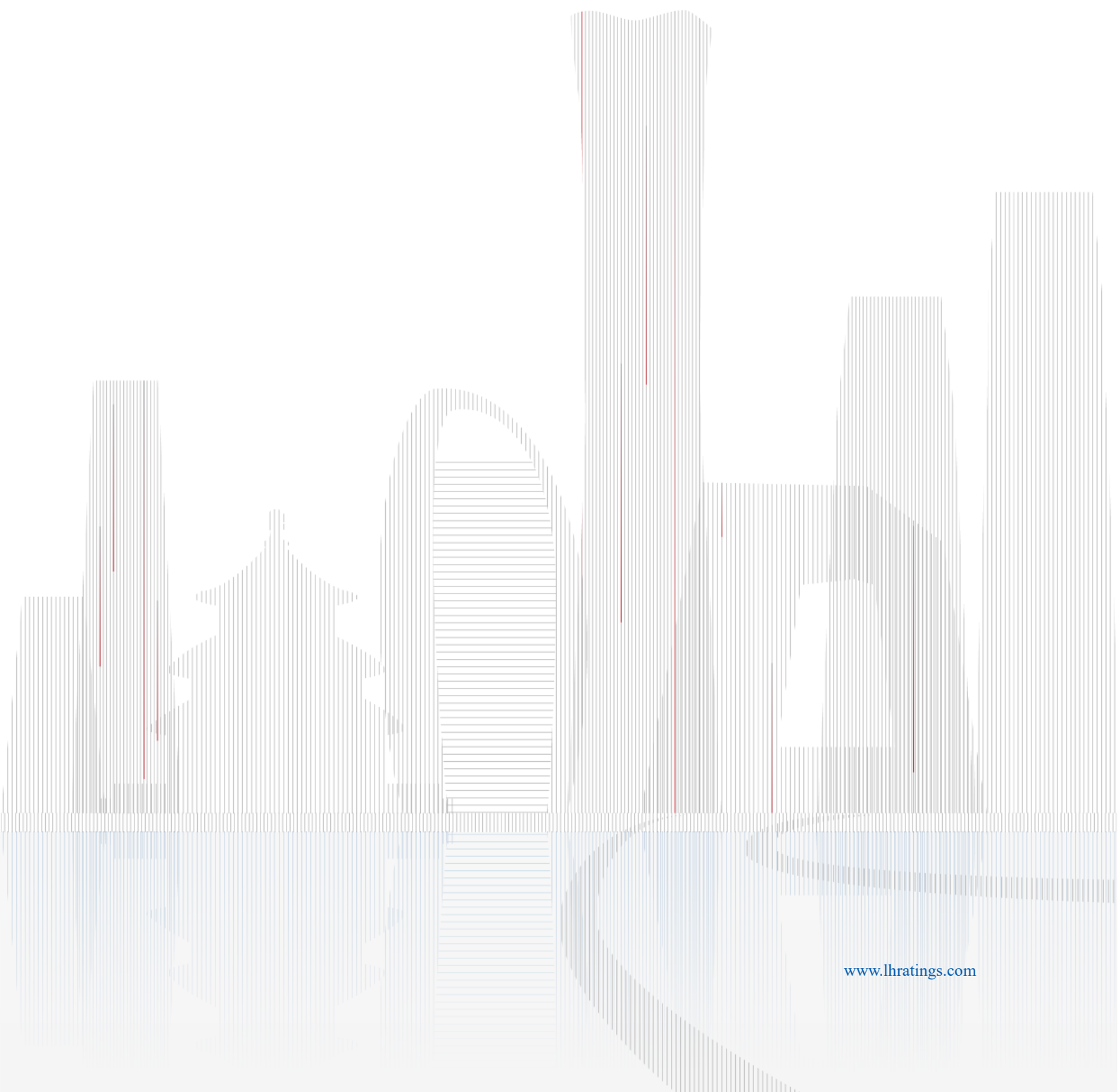


杭州富春山居集团有限公司

2026 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〔2026〕2823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:

