用权类型为划拨，价值总计184542.22万元（评估详细情况见附件2）。

资产评估

2010年11月，漳州华城资产估价有限公司以2010年10月22日为评估基准日对用于抵押的三宗土地进行了评估，出具了漳诚地估字（2010）（估）第027号、第029号、第030号《土地估价报告》，确认的地价总值为184542.22万元，为本期债券发行总额的2.31

倍。

抵押方案

公司及其控股子公司龙海建设公司承诺，合法、完整、有效地拥有龙特国用（2010）第 GHN0001 号、龙特国用（2010）第 GHN0003 号和龙特国用（2010）第 GHN0004 号三宗国有土地使用权，未设置任何形式的抵押、担保，也不存在司法冻结和其他任何第三方权利。公司将以上述土地使用权为 2011 年龙海市国有资产投资经营有限公司公司债券全体债权人设立抵押。

本期债券发行完毕后十五个工作日内，公司将办理上述抵押资产的抵押登记手续，并在二十个工作日内向抵押资产监管人移交相关文件。公司在债券存续期内每年聘请土地评估机构对抵押资产进行跟踪评估并及时披露。在本期债券存续期间，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。

为了维护全体债权人的合法权益，公司特为债券持有人聘请兴业银行股份有限公司漳州分行（以下简称“兴业漳州分行”）担任本期债券的债权代理人，同时为了保障抵押资产的安全，债权代理人聘请兴业漳州分行作为抵押资产监管人，对上述抵押资产进行监管。抵押资产监管人将严格承担监管责任，动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况，当抵押资产价值低于价值警戒线（为本期债券未偿付本息之和的1.5倍）时，有义务第一时间告知债权代理人，并督促公司补足差额。

抵押资产的追加机制和触发机制

抵押资产监管人应在收到资产评估机构出具的资产评估报告的十个工作日内计算抵押综合比率（抵押资产的总价值与本期债券未偿还本息之和的比率），一旦抵押综合比率低于1.5 倍时，或抵押资产发生影响债权持有人利益或抵押资产价值的任何情形致使需要追加抵押资产，则抵押资产监管人应按照《抵押资产监管协议》的要求通知并督促公司追加抵押

品以弥补价值差额部分。抵押资产监管人或债券持有人会议同意追加抵押资产的，公司和龙海建设应在五个工作日内，制作《追加抵押资产清单》，并提交抵押资产监管人。公司及龙海建设未实现协议约定的义务可能给本期债券的投资者造成重大风险或损失，债权代理人可有权要求提前清偿债权，并提前实现抵押权，以公开拍卖方式处分抵押资产。

抵押资产设定抵押的期限应能够覆盖本期债券存续期间。因特殊情况不能覆盖本期债券存续期间的，公司和龙海建设应在原有抵押期限到期前续办新的抵押登记，直至抵押期限覆盖本期债券存续期间。

法律意见

北京市君泽君律师事务所《2011年龙海市国有资产投资经营有限公司公司债券发行之法律意见书》对本期债券担保相关的协议及文件的批准与授权给出了如下的法律意见：本所律师认为，发行人为本次发行债券提供的担保符合《中华人民共和国物权法》、《中华人民共和国担保法》、《企业债券管理条例》、《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》及《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》等法律、法规和规范性文件的规定，各方当事人签订的上述协议书未违反国家法律、法规及规范性文件的规定，各协议合法有效。

2. 偿债账户和偿债机制

公司将设立偿债账户，专项用于本期债券的本息偿付。

偿债账户的资金计提方案

公司承诺按以下进度提取并固化本息偿债资金，并于本期债券付息日和兑付日前十个工作日内将偿债资金划拨到账。

偿债账户中的资金分为利息偿还资金和本金偿还资金两部分。本期债券每年付息一次，最后三期的利息随债券本金一并支付。为

保证及时、足额支付本期债券各期利息，公司将在各期利息支付日前的十个工作日内，将当期应付利息款项足额存入偿债账户，以确保利息的支付；本金偿债资金从存续期第四年末开始计提，存续期第四年末兑付日前十个工作日内提取金额不低于本金的30%；第五年末兑付日前十个工作日内提取金额不低于本金的30%；第六年末兑付日前十个工作日内提取金额不低于本金的40%。

