

杭州富春山居集团有限公司

2025 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〔2025〕3752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：

二〇二五年六月二十六日

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。

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。

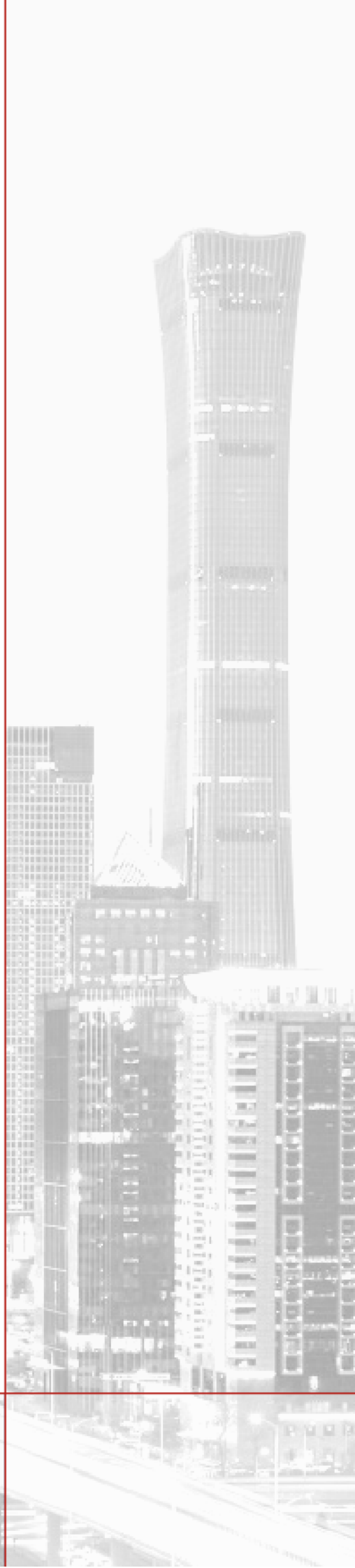
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2025 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	2025/06/26
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”）剥离粮油销售业务和部分传媒业务，同时新增保安和集采配送业务，职能定位变化不大，仍是富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，业务开展具有较强的区域竞争优势。2024 年，富阳区经济总量同比实现增长，财政自给能力较强，一般公共预算收入基本稳定，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，文旅运营收入大幅增长，但亏损幅度有所扩大，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；公司黄公望隐居地和龙门古镇已取消门票收费，预期未来文旅运营收入将有所下降；公司不动产租赁业务有所增长，毛利率很高；当期公司新增保安和集采配送业务，对公司收入形成一定补充。财务方面，公司资产变现能力受政府结算及回款进度、市场环境等因素影响大，且应收类款项对公司资金形成一定占用，公司整体资产质量一般；公司债务规模大幅增长，整体债务负担偏重，融资结构较为合理；公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱，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。**2024 年，富阳区 GDP 同比增长 3.30%至 1004.74 亿元；一般公共预算收入为 100.98 亿元，一般公共预算收入质量较好；财政自给率为 73.84%，财政自给能力较强。

■ **有力的外部支持。**公司作为富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，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。2024 年，公司获得无偿划转的杭州富阳保安服务有限责任公司，收到政府补助 0.08 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和以文旅项目开发成本为主的在建工程占比较大，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。

■ **文旅项目运营受市场环境影响存在不确定性，文旅运营收入或将下降。**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。公司黄公望隐居地和龙门古镇已取消门票收费，预期未来文旅运营收入将有所下降。

■ **债务规模大幅增长，资本支出压力较大。**2024 年底，公司全部债务较上年底增长 27.63%。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较大，公司资本支出压力较大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
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				+5
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：由于公司财务风险评价结果弱化，公司指示评级由上次评级的 a⁺ 变动为 a⁻，个体调整情况无变动，故公司的个体信用等级由 a⁺ 变动为 a⁻。
外部支持变动说明：公司实际控制人综合实力很强，在资产注入和政府补助等方面给予公司大力的外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

