



2019年龙游县国有资产经营有限公司公司 债券2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2019年龙游县国有资产经营有限公司公司债券2024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，业务持续性仍较好，且 2023 年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仍较弱，存在较大的资金支出压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险。

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。

评级日期

2024 年 7 月 29 日

联系方式

项目负责人： 范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员： 薛超
xuec@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话： 0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	397.84	332.03	281.63
所有者权益	162.75	139.33	134.85
总债务	180.35	119.40	96.02
资产负债率	59.09%	58.04%	52.12%
现金短期债务比	0.67	0.53	1.24
营业收入	16.52	18.53	16.75
其他收益	4.89	4.30	3.24
利润总额	2.22	2.73	2.18
销售毛利率	16.19%	17.10%	22.78%
EBITDA	7.57	8.04	7.08
EBITDA 利息保障倍数	0.92	1.26	1.38
经营活动现金流净额	-29.98	-15.87	-8.92

资料来源：公司 2021-2023 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，2023 年工业经济保持平稳发展，2023 年投资与出口增长推动经济持续增长。
- **公司业务多元化程度较高，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，公司业务类型涵盖房产销售经营、土地指标管理、工程代建、商贸、水务、租赁、安保、混凝土与砂石开采销售等多个领域，业务多元化程度较高，公司当前安置房、工程代建及自营项目储备丰富，业务持续性仍较好。
- **公司 2023 年持续获得较大力度的外部支持。**2023 年公司及各子公司收到龙游县国资办等政府部门房产、财政拨款、砂石资源收益权等各类资产注入，合计增加公司资本公积 23.57 亿元，同时收到各类财政补助合计 4.89 亿元。资产注入及财政补贴有效提升了公司资本实力和盈利水平。

关注

- **公司资产整体流动性仍较弱。**公司资产仍以存货、投资性房地产、无形资产、应收款项为主要构成，上述资产占比合计约为 71%，存货主要为基础设施代建项目、保障房及土地的开发成本、开发产品及合同履约成本，收入确认及回款依赖项目建设及结算进度，应收款项对营运资金形成一定占用，且部分款项应收对象为民企，无形资产主要为土地使用权、特许经营权和采砂权，即时变现能力较弱。
- **公司负债经营程度仍较高，2023 年公司总债务规模扩张较快，项目建设仍需较大的资金投入，面临较大偿债压力及资金支出压力。**伴随项目建设持续投入和债务滚续资金需求增加，2023 年公司总债务规模保持较快增长，2023 年末为 180.35 亿元，且短期债务占比较高，现金类资产对短期债务保障程度较弱，2023 年末公司资产负债率达 59.09%，负债水平仍偏高；同时，2023 年公司经营活动现金流呈现持续大额净流出状况，大规模项目建设支出投入使得公司面临较大资金支出压力。
- **公司仍面临一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对关联方提供担保金额合计 35.00 亿元，占期末净资产的 21.50%。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，仍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	龙游县重要的国有资产投资运营主体，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	162.75	59.09%	16.52
龙游县水务集团有限公司	负责区域内的河道砂石销售、水务等业务	78.35	28.84%	5.13

注：财务数据为 2023 年度/2023 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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
调整因素	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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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：一方面，公司实控人为龙游县人民政府，龙游县人民政府对公司经营战略及业务运营拥有绝对控制权，近年龙游县人民政府给予公司的支持次数多且支持力度较大，公司与龙游县政府的联系非常紧密；另一方面，公司承担了龙游县较多基础设施建设任务，在基础设施领域对龙游县人民政府具有很大贡献，且公司作为发债主体，一旦违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生较大影响，公司对龙游县人民政府非常重要。同时，龙游县近年经济总量持续增长，工业经济保持平稳发展，中证鹏元认为龙游县政府提供支持的能力很强。

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	8.64	2023-6-28	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2024年6月30日，“19龙游债/19龙游国资债”募集资金专项账户余额为2,306.25元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变更，龙游县国有资本投资集团有限公司（以下简称“龙游国投”），龙游国投仍为公司控股股东，公司实控人仍为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”），公司股权结构图如附录二所示。截至2023年末，公司注册资本和实收资本仍均为2.00亿元。

2023年公司合并范围新增9家子公司，减少1家子公司，具体变化情况见表1。公司仍为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。

2024年7月，龙游县文化旅游发展有限公司（以下简称“龙游文旅”）控股股东由公司变更为龙游县奔富控股有限公司，实际控制人仍为龙游国投，公司资产规模、经营实力预计将有所削弱，龙游文旅2023年末/2023年财务数据详见表2。

表1 2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2023 年新纳入合并范围的子公司	持股比例	注册资本	合并方式
龙游北门农产品市场服务有限公司	55.00%	447.00	非同一控制下企业合并
龙游县凤羽笋竹产业开发集团有限公司	100.00%	1,000.00	非同一控制下企业合并
龙游县心有灵溪物业管理服务有限公司	100.00%	10.00	非同一控制下企业合并
龙游竹够好溪文化传播有限公司	100.00%	10.00	非同一控制下企业合并
龙游县汇睿私募基金管理有限公司	100.00%	1,000.00	新设
龙游县新越职业技能培训学校有限公司	100.00%	100.00	新设
龙游县奔惠商贸有限公司	100.00%	100.00	新设
龙游县奔富健康产业发展有限公司	100.00%	8,000.00	新设
龙游竹够好溪文化传播有限公司	100.00%	10.00	股权划入
2023 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

