

信用评级公告

联合〔2021〕511号

联合资信评估股份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 2021 年杭州富阳城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）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⁺，2021 年杭州富阳城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年一月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): jianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228

网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

2021年杭州富阳城市建设投资集团有限公司 公司债券信用评级报告（第一期）

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：基础发行额 15 亿元，弹性配售额 10 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设

评级时间：2021 年 1 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa ⁺	评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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。联合资信评估股份有限公司（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。同时联合资信关注到，公司债务规模快速上升、未来投资压力较大和担保比率较高等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司拟发行的 2021 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）发行规模较大，债券存续期间，募投项目杭州至富阳城际铁路的收入对本期债券的本息偿付保障能力弱；考虑到募投项目具有较强的准公共产品特征和良好的社会效益，公司有望获得较大力度的政府专项支持。

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，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。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 经营环境良好。**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。2019 年富阳区实现地区生产总值 820.5 亿元，同比增长 6.0%；完成一般公共预算收入 80.00 亿元，同比增长 10.0%。
- 业务区域地位突出，政府支持力度大。**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、债务置换等多方面的大力支持。

关注

- 资产流动性较弱。**公司资产中土地资产规模较大，回款受市场行情等因素影响；往来款占比高，对公司资金占用较大，整体资产质量一般。
- 资本支出压力较大。**公司在建和拟建项目待投资规模大，

分析师:

马玉丹 登记编号 (R0150220120054)

邱 成 登记编号 (R0150220120015)

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

计划于2021年投入超70亿元, 资本支出压力较大。

3. **债务规模快速增长, 债务负担进一步加重。**2019年底, 公司全部债务445.48亿元, 全部债务资本化比率上升至56.03%; 随着在建项目的持续投入, 公司债务负担或将继续加重; 2021-2022年, 公司分别需偿还债务本金120.87亿元和103.12亿元。
4. **对外担保比率较高, 存在或有负债风险。**2020年6月底, 公司对外担保金额132.31亿元, 担保比率为33.67%, 存在一定的或有负债风险。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	30.71	38.76	56.46
资产总额(亿元)	480.92	672.74	873.43
所有者权益(亿元)	231.63	284.13	349.63
短期债务(亿元)	48.64	52.76	76.56
长期债务(亿元)	178.72	275.96	368.93
全部债务(亿元)	227.36	328.72	445.48
营业收入(亿元)	31.53	27.65	29.89
利润总额(亿元)	7.65	4.34	6.35
EBITDA(亿元)	18.82	21.11	30.84
经营性净现金流(亿元)	-68.25	-53.80	10.55
现金收入比(%)	99.65	147.61	177.13
营业利润率(%)	28.58	21.70	22.79
净资产收益率(%)	3.19	1.51	1.78
资产负债率(%)	51.84	57.76	59.97
全部债务资本化比率(%)	49.53	53.64	56.03
流动比率(%)	435.45	466.30	451.52
速动比率(%)	224.74	196.61	166.25
现金短期债务比(倍)	0.63	0.73	0.74
经营现金流动负债比(%)	-94.61	-53.99	7.05
EBITDA 利息倍数(倍)	1.81	1.30	1.27
全部债务/EBITDA(倍)	12.08	15.57	14.44
公司本部			
项 目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	411.14	543.16	698.92
所有者权益(亿元)	160.45	218.12	266.73
全部债务(亿元)	79.65	120.36	229.04
营业收入(亿元)	22.97	20.49	19.18
利润总额(亿元)	7.13	5.28	6.01
资产负债率(%)	60.97	59.84	61.84
全部债务资本化比率(%)	33.17	35.56	46.20
流动比率(%)	111.65	149.81	229.12
经营现金流动负债比(%)	21.52	-13.99	-23.41

注: 1. 长期应付款中有息部分已调整入全部债务; 2. EBITDA 利息倍数中已剔除财政贴息资金的影响因素

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/07/24	郝一哲、刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0 201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0 201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017/06/09	杨明奇、郝一哲	基础设施投资建设企业信用分析要点（2015 年）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅，2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

分析师：

马 云 丹

联合资信评估股份有限公司



2021 年杭州富阳城市建设投资集团有限公司 公司债券信用评级报告（第一期）

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”）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，由杭州市富阳区人民政府（前身为富阳市人民政府）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。经历多次货币和实物增资，以及实施资本公积转增注册资本，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，富阳区国资委为公司唯一股东和实际控制人。

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 年底，公司本部内设财务审计部、项目前期部、资产管理部、监察室等 7 个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司 21 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 873.43 亿元，所有者权益 349.63 亿元（含少数股东权益 13.75 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 29.89 亿元，利润总额 6.35 亿元。

公司住所：浙江省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、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行“2021 年杭州富阳城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模 25.00 亿元，其中基础发行规模 15.00 亿元，弹性配售 10.00 亿元。募集资金全部用于杭州至富阳城际铁路工

程（以下简称“募投项目”或“杭富城际线”）项目建设。本期债券期限为 7 年，按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3 至 7 年末，每年偿还债券本金的 20%。

2. 本期债券募集资金规模及用途

（1）募集资金用途

本期债券基础发行额 15 亿元，弹性配售额 10 亿元，募集资金计划全部用于杭州至富阳城际铁路工程项目。

表 1 本期债券募集资金使用情况

（单位：亿元、%）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
杭州至富阳城际铁路工程项目	132.98	25.00	18.80

资料来源：公司提供

（2）募投项目概况

杭州至富阳城际铁路工程起始于在建杭州地铁 6 号线美院象山站，线路途经之江度假区、富阳银湖街道、富阳富春街道，线路全长 23.51 公里，全线共设 11 座车站，均为地下站，平均站间距约 2.30 公里，其中美院象山站由 6 号线的项目主体代建。西湖区境内路线长度为 6.64 公里，设站 3 座；富阳区境内路线长度为 16.87 公里，设站 8 座，远期预留改造设置车站条件的风井 1 座，并在富阳高桥设宋家塘车辆综合基地 1 座。

杭州至富阳城际铁路预计于 2021 年投入运营，公司特许经营期限 25 年，未来公司将获取富阳区境内段的运营收益。

（3）资金来源

募投项目实施主体杭州杭富轨道交通有限公司（以下简称“杭富轨道公司”）由公司、杭州之江资产管理有限公司（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，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%。

募投项目总投资132.98亿元，其中资本金33.25亿元已于2019年底到位，除按持股比例承担项目资本金之外，各股东还需要按持股比例承担资本金之外的投资责任。按募投项目总投资规模测算，公司、之江公司与杭州地铁需承担的投资总额分别为92.10亿元、39.55亿元和1.33亿元。

杭富轨道公司共申请到总金额为57.00亿元的银团贷款，公司、之江公司与杭州地铁按

照持股比例分别承担39.48亿元、16.95亿元和0.57亿元的还本责任；除资本金和银团贷款之外的42.73亿元资金需求中，公司、之江公司与杭州地铁分别需要拨付29.59亿元、12.71亿元和0.43亿元。本期债券募集资金将全部用于募投项目建设，占公司承担投资责任金额（92.10亿元）的27.14%，占除资本金和银团贷款之外公司需承担投资金额（29.59亿元）的84.49%。

