



2023年福建龙睿投资有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券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：

2023年福建龙睿投资有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券 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
23 龙睿专项债/23 龙睿债	AAA	AAA

评级日期

2023 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：漳浦县地区经济发展潜力较好，为福建龙睿投资有限公司（以下简称“公司”）发展提供了良好基础，公司是漳浦县重要的基础设施建设主体之一，重要性较高，并且公司代建业务持续性较好，2022 年公司继续获得了较大力度的外部支持，同时，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱、资金压力较大、债务攀升较快以及面临一定的或有负债等风险因素。

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，公司作为漳浦县重要的基础设施建设主体之一，在未来较长一段时期内能够维持在基础设施项目建设等业务方面的竞争力，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	145.83	85.11	76.41
所有者权益	95.71	53.99	52.89
总债务	28.77	12.68	0.45
资产负债率	34.37%	36.56%	30.78%
现金短期债务比	0.71	0.33	4.68
营业收入	8.48	7.02	5.73
其他收益	1.20	0.70	0.46
利润总额	1.12	1.24	1.25
销售毛利率	11.32%	13.86%	15.30%
EBITDA	1.93	1.61	1.40
EBITDA 利息保障倍数	1.36	2.87	14.77
经营活动现金流净额	0.17	-5.94	-0.75

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **漳浦县定位为新兴现代滨海工业城市，经济发展潜力较好。**漳浦县近年来大力发展工业经济，推动建设新兴现代滨海工业城市，是厦漳经济合作区和闽西南区域协作重要组成部分，为漳浦县承接区域产业转移和加快人口集聚创造了有力条件，也为公司发展提供了良好基础。
- **公司是漳浦县重要的基础设施建设投融资主体，在区域内的业务竞争力较强。**公司实际控制人为漳浦县财政局，公司主要负责漳浦县基础设施代建等业务。截至 2022 年末，公司基础设施建设项目总投资规模仍较大，存货中尚未结转的开发成本 68.06 亿元，业务可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2022 年公司继续获得上级政府在资产划转、股权划拨以及财政补贴等方面的支持，公司资本实力大幅增加，并且上级政府对公司提供的补助有效提升了公司盈利水平。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。**“23 龙睿专项债/23 龙睿债”由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，仍可为“23 龙睿专项债/23 龙睿债”的按期偿付提供保障。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司的资产主要由存货、其他权益工具投资以及长期股权投资所构成，在总资产中的合计占比超过 80%，存货基本为代建项目的工程投入，项目回款时间不确定，其他权益工具投资与长期股权投资主要为当地平台公司股权，其他权益工具投资中对漳州安居智家住房开发有限公司（以下简称：“安居智家”）的 19%的股权已质押给福建漳龙建投集团有限公司，为漳浦县国有资产投资发展有限公司房地产项目纾困贷款提供担保。
- **公司偿债压力有所增加，叠加项目建设资本开支需求，资金压力仍较大。**2022 年公司继续增加在基础设施建设工程项目的投入，2022 年经营活动现金流量转为净流入，但仍无法满足项目投入需要，公司仍通过外部融资平衡资金缺口，使得 2022 年公司总债务规模大幅增加。考虑到 2022 年末公司主要基础设施建设工程项目仍较大，未来公司仍需通过融资平衡资金缺口。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 15.74 亿元，占同期末净资产的 16.45%，且均未提供反担保措施。

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	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	6/7
	行政层级	2/5			
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					3
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

公司是漳浦县重要的基础设施建设平台之一，主要负责漳浦县基础设施项目的投资、土地开发整理以及保障房建设等业务。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，漳浦县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与漳浦县政府的联系非常紧密以及对漳浦县政府非常重要。同时，中证鹏元认为漳浦县政府提供支持的能力很强，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	AAA/23 龙睿专项债 /23 龙睿债	2022-6-17	谢海琳；陈念	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)	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
23 龙睿专项债 /23 龙睿债	5.00	5.00	2022-6-17	2030-1-16

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2023年1月发行7年期5.00亿元“23龙睿专项债/23龙睿债”，其中2.80亿元募集资金用于漳浦府前唐街文旅商业消费聚集区公共配套设施建设项目，剩余募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金。截至2023年4月21日，“23龙睿专项债/23龙睿债”募集资金专项账户余额为2.80亿元。

三、发行主体概况

2023年4月，公司股东漳浦县财政局向公司增资人民币2.36亿元，用于增加实收资本。经过上述变更，2023年5月末，公司实收资本增加至5.51亿元。2023年5月，公司将注册资本由6.00亿元变更为10.00亿元，控股股东与实际控制人仍为漳浦县财政局，持有公司100.00%的股权，具体股权结构见附录二。

公司是漳浦县重要的基础设施建设主体之一，主要负责漳浦县基础设施项目的投资、土地开发整理以及保障房建设等业务，公司本部主要承担管理职能，具体项目实施由下属子公司负责。2022年公司新增7家子公司，减少1家子公司。截至2022年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共有17家，具体见附录四所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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
福建龙睿建投集团有限公司	100.00%	10,000.00	商务服务业	投资设立
漳浦龙睿环境有限公司	100.00%	5,000.00	生态保护和环境治理业	投资设立
漳浦交投集团有限公司	100.00%	10,000.00	道路运输业	投资设立
漳浦新锐资源运营集团有限公司	100.00%	5,000.00	专业技术服务业	投资设立
漳浦县睿信融资担保有限公司	100.00%	20,000.00	其他未包括金融业	购买
漳浦新锐矿业有限公司	100.00%	2,000.00	其他采矿业	投资设立
漳浦新锐置业有限公司	100.00%	2,000.00	其他采矿业	投资设立

2、跟踪期内不再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	不再纳入的原因
福建易兴置业有限公司	100.00%	1,140.00	物业管理	股权作价出资

