



2019年龙游县国有资产经营有限公司公司 债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年龙游县国有资产经营有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 龙游债/19 龙游 国资债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到龙游县工业经济发展良好，经济总量持续增长，龙游县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“龙游国资”）仍是龙游县重要的国有资产投资运营主体，业务多元化程度较高，收入保持较为稳定的增长，且整体业务持续性仍较好，此外，公司持续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，存在较大的资金支出压力和一定的偿债压力、短期偿债压力有所上升、存在一定的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2023 年 06 月 28 日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来收入来源较有保障，业务在区域内仍具有一定的专营性，且将持续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：洪烨
hongy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	332.03	281.63	238.67
所有者权益	139.33	134.85	104.39
总债务	119.40	96.02	92.92
资产负债率	58.04%	52.12%	56.26%
现金短期债务比	0.53	1.24	2.51
营业收入	18.53	16.75	14.16
其他收益	4.30	3.24	1.54
利润总额	2.73	2.18	2.51
销售毛利率	17.10%	22.78%	28.93%
EBITDA	8.04	7.08	5.61
EBITDA 利息保障倍数	1.26	1.38	1.27
经营活动现金流净额	-15.87	-8.92	-16.05

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **龙游县工业经济发展良好，经济总量持续增长。**龙游县聚焦特种纸、绿色食品、高档家具三大传统产业和高端装备、新材料、智能制造三大战略性新兴产业的“3+3”产业发展体系，2022年龙游县固定资产投资增速和进出口总额增速分别为14.3%和21.4%，有力推动了经济增长。
- **公司业务多元化程度仍较高，业务持续性仍较好。**作为龙游县重要的国有资产投资运营主体，公司负责统一管理龙游县内主要的国有资产和资源，2022年公司业务类型涵盖房产销售经营、土地指标管理、工程、商贸、水务、租赁、安保、砂石开采等多个领域，业务多元化程度仍较高，且收入规模保持增长。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2022年公司收到财政拨款合计3.33亿元，计入资本公积，同时收到各类财政补助合计4.31亿元，有效提升了公司的盈利水平。

关注

- **公司资产整体流动性仍较弱。**2022年存货在公司总资产中占比45.91%，主要系安置房建设、代建业务等工程建设成本，公司的各类应收款项仍对营运资金形成一定的占用，同时，公司存在一定规模的受限资产，整体资产流动性较弱。
- **在建、拟建项目较多，后续资金支出压力较大。**2022年末公司在建、拟建的安置房项目、代建项目及各类自营项目数量较多，规模较大，未来尚需投入大量资金，随着项目的继续推进，公司后续面临较大的资金支出压力。
- **公司仍存在一定的偿债压力。**2022年末公司总债务规模持续增长，短期债务规模及占比均有所提升，现金类资产对短期债务覆盖不足，公司集中偿债压力有所上升。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至2022年末，公司对关联方提供担保余额合计29.88亿元，占期末净资产的21.44%，担保对象均为国有企业，均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	净资产	资产负债率	总收入
龙游国资	龙游县核心平台，重要的国有资产投资运营主体	139.33	58.04%	18.53
龙游县水务集团有限公司	龙游县次要平台，负责区域县内的河道砂石销售、绿色建筑、销售、水务等业务	69.47	39.90%	5.67

注：财务数据为2022年度/2022年末数据。

资料来源：Wind，部分平台公开评级报告，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营 &财务状	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7

行政层级	2/5	况
ESG 因素		0
审计报告质量		0
不良信用记录		0
补充调整		0
个体信用状况		a+
外部特殊支持		2
主体信用等级		AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是衢州市龙游县重要的国有资产投资运营主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，龙游县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与龙游县政府的联系非常紧密以及龙游县政府非常重要。同时，中证鹏元认为龙游县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/19 龙游债/19 龙游国资债	2022-6-28	毕柳、高爽	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019.V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/19 龙游债/19 龙游国资债	2019-6-10	杨培峰、毕柳	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
19 龙游债/19 龙游国资债	14.40	11.52	2022-6-28	2026-9-11

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年9月发行7年期14.40亿元公司债券，原计划募集资金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。截至2023年5月25日，“19龙游债/19龙游国资债”募集资金专项账户余额为2,300.12元。

三、发行主体概况

2022年，龙游县人民政府为进一步推动龙游县国有资本和国有企业做强做优做大，对下属国有企业股权架构进行了进一步整合，公司控股股东由龙游县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“龙游县国资办”）变更为龙游县国有资本投资集团有限公司（以下简称“龙游国有资本”），龙游国有资本由龙游县国资办全资控股，因此公司实控人仍为龙游县国资办，公司股权结构图如附录二所示。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为2.00亿元。

2022年公司合并范围内增加6家子公司，其中因持股比例变更而纳入的有1家子公司，因新设而纳入的有5家子公司；合并范围内因子公司股权划转和注销共减少2家子公司，具体情况如表1所示，其中，龙游县全域土地开发建设有限公司在股权划出后更名为龙游县国有资本投资集团有限公司，即公司当前的全资控股股东。

公司仍是龙游县重要的国有资产投资运营主体，主要负责龙游县内主要国有资产的管理与运营，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、工业平台等方面，业务多元化程度依然较高。

表1 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2022 年新纳入合并范围的子公司	持股比例	注册资本	合并方式
龙游县康珉贸易有限公司	100%	500	新设
衢州市马派生鲜有限公司	60%	1,000	新设
衢州奔富商贸有限公司	51%	500	新设
龙游聚宝街停车场服务有限公司	50%	200	持股比例变更
龙游灵衢旅游资源开发有限公司	100%	20,000	新设
龙游县智创企业管理有限公司	100%	10,000	新设
2022 年不再纳入合并范围的子公司	原持股比例	注册资本	不再纳入的原因