（4）项目审批情况

募投项目已取得相关主管机构审批，具体批复文件如下：

表2 募投项目批复情况

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	国家发展改革委关于浙江省都市圈城际铁路规划的批复	发改基础〔2014〕2865号	2014.12.16
2	关于杭州至富阳城际铁路工程社会稳定风险评估报告的批复	杭政函〔2016〕47号	2016.3.15
3	关于杭州至富阳城际铁路工程节能审查意见的批复	杭经信资源〔2016〕12号	2016.1.18
4	杭州至富阳城际铁路工程建设项目选址审查意见	浙规选审字第〔2015〕074号调	2016.4.20
5	关于杭州至富阳城际铁路工程环境影响报告书审查意见的函	杭环函〔2016〕222号	2016.8.3
6	关于商请出具杭州至富阳城际铁路工程中村站（不含）至高教路站（不含）区间高架改地下方案调整环保意见的复函	杭环函〔2017〕231号	2017.9.27
7	关于杭州至富阳城际铁路工程建设用地的预审意见	杭土资预〔2016〕052号	2016.4.27
8	省发展改革委关于杭州至富阳城际铁路工程可行性研究报告的批复	浙发改交通〔2017〕730号	2017.8.18
9	省发展改革委关于调整杭州至富阳城际铁路工程初步设计的批复	浙发改设计〔2017〕90号	2017.10.20

资料来源：公司提供

（4）项目进度

募投项目于2017年10月开始土建施工，截至2020年底，杭州至富阳城际铁路已完成乘客试乘，正在按照专家评审意见进行扫尾整改工作，待整改完成后报杭州市政府开通运营。截至2020年底，募投项目已投资近100亿元，后续投资将主要用于车辆购置、暂未开通车站的修建以及车站装潢等。

（5）项目效益

社会效益

募投项目的建设有利于提升富阳区基础设施水平，改善市民生活环境和出行条件，提高社会整体劳动生产率；同时可以提高沿线地块的商业价值，改善富阳区投资环境，拓展杭州城市产业发展空间。

根据中国铁路设计集团有限公司出具的

《杭州至富阳城际铁路工程可行性研究调整报告》（以下简称“可研报告”），预计在项目运营期内，募投项目国民经济效益流入总计达791.59亿元，国民经济内部收益率为10.09%，经济净现值为36.16亿元，具有较好的国民经济效果。

财务效益

募投项目建设期为2017—2020年，期间无收入；运营期为2021—2046年，收入主要包括运营票价收入和其它业务收入，后者主要来自车站、车辆广告和车站商业开发收入等。

根据可研报告，募投项目预计在运营期内可实现运营收入83.26亿元；预计在本期债券存续期内实现运营收入14.59亿元，包括运营票价收入13.26亿元以及其它业务收入1.33亿元。通过财务评价结果分析，募投项目全部投

资财务内部收益率为-3.49%，低于行业基准收益率（3.00%）；投资回收期（含建设期）大于30年，项目盈利能力不强。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济

恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表3 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降

7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施

投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显

示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展,以“六稳”“六保”为中心,促进经济恢复,逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。2020 年前三季度,全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中,新增减税降费 1.37 亿元,翘尾新增减税降费 7265 亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度,全国累计发行国债 4.80 万亿元,较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加

权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度我国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存

在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企

业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城

投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称/会议名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退

2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集

约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难

度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

近年来，富阳区经济稳步发展，一般公共预算收入和政府性基金收入快速增长，综合财力不断增强，政府债务负担较轻。公司发展的外部环境良好。

富阳区经济

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。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。2019年底富阳区户籍总人口68.8万人。

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，杭州至富阳城际铁路计划于2021年正式运营。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《杭州市富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，富阳区分别实现生产总值776.4亿元、764.6亿元和820.5亿元，2019年增长6.0%。2019年，第一产业增加值49.3亿元，增长2.6%；第二产业增加值373.9亿元，增长3.9%；第三产业增加值397.2亿元，增长9.1%。三次产业增加值结构为6.0:45.6:48.4。按户籍人口计算人均生产总值119643元。

固定资产投资方面，2017—2019年富阳区固定资产投资分别完成340.6亿元、258.6亿元和315.49亿元。2019年全年固定资产投资增长22.0%。其中，工业投资增长26.9%，交通投资增长58.9%，生态环境和公共设施投资增长12.8%，高新技术产业投资增长3.0%。

根据富阳区人民政府网站公布的《2020年富阳统计月报—9月》，2020年前三季度，富阳区地区生产总值同比增长0.3%，固定资产投资同比增长28.8%。其中，房地产开发完成额同比增长44.7%，基础设施投资同比下降3.7%。

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《杭州市富阳区财政决算报告及预算执行情况》，2017—2019 年，富阳区一般公共预算收入分别为 63.70 亿元、72.70 亿元和 80.00 亿元，2019 年税收收入 72.10 亿元，占比为 90.13%，一般公共预算收入质量较好。近年来富阳区一般公共预算支出逐年上升，2019 年为 105.50 亿元，同比增长 44.5%。同期，富阳区财政自给率为 75.83%。近三年政府性基金收入分别为 89.05 亿元、186.35 亿元和 318.26 亿元，其中 2019 年国有土地使用权出让收入为 287.52 亿元。

2017—2019 年，富阳区上级补助收入分别为 18.14 亿元、22.40 亿元和 38.92 亿元，主要来自一般性转移支付收入；地方综合财力分别为 170.89 亿元、281.45 亿元和 437.18 亿元。随着杭州至富阳城际铁路预期开通运营，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。

截至 2019 年底，富阳区政府债务限额为 160.74 亿元，政府债务余额为 160.63 亿元，在

政府债务限额以内；政府债务负担较轻。

根据富阳区人民政府网站公布的《2020 年富阳统计月报—9 月》，2020 年前三季度，富阳市地方一般公共预算收入完成 73.95 亿元，同比增长 8.2%；地方一般公共预算支出完成 75.44 亿元，同比下降 17.4%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，富阳区国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司负责富阳区主城区的基础设施建设以及土地开发，在开发区域上与富阳区其他城投企业不重合；公司是富阳区内唯一的水务经营主体，水务业务具有区域垄断性。

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 5 家基础设施投资建设主体，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的水务经营主体，水务业务具有区域垄断性。

表 5 杭州富阳区主要平台企业

名称	控股股东	职能定位
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	富阳市国有资产监督管理委员会办公室	土地开发、交通基础设施建设及运营
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	富阳经济技术开发区管理委员会	富阳经济技术开发区内土地整理和基础设施建设
杭州富春山居集团有限公司	富阳市国有资产监督管理委员会办公室	房地产开发经营、对授权经营的国有资产和委托经营的集体资产的运营管理
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	杭州富春湾新城管理委员会	土地开发整理
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	富阳市国有资产监督管理委员会办公室	富阳区主城区基础设施建设、土地开发、水务资产经营管理

资料来源：联合资信根据公开资料、公司提供资料整理

截至 2019 年底，公司下设全资一级子公司 17 家、控股一级子公司 4 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；杭州富阳城建集团

城市经营管理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（以下

简称“富阳水务”)负责公司的供水和污水处理业务。

3. 人员素质

公司高层管理人员具有政府工作经历和较丰富的管理经验,员工素质能够满足公司经营发展需要。

截至 2019 年底,公司共有高级管理人员 8 人,分别为董事长兼党委书记 1 名、总经理 1 名、副总经理 4 名、纪委书记 1 名及财务总监 1 名。

陈孝华,男,1972 年出生,汉族,中共党员,在职本科学历,助理政工师;历任富阳区交通设计室职工、富阳区公路路政管理大队任中队长、富阳区第一大桥管理所所长、党支部书记、富阳区公路发展有限公司总经理、党总支书记、富阳区交通发展投资集团有限公司党委委员、副总经理、富阳区城市建设投资集团有限公司党委委员、副总经理、富阳区国资委城市建设投资管理办公室副主任;2014 年 8 月,任公司党委委员、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,任公司党委书记、董事长。