资料来源：公开信息、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。

行业及区域经济环境

漳浦县农业资源禀赋较好，定位为新兴现代滨海工业城市，近年来大力推动工业经济的发展，伴随着闽西南协同发展区与厦漳经济合作区的建设，漳浦县经济发展潜力较好

区位特征：漳浦县为福建省漳州市下辖县，农业资源禀赋较好，为古雷港经济开发区深腹地。漳浦县为福建省漳州市下辖县，地处福建省南部沿海，漳州市东南部，与台湾隔海相望，介于厦门与汕头之间，是福建省人口大县、资源大县、农业大县、临港工业新兴县，是著名侨乡和台胞主要祖籍地。漳浦县农业资源禀赋较好，是国家级生态文明示范区和国家级现代农业示范区。漳浦县域总面积1,981平方千米，现辖17个镇、4个乡，2006年经福建省政府批准，在漳浦县南侧沿海区域设立古雷港经济开发区，以承接台湾石化产业转移，古雷港经济开发区现已发展成为全国七大石化产业基地之一，2019年5月古雷、霞美、杜浔、沙西4个乡镇成建制委托给古雷港经济开发区管理，实行“区地合一”。根据第七次全国人口普查数据，截至2020年11月1日零时漳浦县（不含古雷港经济开发区）常住人口为64.68万人，较第六次全国人口普查数据增长5.65%，但60岁及以上人口的比重上升5.84个百分点，漳浦县人口结构表现出一定程度的老龄化趋势。

图1 漳浦县区位图



资料来源：《漳州市国土空间总体规划（2020—2035年）》

经济发展水平：近年来漳浦县经济增速慢于全省平均水平，但固定资产投资增速较快，第二、第三产业发展相对滞后，工业基础相对薄弱。受环保督查等因素叠加影响，2020年漳浦县工业增加值下滑幅度较大，全县2020年工业增加值下降20.9%，其中县辖地区下降21.7%。2021年漳浦县地区经济活动逐步恢复，2021年与2022年漳浦县辖地区生产总值增速均在7%以上的水平，远超福建省平均增长水平，2022年GDP规模与增速均在漳州市各区县中排名第三，仅次于芗城区与龙海区。从产业结构来看，2022年，漳浦县辖地区三次产业结构占比为16.0：35.5：48.5，第二产业占比略有下滑，发展相对滞后，工业基础相对薄弱。固定资产投资方面，除2020年外，漳浦县辖地区固定资产投资增速均高于全省平均水平。从固定资产投资结构来看，漳浦县固定资产投资主要以房地产开发投资与工业投资构成，其中工业投资在2020-2022年的波动性最大，由2020年的-79.7%调整为2022年的70.0%，增速较易受外部环境的影响。

表1 2022年漳州市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
芗城区	868.84	8.0%	13.62	20.20	-
龙海区	706.58	7.2%	7.42	19.46	18.06
漳浦县辖	500.14	7.1%	5.90	20.58	9.11
龙文区	439.15	7.0%	14.55	15.60	1.06
南靖县	397.27	6.3%	13.01	9.74	8.24
诏安县	350.05	5.0%	6.24	6.84	6.07
云霄县	231.05	6.5%	5.61	6.75	22.35

注：（1）漳浦县辖数据口径不包括古雷港经济开发区（2）2022年各区县人均GDP=2022年GDP/各区县第七次全国人口普查常住人口；2（3）“-”表示数据未公开披露；

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等，中证鹏元整理

表2 漳浦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）（全县）	-	-	583.61	9.8%	495.61	-5.1%
地区生产总值（GDP）（县辖）	500.14	7.1%	453.60	7.7%	414.93	-6.1%
工业增加值（全县）	-	-	181.50	11.3%	121.66	-20.9%
工业增加值（县辖）	-	13.9%	125.41	4.5%	108.12	-21.7%
固定资产投资（全县）	-	-	319.99	17.1%		
固定资产投资（县辖）	166.50	16.3%	143.19	33.0%	107.66	-53.5%
社会消费品零售总额（全县）	-	-	258.39	6.0%		
社会消费品零售总额（县辖）	209.45	5.9%	197.86	4.5%	189.44	-2.0%
人均GDP（万元）（县辖）	5.90			6.87		5.84
人均GDP/全国人均GDP（县辖）	68.86%			84.84%		81.32%

注：（1）漳浦县县辖数据不包括古雷港经济开发区，下同；（2）“-”表示未获取相关数据。

资料来源：漳浦县人民政府官网，《漳浦统计年鉴-2019》，《漳浦统计年鉴-2020》，《漳浦统计年鉴-2021》，中证鹏元整理

产业情况：漳浦县为传统农业大县，近年来大力推动工业经济发展，布局以食品、机械电子、新能源与新材料等为主导的生态工业产业。漳浦县为传统农业大县，粮食、蔬菜、水果、畜牧、水产是漳浦县五大农业主导产业。其中蔬菜、水果、渔业等已成为福建省重要的生产加工出口产业，2022年县辖地区第一产业增加值水平为79.89亿元，在全省所有区县中排名靠前。

工业方面，漳浦县以食品加工、轻纺制品、五金机电等轻工业为传统主导产业，食品加工产业代表性企业包括漳州天福茶业有限公司、福建万辰生物科技股份有限公司（股票代码：300972.SZ）¹。轻纺制品产业主要位于赤湖公园皮革园区内，年产值超过300亿元。五金机电产业主要集聚在旧镇工业园与赤湖工业园五金园区内，包括自行车制造、金属制品、塑胶、健身器材等上下游产业链条。