龙游县商贸物流发展有限公司	100.00%	5,000.00	注销
龙游县全域土地开发建设开发有限公司	100.00%	10,000	股权划出

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司

作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

龙游县为四省边际区域性综合交通枢纽，自然与人文景观资源丰富；近年聚焦发展“3+3”产业体系，工业经济持续增长，但经济和财政实力水平一般，且财政自给能力较弱

区位特征：龙游县作为四省边际区域性综合交通枢纽，具有一定的交通优势，且人文与自然资源较丰富。龙游县为浙江省衢州市下辖县，位于浙江省中、西部，具备“公铁水”联运现代化交通体系，杭长高铁、浙赣电气化铁路、衢宁铁路过境而过，境内设站的杭衢高铁正在建设中，杭金衢等6条高速公路和国省道密集交汇，同时拥有三座火车站、三条大环线，距衢州、义乌、萧山等机场均在0.5至1.5小时交通圈内，水上龙游港可与宁波港、嘉兴港、太仓港、镇海港区等实现海河联运，是浙江中、东部地区连接江西、安徽和福建三省的重要综合交通枢纽。龙游县同时被纳入长三角、杭州都市圈和海西经济区组团，“四省通衢汇龙游”的交通区位优势拉近龙游县与各经济圈的空間距离，并逐步转化为开发

开放、区域合作的竞争优势。龙游县为历史文化名城，自然资源与人文景观资源较丰富，为2020年全国县域旅游综合实力百强县。龙游县是浙西文明的发源之地，至今已有2,240多年建县史，历史文化积淀丰厚，县内拥有国家、省、县三级文物保护单位200多处，拥有龙游石窟、龙游民居苑、龙游八塔、姑蔑文化遗址等历史文化古迹和六春湖景区、三叠岩、乌石山等靓丽自然景观。全县总面积1,143平方公里，辖6镇7乡2街道。截至2022年末，龙游县常住人口为36.7万人，人口吸附能力较弱，近三次人口普查呈人口持续净流出态势。

经济发展水平：龙游县经济发展水平一般，2022年投资和出口推动经济持续增长。作为浙江省山区26县之一，龙游经济规模处于衢州市下辖区县的中下游，2022年龙游县人均GDP为8.14万元，略低于全国平均水平，经济发展水平一般。2022年龙游县经济实力稳步提升，但GDP增速排名低于衢州市平均水平。从经济增长的驱动因素看，投资和出口为驱动2022年经济增长主要因素，2022年龙游县固定资产投资增速提升明显，其中制造业投资同比增长52.2%，高新技术投资同比增长105.9%，外贸出口延续高速增长，2022年进出口总额同比增长21.4%，消费亦持续恢复。房地产方面，2022年龙游县房地产开发投资同比增长10.6%，但房屋销售下滑明显，商品房销售面积与商品房销售额分别同比下降52.9%、53.9%。

表2 2022年衢州市部分区/县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP	一般公共预算收入	政府性基金收入
柯城区	651.19	6.1%	120,591	14.25	35.62
江山市	381.28	4.6%	76,409	28.97	39.66
龙游县	298.66	2.8%	81,379	27.60	36.19
衢江区	291.02	5.2%	78,021	14.76	52.98
常山县	200.60	4.1%	76,274	16.61	37.53
开化县	181.35	4.2%	73,421	12.51	32.34

注：人均 GDP=GDP/常住人口

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 龙游县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	298.66	2.8%	288.02	9.5%	247.61	4.4%
固定资产投资	-	14.3%	123.60	6.1%	115.85	3.9%
社会消费品零售总额	182.52	4.0%	175.53	9.5%	161.36	-1.8%
进出口总额	66.36	21.4%	48.71	11.0%	43.95	22.8%
人均 GDP（万元）	8.14		8.00		6.87	
人均 GDP/全国人均 GDP	94.96%		98.74%		94.76%	

注：“-”中数据未公开披露。

资料来源：龙游县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站，中证鹏元整理

产业情况：2022年龙游县工业经济增长迅速，工业聚焦“3+3”产业体系发展。近年龙游县聚焦特种纸、绿色食品、高档家具三大传统产业和高端装备、新材料、智能制造三大战略性新兴产业的“3+3”

产业发展体系，并将碳基纸基新材料、精密数控和轨道交通装备作为两大产业主攻方向。作为亚洲最大的装饰原纸生产基地、全国最大的特种纸生产集聚中心，龙游县特种纸产业已集聚维达、金昌、凯丰、华邦古楼等一批龙头企业，绿色食品和高档家居产业以伊利乳业、李子园、龙游红木小镇等重点项目为代表；三大战略性新兴产业则聚集了包括禾川科技、中浙高铁轴承、云墨碳谷新材料在内的一批龙头企业和重点项目。2022年龙游县坚持“工业强县”战略，工业经济实现较快增长，全县实现规模工业总产值378.57亿元，同比增长5.7%，其中三大传统产业同比增长2.5%，三大新兴产业同比增长3.9%。

财政及债务水平：2022年龙游县一般公共预算收入规模稳步提升，但财政自给能力仍较弱，地方政府债务余额持续扩张。2022年龙游县一般公共预算收入规模稳步提升，但整体财政实力一般，税收收入占比为77%，财政收入质量仍较好；虽近年财政自给率持续提升，但财政自给能力仍较弱。政府性基金收入在经历2021年快速增长后恢复至往年水平，2022年政府性基金收入为36.19亿元，较上年降低39.98%，其中国有土地使用权出让收入20.70亿元，较上年下降37.00%。区域债务方面，2022年龙游县地方政府债务余额持续扩张，近三年复合增长率为14.39%。

表4 龙游县近年主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	27.60	23.00	19.63
税收收入占比	77.00%	86.35%	88.13%
财政自给率	39.90%	34.17%	29.76%
政府性基金收入	36.19	60.29	41.95
地方政府债务余额	104.36	91.51	79.76

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%，税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，地方政府债务余额=一般政府债券余额+专项债券余额，“-”表示数据未公开。

资料来源：政府财政决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：龙游县投融资平台较少，截至2022年末，发债城投平台仅龙游国资及其子公司龙游县水务集团有限公司（以下简称“龙游水务”）2家，龙游国资控股股东为龙游国有资本，系龙游县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、安保等多个领域。龙游水务主要从事河道砂石销售、绿色建筑销售等经营性业务，以及龙游县内的水务工程施工、自来水销售以及污水处理等城投类业务。

表5 截至 2022 年末龙游县主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
龙游国资	龙游国有资本	139.33	58.04%	18.53	119.40	龙游县核心平台，龙游县重要的国有资产投资运营主体
龙游水务	龙游国资	69.47	39.90%	5.67	-12.44	龙游县次要平台，负责区域内的河道砂石销售、绿色建筑销售、水务等业务

