

# 信用等级公告

联合〔2019〕2365号

联合资信评估有限公司通过对杭州富阳城市建设投资集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州富阳城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“19 富阳城投 MTN001”和“19 富阳城投 MTN003”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月二十五日



# 杭州富阳城市建设投资集团有限公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 富阳城投 MTN001	10.00 亿元	2024/5/8	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
19 富阳城投 MTN003	10.00 亿元	2024/5/9	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 25 日

## 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.71	30.71	38.76	43.33
资产总额(亿元)	360.10	480.92	673.74	710.42
所有者权益(亿元)	184.33	231.63	285.13	285.86
短期债务(亿元)	31.66	48.64	52.76	59.18
长期债务(亿元)	108.74	150.53	259.33	276.46
全部债务(亿元)	140.40	199.17	312.09	335.64
营业收入(亿元)	25.45	31.53	27.65	1.32
利润总额(亿元)	4.29	7.65	5.34	0.06
EBITDA(亿元)	12.91	18.82	22.11	--
经营性净现金流(亿元)	-25.30	-68.25	-52.80	1.78
营业利润率(%)	21.01	28.58	25.32	0.55
净资产收益率(%)	2.27	3.19	1.85	--
资产负债率(%)	48.81	51.84	57.68	59.76
全部债务资本比率(%)	43.24	46.23	52.26	54.00
流动比率(%)	370.55	435.45	466.30	409.20
经营现金流动负债比(%)	-44.35	-94.61	-52.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.88	10.58	14.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.81	1.36	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分已调整入全部债务；3. EBITDA 利息倍数中已剔除财政贴息资金的影响因素

分析师：郝一哲 刘沛伦 许狄龙

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 评级观点

杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是杭州市富阳区主要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体。跟踪期内，公司资产规模大幅增长，所有者权益稳定增长，富阳区政府通过土地资产和资本金注入等方式给予公司大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司整体盈利能力较弱、债务规模快速上升、2018 年经营现金流净额大额为负、未来投资压力较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

随着富阳区经济稳定发展，公司基础设施建设和土地开发业务持续推进，同时区政府无偿划入公司大量土地资产，公司未来收入规模有望提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“19 富阳城投 MTN001”和“19 富阳城投 MTN003”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。

## 优势

- 跟踪期内，杭州市富阳区经济发展稳定，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司是杭州市富阳区主要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体，跟踪期内得到了政府在资金注入、资产划拨、财政补贴、政府债务置换等多方面的大力支持。

## 关注

- 公司资产中基础设施建设项目以及往来款占比高，对公司资金占用较大，整体资产质量一般。
- 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重；2018 年公司经营现金净流出

出规模较大，随着在建项目的投资及债务到期偿付，公司对外融资压力加大。

3. 跟踪期内，公司收入规模有所下降，利润总额对政府补助依赖程度较高，整体盈利能力较弱。
4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 杭州富阳城市建设投资集团有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及组织结构未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，杭州市富阳区国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“富阳区国资委”）为公司唯一股东和实际控制人。跟踪期内，公司经营范围发生变更为：城市基础设施建设、投资，公共设施建设，实业投资，自有资产管理，工程项目代建，房地产开发，土地地面平整服务。以上变更已于 2018 年 8 月 7 日完成工商登记。

2018 年，富阳区开展区属国有企业政企分离和清理整合工作，按照“产业相近、行业相关、主业相同”的划转原则，公司新划入 7 家同一控制下企业，同时划出 2 家子公司。划转完成后，公司在富阳区平台公司中的定位及主营业务未发生改变，公司基础设施建设和土地开发业务链条更趋完整。截至 2019 年 3 月，公司拥有纳入合并范围的一级子公司共 17 家。

截至 2018 年底，公司资产总额为 673.74 亿元，所有者权益 285.13 亿元（含少数股东权益 5.56 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 27.65 亿元，利润总额 5.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 710.42 亿元，所有者权益 285.86 亿元（含少数股东权益 6.02 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.32 亿元，利润总额 0.06 亿元。

公司住所：杭州市富阳区富春街道恩波大

道 99 号；公司法定代表人：陈孝华。

## 三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评债券为“19富阳城投MTN001”和“19富阳城投MTN003”，债券余额合计20.00亿元。

表1 存续期债券概况（单位：亿元、%、年）

名称	余额	票面利率	期限	发行日	到期日
19 富阳城投 MTN001	10.00	4.95	5	2019/5/6	2024/5/8
19 富阳城投 MTN003	10.00	4.94	5	2019/5/7	2024/5/9

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 富阳城投 MTN001”于 2019 年 5 月 6 日发行，募集资金 10.00 亿元，发行期限 5 年，按年付息。截至跟踪评级日，尚未到首次付息日。“19 富阳城投 MTN001”募集资金拟用于归还子公司杭州富阳水务有限公司（以下简称“富阳水务”）和杭州富阳水利建设投资有限公司（以下简称“水投公司”）在金融机构的借款。2019 年 7 月 9 日，公司变更“19 富阳城投 MTN001”募集资金用途为归还富阳水务、水投公司、集团本部和子公司杭州富阳城建集团城市基础设施建设有限公司在金融机构的借款。截至跟踪评级日，募集资金已全部用于提前偿还上述借款。

“19 富阳城投 MTN003”于 2019 年 5 月 7 日发行，募集资金 10.00 亿元，发行期限 5 年，按年付息。截至跟踪评级日，尚未到首次付息日。“19 富阳城投 MTN003”募集资金拟用于归还集团本级在银行的贷款。截至跟踪评级日，募集资金中的 4.50 亿元已用于提前偿还银行贷款，剩余 5.50 亿元尚未使用。

#### 四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;

M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,中国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额

38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强

的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革

政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将进一步放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 基础设施建设行业

#### 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性

项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

#### 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理

保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，

为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

### 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城

投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点

之一。2019年3月5日,《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署,将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

## 2. 区域经济环境

公司是杭州市富阳区重要的投融资建设主体,承担富阳区基础设施建设、土地开发、自来水供应、污水处理、经济适用房建设及销售等职能,公司的经营范围、投资方向及融资能力受到杭州市富阳区经济增长、财政收支状况的影响。

杭州市富阳区位于浙江省北部,属杭州市辖区,市域面积1831平方公里。2018年底富阳区户籍总人口68.3万人。

作为沪杭甬“金三角”交汇点,富阳区水陆交通发达。在铁路方面,杭黄高铁横贯富阳全境,并在富阳设站,已于2018年12月开通运营;在轨道交通方面,杭州市域铁路交通富阳线计划于2019年建成运营。未来富阳区的交通能力和经济辐射范围将进一步提升。

根据《2018年富阳区国民经济和社会发展统计公报》,2018年富阳区实现生产总值764.6亿元,同比增长5.7%。2018年,富阳区第一产业增加值45.3亿元,增长2.5%;第二产业增加值332.9亿元,增长3.9%;第三产业增加值386.4亿元,增长8.0%。三次产业结构由2017年的6.0:43.7:50.4调整为5.9:43.5:50.6,产业结构持续优化。2018年,富阳区按户籍人口计算的人均生产总值112388元。