漳浦县工业园区配套设置较落后，无法满足大项目落地，近年来着力推动工业园区提质升级与产业结构调整。为优化产业布局，近年来漳浦县大力推动工业经济发展，布局以食品、机械电子、新能源与新材料等为主导的生态工业产业。为有效发挥工业园区对产业的聚集带动作用，漳浦县自2021年起着力推进工业园区标准化建设，其中赤湖工业园以联盛林浆纸一体化项目为龙头，重点打造纸业产业园区；旧镇工业园以五金机电为主导产业，进一步完善自行车产业链条；高端海洋装备制造产业园将以福建明阳新能源科技有限公司为主体，构建新能源与新材料等为主导的生态工业产业；漳浦盐场8,000亩工矿用地将以福船一帆新能源装备制造为基础，以三峡海上风力发电为主导，推进改制转型。

发展规划及机遇：漳浦县定位为新兴现代滨海工业城市，是厦漳经济合作区和闽西南区域协作重要组成部分，为漳浦县承接区域产业转移和加快人口集聚创造了有力条件。2019年5月，福建省发展和改革委员会闽东北闽西南两个协同发展区建设领导小组办公室印发《闽西南协同发展区发展规划》，其中

¹ 漳州天福茶业有限公司为香港上市公司天福（开曼）控股有限公司（股票代码：6868.HK）境内子公司，主要从事茶饮料生产与销售，福建万辰生物科技股份有限公司为漳浦县本土培育的上市公司，主要从事鲜品食用菌的研发、工厂化培育与销售。

提到要以环东山湾区域为核心，联动浮头湾、诏安湾，统筹古雷石化基地与漳浦等周边区域的产业、生态和城镇建设，打造协同发展区南部产业核心区和城镇密集区。2019年9月，厦门市政府与漳州市政府就建设“厦漳经济合作区”签署合作备忘录，双方提出要建立更加紧密协同的跨市联合招商机制，提高产业项目落地发展的成功率，其中漳浦县前亭镇被纳入到了厦漳经济合作区概念区的范围内。

财政及债务水平：近年来漳浦县财政收入持续增长，但未来需关注财政收入的持续性与稳定性。近年来受环保督查等多方面因素叠加影响，漳浦县一般公共预算收入自2018年起有所下滑，2021年起逐步恢复，2022年，漳浦县本级实现一般公共预算收入20.58亿元，扣除留抵退税因素后增长26.6%，主要系国有资源（资产）有偿使用收入等非税收入增长所致，受此影响，2022年漳浦县税收收入占比大幅下滑。近年来漳浦县财政自给率维持在40-50%水平，财政自给率基本维稳，但财政自给水平能力一般。受土地市场景气度和政府供地安排等因素影响，2021年漳浦县政府性基金收入大幅下滑，2022年漳浦县政府性基金收入较2021年水平基本持平。区域债务方面，古雷港新增债务限额纳入漳浦县管理，由漳浦县人大常委会审议批准，近年来漳浦县地方政府债务余额持续扩张且增速较快。

表3 漳浦县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入（全县）	33.19	36.63	32.67
一般公共预算收入（本级）	20.58	16.78	15.41
税收收入占比（本级）	56.84%	72.11%	72.74%
财政自给率（本级）	48.68%	46.11%	47.14%
政府性基金收入（全县）	38.11	47.62	-
政府性基金收入（本级）	9.11	8.87	15.77
地方政府债务余额	147.74	109.28	83.31

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；
 资料来源：漳浦县各年度财政决算报告，漳浦县人民政府官网，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是漳浦县重要的基础设施建设投融资主体，主要业务包括代建项目投资、贸易等，在区域内的业务竞争力较强，公司基础设施建设项目总投资规模较大，较大规模的业务储备为后续业务的可持续性提供了有力支撑

公司在漳浦县范围内从事代建项目投资、工程施工、贸易等业务。2022年公司营业收入规模继续保持增长，主要原因为2022年公司代建项目收入持续增长。从收入结构来看，2022年代建项目收入在公司营业收入中的占比超过80%，仍是公司主要的收入及毛利润来源，贸易业务收入也占有一定的比重，但毛利润较低。

受低毛利率的贸易业务规模扩大与子公司福建龙睿实业有限公司（以下简称“龙睿实业”）较低毛利率的代建项目收入占比上升的叠加影响，近年来公司综合毛利率水平有一定程度的下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建业务	6.89	81.27%	12.82%	5.64	80.35%	16.09%
贸易业务	1.38	16.27%	6.98%	1.05	14.94%	0.58%
其他	0.21	2.46%	-9.81%	0.33	4.71%	17.85%
合计	8.48	100.00%	11.32%	7.02	100.00%	13.86%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司受漳浦县各政府部门的委托从事基础设施建设业务，项目完工后移交给政府，业务模式清晰，公司基础设施建设项目总投资规模较大，业务有较好的持续性，但公司在建项目尚需投资金额较大，并且自营项目数量较多且规模较大，未来收益实现存在不确定性，需关注项目建设进度、结算及回款情况

公司代建业务实施主体主要为子公司漳浦县江滨建设投资开发有限公司（以下简称“江滨建设”）及其子公司漳浦江滨交通建设投资开发有限公司（以下简称“江滨交通”）、子公司龙睿实业及其子公司福建龙睿房地产开发有限公司（以下简称“龙睿房产”）负责，其中江滨建设及江滨交通负责基础设施项目的建设，龙睿实业主要负责房建工程建设，龙睿房产主要负责保障房代建。江滨建设、江滨交通以及龙睿房产与漳浦县住房和城乡建设局（以下简称“漳浦住建局”）签订了代建框架协议书，业务模式为“企业投资建设，政府根据工程完工进度分期付款”，单项工程项目转让代建费为单项工程项目投资与投资回报之和，其中投资回报为单项工程项目投资的20%（不含税），项目投资额以财政局投资评审中心确定的金额为准。漳浦住建局每年度对部分项目根据相应的成本加成比例出具相应的代建收入确认函。龙睿实业与漳浦县卫生和计划生育局、漳浦县教育局等单位签订多个小规模的项目协议，约定龙睿实业依照项目工程施工承包方的工程进度，按合同约定应付（或已代付）施工承包方的工程进度款的1.1倍计算项目建设进度价款。

