

跟踪评级公告

联合[2015] 865 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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⁻，评级展望为稳定，并维持“11龙海债”AA的信用等级。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一五年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

龙海市国有资产投资经营有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定上次评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 龙海债	8 亿元	2011/12/2~ 2017/12/2	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	4.56	4.29	9.32
资产总额(亿元)	94.33	94.10	109.25
所有者权益(亿元)	49.04	47.88	51.42
短期债务(亿元)	1.16	2.28	1.57
全部债务(亿元)	17.47	15.44	21.84
主营业务收入(亿元)	4.86	5.42	3.95
利润总额(亿元)	4.14	2.38	1.93
EBITDA(亿元)	4.32	2.55	1.97
经营性净现金流(亿元)	5.41	4.19	-6.27
主营业务利润率(%)	75.40	16.53	34.27
净资产收益率(%)	7.08	3.66	2.77
资产负债率(%)	37.12	38.17	43.51
全部债务资本化比率(%)	22.75	20.97	26.14
流动比率(%)	195.71	278.83	381.47
全部债务/EBITDA(倍)	4.04	6.07	11.11
EBITDA 利息倍数(倍)	68.56	64.26	51.15
经营现金流动负债比(%)	34.99	23.70	-37.21

注：龙海市国有资产投资经营有限公司使用的是会计旧准则，所有者权益不包含少数股东权益

分析师

李苏磊 车 驰

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，龙海市国有资产投资经营有限公司（以下简称“公司”）作为龙海市基础设施建设和国有资产运营的重要经营实体，由市政府给予公司持续支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司整体盈利能力较弱、营业收入有所降低、存在一定资金周转压力对其经营发展带来的负面影响。

龙海市持续增强的经济实力以及对公司支持具有持续性，为公司发展及信用基本面提供了重要支撑。公司针对“11 龙海债”采取分期偿还本金和设置土地抵押等保障措施，跟踪期内“11 龙海债”抵押资产评估价值有所提升，对“11 龙海债”本息的保障能力有所增强。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“11 龙海债”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，龙海市区域经济持续发展，地方财政实力稳步提升，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司在龙海市基础设施建设和国有资产运营中居于重要地位，跟踪期内，市政府仍给予公司一定的支持力度。
3. 公司土地抵押资产价值有所增加，对“11 龙海债”的覆盖程度提升，增强了债券偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司主营业务收入有所下滑；水务（自来水销售及污水处理）业务仍处于亏损状态；公司整体盈利能力仍较弱。
2. 公司应收款项（应收账款及其它应收款）规模继续扩大，账龄长，回款时间不确定，对公司经营形成一定资金周转压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与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、评级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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效，根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于龙海市国有资产投资经营有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

龙海市国有资产投资经营有限公司（以下简称“公司”）系根据龙海市人民政府龙政综[2004]17号文批准，于2004年2月23日成立的国有独资有限责任公司，由龙海市财政局出资设立，原注册资本为2.8亿元，2009年8月31日龙海市财政局对公司增资1.7亿元。截至2014年底公司注册资本4.5亿元。

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，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2014年底，公司拥有9家全资子公司、3家控股子公司。公司设置了项目开发部、资产管理部、财务管理部、投融资管理部、办公室等部门。

截至2014年底，公司合并资产总额109.25亿元，所有者权益（不包含少数股东权益）合计51.42亿元；2014年公司实现主营业务收入3.95亿元，利润总额1.93亿元。

公司注册地址：龙海市石码镇工农路建行大厦；法定代表人：巫瑞生。

三、宏观经济与政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国

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

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货

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

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

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担

保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号

文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济和财政实力

根据《龙海市 2014 年国民经济和社会发展

统计公报》，2014 年龙海市辖区完成地区生产总值 362.38 亿元，按可比价计算，较上年增长 12.4%。生产总值中，第一产业增加值 51.31 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 181.91 亿元，增长 15.5%；第三产业增加值 129.16 亿元，增长 10.8%。2014 年三次产业结构比例为 14.2:50.2:35.6。2014 年，龙海市全市工业增加值 152.41 亿元，较上年增长 14.6%；市辖区全社会固定资产投资 171.53 亿元，增长 29.7%。2014 年，龙海市城镇居民人均可支配收入为 26324 元，较上年增长 9.6%。