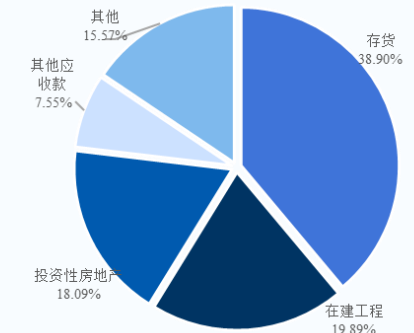
主要财务数据

合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	5.96	23.84	12.88
资产总额（亿元）	302.09	333.77	360.66
所有者权益（亿元）	141.66	143.81	146.37
短期债务（亿元）	14.39	12.58	23.31
长期债务（亿元）	92.99	130.75	159.62
全部债务（亿元）	107.38	143.32	182.93
营业总收入（亿元）	6.37	6.84	8.14
利润总额（亿元）	1.32	0.99	1.08
EBITDA（亿元）	4.07	1.36	1.46
经营性净现金流（亿元）	-28.27	1.62	-29.31
营业利润率（%）	28.10	28.75	19.77
净资产收益率（%）	0.58	0.58	0.65
资产负债率（%）	53.11	56.91	59.42
全部债务资本化比率（%）	43.12	49.92	55.55
流动比率（%）	309.24	393.42	443.89
经营现金流动负债比（%）	-72.50	3.66	-68.52
现金短期债务比（倍）	0.41	1.90	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	0.20	0.17
全部债务/EBITDA（倍）	26.37	105.39	125.23

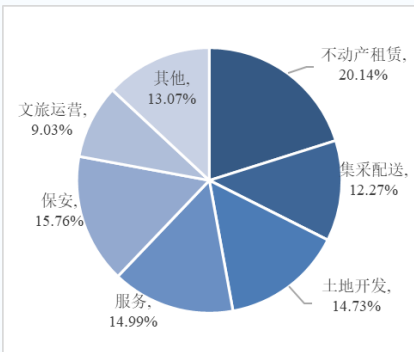
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	260.18	302.34	316.09
所有者权益（亿元）	110.96	115.82	112.14
全部债务（亿元）	92.52	111.20	137.95
营业总收入（亿元）	3.93	2.99	1.92
利润总额（亿元）	1.54	0.80	0.59
资产负债率（%）	57.35	61.69	64.52
全部债务资本化比率（%）	45.47	48.98	55.16
流动比率（%）	298.36	238.00	221.13
经营现金流动负债比（%）	-61.81	7.64	-30.00

注：1. 2023 年财务数据取自审计报告期末数，未追溯调整数据；2. 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；3. 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；4. 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

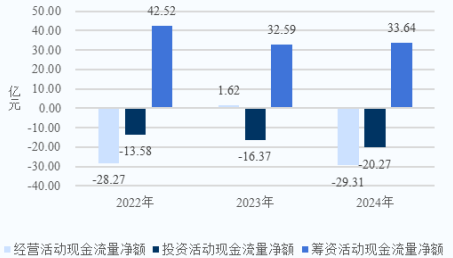
2024 年底公司资产构成



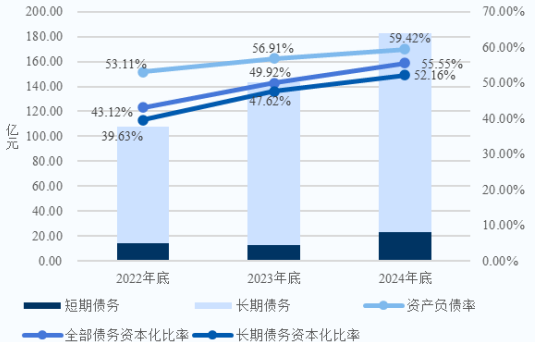
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



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	2024/06/21	胡元杰 孙婧	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
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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王文燕 wangwy@lhratings.com

项目组成员：胡元杰 huyj@lhratings.com

朱玉洁 zhuyj@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 2024 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，公司职能定位未发生明显变化，主营业务中剥离了粮油销售业务和部分传媒业务，同时新增了保安业务和集采配送业务。公司仍为富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，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、保安和集采配送等。

截至 2024 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 17 家。

截至 2024 年底，公司资产总额 360.66 亿元，所有者权益 146.37 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2024 年，公司实现营业总收入 8.14 亿元，利润总额 1.08 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：陈孝华。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 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，且已按时付息。

图表 1 • 截至 2025 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	10（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一新劳动教育基地项目。截至 2024 年底，富春法院区块江畔府邸安置房建设项目尚处于施工建设阶段，龙门古镇美丽乡村建设项目已基本完工，后续等待竣工结算；杭州富阳阳陂湖生态项目配套工程一新劳动教育基地项目已完工 95%；募投项目均未产生收入。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给快速增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

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。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

富阳区全面实施主导产业培育行动，突出智能装备、光电通信、数字安防、生物医药、集成电路五大主导产业链，2024 年，富阳区经济总量同比实现增长，固定资产投资大幅下降，一般公共预算收入基本稳定，财政自给能力较强。整体看，公司发展的外部环境良好。

富阳区为浙江省杭州市辖区，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，位于长三角经济圈南翼和沪杭甬“金三角”交汇点。同时，富阳区位于“城西科创大走廊”和“钱塘江金融港湾”融合发展的节点上，区位优势明显。截至 2024 年底，富阳区下辖 5 个街道、13 个镇、6 个乡，常住人口 86.1 万人，常住人口城镇化率 73.40%。

