

信用等级公告

联合〔2019〕2405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拟发行的2019年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定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⁺,杭州富阳城市建设投资集团有限公司2019年度第四期中期票据的信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十日



杭州富阳城市建设投资集团有限公司

2019 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5 亿元
本期中期票据期限: 5 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
募集资金用途: 偿还公司有息债务

评级时间: 2019 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.02	30.15	38.76	43.33
资产总额(亿元)	354.00	474.10	673.74	710.42
所有者权益(亿元)	183.06	217.89	285.13	285.86
短期债务(亿元)	31.65	48.63	52.76	59.18
长期债务(亿元)	109.59	176.74	259.33	276.46
全部债务(亿元)	141.24	225.37	312.09	335.64
营业收入(亿元)	24.55	29.65	27.65	1.32
利润总额(亿元)	4.14	6.93	5.34	0.06
EBITDA(亿元)	12.70	17.93	22.11	--
经营性净现金流(亿元)	-22.95	-68.28	-52.80	1.78
营业利润率(%)	20.90	27.75	25.32	0.55
净资产收益率(%)	2.24	3.14	1.85	--
资产负债率(%)	48.29	54.04	57.68	59.76
全部债务资本化比率(%)	43.55	50.84	52.26	54.00
流动比率(%)	379.34	437.51	466.30	409.20
经营现金流动负债比(%)	-42.28	-97.05	-52.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.12	12.57	14.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.75	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。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对其的评级反映了公司在区域经济发展环境和政府支持等方面的显著优势。同时联合资信也关注到, 公司整体盈利能力较弱、债务规模快速上升、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。

2015 年富阳区“撤市设区”后, 杭州市城市发展溢出效应明显, 富阳区在产业升级、土地出让价格等方面均有大幅改善。富阳区城市基础设施建设升级完善和经济水平的不断提升对公司未来经营发展提供了有力保障, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来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。
2. 公司是杭州市富阳区重要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体, 近年来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

1. 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。

2. 近年来，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重；经营现金流净额大额为负，随着在建项目的投资及债务到期偿付，公司对外融资压力大。
3. 公司整体盈利能力较弱，利润总额对政府补助依赖程度较高。
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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“富阳城投”）前身为“富阳市城市建设投资有限公司”，成立于 2000 年 10 月 10 日，初始注册资本 1000 万元，根据富阳市人民政府富政发〔2000〕94 号文，由富阳市人民政府批准设立，杭州市富阳区国有资产监督管理委员会办公室（前身为富阳市国有资产监督管理委员会办公室，以下简称“富阳区国资委”）对公司履行出资人职责。

2001 年 10 月 22 日，富阳市人民政府以货币资金向公司增资 2000 万元；2002 年 4 月 24 日增资 3000 万元；2002 年 12 月 19 日，富阳市人民政府以实物资产和土地向公司增资 44496 万元（其中实物资产价值 32277 万元，土地价值 12219 万元），公司注册资本增至 50496 万元。该增资事项由杭州富春会计师事务所出具的杭富会验〔2002〕第 674 号验资报告验证。

2005 年 4 月 28 日，根据富阳市人民政府《关于富阳市城市建设投资有限公司等六家单位建立产权纽带关系的通知》（富政发〔2004〕74 号），富阳市人民政府将富阳市交通、水利、自来水、污水处理及燃气等资产纳入公司，公司重组后注册资本变更为 76498.06 万元。该增资事项由杭州富春会计师事务所出具的杭富会验〔2005〕第 116 号验资报告验证。

2009 年 12 月 30 日，根据富阳市人民政府《关于成立富阳市城市建设投资集团有限公司的通知》（富政函〔2009〕153 号），公司名称变更为“富阳市城市建设投资集团有限公司”，同时以资本公积转增资本 23501.94 万元，增资后注册资本为 100000.00 万元。该增资事项由杭州富春会计师事务所出具的杭富会验〔2009〕

第 443 号验资报告验证。

2014 年 12 月，经国务院批复，富阳撤市设区，并于 2015 年 2 月 15 日完成各机构挂牌，公司名称变更为现名。

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本 10.00 亿元，富阳区国资委为公司唯一股东，持股比例为 100%。

公司经营范围：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。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设财务审计部、工程前期部、工程管理部等 7 个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司共 17 家，二级子公司 3 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册了额度为 32.00 亿元的中期票据，并于 2019 年 5 月成功发行 2019 年度第一、三期中期票据，发行规模均为 10.00 亿元。公司本期计划在注册额度内发行 2019 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 5.00 亿元，期限 5 年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金全部用于偿还公司有息债务。

三、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(PPIRM)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 and 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继续放缓，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。

四、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快速健康发展、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國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 1 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、政策性银行结合自身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各种形式的担保、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

富阳区经济概况

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直接受杭州市富阳区经济增长、财政收支状况的影响，并与富阳区发展规划密切相关。

2014年12月，国务院批复同意浙江省调整杭州市部分行政区划，撤销县级富阳市，设立杭州市富阳区，以原富阳市的行政区域为富阳区的行政区域。2015年2月15日，杭州市在富阳区举行撤市设区授牌仪式，富阳市正式变为富阳区，即杭州的第九区。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，现辖5个街道、13个镇、6个乡。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，富阳区是国务院首批批准的沿海对外开放县（市）之一。市内水陆交通发达，水路经富春江、钱塘江、杭州湾可抵杭州、上海、宁波、无锡；公路方面320国道贯穿全境，沿江一级公路与沪杭、杭甬、杭宁高速公路相连；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；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。

近年来，富阳经济快速发展，逐渐形成了造纸、通信器材、医药化工、机械电子、新型建材、轻纺、体育用品等特色产业和“国家（富阳）光纤光缆产业园”“中国白板纸基地”“中国球拍之乡”“中国赛艇之乡”四大产业品牌。

根据《2016—2018年富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年富阳分别实现生产总值697.4亿元、776.4亿元和764.6亿元，年均复合增长4.71%。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2016年的6.3 : 46.3 : 47.4调整为5.9 : 43.5 : 50.6，产业结构持续优化。按户籍人口计算的人均生产总值112388元。

固定资产投资方面，2016—2018年富阳区固定资产投资分别完成404.4元、340.6亿元和258.6亿元，年均复合下降20.03%。2018年富阳区完成工业投资36.6亿元，同比下降71.4%；基础设施投资64.9亿元，同比下降26.9%。