财政实力方面，2014 年龙海市公共财政预算收入完成 33.17 亿元，较上年增长 12.2%；其中地方公共财政收入 18.82 亿元，较上年增长 2.0%。

整体看，2014 年龙海市区域经济持续较快发展；地区财力保持稳定增长，为公司业务发展提供了较好的外部发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系根据龙海市人民政府龙政综[2004]17 号文批准于 2004 年成立的国有独资有限责任公司，由龙海市财政局出资设立。

2. 政府支持

基于公司在龙海市旧城区改造及相关市政基础设施建设的特殊职能，跟踪期内，公司业务发展继续得到了龙海市政府的有力支持。

财政补贴

在公司运营及项目建设方面，公司每年均可得到市政府给予的资金支持。2014 年公司收到政府扶持资金 0.55 亿元（体现于“补贴收入”），该项补贴收入较上年有所下降。

政策支持

龙海市政府赋予了公司土地开发职能。公司将相关土地整理后出让，国土部门按一定比例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公司，用于

公司项目建设和偿还银行贷款。公司土地储备量充足，截至 2014 年底，公司拥有土地储备合计 28.03 亿元，均体现在“无形资产”科目，其中双第土地使用权合计 25.57 亿元，共 37604.8 亩；水库土地使用权合计 2.45 亿元，但尚未办妥土地使用权证。上述储备土地为公司履行城市基础设施建设职能及未来发展提供了一定的资金保障。

上述财政补贴及政策支持较好的保证了公司跟踪期内及未来收入的稳定性。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度无重大变化。

公司主要管理人员变动方面：2014 年，周建明同志不再担任公司董事长，由巫瑞生同志任董事长。巫瑞生，男，生于 1967 年 9 月，大学学历，会计师，曾任龙海市财政局办事员、科员、副股长、副局长、龙海市纪律检查委员会纪检监察员，现任龙海市财政局局长，公司董事长。

本次人事变动不会影响公司正常经营。

七、经营分析

跟踪期内，公司职能仍以城市基础设施建设为主。2014 年，公司经营性业务收入项目以回购收入、水务（含自来水销售、污水处理）、房地产销售及代建项目管理费收入为主。2014 年，公司实现主营业务收入 3.95 亿元，较上年下降 27.09%，主要是综合开发收入大幅下降，具体构成见下表。

表1 2013~2014年公司主营业务收入情况
(单位：万元、%)

项目	2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
综合开发收入	46422.02	16.67	27405.29	30.59
自来水销售	1481.85	-96.30	1828.32	-64.33
污水处理费	575.62	-26.82	632.22	-15.47

房地产销售	9.00	41.97	2945.88	9.52
代建项目管理费收入	5654.70	-	6428.90	-
其他	76.60	-	290.33	95.63
合计	54219.79	21.93	39530.09	35.66

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，2013 年，公司综合开发收入中全部为政府按照项目总投资的 20% 加成所支付的项目回购收入，并无土地出让金返还收入，导致 2013 年毛利率较低。2014 年，公司综合开发收入全部来自土地出让金返还，毛利率呈现较高水平。另外，因龙海市平均水价较低，公司自来水销售业务始终处于亏损状态，2014 年公司一部分转至漳州招商局开发区独立供水自来水销售业务，成本不再体现在公司账面，所以 2014 年该业务毛利率有所上升；综上，当年公司主营业务毛利率较上年大幅提升，为 35.66%。

城市基础设施建设业务

公司的市政配套设施建设业务由全资子公司龙海市城市建设投资开发有限公司（以下简称“龙海城投”）经营，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。其项目建设前期资金主要来源于政府拨付的基础设施建设项目资本金及企业自筹资金，项目建设中主要依靠向金融机构等外部融资渠道融资；后期偿付资金主要来源于公司历年获取的土地出让收益、政府回购及代建管理费收入。公司该板块经营模式有两种，第一种模式为政府按照项目总投资的 20% 加成对公司承建项目进行回购，同时采用完工一次性确认收入的方式，正在建设及完工尚未结转的工程体现在“存货”科目，结转的收入体现在“综合开发收入”。跟踪期内，公司未结转基础设施建设业务收入。