受益于公司代建项目结算规模的扩大，公司2022年代建业务收入有所增长，来源于江滨建设与龙睿实业的市政工程代建项目收入。毛利率方面，由于江滨建设的投资回报为单项工程项目投资的20%（不含税），因此江滨建设的2022年代建收入毛利率依然维持在16.67%的水平。由于龙睿实业代建的项目工程进度由漳浦县财政局投资评审中心确定，实际结算过程中，公司结转的项目代建成本与漳浦县财政局投资评审中心确定工程进度款存在一定的出入，因此近年来龙睿实业代建的项目毛利率有所波动，龙睿实业2022年代建收入的毛利率相较于2021年有所下降。

截至2022年末，公司存货中开发成本的账面金额为68.06亿元，基本为待结转的代建项目成本，公司代建业务收入可持续性较好。

表5 公司主要代建项目收入确认情况（单位：万元）

年份	项目类别	结转成本	确认收入
2022 年	鹿溪北岸一期	39,690.96	47,649.27
	教育局代建项目	2,952.61	2,911.43
	卫生健康局代建项目	2,698.78	3,499.39
	九龙江调水工程	14,741.46	14,860.70
	合计	60,083.81	68,920.79
2021 年	绥东花园	22,374.95	26,849.94
	龙湖大道	6,999.90	8,399.88
	文体中心北侧道路	2,787.79	3,345.35
	漳浦县城区主干道亮化工程	2,174.00	2,608.80
	合计	34,336.64	41,203.97

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建与拟建的项目有鹿溪北岸二期、九曲岭项目开发、朝阳路、麦市街项目、漳浦县朝阳水库工程—移民安置区等项目，其中漳浦府前唐街文旅商业消费聚集区公共配套设施建设项目为本期债券募投项目，截至2022年末，募投项目尚未开工建设。截至2022年末，公司主要在建与拟建项目合计计划总投资为93.20亿元，已投资56.29亿元，其中自营项目尚需投资金额为19.15亿元，代建项目计划总投资71.94亿元，至少尚需投资17.76亿元。公司主要在建与拟建项目投资金额较大，自营项目面临一定收益不达预期的风险，总体来看，公司后续资金需求规模大，资金压力较大。

表6 截至 2022 年末公司主要在建与拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	实施主体	计划总投资	项目已投资	业务模式
鹿溪北岸一期	江滨建设	154,872.54	154,872.54	代建
迎宾大道	江滨建设	134,023.76	123,234.42	代建
文体中心及配套项目	江滨建设	114,839.00	68,082.44	代建
漳浦深远海高端装备示范基地（一）项目	龙睿投资	112,380.36	0.00	自营
鹿溪北岸二期	江滨建设	67,608.00	28,328.65	代建
九曲岭项目开发	江滨建设	56,629.43	34,506.87	代建
漳浦府前唐街文旅商业消费聚集区公共配套设施建设项目	龙睿投资	47,317.48	0.00	自营
朝阳路、麦市街项目	江滨建设	43,213.00	43,215.48	代建
绥东溪、南门溪项目	江滨建设	40,293.06	40,293.06	代建
漳浦县朝阳水库工程—移民安置区	佰信建筑	34,000.00	0.00	代建
漳州市东南部沿海地区九龙江调水工程（试验段）	龙睿实业	33,500.00	17,513.00	代建
七星海项目	龙睿投资	21,666.00	13,027.34	代建
东部供水厂	龙睿实业	18,382.00	13,453.73	自营
府前唐街	江滨建设	18,743.76	18,743.76	代建
漳浦县鹿溪至赤湖引水工程	龙睿实业	13,889.00	7,385.92	自营
漳浦县桥内水库引水工程	龙睿实业	10,537.00	87.83	自营
漳浦县杨美水库至赤湖摩恩达水厂引水管道项目	龙睿实业	10,077.00	144.93	自营
合计	-	931,971.39	562,889.97	-

注：（1）漳浦府前唐街文旅商业消费聚集区公共配套设施建设项目不包街区市政配套提升工程，包含后的计划总投资规模为 50,178.36 万元；（2）福建佰信建筑工程有限公司简称“佰信建筑”。

资料来源：公司提供

（二）贸易业务

2022年公司贸易业务规模继续保持增长，但盈利能力较弱，上下游集中度较高，公司营运资金可能会被上下游占用，需关注资金回收风险

公司2020年起开展贸易业务，主要由子公司漳浦县龙睿商贸有限公司（以下简称：“龙睿商贸”）负责运营，主要经营业务按照商品品种可以分为大宗贸易业务与建材贸易业务，其中大宗贸易业务通常为上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所交易标的的标准仓单或高流动性现货，如PTA、乙二醇、橡胶等化工品种，以及铜、铝、铅、锌等有色金属品种等大宗商品，建材业务主要商品品种包括电缆、管件、钢筋等。业务模式方面，对于大宗商品，公司基本采用先款后货的方式进行销售与采购，实际业务运营过程中贸易业务的回款速度较快，公司基本无需垫款。

2022年公司贸易业务收入继续保持增长。毛利率方面，2022年公司贸易业务毛利率上升，主要系公司将大宗商品交易按照净额法进行核算，从而导致贸易业务毛利率有所上升。