根据富阳区“十三五”规划，富阳市政府提出，在“十三五”期间实现全区生产总值、人均生产总值、城镇和农村居民收入收入比2010年“翻一番”目标，高水平全面建成小康社会。富阳区政府将积极推进彩虹快速路西延、春永线等重大对杭通道，全面融入杭州主城区“半小时交通圈”；同时着力培育信息技术、高端装备、生物医药、特色金融、电商物流五大新兴产业，加快造纸业等传统产业的转型升级；建设“硅谷小镇”“电商物流小镇”“黄公望金融小镇”等特色小镇；在水务方面，要做好污水、洪水、涝水、供水和节水治理，即“五水共治”，全面改善富阳水环境质量。

总体来看，富阳区经济保持持续较快增长，随着富阳撤市设区，“融杭”政策带来发展红利，公司迎来较好的外部发展机遇。

富阳区财政实力

从财政管理看，2009年富阳市政府建立并推行“大财政”体系，从财政收入、预算编制、预算执行等三个方面对传统财政体系进行系统性改造，以实现政府对分散在各个部门的政府资金、资产、资源的集中管理和统一调度。

2015年富阳市“撤市设区”，杭州市政府下达《杭州市人民政府关于富阳区实行分税制财政管理体制的通知》（杭政函〔2015〕号），以分税制财政管理体制为基础，确定富阳区的财政管理体制，并要求杭州市财政给予富阳区必要的政策扶持。自2015年起，富阳区地方分税制财政收入的分成比例为省20%、市20%、富阳区60%；教育费附加、地方教育附加收入

的分成比例暂为省 10%、富阳区 90%；地方水利建设基金收入的分成比例暂为省 15%、富阳区 85%；富阳区根据国家和省的要求计提国有土地使用权出让收入各项专项资金。同时，杭州市财政给予财政扶持政策：2015—2017 年过渡期内，市本级财政从富阳区地方分税制财政收入分成所得以一般性转移支付形式补助富阳区；杭州市财政每年给予富阳区一定的补助资金，用于支持基本公共服务均等化发展，补助金额另行决定。

根据《杭州市富阳区 2016 年财政决算报告》《杭州市富阳区 2017 年财政决算报告及 2018 年上半年预算执行情况》《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》，2016—2018 年，富阳区一般公共预算收入不断增长，年均复合增长 12.34%，2018 年达到 72.70 亿元，其中税收收入为 66.01 亿元，占比进一步提升至 90.80%，一般公共预算收入质量较好；政府性基金收入快速增长，年均复合增长 164.00%，2018 年为 186.35 亿元，其中国有土地使用权出让收入为 179.46 亿元。2016 年和 2017 年，富阳区上级补助收入分别为 15.19 亿元和 18.14 亿元，主要来自一般性转移支付收入；地方综合财力分别为 121.10 亿元和 148.12 亿元。随着杭州市域铁路富阳线即将开通运营，杭州市城市溢出效应将逐渐显现，国有土地使用权收入将对富阳区综合财力形成有力支撑。

从财政支出看，近年来富阳区一般公共预算支出逐年上升，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，政府债务余额为 135.7 亿元，在政府债务限额以内。综合来看，近年来，富阳区综合财力稳定增长，主要来源于富阳区国有土地使用权出让金收入和公共预算收入，同时杭州市政府在税收分成方面给予富阳区一定支持。富阳区“大财政”体系管

理办法提高了财政资金使用效率，通过精细化预算统筹确保区域内公共基础设施建设项目顺利实施。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 10.00 亿元，富阳区国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是杭州市富阳区国资委出资成立的国有独资公司，是富阳区基础设施建设、土地开发、水务资产经营管理的实施主体。富阳区共有 6 家投融资建设主体，公司主要负责富阳区主城区的基础设施建设以及土地开发项目，在开发区域上与其他主体不重合，另外公司是富阳区内唯一一家水务经营主体，水务业务具有区域垄断性。

截至 2019 年 3 月底，公司下设子公司 20 家。其中，杭州富阳城建集团城市基础设施建设有限公司主要经营城市基础设施建设，杭州富阳住房建设投资有限公司主要经营保障性住房开发、建设和运营管理，杭州富阳地产经营有限公司主要经营土地地面平整服务、开发经营和房地产开发，杭州富阳水务有限公司负责公司的供水和污水处理业务。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司共有高级管理人员 6 人，分别为董事长兼党委书记 1 名、副总经理 3 名、纪委书记 1 名及财务总监 1 名，目前公司总经理仍待上级委派，董事长暂时履行其职责。

陈孝华，男，1972 年出生，汉族，中共党员，在职本科学历；1994 年 7 月，任富阳区交通设计室职工；1996 年 5 月，任职富阳区公路路政管理大队任中队长；2002 年 9 月，任职富阳区第一大桥管理所所长、党支部书记；2008

年12月，任职富阳区公路发展有限公司总经理、党支部书记；2012年3月，任职富阳区交通发展投资集团有限公司党委委员、副总经理；2013年11月，任职富阳区城市建设投资集团有限公司党委委员、副总经理；2013年12月，任富阳区国资委城市投资建设管理办公室副主任；2014年8月，任富阳区城市建设投资集团有限公司党委委员、董事、副总经理；2015年3月，任公司党委委员、董事、总经理；2017年11月至今，任公司党委委员、董事长。

截至2019年3月底，公司在职员工772人。从员工文化素质情况来看，本科及以上学历占30.96%、大专学历占28.76%、高中及以下学历的占比40.28%；从员工年龄构成来看，40岁及以下的占比42.36%、41~50岁的占32.51%、51岁以上的占比25.13%。

整体看，公司高管人员工作经验丰富，员工整体素质和年龄构成能够满足日常经营管理的需求。

4. 外部支持

公司是杭州市富阳区重要的基础设施建设、土地开发以及区域内唯一的水务运营主体，近年来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支持。

资本金注入

根据《关于同意财政拨款资金作为资本公积的通知》，2017年和2018年，富阳区财政局分别向公司拨款5.00亿元和2.44亿元，计入“资本公积”。

资产划拨

2005年4月，根据《关于市城市建设投资集团有限公司等六家单位建立产权纽带关系的通知》（富政发〔2004〕74号），富阳市政府将富阳市交通、水利、自来水、污水处理以及燃气等资产纳入公司，即以上述六家公司净资产注资，重组后公司注册资本增加26002.06万元，变更为76498.06万元。