工业方面,2018年富阳区实现规模以上工业增加值248.1亿元,同比增长4.5%。其中,高新技术产业增加值112.9亿元,同比增长9.0%。

固定资产投资方面,2018年富阳区固定资产投资完成258.6亿元,同比下降12.6%。2018年富阳区完成工业投资36.6亿元,下降71.36%;

基础设施投资64.9亿元,下降26.91%。

根据《关于杭州市富阳区2018年财政预算执行情况和2019年财政预算草案的报告》,富阳区2018年财政总收入完成123.18亿元,同比增长13.3%,其中一般公共预算收入完成72.70亿元,同比增长12.5%,主要系税收收入增加;税收收入达66.01亿元,在一般公共预算收入中的占比(90.80%)同比有所上升。2018年,富阳区国有土地使用权出让金收入实现179.00亿元,同比大幅增长119.85%。

从财政支出看,富阳区2018年一般公共预算支出73.0亿元,同比增长10.1%。同期,富阳区一般公共预算收入/一般公共预算支出为99.58%,财政自给程度较好。

截至2018年底,富阳区政府债务限额为140.84亿元,富阳区政府债务余额为135.70亿元,在政府债务限额以内。

总体看,跟踪期内,富阳区经济稳定增长,产业结构持续优化,但固定资产投资有所下降。受益于土地出让收入大幅提升,富阳区综合财力大幅增长,富阳区一般预算收入稳定增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

## 六、基础素质分析

公司是杭州市富阳区主要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体。跟踪期内,公司在资本金注入、土地注入、资产划拨、财政补贴、政府债务置换等方面得到富阳区政府的支持。

### 资本金注入

2018年,公司收到富阳区财政局拨款2.44亿元,计入“资本公积”。

### 土地资产注入

2018年,富阳区财政局对公司注入48.84亿元土地资产,计入“资本公积”。

### 资产划拨

2018年,根据富国资办〔2017〕1145号、富国资办〔2018〕261号和富国资办〔2018〕220号文件,杭州市富阳区国资办将杭州富阳

市政养护工程有限公司、杭州富阳城市照明工程有限公司等共7家公司股权无偿划转至公司。上述公司均已于2018年完成工商变更，增加公司“资本公积”1.73亿元。

#### 财政补贴

2018年，公司收到财政贴息资金15.59亿元，全部冲减“财务费用”。2018年，公司收到经营性补助共计0.58亿元，分别为运营经费55.00万元、污水补贴5491.43万元和退税257.34万元，均计入“其他收益”。

#### 债务置换

2018年，公司收到地方政府债务置换资金3.50亿元，用于置换公司应付债券及部分长期借款，暂计入“长期应付款”。

根据中国人民银行《企业信用报告》（信用代码：G1033018301086340Y），截止2019年5月28日，公司存在4笔已结清欠息记录，系银行系统升级、人员操作失误等原因所致，公司无其他不良信贷记录。平安银行股份有限公司杭州城西支行、兴业银行股份有限公司杭州分行、国家开发银行股份有限公司浙江省分行、浙商银行股份有限公司杭州富阳支行已对上述事项分别出具说明。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要承担了富阳区主城区基础设施建设、土地开发以及保障性住房建设职能，并通过杭州富阳水务有限公司（以下简称“富阳水务”）开展自来水供应、污水处理和管道安

装业务。跟踪期内，公司营业收入主要构成未发生变化。

2018年，公司实现营业收入27.65亿元，同比下降12.30%，主要系保障房销售收入下降所致。从收入构成来看，土地开发和水务业务收入为公司营业收入的主要来源，由于富阳区政府予以财政贴息等政府补贴支持公司开展城市基础设施建设，公司不确认基础设施建设的成本和收入。2018年，公司土地开发实现收入20.09亿元，同比增长3.09%；公司水务业务（包括自来水供应、污水处理和工程结算）实现收入6.08亿元，同比下降2.79%，其中自来水供应、污水处理业务收入均有所增长，工程结算（管道安装）业务收入有所下降。2018年，公司保障房销售收入0.12亿元，同比大幅减少3.42亿元，系受房产建设周期影响，公司主要保障房项目已完工但尚未完成结算。公司其他业务收入来源包括绿化养护、渣土、租赁等业务，对整体收入贡献程度较小。

从毛利率看，2018年公司综合毛利率为25.49%，同比下降3.35个百分点，公司毛利润来源主要为土地开发业务。2018年，公司土地开发业务毛利率为32.82%，同比有所下降，主要受所整理出让土地的开发成本上升影响；污水处理主要按收入金额等额确认成本；自来水供应受固定资产折旧影响，呈经营亏损状态；2018年，保障房销售毛利率同比大幅提升至60.89%，因所售保障房对应的保障房项目仅剩少量房产，按照项目剩余成本结转。

2019年1—3月，公司确认营业收入1.32亿元，受土地市场政策及出让进度影响，公司未确认土地开发收入；保障房销售业务受结算进度影响，仅确认收入0.04亿元；毛利率方面，毛利率较高的土地开发业务未形成收入，水务业务毛利率水平较低，导致公司综合毛利率下降至0.90%。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

土地开发	194900.00	61.81	41.08	200919.89	72.65	32.82	--	--	--
水务	62576.60	19.85	-0.32	60830.02	22.00	-2.39	8797.17	66.54	-7.75
自来水供应	11636.46	3.69	-13.17	12749.92	4.61	-14.73	2875.54	21.75	-46.82
污水处理	41885.23	13.28	0.00	42736.44	15.45	0.00	1595.65	12.07	0.00
工程结算	9054.91	2.87	14.73	5343.66	1.93	7.96	4325.98	32.72	15.36
保障房销售	35418.13	11.23	1.43	1205.82	0.44	60.89	417.95	3.16	98.48
其他业务	22420.66	7.11	47.14	13591.06	4.91	38.73	4006.48	30.30	9.70
合计	315315.39	100.00	28.84	276546.79	100.00	25.49	13221.60	100.00	0.90

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

## 2. 业务经营分析

### (1) 基础设施建设

公司是富阳区主要的基础设施建设和投融资主体，每年根据富阳区政府规划和财政预算安排，实施区域内城市道路、市政设施、涉水类工程、棚户区改造等方面的基础设施建设。

#### 棚户区改造项目

在富阳区财政局统筹安排下，公司以自有资金和贷款进行棚户区改造项目建设，并将投资金额计入“存货”，项目竣工后，由区审计局进行核算验收后调整具体金额。

针对已完工棚户区改造项目，公司与富阳区住房和城乡建设局签订《政府购买服务合同》，后者需在购买服务期限 25 年（包括建设期）内按计划支付总价款。棚户区改造项目的总价款计算比例随具体项目而异，约在决算成本的基础上加成 5%，购买资金来源于富阳区财政收入，未来在合同期逐年纳入财政预算。