注：财务数据为 2022 年度/2022 年末数据；-表示数据未公开。龙游水务 2022 年总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款，未考虑其他债务调整项。

资料来源：Wind，部分平台公开评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是龙游县重要的国有资产投资运营主体，业务板块较为多元，2022年整体业务收入有所上升，毛利率有所下降

公司仍是龙游县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、工业平台等方面，业务多元化程度依然较高。2022年公司实现营业收入18.53亿元，较上年增长10.62%，其中主要收入来源包括房产销售收入、指标费收入、混凝土产品收入、商品销售收入、工程收入、砂石收入，合计占比71.63%。随着龙游交投和新北公司2021年划出公司，2022年公司不再有油费业务及高速公路收费业务，同时工程业务、租赁业务均受到了一定影响。

2022年，公司工程业务、租赁业务及旅游业务毛利率有较大程度提升；房产销售业务、砂石业务、水费业务、保安服务业务毛利率有较大程度下滑，其他业务毛利率有一定波动。综合影响下，2022年公司整体毛利率为17.10%，较2021年有所下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售收入	34,455.49	18.59%	-3.09%	2,224.53	1.33%	35.15%
工程收入	11,792.11	6.36%	26.65%	21,818.92	13.03%	22.60%
砂石收入	10,343.45	5.58%	23.78%	14,468.25	8.64%	53.43%
油费收入	--	--	--	15,899.23	9.49%	10.78%
混凝土产品收入	27,591.33	14.89%	17.29%	30,813.02	18.39%	21.97%
高速公路收费收入	--	--	--	9,838.43	5.87%	53.15%
光伏发电收入	4,516.49	2.44%	61.87%	4,585.05	2.74%	66.23%
水费收入	4,377.84	2.36%	-66.23%	7,197.24	4.30%	-6.75%
租赁收入	9,947.56	5.37%	80.69%	14,327.70	8.55%	37.07%
保安服务收入	4,685.12	2.53%	8.46%	2,957.96	1.77%	12.31%
劳务派遣收入	5,046.54	2.72%	2.66%	4,268.58	2.55%	2.54%
旅游收入	6,486.68	3.50%	1.63%	5,244.77	3.13%	-13.03%
商品销售收入	14,219.81	7.67%	4.23%	11,863.85	7.08%	3.84%
粮食销售收入	8,795.16	4.75%	-9.07%	9,174.41	5.48%	-9.35%
其他	7,600.01	4.10%	44.77%	9,174.81	5.48%	42.94%
指标费收入	34,326.69	18.52%	30.15%	--	--	--
主营业务收入小计	184,184.28	99.40%	17.06%	163,856.75	97.82%	23.40%
其他业务收入小计	1,116.72	0.60%	23.53%	3,651.48	2.18%	-4.95%
合计	185,300.99	100.00%	17.10%	167,508.22	100.00%	22.78%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

（一）房产销售业务

2022年公司房产销售收入规模大幅上升，但毛利率下滑明显，目前在建房屋规模较大，未来销售仍较有保障，但在建、拟建安置房项目仍给公司带来较大资金支出压力

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。安置房方面，农村的动迁安置项目主要由龙游县奔康投资有限公司（以下简称“奔康公司”）及其子公司龙游楚盛置业有限公司（以下简称“楚盛公司”）负责，城区的安置房项目主要由龙游县城市发展投资有限公司（以下简称“城投公司”）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。2022年公司房产销售收入为3.45亿元，较2021年大幅增长，原因一方面系受安置进度等因素影响，2021年公司安置房销售数量较少，另一方面系2022年文成一期项目进行了交付，导致确认收入较多。2022年公司安置房销售毛利率有所下降，主要原因系销售的文成一期项目于2022年完工，单位建设成本增幅较大，而安置房平均单价没有明显增加，因此毛利率下降较多。

表7 2021-2022 年公司安置房销售情况

项目名称	2022 年	2021 年
安置房销售面积（平方米）	47,142.64	133.02
截至年末已建成未销售安置房住宅库存（平方米）	32,162.71	21,100.66
截至年末已建成未销售安置房沿街商铺库存（平方米）	19,151.43	19,151.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。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。公司不参与前期拆迁，只负责安置房的建设与销售。截至2022年末，公司已建成未销售的住宅库存为3.22万平方米，沿街商铺库存为1.92万平方米。截至2022年末，公司在建安置房项目主要为文成小区安居工程二期和三期、横山月荷集聚小区、礼贤小区等，主要在建安置房项目预计总投资79.37亿元，已完成投资32.89亿元，拟建项目预计总投资24.18亿元，未来仍有较大的资金需求。

表8 截至 2022 年末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	2022 年末已完成投资
文成小区（二期）	14.48	8.23
黄茶小镇二期	8.54	8.02
黄茶小镇一期	4.24	4.01
辰西花苑	3.75	2.36
新溪小区	3.21	1.52
文成小区（三期）	25.00	0.52
龙游县横山月荷集聚小区	2.90	0.49
礼贤小区	4.52	2.85

塔石文兴小区	2.50	0.59
端礼小区 C-8	1.99	1.13
2017 年旧住宅小区改造	0.76	0.46
龙游县塔石镇异地搬迁安居工程	2.68	0.21
兰亭小区	4.80	2.50
合计	79.37	32.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2022 年末公司主要拟建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设时间	预计总投资
飞云小区	2023-2026	10.6
南海家苑二期	2023-2026	3.9
奔富新村	2023-2026	9.7
合计	-	24.2

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）工程建设业务

受龙游交投股权划出影响，2022年公司工程业务收入同比大幅下滑，可持续性仍较好；公司在建自营项目较多，尚需投资金额较大，形成较大的资金支出压力，未来投资回收仍存在一定的不确定性

公司工程建设业务主要由城投公司和水务公司负责，城投公司主要负责城东新区建设及旧城区改造建设，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，公司就每个项目与项目委托人¹签订委托代建合同，约定项目建设资金由委托人或龙游县财政局按工程进度拨付，公司获取2%-4%的代建费；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，毛利率较代建工程高。