2017年9月，富阳区国资委将富阳区电力

发展总公司划入公司，目前已完成工商变更。

2018年，富阳区国资委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家公司划入公司，同时将杭州富阳交通建设投资有限公司和富阳富信公路建设开发公司共2家公司无偿划出，目前均已完成工商变更。

土地划拨

根据《富阳市人民政府关于市储备中心土地资产划拨的函》，2012年9月富阳市人民政府将市储备中心位于高桥镇中策橡胶（富阳）有限公司约352亩土地、杭州富春江实业有限公司约235亩土地作为住宅用地划拨至公司，土地价值36.79亿元；根据富国资办〔2012〕20号文件，富阳区国资委将位于富春街道金桥工业园区、高桥镇勤丰村等11宗土地注入公司，主要为商业和住宅用地，土地价值23.87亿元。2018年，根据《关于对杭州富阳城市建设投资集团有限公司富春街道北环路南侧等地块入账的通知》，富阳区国资委将富春街道北环路南侧等地块注入公司，土地价值48.84亿元。

财政补贴

根据《关于建立政府偿债准备金制度的通知》（富政函〔2004〕93号）的有关规定，富阳区财政局根据每年政府财力预算和政府投资机构政府性投资项目融资计划执行情况，给予政府投资机构财政补贴资金，包括政府性债务补贴资金和经营性债务补贴资金。2016—2018年，公司分别收到债务补贴资金7.54亿元、9.04亿元和15.59亿元。2016年及以前，公司将债务补贴计入“营业外收入-政府补贴”，2017年和2018年，公司将债务补贴资金直接冲减“财务费用”。

除政府性债务补贴外，富阳区财政局对政府投资机构给予日常经营经费补贴，补贴内容主要包括工资福利、出差补助等基本支出补贴，道路保洁、印花税等专项预算补贴以及政策性业务代理费补贴；富阳区财政对富阳水务给予

经营性补偿。2016—2018年，公司分别收到日常经营经费补贴资金0.60亿元、0.71亿元和0.58亿元。2016年及以前，公司将日常经营经费补贴计入“营业外收入-政府补贴”，2017年和2018年，公司将日常经营经费补贴资金计入“其他收益”。

债务置换

截至2018年底，公司已收到政府债券置换资金56.75亿元，其中2016—2018年分别收到23.20亿元、23.00亿元和3.50亿元，用于置换公司应付债券及部分长期借款。上述置换资金无需偿还，公司根据富阳区国资委当年下发的《关于规范地方政府置换债券处置的通知》进行相关账务处理。2018年以前的政府债务置换资金已全部计入“资本公积”，因尚未收到2018年度相关文件，公司暂将2018年收到的政府债务置换资金计入“长期应付款”。

整体看，公司持续获得政府在资本金注入、资产划拨、财政补贴、债务置换等方面给予大力支持，为公司未来的发展提供了有力的保障。

5. 企业信用情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（信用代码：G1033018301086340Y），截至2019年5月28日，公司存在4笔已结清欠息记录。根据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分别出具的说明，上述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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是经杭州市富阳区人民政府批准，按照《中华人民共和国公司法》和《国有企业监事会暂行条例》等有关规定组建，根据公司章程，公司出资人为富阳区国资委，公司不设股东会，由富阳区国资委行使股东职权。公司设

立董事会，董事会是国有资产授权的代表，是公司的决策机构，并按富阳区国资委授权行使股东的部分职权。董事会对富阳区国资委负责，由7名董事组成。其中职工代表1名，由公司职工代表大会民主选举产生或更换；其他董事由富阳区国资委或富阳区人民政府按相关程序委派。董事会设董事长1名，为公司法定代表人。董事会成员每届任期三年，期满后经富阳区人民政府或富阳区国资委批准后可以连任。

公司设监事会，监事会成员7名。其中有监事会主席1名，由富阳区人民政府或富阳区国资委按规定程序委派；职工监事3名，由公司职工代表大会民主选举产生。监事每届任期三年，期满后，经富阳区人民政府或富阳区国资委批准可以连任，职工监事经公司职工代表大会批准可以连任。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理1名、设副总经理3名，并由富阳区人民政府或区国资委推荐或提名，董事会聘任或解聘。经理层每届任期三年，可以连聘连任。经富阳区人民政府或国资委同意，董事会成员可以兼任总经理、副总经理。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》以及相关法律法规要求，并结合公司实际情况和自身发展特点，制定了各项内部管理制度，主要包括财务管理制度、筹融资管理制度、关联交易管理制度以及工程管理制度等方面。

财务管理制度方面，公司会计核算执行《企业会计制度》与《基本建设单位会计制度》相结合的核算原则，即公司总帐、合并报表和公司本部运转经费帐务核算执行《企业会计制度》，单个工程项目核算执行《基本建设单位会计制度》，并按照富阳区财政局统一设计的账务处理软件进行操作。对于公司的资金管理，实行银行预留印签实行分管并用制，不准由一人统一保管使用。在银行账户的管理上，按照

《支付结算管理办法》以及国家有关规定，公司根据实际结算需要经富阳区融资办、富阳区财政局审核批准后开设。在款项支付的管理方面，实行总经理“一支笔”审批制度，即无论款项内容、金额大小都由总经理签字批准后方可支付。

筹融资管理制度方面，为规范公司经营运作中的融资行为，降低资金成本，减少融资风险，提高资金效益，公司依据相关法规，并结合具体情况，制定了筹融资管理制度。公司建立了规范的借款融资流程：①根据富阳区政府下达的融资任务，公司每年编制融资计划；②财务审计部与金融机构就融资项目、规模、利率等方面协商；③在和金融机构达成共识后，公司需向富阳区财政局（富阳区政府投资项目融资领导小组管理办公室）提出融资申请；④经富阳区财政局报富阳区政府批复后，方可进入融资合同签订阶段。在筹融资风险管理上，公司采用“加权平均资本成本最小”来评价资金成本，以确定合理资本结构；对融资风险的判定采用“财务杠杆系数法”，财务杠杆系数越大，公司融资风险越大。在对外担保管理上，公司在未经富阳区财政投融资办审核批准同意时，不得以任何形式对任何对象提供担保。

