

2019 年龙游县国有资产经营有限公司

公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【292】号 01

分析师

姓名：
杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

评级日期：
2019年6月10日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2019 年龙游县国有资产经营有限公司

公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：14.4 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：按年付息，债券存续期后 5 年每年偿还本金的 20%，本金随利息一起支付

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对龙游县国有资产经营有限公司（以下简称“龙游国资”或“公司”）本次拟发行总额 14.4 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年外部环境较好，为公司发展提供良好的基础，公司业务多元化程度较高，营业收入持续快速增长，近年获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性一般，在建和拟建项目较多，后续资金支出压力较大，有息债务规模增长较快，存在较大的偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2016-2018 年龙游县分别实现地区生产总值 209.93 亿元、233.40 亿元和 241.98 亿元，同比增长率分别为 7.2%、7.5% 和 7.6%，区域经济保持稳步增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 业务多元化程度较高，公司营业收入持续快速增长。公司为龙游县最重要的国有资产投资运营主体，负责统一管理龙游县内主要的国有资产和资源，业务涵盖房产、工程、土地、交通、水务、旅游等多个领域，2016-2018 年营业收入分别为 5.81 亿元、8.58 亿元和 12.31 亿元，三年复合增长率为 45.64%，公司营业收入持续快速增长。
- 公司获得较大力度的外部支持。公司为龙游县最重要的国有资产投资运营主体，2013-2018 年，公司累计获得股权及资产注入 56.46 亿元，2016-2018 年公司累计获得政府补助 5.25 亿元，较大力度的外部支持有效提升了公司的经营能力。

关注:

- **公司资产整体流动性一般。**截至 2018 年末，公司存货资产合计 74.68 亿元，占总资产比重为 41.76%，主要由工程代建和土地整理成本构成；其他应收款合计 20.56 亿元，占总资产比重为 11.50%，其中大部分为关联方占款，公司总体资产流动性一般。
- **公司经营活动现金流表现较弱，在建和拟建项目较多，后续资金支出压力较大。**2016-2018 年公司经营活动现金流净额分别为-3.44 亿元、-2.09 亿元和-0.78 亿元，持续表现为净流出；截至 2018 年末，公司主要在建、拟建安置房、建设工程、自营项目尚需投入资金合计 43.08 亿元，随着在建和拟建项目的继续推进，公司面临较大资金支出压力。
- **公司有息债务规模增长较快，存在较大的偿债压力。**2016-2018 年，公司有息负债规模分别为 37.66 亿元、47.09 亿元和 65.97 亿元，三年复合增长率为 32.35%，有息负债规模增长较快，截至 2018 年末，公司有息债务占负债总额的 74.13%，存在较大的偿债压力。

主要财务指标（单位：万元）

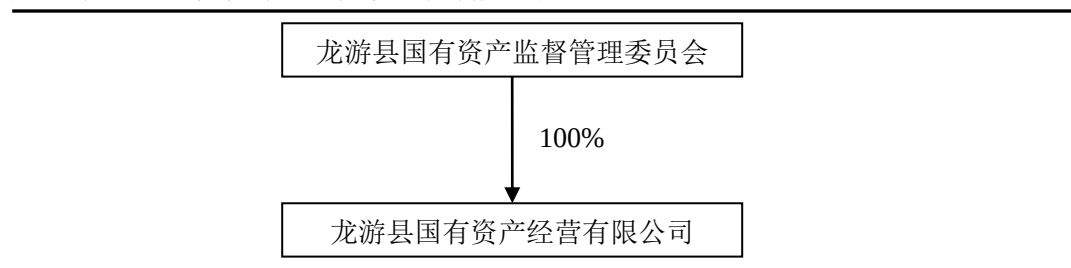
项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,788,355.69	1,505,529.51	1,356,139.11
所有者权益合计	898,480.51	875,415.41	827,738.16
有息债务	659,665.00	470,900.00	376,600.00
资产负债率	49.76%	41.85%	38.96%
流动比率	6.63	6.37	7.52
营业收入	123,148.45	85,822.88	58,057.67
其他收益	16,338.86	18,704.81	-
营业外收入	555.41	902.64	21,825.67
利润总额	25,169.60	12,306.94	22,507.83
综合毛利率	33.38%	30.16%	45.29%
EBITDA	52,074.74	35,791.46	47,188.30
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.99	2.84
经营活动现金流净额	-7,804.03	-20,918.66	-34,442.40

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

龙游国资系龙游县财政局出资设立的有限责任公司（国有独资），于2003年8月成立，初始注册资本为1,000万元。2004年，龙游县财政局向公司增资19,000万元，公司注册资本增至20,000万元。2013年11月，公司股权自龙游县财政局无偿划转至龙游县国有资产监督管理委员会（以下简称“龙游县国资委”）。截至2019年4月末，公司注册资本及实收资本均为人民币20,000万元，龙游县国资委为公司的唯一股东。公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2019年4月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

截至2018年12月，龙游国资下属的15家一级子公司，业务涵盖城市发展、新农村建设、商贸物流、旅游、交通、水务、农业发展、工业平台和土地开发等业务，具体子公司见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：2019年龙游县国有资产经营有限公司公司债券；

发行总额：14.4亿元；

债券期限和利率：7年，本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分别于本期债券的第3、第4、第5、第6和第7个计息年度末偿还本期债券发行总额的20%，最后五年本金随利息的支付一起兑付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为14.4亿元，资金用于投资3个项目和补充流动资金，其中3.85亿元用于龙游县子鸣社区安居工程（一期），2.79亿元用于衢江龙游段河道疏浚资源

综合利用工程，2.05亿元用于龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区，5.71亿元用于补充流动资金。拟投向明细如下表所示：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
龙游县子鸣社区安居工程（一期）	71,628.00	38,500.00	53.75%
衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程	40,500.00	27,900.00	68.89%
龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区	29,668.63	20,500.00	69.10%
小计	141,796.63	86,900.00	61.29%
补充流动资金	-	57,100.00	-
合计	-	144,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）龙游县子鸣社区安居工程（一期）

龙游县子鸣社区安居工程（一期）建设项目（以下简称“子鸣社区”）的投资主体为公司子公司龙游县城市发展投资有限公司（以下简称“城投发展公司”）。项目总投资金额为71,628.00万元，拟使用本期债券募集资金38,500.00万元。该项目位于龙游县永安路以北，凤梧路以南，华茂外国语学校以东，子鸣路以西。项目规划总用地面积56,748平方米，总建筑面积159,325.17平方米。其中：高层住宅建筑面积98,061.98平方米，商业服务用房建筑面积10,247.81平方米，物业管理用房建筑面积797.83平方米，地下建筑面积45,473.13平方米。项目住宅用房设计有60、75、90、105、110、140、180平方米七种户型，套数分别为192、91、200、125、155、80、113套，合计956套。

该项目已获批复情况详见下表：

表2 子鸣社区项目已获批准情况

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于龙游县子鸣社区安居工程（一期）可行性研究报告的批复	龙发改中〔2015〕64号	龙游县发展和改革局	2015/7/10
中华人民共和国建设项目选址意见书	选字第（2013）龙规26号	龙游县规划局	2013/12/21
关于龙游县子鸣社区安居工程（一期）项目预审意见	龙土资预〔2013〕60号	龙游县国土资源局	2013/12/31
关于龙游县城市发展投资有限公司龙游县子鸣社区安居工程（一期）工程预审意见的函	龙环建函〔2015〕21号	龙游县环境保护局	2015/6/19
浙江省民用建筑节能审查意见书	浙建节3308250825201500027号	龙游县住房和城乡建设局	2015/6/28
关于龙游县子鸣社区安居工程（一期）社会稳定风险评估报告的批复意见	龙维稳办〔2015〕3号	龙游县委维护稳定工作领导小组办公室	2015/6/28