2022年公司工程建设收入为1.18亿元，收入规模较上年大幅下滑，毛利率较上年提升4.05个百分点至26.65%。截至2022年末，公司工程建设业务主要的在建代建项目为龙游县公共文化服务中心、河堤水库加固工程、龙游县跨乡镇水环境综合整治项目等，主要项目的计划总投资额合计为25.42亿元，已投资9.13亿元，尚需投资16.29亿元。

表10 截至 2022 年末公司主要在建工程代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2022 年末已投资
龙游县城东公共服务中心	9.62	5.87
荣昌东路道路景观绿化工程	0.34	0.12
东华 110KVA 变电站迁建项目	1.10	0.76
龙翔东路改造提升工程	1.88	0.15

¹ 公司代建项目的委托人为龙游县相关政府部门。

越园路道路工程	0.36	0.25
唐尧路道路工程	0.34	0.20
河堤水库加固工程	5.50	0.00
中小河流治理工程	2.68	0.05
小型农田水利重点工程	2.00	0.17
护岸工程	1.60	1.56
合计	25.42	9.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司在建自营项目较多，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房产、物业、园区、水利等领域，多为市场化经营项目，建成后收益来源主要为商铺、园区的出租及部分出售。截至2022年末，公司主要在建、拟建自营项目预计总投资78.50亿元，已完成投资26.03亿元，尚需投资52.47亿元，公司仍存在较大的资金支出压力，未来投资回收仍存在一定不确定性。

表11 截至 2022 年末公司主要在建、拟建自营项目（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划建设时间	预计总投资	已投资金额
在建项目	龙游大南门历史文化街区保护开发项目	2020-2023	15.00	8.62
	龙游县健康产业中心	2020-2023	11.34	6.64
	海绵城市配套新型建材产业园	2017-2020	4.20	3.30
	龙北水厂原水引水工程	2018-2021	4.09	1.72
	城东商务中心	2020-2024	3.97	1.95
	龙游民居苑景区配套提升项目	2022-2023	3.50	1.00
	开发区高新园区实验学校	2022-2023	2.20	0.91
	龙游凤翔洲（一期）开发项目（水文化公园）	2022-2023	1.36	1.10
	龙游官潭区域民宿建设项目	2022-2023	0.49	0.09
	龙游县公安局智安小区、智安社区、智安村居项目建设	2022-2026	1.50	0.40
	龙游穀智慧产业园	2023-2025	30.00	0.30
拟建项目	龙游检测中心项目	2022-2023	0.85	-
合计	-		78.50	26.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）土地指标业务

2022年公司新增指标费收入，对公司收入及利润起到了较大的贡献作用

公司土地指标业务为2022年新增业务，主要系根据龙游县自然资源和规划局与子公司龙游县美丽乡村大花园开发建设有限公司（以下简称“大花园公司”）签署的《龙游县超级美丽乡村大花园土元实验区建设项目建设用地增减挂结余指标、补充耕地指标收购协议》，由大花园公司负责龙游县超级版美丽乡村大花园土元试验区建设项目建设建设和运营工作，项目主要包括建设用地复垦、垦造耕地、配套设施及其他建设等。项目完工后，大花园公司享有项目形成的建设用地增减挂结余、补充耕地指标交易收

益，由龙游县自然资源和规划局向大花园公司进行收购。土地指标费收入主要来自于将土地复垦后转让土地指标给外县市，资规局确认土地指标已经转让并收到指标转让费按约定每亩35万元（水田）分成给企业。2022年公司实现指标费收入3.43亿元，毛利率为30.15%，对公司收入及利润起到了较大的贡献。

（四）其他业务

公司业务类型丰富，2022年混凝土产品业务、砂石业务与商品销售业务仍是营业收入的重要组成部分，水务、保安服务、旅游等业务仍为公司收入与盈利提供稳定补充；但随着龙游交投与新北公司股权划出，租赁业务收入规模受到了一定影响

公司混凝土销售业务主要由子公司浙江寰龙环境科技有限公司（以下简称“寰龙科技”）负责，寰龙科技2019年取得了商品砼混凝土专业承包资质，建成年产50万m³商品砼混凝土生产线，并在当年投产，客户主要为下游工程建筑公司。2022年公司混凝土产能为79.03万吨，销售84.59万吨，销售均价为326.19元/吨，全年完成销售收入2.76亿元，毛利率为17.29%，较2021年有所下降。

公司砂石销售业务由水务公司子公司龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司（以下简称“疏浚砂公司”）运营，2021年龙游国资办将衢江龙游段28公里的河道疏浚收益权划转疏浚砂公司，疏浚砂公司负责衢江（龙游段）的河道疏浚工作，并享有疏浚河道的后续砂石经营权，经营期限暂定为20年。公司砂石销售业务上游原材料供应来自河道疏浚和日常清淤上岸的砂石，下游客户主要为工程建筑公司，整体较为分散。2022年砂石产能为199.08万吨，销售量为136.80万吨，销售均价为75.61元/吨，全年实现砂石收入1.03亿元，收入规模较上年下降28.51%，砂石销售业务毛利率为23.78%，较2021年有所下降。

公司商品销售业务目前主要由奔康公司的电子产品、菜篮子配送菜品、学生奶配送等业务构成。奔康公司的电子产品销售主要针对政府部门、国有企业的采购服务，盈利模式为差价；菜篮子配送销售主要向企业、学校、机关等食堂配送食物、菜品，学生奶配送主要为向当地学校配送牛奶，盈利模式为商品差价与服务费。奔康公司的商品销售业务主要面向当地政府、机关事业单位，涉及民生领域，业务较为稳定。2022年公司商品销售业务实现收入1.42亿元，业务毛利率为4.23%。

公司租赁业务主要系将部分房屋建筑物和商铺等用于出租，部分经营性物业通过公开招租进行，租赁合同期限一般为3年或5年，招租对象面向个人和企业。租金业务2022年实现收入0.99亿元，同比下降30.57%，主要系2021年末新北公司、龙游交投股权划出，两家公司租赁收入不再并表所致，2022年租赁业务毛利率上升至80.69%，主要原因系2022年部分出租房产转入投资性房地产以公允价值模式计量，计提折旧减少，从而使得成本下降所致。