截至 2019 年 3 月底，公司共承接了秦望广场（富源弄、联群弄）、秦望广场（秦望路）和秦望广场（西堤南路）3 个棚户区改造项目，采取纯货币化安置，项目总投资分别为 34.72 亿元、28.31 亿元和 23.75 亿元，合同购买价款分别为 56.55 亿元、50.14 亿元和 35.91 亿元，截至 2019 年 3 月底，以上棚户区改造项目均已完成，公司已支付拆迁补偿款合计 80.52 亿元。根据《政府购买服务合同》，2018—2021 年，棚户区改造项目的回购金额分别为 13.82 亿元、15.12 亿元、14.32 亿元和 24.23 亿元，2018 年，公司如约收到 13.82 亿元回购款。公司无在建或拟建的棚户区改造项目。

### 基础设施建设项目（除棚户区改造）

在富阳区财政局统筹安排下，公司以自有资金和贷款进行基础设施建设，并将基础设施投资金额计入“在建工程”核算，项目竣工后由区审计局进行核算验收后转入“其他非流动资产”，并按平均法摊销，摊销期限为 30 年。

针对已完工基础设施建设项目，公司与富阳区政府按项目签订《委托代建协议》，约定按照项目总投资额（最终以竣工结算额为准，协议中暂按立项总投资核算）并加成 5% 确定为代建工程款，自协议签订起富阳区政府分 10 年等额向公司支付。

2018 年，公司基础设施建设项目（除棚户区改造）共投资 58.85 亿元，同比增长 87.12%；共完成基础设施建设项目 29 个，由于未完成决算，尚未结转至“其他非流动资产”。2019 年 1—3 月，公司基础设施建设项目共投资 11.75 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司重点在建基础设施建设项目计划总投资金额合计 184.72 亿元，已累计投资 54.32 亿元，未来尚需由公司投资约 90.46 亿元。2019 年 4—12 月、2020 年和 2021 年，公司在基础设施建设业务方面分别计划投入 10.95 亿元、44.00 亿元和 91.00 亿元。

表4 截至2019年3月底公司在建基础设施项目

(单位: 亿元)

项目名称	项目计划总投资金额	累计投资金额
杭州至富阳城际铁路工程	132.98	18.62

钱塘江治理工程（富阳段）	28.88	17.73
公园路向东延伸	5.40	6.16
横凉亭路工程	4.71	4.99
污水四期	3.88	1.23
内环快速路	3.16	1.96
金桥北路电力上改下工程	2.85	1.87
大桥路延伸段	2.86	1.76
<b>合计</b>	<b>184.72</b>	<b>54.32</b>

资料来源：公司提供

注：1.杭州至富阳城际铁路工程由公司负责的投资规模为92.00亿元，剩余部分由杭州之江资产经营有限公司与杭州市地铁集团有限责任公司投资；2.公园路向东延伸等投资金额已超过总计划的项目已完工待决算，目前没有安排继续投入

## （2）土地开发业务

公司土地开发业务模式主要为“贷款做地、以地贷款、供地还贷”，即土地整理项目资金来源为公司利用土地资产进行抵押贷款，公司在对土地进行整理开发后，并经地价评估部门对拟出让地块进行地价评估后，交由富阳区国土资源局进行公开出让，富阳区财政局根据公司所承担基础设施建设项目和土地开发项目进程及资金需求情况决定返还时点及金额，由富阳区财政局拨付富阳区土地储备中心（以下简称“土储中心”），再由其下发公司。自2016年起，公司与土地储备中心签订《土地整理协议》，在相关土地整理并完成出让后，土储中心按照协议约定向公司支付土地开发款项（包含一定比例收益）。

在账务处理上，公司将土地收储成本和开发成本均计入“存货—开发成本”，开发完成后结转到“存货—开发产品”，按照富阳区土地出让计划进行招拍挂土地出让；土储中心完成支付后，公司按照实际收到的开发款项确认收入并计入“营业收入—土地开发”，相应成本转入“营业成本—土地开发”。

2018年，公司土地开发业务投资65.00亿元，整理地块面积682亩，实现土地整理收入20.09亿元，同比增长2.62%，由于所整理地块土地出让金尚未足额缴付，土地开发实现收入增幅较小。2019年1—3月，公司尚未实现土地开发收入。截至2019年3月底，公司存货

中土地面积3085亩，除1040亩用于抵押的土地外均可供出让，可供出让土地账面价值约117.00亿元。

表5 土地开发业务情况（单位：亩、亿元）

项目	2017年	2018年
投资额	11.47	65.00
整理地块面积	425.00	682.00
实现收入	19.49	20.09

资料来源：公司提供

## （3）水务业务

公司自来水业务、污水处理业务实施主体均为公司子公司富阳水务，公司工程结算业务主要为自来水管网安装，实施主体为富阳水务下属子公司富阳水务管道安装有限公司。

### 自来水供应

截至2019年3月底，富阳水务下辖4个净水厂，合计供水能力为日均32.25立方米/日，输配水管网总厂1471公里，供水服务区域包括5个街道和14个乡镇，服务人口约55万人，实现富阳区内全覆盖。

富阳水务向客户收取的终端水价由自来水价格和污水处理费构成，成本主要来自设备及管网折旧、动力电耗和人力成本。从用水结构看，目前居民用水占比约51.94%，非居民用水约47.13%，特种用水约0.93%。

表6 公司自来水生产及销售情况

（单位：万吨、%）

项目	2017年	2018年	2019年1—3月
自来水生产量	7830.66	8795.98	1897.10
自来水销售量	7112.62	7558.33	1562.46
产销差	10.09	16.37	21.41

资料来源：公司提供

2018年，富阳水务自来水产量及自来水销售量分别达8795.98万吨和7558.33万吨，同比分别增长12.33%和6.27%。同时，富阳水务自来水供应产销差逐年扩大，2018年为16.37%，同比扩大6.28个百分点。2018年以来，公司

自来水产销差扩大主要系受城际铁路施工影响，管道移位和受损维修事件发生较多，导致自来水传输过程消耗较大。2018年，富阳水务自来水供应收入为1.27亿元，同比增长9.57%。受水价较低以及折旧成本较高等因素影响，自来水供应业务毛利率持续为负，对此富阳区财政每年给予公司一定的经营性补偿。2018年，公司共获得经营性补偿0.58亿元。

2019年1—3月，富阳水务自来水产量1897.10万吨，售水量1562.46万吨，产销差继续扩大至21.41%。同期，富阳水务自来水供应收入为0.29亿元。

#### 污水处理

公司承担富阳区工业污水处理和生活污水处理任务。截至2019年3月底，富阳水管辖3个污水处理厂，日均污水处理产能合计为18.00万立方米/日，服务区域包括5个街道和14个乡镇，污水处理产能和服务范围较上年同期（11.10万立方米/日、4个街道和5个乡镇）均有所扩大。受服务范围扩大影响，2018年，富阳水务完成污水处理5004.00万吨，同比增长19.66%。

