



2019年龙游县国有资产经营有限公司公司 债券2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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 2022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

评级日期

2022 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持龙游县国有资产经营有限公司（以下简称“龙游国资”或“公司”）的主体信用等级为 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。
- 该评级结果是考虑到：龙游县工业经济发展良好，经济总量持续增长，公司作为龙游县最重要的国有资产投资运营主体，业务多元化程度较高，且持续性仍较好，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等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性仍较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	281.63	238.67	197.66
所有者权益	134.85	104.39	85.58
总债务	96.02	92.92	74.99
资产负债率	52.12%	56.26%	56.70%
现金短期债务比	1.24	2.51	4.21
营业收入	16.75	14.16	12.32
其他收益	3.24	1.54	1.59
利润总额	2.18	2.51	2.78
销售毛利率	22.78%	28.93%	33.68%
EBITDA	7.08	5.61	6.22
EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.27	2.20
经营活动现金流净额	-8.92	-16.05	-1.81
收现比	118.06%	114.92%	106.30%

资料来源：公司 2019-2021 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，2021年龙游县实现规模工业总产值 351.63 亿元，同比增长 23.8%，工业经济发展良好，经济总量持续增长。
- **公司业务多元化程度较高，业务持续性仍较好。**作为龙游县最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，2021 年公司业务类型涵盖房产销售经营、工程、商贸、交通、水务、安保等多个领域，业务多元化程度仍较高，且收入规模保持增长。
- **2021 年公司持续获得较大力度的外部支持。**2021 年当地政府向公司注入河道疏浚收益权、股权、货币资金等各类资产，公司资本实力得到增强，同时当地政府继续给予公司较大规模财政补贴，有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**存货在公司资产中占比较高，存货多为项目开发成本和土地资产；应收款项对营运资金形成一定占用。
- **经营活动现金流表现较弱，在建、拟建项目较多，后续资金支出压力较大。**2021 年公司经营活动现金持续净流出，截至 2021 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金规模较大，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。**2021 年末公司总债务规模持续增长，仍存在一定的偿债压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对关联方提供担保余额合计 5.91 亿元，占期末净资产的 4.38%，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

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	2021-6-29	顾春霞、龚程晨	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	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	14.40	2021-6-29	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2021年12月31日，“19龙游债/19龙游国资债”募集资金专项账户余额为2.40亿元。

三、发行主体概况

2021年及2022年1-3月公司名称、注册资本、股权结构未发生变更；截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为20,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为龙游县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“龙游国资办”），持股比例为100%，公司股权结构如附录二所示。

2021年6月，公司董事、监事成员发生变动。依据公司股东决定书及公司职工代表大会决议，任命周文婷为公司董事，免去朱伟、黄丽萍、周鹤峰原董事职务；任命余林秀、黄丽萍、朱伟为公司监事，并指定钱柏成为公司监事会主席，同时免去刘晓芹、项飞、朱蓝燕原监事职务。2022年3月，公司监事会主席由钱柏变更为余林秀，钱柏退出公司监事会，并新增监事马婷。2021年及2022年1-3月，公司组织结构未发生重大变化，公司组织架构如附录三所示。

2021年公司合并范围内增加13家子公司，其中股权划转增加5家子公司，新设8家子公司；合并范围内因股权划转减少19家子公司，具体情况如表1所示。龙游县交通投资集团有限公司（以下简称“交投公司”）与浙江新北园区开发集团有限公司（以下简称“新北公司”）2021年财务指标如表2、表3所示，随着交投公司与新北公司股权划出，公司收入与利润规模预计将有所下滑。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）¹

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
龙游县产业基金有限公司	100.00%	60,000.00	对外投资，投资管理服务	股权划转
龙游县财信非融资性担保有限公司	100.00%	5,000.00	非融资性担保业务	股权划转

¹ 根据龙游国资办文件，2021年12月31日将公司持有子公司龙游县铁路发展有限公司100%的股权无偿划给交投公司，将公司持有子公司交投公司100%的股权无偿划给龙游国资办，将公司持有子公司新北公司100%的股权无偿划给龙游国资办，交投公司及其子公司2021年度的利润表及现金流量表纳入合并范围，期末资产负债表不纳入合并范围；新北公司及其子公司2021年度的利润表及现金流量表纳入合并范围，期末资产负债表不纳入合并范围。