土地证

浙（2016）龙游不动产权
第 0003239 号

龙游县国土资源局

2016/10/10

资料来源：公司提供

项目启动至完成总期限36个月，其中建设期32个月。项目总进度包括从项目前期准备、工程勘察与设计、项目实施到项目完成的过程。截至2018年末，本项目实际已投入2.55亿元，实际投资完成率35.61%。

该项目收入来源主要为住宅和商业及车位销售收入，具体明细见下表。根据可研报告预测，该项目建成后1-3年内，公司可获扣除成本费用后的收益分别为46,919.02万元、23,371.01万元和7,672.34万元，共计77,962.36万元。此外，根据浙江省财政厅下发的补贴通知（浙财建〔2016〕76号），该项目获得财政补贴9,500万元。

表3 子鸣社区项目收入明细表

序号	项目	面积（m ² ）/ 位数（个）	单价 （万元/m ² 、 万元/个）	收入 （万元）	备注
1	住宅出售	98,061.98	0.665	65,211.22	住宅面向安置户 出售；该区域住宅 市场均价约为 9,500 元/平方米
2	停车位出售	1,215.00	6.00	7,290.00	
3	商业出售	10,247.81	1.00	10,247.81	
4	合计			82,749.03	

资料来源：公司提供

（二）衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程

衢江龙游段河道疏浚资源综合利用建设项目（以下简称“河道疏浚工程”）的投资主体为龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司，系龙游国资的全资二级子公司。该项目建设以衢江龙游段河道疏浚为主，结合堤防维护、河岸绿化、景观和码头建设、疏浚剩余物综合利用、治水设施建设等，强化河道日常综合整治管理，以满足衢江龙游段水利枢纽段面蓄水和行洪及航道通畅要求，具体工程建设内容包括：（1）河道疏浚：河道疏浚总长度28公里，疏浚面积602万平方米、年清淤方量约480万立方米（平均疏浚宽度215米、年平均疏浚深度0.8米）。其中约412万吨疏浚剩余物用于综合利用，约100万吨采用吹填的方式进行人工造堤和护堤。（2）景观绿地：河岸景观绿化提升5.4公里（其中：近期2.8公里，远期2.6公里）、景观绿道5.2公里（远期），绿化宽度10米左右，景观绿化总面积为9.8万平方米。（3）疏浚剩余物综合利用站点建设：沿衢江南、北两岸分别建设2个疏浚剩余物综合利用站点，总建筑面积约2.78万平方米，计划处理疏浚剩余物412万吨/年，产生可利用的砂石产量约为360万吨/年。（4）码头建设：沿衢江两岸新建河道综合整治码头6个，总面积约3,600平方米，用于疏浚剩余物运输上岸。（5）治水设施建设：新建治水设施3个，用地面积6万平方米。

该项目已获批复情况详见下表：

表4 河道疏浚工程已获批复情况

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程可行性研究报告的批复	龙发改中〔2016〕79号	龙游县发展和改革委员会	2016/5/8
中华人民共和国建设项目选址意见书	选字第 3308252015013号	龙游县规划局	2015/10/23
关于衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程预审意见	龙土资预〔2015〕48号	龙游县国土资源局	2015/10/29
关于龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程（一期）项目预审意见的函	龙环建函〔2016〕64号	龙游县环境保护局	2016/5/6
关于龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司衢江龙游段河道疏浚资源综合利用建设项目（一期）节能评估报告的审查意见	龙经信〔2016〕59号	龙游县经济和信息化局	2016/5/6
关于衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程社会稳定风险评估报告的批复意见	龙维稳办〔2016〕4号	龙游县委维护稳定工作领导小组办公室	2016/5/6

资料来源：公司提供

该项目预计总投资40,500.00万元，拟使用本期债券募集资金27,900.00万元。项目启动至完成总期限38个月，其中建设期24个月。该项目已于2016年2月开工建设，截至2018年末，本项目实际已投入1.24亿元，投资完成率30.62%。

根据可研报告预测，该项目收入来源主要为混合砂及碎石的销售收入，项目运营周期24年，项目预计年产原砂50万吨、1-2石子50万吨、1-4石子50万吨、机制砂160万吨和统料50万吨，销售价格为原砂76.00元/吨、1-2石子50.35元/吨、1-4石子57.00元/吨、机制砂57.00元/吨和统料58.90元/吨（销售价格（含税）按目前市场实际价格下浮一定量而定），预计可实现年销售收入21,232.50万元。扣除各项运营成本及费用和税金后，预计每年可实现净收益8,923.60万元。该项目在运营期第一年可实现80%的生产负荷，预计当年可实现净收益5,666.68万元；之后项目进入运营期，在正常生产状况（100%生产负荷）下，预计每年可实现净收益8,923.60万元，项目净收益总额为41,361.10万元。

（三）龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区

龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区（以下简称“晨北小区”）投资主体为公司子公司龙游楚盛房地产开发有限公司。项目总投资为29,668.63万元，拟使用本期债券募集资金20,500.00万元。该项目位于龙游工业园区一期金星湾大道北侧、申城大自然对面，总用地面积45,057平方米，总建筑面积115,634.94平方米，其中地上总建筑面积89,500.90平方米，地下总建筑面积26,134.04平方米，容积率1.99，建筑密度27.09%，绿化率30.20%。本项目住宅用房设计有60、90、110、125平方米四种户型，套数分别为88、184、271、195

套，合计738套。

该项目已获批复情况详见下表：

表5 晨北小区项目已获批复情况

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区可行性研究报告的批复	龙发改中〔2015〕110号	龙游县发展和改革局	2015/11/20
中华人民共和国建设项目选址意见书	选字第3308252015001号	龙游县规划局	2015/1/12
关于龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区项目预审意见的函	龙环建函〔2015〕20号	龙游县环境保护局	2015/1/15
关于龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区社会稳定风险评估报告的批复意见	龙维稳办〔2015〕4号	龙游县委维护稳定工作领导小组办公室	2015/5/5
浙江省民用建筑节能审查意见书	浙建节330825082520150009号	龙游县住房和城乡建设局	2015/5/10
土地证	龙游国用〔2016〕第3849、3850号	龙游县人民政府	2016/3/18、2016/3/8

资料来源：公司提供

该项目启动至完成总期限32个月，其中建设期24个月。该项目已于2016年3月完成规划、设计、可研、审批、备案、招标等工作，于2016年4月进入项目建设阶段，截至2018年末，本项目已完成投资0.83亿元，投资完成率27.95%。

根据可研报告预测，该项目收入来源主要为住宅、商业及车位销售收入。该项目共有房屋738套，其中，面向龙洲街道、大街乡东华街道等范围内的异地搬迁户出售476套；剩余262套面向其他低收入人群出售。该项目52,116.00平方米面向异地搬迁户销售，销售单价为3,150元/平方米；23,911.00平方米面向其他低收入人群销售，销售单价按市场均价的90%计，即4,050元/平方米。该项目建成后1-3年内，公司可获扣除成本费用后的收益分别为19,386.03万元、9,609.51万元和3,091.84万元，共计32,087.38万元，能够覆盖全部项目投资成本。

需要注意的是，在建设过程中可能出现原材料、劳动力成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，将导致募投项目实际投资超出预算、施工期延长等情况，募投项目完工时间仍存在一定不确定性。此外，募投项目回款情况易受当地经济发展、房地产市场景气程度的影响，存在不及预期可能。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施

积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地

产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好

政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表6 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等