由于污水处理费属于政府非税收入，公司将收到的污水处理费上缴财政，经富阳区污水

处理中心确认后公司确认为营业收入；同时根据税收和财政要求，确认等额营业成本。2018年，公司确认污水处理费4.27亿元，同比增长2.03%。

2019年1—3月，富阳水务完成污水处理量1301.00万吨，确认污水处理费收入0.16亿元。由于富阳区污水处理中心每半年确认收缴的污水处理费，公司一季度确认收入规模较小。

#### 水费调整

目前，富阳区供水分为居民生活用水、非居民生活用水和特种用水。其中，“一户一表”居民生活用水实行阶梯定价，供水价格为1.40~4.20元/吨；非“一户一表”供水价格为1.45元/吨；非居民生活用水2.30元/吨；高尔夫球场、桑拿等特种用水价格为3.20元/吨。根据富阳区发展和改革局《关于调整富阳区居民生活污水处理收费标准的通知》（富发改价费〔2016〕136号），2018年1月1日起，取消半额征收区域污水处理费优惠，富阳区居民生活污水处理费统一按0.95元/吨全额征收。但由于江南片区企业转型升级以及拆迁等原因导致企业用水量减少，2018年，公司污水处理板块业务收入未见大幅提升。

表7 2019年3月底公司供水水价以及污水处理费定价标准（单位：元/吨）

供水分类	污水分类	用水性质（吨/年）	供水价格	污水处理费	到户价格
居民生活用水	居民生活污水	“一户一表”阶梯	用水量≤240	0.95	2.35
			240<用水量≤360		3.05
			用水量>360		5.15
		非“一户一表”	2.40		
非居民生活用水	工业污水	工业用水	2.30	1.80	4.10
	非工业污水	其他经营性用水、非经营性用水		1.60	3.90
特种用水		高尔夫球场、桑拿、水疗等	3.20	1.80	5.00

资料来源：公司提供

#### 工程结算

富阳水务公司下属子公司富阳水务管道安装有限公司负责富阳区自来水管网安装工程，业务分三部分：一是房地产项目接表工程；二是公司内部的供水管网工程；三是城建配套的市政项目。2018年，公司管道安装业务实现

收入0.53亿元，同比下降40.99%，主要由于项目结算审计耗时较长，部分已完工项目未达收入确认条件。

跟踪期内，公司水务业务发展较为稳定，自来水生产和污水处理能力有所提升，但由于水务业务属于公益性业务，盈利能力较弱。

#### (4) 保障房销售

公司开发销售的保障性住房包括经济适用房和安置房。目前，公司开发建设经济适用房已基本销售完毕。2016年之后公司不再进行经济适用房建设开发，保障性住房销售收入均来自安置房销售收入。公司受富阳区政府委托进行安置房建设，通过招拍挂取得保障房建

设用地，项目建成后由富阳区土储中心向公司支付购买价款，定价原则以保本微利为主。

2018年，公司保障房销售收入0.12亿元，同比大幅减少3.42亿，主要系已完工的富春街道三联村安置小区、梓树花苑安置小区、银湖区块保障房等项目未完成结算。2019年1—3月，公司保障房销售收入0.04亿元。

表8 截至2019年3月底公司重点在建安置房项目情况(单位:万元、平方米、元/平方米)

项 目	计划总投资	累计已投资金额	可销售面积	预计销售价格	预计销售收入
高桥镇农居安置小区	25322.00	26360.00	73000	3000.00	21900.00
观前村安置小区及教师限价房建设工程	19304.00	9943.00	27570	--	--
合计	44626.00	36303.00	100570	--	--

资料来源:公司提供

注:预计销售收入仅指住宅部分,不含地下车库和商铺

目前,公司在建的安置房项目包括观前村安置小区及教师限价房建设工程、高桥镇农居安置小区,上述2个项目计划总投资金额4.46亿元,总建筑面积13.91万平方米,预计可实现销售收入约5.00亿元。截至2019年3月底,已完成投资3.63亿元。项目建设完成后,直接对安置户销售。其中,高桥镇农居安置小区预计于2020年逐步进入分房销售阶段,预计可实现销售收入2.19亿元。

上述项目总投资合计80.59亿元,计划于2019年内开工建设。

表9 截至2019年3月底公司拟建项目情况

(单位:亿元)

项 目	总投资额
杭州至富阳城际铁路附属配套工程(富阳段)	40.35
北支江水上运动中心项目	20.00
汽车北站项目	15.34
龙门皮划艇激流回旋项目	4.90
合计	80.59

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司基础设施建设和土地开发业务投入大幅增长;污水处理产能和服务范围有所扩大,生活污水处理费的价格提升有望带动污水处理费收入增长;保障房业务受多个项目已完工未决算影响,收入大幅减少。

总体看,随着富阳区建设发展的进一步推进,公司未来投资规模大,对外融资需求大。

### 3. 未来发展

公司是富阳区主要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体,未来随着富阳区的进一步发展,融入杭州主城区的相关政策进一步落地,对富阳区基础设施建设提出了更高要求,公司各项业务有望继续增长。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

从拟建项目看,公司未来将承担的投资建设重大项目包括杭州至富阳城际铁路附属配套工程(富阳段)、北支江水上运动中心项目等。

公司提供了2016—2018年三年连审合并财务报表,华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)对该报表进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

2018年,公司合并范围新增7家子公司,均为同一控制下无偿划入。同期,公司无偿划出2家子公司,分别为杭州富阳交通建设投资有限公司(以下简称“富阳交投”)及其子

公司富阳富信公路建设开发公司（以下简称“富信公路”），截至划转日，以上两家公司净资产规模共计 6.82 亿元。2019 年 1—3 月，公司合并范围无变化。整体看，新增 7 家子公司和划出的 2 家子公司净资产规模均较小，对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年 3 月，公司纳入合并范围的一级子公司共 17 家。

截至 2018 年底，公司资产总额为 673.74 亿元，所有者权益 285.13 亿元（含少数股东权益 5.56 亿元）。2018 年，公司实现营业收入

27.65 亿元，利润总额 5.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 710.42 亿元，所有者权益 285.86 亿元（含少数股东权益 6.02 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.32 亿元，利润总额 0.06 亿元。

## 2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 673.74 亿元，同比增长 40.09%，主要为其他应收款、存货和在建工程增加。2018 年底，公司流动资产占比为 68.96%，同比有所上升，非流动资产占比为 31.04%，公司资产以流动资产为主。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>314.13</b>	<b>65.32</b>	<b>464.60</b>	<b>68.96</b>	<b>484.14</b>	<b>68.15</b>
货币资金	30.71	6.39	38.76	5.75	43.33	6.10
预付款项	39.24	8.16	4.67	0.69	6.48	0.91
其他应收款	84.12	17.49	144.81	21.49	157.88	22.22
存货	152.01	31.61	268.70	39.88	272.09	38.30
<b>非流动资产</b>	<b>166.79</b>	<b>34.68</b>	<b>209.13</b>	<b>31.04</b>	<b>226.29</b>	<b>31.85</b>
在建工程	130.47	27.13	182.31	27.06	199.27	28.05
其他非流动资产	25.02	5.20	14.26	2.12	14.26	2.01
<b>资产总额</b>	<b>480.92</b>	<b>100.00</b>	<b>673.74</b>	<b>100.00</b>	<b>710.42</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