关联交易管理制度方面，为保证公司关联交易的公允性，确保公司关联交易行为不损害公司和股东的利益，根据《公司法》和《公司章程》的有关规定，公司制定了《关联交易管理制度》。公司及控股子公司发生与关联方（包括关联法人、关联自然人）的经济交易活动，应遵守该制度的规定，各公司的总经理为关联交易管理的第一责任人。管理制度中详细规定了有关公司关联交易的审批权限、决策程序、以及关联交易的信息披露等方面的管理规范。

工程管理制度方面，公司制定了《工程变更监督管理实施细则》和《工程现场管理制度》。公司投资建设项目工程变更涉及工程前期部、工程管理部及监察室三个部门，实施细则对部室职责、项目变更范围及类别、项目变更程序

等做出严格规定，并对三个部门的职责进行明确划分。

总体看，公司已建立起较为完善的法人治理结构和系统的经营管理制度。随着公司未来发展，公司内部管理结构将进一步完善。

七、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。

近年来，公司营业收入波动增长，2016—2018年分别为24.55亿元、29.65亿元和27.65亿元，土地开发和污水处理费收入是公司营业收入的主要来源。公司利用自有资金和外部融资开展城市基础设施建设，富阳区政府予以财政贴息等政府补贴支持，公司不确认基础设施建设成本和收入。公司土地开发收入来自土地出让金返还，受土地成交价格上升及出让面积增加影响，2016—2018年土地开发收入稳步增长，分别为17.53亿元、19.49亿元和20.09亿元。水务业务是公司收入重要来源，受售水量提升影响，近三年公司自来水供应和污水处理费有所增长，2018年分别为1.27亿元和4.27亿元。工程结算收入主要来自涉水安装工程，在水务业务收入中占比较小，2018年为0.53亿元。近年来公司开发销售的保障性住房包括经济适用房和安置房，2016年公司经济适用房逐渐销售完毕且安置房多处于建设期，收入规模较小；2017年随着安置房进入销售期，保障房销售收入提升至3.54亿元；2018年，受已完工项目未完成结算影响，保障房销售收入下降至0.12亿元；该业务开发结构已由经适房转变为安置房。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，2016—2018年，公司综合毛

利率波动中有所增长,2018 年公司综合毛利率为 25.49%,同比下降 2.50 个百分点,公司毛利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

余少量房产,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 2 公司主营业务收入及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2016 年			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	收入	占比	毛利率
土地开发	175324.50	71.41	28.85	194900.00	65.74	41.08	200919.89	72.65	32.82	--	--	--
水务	63781.50	25.98	0.02	62576.60	21.11	-0.32	60830.02	22.00	-2.39	8797.17	66.54	-7.75
自来水供应	10858.58	4.42	-11.78	11636.46	3.92	-13.17	12749.92	4.61	-14.73	2875.54	21.75	-46.82
污水处理	40649.44	16.56	0.00	41885.23	14.13	0.00	42736.44	15.45	0.00	1595.65	12.07	0.00
工程结算	12273.48	5.00	10.54	9054.91	3.05	14.73	5343.66	1.93	7.96	4325.98	32.72	15.36
保障房销售	3697.56	1.51	1.41	35418.13	11.95	1.43	1205.82	0.44	60.89	417.95	3.16	98.48
其他业务	2729.34	1.11	69.38	3581.61	1.21	73.23	13591.06	4.91	38.73	4006.48	30.30	9.70
合计	245532.90	100.00	21.40	296476.34	100.00	27.99	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和公司提供的资料整理

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。由于富阳区政府对公司基础设施建设业务予以专项补贴及财政贴息等政府补贴支持,公司不确认基础设施建设成本和收入。

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“预付款项”核算,项目竣工后,由财政局或政府委派的工程审计结算单位进行核算验收后转入“存货”。

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 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，项目竣工后由财政局或政府委派的工程审计结算单位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。截至2019年3月底，公司已签订代建协议项目共47个，总代建工程款共19.05亿元，公司尚未收到代建工程款。

2016—2018年，公司基础设施建设项目分别投资16.58亿元、31.45亿元和58.85亿元；2018年共完成基础设施建设项目29个，其中2016年和2017年分别结转3.36亿元和0.81亿元至“其他非流动资产”，2018年尚未结转。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。

公司在建基础设施建设项目均于2017年及以前开工，其中“杭州至富阳城际铁路工程”为公司重点项目。杭州—富阳城际铁路项目线路全长23.50公里，其中富阳段16.74公里，起点为杭州西湖区，经银湖街道，终至杭州富阳富春街道。开发模式为公司、杭州之江资产经营有限公司（之江管委会下属公司，以下简称“之江公司”）与杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“杭州地铁”）共同出资成立项目公司杭州杭富轨道交通有限公司（以下简称“杭富轨道”），注册资本3.00亿元，公司、

之江公司与杭州地铁分别持股69.26%、29.74%与1.00%，并按照出资比例进行投资；杭州—富阳城际铁路预计通车时间为2020年，公司特许经营期限25年，未来将获取“杭富城际铁路—富阳段”运营收益。

表3 截至2019年3月底公司重点在建基础设施项目
(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
合计	184.72	54.32

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；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

根据富政办〔2011〕47号文，富阳区政府赋予公司土地开发整理职能，经富阳区财政局授权或富阳区土地储备中心（以下简称“土储中心”）委托，公司协助政府相关部门对富阳区纳入城市规划的土地进行土地拆迁、整理和开发。

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土储中心，再由其下发公司。自2016年起，公司与富阳区土地储备中心签订《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）。

账务处理方面，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”。土地开发完成后，土储中心按照杭州市富阳区土地出让计划进行招拍挂土地出让，按照协议约定支付公司土地开发款项；公司按照实际收到款项确认收入计入“营业收入—土地开发”，相应成本转入“营业成本—土地开发”。

2016—2018年，公司土地开发业务分别投资5.59亿元、11.47亿元、65.00亿元，整理出让的地块面积分别为404亩、425亩和682亩，实现土地出让收入17.53亿元、19.49亿元和20.09亿元。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，其中正在开发的土地682亩，用于抵押的土地1040亩，可供出让土地2045亩（账面价值约117.00亿元）。

表4 土地开发业务情况（单位：亩、亿元）

项 目	2016年	2017年	2018年
投资额	5.59	11.47	65.00
整理地块面积	404	425	682
实现收入	17.53	19.49	20.00

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个水厂，合计供水能力为日均32.25立方米，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5 公司自来水生产及销售情况（单位：万吨、%）