二〇二六年六月二十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

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

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。

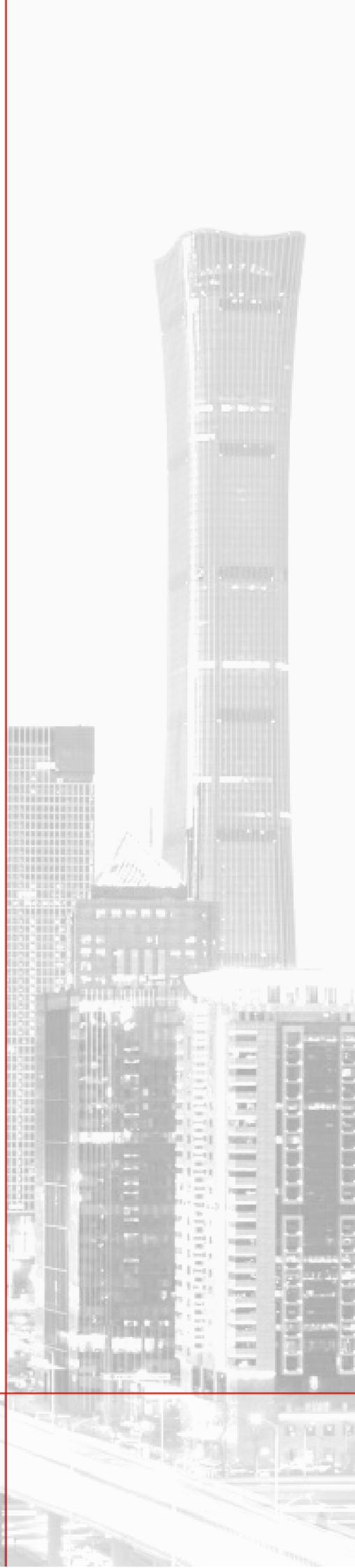
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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	2026/06/26
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”）仍是富阳区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，文旅资源开发运营具有区域专营优势，企业地位很重要。经营方面，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、在建基建项目和文旅项目尚需投资规模较大，业务持续性强，但同时存在较大的资本支出压力，且文旅项目和自营项目投资回收周期较长，投运后项目运营和收益实现情况存在不确定性。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；债务规模持续增长，整体债务负担较重，融资结构较为合理；短期偿债压力不大，长期偿债指标表现弱，存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持：近年来，富阳区经济总量持续增长，一般公共预算收入基本稳定，财政自给能力较强，富阳区政府支持能力很强。公司文旅资源开发运营具有区域专营优势，可替代性较弱，在项目资金注入和政府补贴等方面持续获得富阳区政府的大力支持。

评级展望

未来，公司在富阳区文旅项目开发和基础设施建设方面仍承担重要职能，经营地位很重要，有望持续获得政府的有力支持，公司信用状况有望保持稳定。

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。**近年来，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。2025 年，富阳区 GDP 同比增长 5.6%至 1034.1 亿元；一般公共预算收入为 100.13 亿元，财政自给率为 74.39%，财政自给能力较强。

■ **地位重要，获得有力的外部支持。**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，文旅资源开发运营具有区域专营优势。跟踪期内，公司在项目资金注入和政府补贴等方面持续获得富阳区政府的大力支持。2025 年，公司获得其他收益为 0.08 亿元。截至 2025 年底，公司专项应付款为 9.37 亿元，主要为项目专项资金。

关注

■ **资金回笼周期较长。**公司资产中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。**公司文旅资源开发与运营业务自 2020 年起呈亏损状态，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。

■ **债务规模大幅增长，债务负担较重，资本支出压力较大。**2025 底，公司全部债务较上年底增长 29.00%至 235.98 亿元，全部债务资本化比率为 61.23%，债务负担较重。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，资本支出压力较大。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			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	5
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		3
		指示评级		
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	
模型级别			AA ⁺	

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月对《城市基础设施投资企业信用评级方法与模型》《外部支持评估方法》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