上海龙掣旅游有限责任公司	100.00%	--	注销
--------------	---------	----	----

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

表2 龙游文旅 2023 年/2023 年末主要财务指标（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	利润总额
龙游文旅	86.17	36.93	57.14%	0.78	-0.76

资料来源：龙游文旅 2023 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

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，

长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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，特种纸为龙游县传统优势产业，2023年工业经济保持平稳发展，但地区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、衢宁铁路穿境而过，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2023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，2023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，2023年龙游县人均GDP为8.69万元，略低于全国平均水平，经济发展水平一般。2023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，投资和出口仍为驱动2023年经济增长主要因素，2023年龙游县固定资产投资仍保持较高增速，其中制造业投资同比增长10.8%，高新技术投资同比增长27.1%，交通、能源、水利投资同比增长28.3%；2023年进出口总额同比增长12.4%，增速有所放缓，消费延续弱复苏态势。房地产方面，2023年龙游县房地产开发投资同比增长8.8%，房屋销售有所回暖，商品房销售面积与商品房销售额分别同比增长71.0%、21.4%。

表3 2023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 (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
柯城区	670.68	4.8%	122,387	14.27	29.87
江山市	405.77	6.8%	81,974	36.78	29.98
衢江区	327.72	12.7%	87,160	16.17	51.75
龙游县	318.74	7.3%	86,850	30.01	39.82
常山县	213.94	7.1%	80,127	19.93	31.61
开化县	188.22	3.7%	77,139	22.56	26.54

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4 龙游县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	318.94	7.3%	298.66	2.8%	288.02	9.5%

固定资产投资	156.46	10.7%	-	14.3%	123.60	6.1%
社会消费品零售总额	191.75	5.1%	182.52	4.0%	175.53	9.5%
进出口总额	74.52	12.4%	66.36	21.4%	48.71	11.0%
人均 GDP（万元）	8.69		8.14		8.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	97.19%		94.96%		98.74%	

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：2023年龙游县工业经济保持平稳发展，工业聚焦“3+3”产业体系发展，特种纸为传统优势产业。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，相关产业主要聚集于龙游县经济开发区。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国际（03331.HK）、浙江金昌特种纸有限公司、浙江凯丰新材料股份有限公司、华邦古楼新材料有限公司等一批龙头企业，绿色食品和高档家居产业以伊利股份（600887.SH）、李子园（605337.SH）、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（688320.SH）、中浙高铁轴承有限公司、龙游云墨碳谷新材料产业园在内的一批龙头企业和重点项目。龙游县坚持“工业强县”战略，2023年工业经济保持平稳发展，全县实现规模工业总产值392.23亿元，同比增长2.2%，其中三大传统产业同比增长5.6%，产值占比约为42%，三大新兴产业同比增长1.6%，产值占比约为23%。

财政及债务水平：2023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。2023年龙游县一般公共预算收入规模稳步提升，但区域整体财政实力一般，税收收入占比为82.47%，财政收入质量较好；虽近年财政自给率持续提升，但财政自给能力仍较弱。2023年政府性基金收入为39.82亿元，其中国有土地使用权出让收入23.36亿元，同比增长12.9%，其他政府性基金收入13.12亿元，主要系土地指标调剂等收入。区域债务方面，2023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5 龙游县近年主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	30.01	27.60	23.00
税收收入占比	82.47%	77.00%	86.35%
财政自给率	40.10%	39.90%	34.17%
政府性基金收入	39.82	36.19	60.29
地方政府债务余额	123.09	104.36	91.51

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

基础设施投资类企业：截至2023年末，龙游县主要基础设施投资类企业共五家，其中发债基础设施投资类企业仅龙游县国有资产经营有限公司（以下简称“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，龙游国投系综合控股集团，龙游国资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、水务等经营性业务，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，浙江新北园区开发集团有限公司（以下简称“新北公司”）主要负责龙游经济技术开发区园区资产经营业务，龙游交投负责龙游县区域内公路运营及交通基础设施建设任务。

表6 截至 2023 年末龙游县主要基础设施投资类企业情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
龙游国投	龙游县人民政府国有资产监督管理办公室	198.67	61.84%	32.59	250.37	龙游县核心平台，为国资综合控股平台
龙游国资	龙游国投	162.75	59.09%	16.52	180.35	龙游县重要平台，重要的国有资产投资运营主体
龙游水务	龙游国资	78.35	28.84%	5.13	14.69	龙游县次要平台，负责区域县内的河道砂石销售、水务等业务
新北公司	龙游国投	--	--	--	--	龙游县次要平台，负责龙游经济技术开发区园区资产经营
龙游交投	龙游国投	--	--	--	--	龙游县次要平台，负责龙游县区域内公路运营及交通基础设施建设

注：财务数据为 2023 年度/2023 年末数据；龙游水务总债务=短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券，“-”表述数据未公开；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍为龙游县重要的国有资产投资运营主体，业务板块较为多元，2023年公司业务整体收入规模与销售毛利率均有所下降，但安置房、工程代建及自营项目储备丰富，业务持续性仍较好