龙游县昊诚融资性担保有限公司	100.00%	10,000.00	融资性担保业务	股权划转
龙游龙丘城乡规划设计院有限公司	100.00%	2,217.93	县域村镇类规划设计、建筑设计	股权划转
龙游县全域城乡测绘有限公司	100.00%	629.00	测绘服务	股权划转
龙游县两山生态资源运营管理有限公司	100.00%	2,000.00	自然生态系统、遗迹保护管理	新设
龙游金北综合能源销售有限公司	51.00%	100.00	成品油零售	新设
龙游金兴综合能源销售有限公司	51.00%	100.00	成品油零售	新设
龙游楚盛建设有限公司	100.00%	5,000.00	土木工程建筑业	新设
龙游云起旅游资源开发有限公司	100.00%	5,000.00	住宿服务、旅游业务	新设
龙游县汇龙创业投资管理有限公司	100.00%	1,000.00	股权投资、创业投资	新设
龙游凤翔洲旅游开发有限公司	100.00%	7,000.00	休闲观光	新设
龙游石窟江心洲度假有限公司	100.00%	80.00	住宿、餐饮服务	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
龙游县铁路发展有限公司	100.00%	5,000.00	铁路南移工程配套项目的策划、包装、建设	股权划转
浙江新北园区开发集团有限公司	100.00%	46,400.00	市政工程施工、管理	股权划转
龙游新北综合能源开发利用有限公司	100.00%	26,000.00	加油站项目	股权划转
龙游道一科技有限公司	100.00%	500.00	检验检测服务	股权划转
浙江善建房地产开发有限公司	100.00%	18,000.00	房地产开发经营	股权划转
浙江纸汇网供应链有限公司	100.00%	10,000.00	纸品销售	股权划转
浙江汇龙供应链有限公司	100.00%	10,000.00	供应链管理服务、纸浆销售	股权划转
龙游华安机动车驾驶培训有限公司	100.00%	50.00	机动车驾驶员培训	股权划转
龙游金北综合能源销售有限公司	51.00%	100.00	成品油零售	股权划转
龙游金兴综合能源销售有限公司	51.00%	100.00	成品油零售	股权划转
龙游县交通投资集团有限公司	100.00%	5,000.00	交通基础产业项目的投资、管理	股权划转
龙游县创达交通实业有限公司	100.00%	5,000.00	对外投资，航道疏浚与开发，港口码头项目的投资与开发	股权划转
龙游县顺通公路养护有限公司	100.00%	200.00	中、高等级路基、沥青路面和水泥砼路面养护	股权划转
龙游县通途交通建设工程有限公司	100.00%	6,090.00	公路工程（贰级）	股权划转
龙游县通途交通工程检测有限公司	100.00%	100.00	工程现场检测	股权划转
龙游县龙新高速公路投资有限公司	100.00%	3,000.00	杭新景高速公路龙游段建设投资和经营管理	股权划转
龙游县民用爆破器材有限公司	100.00%	150.00	民用爆炸物品及器材销售	股权划转
龙游县交投中石化能源有限公司	100.00%	1,500.00	润滑油零售	股权划转
龙游县交通资源投资有限公司	100.00%	2,400.00	股权投资、创业投资	股权划转

资料来源：公司提供

表2 交投公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2021年	占2021年公司合并报表对应指标比例
总资产	332,191.73	11.80%
所有者权益	222,699.13	16.51%

资产负债率	32.96%	--
营业收入	42,975.33	25.66%
利润总额	2,972.02	13.64%

资料来源：交投公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

表3 新北公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2021 年	占 2021 年公司合并报表对应指标比例
总资产	125,071.15	4.44%
所有者权益	40,828.25	3.03%
资产负债率	67.36%	--
营业收入	13,130.16	7.84%
利润总额	-569.83	--

资料来源：新北公司 2021 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

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长

10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

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；近年工业经济增长迅速，聚

焦发展“3+3”产业体系，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。根据第七次全国人口普查数据，龙游县常住人口为36.02万人，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，且近年经济驱动因素增长率波动明显。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，2021年龙游县人均GDP为8.00万元，略低于全国平均水平，经济发展水平一般。龙游县三次产业结构由2019年的5.8：42.9：51.3调整为2021年的4.5：45.3：50.2，经济以第二产业、第三产业为主。近年龙游县经济实力稳步提升，2021年GDP增速排名靠前且高于衢州市平均水平。从经济增长的驱动因素看，消费与投资端近年呈波动增长趋势，受2020年初疫情冲击，消费市场整体较为低迷，固定资产投资降幅明显；受上年低基数影响，2021年龙游县消费与投资有所恢复，社会消费品零售总额较上年增长9.5%，固定资产投资同比增长6.1%，投资增速修复偏弱，其中高新技术投资、制造业投资分别下滑22.9%、9.2%。近年外贸出口增速波动较大，2021年进出口总额同比增长11.0%，在上年高增长下增速有所回落。

表4 2021年衢州市下属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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
柯城区	595.54	8.1%	11.26	12.87	39.50
江山市	365.75	8.5%	7.38	25.63	75.09
龙游县	288.02	9.5%	8.00	23.00	60.29
衢江区	269.73	8.7%	7.19	13.34	58.58
常山县	187.58	9.8%	7.20	15.00	44.05
开化县	169.44	8.5%	6.52	11.07	41.56

注：柯城区、龙游县人均GDP均按照第七次全国人口普查的常住人口数据计算，开化县人均GDP按照2021年常住人口数25.99万人计算，江山市、常山县、衢江区人均GDP数据来自2021年国民经济和社会发展统计公报；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各政府网站，中证鹏元城投中心，中证鹏元整理

表5 龙游县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	288.02	9.5%	247.61	4.4%	231.95	8.0%
固定资产投资	123.60	6.1%	115.85	3.9%	-	10.1%
社会消费品零售总额	175.53	9.5%	161.36	-1.8%	168.34	8.1%
进出口总额	48.71	11.0%	43.95	22.8%	44.00	0.8%
人均 GDP（万元）		8.00		6.87		6.48
人均 GDP/全国人均 GDP		98.74%		94.76%		91.39%

注：“-”中数据未公开披露，2019-2020年人均GDP为衢州市2021年统计年鉴数据（常住人口口径）与2021年人均GDP均以第七次全国人口普查的龙游县常住人口36.02万人计算。

资料来源：龙游县统计局，衢州市2021年统计年鉴，中证鹏元整理

产业情况：2021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。2021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351.63亿元，同比增长23.8%，增速回升明显。