偿债资金来源

偿债资金的来源包括：(1)公司的日常经营收入。该等日常经营收入主要有：出让土地所获得的出让金、自来水销售及污水处理费收入等；(2)2009年11月，公司与龙海市政府就龙海市龙江大道、龙江大桥和漳州沿海大通道龙海段三个项目签署《投资建设与转让收购协议》，协议约定，公司先行投入17.77亿元进行建设，龙海市政府将在2011年至2018年的8年内累计支付公司27.45亿元，回购上述三个项目。该协议保证了发行人未来几年收入的稳定，也是本期债券重要的偿付资金来源。

偿债账户的监管措施

按照公司、与兴业银行漳州分行（监管银行）签署的《账户及资金监管协议》，公司将在兴业银行漳州分行开立偿债账户。《账户及资金监管协议》明确约定偿债账户是专项用于本期债券本息偿付的账户，除本期债券的本金兑付和支付债券利息外，偿债账户资金不得用于其他用途。

监管银行应根据公司的指令，于债券每一付息日或兑付日（即T日）前3个工作日（即T-3日）将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。本期债券登记结算机构另有规定的，按登记结算机构的相关规定执行。

在本期债券还本付息日前5个工作日，若偿债账户内没有足够的资金用于支付当期应偿付债券本息，债权代理人可按《2011年龙海市国有资产投资经营有限公司公司债券持有

人会议规则》的规定召集债券持有人大会，由债券持有人大会决议实现债券债权的方式。如公司未按期兑付本期债券利息或本金，债券代理人可以根据《抵押资产监管协议》约定的方式实现抵押权。

3. 债权保护条款评价

公司拟发行的本期公司债券采用土地使用权抵押担保方式。公司用于抵押的自由资产不存在法律障碍。公司抵押资产评估价值约为本期债券额度的2.31倍。

联合资信认为，公司用于抵押的资产对本期债券的覆盖程度较高。但是，联合资信也注意到，抵押土地性质为划拨土地，资产价值未来的变现价值和可操作性存在不确定性。

根据本期债券的发行方案，公司建立了专项偿债账户，分期归集偿债资金，以保障本期债券的偿付。偿债资金主要来源于公司自身收益和代建回购资金，偿债资金具有一定的集中性，计提相对充分，计提方案明确，可操作性强，对本期债券偿还能够起到一定保障作用。

综上所述，公司用于抵押的土地有效提升了本期债券本息偿还的安全性。而公司封闭式专项偿债账户的设置对本期债券的到期偿还具有一定的保护能力。联合资信将密切关注公司偿债资金提取情况，并及时出具跟踪评级报告。

十、综合评价

在“海西经济区”发展战略的带动下，龙海市市域经济实力和政府财力发展迅速。公司作为龙海市国有资产经营管理和城市基础设施建设的重要主体，在龙海市市域内具有垄断地位。龙海市政府在土地出让政策、资产注入等方面均给予了公司较大程度的支持。

近年来，公司主营业务收入和资产规模均保持快速增长，债务负担基本合理。受益于公司土地出让业务快速增长，公司整体盈利能力

有所增强，但考虑到土地整理业务资金投入量大且出让成交时间稳定性较弱，对公司资金回流造成一定的压力；同时公司资本支出较大，面临一定的资金压力。考虑公司在龙海市基础设施建设领域所具有的区域垄断地位，以及近年来龙海市财政收入稳步增长的趋势，公司主体信用风险较低。

公司设立的土地资产抵押有效提升了本期债券本息偿还的安全性；同时公司为本期债券设立专项偿债账户，有助于当期债券的偿还；此外，分期归集、分期偿还本金的还款方式也有效地降低集中偿付风险。基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司下属公司情况表

公司名称	类型	注册资本(万元)	持股比例
龙海市城市建设投资开发有限公司	全资	43000	100%
龙海城投水务投资有限公司	全资	2000	100%
龙海市龙水自来水有限公司	全资	5000	100%
龙海市污水处理有限公司	全资	1500	100%
龙海市城投房地产开发有限公司	全资	1000	100%
龙海市城晖房地产开发有限公司	全资	1000	100%
福建城投置业有限公司	全资	2000	100%
龙海市国投弘业资产管理有限公司	全资	200	100%
福建红树林投资开发有限公司	全资	2000	100%
龙海市国投温泉开发有限公司	控股	1000	60%
龙海双第华侨建设发展有限公司	控股	1250	60%
龙海市滨港自来水有限公司	控股	50	80%
福建省龙海市供电有限公司	参股	20000	49%
招商局漳州开发区有限公司	参股	96000	5%
漳州开发区招商原水有限公司	参股	8000	30%
龙海食品罐头有限公司	参股	150 万美元	25%