公司仍为龙游县重要的国有资产投资运营主体，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，业务多元化程度仍较高。2023年公司未确认土地指标费收入，同时工程收入确认规模较上年度有所下滑，使得当期公司营业收入规模较上年有所下滑，其中主要收入来源包括房产销售收入、混凝土产品收入、商品销售收入、租金收入、砂石收入等。

2023年公司盈利主要由租金、房产销售、商品销售、混凝土及砂石销售等业务贡献，水务及粮食销售业务持续为亏损状态；2023年公司销售房产毛利率为正，且商品销售业务毛利率亦有所提升，但混凝土及砂石产品销售业务毛利率有所下滑，同时土地指标费业务亦无盈利贡献，使得2023年公司整体销售毛利率仍有所下滑。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年	2022 年
----	--------	--------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售收入	53,266.04	32.24%	6.74%	34,455.49	18.59%	-3.09%
租金收入	14,473.32	8.76%	75.57%	9,947.56	5.37%	80.69%
工程收入	4,113.23	2.49%	19.26%	11,792.11	6.36%	26.65%
水费收入	5,642.45	3.42%	-24.83%	4,377.84	2.36%	-66.23%
旅游收入	6,322.31	3.83%	12.47%	6,486.68	3.50%	1.63%
砂石收入	9,670.26	5.85%	14.31%	10,343.45	5.58%	23.78%
保安服务收入	3,790.49	2.29%	11.15%	4,685.12	2.53%	8.46%
劳务派遣收入	5,903.17	3.57%	1.40%	5,046.55	2.72%	2.66%
检测费收入	964.47	0.58%	80.63%	1,161.13	0.63%	79.12%
商品销售收入	16,467.21	9.97%	14.47%	14,219.81	7.67%	4.23%
管理费收入	807.47	0.49%	93.33%	78.29	0.04%	20.28%
混凝土产品收入	20,172.84	12.21%	10.41%	27,591.33	14.89%	17.29%
光伏发电收入	4,518.78	2.73%	59.62%	4,516.49	2.44%	61.87%
停车场收入	457.42	0.28%	33.06%	346.14	0.19%	-119.67%
担保费收入	586.19	0.35%	69.95%	331.72	0.18%	86.52%
粮食销售收入	12,325.23	7.46%	-0.94%	8,795.16	4.75%	-9.07%
污水处理费	2,050.16	1.24%	1.47%	2,525.79	1.36%	25.10%
测绘费收入	418.87	0.25%	71.09%	479.33	0.26%	95.14%
指标费收入	--	--	-	34,326.69	18.52%	30.15%
物业费收入	922.98	0.56%	7.02%	601.26	0.32%	12.69%
其他	1,286.30	0.78%	15.10%	2,076.35	1.12%	68.84%
主营业务小计	164,159.21	99.36%	16.04%	184,184.28	99.40%	17.06%
其他业务小计	1,062.67	0.64%	38.11%	1,116.72	0.60%	23.53%
合计	165,221.88	100.00%	16.19%	185,300.99	100.00%	17.10%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）房产销售业务

2023年公司房产销售收入规模大幅上升，且当期确认收入项目毛利率有所恢复，目前尚有一定规模完工待售房屋，且储备在建、拟建安置房项目较多，但项目后续建设亦给公司带来较大资金支出压力

公司的房产销售收入仍主要来自安置房销售和由公司集中管理的其他国有房产的销售；跟踪期内，公司安置房及其他房产销售的经营主体及运营模式未发生变化。2023年公司确认房产销售收入5.33亿元，较2022年大幅增长，主要系受安置进度等因素影响，确认收入的项目主要为黄茶小镇一期、文成小区（二期）、端礼小区等；2022年完工销售的文成一期项目单位建设成本增幅较大，使得公司当年度房产销售毛利率转负，2023年公司确认收入的安置房项目毛利率有所恢复。

截至2023年末，公司已建成未销售的住宅库存为41.74万平方米，沿街商铺库存为5.60万平方米；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94.40亿元，已完成投资48.37亿元，拟建项目主要为文成小区四期，项目总投资预计为30.00亿元，公司在建、拟建安置房项目未来建设仍有较大资金需求。

表8 2022-2023 年公司房产销售情况

项目名称	2023 年	2022 年
安置房销售面积（平方米）	245,093.80	47,142.64
安置房销售收入（万元）	44,084.83	10,818.58
商品房销售面积（平方米）	10,555.50	26,560.52
商品房产销售收入（万元）	9,205.30	23,636.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2023 年末公司主要已完工安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设时间	总投资	可售面积	已售面积	已确认收入	已回笼资金
晨北小区	2016-2020	2.40	8.29	7.33	2.75	2.89
翠竹小区	2013-2017	2.47	9.95	8.66	2.73	2.87
阳湖小区	2011-2014	2.49	11.13	10.41	3.18	3.47
文成一期	2019-2022	5.21	8.32	7.21	3.52	3.84
子鸣小区	2015-2017	6.93	10.68	9.99	8.95	8.71
礼贤小区	2019-2023	4.52	6.91	0.44	0.39	3.63
端礼小区	2013-2015	10.61	11.63	1.74	1.33	1.33
合计	-	34.63	66.91	45.78	22.85	26.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至 2023 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	已投资
文成小区（二期）	14.68	11.07
黄茶小镇（一期、二期）	13.21	12.96
辰西花苑	3.75	2.96
新溪小区	3.21	2.04
文成小区（三期）	22.67	8.36
龙游县横山月荷集聚小区	4.00	1.47
塔石文兴小区	1.20	0.68
龙游县塔石镇异地搬迁安居工程	2.68	0.82
兰亭小区	4.80	4.51
飞云小区	10.60	1.95
南海家苑二期	3.90	1.05
奔富新村	9.70	0.50
合计	94.40	48.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）工程建设业务