财政及债务水平：近年龙游县一般公共预算收入规模稳步提升，但财政自给能力较弱，地方政府债务余额持续扩张。近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，近三年税收收入占比均保持在80%以上，财政收入质量较好；虽近年财政自给率持续提升，但财政自给能力较弱。龙游县政府性基金收入在经历2020年小幅下滑后于2021年恢复快速增长，2021年龙游县实现政府性基金预算收入60.29亿元，较上年增长43.74%，其中国有土地使用权出让收入32.85亿元，较上年增长16.52%，土地财政依赖度尚可。区域债务方面，近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20.27%。

表6 龙游县近年主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	23.00	19.63	18.93
税收收入占比	86.35%	88.13%	81.14%
财政自给率	34.17%	29.76%	27.75%
政府性基金收入	60.29	41.95	43.70
地方政府债务余额	91.51	79.76	63.26

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2021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“水务公司”）2家。

表7 截至 2021 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	龙游县人民政府国有资产监督管理委员会	134.85	52.12%	16.75	96.02	龙游县最核心平台，最重要的国有资产投资运营主体
水务公司	龙游国资	67.15	45.10%	6.68	21.69	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 2021 年度数据。水务公司总债务=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、中证鹏元数据库，中证鹏元整理。

五、经营与竞争

公司作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、工业平台等方面，业务多元化程度依然较高。2021年公司实现营业收入16.75亿元，较上年增长18.32%，其中主要收入来源为工程收入、混凝土收入、砂石收入、油费收入、租金收入，合计占比58.10%。

毛利率方面，工程建设、高速公路收费业务销售毛利率较上年有所提升，混凝土产品、砂石、油费等业务毛利率有所下滑，同时，公司粮食销售、水务业务为亏损状态，综合影响下，2021年公司销售毛利率为22.78%，较上年进一步下滑。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房产销售收入	2,224.53	35.15%	4,829.33	35.08%
工程收入	21,818.92	22.60%	22,617.72	15.63%
砂石收入	14,468.25	53.43%	18,281.67	70.99%
油费收入	15,899.23	10.78%	14,186.60	15.55%
混凝土产品收入	30,813.02	21.97%	28,976.78	24.93%
高速公路收费收入	9,838.43	53.15%	5,816.26	46.99%
光伏发电收入	4,585.05	66.23%	4,179.73	60.94%
水费收入	7,197.24	-6.75%	6,341.43	12.60%
租金收入	14,327.70	37.07%	7,034.35	58.06%
保安服务收入	2,957.96	12.31%	3,447.15	18.91%

劳务派遣收入	4,268.58	2.54%	3,508.10	8.14%
旅游收入	5,244.77	-13.03%	1,998.77	38.86%
商品销售收入	11,863.85	3.84%	5,880.88	3.78%
粮食销售收入	9,174.41	-9.35%	0.00	0.00%
其他	9,174.81	42.94%	7,756.20	52.13%
主营业务收入小计	163,856.75	23.40%	134,854.95	32.47%
其他业务收入小计	3,651.48	-4.95%	6,711.74	-42.07%
合计	167,508.22	22.78%	141,566.69	28.93%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司房产销售收入规模进一步下滑，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。受安置进度等因素影响，2021年公司安置房销售数量整体较上年进一步减少，当期实现房产销售收入0.22亿元，较上年下降53.94%；当期房产销售毛利率较上年基本持平。

表9 2020-2021 年公司房屋销售情况

项目名称	2021 年	2020 年
安置房销售面积（平方米）	133.02	4,022.61
截至年末已建成未销售安置房住宅库存（平方米）	21,100.66	21,233.68
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
集中管理房产销售面积（平方米）	4,089.50	19,924.33
截至年末集中管理的房产面积——住宅面积（平方米）	29,858.17	33,033.65
截至年末集中管理的房产面积——商铺面积（平方米）	53,763.31	54,677.33

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。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2021年末，公司已建成未销售的住宅库存为2.11万平方米，沿街商铺库存为1.92万平方米。截至2021年末，公司在建安置房项目主要为南海家苑安置工程（一期）、文成小区安居工程一期和二期、辰西花苑等，预计总投资51.82亿元，已完成投资28.80亿元，拟建项目预计总投资27.34亿元，未来仍有较大的资金需求。

表10 截至 2021 年末公司主要在建安置房项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	承建单位	建筑面积	预计总投资	已完成投资
------	------	------	-------	-------

端礼小区安居工程	城投公司	44,300.00	1.99	0.73
礼贤小区	城投公司	109,500.00	4.52	2.16
塔石文兴小区	城投公司	80,000.00	2.50	0.38
南海家苑安置工程（一期）	楚盛公司	87,476.00	3.75	2.04
灵江家苑	城投公司	61,471.00	1.75	1.08
2017年旧住宅小区改造	城投公司	222,481.50	0.76	0.46
龙游县奔康四期异地搬迁（农整）晨北小区	楚盛公司	115,634.94	2.97	2.54
文成小区安居工程一期	奔康公司	123,600.00	5.21	3.86
龙游县土元黄茶小镇安置小区一期	奔康公司	84,200.00	4.24	3.12
龙游县土元黄茶小镇安置小区二期	奔康公司	188,900.00	6.93	6.60
辰西花苑	奔康公司	76,640.00	2.47	1.49
新溪小区	奔康公司	163,523.00	5.20	0.07
文成小区安居工程二期	奔康公司	254,682.00	9.53	4.27
合计	-	1,612,408.44	51.82	28.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2021年末公司主要拟建安置房项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	承建单位	建筑面积	预计总投资	建设周期
文成小区安居工程三期	奔康公司	517,151.00	25.24	2022-2025
龙游县横山月荷集聚小区	奔康公司	72,000.00	2.10	2022-2024
合计	-	589,151.00	27.34	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。截至2021年末，公司仍持有集中管理的房产包括住宅2.99万平方米，商铺5.38万平方米，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。