### 流动资产

2018 年底，公司流动资产 464.60 亿元，同比增长 47.90%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增长，以上三者占比分别为 8.34%、31.17%和 57.83%，为公司流动资产的主要构成。

2018 年底，公司货币资金 38.76 亿元，同比增长 26.21%，主要来源为银行借款等融资。其中受限货币资金 6.72 亿元，主要为用于借款质押的定期存单、保证金和单位住房公积金等。

由于富阳区采取“大财政”管理办法，将资金归集至富阳区财政局下设杭州富阳投资发展有限公司（以下简称“富投发公司”）后，再进行统一调配。2018 年底，公司其他应收款 144.81 亿元，同比增长 72.14%，主要系与富投发公司往来款大幅增长。其他应收款组合中，采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款

1.81 亿元，坏账准备计提余额为 0.09 亿元，计提比例为 5%；采用其他方法计提坏账准备的其他应收款 143.09 亿元，主要为公司与富投发公司等国企或政府部门的往来款，发生坏账的可能性较小，不计提坏账准备。公司前五名其他应收款单位合计 141.14 亿元，占其他应收款总额 97.36%。公司其他应收款集中度高，资金回收风险较小，但资金占用明显。

表 11 2018 年底前五名其他应收款单位明细

（单位：亿元）

单位名称	期末金额	账龄	款项性质
杭州富阳投资发展有限公司	127.72	1 年以内, 1 至 2 年	往来款
杭州富阳江南新城建设投资集团有限公司	6.74	1 年以内	往来款
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	5.26	3 年以上	往来款

杭州市地铁集团有限责任公司	0.82	1年以内	往来款
富阳市清园城市综合污水处理有限公司	0.60	3年以上	往来款
<b>合计</b>	<b>141.14</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司预付款项4.67亿元，同比大幅减少34.57亿元，主要因相应地块已经办理产权证件，公司将预付富阳区土地储备中心土地款转计入“存货”。

2018年底，公司存货268.70亿元，同比增长76.77%；存货主要由开发产品（占68.03%）和开发成本（占31.47%）构成，两者同比均有所增长。其中开发产品（账面价值182.79亿元）主要是公司开发的保障性住房以及储备土地，规模增长主要系政府土地资产注入、预购土地结转及开发成本结转。公司存货中用于抵押的土地账面价值为12.66亿元，未计提减值准备。

2018年底，公司其他流动资产为6.88亿元，同比下降1.38%，主要系公司理财产品到期赎回所致，其构成主要为短期理财产品4.20亿元及增值税调整2.67亿元，其中4.00亿元理财产品用于应付票据或短期借款质押。

#### 非流动资产

2018年底，公司非流动资产209.13亿元，同比增长25.39%，主要由于在建工程大幅增长；公司非流动资产的主要构成为在建工程（占87.17%）和其他非流动资产（占6.82%）。

2018年底，公司可供出售的金融资产2.48亿元，主要为公司持有的浙江中医药大学滨江学院、杭州科技职业技术学院、杭州富阳秦旺建设发展有限公司等按照成本计量的股份。其中公司对浙江中医药大学滨江学院持股比例为36.11%，虽然公司持股比例超过20.00%，但对其不具有重大影响，故按成本计量。2018年，公司所持可供出售金融资产未获得投资收益。

表12 2018年底公司可供出售金融资产明细

(单位：万元、%)

被投资单位	账面余额	持股比例
浙江中医药大学滨江学院	15000.00	36.11
杭州科技职业技术学院	4000.00	10.00

杭州富阳秦旺建设发展有限公司	1500.00	10.00
杭州富阳城发建设发展有限公司	1000.00	10.00
中电建北亚（杭州）投资有限公司	1500.00	10.00
杭州水务银湖制水有限公司	1764.00	10.00
<b>合计</b>	<b>24764.00</b>	<b>--</b>

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司长期应收款3.34亿元，同比增长52.54%，为融资租赁款保证金3.39亿元（对应的融资租赁款计于“长期借款”科目），公司计提减值准备483.00万元。

2018年底，公司固定资产5.14亿元，由房屋及建筑物、机器设备、运输设备、专用设备和办公设备及其他构成。公司累计计提折旧5.55亿元。

2018年底，公司在建工程182.31亿元，同比增长39.73%。公司在建工程主要为在建或已建成尚未移交的市政基础设施建设项目，2018年新增项目数量及项目投资增加较多，如北支江综合整治工程、杭州至富阳城际铁路工程等项目。

2018年底，公司其他非流动资产为14.26亿元，同比下降42.99%。公司其他非流动资产全部为已完工并移交的从在建工程转入的市政基础设施建设项目，由于2018年底富阳交投被划转出公司合并报表范围，富阳交投公司持有的鹿山大桥、19省道3期（上官至常绿）、胥高线二期公路等24个项目从其他非流动资产转出。

2019年3月底，公司资产总额710.42亿元，较2018年底增长5.45%，主要来自在建工程和其他应收款的增加。其中流动资产占68.15%，非流动资产占31.85%。公司在建工程为199.27亿元，较2018年底增长9.30%。

2019年3月底，公司受限资产总额13.03亿元，其中用于借款质押的定期存单0.80亿元，存货中用于抵押的土地12.23亿元，资产受限比例为4.56%。

总体看，跟踪期内，受政府划入土地资产和对在建工程持续投入影响，公司资产规模大幅增长，其中往来款及存货规模占比高，对公司资金形成较大的占用，资产流动性一般；其

他非流动资产中已完工的市政基础设施建设项目规模较大，公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2018 年底，公司所有者权益为 285.13 亿元（含少数股东权益 5.56 亿元），同比增长 23.10%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。构成方面，实收资本占 3.58%，资本公积占 81.53%，未分配利润占 13.42%。

2018 年底，公司资本公积为 227.95 亿元，同比增长 25.91%，增加部分主要系根据杭州市富阳区财政局文件，将财政拨款（2.44 亿元）和注入土地资产（48.84 亿元）计入资本公积；根据富阳区人民政府文件，将重要的非全资子公司按照持股比例计算，公司资本公积增加 2.45 亿元。此外，由于将富阳交投及其子公司富信公路无偿划出，公司减少资本公积 6.82 亿元；划转入的 7 家公司资本公积共计 1.73 亿元，因属于同一控制下合并而对前期财务数据追溯调整，未在合计数中体现。

2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 285.86 亿元（含少数股东权益 6.02 亿元），较 2018 年底略有增长，主要来自资本公积增加。