近年来，富阳区突出智能装备、光电通信、数字安防、生物医药、集成电路五大主导产业链，全面实施主导产业培育行动，持续放大产业集群新优势。富阳区将五大产业链重点布局于银湖科技城、富春湾新城、东洲新城等区块，依托浙江大华智联有限公司、浙江海正药业股份有限公司、天津飞旋科技股份有限公司等各领域龙头企业，全方位推进产业基础高级化和产业链价值提升。此外，富阳区加快传统制造业改造提升，围绕绿色冶炼及金属制品、新型建材、运动器材板块进行全产业链拓展提升。

图表 2 • 富阳区主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	917.4	960.9	1004.74
GDP 增速（%）	2.1	4.8	3.30
固定资产投资增速（%）	17.0	10.1	-23.30
三产结构	5.7:44.0:50.3	5.6:42.2:52.3	5.7:33.0:61.3
人均 GDP（万元）	13.17	13.73	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据富阳区国民经济和社会发展统计公报，2024 年，富阳区地区生产总值有所增长，在杭州市下辖 15 个区县中排第 9 名，其中，第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 56.9 亿元、331.5 亿元和 616.4 亿元，以第二、三产业为主。同期，富阳区规模以上工业增加值 258.5 亿元；固定资产投资完成 560.8 亿元，同比下降 23.30%，其中制造业投资增长 14.1%，高新技术产业投资增长 10.9%。2024 年，富阳区房地产开发投资完成 245.7 亿元。

图表 3 • 富阳区主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	91.74	100.54	100.98
一般公共预算收入增速（%）	-3.3	9.6	0.4

税收收入（亿元）	75.6	81.3	78.88
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	82.41	80.86	78.11
一般公共预算支出（亿元）	135.69	137.62	136.76
财政自给率（%）	67.61	73.06	73.84
政府性基金收入（亿元）	164.99	175.91	146.57
地方政府债务余额（亿元）	266.59	292.40	312.49

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年，富阳区一般公共预算收入同比变化不大，税收收入略有下降，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变化不大，财政自给能力较强。2024 年，富阳区政府性基金预算收入有所下降，主要系土地出让金收入下降所致。截至 2024 年底，富阳区政府债务余额 312.49 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，富阳区国资办根据不同企业定位对区域内企业的主营业务进行调整，公司无偿划出杭州市富阳区粮食收储有限公司和杭州富阳传媒有限公司，剥离了粮油销售业务和部分传媒业务；同时杭州富阳保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）无偿划入至公司，公司新增了保安业务。2024 年，公司积极开拓业务，新增集采配送业务。上述业务板块变化对公司收入规模和业务结构有一定影响。公司职能定位变化不大，公司仍是富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，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、保安和集采配送等，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，截至 2025 年 4 月 9 日，公司本部无未结清的关注类和不良类贷款记录；近五年来，公司本部无已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 2025 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司有严重失信行为、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，公司取消监事会，并更新了公司章程；公司内部管理制度未发生重大变化；部分董事和高管发生变动，均为正常人事调整，不影响公司整体运作。2024 年 6 月，王昱杰不再担任公司董事长，陈孝华担任公司董事长。2024 年 7 月，何佳丽不再担任公司董事，倪建中担任公司董事，蒋中兴担任公司财务负责人。2025 年 4 月，李伟平不再担任公司董事和总经理。

（三）经营方面

1 经营概况

2024 年，公司营业总收入同比增长 19.04%，公司剥离粮油销售业务和部分传媒业务，同时新增保安和集采配送业务，收入结构有所调整。2024 年，公司不动产租赁、服务和文旅运营收入同比均有所增长，土地开发业务收入同比有所下降。随着收入结构变化和部分业务毛利率下降，公司综合毛利率下降。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
不动产租赁	13228.83	19.34	92.72	16400.33	20.14	78.05
集采配送	--	--	--	9993.22	12.27	0.86

粮油销售	14435.06	21.10	-0.29	--	--	--
土地开发	19000.00	27.77	20.00	12000.00	14.73	20.00
服务	6058.51	8.86	5.54	12210.92	14.99	5.88
保安	--	--	--	12835.42	15.76	13.70
文旅运营	2916.53	4.26	-7.24	7356.61	9.03	-9.30
其他	12775.06	18.67	43.25	10643.99	13.07	5.89
合计	68413.99	100.00	31.68	81440.49	100.00	21.74

注：1. 上表中 2023 年经营数据取自审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 上表中服务业务包括劳务派遣和信息技术服务业务，其他业务收入包括物业服务、养护和商品销售等收入；3. 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。