公司粮食销售业务主要由奔康公司子公司龙游县粮食收储有限公司（以下简称“粮储公司”）负责运营，粮储公司销售超过国家规定储存时间的粮食（粮食储备时间一般为2年，具体视不同品种有所差异），销售价格为国家指导价，销售对象主要为食品加工企业，收储价格与销售价格差异由政府补贴。

2022 年公司粮食销售业务实现收入 0.88 亿元，业务毛利率为-9.07%，当期合计收到粮食收储补贴 0.25 亿元。

公司旅游业务的运营主体主要包括龙游云起旅游资源开发有限公司、浙江六春湖文旅发展有限公司、龙游县六春湖客运索道运营有限公司、龙游石窟风景旅游有限公司；拥有的景点项目主要包括衢州市六春湖景区、石窟风景区、民居苑景区等。2022 年合计实现收入 0.65 亿元，毛利率为 1.63%，较 2021 年大幅提升。

公司水务业务由子公司水务公司负责，主要负责龙游县城区和县辖行政村内居民和企业用户的自来水供应和污水处理业务。自来水供应方面，公司拥有1个县自来水厂和1个集镇水厂；污水处理方面，公司拥有一处污水处理中心。供水价格方面，2022年较2021年无变化，生活用水到户价格根据用水量从2.00元/立方米到5.10元/立方米浮动，非居民用水固定为1.70元/立方米；居民用户和非居民用户污水处理费分别为0.45元/立方米和0.65元/立方米。2022年实现水费收入0.44亿元，收入规模稳定增长，毛利率为-66.23%，2022年毛利率下降的原因主要系2021年末划入了水库资产，导致2022年水库折旧成本增加所致。

公司保安服务业务由奔康公司子公司龙游县保安服务有限公司负责，主要为当地银行、政府企事业单位、学校等保安服务。保安服务业务2022年实现收入0.47亿元，较2021年有所增长，毛利率为8.46%，较2021年有所下降。

此外，公司还有劳务派遣收入、光伏发电收入等其他收入来源。随着龙游交投与新北公司股权划出，公司 2022 年不再产生油料销售与高速公路收费业务收入，租赁业务收入规模亦受到了较大影响。但总体来看，2022 年公司业务类型依然丰富，整体对公司营业收入和利润形成了较好补充，2022 年营业收入同比增长 10.62%。

2022年公司仍继续获得较大力度的外部支持

公司作为龙游县重要的国资管理公司，2022年仍在资产注入和财政补贴方面持续获得较大力度的外部支持。资产注入方面，2022年公司各子公司收到财政拨款合计增加资本公积3.33亿元，详见表12²。财政补贴方面，公司收到各类财政补贴合计4.31亿元。资产注入及财政补贴有利提升了公司的整体资本实力和盈利水平。

表12 2022 年公司获得的资产注入情况（单位：万元）

资产性质	注入对象	增加资本公积
财政拨款	龙游县双江水利开发有限公司	12,583.06
财政拨款	龙游县美丽乡村大花园开发建设有限公司	1,460.00
财政拨款	龙游凤翔洲旅游开发有限公司	107.88
财政拨款	龙游县体育发展有限公司	9.64

² 2022 年公司因子公司股权、土地资产无偿划出等事项减少资本公积 7.51 亿元。

财政拨款	龙游县城市发展投资有限公司	19,162.73
合计		33,323.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

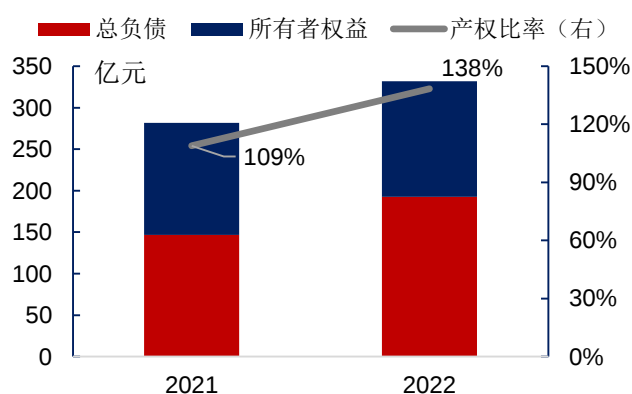
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告以及经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增子公司6家，减少子公司2家，详见表1。

资产实力与资产质量

2022年公司总资产规模保持增长，资产中存货占比较高，整体流动性较弱

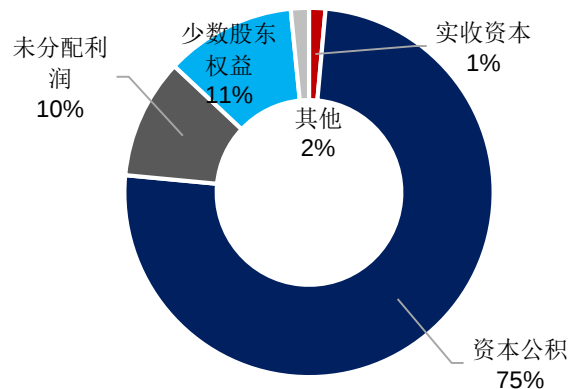
2022年，受债务规模扩张及长期应付款中专项资金规模的增长等因素影响，公司总负债达到192.70亿元，较2021年末上升45.92亿元。公司所有者权益仍主要由资本公积构成，2022年末上升至139.33亿元，较2021年末增加4.48亿元。综合影响下，2022年末公司产权比例有所上升。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模保持增长，但资产中存货占比45.91%，存货占比仍较高，同时关联方占款规模较大，资产结构仍以流动资产为主。

存货仍为公司最主要的资产，随着安置房建设、代建业务建设等项目的投入增加，2022年末公司存货账面价值较上年末增加11.52%，主要包括合同履行成本106.04亿元、开发成本32.38亿元和开发产品11.93亿元。截至2022年末，公司货币资金主要为银行存款，合计17.90亿元，其中，使用受限的货币资金仅0.31亿元，货币资金受限比例较低；其他应收款仍主要系公司与当地政府部门、事业单位及地方国有企业的往来款项，2022年末其他应收款规模较上年末增加10.20亿元，前五大应收对象应收款余额合