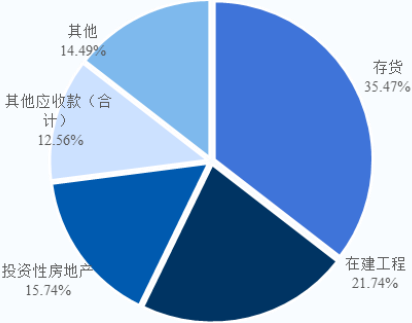
主要财务数据

合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿元）	23.84	12.88	8.79
资产总额（亿元）	333.77	360.66	414.20
所有者权益（亿元）	143.81	146.37	149.45
短期债务（亿元）	12.58	23.31	39.70
长期债务（亿元）	130.75	159.62	196.28
全部债务（亿元）	143.32	182.93	235.98
营业总收入（亿元）	6.84	8.14	15.52
利润总额（亿元）	0.99	1.08	1.36
EBITDA（亿元）	1.36	1.46	1.80
经营性净现金流（亿元）	1.62	-29.31	-32.84
净资产收益率（%）	0.58	0.65	0.76
资产负债率（%）	56.91	59.42	63.92
全部债务资本化比率（%）	49.92	55.55	61.23
现金短期债务比（倍）	1.90	0.55	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	0.17	0.18

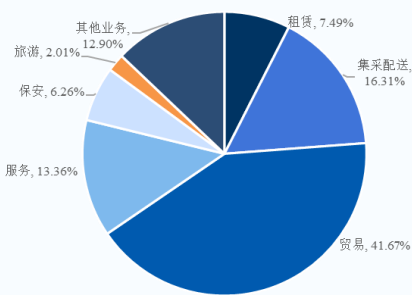
公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年
资产总额（亿元）	302.34	316.09	367.76
所有者权益（亿元）	115.82	112.14	114.16
全部债务（亿元）	111.20	137.95	152.15
营业总收入（亿元）	2.99	1.92	1.23
利润总额（亿元）	0.80	0.59	0.51
资产负债率（%）	61.69	64.52	68.96
全部债务资本化比率（%）	48.98	55.16	57.13
现金短期债务比（倍）	3.06	0.36	0.25

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资料整理

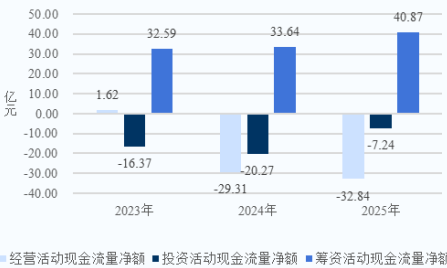
2025 年底公司资产构成



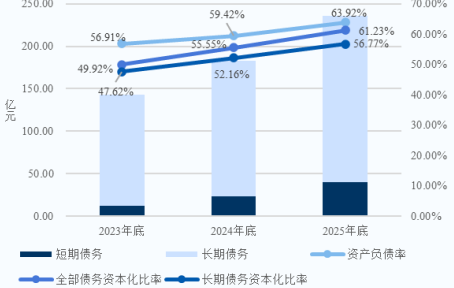
2025 年公司收入构成



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	2025/06/26	王文燕 胡元杰 朱玉洁	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：刘人歌 liurg@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 2025 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，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、集采配送和贸易等。

截至 2025 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 19 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 414.20 亿元，所有者权益 149.45 亿元（含少数股东权益 0.31 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 15.52 亿元，利润总额 1.36 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 2026 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 2026 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—新劳动教育基地项目。截至 2025 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—新劳动教育基地项目已完工未结算，相关劳动教育及研学活动逐步开展运营。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根

本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

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。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时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，整体呈现收紧态势。2025年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，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；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2026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，区位优势明显。2023—2025年，富阳区经济总量持续增长，一般公共预算收入基本稳定，财政自给能力较强。

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，总面积1821.08平方千米。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2025年底，富阳区常住人口86.5万人。

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，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，重点培育合成生物、人形机器人、AI+、前沿新材料等潜力产业，谋划布局先进能源、未来制造、未来网络、低空经济、类脑智能等前沿领域。