2014 年底，公司基础设施建设业务主要在建项目情况见下表。

表2 2014年底公司主要在建工程（单位：万元）

项目名称	总投资	2014年共 计投资	截至2014 年底已投 资
漳州火车站站前广场工程	22347.91	895.45	19677.84
远期南环城路（七号路至龙江南路）工程	12537.03	1684.16	2572.68
龙江南路（纬六路至规划远期南环城路）道路工程	45668.00	9408.45	18862.17
龙海市龙江大桥工程	39294.00	0	15500.00
龙海市山后渠化岛改造工程	5696.46	1473.46	4700.07
龙海市紫光路（一环路）管网配套工程	7689.77	15696.45	15870.10
沈海高速长洲出入口互通绿化景观整治工程	13013.59	743.67	13014.00
芦州大道拆迁安置房工程	9660.00	3269.70	3580.56
龙海市紫云片区棚户区改造工程 C1 地块（柯坑安置小区）工程	24420.00	1270.79	1847.61
合计	180326.76	34442.13	95625.03

资料来源：公司提供

第二种模式：2012年公司与龙海市人民政府签订了《工程项目委托管理协议》，协议规定龙海市政府委托公司对市政基础设施建设予以管理，项目竣工后，经验收合格后移交给龙海市政府；龙海市政府按照公司代管工程投资额的18%支付其项目建设费，此部分体现在“代建项目管理费收入”。2014年该业务实现0.64亿元，较上年有所上升。

土地收储和开发

公司具有土地一级开发职能。受龙海市政府委托，公司将市重点投资建设项目规划控制范围内的土地收储、整理熟化后，由市土地储备中心通过招、拍、挂等手段出让，所得收入上缴龙海市财政局；市财政再按一定比例，将土地出让纯收益及征收、熟化土地的成本返还公司。土地开发的前期资金主要来源于公司自筹和银行贷款。2013年公司未有土地出让收入，2014年公司共计投入土地开发成本1.90亿元，并结转龙海市锦江道东段旧城改造D、E地块和龙海市锦江道东段F商住项目地块土地出让收入，总计2.74亿元，计入综合开发收入科目。

截至2014年底，公司本部拥有权证土地653.27亩，其中商住用地262.65亩、综合用地390.62亩，均体现在“无形资产”科目。

保障性住房建设

公司的保障性住房建设由公司二级子公司龙海市城晖房地产开发有限公司（以下简称“城晖地产”）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。

两家子公司均主要从事政府保障性住房开发业务，项目土地全部为政府划拨用地。项目资金来源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，包括中央、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公司自筹解决，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。2014年公司该业务板块收入共实现0.29亿元，并计入房地产销售收入。截至2014年底公司尚未结转收入的保障性住房均体现在“存货-开发成本”。

表3 2014年底公司主要保障性住房建设情况

（单位：万元）

项目	类型	截至2014年底累计投资
民生小区一期	经济适用房	8780.00
民生小区三期	公租房	6000.00
民生小区二期工程廉租房	廉租房	2977.56
漳州火车站安置房工程	安置房	4434.95
民生小区二期工程经适房	经济适用房	5757.24
民生小区三期	经济适用房	2040.00
锦江道二期安置房	安置房	5683.78
合计	--	35673.53

资料来源：公司提供

自来水销售

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%。截至2014年底，自来水公司下属1个自来水厂二期扩建项目完成，日供水能力8万立方米增加至12万立方米，2013年日均制水量为3.18万立方米。

2013年自来水公司总供水量为1160.60万立方米，自来水用户数达到4万户，其中70%均为居民用水，实现主营业务收入1828.32万元。由于龙海市平均水价较低，自来水公司近年来均为亏损经营。2014年自来水销售毛利率为-64.33%。2013~2014年自来水公司具体经营情况见下表。