计占比为76.93%，公司部分应收款项账龄较长，仍对公司营运资金形成一定占用。

截至2022年末，公司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，2022年公司外购、固定资产或存货转入及公允价值变动等使得投资性房地产规模上升12.70亿元。在建工程仍主要为公司各个自建项目的投入成本，2022年规模上升主要系龙游县健康产业中心、海绵城市配套新型建材产业园项目、龙游大南门历史街区保护开发项目等项目投入所致。固定资产主要由公司各类房屋建筑及机器设备构成，2022年规模较为稳定。无形资产主要系土地资产以及龙游县国资办2021年划入的衢江龙游段28公里的河道疏浚收益权，2022年无形资产上升的主要原因系公司购置了部分土地资产，截至2022年末，公司无形资产中土地资产余额16.41亿元，其中未办妥产证的为8.70亿元。

截至2022年末，公司无形资产、投资性房地产、存货、货币资金和固定资产使用受限的资产账面价值合计16.30亿元，占同期末总资产的4.91%。

综合来看，2022年末公司资产规模保持增长，但存货、无形资产仍占比较高，且存货中多为项目开发成本和土地资产，无形资产主要为河道疏浚收益权和土地资产，资产整体流动性较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.90	5.39%	23.81	8.45%
应收账款	6.49	1.95%	3.35	1.19%
其他应收款	16.81	5.06%	6.61	2.35%
存货	152.43	45.91%	136.69	48.53%
流动资产合计	198.55	59.80%	174.30	61.89%
固定资产	20.10	6.05%	21.00	7.46%
在建工程	29.19	8.79%	20.11	7.14%
投资性房地产	32.20	9.70%	19.50	6.92%
无形资产	44.16	13.30%	39.56	14.05%
非流动资产合计	133.48	40.20%	107.33	38.11%
资产总计	332.03	100.00%	281.63	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入持续增长，政府补助对公司利润水平贡献仍较大

2022年公司营业收入较2021年上升10.63%，主要原因系文成一期安置房项目交付导致房产销售收入上升以及新增了指标费收入较多所致。公司整体业务多元化程度仍较高，对营业收入及利润形成了较好补充。毛利率方面，2022年公司整体毛利率为17.10%，较2021年有所下降，主要原因系房产销售业务、砂石业务、水费业务、保安服务业务毛利率有较大程度下滑。

同时，公司2022年收到各类财政补助合计4.31亿元，计入其他收益及营业外收入，占利润总额的157.88%，财政补助有效提升了公司的盈利水平。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	18.53	16.75
营业利润	2.79	2.23
其他收益	4.30	3.24
利润总额	2.73	2.18
销售毛利率	17.10%	22.78%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续扩张，银行借款和债券融资占比较高，短期偿债压力有所提升

截至2022年末，公司总债务119.40亿元，较2021年末上升23.38亿元，整体偿债压力较大。公司债务主要由银行借款和债券融资构成，合计占比为92.91%，非标及其他有息负债占比相对较小，整体债务品种结构相对合理，其中公司短期借款主要为信用借款、保证借款和抵押借款，长期借款主要为保证、抵押借款，公司银行借款规模有所增长，银行借款平均融资成本约为4.38%；2022年以来公司发行债券均为私募公司债券，2022年发行3年期规模2.60亿元的“22龙游01”及3年期规模2.40亿元的“22龙游02”，截至2022年末，公司债券融资余额为32.97亿元，平均融资成本约为4.33%；同时公司有部分融资租赁债务。债务期限结构方面，2022年末公司短期债务合计为33.73亿元，占总债务比例为28.25%，短期债务规模较大，公司存在一定的集中偿债压力。

此外，截至2022年末，公司应付账款仍主要系应付往来方的工程款，其他应付款主要系公司应付其他国有企业的往来款，长期应付款余额为52.80亿元，其中专项应付款52.40亿元，主要包括城东棚户区改造项目专项资金23.94亿元、市政工程拨款8.14亿元、文化旅游基础设施建设专项资金2.05亿元、南海家苑安置小区专项资金2.68亿元等，随着基础设施项目的持续投入，专项应付款规模持续增长。

表15 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
债券融资	32.97	13.46	19.51
银行借款	77.96	16.03	61.93
非标融资	3.48	3.48	0.00
其他有息债务	4.99	0.76	4.23
合计	119.40	33.73	85.67

注：银行借款中包含应付票据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.38	5.39%	12.19	8.30%
其他应付款	13.16	6.83%	10.22	6.96%
一年内到期的非流动负债	22.36	11.60%	6.43	4.38%
流动负债合计	53.69	27.86%	36.46	24.84%
长期借款	65.75	34.12%	49.98	34.05%
应付债券	19.51	10.12%	26.36	17.96%
长期应付款	52.80	27.40%	33.64	22.92%
非流动负债合计	139.01	72.14%	110.32	75.16%
负债合计	192.70	100.00%	146.78	100.00%
总债务	119.40	61.96%	96.02	65.42%
其中：短期债务	33.74	17.51%	19.17	13.06%
长期债务	85.66	44.45%	76.84	52.35%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着债务规模及长期应付款中专项资金规模的增长，2022年末公司资产负债率有所上升。公司现金资产规模尚可，且受限规模较小，但公司2022年末短期债务规模有所上升，导致2022年末现金短期债务比下降至0.53，公司短期偿债压力明显提升。2022年公司EBITDA利息保障倍数为1.26，息税前利润对有息债务的保障程度小幅下降。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	58.04%	52.12%
现金短期债务比	0.53	1.24
EBITDA 利息保障倍数	1.26	1.38

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对其持续经营和信用水平无重大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险相对较小，2022年以来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，2022年以来公司未因违规经营、违反政策法规受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生安全事故。