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。2024 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 36.84%，当期实现回款 0.70 亿元。截至 2024 年底，公司土地开发业务累计确认收入 10.42 亿元，应收账款中应收杭州市富阳区土地储备中心 5.87 亿元，回款较滞后。

图表 5 • 截至 2024 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
泗洲造纸遗址地块	119.99	2.00	0.03
方里村 1 号地块	4.99	0.38	0.07
合计	164.31	4.19	0.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 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 0.22 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 2024 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，公司在建项目未来仍需投入一定规模的资金。

受富阳区规划建设规划调整影响，2021 年以来公司在建项目未按年度核算工程投资额结算代建管理费，公司未确认基础设施建设业务收入，公司基础设施建设业务模式调整为自营模式开展。截至 2024 年底，公司已投运的自营项目包括三馆合一项目、高桥公租房和青少年活动中心等，主要通过租赁和销售等方式进行资金平衡。截至 2024 年底，公司主要在建自营项目计划总投资规模 22.41 亿元，尚需投资 6.51 亿元，项目建设资金全部来源于贷款及自筹，建成后通过租赁、出售等方式自主运营实现建设资金回笼并获取运营收益。截至 2024 年底，公司暂无重要拟建基础设施自营项目。

图表 7 • 截至 2024 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	9.30
龙门古镇美丽乡村建设项目	3.87	3.10
阳陂湖生态项目配套工程—新劳动教育基地项目	2.52	2.40
殡仪馆改扩建	1.70	1.10
合计	22.41	15.90

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（3）文旅资源开发与运营

2024 年，公司文旅运营收入同比大幅增长，运营亏损幅度有所扩大。公司黄公望隐居地和龙门古镇已取消门票收费，预期未来公司文旅运营收入将有所下降；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 2024 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 8 • 截至 2024 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
龙门古镇	15（单程）/30（往返）
	停车场
	10（小轿车）/20（大巴车）
阳陂湖	门票
	70（成人）/35（儿童）
	观光车
	30（成人）/15（儿童）
	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：联合资信根据企业提供的资料整理

2024 年，公司文旅运营业务收入同比大幅增长，主要系公司积极组织灯会、展会等各种活动，场地租赁收入增长所致。黄公望隐居地 2024 年 7 月起因火灾而暂停营业，并于 2025 年 5 月 31 日重新开放，受此影响，黄公望隐居地 2024 年接待游客数量同比大幅下降。龙门古镇和阳陂湖接待游客数据同比略有增加。门票方面，为促进当地经济发展和旅游体验，黄公望隐居地景区在重新开放后不再收取门票费用，龙门古镇自 2025 年 4 月 28 日起取消门票，预期未来公司文旅运营业务收入可能将有所减少。公司文旅项目运维成本相对固定，2020 年起公司文旅运营业务持续亏损，2024 年运营亏损幅度有所扩大。

图表 9 • 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	2024 年
黄公望隐居地	15.19	20.15	11.90
龙门古镇	16.36	64.86	68.20
阳陂湖	191.80	202.80	206.30
合计	223.35	287.81	286.40

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 2024 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、阳陂湖生态项目配套工程和泗洲中国古代造纸遗址综保复兴项目，计划总投资 77.75 亿元，已投资 53.33 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较大，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 10 • 截至 2024 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	10.68	9.86
阳陂湖生态项目配套工程项目	59.07	42.15
泗洲中国古代造纸遗址综保复兴项目	8.00	1.32
合计	77.75	53.33

注：上表中总投资金额为计划数据，与实际项目总投资金额有差异
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（4）不动产租赁业务

2024 年，公司不动产租赁业务收入有所增长，毛利率有所下降但仍处于很高水平。

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 2024 年底，公司用于对外租赁的不动产合计 1252 处（间），面积合计 42.57 万平方米，出租率为 62.36%。2024 年，受出租率提升影响，公司租赁业务收入同比增长 23.97%，但由于当期多个租赁项目进行大修，维修费用增长，租赁业务毛利率有所下降，但仍处于很高水平。

（5）其他业务

通过无偿划入资产和开拓业务，公司新增保安服务和集采配送业务，新增的业务丰富了公司业务结构，对收入形成补充，并抵销了其他资产划出的影响。

保安公司从事安保服务业务，2024 年，保安公司无偿划入公司，主要为富阳区区域内的学校、金融系统、电力系统、政府机关、国有企业等单位提供安保服务，采取市场化开拓的方式获取项目，部分项目需要通过招投标流程获取，根据派驻的安保人员数量收取安保服务费用。2023 年和 2024 年，保安公司的保安业务收入分别为 1.59 亿元和 1.28 亿元，毛利率分别为 4.37% 和 13.70%。2024 年，保安公司业务范围有所减小，得益于成本控制，毛利率有所提升。