受项目建设及结算进度影响，2023年公司工程业务收入同比大幅下滑，但该业务项目储备仍较丰富，业务可持续性仍较好；此外，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，且未来投资回收仍存在一定的不确定性

公司工程建设业务仍主要由子公司龙游县城市发展投资有限公司（以下简称“龙游城投”）、龙游水务、龙游文旅等负责，业务主要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，业务模式跟踪期内未发生变动。

2023年公司工程建设收入0.41亿元，收入规模较上年大幅下滑，毛利率亦较上年度有所下滑。截至2023年末，公司工程建设业务主要在建代建项目为城东片区棚户区改造项目、龙游县公共文化服务中心、衢江治理工程等，主要项目计划总投资额合计为74.18亿元，已投资44.21亿元，未来尚需投资29.97亿元；拟建代建项目主要为龙游公共文化服务中心二期、石窟文化创意中心项目，项目计划总投资合计超过12.00亿元。

表11 截至 2023 年末公司主要在建工程代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	建设周期	计划总投资	累计已投资
衢江治理二期	龙游水务	2018-2025	5.43	2.33
衢江治理工程	龙游水务	2015-2024	1.93	1.55
龙游县公共文化服务中心	龙游城投	2020-2026	9.62	7.54
高铁站前区配套工程	龙游城投	2020-2026	2.77	1.72
荣昌东路东延道路工程	龙游城投	2019-2025	1.82	1.02
2023 年老旧小区改造工程	龙游城投	2023-2024	0.80	0.48
市民生态休闲公园--凤翔洲景观云桥工程	龙游文旅	2018-2025	1.85	1.24
华岗中学	奔康公司	2018-2025	1.15	0.96
合计		--	25.37	16.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至 2023 年末公司主要拟建工程代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	建设周期	计划总投资
龙游公共文化服务中心二期	龙游城投	2024-2025	4.70
永安路拓宽改造工程	龙游城投	2024-2024	1.30
龙游县污水配套工程	龙游城投	2024-2025	0.71
龙游县创新路道路工程（龙洲路-虎游线）	龙游城投	2024-2025	0.62
龙游县科教北街道道路工程	龙游城投	2024-2025	0.45
石窟文化创意中心项目	龙游文旅	2024-2027	5.00
合计		--	12.78

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、园区工业

厂房的出租及出售，酒店及门票收入等。截至2023年末，公司主要在建自营项目预计总投资130.18亿元，已完成投资19.06亿元，公司自营项目建设及运营仍存在较大资金支出压力，且未来投资收益仍存在一定不确定性。

表13 截至 2023 年末公司主要在建自营项目（单位：亿元）

项目名称	项目业主方	计划建设时间	预计总投资	已投资金额
龙游毅智慧产业园	龙游城投	2023-2025	25.65	2.84
龙游县健康产业中心	龙游城投	2020-2024	11.34	6.83
城东商务中心	龙游城投	2020-2024	3.97	2.19
开发区高新园区实验学校	奔康公司	2022-2023	2.20	1.21
城市生活污水提标改造工程	龙游水务	2019-2024	1.32	0.99
六春湖龙之梦	龙游文旅	2023-2027	50.00	0.19
滨水文化客厅项目	龙游文旅	2023-2026	26.41	2.09
六春湖索道	龙游文旅	2019-2024	5.79	1.59
龙游民居苑景区配套提升项目	龙游文旅	2022-2024	3.50	1.13
合计	-	--	130.18	19.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

公司业务类型丰富，2023年混凝土产品业务、砂石业务与商品销售等业务仍是营业收入的重要组成部分，水务、旅游等业务仍为公司收入与盈利提供稳定补充

公司混凝土销售业务仍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。2023年公司混凝土产能为75.95万方，销售量为77.32万方，销售均价为260.90元/方，因混凝土产品销售均价下滑，本期完成销售收入2.02亿元，毛利率为10.41%，较2022年均有所下滑。

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。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已于2021年末完工，公司通过疏浚河道砂石实现收益。公司砂石销售业务上游原材料供应仍主要来自河道疏浚和日常清淤上岸的砂石，下游客户仍主要为工程建筑公司，整体较为分散。2023年砂石销售量为125.31万吨，砂石销量及主要产品销售均价较上年度有所下滑，全年实现砂石收入0.97亿元，砂石销售业务毛利率下滑至14.31%。