图表 2 • 富阳区主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	960.9	1004.7	1034.1
GDP 增速（%）	4.8	3.3	5.6
固定资产投资增速（%）	10.1	-23.3	-18.1
三产结构	5.5:42.2:52.3	5.7:33.0:61.3	5.8:32.4:61.8
人均 GDP（万元）	13.73	11.7	14.6

注：2023 年和 2025 年人均 GDP 按照户籍人口计算，2024 年人均 GDP 按照常住人口计算
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，2023—2025 年，富阳区地区生产总值持续增长，增速波动上升。2025 年，富阳区 GDP 在杭州市下辖 13 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 59.5 亿元、335.1 亿元和 639.5 亿元，以第二、三产业为主。2025 年，富阳区规模以上工业增加值同比增长 5.6%，高新技术产业增加值占比为 67.2%。2025 年，受房地产市场低迷影响，富阳区完成固定资产投资 459.4 亿元，同比下降 18.1%；房地产开发投资完成 146.6 亿元，同比大幅下降 40.3%。

图表 3 • 富阳区主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	100.54	100.98	100.13
一般公共预算收入增速（%）	9.6	0.4	-0.8
税收收入（亿元）	81.30	78.88	74.07
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	80.86	78.11	73.97
一般公共预算支出（亿元）	137.62	136.76	134.60
财政自给率（%）	73.06	73.84	74.39
政府性基金收入（亿元）	175.90	146.57	157.15
地方政府债务余额（亿元）	292.40	312.49	359.28

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023—2025 年，富阳区一般公共预算收入基本稳定；税收收入及占一般公共预算收入比重持续下降，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变化不大，财政自给能力较强。2025 年，富阳区政府性基金预算收入有所增长，主要系省市补助等其他政府性基金收入增长所致。截至 2025 年底，富阳区政府债务余额 359.28 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，公司职能定位未发生重大变化，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、集采配送和贸易等业务，公司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 2026 年 5 月 12 日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息记录；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 2026 年 6 月 25 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，公司取消监事会和监事，由纪检审计部行使相关职责；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。2025 年 4 月，李伟平不再担任公司董事和总经理。2025 年 5 月，傅盈担任公司董事和总经理。

（三）经营方面

1 经营概况

2025 年，公司新增贸易业务，扩大集采配送业务，营业总收入同比增长 90.56%，收入结构有所调整。2025 年，公司未结算土地开发业务收入，租赁和保安业务收入同比均有所下降，服务和文旅运营收入同比均有所增长。当期，随着收入结构变化，公司综合毛利率同比下降 6.71 个百分点。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
租赁	1.64	20.14	78.05	1.16	7.49	81.03
集采配送	1.00	12.27	0.86	2.53	16.31	6.22
贸易	--	--	--	6.47	41.67	0.04
土地开发	1.20	14.73	20.00	--	--	--
服务	1.22	14.99	5.88	2.07	13.36	21.49
保安	1.28	15.76	13.70	0.97	6.26	16.20
旅游	0.23	2.82	-50.16	0.31	2.01	-54.04
其他	1.57	19.28	6.98	2.00	12.90	39.73
合计	8.14	100.00	21.74	15.52	100.00	15.03

注：1.上表中服务业务包括劳务派遣和信息技术服务业务，其他业务收入包括信息技术服务、运维、物业、养护服务和商品销售等收入；2. 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。2025 年，公司未结算土地开发业务，实现土地业务回款 0.11 亿元。截至 2025 年底，公司土地开发业务累计确认收入 10.42 亿元，应收账款中应收土地开发款 5.77 亿元，回款较滞后。

图表 5 • 截至 2025 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
银湖 39-3 地块	114.00	0.60	0.09
午目山地块	27.00	0.11	0.05
合计	305.31	4.90	0.36

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司重要在开发土地项目面积合计 305.31 亩，计划总投资 4.90 亿元，已投资 0.36 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，存在较大的资本支出压力。

图表 6 • 截至 2025 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，公司仍以自营模式开展基础设施项目建设，在建项目未来仍需投入一定规模的资金，建成后通过租赁、出售等方式实现资金回笼，未来收益情况有待关注。

