

杭州富春山居集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕2682号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州富春山居集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州富春山居集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 富春债 01/23 富春债”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：

二〇二四年六月二十一日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受杭州富春山居集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

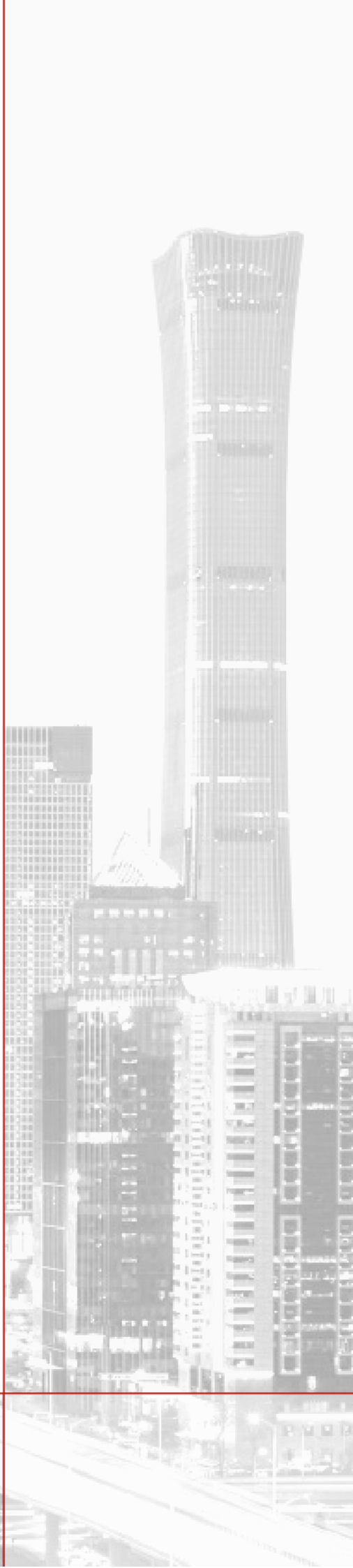
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



杭州富春山居集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
杭州富春山居集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/21
23 富春债 01/23 富春债	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，杭州富春山居集团有限公司（以下简称“公司”）仍是富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，业务板块较为多元化，主营业务包括土地开发整理、基础设施建设、文旅资源开发运营、不动产租赁、粮食收储及粮油销售等，业务开展具有较强的区域竞争优势，其中文旅资源开发运营具有区域专营优势。2023 年，富阳区经济总量和一般公共预算收入同比均实现增长，一般公共预算收入质量较好，财政自给能力较强，公司发展的外部环境良好。经营方面，公司土地开发业务回款较为滞后，基础设施建设项目尚未结算规模较大，文旅项目运营亏损幅度有所收窄，公司在开发和拟开发土地项目、在建基建项目和文旅项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资本支出压力，且文旅项目和自营项目投运后项目运营和收益实现情况存在不确定性，投资回收周期较长；公司不动产租赁业务基本稳定，毛利率维持在高水平；公司粮食收储及粮油销售业务公益属性强，跟踪期内继续收到政府部门拨付的财政补贴。财务方面，公司资产中以土地成本为主的存货、以文旅项目开发成本为主的在建工程和以代建类市政基建项目成本为主的其他非流动资产占比较大，变现能力受政府结算及回款进度、市场环境等因素影响大，应收类款项对公司资金形成一定占用，且部分应收对象股东已出现非标或商票逾期，上述款项回收风险大，公司整体资产质量一般；公司债务规模大幅增长，期限结构较为合理，整体债务负担适中，融资渠道较为合理，集中偿付压力较小；公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现弱，间接融资渠道有待拓宽。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资产注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。

评级展望

未来，随着富阳区土地开发和基础设施建设持续推进，以及文旅项目陆续投入运营，公司主营业务有望稳定开展，并有望持续得到政府的有力支持。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司职能定位显著提升，获得大量优质资产注入，政府支持程度显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司核心资产被划出，区域重要性下降，政府支持程度减弱，再融资环境恶化。

优势

■ **外部发展环境良好。**跟踪期内，富阳区经济总量和一般公共预算收入同比均实现增长，一般公共预算收入质量较好，财政自给能力较强。2023 年，富阳区 GDP 和一般公共预算收入分别为 960.9 亿元和 100.54 亿元，分别同比增长 4.8%和 9.6%；税收收入占一般公共预算收入比重为 80.86%，财政自给率为 73.06%。

■ **有力的外部支持。**公司作为富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，业务开展具有较强的区域竞争优势，其中文旅资源开发运营具有区域专营优势。跟踪期内，公司在资产注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。2023 年，公司获得股东注入的价值 11.87 亿元的机关事业单位公共资产管理中心房屋等资产，并收到政府补助 0.29 亿元。

关注

■ **资金回笼周期较长。**公司资产中以土地成本为主的存货、以文旅项目开发成本为主的在建工程和以市政基建项目成本及预付土地出让金为主的其他非流动资产占比较大，变现能力受政府结算及回款进度、市场环境等因素影响大，资金回笼周期较长。此外，公司应收类款项中部分应收对象股东已出现非标或商票逾期，上述款项回收风险大。

■ **资本支出压力较大。**公司土地开发、基础设施建设和文旅项目开发尚需投资规模大，公司资本支出压力较大。

■ **文旅项目运营受市场环境因素影响存在不确定性。**公司文旅资源开发与运营业务自 2020 年起呈亏损状态，公司在建文旅项目投运后项目运营和收益实现情况存在不确定性，投资回收周期较长。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AA ⁺