2021年公司工程业务收入同比略有下滑，毛利率有所提高，业务可持续性仍较好；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、交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，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，公司就每个项目与项目委托人²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。

2021年公司工程建设收入为2.18亿元，主要来自于市场化的工程建设业务，收入规模较上年略有下

² 公司代建项目的委托人为龙游县相关政府部门。

滑，毛利率较上年提升6.97个百分点至22.60%。截至2021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、灵山港综合治理工程等，主要项目的计划总投资额合计为34.93亿元，已投资20.33亿元，尚需投资14.60亿元。

表12 截至 2021 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	已投资
龙游县公共文化服务中心	9.62	3.83
灵山港综合治理工程	6.04	4.35
河道治理工程(衢江)	4.89	3.65
龙游高铁站站前配套工程	2.70	1.27
市民生态休闲公园--凤翔洲景观云桥工程	1.85	1.07
污水处理厂	1.73	1.67
护岸工程	1.60	1.60
龙游县博物馆工程	1.20	1.18
龙游县小城镇综合整治提升工程	0.90	0.61
城区道路(太平路,人民路)街景改造工程	0.81	0.59
城区道路(荣昌路,兴龙路)街景改造工程	0.49	0.32
龙游县城北污水处理厂三期扩建项目	1.67	0.00
龙游翠光未来社区	0.65	0.06
江滨公园二期工程	0.78	0.13
合计	34.93	20.33

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。截至2021年末，公司主要在建、拟建自营项目预计总投资47.82亿元，已完成投资17.36亿元，尚需投资30.46亿元，公司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13 截至 2021 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	计划总投资	已投资
在建项目	龙游大南门历史文化街区保护开发项目	15.00	6.93
	龙游民居苑景区配套提升项目	3.50	0.00
	龙游官潭区域民宿建设项目	0.49	0.00
	龙游凤翔洲（一期）开发项目（水文化公园）	1.36	0.03
	龙游县健康产业中心	11.24	2.72
	海绵城市配套新型建材产业园	4.20	3.30
	龙北水厂原水引水工程	4.09	1.71
	城东商务中心	3.80	1.35
	樾园小学	1.24	1.15
	开发区高新园区实验学校	1.40	0.17

	小计	46.32	17.36
拟建项目	龙南游客集散中心	1.50	0.00
	小计	1.50	0.00
合计	-	47.82	17.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务类型丰富，2021年混凝土、砂石与油费收入仍是营业收入的重要组成部分，水务、租赁和保安服务等业务仍为公司收入与盈利提供稳定补充；但随着交投公司与新北公司股权划出，预计公司将不再产生油料销售与高速公路收费业务收入，租赁业务收入规模将有所下滑

公司油料销售业务由交投公司子公司龙游县交投中石化能源有限公司（简称“交投中石化公司”）负责，交投中石化公司由龙游交投和中国石化销售股份有限公司（简称“中石化股份”）分别出资51%和49%设立。公司出资建设杭新景龙游段两处高速公路服务区内的加油站，并交由中石化股份负责日常运营，双方按照出资比例分配销售收益。2021年实现油料收入1.59亿元，收入规模保持增长，当期业务毛利率为10.78%，较上年降低4.77个百分点，主要系油价上涨导致成本增长所致。随着龙游交投股权划出，未来油料销售业务收入将不再并表。

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。2021年实现砂石收入1.45亿元，收入规模较上年下降20.86%，砂石销售业务毛利率为53.43%，公司砂石销售业务整体毛利率水平仍较高，2021年毛利率下滑要系当期毛利率较低的矿山石料销售占比增多，且河道疏浚收益权摊销导致成本上升所致。

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。2021年公司商品砼混凝土生产线产能进一步释放，当年销售混凝土63.13万吨，实现混凝土销售收入3.08亿元，业务毛利率为21.97%。

公司的高速公路收费业务主要由龙游交投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”）运营，收费路段为杭新景高速公路龙游支线。该段高速公路全长20公里，是转接浙江、江西、安徽的重要路段，由高速公司负责建设、维护并有永久的收费权。2021年杭新景高速公路龙游支线车流量为675.88万车次，较上年增加68.52%，2021年高速公路收费业务实现收入0.98亿元，毛利率为53.15%，收入规模与毛利率水平在疫情后均有所恢复。随着龙游交投股权划出，未来高速公路收费业务收入将不再并表。

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，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。2021年实现水费收入0.72亿元，收入规模稳定增长，毛利率为-6.75%，主要系龙北水厂及引水工程完工转入固定资产，且龙游国资办将洪畈、社阳、沐尘水库资产无偿划入公司子公司，当期折旧增加所致。随着龙游县城镇化进程的推进，预计未来水费收入将保持稳定增长。

公司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2021年实现收入1.43亿元，同比增长103.68%，主要系奔康公司新增国资大楼、国土大楼及宏科教育阳光小学、樾园小学完工出租增加租金收入所致，毛利率下降至37.07%，主要系租赁资产折旧、人员管理费用等租赁成本持续增加所致。2021年末新北公司、龙游交投股权划出，未来两家公司租赁收入将不再并表，但随着城投公司金融中心完工新增用于出租，预计租赁业务未来仍能为公司收入与盈利提供稳定补充。