受富阳区政府建设规划调整影响，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 2025 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 2025 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 5.47 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 2025 年底，公司暂无重要拟建基础设施自营项目。

图表 7 • 截至 2025 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	10.11
龙门古镇美丽乡村建设项目	3.87	3.16
阳陂湖生态项目配套工程—新劳动教育基地项目	2.52	2.47
殡仪馆改扩建	1.70	1.20
合计	22.41	16.94

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

2025 年，随着游客接待规模的增长，公司文旅运营收入同比有所增长，运营亏损幅度有所扩大。公司在建文旅项目尚需投资规模大，存在较大的资本支出压力，且文旅项目投资回收周期较长，投运后项目运营和收益实现情况存在不确定性。

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 2025 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。跟踪期内，公司主要旅游项目收费标准未发生重大变化。

图表 8 • 截至 2025 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
	第一个小时 2 元（15 分钟内免），第二个小时开始 1.5 元/半小时，一天封顶 17 元
阳陂湖	门票
	70（成人）/35（儿童）
	观光车
天鵝島游船（南—北）	30（成人）/15（儿童）
	40（成人）/20（儿童）
	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

2023—2025 年，公司文旅项目接待量分别为 287.81 万人次、286.40 万人次和 317.63 万人次。2025 年，受益于游客接待规模的增长，公司文旅运营收入同比增长 35.85%。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，2025 年运营亏损幅度有所扩大。

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、餐饮服务运营收入实现资金回笼。截至 2025 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 65.17 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。

图表 9 • 截至 2025 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	9.93
阳陂湖生态项目配套工程项目	59.07	52.23
泗洲中国古代造纸遗址综保复兴项目	8.00	3.01
合计	77.75	65.17

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资料整理

（4）不动产租赁业务

2025 年，公司不动产租赁业务收入有所下降，毛利率仍处于很高水平。

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。2025 年，受租赁需求疲软影响，公司租赁业务收入同比下降 29.10%，租赁业务毛利率变化不大，仍处于很高水平。

（5）贸易业务

2025 年，新增贸易业务成为公司收入的重要来源，但整体毛利率水平低，盈利空间有限。公司贸易业务的供销集中度均很高，主要供应商和客户均为民企。

跟踪期内，公司新增贸易业务，主要由子公司杭州富捷贸易有限公司（以下简称“富捷贸易”）运营。富捷贸易的贸易产品主要为铜杆等大宗商品，富捷贸易主要通过以销定采模式开展贸易业务。结算模式方面，富捷贸易与上游供应商和下游客户均采用先款后货的方式进行结算，可分批付款，分批提货。

从交易对手方来看，2025 年，富捷贸易的贸易业务主要供应商为浙江江丰股份有限公司（民企）和其子公司杭州云汇新材料有限公司（民企）¹等，前两大供应商的采购额占比为 95.57%；富捷贸易下游销售客户主要为浙江东大特种材料有限公司（民企）、杭州电缆股份有限公司（民企）和浙江保利电梯导轨制造有限公司（民企）等，前三大客户销售额占比为 83.38%。富捷贸易上下游客户集中度均很高。

（6）其他业务

2025 年，公司保安服务和集采配送业务对收入形成一定补充。

杭州富阳保安服务有限责任公司（以下简称“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。2024 年和 2025 年，保安公司的保安业务收入分别为 1.28 亿元和 0.97 亿元，毛利率分别为 13.70%和 16.20%。2025 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 2025 年底，公司保安业务的签约单位共 165 家，主要的客户为富阳区教育局、浙江富阳农村商业银行股份有限公司、国网浙江省电力有限公司杭州供电公司等企业。2025 年，公司保安业务的主要客户收入合计为 0.50 亿元，客户集中度较低。

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 2024 年下半年新拓展的业务，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 年集采配送业务处于起步阶段，随着 2025 年该业务实现全年常态化运营，公司集采配送收入同比增长 153.27%至 2.53 亿元，毛利率大幅提升至 6.22%。2025 年，集采配送业务实现回款 2.40 亿元，资金回笼情况良好。