冯国亮,男,1977 年出生,汉族,中共党员,在职本科学历;历任富阳区大源镇副镇长、富阳区春建乡党委委员、副乡长、富阳区春建乡党委委员、纪委书记、行政监察室主任、杭州富阳新登城镇建设投资有限公司党委委员、副总经理;2019 年 8 月至今,任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2019 年底,公司合并口径共有在职员工 787 人,从员工文化素质情况来看,本科及以上学历占 33.67%、大专学历占 28.84%、高中及以下学历的占 37.48%;从员工年龄构成来看,20~40 岁的占 44.85%、41~50 岁的占 30.87%、51 岁以上的占 24.26%。

4. 外部支持

近年来,公司在资金注入、资产划拨、财政补贴、政府债务置换等多方面得到了富阳区

政府的大力支持。

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》及杭州市富阳区财政局相关文件,2017—2019 年,富阳区财政局分别向公司拨款 5.00 亿元、2.44 亿元和 2.49 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。

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。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。

2019 年,富阳区国资委将杭州富阳市政园林规划设计有限公司、杭州富城投置业发展有限公司、杭州富阳教育发展有限公司和杭州富阳城建集团房产置业有限公司 100% 股权无偿划转至公司,增加公司“资本公积”12.53 亿元。

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。

根据杭州市富阳区财政局文件，2019 年，公司收到富阳区财政局注入土地资产评估入账价值 25.71 亿元，计入“资本公积”。

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。2017—2018 年，公司分别收到债务补贴资金 9.04 亿元和 15.59 亿元，公司将债务补贴资金直接冲减“财务费用”；2019 年，公司收到财政贴息资金 22.49 亿元，全部冲减“财务费用”。

除债务补贴外，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。2017—2019 年，公司分别收到日常经营经费补贴资金 0.71 亿元、0.58 亿元和 0.63 亿元，公司将日常经营经费补贴资金计入“其他收益”。另外，2019 年，公司收到与日常经营活动无关的财政补助 102.25 万元，计入“营业外收入”。

债务置换

截至 2019 年底，公司累计收到政府债券置换资金 56.75 亿元，其中 2017—2018 年，公司分别收到 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”，公司暂将 2018 年收到的政府债务置换资金计入“长期应付款”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（信用代码：G1033018301086340Y），截至 2020 年 12 月 4 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司建立了相对完善的法人治理结构。

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 8 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 5 名。其中监事会主席 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 2 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、副总经理 4 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

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

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，实行银行预留印鉴实行分管并用制，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。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》。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项目前期部、总师室及监察室三个部门，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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自土地综合开发、水务业务和保障房销售，基础设施建设业务自 2019 年开始确认代建收入。受保障房建设周期影响，公司营业收入波动下降；受土地综合开发业务毛利率下降和水务业务亏损扩大影响，公司综合毛利率持续下降。

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，公司营业收入波动下降，2017—2019 年分别为 31.53 亿元、27.65 亿元和 29.89 亿元，土地综合开发和水务业务是公司营业收入的主要来源，两者在公司营业收入中的占比持续在 80%以上。公司土地综合开发收入主要来自土地出让金返还，受土地成交价格及出让面积变动影响，2017—2019 年土地综合开发收入略有波动，分别为 19.49 亿元、20.09 亿元和 19.58 亿元。其中，2019 年新增土地指标转化业务，实现收入 3.91 亿元，对土地综合开发收

入形成一定补充。2017—2019 年，公司水务业务收入持续下降，分别为 6.26 亿元、6.08 亿元和 4.97 亿元，其中自来水供应收入保持增长，2019 年污水处理业务收入受富阳区产业转型发展，淘汰落后产能，逐步关停造纸企业的影响而大幅下降，工程结算（管道安装）业务收入因农村一户一表建设工程增加而有所增加。

受保障房建设周期影响，公司保障房销售收入波动较大，2017—2019 年分别为 3.54 亿元、0.12 亿元和 1.62 亿元。2019 年，公司新增基础设施建设业务结算代建收入 1.83 亿元。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，2017—2019 年，公司综合毛利率持续下降，分别为 28.84%、25.49%和 23.31%。土地综合开发业务是公司利润的主要来源，期间毛利率持续下降，2019 年为 32.49%。自来水供应受固定资产折旧影响，呈经营亏损状态，近两年受城际铁路施工影响供水损耗较多导致亏损有所扩大；污水处理主要按收入金额等额确认成本；2019 年，保障房销售毛利率同比大幅回落至 18.44%，因 2018 年所售保障房项目仅剩余少量房产，按照项目剩余成本结算，导致 2018 年保障房销售毛利率偏高。基础设施建设业务毛利率为 4.76%。

表 6 公司业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地综合开发	194900.00	61.81	41.08	200919.89	72.65	32.82	195785.85	65.51	32.49
土地整理	194900.00	61.81	41.08	200919.89	72.65	32.82	156644.66	52.41	32.12
土地指标转化	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	39141.19	13.10	33.94
水务	62576.60	19.85	-0.32	60830.02	22.00	-2.39	49744.49	16.64	-4.49
自来水供应	11636.46	3.69	-13.17	12749.92	4.61	-14.73	12803.84	4.28	-29.38
污水处理	41885.23	13.28	0.00	42736.44	15.45	0.00	20718.71	6.93	0.00
工程结算	9054.91	2.87	14.73	5343.66	1.93	7.96	16221.94	5.43	9.42
保障房销售	35418.13	11.23	1.43	1205.82	0.44	60.89	16187.98	5.42	18.44
代建项目	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	18348.85	6.14	4.76
其他业务	22420.66	7.11	47.14	13591.06	4.91	38.73	18817.86	6.30	23.55
合计	315315.39	100	28.84	276546.78	100	25.49	298885.02	100	23.31

注：合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司根据富阳区政府安排承接棚户区改造项目以及道路建设等市政工程，其中棚改项目采用政府购买服务模式，公司不确认收入；棚改之外的基础设施建设主要采用委托代建模式，公司自 2019 年起开始确认收入。公司在建基础设施建设项目待投资规模大，资金需求较大。

公司是富阳区主要的基础设施建设投融资主体，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。

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 2020 年 3 月底，以上棚户区改造项目均已建设完成，公司已支付拆迁补偿款合计 80.52 亿元，计入“存货—开发成本”。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—2019 年，公司分别如约收到 13.82 亿元和 15.12 亿元回购款。公司目前无在建或拟建的棚户区改造项目。

基础设施建设项目（除棚户区改造外）

在富阳区财政局统筹安排下，公司以自有资金和贷款开展基础设施建设。2019 年之前，公司将基础设施投资计入“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，公司未确认相关收入，暂将验收后的项目转入“其他非流动资产”，并按平均法摊销。

2019 年，公司与富阳区政府针对部分项目签订《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。针对其中未完工的项目，公司将前期已投入由“在建工程”转入“存货—开发成本”，并将新增投入计入“存货—开发成本”；针对其中已完工的项目，公司将其从“其他非流动资产”按照净值转入“存货—开发产品”，已摊销部分不转回。

2019 年，公司确认基础设施代建收入 1.83 亿元。

经营性基础设施建设项目

公司、之江公司与杭州地铁合资合营杭州至富阳城际铁路项目，即本期债券募投项目，

项目建设期为 2017 年至 2020 年，运营期为 2021 年至 2046 年。公司按出资比例负责投资 92.10 亿元，未来将获取杭州至富阳城际铁路富阳区境内段的运营收益。截至 2019 年底，公司已投入 37.88 亿元至募投项目，并将投资金额计入“在建工程”。据联合资信了解，公司未来有望通过富阳城区境内城铁沿线周边土地开发等方式补充收入以实现资金平衡。