2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

龙游县地方经济稳步增长，第三产业增速放缓，产业结构不断优化

龙游县属于浙江省衢州市，下辖2街道、6镇、7乡，总面积1,143平方公里。龙游县地处金衢盆地，境内有衢江、灵山江经过，水资源丰富，自然环境较好。龙游县的公路干道

已形成“一纵三横一环”的网络骨架，包括G60沪昆高速、320国道、315省道和222省道；2014年末杭长高铁通车，高铁开通后两个小时可从龙游到达上海，龙游县的铁路客运能力大幅提高；龙游县境内无民用机场，但其西距衢州机场仅26公里，较为便利。便利的交通为龙游县商贸物流业、旅游业等第三产业的发展提供了条件。

近年龙游县的经济增速稳中有进，2016-2018年龙游县地区生产总值分别为209.93亿元、233.40亿元和241.98亿元，同比分别增长7.2%、7.5%和7.6%。从产业构成上看，第二产业与第三产业系地方生产总值的主要构成。三次产业结构由2016年的6.9: 49.5: 43.6调整为2018年的5.0: 44.4: 50.6，第三产业经济贡献度不断提升。

龙游县第三产业增速有所放缓，但仍保持在较高水平，2016-2018年第三产业产值分别同比增长10.5%、9.9%和7.5%。龙游县服务业保持增长主要受益于商贸物流业、旅游业的推动，随着货运、客运交通网络的完善，商贸物流业和旅游业的发展环境持续优化。服务业的增长有利于龙游县实现产业转型，但商贸物流和旅游业对地理位置和自然环境的依赖性较强，且受周边环境的影响较大。

近年龙游县固定资产投资增速出现波动下滑，2016-2018年固定资产投资额分别为161.35亿元、173.70亿元和182.39亿元，增速分别为11.3%、13.2%和5.0%。投资方向主要包括商贸流通业、旅游业以及被列入浙江省特色小镇创建计划的红木小镇等，其中，商贸流通业投资主要包括龙游国际家居建材城、龙游人民广场城市综合体（一期）、龙游世贸商业城等重点项目；旅游业建设主要系以“龙游石窟”为品牌，打造包括紫檀孝福国学博览园、石窟休闲度假中心、民居苑拓展工程一期、龙游石窟洞内灯光改造在内的一批重点旅游项目；红木小镇系浙江省首批设立培育的特色小镇建设项目，规划用地3,600亩，预计到2019年将完成80亿元投资，或将以独特的产业形态推动龙游地方经济发展。此外，2018年龙游县实现社会消费品零售总额155.73亿元，同比增长8.9%。2018年末，全县金融机构人民币各项存贷款余额分别为326.60亿元和287.49亿元，同比分别增长13.1%和12.9%。同期，全县人均GDP为65,264元，略高于全国平均水平。

表 7 2016-2018 年龙游县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	241.98	7.6%	233.40	7.5%	209.93	7.2%
第一产业增加值	12.01	4.2%	14.06	2.1%	14.57	1.2%
第二产业增加值	107.4	8.2%	113.02	6.2%	103.87	5.4%
第三产业增加值	122.57	7.5%	106.32	9.9%	91.49	10.5%
固定资产投资	182.39	5.0%	173.70	13.2%	161.35	11.3%

社会消费品零售总额	155.73	8.9%	143.50	11.7%	128.51	11.7%
进出口总额（亿美元）	6.56	5.1%	6.42	29.4%	4.84	6.7%
存款余额	326.60	13.1%	290.03	7.9%	268.76	9.9%
贷款余额	287.49	12.9%	254.72	12.3%	226.79	4.9%
人均 GDP（元）	65,264	3.17%	63,258	6.5%	57,300	6.3%
人均 GDP/全国人均 GDP	1.01		1.07		1.06	

资料来源：龙游县统计局、龙游县 2018 年政府工作报告，中证鹏元整理

2018年龙游县实现一般公共预算收入17.63亿元，较上年增长19.0%，其中税收收入14.74亿元，占公共财政收入比重为83.6%，完成政府性基金收入28.51亿元，同比增长72.2%；同期龙游县公共财政支出为59.02亿元，同比增长18.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为29.9%。

五、公司治理与管理

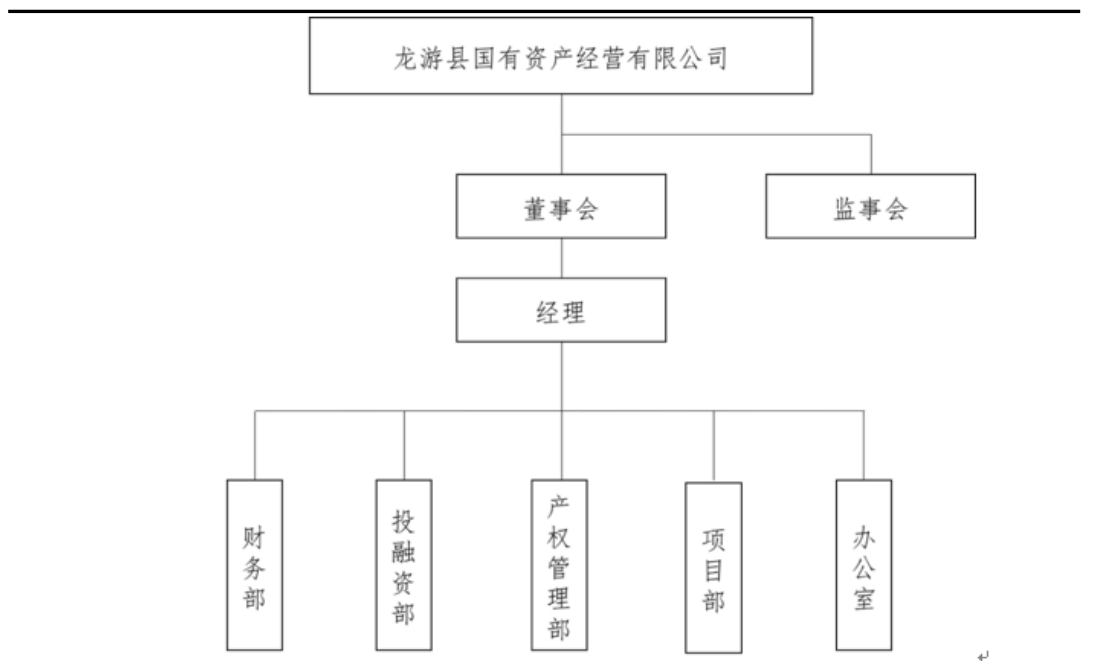
公司根据有关法律法规以及《龙游县国有资产经营有限公司章程》，建立了规范化的公司治理结构。

公司不设股东会，由龙游县国资委行使股东会职权。公司设董事会，成员为5人，其中非职工代表3人，由龙游县国资委委派，职工代表2人，由公司职工代表大会选举产生。董事长、副董事长由龙游县国资委从董事会成员中指定。公司设立监事会，成员为5人，其中非职工代表监事3人，由龙游县国资委委派产生，职工代表监事2人，由公司职工代表大会选举产生。公司设总经理，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。

经营管理层下面公司建立了与自身业务相适应的组织架构，主要包括财务部、投融资部、产权管理部、项目部和办公室5个职能部门，负责公司的日常事务与经营活动。

公司组织结构图如下：

图2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司为龙游县最重要的国有资产投资运营主体，负责统一管理龙游县内主要的国有资产和资源，业务范围涵盖城市发展、新农村建设、商贸物流、旅游、交通、水务、工业平台、土地开发等方面。营业收入方面，目前占比最高的收入来源为工程收入、房产销售收入和土地开发收入，2018年该三项收入合计占比58.66%；由于2017年以来公司合并范围扩大，市场化业务收入逐渐提升，近年公司营业收入总额高速增长，三年均复合增长率为45.64%。