中证鹏元关注到，公司贸易业务上下游集中度均较高，业务毛利率低，并且考虑到公司贸易业务上下游基本为民营企业，因上下游结算时间可能存在短期差异，使得公司营运资金可能会被上下游短期占用，需关注该项业务资金回收风险。

表7 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	单位名称	金额	采购占比
2022年	福建众盈建筑科技有限公司	8,082.47	66.75%
	圣戈班管道系统有限公司	1,565.16	12.93%
	福建津博金属材料有限公司	709.66	5.86%
	福建众通贸易有限公司	857.10	7.08%
	漳州城投商贸发展有限公司	563.84	4.66%
	合计	11,778.23	97.28%
2021年	福建骏之益实业有限公司	8,762.39	84.03%
	漳州城投商贸发展有限公司	533.50	5.12%
	圣戈班管道系统有限公司	273.45	2.62%
	福州福达仪表有限公司	193.74	1.86%
	漳州鹏飞工贸有限公司	173.79	1.67%
	合计	9,936.92	95.29%

资料来源：公司提供

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	单位名称	金额	采购占比
2022年	厦门安能建设有限公司	9,077.35	65.79%
	福建省中禹水利水电工程有限公司	2,446.79	17.73%
	福建五一建设工程有限公司	777.29	5.63%
	福建普尔泰集团有限公司	118.95	0.86%
	福建省祥洲建设工程有限公司	35.79	0.26%
	合计	12,456.17	90.27%
2021年	福建芝龙石油化工有限公司	8,778.16	83.69%

普尔泰集团有限公司	1,013.51	9.66%
福建省中禹水利水电工程有限公司	276.19	2.63%
福建大佳建设有限公司	175.00	1.67%
福建五一建设有限公司	129.75	1.24%
总计	10,372.61	98.89%

资料来源：公司提供

2022年公司在资产注入、政府补贴以及税收减免方面继续得到较大力度的外部支持

公司作为漳浦县基础设施建设的重要主体之一，主要从事代建项目投资、土地整理、工程施工等业务，2022年在资产注入和政府补助方面继续获得了较大支持。

1、资产划拨及资本金注入

资产注入方面，2022年公司获得了项目资本金、股权、土地使用权、房产等资产注入，2022年注入资产账面价值合计41.54亿元，有效提升了资本实力，公司2022年以及2023年1-5月获得的主要资产划拨与资本金注入情况如表10所示。

表9 近年来公司主要获得的外部支持情况（单位：万元）

年度	支持内容	金额/入账价值	依据文件
2023年	货币资金	23,600.00	-
2022年	漳浦金瑞投资有限公司40%股权	276,479.25	浦财【2022】40号
2022年	漳浦县竹屿盐场、工矿用地土地使用权、廉租房	132,907.49	浦政文【2022】154号
2022年	货币资金	6,000.00	-
合计	-	438,986.74	-

注：2022年政府将漳浦县竹屿盐场、工矿用地土地使用权、廉租房划入公司子公司福建易兴置业有限公司，资产划拨完成后，公司以福建易兴置业有限公司100%股权作价出资取得漳州安居智家住房开发有限公司（以下简称“安居智家”）25%股权，计入其他权益工具投资科目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、财政补贴

财政补贴方面，公司继续得到了股东较大的支持。2022年公司获得财政补贴1.20亿元，占当期利润总额的107.74%，有效改善了公司利润水平。

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亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见

见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2022年公司新增7家子公司，减少1家子公司，具体如表1所示。

公司资产增长速度较快，资本实力大幅增强，资产以公司对基础设施建设项目投入以及持有的当地平台公司的股权为主，2022年随着公司对项目的投资继续增长；但公司大量资金沉淀于项目中，对营运资金占用规模较大，整体资产流动性较弱

2022年公司继续在资产注入、政府补助等方面得到上级政府的支持，公司资本实力大幅增强，为了满足公司在项目建设的投入所带来的资金需求，2022年公司债务融资继续扩张，综合影响下，2022年公司财务杠杆相较于2021年略有下降。

图 2 公司资本结构

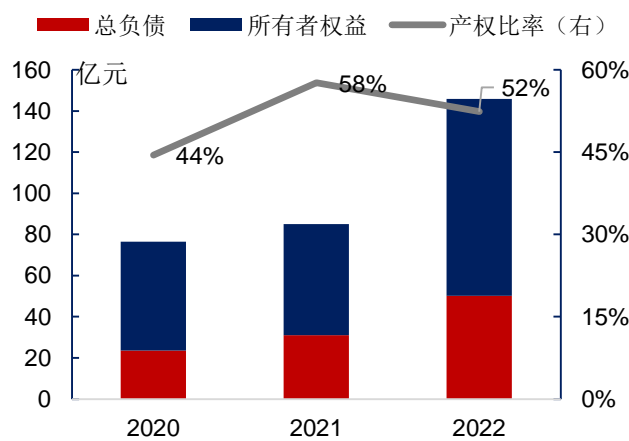
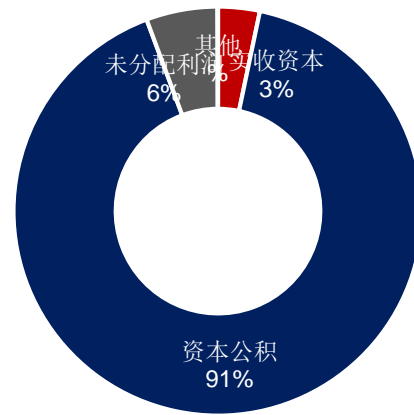


图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模继续保持增长，公司资产以存货、其他权益工具投资、长期股权投资为主要构成，2022年末上述资产合计在公司资产总额中的占比为84.75%。