在建及拟建基础设施项目情况

截至 2020 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 304.03 亿元，已累计投资 62.46 亿元，未来由公司承担的投资额 200.69 亿元。其中“杭州至富阳城际铁路工程”即本期债券募投项目，为公司重点项目之一。2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年，公司重点在建基础设施建设项目分别计划投入 51.75 亿元、22.62 亿元和 21.82 亿元。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司重点在建基础设施项目
(单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	累计已投资	待投资
杭州至富阳城际铁路工程	132.98	37.88	54.22
杭州至富阳城际铁路工程附属配套工程（富阳段）	44.09	13.09	31.00
秦望通道工程（原秦望隧道与广场地下空间开发及配套工程）	78.54	0.08	78.46
北支江水上运动中心	20.00	3.18	16.82
杭富城际铁路宋家塘车辆段上盖物业预留工程（首层盖板）	14.60	0.03	14.57
金桥北路综合管廊	13.82	8.20	5.62
合计	304.03	62.46	200.69

注：杭州至富阳城际铁路工程由公司负责的投资规模为 92.10 亿元
资料来源：公司提供

公司拟建项目主要有汽车北站项目，总投资 15.34 亿元。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。

(2) 土地综合开发业务

公司根据富阳区政府安排承担土地整理职能，贷款坐地、以地贷款、供地还贷，富阳区财政局根据所承担土地开发项目进程及资金需求与公司进行结算，公司土地资源丰富，有望

持续为公司带来可观收益。公司 2019 年新增土地指标转化业务，对土地综合开发收入形成一定补充。

根据富政办〔2011〕47 号文，富阳区人民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，公司与土储中心签订《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”。

2017—2019 年，公司土地开发业务分别投资 11.47 亿元、65.00 亿元和 10.63 亿元，整理出让的地块面积分别为 425 亩、682 亩和 234.82 亩，实现土地出让收入 19.49 亿元、20.09 亿元和 15.66 亿元。2020 年 1—3 月，公司尚未实现土地开发收入。2020 年 3 月底，公司存货中可供出让土地面积 1898.76 亩，账面价值 305.65 亿元（含抵押受限 12.16 亿元）。公司拟开发土地 610 亩，计划总投资 69.50 亿元，公司计划于 2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年分别投

入 23 亿元、19 亿元和 10 亿元。

表8 土地开发业务情况（单位：亩、亿元）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
投资额	11.47	65.00	10.63
整理地块面积	425	682	234.82
实现收入	19.49	20.09	15.66

资料来源：公司提供

2019 年，公司新增土地指标转化业务，系富阳区人民政府指定由公司子公司杭州富阳土地经营发展有限公司（以下简称“土地发展公司”）负责。为加强耕地保护和改进占补平衡，富阳区人民政府对各乡镇（街道）下达了垦造耕地任务。各乡镇（街道）向土地发展公司提出土地整治需求，整理完成后形成建设用地增减挂钩指标、耕地占补平衡指标，各乡镇（街道）购入指标形成土地发展公司相关收益。2019 年，土地发展公司确认土地指标转化收入 3.91 亿元，毛利率为 33.94%。

（3）水务业务

公司水务业务区域市场占有率高，但水务业务公益性较强，盈利能力较弱。

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，覆盖富阳区 95%用水需求；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 2020 年 3 月底，富阳水务下辖 3 个水厂，合计供水能力为日均 34.25 万立方米，输配水管网总长 2212.07 公里。

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 52.34%，非居民用水约 46.91%，特种用水约 0.75%。

表9 公司自来水生产及销售情况

（单位：万吨、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
自来水生产量	7830.66	8795.98	8777.00	1983.00

自来水销售量	7112.62	7558.33	7514.00	1682.00
产销差	10.09	16.37	16.81	17.89

资料来源：公司提供

2017—2019年，富阳水务自来水产量及自来水销量波动上升，2019年分别达8777万吨和7514万吨。同期，富阳水务自来水供应产销差逐年扩大，分别为10.09%、16.37%和16.81%。产销差扩大主要系2018年以来受杭富城际铁路施工影响，自来水管道路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。

2017—2019年，富阳水务自来水供应收入分别为1.16亿元、1.27亿元和1.28亿元，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。2017—2019年公司分别获得经营性补贴资金0.71亿元、0.58亿元和0.63亿元。

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管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，工业污水按出水口装表计量收费。

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。2017—2019年，公司分别确认污水处理费4.19亿元、4.27亿元和2.07亿元。其中，2019年污水处理费同比下降51.52%，主要系江南片区产业转型关停许多造纸厂所致。

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道路安装工程，

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。2017—2019年，公司工程结算业务收入波动上升。其中，2018年为0.53亿元，同比减少0.37亿元，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。2019年，受前期已完工项目结转收入以及农村一户一表建设工程量增加影响，公司实现工程结算收入1.62亿元，同比增加1.09亿元。

截至2020年3月底，公司拟建项目主要有富阳污水处理五期工程、江南水厂改扩建工程，总投资27.17亿元。

(4) 保障房销售

公司以招拍挂方式取得保障房建设用地，项目建成后，由富阳区土储中心支付购买价款，盈利空间不大。在建保障房项目待投资规模较大，公司面临一定资金支出压力。

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。

2017—2019年，公司保障房销售收入分别为3.54亿元、0.12亿元和1.62亿元。其中，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。2019年，保障房销售收入同比大幅增加1.50亿元，主要系项目交付周期以及当期确认收入的保障房单价较高所致。2020年1—3月，公司保障房销售收入0.43亿元。

表10 截至2020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	28260.00	73000.00	3000.00	21900.00
观前村安置小区及教师限价房建设工	19304.00	11400.00	27570.00	--	--

程					
秦望区块搬迁安置房（一）	270000.00	70000.00	515900.00	7500.00	386925.00
秦望区块搬迁安置房（二）	270000.00	102600.00	521500.00	7500.00	391125.00
钢圈厂路安置房	113825.00	2000.00	147900.00	7500.00	110925.00
北支江安置房	214529.00	1500.00	273200.00	4500.00	122940.00
合计	912980.00	215760.00	1559070.00	--	--

注：预计销售收入仅指住宅部分，不含地下车库和商铺
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在建的安置房项目主要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等 6 个安置房项目，可销售面积共计 155.91 万平方米，总投资金额 91.30 亿元，已完成投资 21.58 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，随着融入杭州主城区的相关政策进一步落地，富阳区的进一步发展对富阳区基础设施提出了更高要求，公司各项业务有望继续增长。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年三年连审财务报表和 2019 年财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2019 年底，公司有纳入合并范围的一级子公司 21 家。从合并范围看，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。2019 年，

公司合并范围新增 5 家子公司，其中 4 家系同一控制下无偿划入，1 家系投资设立；同期，无偿划出 1 家子公司，注销 1 家子公司。整体看，新增和减少的子公司资产和收入规模不大，对公司财务数据可比性影响较小。

2019 年底，公司资产总额 873.43 亿元，所有者权益 349.63 亿元（含少数股东权益 13.75 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 29.89 亿元，利润总额 6.35 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，基础设施建设项目投入和往来款占比高，后者对公司资金占用明显。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 34.76%。2019 年底，公司资产总额 873.43 亿元，较上年底增长 29.83%，主要系项目投入和往来款增长所致。近三年流动资产占比持续上升，2019 年底为 77.34%，非流动资产占比为 22.66%。公司资产以流动资产为主。