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2021年实现收入0.30亿元，收入规模整体较稳定，由于2021年划入智慧停车位资产本期摊销导致营业成本增加，当期保安服务业务毛利率下滑至12.31%。

公司商品销售业务主要由新北公司的木浆、钢材、纸浆销售业务和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。新北公司从上游采购木浆、钢材、纸浆等原料，加价销售给下游客户，盈利模式为差价，随着新北公司股权划出，未来此业务收入将不再并表。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。2021年公司商品销售业务实现收入1.19亿元，业务毛利率为3.34%。

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。2021年公司粮食销售业务实现收入0.92亿元，业务毛利率为-9.35%，当期合计收到粮食收储补贴0.27亿元。

总体来看，2021年公司业务类型依然丰富，混凝土、砂石与油费收入仍是公司营业收入的重要组成部分，且整体毛利率水平较高，对盈利构成了有力支持；未来水务、租赁、保安服务及商品销售等业务将持续为公司收入与盈利提供补充，但随着交投公司与新北公司股权划出，预计公司将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将有所下滑。

2021年公司持续获得较大力度的外部支持

公司作为龙游县最重要的国资管理公司，2021年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，2021年龙游国资办将七家公司股权划入公司子公司，合计增加公司资本公积5.70亿元；公司子公司收到财政拨款1.43亿元，龙游国资办将衢江龙游段28公里的河道疏浚收益权、洪畈、社阳、沐尘水库资产等无偿划入公司子公司，合计增加公司资本公积33.82亿元。同时，龙游交投、新北公司100%股权及城投公司25%的股权无偿划出，使得公司资本公积当期减少16.89亿元，当年公司资本公积净增加22.63亿元，公司资本实力总体得到增强。同期，公司合计收到龙游县财政局等政府部门拨付的财政补贴3.24亿元，有效提升了公司盈利水平。

表14 2021年公司获得的资产注入情况（单位：亿元）

支持部门	资产内容	注入主体	金额
龙游国资办	龙游县产业基金有限公司 100.00% 股权	龙游县汇龙投资发展有限公司	3.46
龙游国资办	龙游县财信非融资性担保有限公司 100.00% 股权	龙游县汇龙投资发展有限公司	0.60
龙游国资办	龙游县昊诚融资性担保有限公司 100.00% 股权	龙游县汇龙投资发展有限公司	1.04
龙游国资办	龙游县两山田园综合体开发有限责任公司的 33.90% 的股权	龙游县两山生态资源运营管理有限公司	0.06
龙游国资办	龙游白鸽建设投资有限公司 49.00% 股权	龙游县文化旅游发展有限公司	0.25
龙游国资办	龙游县全域城乡测绘有限公司 100.00% 股权	龙游县奔康投资有限公司	0.21
龙游国资办	龙游龙丘城乡规划设计院有限公司 100.00% 股权	龙游县奔康投资有限公司	0.08
增加资本公积金额（七家公司股权划入）			5.70
龙游县财政局	资金	龙游县体育发展有限公司	0.04
龙游县财政局	资金	龙游县双江水利开发有限公司	1.32
龙游县财政局	资金	龙游县文化旅游发展有限公司	0.07
龙游国资办	衢江龙游段 28 公里的河道疏浚收益权	疏浚砂公司	25.30
龙游国资办	洪畈、社阳、沐尘水库资产	龙游县水利供水开发有限公司	6.74
龙游国资办	污水二期项目资产	浙江寰龙环境建设有限公司	0.34
龙游国资办	汽车资产	龙游县奔康投资有限公司	22.28（万元）
增加资本公积金额			33.82
合计净增加（扣除交投公司、新北公司 100% 的股权及城投公司 25% 的股权无偿划出合计减少资本公积 16.89 亿元）			22.63

资料来源：公司 2021 年审计报告，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 2020-2021 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021 年公司合并报表范围新增子公司 13 家，减少

子公司19家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但资产中存货占比较高，关联方占款规模较大，资产流动性较弱

随着政府资产注入及公司融资规模的增加，2021年末公司资产规模保持增长，资产结构仍以流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，使用受限的货币资金仅0.19亿元；其他应收款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，2021年末其他应收款规模较上年末减少59.65%，前五大应收对象应收款余额合计占比为75.37%，整体回收风险不大，但部分应收款项账龄较长，仍对公司营运资金形成一定占用。存货仍为公司最主要的资产，随着安置房等项目投入增加，2021年末公司存货账面价值较上年末增加16.22%，主要包括合同履行成本97.76亿元、开发成本26.00亿元和开发产品11.04亿元。

截至2021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，2021年由于城投公司金融中心项目从固定资产转入，期末规模有所增长；随着龙游国资办将洪畈、社阳、沐尘水库资产注入子公司龙游县水利供水开发有限公司，公司固定资产规模较上年末增长38.00%，构成主要为水库资产与房屋建筑物。随着金融中心、龙北水厂原水引水工程、龙北水厂厂区（净水厂工程）等项目建成转入固定资产，叠加士元试验区建设指挥部、机器人产业园等项目随企业不再纳入公司合并转出，2021年末公司在建工程余额较上年减少21.07%。

2021年公司因龙游交投、新北公司等企业合并事项合计减少土地使用权7.88亿元，同时公司新购置土地1.34亿元，且龙游国资办将衢江龙游段28公里的河道疏浚收益权25.30亿元无偿划入公司，期末公司无形资产较上年末大幅增长87.86%；截至2021年末，无形资产中土地使用权有0.55亿元尚未办理产证。