治理方面，2022年以来公司监事及财务负责人发生变化，其中2022年3月，钱柏成不再担任监事，

公司聘任马婷为监事；2022年9月，周文婷不再担任财务负责人，公司聘任叶帅为财务负责人；2023年4月，叶帅不再担任财务负责人，公司聘任黄丽萍为财务负责人。2022年，公司控股股东由龙游县国资办变更为龙游国有资本，公司于2022年9月修订章程，章程规定公司不设股东会，由龙游国有资本行使股东会职权；公司设董事会，成员为3人，其中非职工董事2人由龙游国有资本委派，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生；董事长、副董事长由龙游国有资本从董事会成员中指定；公司设经理，由董事会聘任或解聘；公司设监事会，成员为5人。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2022年6月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对关联方提供担保金额合计29.88亿元，占期末净资产的21.44%。公司担保对象均为龙游县当地国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
浙江新北园区开发集团有限公司	157,920
龙游新北综合能源开发利用有限公司	124,315
龙游县交通投资集团有限公司	2,800
龙游县交通资源投资有限公司	10,380
龙游白鸽建设投资有限公司	3,350
合计	298,765

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是龙游县政府下属重要企业，龙游县国资办间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，龙游县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与龙游县政府的联系非常紧密。2022年，公司控股股东由龙游县国资办变为龙游国有资本，后者由龙游县国资办全资控股，公司实际控制人仍为龙游县国资办，龙游县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权。公司新建安置房基本为自营，近年工程收入主要来自市场化工程建设业务，从龙游县政府获得的业务占比较小。同时，龙游县政府近年来在资产注入和财政补贴方面对公司的支持力度较大。

（2）公司对龙游县政府非常重要。公司是龙游县重要的国有资产投资运营主体，尽管公司提供了

一些公共产品和服务，但也有相当一部分业务是市场化的，其中，公司存在一部分水务业务，但规模较小且主要在下属公司中。此外，公司为发债平台，若发生违约将会对龙游县金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

龙游县聚焦特种纸、绿色食品、高档家具三大传统产业和高端装备、新材料、智能制造三大战略性新兴产业的“3+3”产业发展体系，2022年龙游县固定资产投资增速和进出口总额增速分别为14.3%和21.4%，有力推动了经济增长。公司作为龙游县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，2022年公司业务类型涵盖房产销售经营、土地指标管理、工程、商贸、水务、租赁、安保、砂石开采等多个领域，业务多元化程度仍较高。公司在建、拟建安置房、代建工程及自建项目规模较大，持续项目建设投入对资金需求较大，2022年公司债务规模持续扩张，仍面临一定的偿债压力，且短期偿债压力有所提升；但考虑到公司业务多元化程度较高，业务持续性较好，近年公司收入规模持续增长，且公司作为龙游县重要的发债平台，未来在业务和资本金方面获得政府支持的可能性较大，综合来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19龙游债/19龙游国资债”的信用等级为AA。

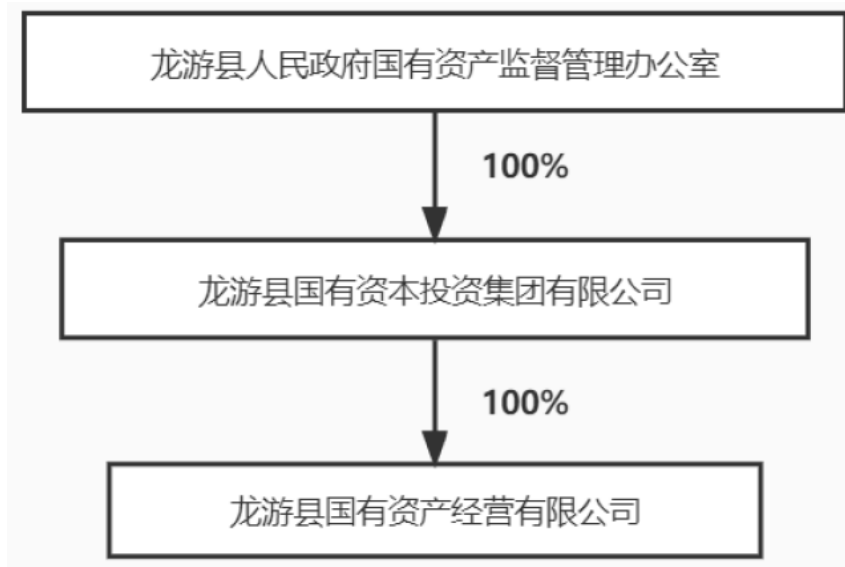
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	17.90	23.81	18.26
应收账款	6.49	3.35	3.20
预付款项	3.04	1.45	0.35
其他应收款	16.81	6.61	16.39
存货	152.43	136.69	117.61
其他流动资产	1.78	2.38	1.49
流动资产合计	198.55	174.30	157.31
固定资产	20.10	21.00	15.22
在建工程	29.19	20.11	25.48
债权投资	1.00	1.00	0.00
其他权益工具投资	5.24	5.08	0.00
长期股权投资	1.03	0.55	1.59
投资性房地产	32.20	19.50	15.47
无形资产	44.16	39.56	21.06
非流动资产合计	133.48	107.33	81.36
资产总计	332.03	281.63	238.67
短期借款	10.38	12.19	4.52
应付账款	2.55	1.89	2.37
一年内到期的非流动负债	22.36	6.43	2.75
流动负债合计	53.69	36.46	24.79
长期借款	65.75	49.98	60.38
应付债券	19.51	26.36	24.24
长期应付款	52.80	33.64	24.73
非流动负债合计	139.01	110.32	109.49
负债合计	192.70	146.78	134.28
其中：短期债务	33.74	19.17	7.27
总债务	119.40	96.02	92.92
所有者权益	139.33	134.85	104.39
营业收入	18.53	16.75	14.16
营业利润	2.79	2.23	2.47
其他收益	4.30	3.24	1.54
利润总额	2.73	2.18	2.51
经营活动产生的现金流量净额	-15.87	-8.92	-16.05
投资活动产生的现金流量净额	-27.52	-12.77	-19.53
筹资活动产生的现金流量净额	37.36	27.05	22.98
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年

销售毛利率	17.10%	22.78%	28.93%
资产负债率	58.04%	52.12%	56.26%
短期债务/总债务	28.26%	19.97%	7.83%
现金短期债务比	0.53	1.24	2.51
EBITDA（亿元）	8.04	7.08	5.61
EBITDA 利息保障倍数	1.26	1.38	1.27