跟踪期内，受益于政府注入土地资产和资本金，公司所有者权益明显增长。公司所有者权益中资本公积和实收资本占比高，权益稳定性较强；资本公积的主要构成为土地资产及资本金，公司权益质量较好。

#### 负债

2018 年底，公司负债总额为 388.60 亿元，同比增长 55.88%，主要系非流动负债增幅较大。公司负债中流动负债占 25.64%，占比同比有所下降；非流动负债占 74.36%。公司债务结构以非流动负债为主。

流动负债方面，2018 年底，公司流动负债合计 99.64 亿元，同比增长 38.12%。主要构成为短期借款（占 25.14%）、应付账款（占 7.15%）、

其他应付款（37.32%）和一年内到期的非流动负债（占 27.82%）。

2018 年底，公司短期借款 25.05 亿元，同比增长 1.80%，其中保证借款 11.87 亿元。

2018 年底，公司应付账款 7.12 亿元，同比下降 23.12%。应付账款主要由工程款和拆迁款构成。

2018 年底，公司预收款项 2.45 亿元，同比下降 49.99%，主要为预收富阳区财政局的土地款结转所致。除预收富阳区土地储备中心土地款（占 22.14%）以外，其余预收款项分布均较为分散。

2018 年底，公司其他应付款 37.18 亿元，同比增长 144.57%。公司其他应付款对象分布较为分散，主要为公司与富阳区财政局、富阳区人民政府东街道办事处等政府部门或国有企业的往来款，2018 年增长部分主要为公司购买其他地区土地出让指标。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.72 亿元，同比增长 54.87%，其中一年内到期的长期借款 26.85 亿元、一年内到期的长期应付款 0.87 亿元。

非流动负债方面，2018 年底，公司非流动负债 288.97 亿元，同比增长 63.11%，构成为长期借款（占 75.73%）、应付债券（14.02%）和长期应付款（10.26%）。

2018 年底，公司长期借款 218.83 亿元，同比增长 76.41%，构成以保证借款、质押借款为主，其中信用借款 17.67 亿元。

2018 年底，公司应付债券 40.50 亿元，同比增长 52.93%，存续债券为 20.00 亿元“17 富阳债”和 2018 年发行的 3.00 亿美元境外债（折合人民币 20.54 亿元），票面利率分别为 6.10% 和 6.80%。

2018 年底，公司长期应付款 20.14 亿元，同比增加 2.61 亿元，主要系收到政府债务置换款项 3.50 亿元。公司长期应付款的构成主要为国开证券有限责任公司对公司子公司杭州富阳住房建设投资有限公司投资 15.50 亿元，根据

双方签订的协议，此投资款项需由公司于 2021 年至 2027 年分七期回购，其余为 0.65 亿元子公司富阳水务资产证券化（5 年期、利率 6.60%）、0.48 亿元国发基金（15 年期、利率 1.38%）和少量房屋维修基金构成，上述有息负债（16.63 亿元）均已调整至长期债务。

2018 年底，公司专项应付款 9.50 亿元，同比增长 4.35%。主要构成为富春江治理工程、三联村拆迁安置房项目、迎宾路高桥镇农居安置小区等项目的专项拨款。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务为 312.09 亿元，长期债务占比为 83.09%，短期债务占比 16.91%。债务指标方面，2018 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 47.63%、52.26% 和 57.68%，同比分别增加 8.24、6.02 和 5.84 个百分点。

表 13 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	48.64	52.76	59.18
长期债务	150.53	259.33	276.46
全部债务	199.17	312.09	335.64
长期债务资本化比率	39.39	47.63	49.16
全部债务资本化比率	46.23	52.26	54.00
资产负债率	51.84	57.68	59.76

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报告整理

2019 年 3 月底，公司负债总额 424.56 亿元，较 2018 年底增长 9.25%，其中非流动负债占比下降至 72.13%。2019 年 3 月底，公司新增应付票据 3.00 亿元；公司长期借款 235.96 亿元，较 2018 年底增长 7.83%。

2019 年 3 月底，公司全部债务 335.64 亿元，其中长期债务占比略下降至 82.37%。公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率及资产负债率分别为 54.00%、49.16% 及 59.76%，较 2018 年底分别上升 1.74、1.53 和 2.08 个百分点，公司债务负担有所加重。

从公司有息债务到期分布情况来看，2019 年 4 月至 2023 年，公司需偿还有息债务本金共计 226.94 亿元，其中 2021 年需偿还 92.06 亿元，

为偿债高峰，公司面临一定的集中偿付压力。

总体看，跟踪期内，随着项目投入的增加，公司负债总额大幅增长，公司债务以长期债务为主，债务负担有所加重；公司在建、拟建项目尚需投资规模大，公司债务水平或将进一步上升。

#### 4. 盈利能力

公司营业收入主要来自土地开发、自来水和污水处理、工程结算以及保障房销售业务。2018 年，公司实现营业收入 27.65 亿元，同比下降 12.30%，主要受安置房项目尚未结算影响；营业成本同比下降 8.17%，降幅低于营业收入，公司营业利润率为 25.32%，同比下降 3.26 个百分点。

2018 年，公司期间费用 2.34 亿元，同比增长 2.40%，主要构成为管理费用和财务费用，管理费用同比有所减少，财务费用同比有所增长。自 2017 年起，公司将收到的财政贴息冲减利息费用。2018 年，公司收到富阳区财政拨款的贴息资金 15.59 亿元，冲减后的公司利息费用为 0.43 亿元。2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 8.52%，同比略有增长。总体看，公司期间费用受政府贴息影响大，公司对期间费用的控制力有待加强。

2018 年，公司营业外收入和支出规模均较小，对公司利润总额影响较小。2018 年，公司利润总额为 5.34 亿元，同比下降 30.20%。公司利润总额对政府补助依赖程度较高。

盈利能力指标方面，2018 年，总资本收益率和净资产收益率分别为 3.60% 和 1.85%，同比均分别下降 0.30 和 1.34 个百分点。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
营业收入	31.53	27.65
利润总额	7.65	5.34
营业利润率	28.58	25.32
总资本收益率	3.90	3.60
净资产收益率	3.19	1.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2019年1—3月，公司实现营业收入1.32亿元，当期公司整理土地未实现出让，未获取返还收入，公司营业利润率为0.55%，利润总额为0.06亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，公司利润总额对政府补助依赖程度较高，公司盈利能力较弱。

## 5. 现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入75.82亿元，同比增长43.59%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金构成。其中收到其他与经营活动有关的现金为34.97亿元，主要构成为政府补助和往来款。2018年，公司经营活动现金流出为128.62亿元，同比增长6.25%，其中购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为68.22亿元和59.26亿元，后者主要为公司与富投发公司的往来款流出。2018年，公司经营活动现金流量净额为-52.80亿元，净流出规模仍较大。