截至2021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8.57亿元，占同期末总资产的3.04%。

综合来看，2021年末公司资产规模保持增长，但存货、无形资产占比较高，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15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.81	8.45%	18.26	7.65%
其他应收款	6.61	2.35%	16.39	6.87%
存货	136.69	48.53%	117.61	49.28%
流动资产合计	174.30	61.89%	157.31	65.91%

投资性房地产	19.50	6.92%	15.47	6.48%
固定资产	21.00	7.46%	15.22	6.38%
在建工程	20.11	7.14%	25.48	10.68%
无形资产	39.56	14.05%	21.06	8.82%
非流动资产合计	107.33	38.11%	81.36	34.09%
资产总计	281.63	100.00%	238.67	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021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

2021年受房地产整体市场情况影响，公司房地产销售收入进一步下滑；工程、混凝土、砂石、油费收入整体较稳定，商品销售收入规模增长以及新增粮食销售业务，2021年公司实现营业收入16.75亿元，较上年增长18.32%，公司业务多元化程度仍较高，且回款情况仍较好。公司在建的市场化项目仍较多，随着这些项目的逐步建成，公司未来总体收入规模或有所增长，公司业务持续性总体较好。但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。

毛利率方面，由于混凝土、砂石、油费业务毛利率均有所下滑，叠加水务、保安服务等业务因折旧、摊销导致盈利下滑，新增粮食销售业务为亏损状态，2021年公司销售毛利率为22.78%，较上年有所下滑。2021年公司获得政府补助3.24亿元，占利润总额的148.51%，对公司的利润水平贡献仍较大。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	118.06%	114.92%
营业收入	16.75	14.16
营业利润	2.23	2.47
其他收益	3.24	1.54
利润总额	2.18	2.51
销售毛利率	22.78%	28.93%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

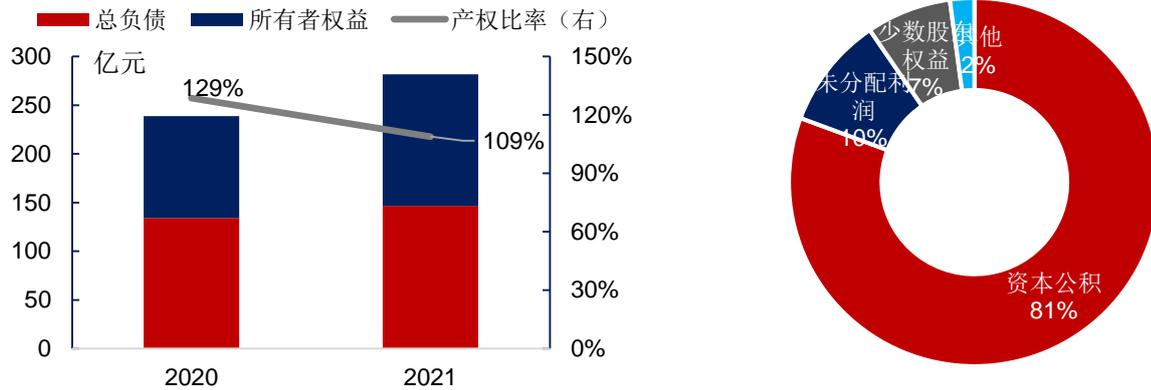
资本结构与偿债能力

公司总债务规模略有增长，面临一定的偿债压力

受子公司股权划入与政府资产注入影响，2021年末公司所有者权益为134.85亿元，较2020年末增加29.19%；同时，公司加大债务融资力度，2021年负债总额持续上升。综合影响下，公司产权比率有所降低，但所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源: 公司 2020-2021 年审计报告, 中证鹏元整理

资料来源: 公司 2021 年审计报告, 中证鹏元整理

从负债结构来看, 公司负债仍以非流动负债为主。2021年公司短期融资需求增加, 期末短期借款余额较上年末增加169.56%, 主要为信用借款、保证借款和抵押借款。截至2021年末, 公司应付账款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单位往来款, 一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券。

2021年末公司长期借款规模有所降低, 其中4.13亿元为国债转贷借款(政府债务置换, 利率区间为3.59%-4.04%, 但需要公司偿还), 其余均为保证、抵押、质押借款, 保证借款主要为公司内部保证, 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。公司2021年发行规模5亿元的公司债券“21龙游01”, 票面利率4.50%, 期限为3年; 截至2021年末, 公司应付债券包括“21龙游01”、“20龙游01”与“19龙游债/19龙游国资债”。截至2021年末, 公司专项应付款23.70亿元, 主要包括城东棚户区改造项目资金、南海家苑安置小区专项资金、文化旅游基础设施建设专项资金等, 随着基础设施项目的持续投入, 专项应付款规模持续增长; 长期应付款主要为中国农发重点建设基金有限公司借款0.50亿元。

表17 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

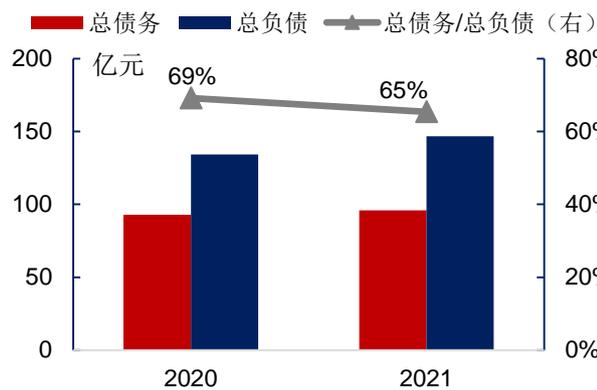
项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.19	8.30%	4.52	3.37%
应付账款	1.89	1.29%	2.37	1.76%
其他应付款	10.22	6.96%	10.93	8.14%
一年内到期的非流动负债	6.43	4.38%	2.75	2.05%
流动负债合计	36.46	24.84%	24.79	18.46%
长期借款	49.98	34.05%	60.38	44.97%
应付债券	26.36	17.96%	24.24	18.05%
长期应付款	0.50	0.34%	1.03	0.76%
专项应付款	33.14	22.58%	23.70	17.65%
非流动负债合计	110.32	75.16%	109.49	81.54%