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

主要财务数据

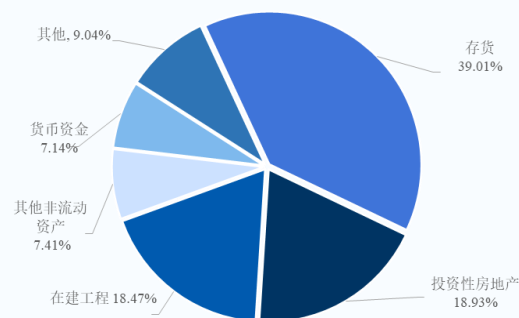
合并口径		
项目	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	5.96	23.84
资产总额（亿元）	302.09	333.77
所有者权益（亿元）	141.66	143.81
短期债务（亿元）	14.39	12.58
长期债务（亿元）	92.99	130.75
全部债务（亿元）	107.38	143.32
营业总收入（亿元）	6.37	6.84
利润总额（亿元）	1.32	0.99
EBITDA（亿元）	4.07	1.36
经营性净现金流（亿元）	-28.27	1.62
营业利润率（%）	28.10	28.75
净资产收益率（%）	0.58	0.58
资产负债率（%）	53.11	56.91
全部债务资本化比率（%）	43.12	49.92
流动比率（%）	309.24	393.42
经营现金流动负债比（%）	-72.50	3.66
现金短期债务比（倍）	0.41	1.90
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	0.20
全部债务/EBITDA（倍）	26.37	105.39

公司本部口径		
项 目	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	260.18	302.34
所有者权益（亿元）	110.96	115.82
全部债务（亿元）	92.52	111.20
营业总收入（亿元）	3.93	2.99
利润总额（亿元）	1.54	0.80
资产负债率（%）	57.35	61.69
全部债务资本化比率（%）	45.47	48.98
流动比率（%）	298.36	238.00
经营现金流动负债比（%）	-61.81	7.64

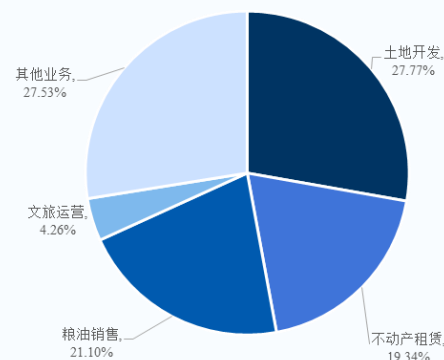
注：1. 本报告将长期应付款和其他非流动负债中有息债务调整至长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

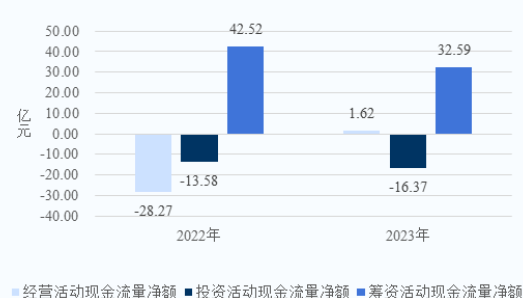
2023 年底公司资产构成



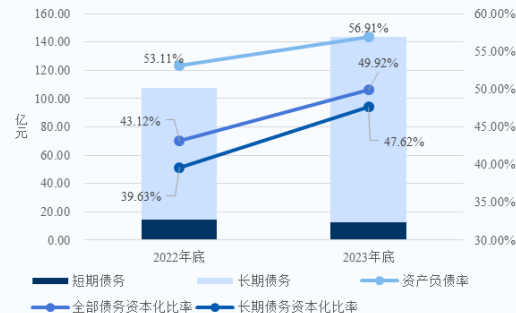
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
23 富春债 01/23 富春债	10.50 亿元	10.50 亿元	2033/07/03	回售选择权、票面利率选择权、分期还本

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 富春债 01/ 23 富春债	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/09	胡元杰 张婧茜	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：胡元杰 huyj@lhratings.com

项目组成员：孙 婧 sunjing1@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州富春山居集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司由富阳市国有资产管理委员会（现更名为“杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理办公室”，以下简称“富阳区国资办”）于 2002 年 3 月出资成立。截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，富阳区国资办和浙江省财务开发有限责任公司分别持有公司 90.00%和 10.00%股权，富阳区国资办为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和主营业务未发生变化。公司作为富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，业务板块较为多元化，主营业务包括土地开发整理、基础设施建设、文旅资源开发运营、不动产租赁、粮食收储及粮油销售等。

截至 2023 年底，公司本部内设财务部、资产经营管理部、项目建设管理部等职能部门；公司合并范围内拥有子公司 15 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 333.77 亿元，所有者权益 143.81 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 6.84 亿元，利润总额 0.99 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市富阳区富春街道富春街 162 号；法定代表人：王昱杰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月底，公司由联合资信评级的公开市场存续债券详见图表 1，募集资金已使用完毕，跟踪期内尚未到首次付息日。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月底公司由联合资信评级的公开市场存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
23 富春债 01/23 富春债	10.50	10.50	2023/07/03	5+5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“23 富春债 01/23 富春债”募投项目包括富春法院区块江畔府邸安置房建设项目、龙门古镇美丽乡村建设项目和杭州富阳阳陂湖生态项目配套工程—新劳动教育基地项目，截至 2023 年底均处于主体施工阶段，尚未完工结算，且未产生收入。截至 2023 年底，募投项目完成投资情况详见图表 8。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力很大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

2023 年，富阳区经济总量和一般公共预算收入同比均实现增长，一般公共预算收入质量较好，财政自给能力较强。整体看，公司发展的外部环境良好。

富阳区是杭州市市辖区，位于杭州市西南部，东邻西湖区、萧山区，南依诸暨市、桐庐县，西接临安市，北连余杭区。截至 2023 年底，富阳区下辖 5 个街道和 19 个乡镇，辖区面积 1821 平方公里，户籍人口 70.1 万人，常住人口 85.7 万人。