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，未来将力争房屋租赁、集采配送、贸易业务、技术及派遣服务、保安服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。

¹ 杭州云汇新材料有限公司的控股股东为浙江江丰股份有限公司（持股比例 75%），企业性质属民营企业

(四) 财务方面

公司提供了 2025 年财务报表，容诚会计师事务所（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。跟踪期内，公司合并范围变动子公司规模较小，财务数据可比性较强。

1 资产质量及其盈利能力

2025 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。2025 年，公司营业总收入大幅增长，利润主要来自主营业务，盈利能力较弱。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	189.85	52.64	225.43	54.43
货币资金	12.88	3.57	8.79	2.12
应收账款	9.01	2.50	9.88	2.38
其他应收款（合计）	27.23	7.55	52.02	12.56
存货	140.28	38.90	146.92	35.47
非流动资产	170.80	47.36	188.77	45.57
投资性房地产	65.24	18.09	65.18	15.74
在建工程	71.75	19.89	90.05	21.74
其他非流动资产	26.56	7.36	24.93	6.02
资产总额	360.66	100.00	414.20	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 年底，公司资产总额较上年底增长 14.85%，主要系项目持续投入和其他应收款增长所致，资产结构较为均衡。公司货币资金较上年底大幅下降，主要由银行存款（8.76 亿元）构成，其中 0.12 亿元使用受限，受限比例很低。公司应收账款较上年底小幅增长，主要为应收富阳区财政局的土地开发款（5.77 亿元）构成，前五大应收账款余额占比为 79.29%，集中度很高；账龄以 1 年以内（占 29.98%）、1~2 年（占 42.47%）和 2~3 年（占 25.87%）为主；公司累计对应收账款计提坏账准备 467.89 万元。公司其他应收款主要为应收富阳区国企及公司参股公司的往来款，其中公司闲置货币资金交由杭州富阳国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“富阳国控公司”）统一归集，归集资金计入“其他应收款”科目，公司可以随时使用归集的资金；前五大其他应收款余额占比为 99.38%，集中度很高；账龄以 1 年以内（占 93.71%）为主，整体账龄较短；公司累计对其他应收款计提坏账准备 811.27 万元。公司存货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 16.82%）和以城镇住宅用地为主的拟开发土地（占 83.16%）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，主要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。公司在建工程为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。公司其他非流动资产主要为基础设施项目成本（24.86 亿元）。同期末，公司受限资产 3.46 亿元，受限比例很低。

图表 11 • 截至 2025 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控股集团有限公司	往来款	47.42	91.02	1 年以内
杭州富阳滕祥城建开发有限公司	往来款	2.54	4.87	1 年以内
杭州启祥房地产开发有限公司	往来款	1.08	2.06	3-4 年、4-5 年
杭州市富阳区粮食收储有限公司	往来款	0.57	1.1	1-2 年、4-5 年
杭州富春润通控股集团有限公司	往来款	0.17	0.33	1-2 年
合计	--	51.77	99.38	--

注：1. 杭州富春润通控股集团有限公司原名为杭州富阳交通发展投资集团有限公司，2026 年 4 月 29 日该公司更名为现用名；2. 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

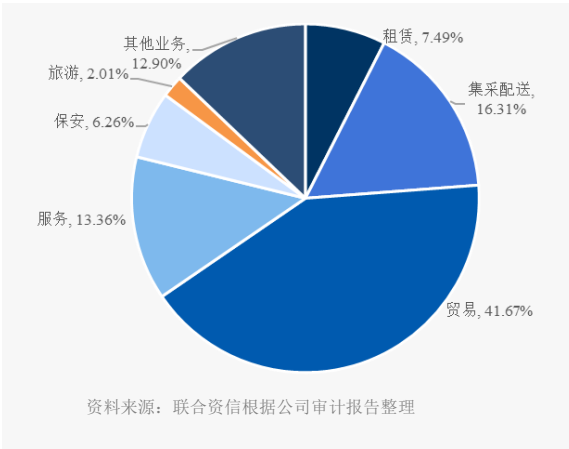
盈利能力方面，2025 年，受新增贸易业务和集采配送规模扩大影响，公司营业总收入大幅增长；期间费用同比小幅增长，主要为管理费用和财务费用，期间费用率为 4.91%；受新增毛利率低的贸易收入影响，公司营业利润率同比明显下降。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均变化不大，公司整体盈利能力较弱。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
营业总收入	8.14	15.52
营业成本	6.37	13.19
费用总额	0.65	0.76
其他收益	0.08	0.08
利润总额	1.08	1.36
营业利润率	19.77%	13.50%
总资本收益率	0.33%	0.33%
净资产收益率	0.65%	0.76%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 13 • 2025 年公司营业总收入构成