从现金收入比来看，2018年，公司现金收入比为147.61%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，除赎回及购买理财产品外，2018年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付46.57亿元，同比大幅增加27.95亿元，主要为对公司在建工程的投入。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-44.53亿元，净流出额同比有所扩大。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入196.83亿元，主要为金融机构借款，其中2018年收到其他与筹资活动有关的现金为10.65亿元，主要系政府资本金注入和定期存单解押。2018年，公司筹资活动现金流出92.19亿元，主要为偿还债务所支付的现金。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为104.64亿元。

表15 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年1
----	-------	-------	--------

			—3月
经营活动现金流入量	52.80	75.82	22.26
经营活动现金流出量	121.05	128.62	20.48
经营活动现金流净额	-68.25	-52.80	1.78
投资活动现金流净额	-23.12	-44.53	-18.37
筹资活动现金流净额	103.20	104.64	21.17
现金收入比	99.65	147.61	2776.29

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报告整理

2019年1—3月，公司经营活动现金流以销售商品、接受劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主，公司经营活动产生的现金流量净额为1.78亿元。2019年1—3月，公司投资活动现金流入主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金18.17亿元，投资活动现金净流量为-18.37亿元。同期，公司筹资活动以取得借款为主，筹资活动现金流入量为26.12亿元，筹资活动现金流量净额为21.17亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流主要来自水费收入、财政补助等，往来款流出及在建项目投入规模较大，公司经营和投资活动表现为大幅净流出。未来，富阳区基础设施建设和土地开发项目资金需求仍很大，公司对外融资压力大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底，公司流动比率为466.30%，同比提升30.85个百分点；速动比率为196.61%，同比下降28.12个百分点。2019年3月底，公司流动比率和速动比率下降至409.20%和179.22%；公司现金类资产43.33亿元，对短期债务56.18亿元的覆盖倍数为0.77倍。公司整体短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为22.11亿元，同比增长17.48%；EBITDA利息倍数为1.36倍，同比有所下降；公司全部债务/EBITDA为14.12倍，同比有所增长。

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额为439.98亿元人民币和3.00亿美元，已使用

授信额度为 247.84 亿元人民币和 3.00 亿美元，未使用额度 38.10 亿元人民币，公司间接融资渠道尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 125.62 亿元，担保比率 44.06%，公司主要是对富阳区域内国企或平台公司进行担保。担保对象中杭州兴旺实业有限公司为民营企业，目前其经营状态良好，反担保抵押物充足。总体看，公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2018 年底公司对外担保情况  
(单位: 万元)

被担保方	担保余额
浙江富春山居集团有限公司	379500.00
杭州富阳江南新城建设投资集团有限公司	376100.00
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	108000.00
杭州富阳工贸资产经营投资集团有限公司	79950.00
杭州富阳场口新区建设有限公司	42000.00
杭州富阳强民新农村建设有限公司	40000.00
杭州富阳江南新城水务有限公司	35000.00
杭州富阳新登小城市建设有限公司	35000.00
杭州富阳银湖新区建设有限公司	31400.00
杭州富阳通达公路工程有限公司	30000.00
杭州富阳富春江房地产开发有限公司	22000.00
浙江东南汽运股份有限公司	20000.00
杭州富阳医疗投资有限公司	20000.00
杭州富阳通达公路养护有限公司	10000.00
杭州富阳交拓投资有限公司	10000.00
杭州富阳清风实业发展有限公司	7000.00
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	5000.00
杭州兴旺实业有限公司	4700.00
杭州富阳江南新城物业管理有限公司	500.00
<b>合计</b>	<b>1256150.00</b>

资料来源：公司审计报告

### 7. 母公司财务分析

2018 年底，母公司资产总额 544.16 亿元，同比增长 32.35%，主要系流动资产大幅增加。其中流动资产占 59.29%，资产结构以流动资产为主。

2018 年底，母公司所有者权益 219.12 亿元，

同比增长 36.56%，主要系资本公积增加所致。母公司权益主要构成为资本公积（占 76.32%）和未分配利润（占 17.11%）。

2018 年底，母公司负债总额 325.04 亿元，同比增长 29.66%，流动负债和非流动负债均有所增加。其中流动负债占 66.26%，公司负债结构以流动负债为主。母公司资产负债率为 59.73%。

2018 年，母公司营业收入 20.49 亿元，同比降低 10.77%；营业成本 13.53 亿元，同比降低 9.18%；营业利润 6.29 亿元，同比降低 11.83%。

2019 年 3 月，母公司资产总额、所有者权益和负债总额分别为 585.19 亿元、219.52 亿元和 365.68 亿元，较 2018 年底分别增长 7.54%、0.18% 和 12.50%。2019 年 3 月底，母公司资产负债率为 62.49%，较 2018 年底提升 2.76 个百分点。2019 年 1—3 月，母公司营业收入、营业成本和营业利润分别为 611.02 万元、12.97 万元和 1757.77 万元，营业利润来源主要为收到财政贴息款 3.00 亿元。

### 十、存续期债券偿债能力分析

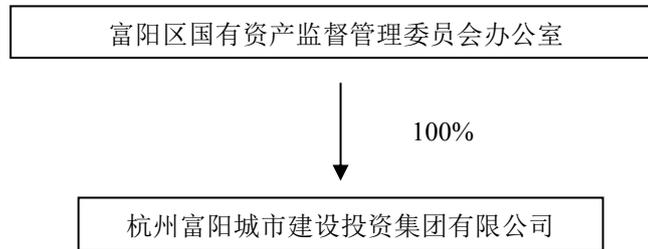
截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“19 富阳城投 MTN001”和“19 富阳城投 MTN003”，债券余额合计 20.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA（22.11 亿元）和经营活动现金流入量（75.82 亿元）分别为债券余额合计数的 1.11 倍和 3.79 倍，经营活动净现金流为负，对债券余额不具有保障。2018 年底，公司现金类资产（38.76 亿元）为债券余额的 1.94 倍。经营活动现金流入量对公司债券余额的保障程度较好。

公司是杭州市富阳区主要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体。考虑到公司较为充足的土地资源以及政府的大力支持，公司整体偿债能力较好。