项 目	2016年	2017年	2018年	19年1-3月
自来水生产量	6945.26	7830.66	8795.98	1897.10
自来水销售量	6617.00	7112.62	7558.33	1562.46
产销差	4.73	10.09	16.37	21.41

资料来源：公司提供

近年来，富阳水务自来水产量及自来水销售量逐年上升，2018年分别达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。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%。

2016—2018年以及2019年1—3月，富阳水务自来水供应收入分别为1.09亿元、1.16亿元、1.27亿元和0.29亿元，受水价较低以及折旧成本较高等因素影响，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。2016—2018年公司分别获得经营性补贴资金0.60亿元、0.71亿元和0.58亿元。

污水处理

2012年前，公司负责富阳区生活污水的处理，根据富国资委纪要（2012）1号，富阳区政府将全区工业污水处理办公室污水处理费征收职能授权公司子公司富阳水务履行。目前公司管辖富阳区工业污水处理和生活污水处理业务。

截至2019年3月底，富阳水务管辖3个污水处理厂，日均污水处理产能合计为18.00万立方米，服务区域包括5个街道和14个乡镇。2018年和2019年1—3月，富阳水务完成污水处理量分别为5004.00万吨和1301.00万

吨。

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，并确认营业收入；同时根据税收和财政要求，确认等额营业成本。2016—2018 年和 2019 年 1—3 月，公司确认污水处理费 4.06 亿元、4.19 亿元、4.27 亿元和 0.16 亿元，其中污水处理中心每半年确认公司上缴的污水处理费，公司一季度确认收入规模较小。

水费调整

根据富阳区发展和改革局富发改价费〔2014〕117 号《关于实施我市城市水价改革的通知》精神，自 2015 年 1 月 1 日（用水时间）起调整自来水价格，调整后整体水价有所增长。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。

表 6 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	污水分来	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	1.40	0.95	2.35
			240<用水量≤360	2.10		3.05
			用水量>360	4.20		5.15
		非“一户一表”		1.45		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

资料来源：公司提供

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），2017 年 1 月 1 日——2017 年 12 月 31 日，全额征收区域污水处理费调整至 0.95 元/吨；半额征收区域污水处理费调整至 0.48 元/吨。富春街道、东洲街道、鹿山街道、银湖街道、春江街道、大源镇、灵桥镇为居民生活污水处理费全额征收区域，其余为半额征收区域。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。由于原半额征收区居民用水量较小，且 2018 年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。

管道安装业务

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道的安装工程，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。2016—2018 年，公司管道安装业务实现收入额逐年下降，2018 年为 0.53 亿元，主要由于项目结算审计耗时较长，许多已完工项目未达收入确认条件。

整体来看，公司供水业务拥有取水、制水、管网供水完整的产业链条，区域特许经营权保障了公司供水业务垄断优势，供水能力充足，区域市场占有率较高，随着未来公司供水和污水处理业务深入城乡村镇，水务业务规模有望持续增长，但该业务盈利能力弱。

（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。

2016—2018 年和 2019 年 1—3 月，公司保障房销售收入分别为 0.37 亿元、3.54 亿元、0.12 亿元和 0.04 亿元。2018 年公司保障房销售收

入同比大幅下降，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。

表7 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	73000.00	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	27570.00	--	--
合计	44626.00	36303.00	100570.00	--	--

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。

3. 未来发展

公司作为富阳区内的基础设施建设、土地开发以及水务运营主体，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。

从拟建项目看，公司未来将承担的投资建设重大项目为杭富城际铁路的多项附属配套工程（富阳段）对于杭州市富阳区的发展具有重大意义，有望得到上级政府的大力支持，另外北支江水上运动项目及龙门皮划艇激流回旋项目系富阳区政府下达的建设任务，为 2022 年在杭州举办的亚运会比赛设施。上述项目总投资合计 80.59 亿元，计划于 2019 年内开工建设。

表8 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

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016 年度财务报表、2017 年度财务报表和 2016—2018 年三年连审财务报表。其中，2016 及 2017 年度财务报表由利安达会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，2016—2018 年三年连审财务报表由华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，均出具标准无保留意见审计结论。以下分析均采用当年审计数据。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 17 家，二级子公司 3 家。

从合并范围看，2017 年，公司合并范围新增 1 家同一控制下子公司；2018 年，公司合并范围新增 7 家子公司，均为同一控制下合并，

同时无偿划出 2 家子公司。整体看，新增 8 家子公司和划出的 2 家公司净资产规模（分别为 1.82 亿元和 6.82 亿元）均较小，对公司财务数据可比性影响较小。

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

2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 37.96%。2018 年底，公司资产总额 673.74 亿元，同比增长 42.11%，主要系其他应收款、存货和在建工程增加。近三年流动资产占比持续上升，2018 年底为 68.96%，非流动资产占比为 31.04%。公司资产以流动资产为主。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	205.86	58.15	307.84	64.93	464.60	68.96	484.14	68.15
货币资金	24.02	6.79	30.15	6.36	38.76	5.75	43.33	6.10
预付款项	21.89	6.18	39.14	8.26	4.67	0.69	6.48	0.91
其他应收款	44.10	12.46	84.01	17.72	144.81	21.49	157.88	22.22
存货	113.72	32.12	147.46	31.10	268.70	39.88	272.09	38.30
非流动资产	148.14	41.85	166.26	35.07	209.13	31.04	226.29	31.85
在建工程	114.42	32.32	130.47	27.52	182.31	27.06	199.27	28.05
其他非流动资产	25.10	7.09	25.02	5.28	14.26	2.12	14.26	2.01
资产总额	354.00	100.00	474.10	100.00	673.74	100.00	710.42	100.00

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

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 50.23%。2018 年底，公司流动资产 464.60 亿元，同比增长 50.93%，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。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 27.03%。2018 年底，公司货币资金 38.76 亿元，同比增长 28.58%，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。近年来公司其他应收款快速增长，年均复合增长 81.21%。2018 年底，公司其他应收款 144.81 亿元，同比增长 72.38%，主要系公司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，账龄偏长，资金回收风险较小，但资金占用明显。

表10 2018年底公司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
合计	141.14	--	--

资料来源: 公司审计报告

2016—2018年, 公司预付款项波动下降, 年均复合下降53.82%。2018年底, 公司预付款项4.67亿元, 同比大幅减少34.57亿元, 主要由于公司预购的地块已办理产权证, 公司将预付富阳区土地储备中心的土地款转计入“存货”。