表4 2013~2014年自来水公司经营情况

项 目	2013 年	2014 年
平均日制水量（万立方米）	4.20	3.18
售水量（万立方米）	1557.18	1160.60
主营业务收入（万元）	1481.85	1665.71
利润总额（万元）	-2153.68	-1640.03

资料来源：公司提供

根据中国水网公开信息，截至2014年底，龙海市居民生活、工业、行政事业和经营服务自来水单价分别为1.40元/吨、1.60元/吨、1.60元/吨和2.00元/吨，较上年无变化。

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，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。

污水公司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。根据公司签订的《龙海市污水处理厂 BOT 项目特许经营协议书》，从运营开始前两年每一个运营月内日污水处理量为 1.25 万吨，第三年起平均日污水处理量为 2.50 万吨。2014 年污水公司实际污水处理量为 1.91 万吨/日，较上年 2.50 万吨/日有所下降。

龙海市污水处理费由自来水公司代为征收，居民、一般工商业企业及六大污水处理企业污水处理费均为 0.8 元/吨，跟踪期内无变化。

2014 年污水公司实现污水处理业务收入 632.22 万元，较上年有所提高；但由于污水公司下辖污水处理厂完成投建时间较短，目前收

费范围仅限于龙海市中心城区三个乡镇，导致污水公司现阶段收支尚不平衡，污水处理业务仍处于亏损阶段，该业务毛利率为-15.47%，较 2013 年有所好转，原因是当年公司污水处理量有所提高所致。

其他业务

2013年1月26日公司与龙海市财政局签订了“关于国网福建龙海市供电有限公司股权无偿上划补偿以及对历史债务分批偿还的协议”，公司将持有的福建龙海市供电有限公司（以下简称“供电公司”）49%的股权无偿划转给福建省电力有限公司，由市财政对公司上划股权价值进行补偿，具体方式是由公司将该项股权在2012年底的账面价值2.60亿元转为对龙海市财政局的债权，2013年以后公司再无供电收益。但由于该部分收入较小，供电公司股权划转对公司影响较小。跟踪期内，公司其他收入主要来自公司自有房屋、商铺的出租租金收入。

八、募集资金使用情况

1. “11龙海债”概况

公司于2011年12月发行人民币企业债券8亿元（“11龙海债”），发行期限为6年，采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面利率为 8.25%。“11龙海债”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。“11龙海债”每年付息一次，最后三期的利息随债券本金一并支付。

公司针对“11龙海债”采取分期偿还本金、设立偿债账户和设置土地抵押等保障措施。

2. 募投项目进展情况

“11龙海债”募集资金中2.30亿元用于龙海市龙江大桥工程项目，4.10亿元用于漳州沿海大通道龙海段工程项目，1.60亿元用于补充营运资金。截至2015年2月28日，公司募集资金中1.60亿元用于补充流动资金，其他使用情况如

下所示:

表5 截至2014年底“11龙海债”募集资金情况
(单位: 万元)

项 目	计划总投资	截至 2014 年底募集资金实际已投入项目金额
龙海市龙江大桥工程项目	39294	31466.40
漳州沿海大通道龙海段工程项目	84900	30481.31

资料来源: 公司提供

3. 偿债账户管理

公司设立偿债账户, 专项用于“11龙海债”本息偿付。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。为保证及时、足额支付“11龙海债”各期利息, 公司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%。

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》, 公司在兴业银行漳州分行开立偿债账户。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“11龙海债”登记结算机构指定的账户, 并以书面形式通知公司。“11龙海债”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。根据公司反馈对账单, “11龙海债”2014年应付利息中全部都通过监管银行转入兑付专户。

根据“11龙海债”2014年付息公告, 公司已于2014年12月2日起按时支付“11龙海债”2013年12月1日至2014年11月30日期间的利息。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014 年经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的审计报告。

截至2014年底, 公司合并资产总额109.25亿元, 所有者权益(不包含少数股东权益)合计51.42亿元; 2014年公司实现主营业务收入3.95亿元, 利润总额1.93亿元。