表14 2022-2023 年度公司砂石业务销售情况

时期	主要产品	机砂	原砂	石子	其他	合计
----	------	----	----	----	----	----

2022 年	销售量（万吨）	56.00	26.33	21.56	32.91	136.80
	平均价（不含税） （元/吨）	80.26	122.83	74.08	30.92	--
	销售收入（万元）	4,494.50	3,234.17	1,597.37	1,017.41	10,343.45
2023 年	销售量（万吨）	65.93	25.88	19.88	13.61	125.31
	平均价（不含税） （元/吨）	76.47	99.14	86.98	24.49	--
	销售收入（万元）	5,041.42	2,566.08	1,729.51	333.25	9,670.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品销售业务仍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。2023年公司实现商品销售收入1.65亿元，毛利率同比上升10.24个百分点至 14.47%，主要系当期衢州市马派生鲜有限公司的农副产品销售收入及毛利较高。

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。2023年子公司龙游文旅负责建设运营的民居苑工程、龙游大南门历史街区保护开发项目、龙游官潭区域民宿建设项目等项目转入投资性房地产。2023年末，公司对外出租的房产账面价值52.93亿元，可租面积53.35万平方米，已出租47.82万平方米。2023年公司实现租金收入1.45亿元，毛利率为75.57%，毛利率较高主要系公司投资性房地产采用公允价值计量。

公司粮食销售业务仍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。2023 年公司粮食销售业务实现收入 1.23 亿元，业务毛利率为-0.94%，当期合计收到粮食收储补贴 0.22 亿元。

公司旅游业务仍主要由龙游文旅负责经营；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；2023 年上述景区接待人数分别为 5.20 万人、43.76 万人和 19.20 万人，全年实现旅游收入 0.63 亿元，与上年基本持平，主要包含门票收入、景区商品销售收入、索道收入、导游服务等其他增值服务收入，毛利率回升至 12.47%。2024 年 7 月，龙游文旅控股股东由公司变更为龙游县奔富控股有限公司，实际控制人仍为龙游国投，未来公司预计将不再确认旅游业务收入。

公司水务业务仍由子公司龙游水务负责经营，仍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。跟踪期内公司水务业务经营模式，供水及污水处理能力，水费及污水处理费收费价格无发生重大变化。2023年公司实现水费收入水务收入为0.77亿元，同比增长11.43%，业

务毛利率为-17.82%，主要系2021年划入的水库资产折旧摊销增加业务成本所致。

此外，公司还有劳务派遣收入、光伏发电收入、保安服务等其他收入来源。总体来看，2023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。

2023年公司持续获得较大力度的外部支持

作为龙游县重要的国资管理公司，2023年公司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，2023年公司各子公司收到龙游县国资办等政府部门各类资产注入，合计增加公司资本公积23.57亿元，具体详见下表¹。财政补贴方面，公司收到各类财政补贴合计4.89亿元。资产注入及财政补贴提升了公司的整体资本实力和盈利水平。

表15 2023年公司获得的资产注入情况（单位：万元）

资产类型	注入对象	增加资本公积
财政拨款	公司本部	17,000.00
龙游县城市发展投资有限公司 33%股权	公司本部	91,321.64
城东地下古河道砂石资源收益权	疏浚砂公司	41,501.48
财政拨款	龙游县双江水利开发有限公司	33,835.00
房屋建筑物	龙游县水利供水开发有限公司	148.36
龙游北门农产品市场服务有限公司 55%股权	奔康公司	140.05
财政拨款	龙游县美丽乡村大花园开发建设有限公司	470.00
房屋建筑物	龙游凤翔洲旅游开发有限公司	14.14
房屋建筑物	龙游县体育发展有限公司	148.47
房屋建筑物	龙游县石窟风景旅游有限公司	21.21
财政拨款	龙游县城市发展投资有限公司	38,530.24
龙游县凤羽笋竹产业开发集团有限公司 100%股权	龙游县文化旅游发展有限公司	425.57
石窟风景区经营权及民居苑景区经营权	龙游县文化旅游发展有限公司	12,179.66
合计		235,735.82

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2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新增子公司9家，减少子公司1家，具体详见表1。

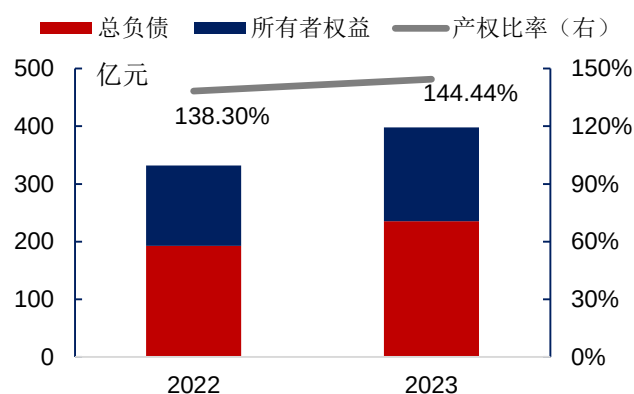
¹ 2023年公司因子公司龙游县文化旅游发展有限公司对联营企业权益法核算增加资本公积 3.33 亿元，公司因子公司购买其子公司少数固定权益等事项减少资本公积 0.13 亿元。