交通方面，长深高速（G25）和杭州绕城高速西复线（S43）在富阳区交汇，G320、S305、S307 等国省干线均途径富阳区，杭黄高铁和杭温高铁（在建）均穿越富阳区并设有站点，杭州萧山国际机场距富阳区中心约 60 公里。

产业方面，富阳区拥有富阳国家级经济技术开发区（银湖新城、东洲新城）、江南新城、鹿山（金桥）新城和新登新区等四大产业平台，以及硅谷小镇、药谷小镇、黄公望金融小镇等特色小镇，集聚了总部研发、电子信息、文化创意、物联网、电子商务、生物医药、先进装备制造、智慧体育等八大特色产业，区内知名上市企业包括浙江富春江环保热电股份有限公司、浙江金固股份有限公司、杭州中泰深冷技术股份有限公司、浙江华达新材料股份有限公司等。

图表 2 • 富阳区主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	873.3	917.4	960.9
GDP 增速（%）	7.7	2.1	4.8
固定资产投资增速（%）	36.2	17.0	10.1
三产结构	5.7:44.8:49.5	5.7:44.0:50.3	5.6:42.2:52.3
人均 GDP（万元）	12.60	13.17	13.73

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，富阳区经济总量同比继续保持增长，在杭州市排名第 9 位，产业结构仍以第三产业为主。同期，富阳区规模以上工业增加值 285.6 亿元，同比增长 0.3%。其中，高新技术产业增加值 190.5 亿元，同比增长 2.6%；战略性新兴产业增加值 110.1 亿元，同比增长 1.5%；固定资产投资同比增长 17.0%，其中，生态环保、城市更新和水利设施投资同比增长 31.3%，高新技术产业投资同比增长 39.6%，房地产开发投资同比增长 5.9%。

图表 3 • 富阳区主要财政指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	105.02	91.74	100.54
一般公共预算收入增速（%）	16.5	-3.3	9.6
税收收入（亿元）	98.56	75.6	81.3
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	93.85	82.41	80.86

一般公共预算支出（亿元）	118.00	135.69	137.62
财政自给率（%）	89.00	67.61	73.06
政府性基金收入（亿元）	203.61	164.99	175.91
地方政府债务余额（亿元）	232.87	266.59	292.40

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，富阳区一般公共预算收入和税收收入同比均有所增长，一般公共预算收入在杭州市排名第 9 位，税收收入占一般公共预算收入比重小幅下降，一般公共预算收入质量较好。同期，富阳区一般公共预算支出同比小幅增长，财政自给能力较强。2023 年，富阳区政府性基金预算收入同比有所增长，主要系国有土地使用权出让金收入增长所致。截至 2023 年底，富阳区政府债务余额 292.40 亿元，其中一般债务余额 88.98 亿元，专项债务余额 203.42 亿元。

根据《杭州市富阳区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，富阳区将构建“一核两翼三片”空间格局，重点建设环阳陂湖、富春湾两大板块，协同发展富春、银湖、东洲、鹿山板块，加快融入“省域一小时航空高铁交通圈、市区一小时通勤交通圈”，打造“外联内畅、城乡一体”的立体综合交通体系，构建杭州西南综合交通枢纽。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍为富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，业务板块较为多元化，主营业务包括土地开发整理、基础设施建设、文旅资源开发运营、不动产租赁、粮食收储及粮油销售等，业务开展具有较强的区域竞争优势，其中文旅资源开发运营具有区域专营优势。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913301837360484614），截至 2024 年 5 月 8 日，公司本部无未结清的关注类和不良类贷款记录，近五年无已结清和未结清的关注类和不良类贷款记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 19 日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、内部管理制度和高级管理人员未发生重大变化。

（三）经营方面

1 经营概况

2023 年，得益于公司粮油销售收入以及其他业务中物业服务收入增长，公司营业总收入同比增长 7.45%；公司营业总收入仍主要来自土地开发、不动产租赁和粮油销售业务。同期，公司综合毛利率变化不大。

图表 4•2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率（%）	收入	占比	毛利率（%）
土地开发	28000.00	43.97	23.00	19000.00	27.77	20.00
不动产租赁	12319.65	19.35	91.58	13228.83	19.34	92.72
粮油销售	7917.10	12.43	-9.06	14435.06	21.10	-0.29
文旅运营	1049.65	1.65	-154.16	2916.53	4.26	-7.24
其他业务	14386.57	22.59	36.22	18833.56	27.53	31.13
合计	63672.97	100.00	32.35	68413.99	100.00	31.68

注：其他业务收入包括物业服务、劳务派遣、广告费等收入；尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 业务经营分析

(1) 土地开发业务

公司土地开发业务回款较为滞后；在开发和拟开发土地项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资本支出压力。

公司土地开发业务由公司本部负责运营，杭州市富阳区土地储备中心（以下简称“富阳土储”）与公司签订《合作土地开发协议》，公司负责筹集资金进行土地开发，并负责土地征用、拆迁、补偿及安置工作。在竣工验收后，富阳土储与公司就具体地块的开发成本及管理费进行结算，土地开发管理费一般不超过土地开发成本的 30.00%，公司将成本及加成的管理费确认为收入。2023 年，受当期结算的土地开发项目体量下降影响，公司土地开发收入同比下降 32.14%，当期实现回款 3.16 亿元。截至 2023 年底，公司土地开发业务累计确认收入 9.22 亿元，累计回款 3.96 亿元，回款较为滞后。

图表 5 • 截至 2023 年底公司重要在开发土地项目情况（亩、亿元）

地块名称	面积	计划总投资	已投资
万市 1 号	16.00	1.22	0.02
万市 2 号	23.33	0.59	0.10
泗州造纸遗址地块	119.99	2.00	0.02
方里村 1 号地块	4.99	0.38	0.01
合计	164.31	4.19	0.15