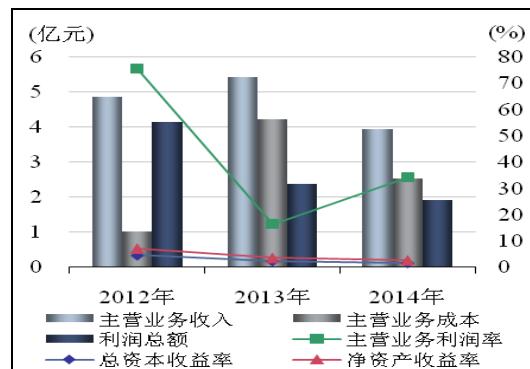
2. 盈利能力

2014 年公司主营业务收入合计 3.95 亿元, 较上年下降 27.10%, 主要是综合开发业务收入下降。从构成来看, 综合开发业务收入占主营业务收入的 69.33%, 较 2013 年的 85.62%有所下降。代建项目管理费收入自 2012 年起开始实现, 2014 年实现 0.64 亿元, 较上年的 0.57 亿元有所减少。

2014 年, 公司期间费用合计 6728.68 万元, 较 2013 年的 7374.88 万元有所下降。2014 年公司实现营业利润 0.71 亿元, 同比大幅上升 316.62%。

由于公司主要从事国有资产运营、以城市水务为主的地方公用事业以及城市基础设施投资建设, 因此可以获得龙海市政府在财政上的支持。2014 年公司获得补贴收入 1.06 亿元, 较 2013 年的 2.00 亿元有所下降, 但仍是构成公司利润总额的重要来源。2014 年公司实现利润总额 1.93 亿元, 较上年减少 19.07%。

图 1 公司 2012~2014 年收入利润变化情况



资料来源: 公司审计报告

从盈利指标来看，跟踪期内，公司确认的收入全部来自土地出让金返还，毛利率较 2013 年的项目回购业务高，2014 年公司主营业务利润率为 34.27%，较上年的 16.53% 大幅上升。同期，由于公司净利润下滑，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为 1.73% 和 2.77%。

总体来看，由于公司综合开发业务收入的构成变化较大，跟踪期内公司主营业务收入有所下降的同时，获得了更高的毛利率。补贴收入仍是公司重要的利润来源。跟踪期内，公司整体盈利能力较上年有所减弱。

3. 现金流

经营活动方面，公司经营活动主要体现为销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。由于跟踪期内主营收入下滑，2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金随之下降，为 0.67 亿元，现金收入比为 16.96%，收入实现质量差；2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 3.31 亿元，主要为公司与市财政及其他相关单位往来款项及收到的政府补贴，该项现金流较上年有所上升。2014 年公司经营活动现金流入量为 3.98 亿元，较上年大幅下降 42.77%；2014 年公司经营活动现金流出主要体现为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。2014 年公司经营活动现金流出量为 10.25 亿元，较上年大幅增长 269.20%。2014 年公司经营活动现金流量净额为 -6.27 亿元，较上年大幅减少 249.78%。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流量净额仍然呈净流出态势，但流出态势较上年有所放缓，合计 -0.07 亿元，其中现金流入合计 0.49 亿元，现金流出合计 0.56 亿元。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入主要为收到其他与筹资活动有关的现金，合计 17.16 亿元，较上年的 2.91 亿元大幅上升，收到其他与筹资活动有关的现金主要为非经营性质的往来款。筹资活动现金流出以偿还债务

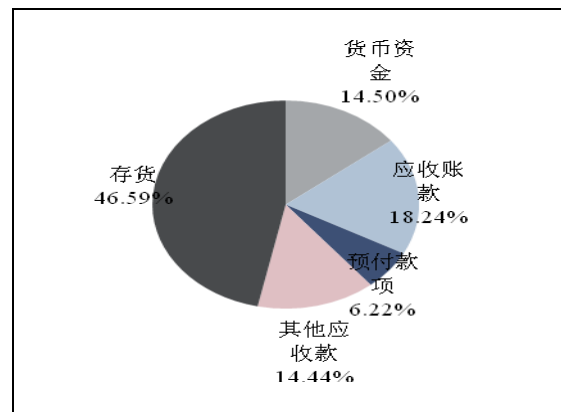
所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为主，分别为 2.67 亿元和 1.44 亿元，较上年分别增长 21.63% 和下降 69.44%。由于跟踪期内公司筹资需求大幅上升，2014 年公司筹资活动产生的净现金流为流入态势，合计 12.37 亿元。