资本实力与资产质量

伴随融资规模扩大及外部资产注入，2023年公司资产规模持续增长，资本实力亦有所增强，资产仍以存货、投资性房地产、无形资产、应收款项为主要构成，存货变现依赖项目建设及结算进度，应收款项对营运资金形成一定占用，无形资产即时变现能力较弱，公司资产整体流动性仍较弱

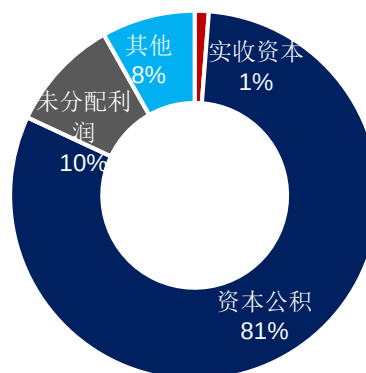
受债务规模扩张影响，2023年末公司总负债规模持续增长，较2022年末同比增长22.00%；2023年末公司所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润等构成，受外部资产注入影响，2023年末公司所有者权益规模有所提升，综合影响下，2023年末公司产权比率增长至144.44%，净资产对公司负债保障程度仍较弱。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

伴随融资规模扩大及外部资产注入，2023年公司总资产规模持续增长，资产仍以存货、投资性房地产、无形资产、应收款项为主要构成，上述资产占比合计约为71%。

存货仍为公司最主要的资产，主要为基础设施代建项目、保障房及土地的开发成本、开发产品及合同履约成本，收入确认及回款取决于项目建设及结算进度；因项目持续投入，2023年末公司存货账面价值较上年末增长2.44%。因当期融资规模扩大，且部分融入资金未使用，2023年末公司货币资金规模同比增长97.73%。2023年末公司其他应收款账面价值同比增长29.12%，主要系当期应收政府和国有企业往来款项大幅增加所致，前五大应收对象应收款余额合计占比为73.54%，部分应收款项账龄较长，仍对公司营运资金形成一定占用；因2023年底完工项目较多，应收工程款增加导致2023年末应收账款余额同比增长43.02%，应收账款账龄仍主要在2年以内，其中因贸易业务形成对民营企业浙江海实物资有限公司、浙江文兴商贸有限公司²应收款余额合计为2.01亿元。

公司投资性房地产仍主要系公司集中管理的国有房屋、商铺等，以公允价值计量，2023年末投资性

² 浙江海实物资有限公司、浙江文兴商贸有限公司控股股东均为浙江三禾供应链管理有限公司。

房地产账面价值同比增长53.46%，主要系龙游民居苑、大南门历史文化街区等项目建成部分转入投资性房地产所致，2023年末账面价值合计7.05亿元投资性房地产正在办理产权证书；伴随龙游县健康产业中心、龙游澈智慧产业园、滨水文化客厅、城东商务中心项目等自营项目持续投入，2023年末公司在建工程较上年末增长26.52%；固定资产2023年整体规模较为稳定，无形资产2023年新增部分主要系无偿划入的采砂权及新购置土地，2023年末公司无形资产中土地使用权、特许经营权和采砂权分别为15.18亿元、3.22亿元和29.10亿元，整体规模较大，即时变现能力较弱。

截至2023年末，公司受限资产合计15.08亿元，主要系投资性房地产、存货因银行贷款抵押而受限，占同期末总资产比重为3.79%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	35.40	8.90%	17.90	5.39%
应收账款	9.28	2.33%	6.49	1.95%
其他应收款	21.70	5.46%	16.81	5.06%
存货	156.15	39.25%	152.43	45.91%
流动资产合计	231.66	58.23%	198.55	59.80%
固定资产	20.61	5.18%	20.10	6.05%
在建工程	36.93	9.28%	29.19	8.79%
投资性房地产	49.41	12.42%	32.20	9.70%
无形资产	47.62	11.97%	44.16	13.30%
非流动资产合计	166.17	41.77%	133.48	40.20%
资产总计	397.84	100.00%	332.03	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入及利润水平均有所下滑，政府补助对公司利润水平贡献仍较大

2023年公司营业收入较上年度有所下滑，主要系本期未确认土地指标收入所致。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，安置房及基础设施代建项目储备充足，混凝土与油品销售、物业租赁、砂石开采销售、水务及旅游等市场化业务保持稳定运营，公司业务持续性仍较好。毛利率方面，2023年公司整体销售毛利率相较上年度略有下滑，亦主要系当期土地指标业务未贡献盈利所致。

同时，公司2023年收到各类财政补助合计4.89亿元，计入其他收益，占利润总额的220.69%，财政补助有效提升了公司的盈利水平。

表17 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	16.52	18.53
营业利润	2.23	2.79
其他收益	4.89	4.30
利润总额	2.22	2.73
销售毛利率	16.19%	17.10%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司总债务规模持续扩张，且短期债务占比较高，现金类资产对短期债务保障程度较弱，仍面临较大偿债压力；2023年公司经营活动现金流呈现持续大额净流出状况，大规模项目建设支出投入使得公司面临较大资金支出压力