截至 2024 年底，公司保安业务的签约单位共 99 家，主要的客户为富阳区教育局、杭州富春湾新城资产运营管理有限公司、浙江富阳农村商业银行股份有限公司等企业。2024 年，公司保安业务的主要客户收入合计为 5915.67 万元，客户集中度一般。

公司集采配送业务主要由子公司杭州富阳清风实业发展有限公司负责运营，为新拓展的业务，主要为富阳区区域内的学校的食堂、超市供应食材、日常生活用品和文化用品，同时通过招标引入运营商，负责运营区域内学校的校园超市等。2024 年，公司集采配送收入为 1.00 亿元，毛利率为 0.86%，毛利率很低；回款 7830 万元，回款略滞后。

3 未来发展

公司作为富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，未来将房屋租赁业务、集采配送、土地开发整理、保安业务等主营业务进一步发展壮大，同时积极开拓新的业务领域，实现专业化和多元化发展。

（四）财务方面

公司提供了 2024 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 2024 年底，公司合并范围内拥有子公司 17 家。2024 年，公司合并范围通过无偿划入新增子公司保安公司，新设立 3 家子公司，通过无偿划出减少 2 家子公司。整体看，公司合并范围变动子公司规模较小，财务数据可比性较强，但对公司收入结构存在一定影响。

1 资产质量

2024 年底，公司资产规模有所增长，其中以土地成本为主的存货和以文旅项目开发成本为主的在建工程占比较大，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。整体看，公司资产质量一般。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	174.75	52.35	189.85	52.64
货币资金	23.84	7.14	12.88	3.57
应收账款	6.08	1.82	9.01	2.50
其他应收款	14.25	4.27	27.23	7.55
存货	130.21	39.01	140.28	38.90
非流动资产	159.03	47.65	170.80	47.36
投资性房地产	63.19	18.93	65.24	18.09
在建工程	61.66	18.47	71.75	19.89
其他非流动资产	24.72	7.41	26.56	7.36
资产总额	333.77	100.00	360.66	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年底，公司资产总额较上年底增长 8.05%，主要系其他应收款、存货和在建工程增长所致，资产结构较为均衡。随着项目建设持续投入，公司货币资金较上年底大幅下降，主要由银行存款（7.84 亿元）构成，其中 5.00 亿元因定期存款质押而使用受限，受限比例为 38.83%。受应收土地开发款和租金增加影响，公司应收账款较上年底有所增长；公司应收账款主要由应收富阳土储的土地开发款（占 65.10%）构成，前五大应收账款占比为 81.53%，集中度很高；公司应收账款的账龄以 1 年以内（占 67.76%）和 2~3 年（占 29.82%）为主；公司累计对应收账款计提坏账准备 50.82 万元，计提比例较低。公司其他应收款主要由往来款（占 95.57%）和拆借款（占 3.94%）构成；公司前五大其他应收账款占比为 99.05%，集中度很高；公司累计对其他应收款计提坏账准备 785.97 万元。受拟开发土地增长影响，公司存货较上年底有所增长，主要由以经济适用房建设成本为主的开发产品及开发成本（合计占 6.12%）和以城镇住宅用地为主的拟开发土地（占 89.79%）构成，公司未对存货计提跌价准备。公司投资性房地产较上年底变化不大，均为以公允价值计量的商铺、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基础设施项目成本（26.40 亿元）构成。同期末，公司受限资产 5.00 亿元，受限比例很低，受限资产为用于定期存款质押的货币资金。

图表 12 • 截至 2024 年底公司前五大其他应收款情况

单位名称	款项性质	年末余额（亿元）	占其他应收款年末余额合计数的比例（%）	账龄
杭州富阳国有资本运营管理有限公司	往来款	22.96	84.06	1 年内
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	往来款	2.18	7.98	1 年内
杭州启祥房地产开发有限公司	拆借款	1.08	3.94	2~4 年
杭州市富阳区粮食收储公司	往来款	0.74	2.70	1~4 年
渤海国际信托股份有限公司	押金保证金	0.10	0.37	1~2 年
合计	--	27.05	99.05	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2024 年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性较好。

2024 年底，受保安公司划入影响，资本公积和所有者权益较上年底均小幅增长；公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比较高，权益结构稳定性较好。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	10.00	6.95	10.00	6.83
资本公积	102.82	71.49	104.78	71.59
其他综合收益	24.77	17.22	24.25	16.57
未分配利润	4.68	3.26	5.74	3.92
所有者权益合计	143.81	100.00	146.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）负债