总体来看，2014 年公司收入实现质量差，且较上年大幅下降。跟踪期内经营活动与投资活动现金流量都呈现净流出态势，其中经营活动现金流出金额较大，公司现金流对筹资活动现金流入的压力较大。未来随着公司代建项目的推进及偿还债务利息的增加，公司存在一定的外部融资压力。

4. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产总额为 109.25 亿元，较上年增长 16.10%。从结构来看，截至 2014 年底，公司流动资产占资产总额 58.84%，公司资产中以流动资产为主。

图 2 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司流动资产总额合计 64.28 亿元，较上年增长 30.52%，主要是由于存货和应收账款增长。占比较大的科目主要为应收款项（占 18.24%）、存货（占 46.59%）和货币资金（占 14.50%）。

跟踪期内，公司货币资金同比大幅上升 117.07%，截至 2014 年底为 9.31 亿元；由现金及银行存款构成，其中银行存款占绝大部分。

跟踪期内，公司应收账款同比增加

43.01%，截至 2014 年底合计 11.73 亿元，其中应收龙海市财政局回购款及土地整理款 11.69 亿元。从账龄分布看，1 年以内的应收账款占 38.66%，1~2 年的占 36.38%，2-3 年的占 17.57%，3-5 年的占 7.39%；公司应收账款账龄较长。由于应收账款主要欠款单位为龙海市财政局，坏账风险较小，但回款周期易受财政资金拨付时效影响，回款时间存在不确定性。

跟踪期内，公司其他应收款同比上升 13.19%，主要是预付的投标保证金及往来款。截至 2014 年底其他应收款余额为 9.28 亿元，主要为应收龙海市财政局和福建龙海经济开发区投资发展有限公司的往来款，欠款前五名单位合计金额 7.95 亿元。从账龄分布来看，1 年以内的占 33.40%，1~2 年的占 26.48%，2~3 年占 8.60%，3-5 年的占 16.49%，5 年以上的占 15.02%。

跟踪期内，存货同比增长 13.55%，截至 2014 年底，合计 29.95 亿元，其中大部分为开发成本（为土地一级开发支出、安置房建设支出、受托建设的 BT 项目支出），其余为开发产品及原材料。截至 2014 年底存货无减值迹象，故未计提减值准备。

截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 1.22 亿元，其中对漳州开发区招商原水有限公司投资 0.48 亿元，对福建省新华发行（集团）有限责任公司投资 0.12 亿元。公司长期债权投资合计 0.27 亿元，全部为对福建向荣建设集团有限公司及福建恒盛建筑集团有限公司的委托贷款。

截至 2014 年底，公司固定资产合计 1.35 亿元，较上年底下降 7.12%。

截至 2014 年底公司在建工程合计 2.29 亿元，主要为公司在建的自营项目。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 44.97 亿元，较上年底增长 0.26%。从构成来看，主要为无形资产（占 62.34%）和其他长期资产（占 26.25%）。

截至 2014 年底，公司无形资产为 28.03 亿

元，全部为土地使用权，较上年无变化。

截至 2014 年底，公司其他长期资产为 11.80 亿元，较上年无变化，全部为政府划拨给公司委托其管理的基础设施建设项目。

总体来看，跟踪期内公司资产构成流动资产占比提高。流动资产以应收款项（含应收账款、其它应收款）和存货为主，流动性较弱，应收款项账龄较长，回款时间具有一定的不确定性，对公司经营形成一定资金周转压力；公司无形资产和其他长期资产以基建项目和土地使用权为主，流动性较弱。综合来看，公司资产质量一般。

5. 负债与所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 51.42 亿元，较上年同期增加 7.40%。从结构来看，较上年变化不大，实收资本占 8.75%、资本公积占 79.64%（其中超过 90% 为政府向公司划拨资产，含土地使用权、道路桥梁及股权等）、盈余公积占 2.08%、未分配利润占 9.96%。公司所有者权益结构稳定性较好。