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2023 年底，公司在开发土地项目面积合计 164.31 亩，计划总投资 4.19 亿元，已投资 0.15 亿元；拟开发土地面积合计 245.35 亩，计划总投资 18.75 亿元。整体看，公司土地开发项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资本支出压力。

图表 6 • 截至 2023 年底公司重要拟开发土地项目情况（亩、亿元）

地块名称	面积	计划总投资
杭州安河乡村度假酒店	84.35	6.43
富春 91-1 号	75.00	5.74
富春 65 号	86.00	6.58
合计	245.35	18.75

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(2) 基础设施建设

跟踪期内，公司仍未确认代建管理费收入，基础设施建设项目尚未结算规模较大，对公司资金形成较大占用；在建项目未来尚需投资规模较大。

公司基础设施建设业务主要由公司本部通过委托代建模式开展，项目类型以公共场馆、行政用房等公建类基础设施和保障性住房为主。杭州市富阳区机关企事业单位公共资产管理中心等行政主管单位就具体项目与公司签订《代建管理合同》，委托公司负责筹集建设资金并对项目进行全过程管理。相关行政主管单位按年度核算工程投资额并按照当年投资额 3.00%~8.00% 不等的比例支付代建管理费，公司以代建管理费确认基础设施建设业务收入。在项目竣工验收后，公司将与委托单位进行结算并将项目移交给委托单位。财务处理方面，公司将基础设施代建成本计入“其他非流动资产”科目，待收到竣工结算款后进行冲抵。

2021 年以来，受富阳区政府建设规划调整影响，公司在建项目未按年度核算工程投资额并结算代建管理费，公司未确认基础设施建设业务收入。截至 2023 年底，公司基础设施代建项目尚未结算的项目成本为 24.66 亿元，对公司资金形成较大占用。

截至 2023 年底，公司重要在建基础设施代建项目计划总投资 31.36 亿元，已投资 24.21 亿元；无重要拟建基础设施代建项目。

图表 7 • 截至 2023 年底公司重要在建基础设施代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
富阳区博物馆、美术馆、档案馆“三馆合一”	4.97	4.21
东洲 12 号地块公共租赁住房配建	3.04	2.25
高桥公租房	2.60	2.24
公安局特训基地	2.15	1.46
青少年活动中心	1.87	1.74

公安业务技术用房	1.97	1.53
第六期经济房适用房	1.95	1.71
第七期经济房	1.84	1.27
第八期经济房	1.62	1.23
殡仪馆改扩建	1.70	0.83
第十期保障房	1.66	1.17
第九期保障房	1.47	0.99
市委党校	1.30	0.87
“1+7”红色综合体（一期）	0.99	0.93
公安技术用房设备智能化及装修	2.23	1.78
合计	31.36	24.21

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司部分基础设施项目通过自营模式开展，公司自筹资金开展项目建设，建成后通过自主运营实现建设资金回笼并获取运营收益。截至 2023 年底，公司主要在建自营项目计划总投资 20.71 亿元，已投资 10.53 亿元；公司暂无重要拟建基础设施自营项目。

图表 8 • 截至 2023 年底公司重要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
江畔府邸安置房建设项目	14.32	7.30
龙门古镇美丽乡村建设项目	3.87	1.36
阳陂湖生态项目配套工程—新劳动教育基地项目	2.52	1.87
合计	20.71	10.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）文旅资源开发与运营

跟踪期内，公司文旅项目运营亏损幅度有所收窄；在建文旅项目尚需投资规模大，公司存在较大的资本支出压力，且投运后项目运营和收益实现情况存在不确定性，投资回收周期较长。

公司文旅资源开发与运营业务主要由子公司杭州黄公望隐居地旅游发展有限公司（以下简称“公望旅发”）、杭州龙门古镇旅游发展有限公司（以下简称“龙门旅发”）和杭州富春山居生态发展有限公司（以下简称“富春生态”）负责运营，运营中的文旅项目主要通过富阳区政府划拨取得。截至 2023 年底，公司主要运营的文旅项目包括黄公望隐居地、龙门古镇和阳陂湖景区。其中，黄公望隐居地和龙门古镇为 4A 级景区。

图表 9 • 截至 2023 年底公司主要旅游项目收费标准情况（单位：元）

项目名称	价格标准
黄公望隐居地	门票 50（本地游客免票）
	观光车 20（单程）/30（往返）
	停车场 10（小轿车）/20（大巴车）
龙门古镇	门票 70（成人）/35（儿童）
	观光车 30（成人）/15（儿童）
阳陂湖	天鹅岛游船（南—北） 50（成人）/25（儿童）
	观光船（南—北） 40（成人）/20（儿童）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，得益于公司运营的主要景区游客接待量增加以及 2022 年促进消费相关的优惠政策不再执行，公司文旅运营收入同比增加 1866.88 万元。同期，公司文旅项目运维成本相对固定，运营亏损幅度大幅收窄。

图表 10 • 公司主要文旅项目游客接待情况（单位：万人）

项目名称	2022 年	2023 年
黄公望隐居地	15.19	20.15

龙门古镇	16.36	64.86
阳陂湖	191.80	202.80
合计	223.35	287.81

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司在建文旅项目的建设资金主要来源于公司自筹和财政专项资金，建成后计划通过景区门票、观光车票、餐饮服务等运营收入实现资金回笼。截至 2023 年底，公司重要在建文旅项目包括阳陂湖生态修复治理项目和阳陂湖生态项目配套工程，计划总投资 66.45 亿元，已投资 49.89 亿元（含财政专项资金 10.00 亿元）。同期末，公司无重要拟建文旅项目。整体看，公司在建文旅项目尚需投资规模大，公司存在较大的资本支出压力，且投运后项目运营和收益实现情况存在不确定性，投资回收周期较长。

图表 11 • 截至 2023 年底公司重要在建文旅项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
阳陂湖生态修复治理项目	7.38	9.86
阳陂湖生态项目配套工程项目	59.07	40.03
合计	66.45	49.89