毛利率方面，2017年，随着房产销售中商品结构的变化，房产销售收入的毛利率出现较大幅度下降；受土地出让价格影响，土地开发业务、水费业务及高速公路运营业务的毛利率虽有下降但仍保持在较高水平；受成本变化影响，工程收入的毛利率则呈现波动下降的趋势；新增业务中，油费及砂石收入较高，其中砂石收入连续两年毛利率在50%以上；房产出租业务的毛利率较高，但收入规模相对较小。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房产销售收入	24,188.89	26.03%	15,824.64	-5.86%	17,722.55	42.11%

土地开发收入	31,763.85	38.15%	11,508.36	52.33%	10,380.70	71.56%
工程收入	16,287.24	7.89%	16,143.78	11.21%	9,364.07	8.36%
高速公路收费收入	8,150.10	45.72%	8,786.90	57.22%	8,193.58	57.01%
水费收入	5,502.39	36.44%	4,840.10	35.88%	4,344.25	25.96%
租金收入	3,546.76	76.69%	4,692.20	87.64%	2,222.38	81.92%
旅游收入	961.18	7.37%	1,612.90	54.91%	1,895.24	61.38%
油费收入	10,560.83	14.42%	6,348.81	19.81%	-	-
砂石收入	12,709.35	58.38%	5,683.03	50.50%	-	-
保安服务收入	1,709.48	-1.22%	1,778.34	9.20%	-	-
劳务派遣收入	1,830.39	6.41%	932.88	2.18%	-	-
检测费收入	931.47	75.75%	829.08	77.86%	-	-
商品销售收入	845.02	13.65%	1,185.27	24.50%	-	-
其他	4,161.49	72.83%	2,681.95	55.42%	3,934.90	46.74%
资产处置收入	-	-	2,974.65	16.19%	-	-
合计	123,148.45	33.38%	85,822.88	30.16%	58,057.67	45.29%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司建设的房产为安置房，销售较有保障

公司的房产销售收入来自安置房的销售和由公司集中管理的其他国有房产的销售。安置房的销售收入为公司建设并销售安置房项目获得，其中农村的动迁安置项目由龙游县奔康投资有限公司（以下简称“奔康公司”）负责，城区的安置房项目由城投发展公司负责。其他房产的销售为公司对名下集中管理的国有住宅、商铺等进行的销售，以商铺为主，没有明确的销售计划，按市场行情择机进行出售，销售工作由公司本部负责。2016-2018年度房产销售收入均以安置房销售为主。

表 9 2016-2018 年公司房屋销售情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
安置房销售面积（平方米）	117,894.85	71,434.24	74,159.34
安置房销售收入（万元）	24,188.89	14,529.35	14,683.55
集中管理房产销售面积（平方米）	-	1,099.46	3,012.86
集中管理房产销售收入（万元）	-	1,295.29	3,039.00

资料来源：公司提供

龙游县近年逐步推进城市的改造、动迁工作，政府向安置户发放现金补偿，并建设安置房向安置户销售。奔康公司不参与前期动迁，只负责安置房的建设和销售。安置房在项目规划中划分为安置部分和面向其他低收入人群销售部分，均以低于市场价的价格销售。奔康公司近年建设的安置房项目主要为翠竹小区和晨北小区。截至2018年末，公司已建成未销售的房屋库存为71,465.62平方米，沿街商铺库存为26,935.86平方米。

城区保障性住房及城中村动迁等安置项目由城投发展公司负责，目前在建的项目主要为灵江家苑和2017年旧住宅小区改造项目。截至2018年，公司主要在建房屋项目预计总投资8.32亿元，已完成投资4.00亿元，未来仍有较大的资金需求。

表 10 截至 2018 年末公司主要在建房屋项目情况（单位：平方米、万元）

项目名称	承建单位	建筑面积	预计总投资	已完成投资
晨北小区	楚盛公司	115,634.94	29,668.63	16,300.64
翠竹小区	奔康公司	116,574.00	28,464.00	8,908.88
灵江家苑	城投发展公司	61,471.00	17,454.00	10,929.01
2017 年旧住宅小区改造	城投发展公司	222,481.50	7,600.00	3,870.81
合计	-	516,161.44	83,186.63	40,009.34

资料来源：公司提供

公司为龙游县最重要的国资管理公司，名下集中管理着部分国有房产，该部分房产以商铺为主，绝大部分位于城区较繁华的商业区。公司通过该部分房产获得租金收入，同时择机进行出售。2016-2018年公司获得的租金收入呈现波动上涨趋势。截至2018年末，公司仍持有集中管理的房产包括住宅36,183.34平方米，商铺87,458.80平方米。公司对该部分房产没有明确的处置计划，但在需要的时候可以出售变现。

公司工程业务的可持续性较好，毛利率有所波动

公司的工程收入来源于工程建设业务，城投发展公司、龙游县交通投资集团有限公司（以下简称“交投公司”）和龙游县水务集团有限公司（以下简称“水务公司”）均有工程建设业务，城投发展公司主要负责城东新区建设及旧城区改造建设，交投公司承接县内外公路工程建设和公路大中修工程，水务公司则主要负责管道安装等相关水务工程。公司的工程业务分为与政府合作的工程代建业务和市场化的工程建设业务，与政府合作的代建业务即公司为龙游县政府代建基础设施项目并获取2%~4%的代建费，代建工程垫付资金的成本由政府支付，未结算的建设成本计入存货；市场化的建设业务则为公司承接外部工程，按完工进度结算工程费用的业务，相对于代建工程，该部分业务的毛利率相对较高。公司2016-2018年工程收入毛利率分别为8.36%、11.21%和7.89%，出现波动下降趋势。

城投发展公司、交投公司和水务公司均需要通过招投标程序获得工程项目，因此面临一定的竞争压力。但公司的资金实力较强，资金成本较低，可以为政府垫付部分工程资金，且代建管理费率较低，因此在获取政府工程方面仍有明显优势。

公司的工程代建业务有较好的可持续性。2016-2018年公司工程建设收入分别为0.94亿元、1.61亿元和1.63亿元，收入稳中有升。目前公司工程建设业务主要的在建项目有污水处理厂工程、阳光小学、槭园小学等，主要项目的预计总投资额合计为12.61亿元，截

至2018年末已完成投资6.00亿元，尚需投资6.61亿元。

表 11 截至 2018 年末公司工程建设业务的主要在建项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	已完成投资
污水处理厂（一、二期和调节池）	17,257.00	14,587.15
阳光小学	13,453.00	7,094.80
龙游县博物馆工程	12,000.00	7,381.72
槌园小学	12,365.00	8,061.59
子鸣社区安居工程配套道路荣昌东路	8,755.11	5,943.92
第二水厂扩建工程	7,979.55	4,451.67
端礼路	7,727.09	1,055.51
子鸣社区安居工程配套道路子鸣路	6,626.19	1,958.50
钱塘江中上游衢江（金华段）航运开发工程游埠枢纽工程（龙游境内） 库区护岸工程（库区左岸、右岸工程）	39,916.00	9,446.76
合计	126,078.94	59,981.62

资料来源：公司提供

土地开发业务收入持续上升，毛利率持续下降，但整体水平仍较高

土地开发业务主要由子公司浙江龙游中发农业投资开发有限公司（以下简称“中发公司”）和浙江龙游中北实业有限公司（以下简称“中北公司”）开展，中发公司主要负责龙游县的低丘缓坡开发整理，中北公司主要负责龙游县城北经济开发区（以下简称“城北开发区”）范围内的土地开发。