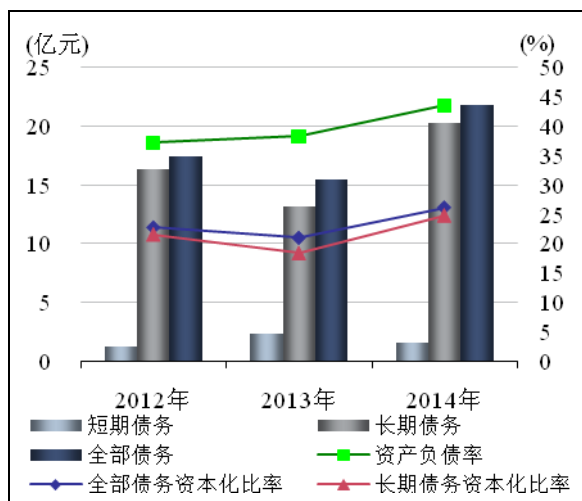
跟踪期内，公司负债总额同比增长 32.37%，截至 2014 年底为 47.54 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占负债总额的 35.45% 和 64.55%。

跟踪期内，公司流动负债同比下降 4.59%。截至 2014 年底公司流动负债为 16.85 亿元，以其他应付款（占 47.14%）和应付账款（占 24.41%）为主。其中，应付账款主要为应付的土地整理款和工程款；其他应付款主要为往来款项。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 1.57 亿元，较上年底下降 20.71%，主要是信用借款和质押借款。

截至 2014 年底，公司长期负债合计 30.69 亿元，较上年底增加 68.13%，主要是应付债券增加所致。从结构来看，公司长期负债中长期借款占 15.06%，应付债券占 50.98%，专项应付款 24.92%，长期借款占比有所下降，专项应付款占比有所上升。

图3 近三年公司债务规模情况



资料来源：公司审计报告

从债务规模来看，跟踪期内公司全部债务合计 21.84 亿元，较上年底增加，主要是长期债务增加所致。截至 2014 年底公司短期债务合计 1.57 亿元，较上年底有所下降，短期借款和一年内到期的长期负债下降；长期债务合计 20.27 亿元，较上年底大幅增加，主要是由于应付债券大幅增加。从债务水平来看，跟踪期内公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2013 年有所上升，分别为 43.51%、26.14%和 24.72%，公司债务负担仍较轻。

6. 偿债能力分析

2014年底，公司流动比率和速动比率分别为381.47%和203.73%，较上年同期分别上升102.64个百分点和74.23个百分点。由于公司应收账款和其它应收款账龄较长，回收时间存在不确定性，公司实际短期偿债能力低于指标值。公司短期债务规模较小，2014年底，现金类资产为9.32亿元，现金类资产对短期债务有较好的覆盖能力。总体看，公司短期偿债能力较好。

跟踪期内，由于公司利润总额减少，EBITDA 规模减少 0.45 亿元，2014 年为 1.97 亿元；全部债务/EBITDA 为 11.11 倍，EBITDA 对公司债务的保障能力有所减弱但仍处于可控范围。考虑到政府对公司的持续支持以及公司

土地储备量充足，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信额度 33.80 亿元，其中已使用的额度为 6.54 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2014 年底，公司无对外担保事项。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业基本信用信息报告（编号B-201505130078794484），截至 2015年5月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷，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，以及龙海市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到龙海市政府在财政补贴和政府政策等方面对于公司的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、债券偿债能力

2014年，公司EBITDA规模为1.97元，为待偿还债券本金8亿元“11龙海债”的0.24倍。2014年公司经营活动现金流入量为3.98亿元，为待偿还债券本金的0.50倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较弱。“11龙海债”发行期限为6年，债券发行后的第4~6年分别偿还债券本金的30%、30%、40%，即2.40亿元、2.40亿元、3.20亿元。以单年需偿付本金额最多的一年（3.20亿元）计算，2014年公司EBITDA规模为3.20亿元的0.60倍，2014年经营活动现金流入量为3.20亿元的1.24倍。跟踪期内经营活动现金流入量对“11龙海债”的最大偿付额可以覆盖。