存货为公司的主要资产，截至2022年末存货包含的开发成本账面价值为68.06亿元，主要来自公司承接的房建与基础设施建设项目。主要受2022年公司新增对安居智家的投资，公司其他权益工具投资账面价值较期初大幅增加。公司其他权益工具投资主要为持有的安居智家、漳浦县路港交通有限公司、漳浦县漳东建设有限公司、福建漳浦农村商业银行股份有限公司等单位的股权。依照浦政文【2022】154号，公司将持有的19%安居智家的股权为福建漳龙建投集团有限公司对漳浦县国有资产投资发展有限公司的借款提供质押担保，该项借款用于漳浦福晟钱隆首府和漳浦泰禾香山湾地产项目的建设，需要关注的是，该项借款的还款来源依赖于漳浦福晟钱隆首府和漳浦泰禾香山湾地产项目楼盘的销售，如果未来项目建设进度与销售状况不及预期，可能会对该项借款的偿还造成负面影响，进而使得公司持有的安居智家的股权面临被冻结、被处置等代偿风险。长期股权投资方面，2022年末公司长期股权投资账面价值大幅增加主要系公司获得漳浦金瑞投资有限公司40%股权所致。

其他资产方面，截至2022年末，公司货币资金基本为银行存款与其他货币资金，其中其他货币资金

账面余额为2.84亿元，占货币资金账面余额的43.43%。公司其他货币资金使用受限，由按揭保证金、银行承兑汇票保证金、信用证保证金以及担保保证金所构成，其中按揭保证金系子公司龙睿房产代漳浦住建局销售房屋，购房者按揭贷款时形成。公司2022年末应收账款账面余额为3.56亿元，主要系公司承接代建项目业务与开展贸易业务所形成的应收款项，前五大应收对象主要为漳浦县住建局、漳浦县卫生健康局等政府单位以及当地国企，合计在应收账款账面余额中的占比为82.45%，回收风险较可控，但回收时间具有不确定性，对营运资金存在一定占用。其他应收款方面，公司的其他应收款主要为漳浦县财政局、漳浦县铁路投资开发有限公司、漳浦县国有资产投资发展有限公司、漳浦县土地收储中心等单位间的往来款，2022年末账面价值是2021年末2.06倍，主要系公司应收漳浦县财政局等单位往来款大幅增加所致。

整体而言，公司资产主要集中在存货、其他权益工具投资以及长期股权投资，存货基本为代建项目的开发成本，回款时间不确定，其他权益工具投资与长期股权投资主要为漳州市内其他平台公司的股权，其中公司持有的19%的安居智家股权因为纾困贷款提供担保而受限，其余因抵质押而受限的资产规模合计4.89亿元，合计在总资产中的占比为12.57%，整体资产流动性较弱。

表10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	6.54	4.48%	1.01	1.19%
应收账款	3.47	2.38%	5.67	6.67%
其他应收款	7.75	5.31%	3.76	4.42%
存货	69.69	47.79%	58.87	69.17%
流动资产合计	88.19	60.47%	69.78	81.99%
其他权益工具投资	25.95	17.80%	12.62	14.83%
长期股权投资	27.94	19.16%	0.01	0.02%
非流动资产合计	57.64	39.53%	15.33	18.01%
资产总计	145.83	100.00%	85.11	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年公司营业收入规模继续保持增长，且业务仍具有较好的可持续性，政府补助是利润的重要来源

公司营业收入主要来源于基础设施代建项目收入，受项目结算规模与贸易规模扩大的影响，2022年营业收入继续增长。毛利率方面，受低毛利率的贸易业务规模扩大与子公司龙睿实业较低毛利率的代建项目收入占比上升的叠加影响，2022年公司综合毛利率水平有一定程度下滑。但公司作为漳浦县重要基础设施投资建设主体，目前工程建设业务量较为充足，尚未结转成本规模较大，业务及收入持续性均较

有保障。

2022年取得政府补助1.20亿元，占同期利润总额107.74%，仍有效提升了公司的利润水平。

表11公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	8.48	7.02
营业利润	1.11	1.24
其他收益	1.20	0.70
利润总额	1.12	1.24
销售毛利率	11.32%	13.86%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模增长较快，EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标有所弱化，债务压力有所增加

公司负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款等有息负债与其他应付款所构成。受项目投资规模增加的影响，2022年公司债务规模继续增长。从债务期限结构来看，2022年公司短期债务集中度有所上升，但仍以长期债务为主。从各项债务类型来看，截至2022年末，公司债务包括银行借款、应付票据以及融资租赁，其中银行借款多有抵质押等担保方式，并且公司融资租赁等非标融资占比及融资成本均较高，公司面临较大利息负担。2023年1月，公司发行本期债券，债务期限结构进一步改善。

表12截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	3.85-8.00%	13.50	4.40	6.05	0.73	2.32
信托融资	8.4%	3.00	-	3.00	-	-
其他融资	6.01-7.57%	12.28	5.13	4.86	2.21	0.08
合计	-	28.78	9.53	13.91	2.94	2.40

注：（1）公司其他融资包括融资租赁与保理；（2）平均融资成本区间未纳入信用证、票据的融资成本
资料来源：公司提供

经营性负债方面，2022年末受公司集中支付项目工程款的影响，公司应付账款账面余额大幅减少。2022年末公司其他应付款账面余额大幅增加，主要系公司与漳浦县财政局、漳浦县水利局以及其他企业的往来款大幅增加所致。

表13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	1.00	1.99%	1.16	3.73%
应付账款	0.35	0.70%	4.81	15.45%