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）不动产租赁业务

跟踪期内，公司不动产租赁业务基本稳定，毛利率维持在高水平。

公司不动产租赁业务主要由公司本部和子公司杭州公望国有资产经营有限公司（以下简称“公望资产”）负责运营，用于租赁的不动产主要通过政府划拨取得。公司通过公开拍租、协议出租等方式将其持有的商铺、办公楼等不动产对外出租，合同期限一般为 3 年，租金原则上按年收取。截至 2023 年底，公司用于对外租赁的不动产合计 1111 处（间），面积合计 40.70 万平方米，出租率为 57.78%。

2023 年，得益于公司对外出租的不动产面积增加，公司不动产租赁收入同比增长 7.38%。同期，公司不动产租赁业务毛利率继续维持在 90%以上。

（5）粮食收储及粮油销售

公司承担富阳区粮食收储及粮油销售任务，业务公益属性强，跟踪期内继续收到政府部门拨付的财政补贴。

公司粮食收储及粮油销售业务包括市级储备粮油、订单粮（含保护价粮）和政府调控粮销售，由子公司富阳粮储负责运营。富阳粮储的主要职责为接受政府指令收购本地粮食或从外地采购粮食、补充本地储备粮油的不足以及做好粮油的销售与保管工作。同时，富阳粮储还承担富阳区驻军的粮油供应以及救灾、应急粮油的供应任务。截至 2023 年底，公司拥有 6 个库点、61 个储粮廋间，储粮量为 7.01 万吨。

2023 年，得益于市级储备粮油和订单粮（含保护价粮）销售额增加，公司粮油销售收入同比增长 82.33%，但业务公益属性强，仍处于亏损状态。同期，公司获得地方政府提供的粮食收储及粮油销售相关补贴 0.20 亿元。

3 未来发展

公司作为富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，未来将继续聚焦主业，围绕富阳区整体规划持续推动项目落地，实现专业化和多元化发展。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，截至 2023 年底，公司合并范围内拥有子公司 15 家。2023 年，公司合并范围投资新设 1 家子公司。公司合并范围新增的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2023 年底，公司资产规模有所增长，其中以土地成本为主的存货、以文旅项目开发成本为主的在建工程和以代建类市政基建项目成本为主的其他非流动资产占比较大，变现能力受政府结算及回款进度、市场环境等因素影响大，应收类款项对公司资金形成一定占用，且部分应收对象股东已出现非标或商票逾期，上述款项回收风险大。整体看，公司资产质量一般。

图表 12 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	120.59	39.92	174.75	52.35
货币资金	5.96	1.97	23.84	7.14
应收账款	6.76	2.24	6.08	1.82
其他应收款	16.00	5.30	14.25	4.27
存货	91.81	30.39	130.21	39.01
非流动资产	181.50	60.08	159.03	47.65
投资性房地产	66.30	21.95	63.19	18.93
在建工程	56.35	18.65	61.66	18.47
其他非流动资产	51.28	16.97	24.72	7.41
资产总额	302.09	100.00	333.77	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2023 年底，公司资产总额较 2022 年底增长 10.49%，主要系货币资金和存货增长所致，资产结构较为均衡；公司货币资金主要由银行存款（23.81 亿元）构成，其中 346.16 万元因账户受限而使用受限，受限比例很低；公司应收账款主要由应收富阳土储的土地开发款（占 86.38%）构成，得益于富阳土储对往期土地开发项目回款，公司应收账款较 2022 年底下降 10.12%；公司应收账款的账龄以 1 年以内（占 13.15%）和 1~2 年（占 86.85%）为主；公司累计对应收账款计提坏账准备 10.68 万元；公司其他应收款主要由往来款（占 78.32%）和拆借款（占 20.38%）构成，其中关联方及无风险组合占 99.45%，公司未对上述组合区分账龄；从集中度上看，公司应收杭州曲文发商业管理有限公司（公司参股企业，实际控制人为西安曲江新区管理委员会，以下简称“杭州曲文发”）的往来款和杭州启祥房地产开发有限公司（公司参股企业，实际控制人为杭州市人民政府）的拆借款分别占 80.41%和 7.52%，集中度较高，其中，杭州曲文发的三级控股股东（西安曲江文化产业投资（集团）有限公司）已出现非标产品及商票逾期，四级控股股东（西安曲江文化控股有限公司）已出现非标产品逾期，上述往来款项回款风险大；公司累计对其他应收款计提坏账准备 493.39 万元；受经济适用房项目持续投入影响，公司存货大幅增长，主要由以经济适用房建设成本为主的开发产品和开发成本（合计占 17.46%）和以城镇住宅用地为主的拟开发土地（占 76.67%）构成，公司未对存货计提跌价准备；公司投资性房地产均为商铺、办公楼等用于租赁的房屋建筑物；公司在建工程主要由阳陂湖生态修复治理项目、阳陂湖生态项目配套工程项目等在建文旅项目成本构成；公司其他非流动资产主要由代建类市政基础设施项目成本（24.66 亿元）构成。同期末，公司受限资产 8785.87 万元，受限比例很低，受限资产包括用于借款抵押的投资性房地产 8439.71 万元和因账户受限而使用受限的货币资金 346.16 万元。

2 资本结构

（1）所有者权益

2023 年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性较好。

2023 年底，得益于股东注入资产，公司所有者权益较 2022 年底小幅增长；公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比较大，权益结构稳定性较好。同期末，受富阳区国资办将机关事业单位公共资产管理中心的房屋等资产注入公司，以及公司按照公允价值调减土地使用权入账价值综合影响，公司资本公积较 2022 年底增长 7.16%；公司未分配利润较 2022 年底下降 50.55%，主要系公司计提应付富阳区国资办的国有资本收益所致。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	10.00	7.06	10.00	6.95
资本公积	95.94	67.73	102.82	71.49
其他综合收益	24.77	17.49	24.77	17.22