2024 年底，公司债务规模大幅增长，仍以长期债务为主，融资结构较为合理，整体债务负担偏重。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	44.42	23.38	42.77	19.96
短期借款	2.06	1.09	10.01	23.41
应付账款	0.70	1.56	2.38	5.57
其他应付款	28.69	15.10	14.81	34.62
一年内到期的非流动负债	10.51	5.53	13.30	31.10
非流动负债	145.55	76.62	171.52	80.04
长期借款	87.75	46.19	112.37	65.52
应付债券	28.08	14.78	28.10	16.38
长期应付款（合计）	13.99	7.37	13.38	7.80
其他非流动负债	10.00	5.26	12.14	7.08
负债总额	189.96	100.00	214.29	100.00

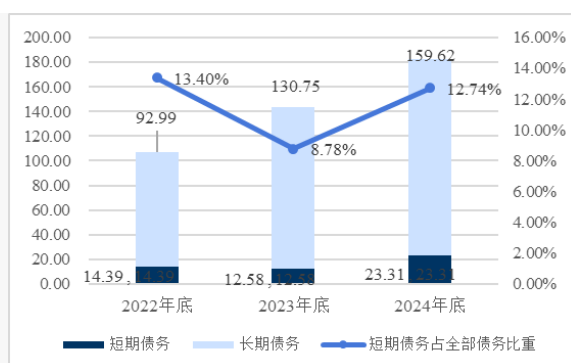
注：长期应付款（合计）包括长期应付款和专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年底，受外部融资规模扩大影响，公司负债总额较上年底增长 12.80%，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为主的其他应付款、应付货款和工程款为主的应付账款和由工程专项拨款构成的专项应付款（6.37 亿元）。

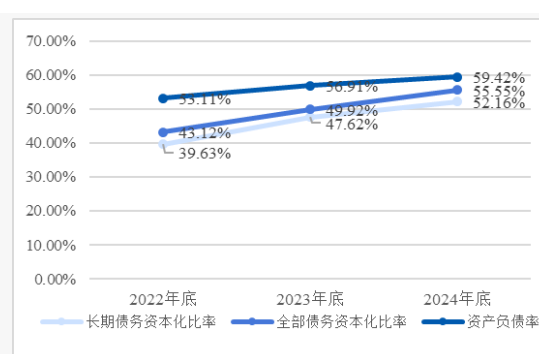
2024 年底，公司全部债务 182.93 亿元，较上年底增长 27.63%，其中，短期债务占 12.74%，长期债务占 87.26%，以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所上升，公司整体债务负担偏重。融资渠道方面，公司银行借款、债券融资和融资租赁借款分别占全部债务的 73.19%、15.37%和 11.44%，主要合作银行包括中国工商银行、邮储银行、中信银行、恒丰银行等，融资结构较为合理。

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

3 盈利能力

2024 年，公司收入结构发生变动，营业总收入有所增长，利润主要来自主营业务利润，盈利能力仍有待提升。

2024 年，得益于不动产租赁、服务收入增长以及新增集采配送和保安业务，公司营业总收入同比增长 19.04%，营业成本同比增长 36.36%，营业利润率同比有所下降。2024 年，公司利润总额和净资产收益率有所增长，总资本收益率稳定。

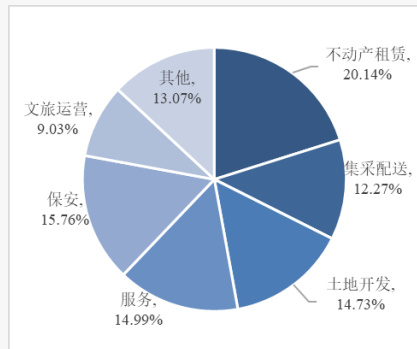
非经营性损益方面，2024 年，公司其他收益同比大幅下降至 0.08 亿元，为政府补助，2024 年利润主要来自主营业务利润。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业总收入	6.84	8.14
营业成本	4.67	6.37
费用总额	0.98	0.65
其他收益	0.29	0.08
利润总额	0.99	1.08
营业利润率	28.75%	19.77%
总资本收益率	0.33%	0.33%
净资产收益率	0.58%	0.65%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 18 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

2024 年，受往来款净支出规模大幅增加影响，公司经营活动现金大额净流出；受文旅项目建设持续投入影响，公司投资活动现金持续大额净流出；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 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	37.26	26.27
经营活动现金流出小计	35.64	55.58
经营活动现金流量净额	1.62	-29.31
投资活动现金流入小计	4.10	0.03
投资活动现金流出小计	20.47	20.29
投资活动现金流量净额	-16.37	-20.27
筹资活动前现金流量净额	-14.74	-49.57
筹资活动现金流入小计	85.29	54.49
筹资活动现金流出小计	52.70	20.85
筹资活动现金流量净额	32.59	33.64
现金收入比	111.81%	73.29%