表 11 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	314.13	65.32	464.60	69.06	675.52	77.34
货币资金	30.71	6.39	38.76	5.76	56.46	6.46
预付款项	39.24	8.16	4.67	0.69	0.49	0.06
其他应收款	84.12	17.49	144.81	21.53	185.99	21.29
存货	152.01	31.61	268.70	39.94	426.79	48.86
非流动资产	166.79	34.68	208.13	30.94	197.92	22.66

在建工程	130.47	27.13	181.31	26.95	150.94	17.28
其他非流动资产	25.02	5.20	14.26	2.12	7.03	0.80
资产总额	480.92	100.00	672.74	100.00	873.43	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 46.64%。2019 年底，公司流动资产 675.52 亿元，较上年底增长 45.40%，主要系存货和其他应收款大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 8.36%）、其他应收款（占 27.53%）和存货（占 63.18%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 35.58%。2019 年底，公司货币资金 56.46 亿元，较上年底增长 45.65%，主要系对外筹资活动流入。其中受限货币资金 18.02 亿元，包括住房基金和质押存单。

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 48.69%。2019 年底，公司其他应收款 185.99 亿元，较上年底增长 28.44%，主要系与富投发公司往来款大幅增长所致，其 在其他应收款中占 89.90%。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。其他应收款共计提坏账准备 0.10 亿元，计提比率为 0.06%。

表 12 2019 年底公司前三名其他应收款单位明细
(单位：亿元)

单位名称	期末金额	账龄	其他应收款中占比	款项性质
杭州富阳投资发展有限公司	167.04	1 年以内、1~2 年	89.90	往来款
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	4.41	1 年以内、1~2 年	2.37	往来款
杭州市富阳区第一人民医院	3.68	2~3 年	1.98	往来款
合计	175.13	--	94.25	--

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司预付款项持续下降，年均复合下降 88.79%，主要系公司预购的地块

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”所致。2019 年底，公司预付款项 0.49 亿元，较上年底下降 89.43%。

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 67.56%。2019 年底，公司存货 426.79 亿元，较上年底增长 58.83%，主要由于公司将原计入“在建工程”和“其他非流动资产”的部分基础设施建设项目转计入“存货”，并对基础设施建设项目持续投入。存货主要由开发产品（占 64.80%）和开发成本（占 34.59%）构成。其中开发产品（账面价值 276.56 亿元）主要是公司储备土地和开发的保障性住房，规模增长主要系政府土地资产注入、预购土地入账及开发成本结转。公司存货未计提减值准备；用于抵押的土地账面价值为 12.16 亿元。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 8.93%。2019 年底，公司非流动资产 197.92 亿元，较上年底下降 4.91%，主要系公司将原计入“在建工程”的部分基础设施建设项目转计入“存货”所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 11.99%）和在建工程（占 76.26%）构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 30.89%。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。2019 年底，公司可供出售金融资产为 3.54 亿元，较上年底增长 42.94%，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。期间，公司未获得可供出售金融资产投资

收益。

表 13 2019 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
杭州富阳泰旺建设发展有限公司	8160.00	10.00
杭州富阳城建设发展有限公司	2764.47	10.00
中电建北亚(杭州)投资有限责任公司	3500.00	10.00
杭州水务银湖制水有限公司	1764.00	10.00
杭州市城市大脑停车系统运营股份有限公司	60.00	2.00
杭州云医健康服务有限公司	150.00	15.00
合计	35398.47	--

资料来源: 公司审计报告

2017—2019 年, 公司长期应收款持续增长, 年均复合增长 25.33%, 主要系融资租赁款保证金增长所致。2019 年底, 公司长期应收款 3.44 亿元, 较上年底略有增长, 为融资租赁款保证金 3.49 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。

2017—2019 年, 公司长期股权投资波动增长, 年均复合增长 153.27%。2019 年底, 公司长期股权投资 8.85 亿元, 较上年底增加 7.63 亿元, 主要是新增对杭州富阳南港建设管理有限公司投资 7.42 亿元。被投资单位为富阳华润燃气有限公司、杭州富阳地下管道开发有限公司、杭州富阳南港建设管理有限公司。

2017—2019 年, 公司固定资产变化较大, 2019 年底为 23.73 亿元, 较上年底增长 362.90%, 主要是购置房屋及建筑物 16.70 亿元。固定资产主要由房屋及建筑物、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 6.35 亿元。

2017—2019 年, 公司在建工程波动增长, 年均复合增长 7.56%。2018 年底, 公司在建工程 181.31 亿元, 较上年底增长 38.97%, 主要系新增项目数量较多所致。2019 年底, 公司在建工程 150.94 亿元, 较上年底下降 16.75%, 主要系公司将原计入“在建工程”的部分基础设施

建设项目转计入“存货”所致。公司在建工程主要包括杭州至富阳城际铁路工程(37.88 亿元)、停车场、北支江水上运动中心等经营性项目和梓树花苑、施家园花苑配套等尚未签署代建协议的基建项目。

2017—2019 年, 公司其他非流动资产快速下降, 年均复合下降 47.00%。2018 年底, 公司其他非流动资产为 14.26 亿元, 较上年底下降 42.99%, 主要系 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 年底, 公司其他非流动资产为 7.03 亿元, 较上年底下降 50.73%, 主要系部分代建项目从其他非流动资产转出核算。

3. 负债和所有者权益

受益于政府注入资金、土地资产和划入股权等, 近年来公司所有者权益明显增长。公司债务规模快速增长, 以长期债务为主, 整体债务负担较重; 在建和拟建项目尚需投资规模大, 公司债务水平或将进一步上升。

所有者权益

2017—2019 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 22.86%。2019 年底, 公司所有者权益为 349.63 亿元(含少数股东权益 13.75 亿元), 较上年底增长 23.05%, 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 2.86%)、资本公积(占 79.43%)和未分配利润(占 12.34%)构成。

2017—2019 年, 公司资本公积波动增长, 年均复合增长 23.85%。2019 年底, 公司资本公积 277.70 亿元, 较上年底增长 21.83%, 主要系公司收到 2.49 亿元财政拨款和 25.71 亿元土地资产, 因划入股权增加资本溢价 12.53 亿元, 以及根据富阳区政府文件, 将 9.11 亿元专项应付款转资本公积。公司资本公积的主要构成为土地资产及资本金。

负债

2017—2019 年，公司负债规模较快增长，年均复合增长 44.95%。2019 年底，公司负债总额 523.81 亿元，较上年底增长 34.79%，主要系对外筹资力度较大。公司负债中非流动负债占 71.44%，占比较上年底略有下降，公司负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面，2017—2019 年，公司流动负债持续增加，年均复合增长 44.01%。2019 年底，公司流动负债合计 149.61 亿元，较上年底增长 50.15%，主要是其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致，主要构成为短期借款（占 20.05%）、应付账款（占 5.47%）、其他应付款（占 40.22%）和一年内到期的非流动负债（占 31.13%）。

2017—2019 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 10.41%。2019 年底，公司短期借款 29.99 亿元，较上年底增长 19.74%，以保证借款和质押借款为主。

2017 年底，公司应付票据 6.14 亿元；2018 年底，公司应付票据均已偿付；2019 年底，公司无新增应付票据。

2017—2019 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 61.73%。2019 年底，公司应付账款 8.18 亿元，较上年底增长 14.83%，主要由拆迁款和货款构成。

2017—2019 年，公司预收款项快速下降，年均复合下降 43.15%。2019 年底，公司预收款项为 1.59 亿元，较上年底下降 35.38%。除预收富阳区土地储备中心土地款（占 34.26%）和预收富阳区财政局代建款（占 10.87%）以外，其余预收款项分布均较为分散。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 107.33%。2019 年底，公司其他应付款 60.18 亿元，较上年底增长 68.92%，主要系往来款增加所致。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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 61.31%。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 46.57 亿元，其中一年内到期的长期借款 45.92 亿元、一年内到期的长期应付款 0.65 亿元。