未分配利润	9.47	6.68	4.68	3.26
所有者权益合计	141.66	100.00	143.81	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(2) 负债

公司债务规模大幅增长，期限结构较为合理，整体债务负担适中，融资渠道较为合理，集中偿付压力较小。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	39.00	24.31	44.42	23.38
短期借款	2.17	1.35	2.06	1.09
其他应付款	19.13	11.92	28.69	15.10
一年内到期的非流动负债	12.23	7.62	10.51	5.53
非流动负债	121.44	75.69	145.55	76.62
长期借款	51.62	32.17	87.75	46.19
应付债券	36.41	22.70	28.08	14.78
长期应付款（合计）	27.62	17.21	13.99	7.37
其他非流动负债	0.00	0.00	10.00	5.26
负债总额	160.44	100.00	189.96	100.00

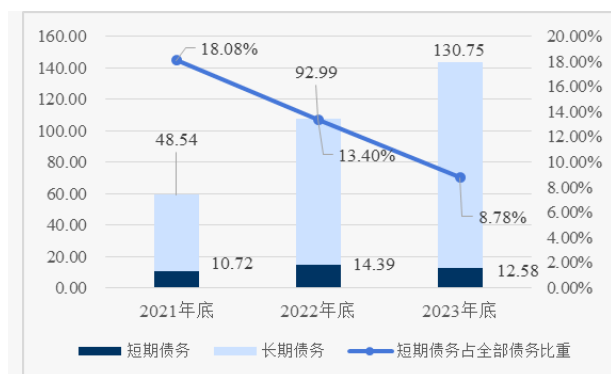
注：长期应付款（合计）包括长期应付款和专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2023 年底，受外部融资规模扩大影响，公司负债总额较 2022 年底增长 18.40%，构成以非流动负债为主；公司经营性负债主要包括以往来款（28.02 亿元）为主的其他应付款和由工程专项拨款构成的专项应付款（9.05 亿元）。

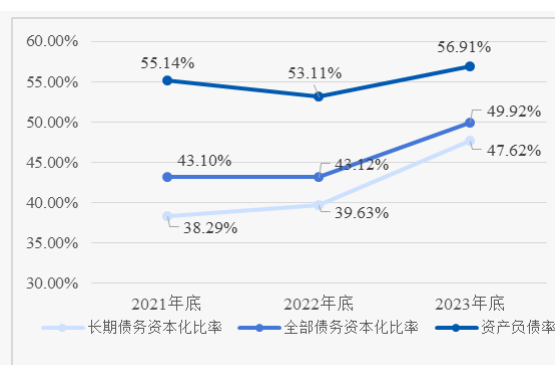
2023 年底，公司全部债务 143.32 亿元，较 2022 年底增长 33.47%，其中，短期债务占 8.78%，长期债务占 91.22%，期限结构较为合理；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2022 年底有所上升，公司整体债务负担适中。融资渠道方面，公司银行借款、债券融资和融资租赁借款分别占全部债务的 69.73%、19.57%和 3.53%，主要合作银行包括中国工商银行、邮储银行、中信银行、恒丰银行等，融资渠道较为合理；融资成本方面，公司银行借款利率主要集中于 3.98%~4.19%，债券发行利率分布在 3.87%~4.90%之间，融资租赁借款利率为 6.45%，公司平均融资成本为 4.20%。从债务期限分布看，2024—2026 年，公司集中偿付压力较小。

图表 15 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 16 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 17 • 截至 2023 年底公司债务期限分布情况

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	12.58	9.69	9.00	112.05	143.32
占全部债务的比例	8.78%	6.76%	6.28%	78.18%	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 盈利能力

2023 年，公司营业总收入有所增长，政府补助对利润总额有一定贡献，盈利能力有待提升。

2023 年，得益于粮油销售以及物业服务收入增长，公司营业总收入同比增长 7.45%，营业成本同比增长 8.51%，营业利润率同比略有上升，盈利能力有待提升。

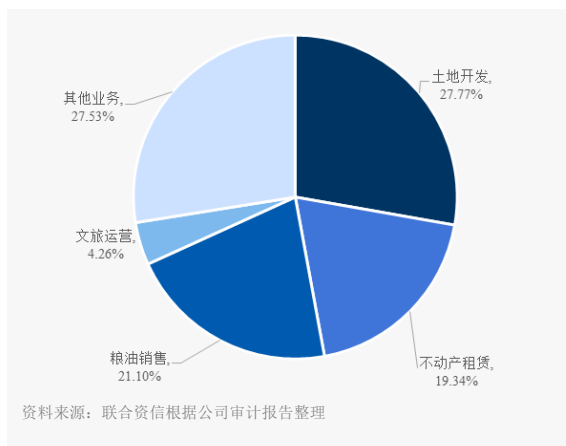
非经营性损益方面，2023 年，公司其他收益同比下降 23.80%，均为政府补助，政府补助对利润总额有一定贡献。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	6.37	6.84
营业成本	4.31	4.67
费用总额	1.04	0.98
其他收益	0.38	0.29
利润总额	1.32	0.99
营业利润率	28.10%	28.75%
总资本收益率	1.36%	0.33%
净资产收益率	0.58%	0.58%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 19 • 2023 年公司营业总收入构成