2016—2018年, 公司存货快速增长, 年均复合增长53.72%。2018年底, 公司存货268.70亿元, 同比增长82.22%; 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, 未计提存货跌价准备。

2016—2018年, 公司其他流动资产波动增长, 年均复合增长81.91%, 2018年底为6.88亿元, 同比下降1.37%, 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

2016—2018年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长18.82%。2018年底, 公司非流动资产209.13亿元, 同比增长25.78%, 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%)。

2016—2018年, 公司可供出售金融资产有所增长, 系受合并报表口径变化影响。2018年底, 公司可供出售金融资产为2.48亿元, 较2017年底增加0.41亿元, 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公司按照成本计量的股份。其中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。2016年和2017年, 公司可供出售金融资产投资收益分别为20.17万元和30.12万元, 2018年末获得相应投资收益。

表11 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
合计	24764.00	--

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”), 公司计提减值准备483.00万元。

2016—2018年, 公司长期股权投资有所下降, 年均复合下降7.11%; 2018年底为1.22亿元, 同比下降11.63%, 系减少投资和被投资单位发放现金股利或利润所致, 被投资单位为富阳华润燃气有限公司、富阳市地下管道开发有限公司和杭州富星公路发展有限公司。

2016—2018年, 公司固定资产变化较小, 2018年底为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。

2016—2018年, 公司在建工程快速增长,

年均复合增长 26.23%。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 年新增项目数量较多，如北支江综合整治工程、钢圈厂路有机更新等项目。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降 24.62%。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 年底富阳交投公司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，受限资产占净资产比例为 4.56%。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，其中往来款及存货占比高，且存货大部分为土地资产，对公司资金形成较大的占用，资产流动性一般；非流动资产主要以在建工程和其他非流动资产为主，且大部分为已完工的市政基础设施建设项目，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 24.81%。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 30.86%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。公司所有者权益主要由

实收资本（占 3.58%）、资本公积（占 81.53%）和未分配利润（占 13.42%）构成。

2018 年底，公司资本公积为 227.95 亿元，同比增长 34.39%，增加部分一部分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；一部分系因 2018 年发生账务调整，公司将杭州富阳国开城市发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）于 2017 年对子公司杭州富阳城建集团城市基础设施建设有限公司（以下简称“基础公司”）的增资 12.00 亿元重新定义为富投发公司的债务，不再是对公司的“名股实债”，公司对基础公司的持股由 100%变更为 80%，同时按持股比例增加资本公积，公司长期应付款相应调整减少。公司资本公积主要构成为地方政府债务置换资金、财政拨款和土地资产。

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。

总体看，公司所有者权益中实收资本和基本公积占比高，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

2016—2018 年，公司负债总额较快增长，年均复合增长 50.77%。2018 年底，公司负债总额为 388.60 亿元，同比增长 51.67%，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，2016—2018 年，公司流动负债持续增加，年均复合增长 35.50%。2018 年底，公司流动负债合计 99.64 亿元，同比增长 41.61%。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%）。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 43.40%。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。

2016 和 2017 年底，公司应付票据分别为 5.19 亿元和 6.14 亿元；2018 年底，公司应付票据均已偿付。

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 104.43%。2018 年为 7.12 亿元，同比增长 164.35%。应付账款主要由工程款和拆迁款构成。

2016—2018 年，公司预收款项快速下降，年均复合下降 49.04%。2018 年底，公司预收款项为 2.45 亿元，同比下降 46.33%，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。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 96.04%。2018 年底，公司其他应付款 37.18 亿元，同比增长 213.82%。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所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 39.31%。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.72 亿元，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，2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 57.38%。2018 年底，公司非流动负债 288.97 亿元，同比增长 55.48%，构成为长期借款（占 75.73%）、应付债券（14.02%）和长期应付款（10.26%）。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 60.21%。2018 年底，公司长期借款 218.83 亿元，同比增长 79.27%，构成以保证借款、质押借款为主，其中信用借款 17.67 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 37.25%。2018 年底，公司应付

债券 40.50 亿元，同比增长 52.93%。公司政府债务置换后提前偿付“11 富阳债”“14 富阳债 01”“14 富阳债 02”和“15 富水债”债券余额共计 21.50 亿元。2018 年底，公司存续债券为 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%。

2016—2018 年，公司长期应付款（含专项应付款）快速增长，年均复合增长 72.86%。2018 年底，公司长期应付款 20.14 亿元，同比下降 28.58%，主要系前述公司因基础公司增资事件调整账务所致。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%）、3.50 亿元政府债务置换资金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。

2016—2018 年，公司专项应付款快速增长，年付复合增长 15.87%。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，2016—2018 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 48.65%。2018 年底，公司全部债务为 312.09 亿元，同比增长 38.48%，其中长期债务占 83.09%，短期债务占 16.91%。债务指标方面，2016—2018 年，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均呈上升趋势，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 2.84 个、1.41 个和 3.64 个百分点。

表 12 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	31.65	48.63	52.76	59.18
长期债务	109.59	176.74	259.33	276.46
全部债务	141.24	225.37	312.09	335.64
长期债务资本化 比率	37.45	44.79	47.63	49.16
全部债务资本化 比率	43.55	50.84	52.26	54.00
资产负债率	48.29	54.04	57.68	59.76

资料来源: 联合资信根据审计报告和财务报表整理

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%。公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 49.16%、54.00%及 59.76%, 较 2018 年底分别上升 1.53 个、1.74 个和 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, 近年来, 随着项目投入的增加, 公司负债规模较快增长, 债务以长期债务为主, 债务负担加重趋势明显, 目前公司整体债务负担尚可, 但在建、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。近年来公司营业收入波动增长, 年均复合增长 6.13%。2018 年, 公司实现营业收入 27.65 亿元, 同比下降 6.72%, 主要受安置房项目尚未结算影响; 营业成本同比下降 3.49%, 降幅低于营业收入, 公司营业利润率为 25.32%, 同比下降 2.43 个百分点。