非流动负债方面，2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 45.34%。2019 年底，公司非流动负债 374.20 亿元，较上年底增长 29.50%，主要系筹资力度加大所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 72.31%）、应付债券（占 22.01%）和长期应付款（占 5.68%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 47.70%。2019 年底，公司长期借款 270.59 亿元，较上年底增长 23.66%，构成以保证借款和质押借款为主，其中信用借款 48.23 亿元。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 76.35%。2018 年底，公司应付债券 40.50 亿元，较上年底增长 52.93%，主要系 2018 年发行的 3.00 亿美元境外债（折合人民币 20.54 亿元）所致。2019 年底，公司应付债券 82.36 亿元，较上年底增长 103.35%，主要系 2019 年新发行 30.00 亿元中期票据和 12.00 亿元债权融资计划所致。

2017—2019 年，公司长期应付款持续增长，年均复合增长 10.12%。2018 年底，公司长期应付款 20.14 亿元，较上年底增长 14.91%，主要系收到政府债务置换款项 3.50 亿元。2019 年底，公司长期应付款 21.25 亿元，较上年底增长 5.53%，系合并范围扩大所致；其中国开证券有限责任公司对子公司杭州富阳住房建设投资有限公司 15.50 亿元投资款和国开发展基金 0.48 亿元借款系有息债务，上述有息负债均已调整至长期债务。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 39.98%。2019 年底，公司全部债务为 445.48 亿元，较上年底增长 35.52%，其中长期债务占比 82.81%，短期

债务占比 17.19%。债务指标方面, 2017—2019 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, 2019 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 51.34%、56.03% 和 59.97%, 较上年底分别增加 2.21 个、2.39 个和 2.07 个百分点。

表 14 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	48.64	52.76	76.56
长期债务	178.72	275.96	368.93
全部债务	227.36	328.72	445.48
长期债务资本化比率	43.55	49.27	51.34
全部债务资本化比率	49.53	53.64	56.03
资产负债率	51.84	57.76	59.97

资料来源: 联合资信根据审计报告和财务报表整理

从公司有息债务到期分布情况来看, 2021—2023 年, 公司分别需偿还有息债务本金 120.87 亿元、103.12 亿元和 76.33 亿元, 2021 和 2022 年公司待偿还的债务规模较大。

4. 盈利能力

近年来公司营业收入波动下降, 财政贴息规模较大, 对公司利润总额影响大。

2017—2019 年, 公司营业收入波动下降, 分别为 31.53 亿元、27.65 亿元和 29.89 亿元, 同期公司营业成本波动增长, 营业利润率波动下降, 分别为 28.58%、21.70% 和 22.79%。

由于自 2017 年起, 公司将收到的政府性债务补贴冲减利息费用, 公司近年来期间费用规模不大。2017—2019 年, 公司分别收到政府性债务补贴 9.04 亿元、15.59 亿元和 22.49 亿元, 冲减后公司财务费用分别为 0.24 亿元、0.62 亿元和 0.09 亿元。2017—2019 年, 公司期间费用占营业收入比重分别为 7.30%、8.52% 和 4.58%。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。

2017—2019 年, 公司其他收益分别为 0.72 亿元、0.58 亿元和 0.63 亿元, 均为政府补助。

2017—2019 年, 公司利润总额分别为 7.65 亿元、4.34 亿元和 6.35 亿元, 公司利润总额对政府补助存在一定依赖。

表 15 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	31.53	27.65	29.89
利润总额	7.65	4.34	6.35
营业利润率	28.58	21.70	22.79
总资本收益率	3.87	3.35	3.75
净资产收益率	3.19	1.51	1.78

资料来源: 联合资信根据审计报告整理

盈利能力指标方面, 2017—2019 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, 2019 年分别为 3.75% 和 1.78%。

5. 现金流

近年来, 公司经营活动现金流由净流出转为净流入; 投资活动现金流净流出规模大幅扩大, 主要是对富阳城际铁路等项目的投入; 公司筹资活动现金流净流入量保持在较大规模, 投资活动所需资金对筹资活动依赖较大。

经营活动方面, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入量持续增长, 年均复合增长 33.64%, 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。2019 年, 公司经营活动现金流入 94.31 亿元, 同比增长 24.38%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 52.94 亿元¹, 收到其他与经营活动有关的现金 41.37 亿元, 主要构成为财政贴息款等政府补助和往来款。2019 年, 公司经营活动现金流出为 83.76 亿元, 同比下降 35.38%, 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 45.78 亿元和 36.63 亿元, 后者主要为公司与富投发公司的往来款流出。2017—2019 年, 公司经营

¹2019 年, 公司部分贷款抵押土地因另有其他用途, 公司使用其他地块进行置换, 过程中涉及约 22 亿元贷款资金的流入和流出, 公司将其计入“销售商品、提供劳务收到的现金”和“购买商品、接受劳务支付的现金”, 若剔除此部分影响, 公司现金收入比为 103.51%。

活动现金流量净额分别为-68.25 亿元、-53.80 亿元和 10.55 亿元，由净流出转为净流入。

从现金收入比来看，2017—2019 年，公司现金收入比均保持在 99%以上，2019 年为 177.13%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出规模快速增长，年均复合增长 103.10%。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，2019 年为 98.07 亿元，主要是对富阳城际铁路等项目的投入。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，分别为-23.12 亿元、-43.53 亿元和 -103.78 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。2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 203.21 亿元、196.83 亿元和 190.66 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流入主要为金融机构借款和发行债券获取的现金，其中，收到其他与筹资活动有关的现金为 16.69 亿元，主要为定期存单解押。2017—2019 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。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 103.20 亿元、104.64 亿元和 97.67 亿元。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	52.80	75.82	94.31
经营活动现金流出量	121.05	129.62	83.76
经营活动现金流净额	-68.25	-53.80	10.55
投资活动现金流净额	-23.12	-43.53	-103.78
筹资活动现金流净额	103.20	104.64	97.67
现金收入比	99.65	147.61	177.13

资料来源：联合资信根据审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标一般，考虑到公司是富阳区主要的基建

主体之一，拥有充足的土地资源以及政府的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率波动上升、速动比率逐年下降，2019 年底分别为 451.52%和 166.25%。2019 年底，公司现金类资产 56.46 亿元，对短期债务 76.56 亿元的覆盖倍数为 0.74 倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 快速增长，分别为 18.82 亿元和 21.11 亿元和 30.84 亿元；EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 1.81 倍、1.30 倍和 1.27 倍数；公司全部债务/EBITDA 波动上升，分别为 12.08 倍、15.57 倍数和 14.44 倍。EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

截至 2020 年 6 月底，公司获得银行授信 475.68 亿元，未使用额度 118.46 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2020年6月底，公司对外担保金额为 132.31亿元，担保比率33.67%，担保对象全部为富阳区国有企业（详见附件3）。总体看，公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司资产、收入主要来自母公司，母公司负债水平较高。

2019 年底，母公司资产总额 698.92 亿元，较上年底增长 28.44%，流动资产和非流动资产占比分别为 76.80%和 23.20%。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 266.73 亿元，较上年底增长 21.73%，其中资本公积占比为 78.30%，母公司所有者权益稳定性良好。

2019 年底，母公司负债总额 432.19 亿元，较上年底增长 32.97%，主要由流动负债构成。其中流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