负债合计	146.78	100.00%	134.28	100.00%
------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

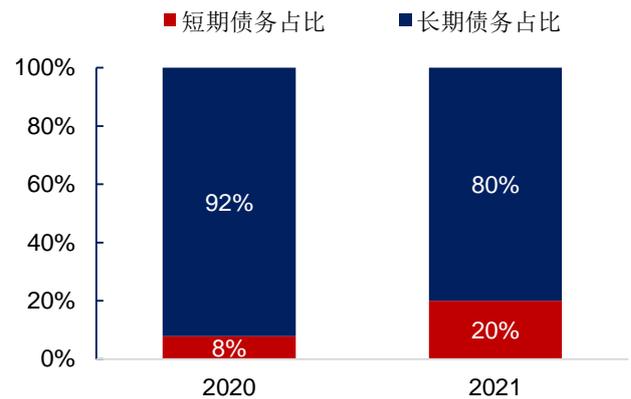
随着融资力度加大，公司总债务持续增长，截至2021年末规模为96.02亿元，占负债总额的65.42%，公司仍面临一定的偿债压力。公司债务仍以长期债务为主，随着短期融资需求增加，2021年短期债务占比有所提升。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

随着政府资产注入及公司业务规模的扩大，2021年末公司资产负债率水平有所降低。公司现金资产规模较大，且受限规模较小，2021年末现金短期债务比为1.24，公司现金资产对短期债务的保障程度仍较好。2021年公司EBITDA利息保障倍数为1.38，息税前利润对有息债务的保障程度有所提升。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	52.12%	56.26%
现金短期债务比	1.24	2.51
EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.27

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16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2021年末，公司对关联方提供担保余额合计5.91亿元，占期末净资产的4.38%。公司担保对象

主要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19 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额
新北公司	25,500.00
龙游新北综合能源开发利用有限公司	23,744.91
龙游县交通资源投资有限公司	9,600.00
龙游白鸽建设投资有限公司	250.00
合计	59,094.91

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司系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、工业平台等方面。公司在建、拟建项目规模较大，持续项目建设投入对资金需求较大，2021年公司债务规模持续扩张，仍面临一定的偿债压力；但考虑到公司业务多元化程度较高，业务持续新较好，近年公司收入规模持续增长，且公司作为龙游县最重要的发债平台，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。

九、结论

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	23.81	18.26	30.86
存货	136.69	117.61	87.49
流动资产合计	174.30	157.31	139.08
无形资产	39.56	21.06	7.78
非流动资产合计	107.33	81.36	58.58
资产总计	281.63	238.67	197.66
短期借款	12.19	4.52	4.70
一年内到期的非流动负债	6.43	2.75	2.65
流动负债合计	36.46	24.79	23.69
长期借款	49.98	60.38	51.76
应付债券	26.36	24.24	14.26
长期应付款（合计）	33.64	24.73	22.20
非流动负债合计	110.32	109.49	88.39
负债合计	146.78	134.28	112.08
总债务	96.02	92.92	74.99
营业收入	16.75	14.16	12.32
所有者权益	134.85	104.39	85.58
营业利润	2.23	2.47	2.80
其他收益	3.24	1.54	1.59
利润总额	2.18	2.51	2.78
经营活动产生的现金流量净额	-8.92	-16.05	-1.81
投资活动产生的现金流量净额	-12.77	-19.53	-14.57
筹资活动产生的现金流量净额	27.05	22.98	20.33
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	22.78%	28.93%	33.68%
收现比	118.06%	114.92%	106.30%
资产负债率	52.12%	56.26%	56.70%
现金短期债务比	1.24	2.51	4.21
EBITDA（亿元）	7.08	5.61	6.22
EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.27	2.20