期间费用方面, 2016—2018 年, 受财务费用波动影响, 公司期间费用波动下降, 主要构成财务费用和管理费用。自 2017 年起, 公司将收到的政府性债务补贴冲减利息费用, 2017 年和 2018 年, 公司分别收到政府性债务补贴 9.04 亿元和 15.59 亿元, 冲减后公司财务费用分别为 0.26 亿元和 0.62 亿元, 较 2016 年 (7.90 亿元) 大幅下降。2016—2018 年, 公司期间费用占营业收入比重分别为 38.92%、7.49%和 8.52%。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。

2016 年, 公司营业外收入规模较大, 主要为政府补助收入 (8.14 亿元); 自 2017 年起, 公司将收到的政府补助按类别分别用于冲减“利息费用”和计入“其它收益”, 导致营业外收入大幅下降, 其它收益于 2017 年和 2018 年分别增至 0.71 亿元和 0.58 亿元。2016—2018 年, 公司利润总额分别为 4.14 亿元、6.93 亿元和 5.34 亿元, 公司利润总额对政府补助存在明显依赖。

表 13 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	24.55	29.65	27.65
利润总额	4.14	6.93	5.34
营业利润率	20.90	27.75	25.32
总资本收益率	3.74	3.85	3.60
净资产收益率	2.24	3.14	1.85

资料来源: 联合资信根据审计报告整理

盈利能力指标方面, 2016—2018 年, 公司总资本收益率和净资产收益率均呈现波动下降趋势, 2018 年分别为 3.60%和 1.85%。

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, 公司营业利润率仅为 0.55%, 利润总额为 0.06 亿元。

总体看, 近年来公司营业收入波动增长, 利润总额对政府补贴收入或财政贴息资金依赖较大, 公司盈利能力处于较低水平。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长 41.67%，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。2018 年，公司经营活动现金流入为 75.82 亿元，同比增长 42.73%，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。2016—2018 年，公司经营活动现金流出增加较快，年均复合增长 45.54%。2018 年，公司经营活动现金流出为 128.62 亿元，同比增长 5.94%，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。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为-22.95 亿元、-68.28 亿元和-52.80 亿元，净流出规模持续较大。

从现金收入比来看，2016—2018 年，公司现金收入比均保持在 100%以上，2018 年为 147.61%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入规模波动下降，主要为理财产品赎回。2016—2018 年，公司投资活动现金流出规模波动上升，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模持续扩张，2018 年为 46.57 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，分别为-12.09 亿元、-23.14 亿元和-44.53 亿元。

筹资活动方面，近年来由于公司加大土地开发、基建项目投资，在经营和投资活动方面产生较大资金缺口，公司筹资活动现金流入规模持续较大。2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 145.02 亿元、203.21 亿元和 196.83 亿元，主要构成均为金融机构借款，其中收到其他与筹资活动有关的现金包含公司当年收到的政府债务置换资金和资本金注入。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出规模较大，主要为偿还债务所支付的现金。2016—

2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 35.13 亿元、103.28 亿元和 104.64 亿元。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	37.77	53.12	75.82
经营活动现金流出量	60.72	121.41	128.62
经营活动现金流净额	-22.95	-68.28	-52.80
投资活动现金流净额	-12.09	-23.14	-44.53
筹资活动现金流净额	35.13	103.28	104.64
现金收入比	104.09	101.76	147.61

资料来源：联合资信根据审计报告整理

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、无形资产和其他长期资产支付的现金 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，近年来，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，往来款流出规模大，2016 年以来公司经营活动表现为持续净流出，且净流出规模持续较大；近年来富阳区基础设施建设和土地开发项目资金需求大，未来，随着项目陆续投入建设，公司对外融资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率逐年上升、速动比率波动上升，2018 年底分别为 466.30%和 196.61%。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别下降至 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尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 快速增长，分别为 12.70 亿元、

17.93 亿元和 22.11 亿元；EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 1.58 倍、1.75 倍和 1.36 倍；公司全部债务/EBITDA 呈现增长趋势，分别为 11.12 倍、12.57 倍和 14.12 倍。

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，已使用授信余额为 247.84 亿元人民币和 3.00 亿美元，未使用额度为 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内地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 15 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
杭州富阳交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
合计	1256150.00

资料来源：公司审计报告

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，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2016—2018 年，母公司资产总额快速增长，年均复合增长 35.39%。截至 2018 年底，母公司资产总额 544.16 亿元，同比增长 31.95%，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。

2016—2018 年，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长 32.22%。截至 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%）。

2016—2018 年，母公司负债总额快速增长，年均复合增长 37.66%。截至 2018 年底，母公司负债总额 325.04 亿元，同比增长 29.00%，流动负债和非流动负债均有所增加。其中流动负债占 66.26%，母公司负债结构以流动负债为主。母公司 2018 年底资产负债率为 59.73%。

2016—2018 年，母公司营业收入波动增长，年均复合增长 7.04%。2018 年，母公司营业收入 20.49 亿元，同比下降 10.77%；营业成本 13.53 亿元，同比下降 9.18%；营业利润 6.29 亿元，同比下降 11.83%。

截至 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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模为 5 亿元，相当于 2019 年 3 月底公司长期债务的 1.81%、全部债务的 1.49%，对公司现有债务影响较小。

2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.76%、54.00% 和 49.16%。以 2019 年 3 月底财务数据为基础，考虑到公司于 2019 年 5 月新发 2019 年度第一、三期中期票据（余额共计 20.00 亿元），预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 61.13%、55.78% 和 51.33%；考虑到公司以上三期中期票据全部用于偿还有息债务，公司实际债务负担将低于上述指标。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 37.77 亿元、53.12 亿元和 75.82 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 7.55 倍、10.62 倍和 15.16 倍；同期，公司经营活动现金流量净额为负，对本期中期票据不具有保障能力；同期，公司 EBITDA 分别为 12.70 亿元、17.93 亿元和 22.11 亿元，分别为本期中期票据的 2.54 倍、3.59 倍和 4.42 倍。

考虑到 2019 年度第一、三期中期票据已于 2019 年 5 月成功发行且发行期限均为 5 年，若本期中期票据于本年发行，上述中期票据将在兑付年度集中偿付。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量为三期中期票据合计 25.00 亿元本金的 1.51 倍、2.12 倍和 3.03 倍；公司 EBITDA 分别为三期中期票据合计本金的 0.51 倍、0.72 倍和 0.88 倍。经营活动现金流入量对三期中期票据合计本金的保障能力尚可。