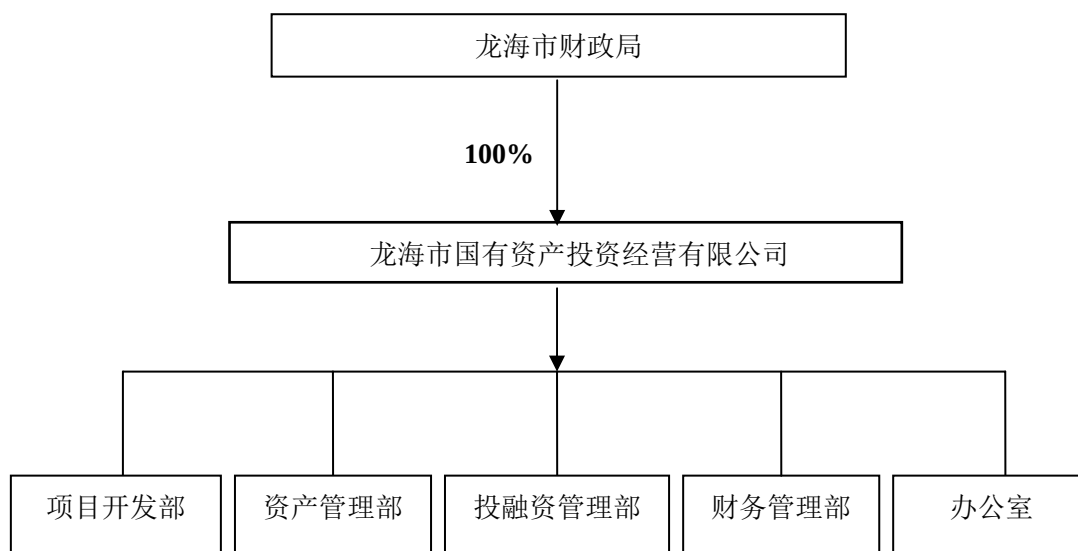
同时公司针对“11龙海债”采用土地使用权抵押担保方式进行增信。公司为“11龙海债”提供的抵押资产包括龙特国用(2010)第GHN0001号、龙特国用(2010)第GHN0003号和龙特国用(2010)第GHN0004号3宗国有土地使用权，总面积共计18291300.00平方米，折合约27436.95亩。2014年8月，漳州华诚资产评估有

限公司对用于抵押的三宗土地进行了评估，并出具了漳诚地估字（2014）（估）第059号、第060号和第061号土地估价报告（基准日均为2014年8月6日，有效期均为1年）。价值评估合计20.60亿元，较上年评估价值有所增长，为本期债券发行总额的2.58倍。抵押资产对“11龙海债”本金仍具有较强的增信作用。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“11龙海债”AA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.56	4.29	9.32
资产总额(亿元)	94.33	94.10	109.25
所有者权益(亿元)	49.04	47.88	51.42
短期债务(亿元)	1.16	2.28	1.57
长期债务(亿元)	16.30	13.16	20.27
全部债务(亿元)	17.47	15.44	21.84
主营业务收入(亿元)	4.86	5.42	3.95
利润总额(亿元)	4.14	2.38	1.93
EBITDA(亿元)	4.32	2.55	1.97
经营性净现金流(亿元)	5.41	4.19	-6.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.59	0.40	0.47
存货周转次数(次)	0.24	0.09	0.16
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.05
现金收入比(%)	78.40	87.27	16.96
主营业务利润率(%)	75.40	16.53	34.27
总资本收益率(%)	4.57	2.43	1.73
净资产收益率(%)	7.08	3.66	2.77
长期债务资本化比率(%)	21.56	18.45	24.72
全部债务资本化比率(%)	22.75	20.97	26.14
资产负债率(%)	37.12	38.17	43.51
流动比率(%)	195.71	278.83	381.47
速动比率(%)	139.61	129.50	203.73
经营现金流动负债比(%)	34.99	23.70	-37.21
全部债务/EBITDA(倍)	4.04	6.07	11.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	68.56	64.26	51.15

附件 3 有关计算指标的计算公式（旧准则）

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	
主营业务收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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其含义同中长期债券。