其他应付款	18.07	36.06%	12.93	41.54%
一年内到期的非流动负债	5.31	10.59%	2.66	8.55%
流动负债合计	30.88	61.62%	22.48	72.25%
长期借款	12.09	24.13%	5.12	16.46%
长期应付款	7.14	14.25%	3.51	11.29%
非流动负债合计	19.24	38.38%	8.64	27.75%
负债合计	50.12	100.00%	31.12	100.00%
总债务	28.77	57.41%	12.68	40.74%
其中：短期债务	9.53	19.02%	4.04	12.99%
长期债务	19.24	38.38%	8.64	27.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，尽管公司债务规模有所增加，但股东支持力度较大，资本实力大幅提升，综合影响下，2022年公司资产负债率略有下降。公司现金短期债务比水平较2021年有所上升，但总体水平仍较低，公司短期债务压力仍较大，并且2022年公司债务规模快速攀升，使得公司利息支出大幅增加，EBITDA利息保障倍数有所弱化。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司经营活动现金流表现较差，2021-2022年经营活动现金流量合计净流出，考虑到公司在建项目资金缺口仍较大，未来仍有新增外部债务融资的需求，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。公司作为漳浦县重要的基础设施建设投融资主体之一，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2022年末，银行授信总额达17.37亿元，尚未使用授信额度为7.12亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表14公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	34.37%	36.56%
现金短期债务比	0.71	0.33
EBITDA利息保障倍数	1.36	2.87

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

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《福建龙睿投资有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》以及公开信息查询结果，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《福建龙睿投资有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》以及公开查询结果，2022年子公司龙睿实业因擅自在漳浦县旧镇镇苑上村（芹山）集体土地上建设，违反了《中华人民共和国土地管理法》第四十四条第一款规定，被漳州市自然资源局予以行政处罚 80,760.00 元。除上述事项外，2022 年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照相关法律法规及公司章程等要求建立了法人治理机构，并对董事、监事和高级管理人员的职权和义务进行了明确的规定。2023年5月，经公司股东会决议，任命商炳泉、黄永明、徐渊和、李菲为公司董事，林俊鹏被任命为公司董事长，并担任公司法定代表人。陈芳芳、陈艺萍、蔡发来、王兰心、赵玉华被任命为监事会成员。近三年未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

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，公司本部（报告查询日为2023年5月10日）、江滨建设（报告查询日为2023年5月10日）、龙睿实业（报告查询日为2023年5月11日）、龙睿房产（报告查询日为2023年5月10日）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。

或有事项分析

截至2022年末，公司为对外担保余额合计15.74亿元，占同期末净资产的16.45%，被担保对象均为漳浦县当地国企，但公司提供的对外担保均未设置反担保措施，使得公司面临一定的或有负债风险。

表15 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保起止日期	是否有反担保
漳浦盛润农业发展有限公司	68,302.22	2022年08月25日至2040年08月24日	无
漳浦县国有资产投资发展有限公司	53,100.00	2022年09月23日至2025年09月22日	无
漳浦县铁路投资开发有限公司	20,000.00	2022年10月24日至2025年10月24日	无
漳浦万安经济发展有限公司	15,000.00	2016年12月20日至2033年12月19日	无
漳浦县铁路投资开发有限公司	990.00	2022年8月31日至2023年8月31日	无
合计	157,392.22	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是漳浦县人民政府下属重要企业，漳浦县财政局直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，漳浦县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与漳浦县人民政府的联系非常紧密。公司由漳浦县财政局直接持股100.00%，公司高管由漳浦县人民政府任命，公司代建业务也均来源于政府部门安排，因此漳浦县人民政府对公司经营战略和

业务运营具有绝对的控制权，并且2020-2022年来自政府的代建项目收入在公司营业收入中的占比超过80%，此外，近三年公司接受政府部门在股权划转、资产划拨、财政补贴等方面支持次数较多，公司与漳浦县人民政府的联系比较稳定。

(2) 公司对漳浦县人民政府非常重要。尽管公司不承担供水、供电、供热等区域专营性公用事业职能，使得漳浦县人民政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司主要从事代建项目投资、工程施工、土地整理等业务，公司所负责的业务对漳浦县人民政府非常重要，对漳浦县人民政府贡献很大，公司的违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生一定的影响。

九、债券偿还保障分析

三峡担保为“23龙睿专项债/23龙睿债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可为“23龙睿专项债/23龙睿债”的按期偿付提供保障

根据三峡担保为本期债券出具的担保函，三峡担保保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。三峡担保承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人、债券代理人在此期间内未要求三峡担保承担保证责任的，或其在此期间主张债权后未在保证债务诉讼时效期限届满之前向三峡担保追偿或发生其他法定担保人免责情形的，三峡担保免除保证责任。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

表16 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00

非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数 (X)	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN 等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当期代偿额持续增长，2022年发生代偿6.70亿元，当期回收2.20亿元。截至2022年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.34%和40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表17 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18
净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

漳浦县近年来大力推动工业经济的发展，伴随着闽西南协同发展区与厦漳经济合作区的建设，漳浦县经济发展潜力较好，为公司发展提供了良好基础。公司主要承担漳浦县基础设施代建业务，持有待结转的代建项目规模较大，代建业务收入可持续性较好。2022年以及2023年1-5月，公司继续获得很大程度的外部支持，显著提升了公司的资本实力和利润水平。考虑到公司资产主要由代建项目资产与平台公

司股权资产所构成，其中公司持有的19%的安居智家股权已质押，代建项目回款速度较慢，对公司资金形成一定占用；偿债压力方面，2022年公司经营现金流虽然转为净流入，但规模较小，无法满足公司项目开支需求，为平衡资金缺口，2022年公司总债务持续增长，公司2022年偿债压力继续有所增加。综合来看，公司抗风险能力一般。此外，三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