在国家保护耕地的背景下，浙江省允许县、市之间进行建设用地指标转让，土地资源充足的地区通过新开垦耕地获得的建设用地指标可以转让给其他地区并获得收入。中发公司开展的低丘缓坡整理业务即为开垦耕地并转让指标的业务，由中发公司与龙游县国土资源局和龙游县财政局签订合作开发土地协议，转让获得的收入全部留存在中发公司。2016-2017年中发公司分别转让指标482.81亩和162.10亩，分别实现收入0.65亿元和0.58亿元。

中北公司为城北开发区的运营管理公司，负责龙游工业园区范围内土地整理开发，开发完成的土地由龙游县土储中心出让，龙游县财政局将获得的土地出让收入扣除计提的各项基金（规费）后全额返还给中北公司。2016-2018年中北公司的土地出让面积分别为129.53亩、445.90亩和2,358.37亩，随着开发区未开发土地的减少，未来可出让面积有限。

2016-2018年公司土地开发业务分别实现收入1.04亿元、1.15亿元和3.18亿元，2018年大幅增长主要系2018年的招商引资引进的项目多，相应的土地出让较多所致。

土地开发业务2016-2018年毛利率分别为71.56%、52.33%和38.15%，近年来土地开发业务毛利率大幅下降的原因在于近年来中北公司负责的土地整理开发收入占土地开发业

务收入比例上升，但毛利率较低，影响了整体土地开发业务毛利率，但整体来看，公司土地开发业务毛利率水平仍较高。

公司较为充足的存货储备将对公司未来土地开发收入形成较强的保障，截至2018年末，公司存货中土地开发成本及土地平整成本合计金额为18.88亿元，此外，随着龙游县重点推动城东区块、城南区块等区域的建设发展，以及龙游县低丘缓坡土地综合开发利用战略的稳步推进，公司土地开发业务有望保持稳定发展。

表 12 公司土地开发业务情况（单位：亩、万元/亩）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
一、出让面积	2,358.37	608.00	612.34
其中：工业用地	2,358.37	445.90	129.53
其他	0.00	162.10	482.81
二、平均出让价格	13.47	18.93	16.95
其中：工业用地	13.47	13.09	36.56
土地折抵指标	-	35.00	13.39

资料来源：公司提供

高速公路收费收入、水费收入和旅游收入的规模相对较小，但收入来源有保障，对公司盈利构成了有力的支持

公司的高速公路收费业务主要由子公司交投公司运营，收费路段为杭新景高速公路龙游支线，是转接浙江、江西、安徽的重要路段，车流量较大。根据2014年和2016年签署的《浙江省高速公路联网收费资金结算协议》文件，子公司龙游县龙新高速公路投资有限公司（以下简称“高速公司”）负责杭新景高速公路龙游支线通行费的收取。该段高速公路全长20公里，由高速公司负责建设、维护并有永久的收费权。

杭新景高速公路龙游支线于2006年12月通车，2018年该路段年车流量为540.99万车次，相较上年小幅下降，同时，收入也出现一定幅度下滑，2018年该业务实现收入8,150.10万元。

随着近年国内家庭汽车保有量的增加以及国内货物运输总量的增长，国内高速公路的通车量总体呈增长趋势。杭新景高速作为浙江西部连接东西的重要公路干道，公司的高速公路收费收入基本保持稳定。

表 13 高速公路收费情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
车辆通行量（万车次）	540.99	557.13	534.13
平均收费标准（元/车次）	15.07	15.77	15.34
高速公路收费收入（万元）	8,150.10	8,786.90	8,193.58

资料来源：公司提供

供水业务由子公司水务公司负责经营，包括对龙游县范围内的居民和企业供水以及进行污水处理等。2016-2018年家庭用水户数呈波动下降趋势，企业用水户数则呈增长趋势，公司获得的水费收入持续增长。

表 14 公司供水业务情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
家庭用水户数（户）	44,501	40,452	48,132
家庭用水平均水价（元/立方米）	2.40	2.40	2.00
企业用水户数（户）	5,578	5,004	2,783
企业用水平均水价（元/立方米）	2.90	1.64	2.15

资料来源：公司提供

公司负责管理龙游县的主要旅游资源，包括龙游石窟、龙游民居苑等，其中龙游石窟为国家AAAA级景区。上述旅游资源由子公司龙游县文化旅游发展有限公司负责景点的维护和管理。该部分业务的收入来源主要为门票收入、商铺出租收入等。目前龙游县旅游景点多为自然景观，维护成本基本稳定，2018年公司该部分业务的收入及毛利率大幅下降主要系免费游后收费游客人数大幅减少导致。

表 15 公司旅游收入相关情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
当期游客人次（人次）	129,165	658,321	435,000
人均门票收入（元）	70.50	24.07	43.04
导游服务收入（万元）	50.58	28.12	23.41

资料来源：公司提供

公司在建和拟建的自营项目较多，有望提高业务多元化程度，但自营项目投资金额较大，形成较大的资金压力，且需面临一定的市场风险，投资回收存在一定的不确定性

截至2018年末，公司较大的在建自营项目如表16所示，主要在建项目预计总投资8.83亿元，已完成投资3.00亿元，尚需投资5.83亿元。其中泽潭砂场工程即为本期债券募投项目衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程的一部分。

建设海绵城市配套新型建材产业园项目即为募投项目之一龙流段河道疏浚项目的下游项目。利用河底淤泥制造陶粒作为新型建材，用于城市中的地面铺盖等。目前龙游县正在推进城东新区开发，且其他地区的新城建设活动也较多，该类陶粒的市场需求较大，销售前景较好。龙游沐尘康源矿山机制砂项目为公司拟建的利用矿山进行碎石制砂项目，与新型建材陶粒一样，该项目适应当前各地新城开发所产生的巨大建材需求，利用公司的河道、矿山使用权优势获得经营收益。

六春湖客运索道作为六春湖运动休闲区“四大板块”的基础设施项目，属于龙游县着力打造的六春湖运动休闲区的重要组成部分，位于龙游县庙下乡毛连里村。项目总投资概算20,217万元，主要包括上、下站房以及集散广场，线路支架和设备采购、安装等建设内容。

物流园区工程由公司的子公司商贸公司负责建设运营，依托于龙游县便利的交通条件，建设综合功能物流园区。项目预计投资1.27亿元，预计于2019年完工，建成后通过出租园区内的物流集散基地获得租金收入，若运营情况较好，公司的租金收入将有大幅增长。

民居苑拓展工程即为对龙游民居苑景点进行扩展，新建部分景点、商铺，总投资8,000万元，预计于2019年完工。2018年游客量大幅减少，对应收入大幅减少，公司的旅游收入未来面临较大的不确定性风险。

表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建自营项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	已完成投资额	预计完工时间
海绵城市配套新型建材产业园（龙游固废全量化资源利用生产新型建材项目）	42,000.00	5,931.36	2019 年
物流园区工程	12,693.00	5,536.90	2019 年
龙游六春湖运动休闲区（高山运动小镇）桃源尖客运索道项目	20,217.00	5,423.14	2019 年
民居苑拓展工程	8,000.00	8,364.47	2019 年
杭新景高速公路路面大中修工程	5,356.00	4,715.00	2020 年
合计	88,266.00	29,970.87	-

资料来源：公司提供

公司未来拟建的主要项目如表17所示。龙北自来水厂项目的建设是惠及龙游县中心城区及周边农镇居民的重要基础设施，工程建成后将形成龙游衢江南北两水厂共同供水的格局，完善取水、制水、输配水供水系统，更有效的保障龙游供水安全。