总体看，本期中期票据对公司债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强。考虑到公司较为充足的土

地资源以及政府的大力支持，整体偿债能力很强。

十、结论

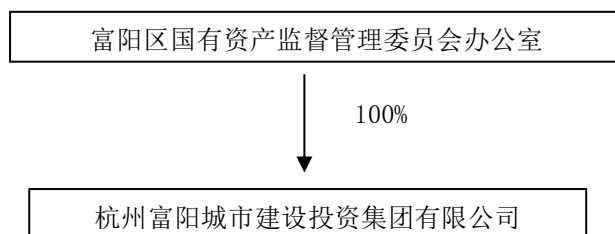
公司是杭州市富阳区主要的基础设施建设、土地开发和区域内唯一的水务资产经营管理主体，在业务规模上和区域地位上具有明显优势；近年来杭州市富阳区区域经济和财政实力不断提升，为公司的发展提供了良好的外部环境；公司在资本金注入、资产划拨、财政补贴、政府债务置换等方面得到政府的大力支持。近年来，公司资产规模持续提升，但债务规模快速增长，公司整体盈利能力较弱，利润总额对政府补助依赖程度较高。

未来，随着富阳区进一步融入杭州主城区，富阳区基础设施建设的升级完善和经济发展综合水平将不断提升，公司资产规模及收入规模有望稳步上升，加之富阳区政府对公司持续稳定的大力支持，将对公司信用基本面起到有效支撑。

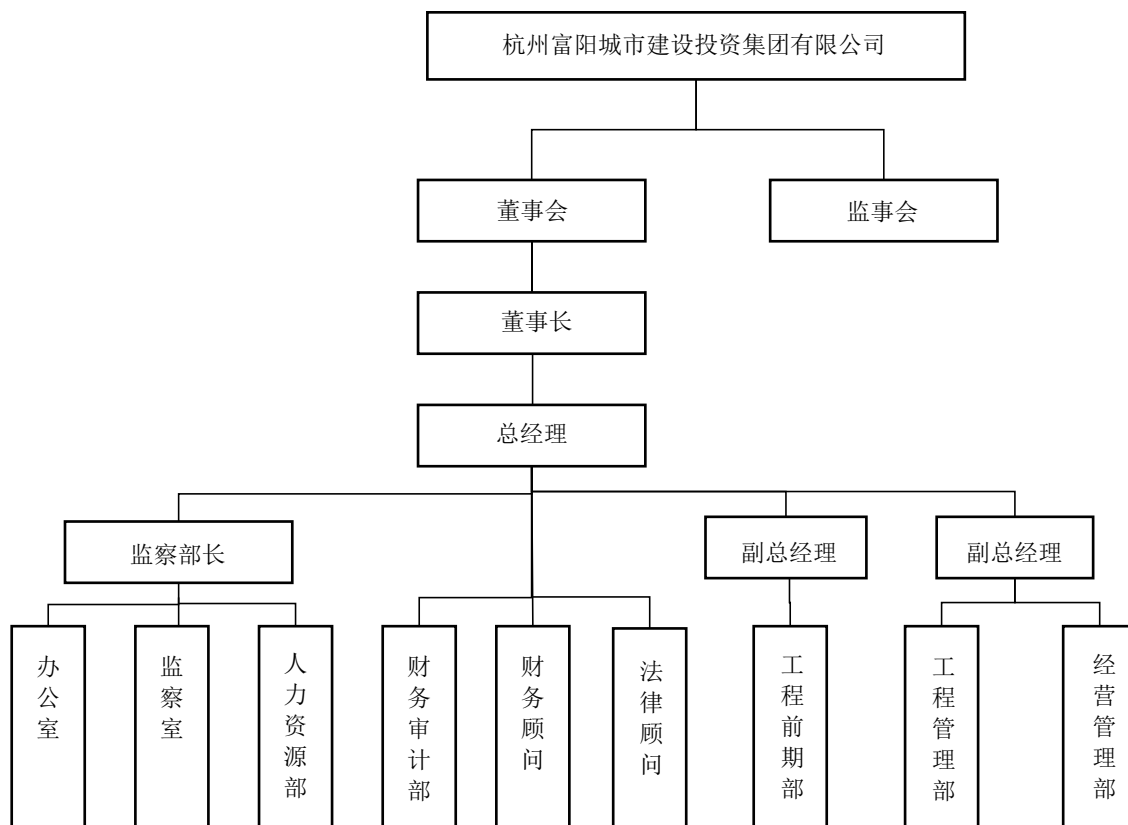
本期中期票据对公司现有债务规模影响程度较小，考虑到公司较为充足的土地资源以及政府的大力支持，整体偿债能力很强。

综合评估，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 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 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
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.02	30.15	38.76	43.33
资产总额(亿元)	354.00	474.10	673.74	710.42
所有者权益(亿元)	183.06	217.89	285.13	285.86
短期债务(亿元)	31.65	48.63	52.76	59.18
长期债务(亿元)	109.59	176.74	259.33	276.46
全部债务(亿元)	141.24	225.37	312.09	335.64
营业收入(亿元)	24.55	29.65	27.65	1.32
利润总额(亿元)	4.14	6.93	5.34	0.06
EBITDA(亿元)	12.70	17.93	22.11	--
经营性净现金流(亿元)	-22.95	-68.28	-52.80	1.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	704.22	389.06	29.70	--
存货周转次数(次)	0.17	0.16	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.05	--
现金收入比(%)	104.09	101.76	147.61	2776.29
营业利润率(%)	20.90	27.75	25.32	0.55
总资本收益率(%)	3.74	3.85	3.60	--
净资产收益率(%)	2.24	3.14	1.85	--
长期债务资本化比率(%)	37.45	44.79	47.63	49.16
全部债务资本化比率(%)	43.55	50.84	52.26	54.00
资产负债率(%)	48.29	54.04	57.68	59.76
流动比率(%)	379.34	437.51	466.30	409.20
速动比率(%)	169.79	227.94	196.61	179.22
经营现金流动负债比(%)	-42.28	-97.05	-52.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.12	12.57	14.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	1.75	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
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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

联合资信评估有限公司关于 杭州富阳城市建设投资集团有限公司 2019 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

杭州富阳城市建设投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

杭州富阳城市建设投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对杭州富阳城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，杭州富阳城市建设投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州富阳城市建设投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现杭州富阳城市建设投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对杭州富阳城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如杭州富阳城市建设投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对杭州富阳城市建设投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与杭州富阳城市建设投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。