伴随债务还本付息及项目建设资金需求增加，2023年末公司总债务规模持续扩张至180.35亿元，公司债务主要由银行借款和债券融资构成，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，2023年公司银行借款规模增长较快；公司发债主体主要为公司本部及子公司水务集团，2023年以来公司新发行3年期规模15.00亿元的“23龙游01”，以及7年期规模均为5.28亿元的“24龙游01”、“24龙游债”；同时公司亦有小部分非标借款，主要包括其他流动负债中1.50亿元短期融资租赁借款及长期应付款中部分融资租赁借款。债务期限结构方面，2023年末公司短期债务合计为52.45亿元，占总债务比例为29.08%，短期债务规模仍较大，公司存在一定的集中偿债压力。

此外，截至2023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，长期应付款中专项应付款余额为31.13亿元，主要包括市政工程拨款6.03亿元、礼贤小区资金3.63亿元、兰亭小区安居工程3.51亿元、南海家苑安置小区专项资金2.90亿元等。

表18 截至 2023 年末公司主要债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	利率区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	2.98%-5.30%	141.96	41.78	8.51	6.91	84.76
债券融资	3.80%-6.47%	34.60	7.87	5.98	20.65	0.00
非标融资	3.71%-5.50%	2.30	1.52	0.00	0.78	0.00
其他借款	--	0.40	0.10	0.00	0.00	0.40
合计	--	179.26	51.27	14.49	28.34	85.16

注：部分有息债务应付利息未计入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	31.41	13.36%	10.38	5.39%
应付账款	5.16	2.19%	2.55	1.32%
其他应付款	12.10	5.15%	13.16	6.83%
一年内到期的非流动负债	19.54	8.31%	22.36	11.60%
其他流动负债	1.78	0.76%	0.24	0.13%
流动负债合计	74.02	31.48%	53.69	27.86%
长期借款	100.19	42.62%	65.75	34.12%
应付债券	26.63	11.33%	19.51	10.12%
长期应付款	32.21	13.70%	52.80	27.40%
非流动负债合计	161.07	68.52%	139.01	72.14%
负债合计	235.09	100.00%	192.70	100.00%
总债务	180.35	76.72%	119.40	61.96%
其中：短期债务	52.45	22.31%	33.74	17.51%
长期债务	127.90	54.40%	85.66	44.45%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

伴随债务规模扩张，2023年末公司资产负债率略有提升，公司整体杠杆水平仍较高；公司现金资产规模尚可，且受限规模较小，2023年融资未使用资金规模扩大，使得期末公司现金短期债务比有所提升，但现金类资产对短期债务保障程度仍较弱，公司短期偿债压力仍较大。伴随债务规模扩大，公司利息支出规模亦增加，2023年公司EBITDA利息保障倍数有所弱化。

公司资金需求主要来自存量债务还本付息及项目开支。公司当前现金类资产无法有效覆盖短期债务，且公司近年经营活动现金流呈现持续大额净流出态势，难以覆盖大规模项目建设支出资金需求，公司面临较大的资金支出压力，未来仍需通过再融资平衡资金缺口。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	59.09%	58.04%
现金短期债务比	0.67	0.53
EBITDA 利息保障倍数	0.92	1.26

资料来源：公司 2022-2023 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，2023 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，2023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，2023年4月，公司监事黄丽萍辞任，聘任姜敏为监事；2023年7月，公司董事蒋红英和周文婷辞任，聘任陈翼凯和陈昊翔为董事，公司监事余林秀、姜敏、陈翼凯、朱伟辞任，聘任吴慧毓、赵学芬、钟浩和项飞为监事，上述人事变更主要系龙游县国资办统一调整。公司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、副董事长由龙游国投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2021年1月1日至报告查询日（2024年5月10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2023年末，公司对关联方提供担保金额合计35.00亿元，占期末净资产的21.50%。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21 截至2023年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
龙游新北综合能源开发利用有限公司	17.56	否
浙江新北园区开发集团有限公司	15.43	否
龙游县交通资源投资有限公司	1.01	否
龙游白鸽建设投资有限公司	0.71	否
龙游县交通投资集团有限公司	0.28	否
合计	35.00	--

资料来源：公司提供

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。2023年末公司控股股东仍为龙游国投，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；公司安置房销售及工程代建业务收入结算主要来源于政府及其相关单位，龙游县政府2023年来在资产注入和财政补贴方面持续给予公司较大力度支持。

（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，在基础设施建设领域对龙游县非常重要，公司在提供公共产品和服务的同时，亦有相当一部分业务是市场化的。此外，公司本部及子公司龙游水务均为发债平台，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，2023年投资和出口推动龙游县经济持续增长，且工业经济平稳发展。公司作为龙游县重要的国有资产投资运营主体，业务涵盖房产销售、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。公司安置房、代建工程及自建储备项目投资规模较大，持续项目建设投入对资金需求较大，2023年公司债务规模持续扩张，面临较大偿债压力；但考虑到公司业务多元化程度较高，业务持续性仍较好，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持续获得政府支持的可能性仍较大，综合来看，公司抗风险能力尚可。