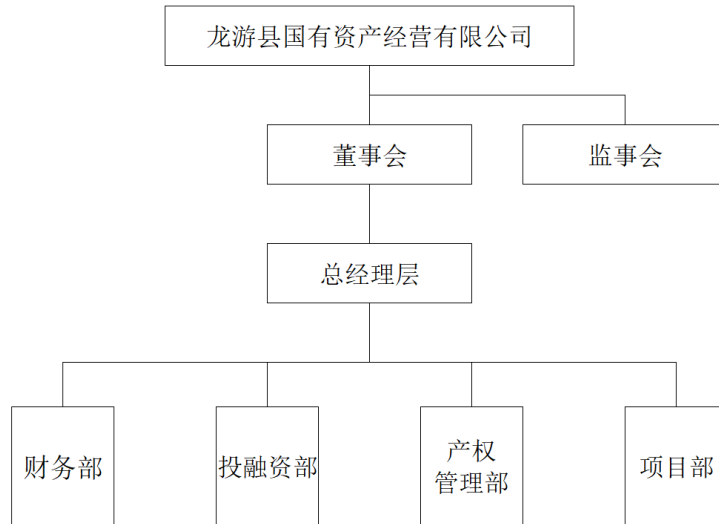
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	主营业务	持股比例
龙游县汇龙投资发展有限公司	股权投资、创业投资	100.00%
龙游县汇智企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	100.00%
龙游县产业基金有限公司	对外投资，投资管理服务	100.00%
龙游县两山生态资源运营管理有限公司	自然生态系统保护管理；自然遗迹保护管理	100.00%
龙游县财信非融资性担保有限公司	非融资性担保业务	100.00%
龙游县昊诚融资性担保有限公司	主营融资性担保业务	100.00%
龙游县汇龙创业投资管理有限公司	投资、基金管理	100.00%
浙江龙游中发农业投资开发有限公司	国家政策允许的农业发展项目投资	100.00%
龙游县奔康投资集团有限公司	农村基础设施项目投资	100.00%
龙游县奔康新能源有限公司	新能源技术研发	64.83%
龙游县安周物业管理有限公司	物业管理服务	100.00%
龙游县宏科教育投资有限公司	教育行业投资、咨询服务	100.00%
龙游县保安服务有限公司	保安服务	100.00%
龙游县康珉贸易有限公司	零售业	100.00%
龙游县翼安人力资源服务有限公司	人力资源服务	100.00%
龙游楚盛置业有限公司	房地产开发、经营	100.00%
龙游楚盛建设有限公司	企业管理；物业管理；集贸市场管理服务	100.00%
龙游县万基建设工程检测有限公司	建筑工程材料、市政道路工程材料见证取样检测等	100.00%
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；房地产开发、土地开发咨询服务	100.00%
龙游县教育发展有限公司	商务服务业	100.00%
龙游县富民现代农业发展有限公司	农、林、牧、渔专业及辅助性活动	100.00%
龙游县粮食批发交易市场有限责任公司	市场建设管理	100.00%
龙游县粮食收储有限公司	粮食收储	100.00%
浙江奔通数智科技有限公司	软件及网络技术服务	100.00%
衢州奔富商贸有限公司	零售业	51.00%
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	100.00%
龙游县百益市场管理有限公司	市场管理	100.00%
龙游县海隆科创有限公司	企业管理咨询服务	100.00%
龙游县同阜企业管理有限公司	企业管理服务	18.75%
龙游龙丘城乡规划设计院有限公司	县域村镇类规划设计\建筑设计	100.00%
龙游县全域城乡测绘有限公司	计量技术服务	100.00%
衢州市马派生鲜有限公司	批发业	60.00%
龙游县文化旅游发展有限公司	文化旅游项目开发	100.00%
龙游镇建建设开发有限公司	城镇化基础设施建设	100.00%
龙游石窟旅行社有限公司	旅游服务	100.00%

龙游县三门源旅游开发有限公司	旅游景区的开发、管理	75.00%
龙游石窟风景旅游有限公司	风景区管理	100.00%
龙游县三石园林绿化有限公司	市政公用工程施工总承包,园林绿化工程施工及设计;园林绿化养护服务	100.00%
龙游县石角旅游开发有限公司	旅游景区开发、管理;农产品、工艺品销售;餐饮管理服务	75.00%
上海龙掣旅游有限责任公司	文化旅游项目开发、管理,旅游基础设施经营、管理	75.00%
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	100.00%
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;工艺品、食品销售	100.00%
龙游县历史文化资源保护开发有限公司	龙游历史文化资源保护开发项目的投资、建设运营	100.00%
浙江六春湖文旅发展有限公司	旅游业务	100.00%
衢州康旅建设有限公司	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包	100.00%
龙游云起旅游资源开发有限公司	住宿服务;旅游业务	100.00%
龙游凤翔洲旅游开发有限公司	零售、酒店管理	100.00%
龙游石窟江心洲度假有限公司	住宿服务;餐饮服务	100.00%
龙游聚宝街停车场服务有限公司	居民服务业	70.00%
龙游灵衢旅游资源开发有限公司	游览景区管理;园区管理服务	100.00%
龙游县水务集团有限公司	原水、自来水、污水处理、水利水电、市政项目的投资管理、开发	100.00%
龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司	河道疏浚、砂资源开发	69.23%
龙游县水利供水开发有限公司	水库管理、水力发电,水资源开发、利用,自来水供应	100.00%
龙游县双江水利开发有限公司	县内水利水电工程开发和管理	100.00%
龙游华水水业发展有限公司	生活饮用水生产、供应,污水处理	100.00%
浙江华水环境工程有限公司	市政公用工程建筑	100.00%
寰龙投资股份有限公司	实业投资、管理	100.00%
浙江寰龙环境科技有限公司	技术开发、转让、咨询;投资管理、鉴证服务	100.00%
浙江寰龙环境建设有限公司	各类工程建设活动	100.00%
浙江龙游望达农业投资开发有限公司	农业发展项目投资、开发项目投资、水利发展项目投资、粮油生产基地项目投资	100.00%
龙游华水农村供水发展有限公司	自来水生产销售	100.00%
龙游县城市发展投资有限公司	基础设施建设	52.00%
龙游县城投置业有限公司	房地产开发、经营	100.00%
龙游县路灯管理有限公司	城市道路照明设施管理和维护	100.00%
龙游县智创企业管理有限公司	商务服务业	100.00%

资料来源:公司 2022 年审计报告,中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。