总体来看，公司在建和拟建的自营项目主要为利用国资优势在相关领域开发的经营性项目，项目所涉及领域多为物业、园区、水利、矿山等具有一定垄断性的领域，投资回收有一定的保障。另一方面，公司在建和拟建项目几乎全部为市场化经营项目，未来收益实现存在一定的不确定性，且项目数量较多，预计在建和拟建自营项目合计资金需求为32.15亿元，公司存在较大的资金压力，未来投资回收仍存在一定风险。

表 17 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要拟建自营项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	预计完工时间
龙北自来水厂	53,300	2020 年
汽车城项目	60,000	2022 年
龙游县百益农副产品批发市场项目	50,000	2020 年

六春湖高山运动小镇	100,000	2021 年
合计	263,300	-

资料来源：公司提供

公司获得的补贴规模较大，有效提升了公司的经营能力

公司作为龙游县最重要的国资管理公司，得到了县政府的支持。2013年，龙游县财政局将公司股权全部划拨至龙游县国资委，同年龙游县国资委将奔康公司、旅游公司、中北公司和中发公司4家子公司的股权全部划拨到公司名下；2015年，龙游县国资委将水务公司和交投公司的股权划拨至公司名下。2015年11月，根据“龙国资委发【2015】60号”文件，龙游县国资委将评估价值6.37亿元的人民南路289号店面等资产注入公司。2016年4月26日，根据“龙国资委发【2016】21号”文件，龙游县国资委将龙游县民用爆破器材专营公司整体国有资产无偿划入公司子公司交投公司。2016年8月23日，根据“龙国资委发【2016】54号”文件，龙游县国资委将龙游县保安服务有限公司整体国有资产无偿划入奔康公司。

2013-2015年，公司分别获得股权及资产注入17.20亿元、24.05亿元、10.95亿元，2016-2018年，公司分别获得股权及资产注入2.39亿元、0.70亿元和1.17亿元，截至2018年12月末，公司资本公积余额为74.96亿元，相比2016年末增加14.69亿元。

2016-2018年，公司分别获得龙游县政府的财政补助1.74亿元、1.88亿元和1.63亿元，合计获得财政补助5.25亿元，较大力度的外部支持有效提升了公司的经营能力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2018年末，公司纳入合并报表范围子公司共52家（详见附录二），近三年合并报表范围变化情况如附录三所示。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但资产中存货占比较高，关联方占款规模较大，总体资产流动性一般

随着地方政府划拨资产和经营规模不断扩大，近年来公司资产规模增长较快，

2016-2018年年均复合增长率为14.84%。

流动资产系公司资产的主要构成及增长来源，2016-2018年年均复合增长16.52%，主要包括货币资金、其他应收款及存货。截至2018年末，货币资金合计26.91亿元，较上期增加155.99%，主要为银行存款大幅增加所致，存在20万元货币资金受限情况，主要原因系该笔资金为旅行社依法缴存、保障旅游者权益的专用资金。其他应收款主要系公司与政府部门及关联公司的往来款项，2018年末，公司其他应收款账面价值为20.56亿元，占总资产比重为11.50%，前五大应收对象分别为龙游县财政局、龙游县交通发展有限公司、龙游县旧城拆迁改造指挥部办公室、龙游县国有资产监督管理委员会和龙游县兴业经济发展有限公司，虽然回收风险很小，但规模较大，对公司资金形成占用。截至2018年末，公司存货资产合计74.68亿元，其中开发成本合计72.19亿元，开发成本主要为工程代建和土地整理成本，存货中账面价值1.04亿元的存货已对外抵押。

表 18 2016-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	269,075.08	15.05%	105,110.22	6.98%	63,281.60	4.67%
其他应收款	205,616.53	11.50%	210,624.41	13.99%	160,387.51	11.83%
存货	746,768.39	41.76%	769,356.29	51.10%	694,874.27	51.24%
流动资产合计	1,308,347.33	73.16%	1,134,001.08	75.32%	963,597.12	71.05%
投资性房地产	163,573.52	9.15%	128,110.19	8.51%	188,036.07	13.87%
固定资产	104,960.57	5.87%	97,699.51	6.49%	95,148.93	7.02%
在建工程	135,806.69	7.59%	107,489.68	7.14%	76,656.30	5.65%
无形资产	63,265.04	3.54%	29,165.10	1.94%	28,620.60	2.11%
非流动资产合计	480,008.35	26.84%	371,528.43	24.68%	392,541.98	28.95%
资产总计	1,788,355.69	100.00%	1,505,529.51	100.00%	1,356,139.11	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产。投资性房地产主要系公司集中管理的国有房屋、商铺等，以公允价值计量，截至2018年末，公司投资性房地产期末余额为16.36亿元，较上年末增加27.68%，其中账面价值6.06亿元的房产已对外抵押，根据龙游县人民政府抄告单2018年第40号文件，2018年按照评估作价划入房产增加投资性房地产2.61亿元，收回房产减少投资性房地产0.35亿元，此外，政府收回公司部分土地使用权使得该部分收支平衡，不增加公司资本金。固定资产以房屋及建筑物和道路资产为主，近年固定资产账面价值基本维持稳定。公司在建工程规模呈上升趋势，其中包括部分竣工未结算的项目，随着公司市场化项目的推进，在建工程规模预计将不断增长。

无形资产主要系公司拥有的土地使用权，截至2018年末，无形资产账面价值为6.33亿元，较上年末大幅增加116.92%，主要系购置土地使用权及在建工程转入的特许经营权增加所致，无形资产中2.17亿元已对外抵押，另外，公司多个项目的收益权已质押。

综合来看，近年公司资产规模增长较快，但存货占比较高，存货中多为开发成本；固定资产和在建工程未来有增长趋势；关联方占款规模较大；2018年末各项受限资产余额合计达到9.33亿元；综合以上情况，公司资产整体流动性一般。

盈利能力

近年公司的营业收入持续增长，政府补助有效提升了公司的盈利水平

公司的各项业务大多具有较好的可持续性，近年营业收入稳定增长，2016-2018年公司营业收入分别为5.81亿元、8.58亿元和12.31亿元，三年复合增长率为45.64%，公司营业收入持续快速增长。

由于土地开发收入、高速公路收费收入以及租金收入毛利率维持在较高水平，2016年公司综合毛利率水平较高，但2017年公司合并范围子公司增加，导致其他业务收入大幅增长，同时毛利率下降，2018年，毛利率水平较高的土地整理收入大幅增加，同期房地产销售毛利率较大幅度提升，当年公司综合毛利率水平小幅提升至33.38%。

公司集中管理的房产主要用于择机出售，因此作为投资性房地产持有，以公允价值计量，近年该部分房产持续升值，为公司贡献了一定的公允价值变动收益。2016-2018年，公司获得政府补助1.74亿元、1.88亿元和1.63亿元，政府补助有效提升了公司的盈利水平。

目前公司有多个在建和拟建的市场化项目，随着这些项目的逐步建成，公司未来收入或有所增长。另一方面，市场化项目面临一定的市场风险，其未来盈利能力仍存在一定的不确定性。

表 19 2016-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	123,148.45	85,822.88	58,057.67
公允价值变动收益	4,014.87	1,018.80	5,822.40
其他收益	16,338.86	18,704.81	-
营业利润	25,021.56	15,804.98	3,266.55
营业外收入	555.41	902.64	21,825.67
利润总额	25,169.60	12,306.94	22,507.83
综合毛利率	33.38%	30.16%	45.29%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动及投资活动现金流表现较弱，未来项目建设资金需求较大，面临较大资金压力

公司经营活动现金流入主要来自于房产销售业务、土地开发业务和工程建设业务等，2016-2018年经营收现比分别为1.89、1.02和1.03，公司经营收现能力较好。整体上看，近年公司经营活动现金流均呈现为净流出，主要系随着业务规模的增长，公司存货的规模快速增加，营运资本持续投入。此外，公司作为龙游县的国有资产经营管理主体，与政府部门间的资金往来较为频繁，一定程度上增加了公司经营现金流压力。