母公司 2019 年底资产负债率为 61.84%。

2019 年，母公司实现营业收入 19.18 亿元，利润总额 6.01 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模 25 亿元，其中基础发行规模 15 亿元，弹性配售 10 亿元，以最大发行规模 25 亿元为基础测算，相当于 2019 年底公司长期债务的 6.78%、全部债务的 5.61%，对公司现有债务规模影响不大。

2019 年底，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 59.97%、56.03%和 51.34%。以 2019 年底财务数据为基础，考虑公司之后发行的“20 富阳城投 PPN001”和“20 富阳 01”共计 70 亿元，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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 63.90%、60.72%和 57.02%。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 52.80 亿元、75.82 亿元和 94.31 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 2.11 倍、3.03 倍和 3.77 倍；2017—2018 年，公司经营活动现金流量净额为负，对本期债券不具有保障能力，2019 年，公司经营活动现金流量净额为 10.55 亿元，为本期债券拟发行规模的 0.42 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 18.82 亿元、21.11 亿元和 30.84 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 0.75 倍、0.84 倍和 1.23 倍。

考虑到公司 2019 年发行的 4 期中期票据将于 2024 年到期，若本期债券于本年成功发行 25.00 亿元，2024 年已进入本期债券的分期还本期，当年共需偿还债券本金 35.00 亿元，为单年最大合计还本金额；2017—2019 年，公司经营活动现金流入量为单年最大合计还本金额 1.51 倍、2.17 倍和 2.69 倍；公司 EBITDA 分别为单年最大合计还本金额的 0.54 倍、0.60 倍和

0.88 倍。经营活动现金流入量对单年最大合计本金的保障能力尚可。

3. 募投项目偿债能力分析

债券存续期内，募投项目收入对本期债券的本息偿付保障能力弱，考虑到募投项目具有较强的准公共产品特征和良好的社会效益，公司有望获得较大力度的政府专项支持。

根据可研报告，募投项目收入主要包括票价收入、由车站、车辆广告和车站商业开发构成的其他业务收入。募投项目预计在本期债券存续期内实现营业收入 17.40 亿元，包括票价收入 15.82 亿元、其他业务收入 1.58 亿元。票价收入计算方式为客运票价乘以客运量，客运票价按杭州地铁 6 号线的票价计算，即 0.35 元/人公里，客运量将随着运营期的推进而逐渐增长，预测情况详见表 17。其他业务收入暂按票价收入的 10%进行测算。

表 17 杭州至富阳城际铁路主要预测年度客流指标

年度	长度(公里)	日客运量 (万乘次)	客运强度 (万人/公里)	平均距离 (公里)
2023 年	64.3	51.8	0.81	9.8
2030 年	64.3	65.3	1.02	11.5
2045 年	64.3	87.6	87.6	12.1

资料来源：中国铁路设计集团有限公司出具的《杭州至富阳城际铁路工程可行性研究调整报告》

考虑到项目测算数据中的单价和实际情况存在一定偏差，同时，项目未来经营收入易受客流量等因素影响，项目未来收入存在一定不确定性。

本期债券募集资金不超过 25.00 亿元，全部用于募投项目的建设，假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 4.50%。本期债券设置本金分期偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末，每年偿还债券本金的 20%即 5.00 亿元。在不考虑其他因素的情况下，本期债券存续期（2021—2028 年）内募投项目收入为 17.40 亿元，为待偿付本息的 0.57 倍；在本期债券存续期第 3 至 7 年分期还本阶段，募投项目仍处于

运营初期，募投项目收入对本期债券本息的覆盖倍数在 0.42 倍至 0.54 倍之间，保障能力弱。

表 18 本期债券募投项目存续期内现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	存续期							
	合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
收入	174031.44	17923.40	21764.16	25604.92	26221.80	26853.53	27500.55	28163.08
票价收入	158210.40	16294.00	19785.60	23277.20	23838.00	24412.30	25000.50	25602.80
其他业务收入	15821.04	1629.40	1978.56	2327.72	2383.80	2441.23	2500.05	2560.28
偿还本息合计	306250.00	11250.00	11250.00	61250.00	59000.00	56750.00	54500.00	52250.00
偿还利息	56250.00	11250.00	11250.00	11250.00	9000.00	6750.00	4500.00	2250.00
偿还本金	250000.00	--	--	50000.00	50000.00	50000.00	50000.00	50000.00
收入对募投项目对应本息的覆盖倍数	0.57	1.59	1.93	0.42	0.44	0.47	0.50	0.54
收入对募投项目对应利息的覆盖倍数	3.09	1.59	1.93	2.28	2.91	3.98	6.11	12.52
收入对募投项目对应本金的覆盖倍数	0.70	--	--	0.51	0.52	0.54	0.55	0.56

注：假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 4.50%

资料来源：联合资信根据中国铁路设计集团有限公司出具的《杭州至富阳城际铁路工程可行性研究调整报告》整理

综合来看，存续期内，募投项目收入对本期债券的本息偿付保障能力弱；根据《杭州至富阳城际铁路工程可行性研究调整报告》，募投项目全部投资财务内部收益率为负，未来可能对公司整体盈利能力和偿债能力造成不利影响。考虑到募投项目具有较强的准公共产品特征和良好的社会效益，公司有望获得较大力度的政府专项支持。

十一、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。

公司收入主要来自土地综合开发、水务业务和保障房销售，基础设施建设业务自 2019 年开始确认代建收入。受保障房建设周期影响，公司营业收入波动下降；受土地综合开发业务毛利率下降和水务业务亏损扩大影响，公司综合毛利率持续下降。公司在建项目待投资规模大，资金需

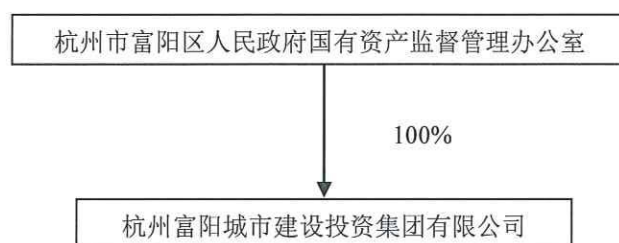
求较大。近年来，公司资产规模持续提升，但债务规模快速增长，公司利润总额对政府补助依赖程度较高。

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。

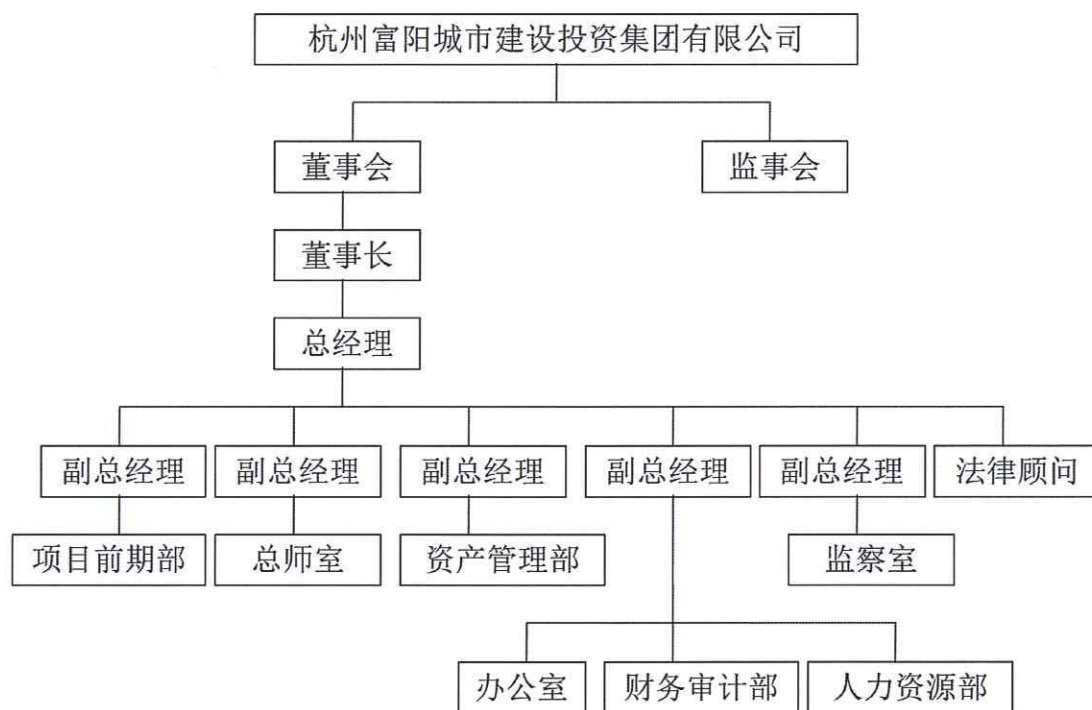
本期债券存续期间，募投项目收入对本期债券的本息偿付保障能力弱。考虑到募投项目具有较强的准公共产品特征和良好的社会效益，公司有望获得较大力度的政府专项支持。