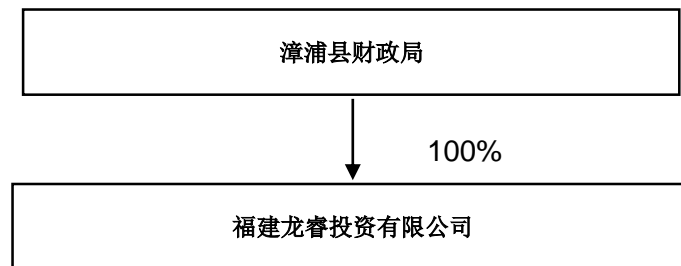
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23龙睿专项债/23龙睿债”的信用等级为AAA。

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	6.54	1.01	1.78
存货	69.69	58.87	57.60
流动资产合计	88.19	69.78	65.36
固定资产	0.65	1.77	1.45
其他权益工具投资	25.95	12.62	0.00
长期股权投资	27.94	0.01	0.00
非流动资产合计	57.64	15.33	11.04
资产总计	145.83	85.11	76.41
短期借款	1.00	1.16	0.00
应付账款	0.35	4.81	8.02
其他应付款	18.07	12.93	14.39
一年内到期的非流动负债	5.31	2.66	0.38
流动负债合计	30.88	22.48	23.45
长期借款	12.09	5.12	0.00
长期应付款	7.14	3.51	0.07
非流动负债合计	19.24	8.64	0.07
负债合计	50.12	31.12	23.52
其中：短期债务	9.53	4.04	0.38
总债务	28.77	12.68	0.45
所有者权益	95.71	53.99	52.89
营业收入	8.48	7.02	5.73
营业利润	1.11	1.24	1.25
其他收益	1.20	0.70	0.46
利润总额	1.12	1.24	1.25
经营活动产生的现金流量净额	0.17	-5.94	-0.75
投资活动产生的现金流量净额	-2.37	-4.28	-0.14
筹资活动产生的现金流量净额	4.89	9.45	0.26
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	11.32%	13.86%	15.30%
资产负债率	34.37%	36.56%	30.78%
短期债务/总债务	33.14%	31.89%	84.44%
现金短期债务比	0.71	0.33	4.68
EBITDA（亿元）	1.93	1.61	1.40
EBITDA 利息保障倍数	1.36	2.87	14.77

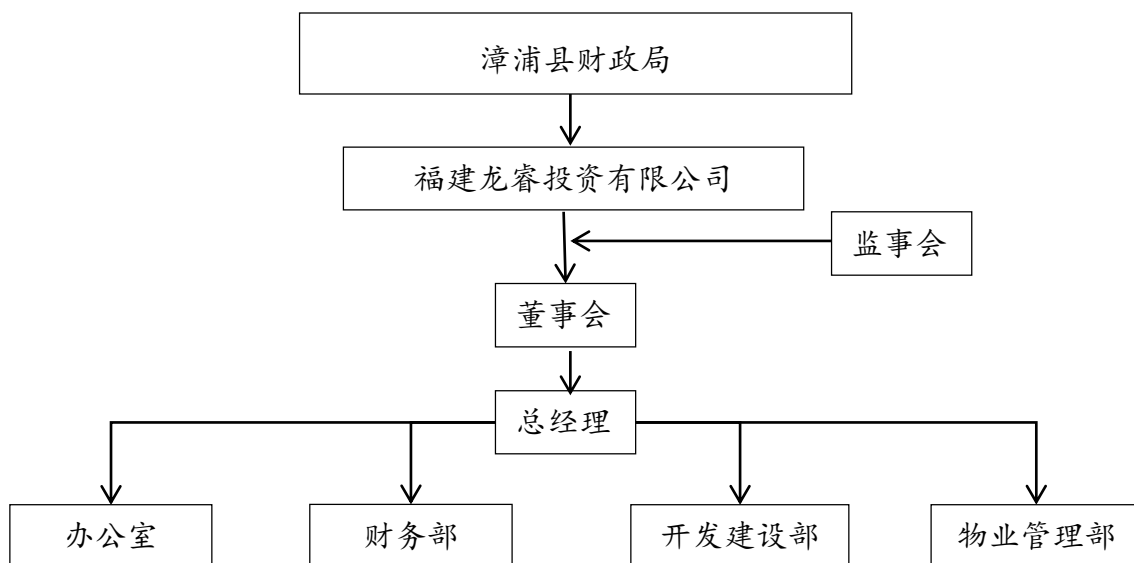
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
福建龙睿建投集团有限公司	10,000.00	100.00%	商务服务业
漳浦县江滨建设投资开发有限公司	29,820.00	100.00%	基础设施建设
漳浦县睿信融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	其他未包括金融业
漳浦交投集团有限公司	10,000.00	100.00%	道路运输业
福建龙睿实业有限公司	8,000.00	100.00%	商务服务业
福建龙睿智城信息科技有限公司	5,000.00	51.00%	软件和信息技术服务业
漳浦江滨交通建设投资开发有限公司	5,000.00	100.00%	基础设施建设
漳浦龙睿环境有限公司	5,000.00	100.00%	生态保护和环境治理业
漳浦新锐资源运营集团有限公司	5,000.00	100.00%	专业技术服务业
福建佰信建筑工程有限公司	4,600.00	100.00%	土木工程建筑业
福建龙睿房地产开发有限公司	3,000.00	100.00%	房地产业
漳浦县龙睿商贸有限公司	2,000.00	100.00%	批发贸易
漳浦新锐矿业有限公司	2,000.00	100.00%	其他采矿业
漳浦新锐置业有限公司	2,000.00	100.00%	房地产业
福建金浦中和能源有限公司	1,000.00	100.00%	电力、热力生产和供应业
漳浦县龙睿旅游投资有限公司	1,000.00	100.00%	商务服务业
漳浦县龙睿财务咨询有限公司	10.00	100.00%	商务服务业

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开信息查询，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。