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，2024 年，公司经营活动现金流入主要来自土地开发、不动产租赁、集采配送、保安和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、提供劳务收到的现金为 5.97 亿元，同比下降 21.97%，公司现金收入比大幅下降，收入实现质量弱化。2024 年，受往来款净支出规模大幅增加影响，公司经营活动现金大额净流出。

从投资活动来看，2024 年，公司投资活动现金流入规模很小，投资活动现金流出主要用于文旅项目建设支出。同期，公司投资活动现金保持大规模净流出。

2024 年，公司筹资活动前现金净流出规模大幅扩大；公司筹资活动现金流入主要来自银行借款。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

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱，间接融资渠道有待拓宽，存在一定的或有负债风险。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	393.42%	443.89%
	速动比率	100.28%	115.90%
	现金短期债务比（倍）	1.90	0.55
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.36	1.46
	全部债务/EBITDA（倍）	105.39	125.23
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	0.17

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

从短期偿债指标看，2024 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所上升，现金短期债务比较上年底明显下降，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标看，2024 年，受债务规模增长影响，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力均有所下降，公司长期偿债能力指标表现弱。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司获得银行授信额度为 172.63 亿元，尚未使用额度为 35.38 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司对外担保余额 43.91 亿元，担保比率为 30.00%，被担保对象包括富阳区属国有企业及其参股企业，公司存在一定的或有负债风险。

图表 21 • 截至 2024 年底公司对外担保情况

被担保对象	担保余额（亿元）
杭州富阳天泽摩安资产管理有限公司	1.99
杭州众创数智科技有限公司	1.60
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	17.97
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	1.80
杭州富春湾新城资产运营管理有限公司	1.96
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	5.40
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	13.19
合计	43.91

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 2024 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。2024 年以来，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。2024 年以来，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基础设施建设及国有资产运营主体，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。

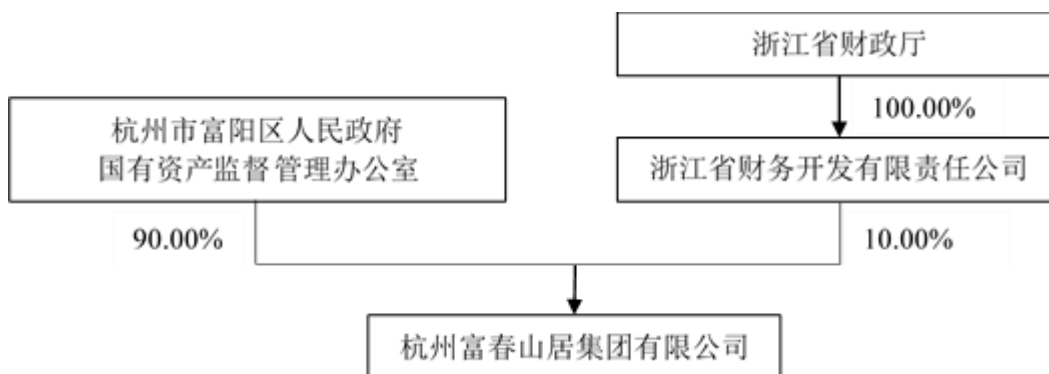
公司实际控制人为富阳区国资办。2024 年，富阳区经济总量同比实现增长，一般公共预算收入维持稳定，财政自给能力较强。整体看，公司实际控制人综合实力很强。

公司作为富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，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。2024 年，富阳区国资办将保安公司无偿划入公司。同期，公司收到政府补助 0.08 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