投资活动方面，随着2015年市场化项目的推出，公司投资活动现金流出量快速增长。公司目前在建和拟建的项目较多，未来投资活动仍将维持现金净流出。

筹资活动方面，由于公司经营活动及投资活动均持续表现为现金净流出，公司整体现金流入主要依赖于筹资活动。银行借款系公司筹资的主要来源，此外2016-2018年公司分别收到其他与筹资活动有关的现金4.89亿元、4.00亿元和3.27亿元，主要系公司与政府间的往来资金流入以及债务置换款项，对公司现金流形成有效补充。截至2018年末，公司的在建、拟建项目合计资金需求为43.08亿元，随着投资现金需求的增加，公司未来一段时间内对筹资活动现金的依赖将进一步增强。

表 20 2016-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.03	1.02	1.89
销售商品、提供劳务收到的现金	127,411.68	87,169.98	109,509.06
收到的其他与经营活动有关的现金	180,854.52	129,068.00	56,313.39
经营活动现金流入小计	308,379.94	216,285.87	165,926.23
购买商品、接受劳务支付的现金	271,623.12	124,384.09	141,242.68
支付的其他与经营活动有关的现金	26,947.82	99,898.06	51,132.85
经营活动现金流出小计	316,183.97	237,204.53	200,368.63
经营活动产生的现金流量净额	-7,804.03	-20,918.66	-34,442.40
投资活动产生的现金流量净额	-18,093.69	-41,632.66	-43,273.19
筹资活动产生的现金流量净额	189,862.58	104,379.93	73,441.66
现金及现金等价物净增加额	163,964.86	41,828.62	-4,273.93

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本实力稳步增长，但有息债务规模增长较快且规模较大，公司面临较大的债务

压力

受益于政府的资产注入以及公司的盈利积累，公司所有者权益由2016年末的82.77亿元增至2018年末的89.85亿元，年均复合增长4.19%；同时公司负债增速相对较快，年均复合增长29.77%，近三年公司产权比率持续上升，截至2018年末，该比率为99.04%。

表 21 2016-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	889,875.18	630,114.10	528,400.95
所有者权益	898,480.51	875,415.41	827,738.16
产权比率	99.04%	71.98%	63.84%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构来看，公司债务以非流动负债为主，由于公司在建和拟建项目较多，长期借款金额增加，非流动负债总额呈上升趋势。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。短期借款包括保证借款和抵押借款，其中抵押物主要为房屋使用权和土地使用权。其他应付款主要系公司与政府部门间的往来款项，2016-2018年呈现波动上升的趋势。一年内到期的非流动负债主要系即将到期的长期借款。

表 22 2016-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	72,500.00	8.15%	76,500.00	12.14%	42,000.00	7.95%
其他应付款	66,839.16	7.51%	54,512.09	8.65%	62,356.87	11.80%
一年内到期的非流动负债	22,970.00	2.58%	23,600.00	3.75%	11,350.00	2.15%
流动负债合计	197,235.45	22.16%	178,048.59	28.26%	128,202.46	24.26%
长期借款	550,445.00	61.86%	352,050.00	55.87%	323,250.00	61.18%
长期应付款	141,970.34	15.95%	99,907.48	15.86%	-	-
非流动负债合计	692,639.73	77.84%	452,065.51	71.74%	400,198.49	75.74%
负债合计	889,875.18	100.00%	630,114.10	100.00%	528,400.95	100.00%
其中：有息负债	659,665.00	74.13%	470,900.00	74.73%	376,600.00	71.27%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债系公司负债的主要构成，主要包括长期借款及长期应付款。公司长期借款余额较大，其中13.63亿元为国债转贷借款（政府债务置换，利率较低，但需要公司偿还），其余均为保证、抵押、质押借款，保证借款均为公司内部保证，抵押物为公司拥有的部分房产及土地使用权，质押物则包括多个项目的收益权。截至2018年末，公司长期借款中地方债务置换产生国债转贷余额为13.63亿元，该部分借款的利率区间为3.59%-4.04%，到期

日均为2022年及以后，相应抵质押已解押。

公司长期应付款大部分为专项应付款，主要包括兴业建设专项资金、铁路建设专项资金、地面光伏拨款等，随着基础设施项目的持续投入，专项应付款规模逐年增长，由于专项资金是上级支持性借款，期限相对较长，短期偿还压力相对较小。

近年公司有息债务总额持续增长，有息债务压力总体上呈上升趋势。2016-2018年末有息负债总额分别为37.66亿元、47.09亿元和65.97亿元，近三年复合增长率为32.35%，有息负债增长较快，2019年需要偿还的有息债务总额为9.71亿元，存在较大的短期偿还压力。

表 23 截至 2018 年末公司有息债务余额及到期期限分布（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务	9.71	3.24	4.38	48.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司所有者权益和债务同时增长，资产负债率水平持续上升。由于近年公司资产规模的扩大主要集中于存货等流动资产的增长，而负债规模的上升主要源于长期负债的增加，公司流动资产对流动负债的覆盖程度较高。另一方面，公司流动资产主要由存货和其他应收款构成，即时集中变现难度较大，公司实际短期偿债能力弱于账面表现。综合偿债指标方面，近年EBITDA利息保障倍数持续下降，公司经营债务负担上升明显。公司未来融资需求较大，利息支出趋于上升，而市场化项目的收益仍存在不确定性，公司的长期偿债能力取决于未来项目的收益实现情况。

表 24 2016-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	49.76%	41.85%	38.96%
流动比率	6.63	6.37	7.52
速动比率	2.85	2.05	2.10
EBITDA（万元）	52,074.74	35,791.46	47,188.30
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.99	2.84
有息债务/EBITDA	12.67	13.16	7.98

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目收益是本期债券偿债资金的主要来源。本期债券募投项目使用3.85亿元用于龙游县子鸣社区安居工程（一期）、2.79亿元用于衢江龙游段河道疏浚资源综合利用工程、2.05亿元用于龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区和5.71亿元用于补充流动资金。根据募投项目可行性研究报告，本期债券募投项目可获净收益均能完全覆盖项

目投资成本，系本期债券偿债资金的主要构成。但河道疏浚项目收入规模及其稳定性较易受混合砂、碎石等市场需求及市场价格波动影响，市场价格的不确定性使项目收益实现存在一定风险，同时安置房也存在一定的销售风险。

其次，经营活动获取现金是公司偿还债务支付利息的重要保障。公司目前实现收入的业务均有较好的可持续性，未来营业收入有一定保障。公司目前在建和拟建的市场化项目较多，随着市场化项目逐步建成，公司未来收入有望进一步增长。但公司经营收现情况波动较大，一定程度上削弱了经营活动获取现金对还本付息的保障能力。