附件 2 本期债券抵押资产情况表

(单位: 人民币万元)

土地座落	国有土地 使用权证号	权利人	面积 (平方米)	使用权 类型	评估价值 (万元/人 民币)
龙海市双第华侨农 场寨仔管区	龙特国用(2010) 第 GHN001 号	龙海双第华侨 建设发展有限 公司	9220200	划拨	90357.96
龙海市双第华侨农 场洲仔管区内	龙特国用(2010) 第 GHN003 号	龙海双第华侨 建设发展有限 公司	5132300	划拨	54402.38
龙海市双第华侨农 场天城管区	龙特国用(2010) 第 GHN004 号	龙海双第华侨 建设发展有限 公司	3938800	划拨	39781.88
合计			18291300		184542.22

附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	6205.65	45756.64	73308.10	243.70
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	37743.29	72504.05	94855.57	58.53
其他应收款	22076.63	45750.19	63223.49	69.23
预付账款	201.65	3498.99	2175.49	228.46
期货保证金				
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	3468.30	8673.75	17795.94	126.52
待摊费用	3.96	3.86	21.82	134.75
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	69699.47	176187.48	251380.41	89.91
长期投资				
长期股权投资	24067.58	32510.05	37536.10	24.88
长期债权投资				
长期投资合计	24067.58	32510.05	37536.10	24.88
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	24067.58	32510.05	37536.10	24.88
固定资产				
固定资产原值	16134.18	28034.71	28875.97	33.78
减：累计折旧	8349.18	9281.57	10515.89	12.23
固定资产净值	7785.01	18753.14	18360.08	53.57
固定资产净值减值准备	385.71	385.71	385.71	0.00
固定资产净额	7399.30	18367.43	17974.37	55.86
工程物资				
在建工程	28850.07	55696.86	98736.52	85.00
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	36249.36	74064.29	116710.90	79.43
无形资产及其他资产				
无形资产	190.85	24653.51	280349.69	3732.68
长期待摊费用	81.04	212.27	209.57	60.80
其他长期资产	120056.45	130250.70	131489.25	4.65
无形资产及其他资产合计	120328.34	155116.48	412048.51	85.05
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	250344.76	437878.29	817675.92	80.73

附件 3-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债				
短期借款		35000.00	10000.00	
应付票据				
应付账款	236.62	6956.38	16583.14	737.17
预收账款		1826.00	2416.40	
应付工资				
应付福利费				
应付利润（股利）				
应交税金	8155.12	15173.77	20735.07	59.45
其他未交款	43.88	131.93	199.40	113.17
其他应付款	20132.32	19162.24	65433.77	80.28
预提费用		56.24	642.04	
预计负债				
一年内到期的长期负债	14120.00	11867.62	5500.00	-37.59
其他流动负债				
流动负债合计	42687.93	90174.18	121509.80	68.71
长期负债				
长期借款	26548.06	67880.89	146979.45	135.29
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	1300.00	10166.00	13108.00	217.54
其他长期负债	9808.04	5917.93	9043.83	-3.97
长期负债合计	37656.11	83964.83	169131.28	111.93
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	80344.04	174139.01	290641.08	90.20
少数股东权益			102763.84	
所有者权益				
实收资本	28000.00	45000.00	45000.00	26.77
资本公积	140019.09	206591.05	360041.77	60.36
盈余公积	198.34	1313.00	2168.10	230.62
其中：法定公益金				
未分配利润	1783.29	10835.23	17061.13	209.31
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	170000.72	263739.29	424271.00	57.98
负债及所有者权益合计	250344.76	437878.29	817675.92	80.73