4 现金流

2023 年，得益于富阳土储对往期土地开发项目回款，经营活动现金由净流出转为小幅净流入；受文旅项目建设支出规模增加影响，公司投资活动现金净流出规模有所扩大；公司筹资活动现金继续净流入。随着公司项目建设持续开展以及债务持续滚续，公司外部融资需求较大。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	24.97	37.26
经营活动现金流出小计	53.24	35.64
经营活动现金流量净额	-28.27	1.62
投资活动现金流入小计	0.04	4.10
投资活动现金流出小计	13.62	20.47
投资活动现金流量净额	-13.58	-16.37
筹资活动前现金流量净额	-41.86	-14.74
筹资活动现金流入小计	61.04	85.29
筹资活动现金流出小计	18.52	52.70
筹资活动现金流量净额	42.52	32.59
现金收入比	62.09%	111.81%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入主要来自土地开发、不动产租赁、文旅运营等主营业务经营回款及往来款收现；公司销售商品、接受劳务收到的现金为 7.65 亿元，同比增长 93.50%，主要系富阳土储对往期土地开发项目回款所致，得益于此，公司现金收入比显著提升，收入实现质量处于高水平。2023 年，受业务运营支出下降以及往来款净收现规模增加影响，公司经营活动现金由净流出转为小幅净流入。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入主要由公司当期处置杭州富阳云庐置业有限公司股权产生，投资活动现金流出主要用于文旅项目建设支出。同期，受文旅项目建设支出规模增加影响，公司投资活动现金净流出规模有所扩大。

2023 年，公司筹资活动前现金净流出规模大幅收窄；公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和发行债券。同期，公司筹资活动现金继续净流入。随着公司项目建设持续开展以及债务持续滚续，公司外部融资需求较大。

5 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现弱，间接融资渠道有待拓宽。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	309.24%	393.42%
	速动比率	73.81%	100.28%
	现金短期债务比（倍）	0.41	1.90
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	4.07	1.36
	全部债务/EBITDA（倍）	26.37	105.39
	EBITDA/利息支出（倍）	0.90	0.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2023 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较 2022 年底有所上升，公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看，2023 年，受 EBITDA 大幅下降影响，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力均明显下降，公司长期偿债能力指标表现弱。

银行授信方面，截至 2023 年底，公司获得银行授信额度为 151.58 亿元，已使用额度为 114.30 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保余额 9.80 亿元，担保比率为 6.81%，被担保对象包括富阳区属国有企业及其参股企业，公司或有负债风险较小。

图表 22 • 截至 2023 年底公司对外担保情况

被担保对象	担保余额（万元）
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	19000.00
杭州富阳天泽摩安资产管理有限公司	20000.00
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	30000.00
杭州富春湾光电科技有限公司	29000.00
合计	98000.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未决诉讼方面，截至 2023 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁事项。

6 公司本部财务分析

公司本部主要承担集团管理职能，并负责土地开发、基础设施建设及部分不动产租赁业务，公司资产和债务主要集中于公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异较小，公司本部对下属子公司管控力度较强。

（五）ESG 方面

公司积极履行作为地方国有企业的社会责任，内控制度较为完善，ESG 信息披露质量有待改善。整体来看，目前公司 ESG 表现一般，对持续经营的影响较小。

环境方面，作为城市基础设施投资企业，公司在项目建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。近三年，公司未发生污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司具有较强的管控能力，且建立了比较有效的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力很强，公司作为富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，跟踪期内在资产注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。

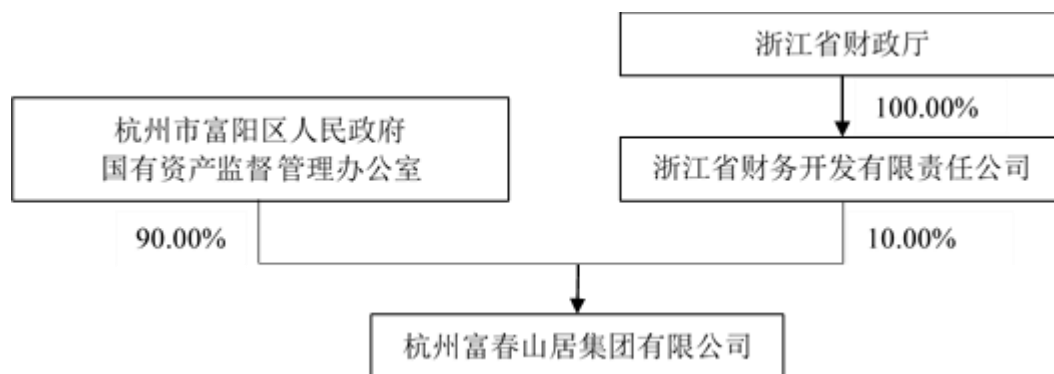
公司实际控制人为富阳区国资办。2023 年，富阳区经济总量和一般公共预算收入同比均实现增长，一般公共预算收入质量较好，财政自给能力较强。整体看，公司实际控制人综合实力很强。

公司作为富阳区重要的土地开发整理、基础设施建设和文旅资源开发运营主体，业务板块较为多元化，业务开展具有较强的区域竞争优势，其中文旅资源开发运营具有区域专营优势。跟踪期内，公司在资产注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。2023 年，富阳区国资办将价值 11.87 亿元的机关事业单位公共资产管理中心的房屋等资产注入公司。同期，公司收到政府补助 0.29 亿元。整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