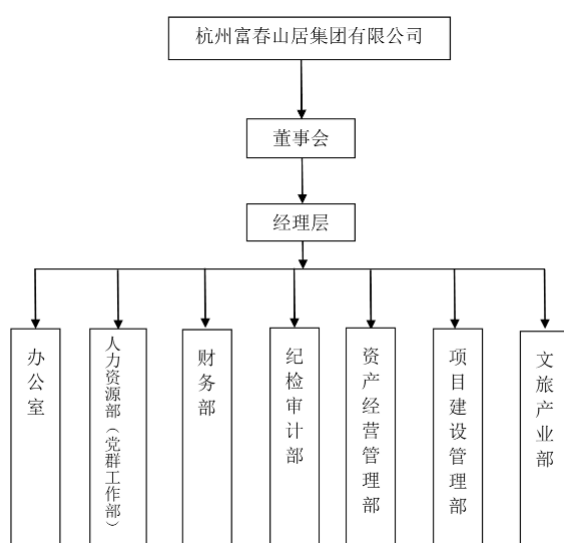
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 富春债 01/23 富春债”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 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 2024 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 2024 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
杭州富阳食品有限责任公司	批发和零售业	100.00	设立
杭州富阳国有农林资产经营有限公司	农、林、牧、渔业	100.00	无偿划转
杭州富阳清风实业发展有限公司	房地产业	100.00	设立
杭州富阳文化旅游发展有限公司	商务服务业	100.00	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	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	无偿划转
杭州龙门古镇旅游发展有限公司	商务服务业	91.66	无偿划转
杭州富阳三国圆旅游发展有限公司	旅游业	100.00	设立
杭州富春山居生态发展有限公司	旅游业	100.00	设立
杭州公望国有资产经营有限公司	商务服务业	100.00	无偿划转
杭州富阳阳陂湖文化研究院有限公司	互联网服务	100.00	设立
杭州数智富春科技有限公司	软件和信息技术服务业	100.00	设立
杭州富阳富汪置业有限公司	房地产开发	100.00	设立
杭州富捷贸易有限公司	批发和零售业	66.67	设立
杭州富阳公望智联运营集团有限公司	商务服务业	100.00	设立
杭州富阳保安服务有限责任公司	商务服务业	100.00	无偿划转
杭州富阳人才服务有限公司	商务服务业	100.00	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	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.96	23.84	12.88
应收账款（亿元）	6.76	6.08	9.01
其他应收款（亿元）	16.00	14.25	27.23
存货（亿元）	91.81	130.21	140.28
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	1.49	2.74	0.57
在建工程（亿元）	56.35	61.66	71.75
资产总额（亿元）	302.09	333.77	360.66
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.04	0.03	0.02
所有者权益（亿元）	141.66	143.81	146.37
短期债务（亿元）	14.39	12.58	23.31
长期债务（亿元）	92.99	130.75	159.62
全部债务（亿元）	107.38	143.32	182.93
营业总收入（亿元）	6.37	6.84	8.14
营业成本（亿元）	4.31	4.67	6.37
其他收益（亿元）	0.38	0.29	0.08
利润总额（亿元）	1.32	0.99	1.08
EBITDA（亿元）	4.07	1.36	1.46
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.95	7.65	5.97
经营活动现金流入小计（亿元）	24.97	37.26	26.27
经营活动现金流量净额（亿元）	-28.27	1.62	-29.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.58	-16.37	-20.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	42.52	32.59	33.64
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.21	1.07	1.08
存货周转次数（次）	0.07	0.04	0.05
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.02
现金收入比（%）	62.09	111.81	73.29
营业利润率（%）	28.10	28.75	19.77
总资本收益率（%）	1.36	0.33	0.33
净资产收益率（%）	0.58	0.58	0.65
长期债务资本化比率（%）	39.63	47.62	52.16
全部债务资本化比率（%）	43.12	49.92	55.55
资产负债率（%）	53.11	56.91	59.42
流动比率（%）	309.24	393.42	443.89
速动比率（%）	73.81	100.28	115.90
经营现金流动负债比（%）	-72.50	3.66	-68.52
现金短期债务比（倍）	0.41	1.90	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	0.20	0.17
全部债务/EBITDA（倍）	26.37	105.39	125.23

注：1. 2023 年财务数据取自审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 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；3. 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；4. 除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.57	23.32	5.84
应收账款（亿元）	6.52	5.47	6.19
其他应收款（亿元）	13.05	19.01	28.99
存货（亿元）	89.81	122.56	120.67
长期股权投资（亿元）	3.44	8.59	19.47
固定资产（亿元）	0.30	0.29	0.27
在建工程（亿元）	50.47	58.54	68.31
资产总额（亿元）	260.18	302.34	316.09
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	110.96	115.82	112.14
短期债务（亿元）	6.80	7.63	16.19
长期债务（亿元）	85.72	103.57	121.75
全部债务（亿元）	92.52	111.20	137.95
营业总收入（亿元）	3.93	2.99	1.92
营业成本（亿元）	2.25	1.65	1.07
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.54	0.80	0.59
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.46	4.19	1.39
经营活动现金流入小计（亿元）	34.96	152.75	83.45
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.83	5.48	-22.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-14.36	-4.10	-22.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	39.30	16.34	22.05
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.77	0.50	0.33
存货周转次数（次）	0.04	0.02	0.01
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01
现金收入比（%）	37.12	140.18	72.46
营业利润率（%）	37.40	40.78	39.74
总资本收益率（%）	0.54	0.38	0.30
净资产收益率（%）	0.98	0.63	0.52
长期债务资本化比率（%）	43.58	47.21	52.05
全部债务资本化比率（%）	45.47	48.98	55.16
资产负债率（%）	57.35	61.69	64.52
流动比率（%）	298.36	238.00	221.13
速动比率（%）	65.40	67.13	56.55
经营现金流动负债比（%）	-61.81	7.64	-30.00
现金短期债务比（倍）	0.82	3.06	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

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：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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	(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	
营业总收入年复合增长率	
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+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