综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底纳入合并范围子公司

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	子公司 层级	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	一级	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	一级	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	杭州富阳城建集团城市经营管理有限公司	50000.00	一级	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	一级	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	一级	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	一级	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	一级	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	一级	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	杭州富阳城投集团(香港)有限公司	50.00 万美元	一级	100.00	--	项目投资
10	杭州富阳市政养护工程有限公司	800.00	一级	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。
11	杭州富阳城市照明工程有限公司	800.00	一级	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
12	杭州富阳鹿山工业园区服务有限公司	100.00	一级	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
13	杭州富阳土地经营发展有限公司	10000.00	一级	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
14	杭州富阳建筑工程质量检测有限公司	500.00	一级	100.00	--	工程质量检测
15	杭州富阳鹿山工业园区建设有限公司	1000.00	一级	100.00	--	鹿山工业基地基础设施配套建设投资
16	杭州富阳金桥城建投资有限公司	5005.00	一级	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

17	杭州富阳市政园林规划设计有限公司	700.00	一级	100.00	--	市政公用行业规划、设计
18	杭州富城投置业发展有限公司	2000.00	一级	100.00	--	建设工程项目投资；自有资产管理；酒店管理；房地产开发经营
19	杭州富阳教育发展有限公司	20000.00	一级	100.00	--	直属学校的基础设施建设；全市各校的信息技术建设；学校后勤社会化服务；投资国有民营、民办公助学校（幼儿园）建设
20	杭州富阳城建集团房产置业有限公司	30000.00	一级	100.00	--	医疗投资管理、物业服务；医疗器械的批发、零售；药品经营
21	杭州富阳医疗教育发展有限公司	10000.00	一级	100.00	--	医疗器械的批发、零售；药品经营；医院和学校基础设施建设和大中修；全区各校的信息技术建设；学校后勤社会化服务；投资国有民营、民办公助学校（幼儿园）建设；医疗教育投资管理（未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务）；物业管理
22	杭州富阳教育后勤服务有限公司	5000.00	二级	--	100.00	物业管理、房屋修缮、餐饮管理服务；室内水电工程、建筑装饰工程、园林绿化工程施工；日用百货、文体用品、办公用品销售
23	杭州富阳水务管道安装有限公司	600.00	二级	--	100.00	供排水设施安装，水暖器材销售
24	杭州富港建设管理有限公司	15000.00 万美元	二级	--	86.67	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：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

附件 2 截至 2020 年 6 月底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	534114.85
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	212000.00
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	105750.00
杭州富春山居集团有限公司	101000.00
杭州富阳新登小城镇投资建设有限公司	83962.00
杭州富阳银湖新区建设有限公司	69000.00
杭州富春湾新城水务有限公司	43447.73
杭州富阳场口新区建设有限公司	35000.00
杭州富阳强民新农村建设有限公司	33000.00
杭州富阳通达公路工程有限公司	30000.00
杭州富阳交拓生态环境工程有限公司	26000.00
杭州富阳富春江房地产开发有限公司	11800.00
浙江东南汽运股份有限公司	10000.00
杭州富阳保安服务有限责任公司	9000.00
杭州富阳清风实业发展有限公司	7000.00
杭州富阳工贸资产经营投资集团有限公司	6000.00
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	5000.00
杭州富春湾新城资产运营有限公司	1000.00
总计	1323074.58

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	30.71	38.76	56.46
资产总额（亿元）	480.92	672.74	873.43
所有者权益（亿元）	231.63	284.13	349.63
短期债务（亿元）	48.64	52.76	76.56
长期债务（亿元）	178.72	275.96	368.93
全部债务（亿元）	227.36	328.72	445.48
营业收入（亿元）	31.53	27.65	29.89
利润总额（亿元）	7.65	4.34	6.35
EBITDA（亿元）	18.82	21.11	30.84
经营性净现金流（亿元）	-68.25	-53.80	10.55
财务指标			
销售债权周转次数（次）	56.36	29.70	44.23
存货周转次数（次）	0.17	0.10	0.07
总资产周转次数（次）	0.08	0.05	0.04
现金收入比（%）	99.65	147.61	177.13
营业利润率（%）	28.58	21.70	22.79
总资本收益率（%）	3.87	3.35	3.75
净资产收益率（%）	3.19	1.51	1.78
长期债务资本化比率（%）	43.55	49.27	51.34
全部债务资本化比率（%）	49.53	53.64	56.03
资产负债率（%）	51.84	57.76	59.97
流动比率（%）	435.45	466.30	451.52
速动比率（%）	224.74	196.61	166.25
经营现金流流动负债比（%）	-94.61	-3.99	7.05
现金短期债务比（倍）	0.63	0.73	0.74
全部债务/EBITDA（倍）	12.08	15.57	14.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.81	1.30	1.27

注：1.长期应付款中有息部分已调整入全部债务；2. EBITDA 利息倍数中已剔除财政贴息资金的影响因素

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	6.22	10.89	19.31
资产总额 (亿元)	411.14	543.16	698.92
所有者权益 (亿元)	160.45	218.12	266.73
短期债务 (亿元)	13.36	18.38	35.05
长期债务 (亿元)	66.30	101.97	193.99
全部债务 (亿元)	79.65	120.36	229.04
营业收入 (亿元)	22.97	20.49	19.18
利润总额 (亿元)	7.13	5.28	6.01
EBITDA (亿元)	13.92	11.25	19.59
经营性净现金流 (亿元)	38.79	-30.14	-54.84
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	603.26	538.30	251.86
存货周转次数 (次)	0.22	0.12	0.06
总资产周转次数 (次)	0.06	0.04	0.03
现金收入比 (%)	100.65	160.73	220.14
营业利润率 (%)	35.06	29.03	28.03
总资本收益率 (%)	5.55	3.13	3.82
净资产收益率 (%)	4.44	2.42	2.25
长期债务资本化比率 (%)	29.24	31.86	42.11
全部债务资本化比率 (%)	33.17	35.56	46.20
资产负债率 (%)	60.97	59.84	61.84
流动比率 (%)	111.65	149.81	229.12
速动比率 (%)	73.04	68.96	94.01
经营现金流动负债比 (%)	21.52	-13.99	-23.41
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.59	0.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.25	2.12	1.52
全部债务/EBITDA (倍)	5.72	10.70	11.69

注: 1. 长期应付款中有息部分已调整入全部债务; 2. EBITDA 利息倍数中已剔除财政贴息资金的影响因素

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年杭州富阳城市建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）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，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

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。