附件 4 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、主营业务收入	19070.77	37136.09	28272.94	21.76
减：主营业务成本	5035.80	16087.93	15019.45	72.70
主营业务税金及附加	719.23	2748.10	1899.50	62.51
加：代购代销收入				
二、主营业务利润	13315.74	18300.07	11353.99	-7.66
加：其他业务利润	35.76	-81.71	26.24	-14.33
减：营业费用	3.59	57.63	101.60	431.95
管理费用	4659.08	4443.09	5147.46	5.11
财务费用	-117.86	234.15	121.30	
其他				
三、营业利润	8806.68	13483.48	6009.88	-17.39
加：投资收益	1775.19	1697.06	1452.42	-9.55
补贴收入	1550.00	419.91	5066.00	80.79
营业外收入	0.93	7.00	0.69	-13.99
其他				
减：营业外支出	175.95	35.37	53.38	-44.92
其他支出				
加：以前年度调整				
四、利润总额	11956.85	15572.08	12475.60	2.15
减：所得税	1818.37	4425.48	3945.67	47.31
减：少数股东损益			-21.07	
加：未确认的投资损失				
五、净利润	10138.48	11146.60	8551.00	-8.16

附件 5 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
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	2448.78	2579.46	6649.03	64.78
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	9892.32	28284.39	23805.65	55.13
经营活动产生的现金流入小计	12341.10	30863.86	30454.68	57.09
购买商品、接受劳务支付的现金	3053.93	11922.71	11463.21	93.74
支付给职工以及为职工支付的现金	666.60	742.37	939.23	18.70
支付的各项税费	109.04	234.30	371.61	84.61
支付的其他与经营活动有关的现金	12096.46	12527.22	23598.37	39.67
经营活动产生的现金流出小计	15926.04	25426.59	36372.41	51.12
经营活动产生的现金流量净额	-3584.94	5437.27	-5917.73	28.48
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		980.00	1470.84	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流入小计		980.00	1470.84	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	15020.77	47182.11	35667.67	54.10
投资所支付的现金	40.00	2800.00	5000.00	1018.03
支付的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流出小计	15060.77	49982.11	40667.67	64.32
投资活动产生的现金流量净额	-15060.77	-49002.11	-39196.83	61.33
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	22.40	30000.00		-100.00
借款所收到的现金	22074.04	74855.39	72835.00	81.65
收到的其他与筹资活动有关的现金		7557.70	37778.89	
筹资活动产生的现金流入小计	22096.44	112413.09	110613.89	123.74
偿还债务所支付的现金	11939.54	440.74	25068.69	146.99
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1845.15	7414.56	12858.96	163.99
支付的其他与筹资活动有关的现金		21441.95	20.21	
筹资活动产生的现金流出小计	13784.69	29297.24	37947.86	65.92
筹资活动产生的现金流量净额	8311.75	83115.84	72666.03	195.68
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-10333.95	39550.99	27551.46	

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.01	0.67	0.34	0.57
存货周转次数(次)	2.90	2.65	1.13	1.94
总资产周转次数(次)	0.15	0.11	0.05	0.09
现金收入比(%)	12.84	6.95	23.52	16.41
盈利能力				
主营业务利润率(%)	69.82	49.28	40.16	48.83
总资本收益率(%)	4.95	3.01	1.25	2.52
净资产收益率(%)	5.96	4.23	2.02	3.47
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	13.51	20.47	21.81	19.75
全部债务资本化比率(%)	19.30	30.32	23.56	24.74
资产负债率(%)	32.09	39.77	35.54	36.12
偿债能力				
流动比率(%)	163.28	195.39	206.88	194.71
速动比率(%)	155.15	185.77	192.24	182.88
经营现金流动负债比(%)	-8.40	6.03	-4.87	-2.31
全部债务/EBITDA(倍)	3.13	6.83	11.70	8.53
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.46	-0.38	-0.28	-0.34
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-64.95	-189.47	-367.61	-253.64
现金偿债倍数(倍)	0.11	0.79	1.26	0.89
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.21	0.53	0.53	0.00
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.06	0.09	-0.10	0.00

附件 7 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	
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 / 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 8 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。

联合资信评估有限公司关于 龙海市国有资产投资经营有限公司 2011 年度 8 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。

龙海市国有资产投资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（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。龙海市国有资产投资经营有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，龙海市国有资产投资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龙海市国有资产投资经营有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现龙海市国有资产投资经营有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，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。

如龙海市国有资产投资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，直至龙海市国有资产投资经营有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如龙海市国有资产投资经营有限公司主体长期信用等级或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龙海市国有资产投资经营有限公司、主管部门、交易机构等。