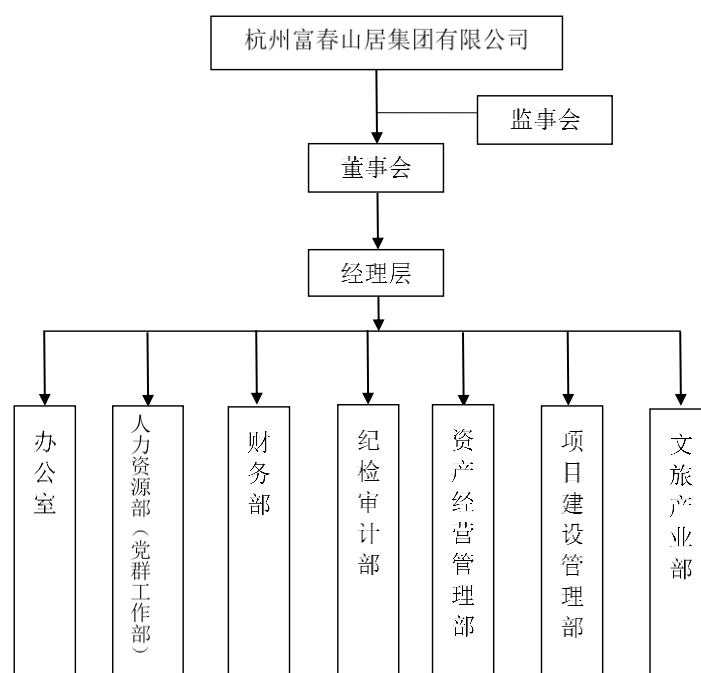
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 富春债 01/23 富春债”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并范围内子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
杭州市富阳区粮食收储有限公司	交政通业运输、仓储和邮政业	100.00	0.00	无偿划转
杭州富阳国有农林资产经营有限公司	农、林、牧、渔业	100.00	0.00	无偿划转
杭州富阳清风实业发展有限公司	房地产业	100.00	0.00	设立
杭州富阳文化旅游发展有限公司	商务服务业	100.00	0.00	无偿划转
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	商务服务业	100.00	0.00	无偿划转
杭州黄公望隐居地旅游发展有限公司	商务服务业	100.00	0.00	无偿划转
杭州龙门古镇旅游发展有限公司	商务服务业	45.83	45.83	无偿划转
杭州富阳三国圆旅游发展有限公司	旅游业	100.00	0.00	设立
杭州富春山居生态发展有限公司	旅游业	100.00	0.00	设立
杭州公望国有资产经营有限公司	商务服务业	100.00	0.00	无偿划转
杭州富阳传媒有限公司	广播、电视、电影和录音制作业	100.00	0.00	设立
杭州富阳阳陂湖文化研究院有限公司	互联网服务	100.00	0.00	设立
杭州数智富春科技有限公司	软务业件和信息技术服务业	100.00	0.00	设立
杭州东梓关旅游开发有限公司	旅游业	0.00	80.00	设立
杭州富阳富汪置业有限公司	房地产开发	100.00	0.00	设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	5.96	23.84
应收账款（亿元）	6.76	6.08
其他应收款（亿元）	16.00	14.25
存货（亿元）	91.81	130.21
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00
固定资产（亿元）	1.49	2.74
在建工程（亿元）	56.35	61.66
资产总额（亿元）	302.09	333.77
实收资本（亿元）	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.04	0.03
所有者权益（亿元）	141.66	143.81
短期债务（亿元）	14.39	12.58
长期债务（亿元）	92.99	130.75
全部债务（亿元）	107.38	143.32
营业总收入（亿元）	6.37	6.84
营业成本（亿元）	4.31	4.67
其他收益（亿元）	0.38	0.29
利润总额（亿元）	1.32	0.99
EBITDA（亿元）	4.07	1.36
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.95	7.65
经营活动现金流入小计（亿元）	24.97	37.26
经营活动现金流量净额（亿元）	-28.27	1.62
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.58	-16.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	42.52	32.59
财务指标		
销售债权周转次数（次）	1.21	1.07
存货周转次数（次）	0.07	0.04
总资产周转次数（次）	0.03	0.02
现金收入比（%）	62.09	111.81
营业利润率（%）	28.10	28.75
总资本收益率（%）	1.36	0.33
净资产收益率（%）	0.58	0.58
长期债务资本化比率（%）	39.63	47.62
全部债务资本化比率（%）	43.12	49.92
资产负债率（%）	53.11	56.91
流动比率（%）	309.24	393.42
速动比率（%）	73.81	100.28
经营现金流动负债比（%）	-72.50	3.66
现金短期债务比（倍）	0.41	1.90
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	0.20
全部债务/EBITDA（倍）	26.37	105.39

注：1. 本报告将长期应付款和其他非流动负债中有息债务调整至长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	5.57	23.32
应收账款（亿元）	6.52	5.47
其他应收款（亿元）	13.05	19.01
存货（亿元）	89.81	122.56
长期股权投资（亿元）	3.44	8.59
固定资产（亿元）	0.30	0.29
在建工程（亿元）	50.47	58.54
资产总额（亿元）	260.18	302.34
实收资本（亿元）	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	110.96	115.82
短期债务（亿元）	6.80	7.63
长期债务（亿元）	85.72	103.57
全部债务（亿元）	92.52	111.20
营业总收入（亿元）	3.93	2.99
营业成本（亿元）	2.25	1.65
其他收益（亿元）	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.54	0.80
EBITDA（亿元）	4.29	1.19
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.46	4.19
经营活动现金流入小计（亿元）	34.96	152.75
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.83	5.48
投资活动现金流量净额（亿元）	-14.36	-4.10
筹资活动现金流量净额（亿元）	39.30	16.34
财务指标		
销售债权周转次数（次）	0.77	0.50
存货周转次数（次）	0.04	0.02
总资产周转次数（次）	0.02	0.01
现金收入比（%）	37.12	140.18
营业利润率（%）	37.40	40.78
总资本收益率（%）	1.80	0.38
净资产收益率（%）	0.98	0.63
长期债务资本化比率（%）	43.58	47.21
全部债务资本化比率（%）	45.47	48.98
资产负债率（%）	57.35	61.69
流动比率（%）	298.36	238.00
速动比率（%）	65.40	67.13
经营现金流动负债比（%）	-61.81	7.64
现金短期债务比（倍）	0.82	3.06
EBITDA 利息倍数（倍）	0.95	0.21
全部债务/EBITDA（倍）	21.55	93.82

注：1. 本报告将长期应付款和其他非流动负债中有息债务调整至长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 3 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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持