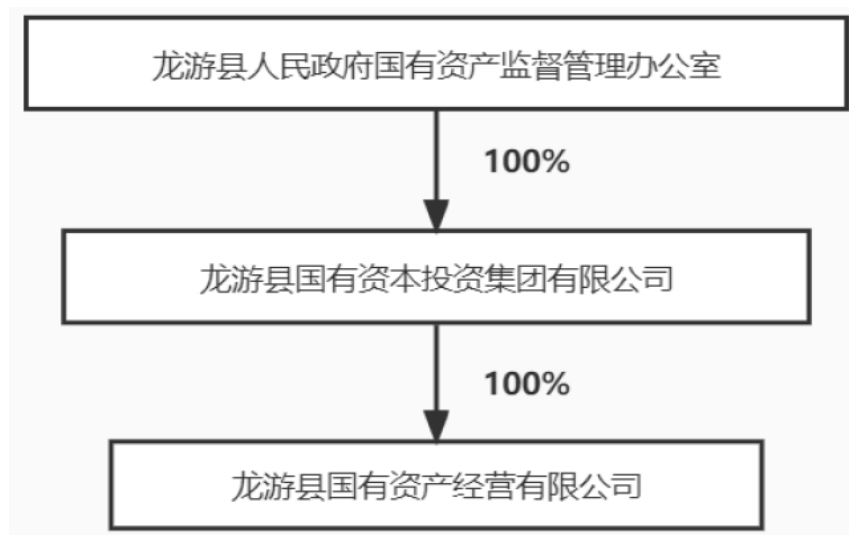
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19龙游债/19龙游国资债”的信用等级为AA。

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）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	35.40	17.90	23.81
其他应收款	21.70	16.81	6.61
存货	156.15	152.43	136.69
流动资产合计	231.66	198.55	174.30
固定资产	20.61	20.10	21.00
在建工程	36.93	29.19	20.11
投资性房地产	49.41	32.20	19.50
无形资产	47.62	44.16	39.56
非流动资产合计	166.17	133.48	107.33
资产总计	397.84	332.03	281.63
短期借款	31.41	10.38	12.19
应付账款	5.16	2.55	1.89
其他应付款	12.10	13.16	10.22
一年内到期的非流动负债	19.54	22.36	6.43
流动负债合计	74.02	53.69	36.46
长期借款	100.19	65.75	49.98
应付债券	26.63	19.51	26.36
长期应付款	32.21	52.80	33.64
非流动负债合计	161.07	139.01	110.32
负债合计	235.09	192.70	146.78
所有者权益	162.75	139.33	134.85
营业收入	16.52	18.53	16.75
营业利润	2.23	2.79	2.23
其他收益	4.89	4.30	3.24
利润总额	2.22	2.73	2.18
经营活动产生的现金流量净额	-29.98	-15.87	-8.92
投资活动产生的现金流量净额	-18.15	-27.52	-12.77
筹资活动产生的现金流量净额	65.66	37.36	27.05
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	16.19%	17.10%	22.78%
资产负债率	59.09%	58.04%	52.12%
短期债务/总债务	29.08%	28.26%	19.97%
现金短期债务比	0.67	0.53	1.24
EBITDA（亿元）	7.57	8.04	7.08
EBITDA 利息保障倍数	0.92	1.26	1.38

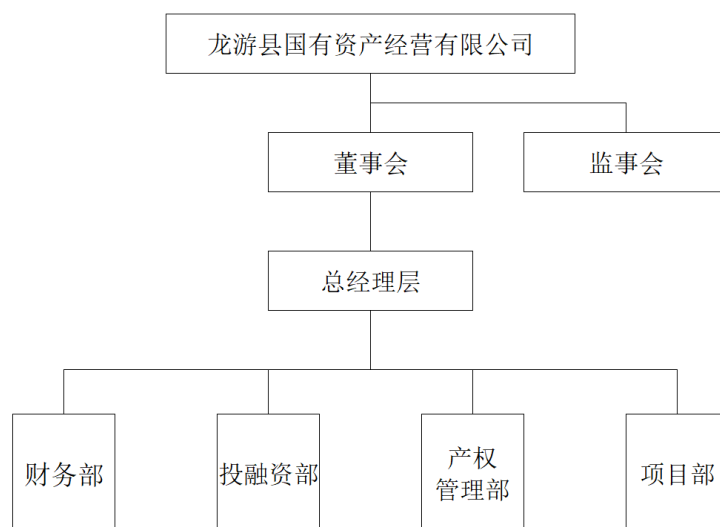
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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
龙游汇龙创业投资管理有限公司	投资、基金管理	100.00
龙游县汇睿私募基金管理有限公司	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	64.33
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
浙江龙游人才科创有限公司	人力资源服务	100.00
龙游县新越职业技能培训学校有限公司	职业技能培训	100.00
龙游楚盛市场开发有限公司	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
龙游县奔惠商贸有限公司	批发业	100.00
龙游北门农产品市场服务有限公司	集贸市场管理服务	55.00
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
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	100.00
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
龙游县奔富健康产业发展有限公司	社会工作	100.00
龙游县凤羽笋竹产业开发集团有限公司	农村集体经济组织管理	100.00
龙游县心有灵溪物业管理服务有限公司	物业管理	100.00
龙游竹够好溪文化传播有限公司	娱乐业	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、咨询服务	82.75
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	85.00

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 2023 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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。