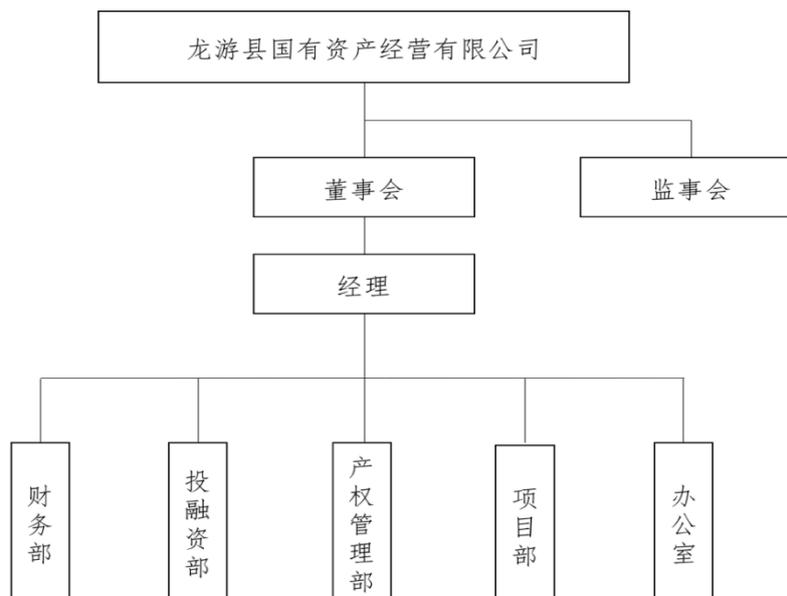
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
龙游县汇龙投资发展有限公司	100.00%	股权投资、创业投资
龙游县汇智企业管理咨询有限公司	100.00%	企业管理咨询
龙游县产业基金有限公司	100.00%	对外投资，投资管理服务
龙游县两山生态资源运营管理有限公司	100.00%	自然生态系统保护管理；自然遗迹保护管理
龙游县财信非融资性担保有限公司	100.00%	非融资性担保业务
龙游县昊诚融资性担保有限公司	100.00%	主营融资性担保业务
龙游县汇龙创业投资管理有限公司	100.00%	投资、基金管理
浙江龙游中发农业投资开发有限公司	100.00%	国家政策允许的农业发展项目投资
龙游县奔康投资集团有限公司	100.00%	农村基础设施项目投资
龙游县奔康新能源有限公司	64.83%	新能源技术研发
龙游县安周物业管理有限公司	100.00%	物业管理服务
龙游县宏科教育投资有限公司	100.00%	教育行业投资、咨询服务
龙游县保安服务有限公司	100.00%	保安服务
龙游县翼安人力资源服务有限公司	100.00%	人力资源服务
龙游楚盛置业有限公司	100.00%	房地产开发、经营
龙游楚盛建设有限公司	100.00%	企业管理；物业管理；集贸市场管理服务
龙游县万基建设工程检测有限公司	100.00%	建筑工程材料、市政道路工程材料见证取样检测等
龙游县美丽乡村大花园开发建设有限公司	100.00%	农业发展项目投资、开发
龙游县教育发展有限公司	100.00%	商务服务业
龙游县富民现代农业发展有限公司	100.00%	农、林、牧、渔专业及辅助性活动
龙游县粮食批发交易市场有限责任公司	100.00%	市场建设管理
龙游县粮食收储有限公司	100.00%	粮食收储
浙江奔通数智科技有限公司	100.00%	软件及网络技术服务
龙游县商贸物流发展有限公司	100.00%	综合商贸物流园区项目的投资、开发
龙游县安驿机动车检测有限公司	100.00%	机动车安全技术检验、检测
龙游县百益市场管理有限公司	100.00%	市场管理
龙游县海隆科创有限公司	100.00%	企业管理咨询服务
龙游县同阜企业管理有限公司	18.75%	企业管理服务
龙游龙丘城乡规划设计院有限公司	100.00%	县域村镇类规划设计\建筑设计
龙游县全域城乡测绘有限公司	100.00%	计量技术服务
龙游县文化旅游发展有限公司	100.00%	文化旅游项目开发
龙游镇建建设开发有限公司	100.00%	城镇化基础设施建设
龙游石窟旅行社有限公司	100.00%	旅游服务
龙游县三门源旅游开发有限公司	75.00%	旅游景区的开发、管理
龙游石窟风景旅游有限公司	100.00%	风景区管理
龙游县三石园林绿化有限公司	100.00%	市政公用工程施工总承包

龙游县石角旅游开发有限公司	75.00%	旅游景区开发、管理
上海龙掣旅游有限责任公司	75.00%	文化旅游项目开发、管理
龙游县体育发展有限公司	100.00%	体育产业的投资、开发、管理、资产管理
龙游县六春湖客运索道运营有限公司	100.00%	旅游索道运营及相应配套项目经营管理
龙游县历史文化资源保护开发有限公司	100.00%	历史文化资源保护开发项目的投资、建设运营
浙江六春湖文旅发展有限公司	100.00%	旅游业务
衢州康旅建设有限公司	100.00%	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包
龙游云起旅游资源开发有限公司	100.00%	住宿服务；旅游业务
龙游凤翔洲旅游开发有限公司	100.00%	零售、酒店管理
龙游石窟江心洲度假有限公司	100.00%	住宿服务；餐饮服务
龙游县水务集团有限公司	100.00%	原水、自来水、污水处理、市政项目投资管理开发
龙游县河道疏浚砂资源开发有限公司	61.54%	河道疏浚、砂资源开发
龙游县水利供水开发有限公司	100.00%	水库管理、水力发电，水资源开发、利用
龙游县双江水利开发有限公司	100.00%	县内水利水电工程开发和管理
龙游华水水业发展有限公司	100.00%	生活饮用水生产、供应，污水处理
浙江华水环境工程有限公司	100.00%	市政公用工程建筑
寰龙投资股份有限公司	100.00%	实业投资、管理
浙江寰龙环境科技有限公司	100.00%	技术开发、转让、咨询
浙江寰龙环境建设有限公司	100.00%	各类工程建设活动
浙江龙游望达农业投资开发有限公司	51.22%	农业发展项目投资
龙游华水农村供水发展有限公司	100.00%	自来水生产销售
龙游县城市发展投资有限公司	75.00%	基础设施建设
龙游县城投置业有限公司	100.00%	房地产开发、经营
龙游县路灯管理有限公司	100.00%	城市道路照明设施管理和维护
龙游县全域土地开发建设有限公司	100.00%	农业发展项目投资

资料来源：公司 2021 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、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。