九、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	269,075.08	105,110.22	63,281.60
其他应收款	205,616.53	210,624.41	160,387.51
存货	746,768.39	769,356.29	694,874.27
流动资产合计	1,308,347.33	1,134,001.08	963,597.12
非流动资产合计	480,008.35	371,528.43	392,541.98
资产总计	1,788,355.69	1,505,529.51	1,356,139.11
短期借款	72,500.00	76,500.00	42,000.00
一年内到期的非流动负债	22,970.00	23,600.00	11,350.00
流动负债合计	197,235.45	178,048.59	128,202.46
长期借款	550,445.00	352,050.00	323,250.00
长期应付款	141,970.34	31,174.63	14,957.74
非流动负债合计	692,639.73	452,065.51	400,198.49
负债合计	889,875.18	630,114.10	528,400.95
有息债务	659,665.00	470,900.00	376,600.00
所有者权益	898,480.51	875,415.41	827,738.16
营业收入	123,148.45	85,822.88	58,057.67
其他收益	16,338.86	18,704.81	-
营业利润	25,021.56	15,804.98	3,266.55
营业外收入	555.41	902.64	21,825.67
利润总额	25,169.60	12,306.94	22,507.83
经营活动产生的现金流量净额	-7,804.03	-20,918.66	-34,442.40
投资活动产生的现金流量净额	-18,093.69	-41,632.66	-43,273.19
筹资活动产生的现金流量净额	189,862.58	104,379.93	73,441.66
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	33.38%	30.16%	45.29%
收现比	1.03	1.02	1.89
产权比率	99.04%	71.98%	63.84%
资产负债率	49.76%	41.85%	38.96%
流动比率	6.63	6.37	7.52
速动比率	2.85	2.05	2.10
EBITDA（万元）	52,074.74	35,791.46	47,188.30
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.99	2.84
有息债务/EBITDA	12.67	13.16	13.19

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末纳入合并范围的子公司（单位：万元，%）

子公司名称	级次	注册资本	持股比例
龙游县香溢装饰材料市场有限公司	一级	1,600.00	100
龙游县商贸物流发展有限公司	一级	5,000.00	100
龙游县安驿机动车检测有限公司	二级	200.00	100
龙游县百益仓储有限公司	二级	600.00	100
龙游华安机动车驾驶培训有限公司	二级	50.00	100
龙游县百益市场管理有限公司	二级	952.00	100
龙游县路灯管理有限公司	一级	100.00	100
龙游县铁路发展有限公司	一级	5,000.00	100
龙游新北建设有限公司	一级	3,000.00	100
浙江龙游中北实业有限公司	一级	23,000.00	100
浙江盈川产业园开发有限公司	二级	20,000.00	79
龙游北辰综合建设开发有限公司	二级	6,000.00	100
龙游县奔康投资有限公司	一级	5,000.00	100
龙游楚盛房地产开发有限公司	二级	3,000.00	100
龙游县翼安人力资源服务有限公司	二级	500.00	100
龙游县宏科教育投资有限公司	二级	3,000.00	100
龙游县安周物业管理有限公司	二级	500.00	100
龙游县保安服务有限公司	二级	1,000.00	100
龙游县奔康新能源有限公司	二级	500.00	100
龙游县文化旅游发展有限公司	一级	13,000.00	100
龙游镇建建设开发有限公司	二级	30,000.00	100
龙游石窟旅行社有限公司	二级	150.00	100
龙游县三门源旅游开发有限公司	二级	6,000.00	75
龙游石窟风景旅游有限公司	二级	150.00	100
浙江龙游中发农业投资开发有限公司	一级	34,000.00	100
龙游县水务集团有限公司	一级	10,000.00	100
龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司	二级	5,000.00	100
龙游县水利供水开发有限公司	二级	2,000.00	100
龙游县双江水利开发有限公司	二级	1,000.00	100
龙游华水水业发展有限公司	二级	5,000.00	100
龙游县华水工程有限公司	二级	2,000.00	100
龙游县沐尘水库开发有限责任公司	三级	50.00	100
龙游县水务集团鸿乐贸易有限公司	二级	200.00	100
寰龙投资股份有限公司	二级	5,000.00	100

浙江寰龙环境科技有限公司	三级	5,000.00	100
龙游县交通投资集团有限公司	一级	5,000.00	100
龙游县创达交通实业有限公司	二级	5,000.00	100
龙游县顺通公路养护有限公司	二级	200.00	100
龙游县通途交通建设工程有限公司	二级	6,090.00	100
龙游县通途交通工程检测有限公司	三级	100.00	100
龙游县龙新高速公路投资有限公司	二级	3,000.00	100
龙游县民用爆破器材有限公司	二级	150.00	100
龙游县城市发展投资有限公司	一级	13,000.00	76.92
龙游县体育发展有限公司	二级	1,000.00	100
龙游县城投置业有限公司	二级	1,000.00	100
龙游县三石园林绿化有限公司	二级	500.00	100
龙游县石角旅游开发有限公司	二级	3,000.00	75
上海龙掣旅游有限责任公司	二级	12,000.00	75
龙游县交投中石化能源有限公司	二级	1,500.00	51
浙江龙游望达农业投资开发有限公司	一级	41,000.00	51.22
龙游县万基建设工程检测有限公司	二级	133.80	100
龙游县六春湖客运索道运营有限公司	二级	6,000.00	100
龙游县全域土地开发建设有限公司	一级	10,000.00	100
龙游县百益农副产品批发市场有限公司	一级	5,000.00	100
龙游县美丽乡村大花园开发建设有限公司	二级	10,000.00	100

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 2016-2018 年公司合并报表范围变化情况

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
1、2016年公司新增纳入合并范围子公司情况			
龙游华安机动车驾驶培训有限公司	机动车驾驶员培训	100%	购入
龙游县百益市场管理有限公司	市场管理	100%	划拨
龙游县保安服务有限公司	保安服务	100%	划拨
龙游县民用爆破器材有限公司	民用爆炸品及器材销售	100%	划拨
龙游县安驿机动车检测有限公司	机动车安全技术检验、检测	100%	新设
龙游县百益仓储有限公司	仓储场地租赁，货运，装卸服务	100%	新设
龙游县翼安人力资源服务有限公司	人力资源服务	100%	新设
龙游县奔康新能源有限公司	新能源技术研发	100%	新设
龙游县宏科教育投资有限公司	教育行业投资、咨询服务	100%	新设
龙游县安周物业管理有限公司	物业管理服务	100%	新设
龙游县三门源旅游开发有限公司	旅游景区的开发、管理	75%	新设
龙游石窟旅行社有限公司	旅游服务	100%	新设
龙游镇建建设开发有限公司	城镇化基础设施建设	100%	新设
寰龙投资股份有限公司	实业投资、管理	100%	新设
浙江寰龙环境科技有限公司	技术开发、转让、咨询	100%	新设
龙游县水务集团鸿乐贸易有限公司	农副产品的销售、企业管理咨询服务	100%	新设
浙江国通联合能源发展有限公司	能源产业项目的投资、管理、开发	51%	新设
龙游县通途交通工程检测有限公司	工程现场检测	100%	新设
龙游县体育发展有限公司	体育产业的投资、开发、管理、资产管理	100%	新设
龙游县城投置业有限公司	房地产开发、经营	100%	新设
2、2017年公司新增纳入合并范围子公司情况			
龙游县三石园林绿化有限公司	市政公用工程施工总承包	100%	新设
龙游县石角旅游开发有限公司	旅游景区开发、管理	75%	新设
上海龙掣旅游有限责任公司	文化旅游项目开发、管理	75%	新设
龙游县交投中石化能源有限公司	润滑油零售	51%	新设
浙江龙游望达农业投资开发有限公司	农业发展项目投资	51%	新设
龙游县万基建设工程检测有限公司	建筑工程材料	100%	企业合并
3、2018年公司新增纳入合并范围子公司情况			
龙游县六春湖客运索道运营有限公司	旅游索道运营及相应配套项目经营管理；索道客运服务；	100%	新设
龙游县全域土地开发建设有限公司	农业发展项目投资、开发项目投资、国有资产经营	100%	新设
龙游县百益农副产品批发市场有限公司	市场开发、建设、经营；粮食收购；市场经营管理	100%	新设

龙游县美丽乡村大花园开发建设有限
公司

农业发展项目投资、开发;国有资
产经营、管理

100%

新设

资料来源: 公司 2016-2018 年审计报告, 中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的长期有息债务+长期借款+长期应付款中有息负债

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。