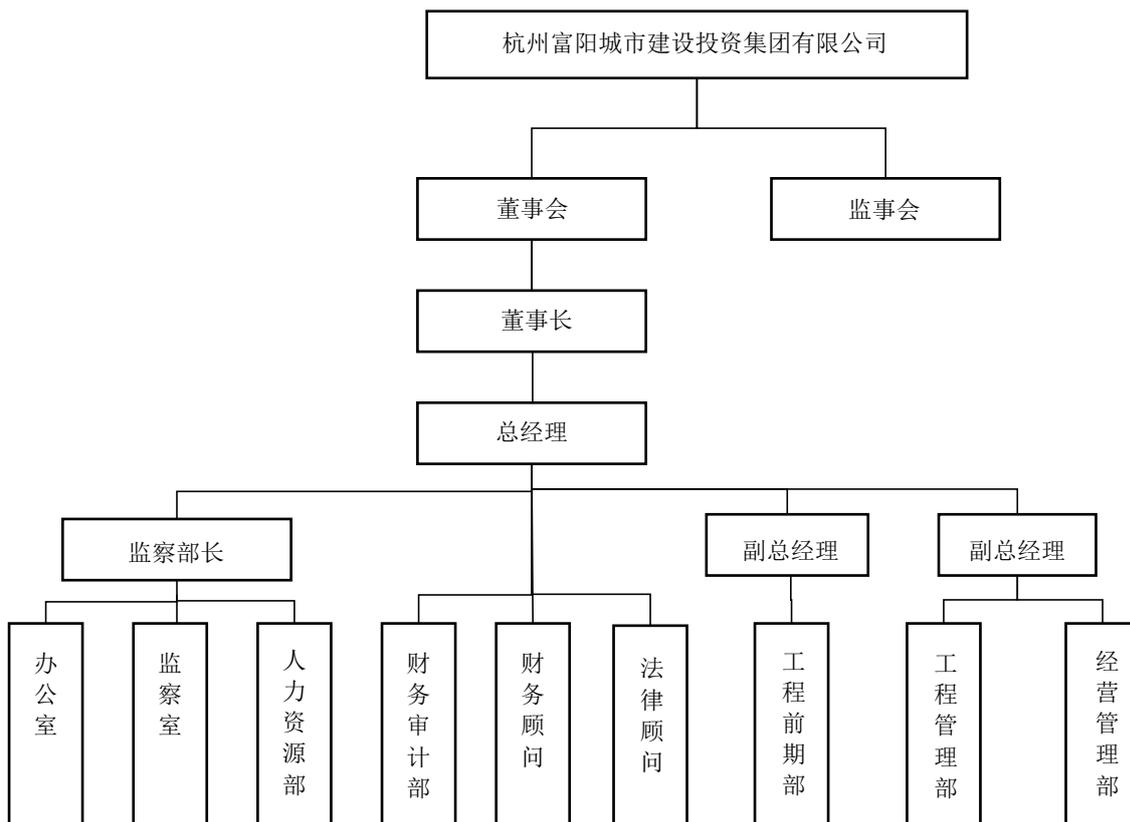
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“19富阳城投MTN001”和“19富阳城投MTN003”的信用等级均为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围子公司

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		经营范围
			直接	间接	
1	杭州富阳水利建设投资有限公司	80000.00	100.00	--	富阳区重点水利工程的投资建设
2	杭州富阳水务有限公司	25000.00	100.00	--	供排水基础设施的投资、建设、经营，实业投资，供排水设施安装，水暖器材的销售。
3	杭州富阳住房建设投资有限公司	50000.00	100.00	--	住房建设开发和经营管理
4	杭州富阳地产经营有限公司	10000.00	100.00	--	土地地面平整服务、房地产开发经营
5	杭州富阳城建集团城市地上公共空间管理有限公司	500.00	100.00	--	停车服务；“咪表”车位泊车服务；“咪表”收费系统软件开发；广告设计、制作、代理、发布
6	杭州富阳城建集团城市基础设施建设有限公司	20000.00	80.00	--	城市基础设施建设、投资；公共设施建设；实业投资；工程项目代建；自有资产管理
7	杭州富阳城建集团鹿山新区建设有限公司	5000.00	100.00	--	城市基础设施建设；公共设施建设；工程项目代建；实业投资；自有资产管理
8	杭州杭富轨道交通有限公司	30000.00	69.26	--	轨道交通建设、运营、管理；货物及技术进出口；建筑工程机械设备租赁；房屋租赁服务；广告设计、制作、代理、发布
9	杭州富阳电力发展总公司	280.00	100.00	--	电力供应
10	杭州富阳城投集团（香港）有限公司	50.00 万美元	100.00	--	项目投资
11	杭州富阳市政养护工程有限公司	800.00	100.00	--	市政公用工程、园林绿化工程、水利工程施工；土石方工程施工；桥梁、隧道、泵站、涵洞及水利设施养护管理；管道疏通；普通机械设备租赁；城市害虫预防和灭治。
12	杭州富阳城市照明工程有限公司	800.00	100.00	--	室内外高低压电器安装，通用电器安装、修理；城市照明设施安装及维护管理；城市照明设备销售
13	杭州富阳鹿山工业园区服务有限公司	100.00	100.00	--	工业用水供应；垃圾清运、物业管理服务；鹿山街道工业园区基础设施配套建设开发
14	杭州富阳土地经营发展有限公司	10000.00	100.00	--	区域内农村土地综合整治的规划、开发整理、复垦和管理
15	杭州富阳建筑工程质量检测有限公司	500.00	100.00	--	工程质量检测
16	杭州富阳鹿山工业园区建设有限公司	1000.00	100.00	--	鹿山工业基地基础设施配套建设投资

17	杭州富阳金桥城建投资有限公司	5005.00	100.00	--	金桥工业园区基础设施配套建设投资；本公司房屋租赁
18	杭州富阳住兴建设投资有限公司	510.00	--	100.00	实业投资
19	杭州富阳水务管道安装有限公司	600.00	--	100.00	供排水设施安装，水暖器材销售
20	杭州富港建设管理有限公司	15000.00 万美元	--	66.67	建筑工程、水利工程、土石方工程、地基基础工程、公路工程、园林绿化工程、市政公用工程、园林古建筑工程、钢结构工程、建筑装修装饰工程、室内水电安装工程、建筑智能化工程、通信工程、交通设施工程施工；资产管理，投资管理

资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	24.71	30.71	38.76	43.33
资产总额(亿元)	360.10	480.92	673.74	710.42
所有者权益(亿元)	184.33	231.63	285.13	285.86
短期债务(亿元)	31.66	48.64	52.76	59.18
长期债务(亿元)	108.74	150.53	259.33	276.46
全部债务(亿元)	140.40	199.17	312.09	335.64
营业收入(亿元)	25.45	31.53	27.65	1.32
利润总额(亿元)	4.29	7.65	5.34	0.06
EBITDA(亿元)	12.91	18.82	22.11	--
经营性净现金流(亿元)	-25.30	-68.25	-52.80	1.78
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	187.52	47.75	29.70	--
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.05	--
现金收入比(%)	104.26	99.65	147.61	2776.29
营业利润率(%)	21.01	28.58	25.32	0.55
总资本收益率(%)	3.77	3.90	3.57	--
净资产收益率(%)	2.27	3.19	1.85	--
长期债务资本化比率(%)	37.10	39.39	47.63	49.16
全部债务资本化比率(%)	43.24	46.23	52.26	54.00
资产负债率(%)	48.81	51.84	57.68	59.76
流动比率(%)	370.55	435.45	466.30	409.20
速动比率(%)	163.45	224.74	196.61	179.22
经营现金流动负债比(%)	-44.35	-94.61	-52.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.88	10.58	14.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.81	1.36	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分已调整入全部债务；3. EBITDA 利息倍数中已剔除财政贴息资金的影响因素

### 附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变