2 现金流

2025 年，公司经营活动现金保持大额净流出；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 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
经营活动现金流入小计	26.27	56.25
经营活动现金流出小计	55.58	89.09
经营活动现金流量净额	-29.31	-32.84
投资活动现金流入小计	0.03	0.03
投资活动现金流出小计	20.29	7.27
投资活动现金流量净额	-20.27	-7.24
筹资活动前现金流量净额	-49.57	-40.08
筹资活动现金流入小计	54.49	88.55
筹资活动现金流出小计	20.85	47.68
筹资活动现金流量净额	33.64	40.87
现金收入比（%）	73.29	103.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 年，公司经营活动现金流入以贸易、集采配送、服务、租赁等经营业务回款以及往来款为主，其中销售商品、提供劳务收到的现金 16.07 亿元，现金收入比为 103.52%，收入实现质量较高；往来款净流出规模较大，公司经营活动现金持续净流出状态。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，公司投资活动现金持续净流出。公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，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。

3 资本结构及偿债能力

2025 年底，公司所有者权益小幅增长，权益结构稳定性较强。2025 年底，公司债务规模持续增长，仍以长期债务为主，融资结构较为合理，整体债务负担较重。公司短期偿债压力不大，长期偿债指标表现弱，存在一定的或有负债风险。

2025 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长；公司长期股权投资中权益法核算的被投资单位浙江省富阳百货大楼股份有限公司、缙云县富缙生态旅游文化产业园投资开发有限公司资本公积发生变动，公司资本公积增加 2.32 亿元。公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比较高，权益结构稳定性较强。

图表 15 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	10.00	6.83	10.00	6.69
资本公积	104.78	71.59	106.78	71.45
其他综合收益	24.25	16.57	24.14	16.15
未分配利润	5.74	3.92	6.64	4.44
所有者权益合计	146.37	100.00	149.45	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 16 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

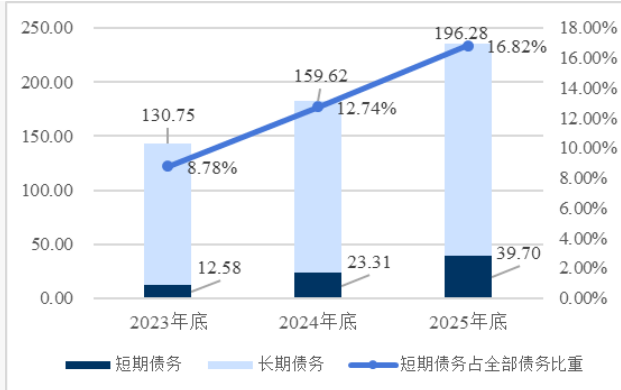
项目	2024 年底		2025 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	42.77	19.96	53.63	20.26
短期借款	10.01	4.67	10.69	4.04
应付账款	2.38	1.11	2.14	0.81
其他应付款	14.81	6.91	10.47	3.96
一年内到期的非流动负债	13.30	6.21	29.02	10.96
非流动负债	171.52	80.04	211.13	79.74
长期借款	112.37	52.44	154.82	58.48
应付债券	28.10	13.11	31.47	11.89
长期应付款（合计）	13.38	6.25	19.36	7.31
其他非流动负债	12.14	5.66	0.00	0.00
负债总额	214.29	100.00	264.75	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2025 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 23.55%，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。

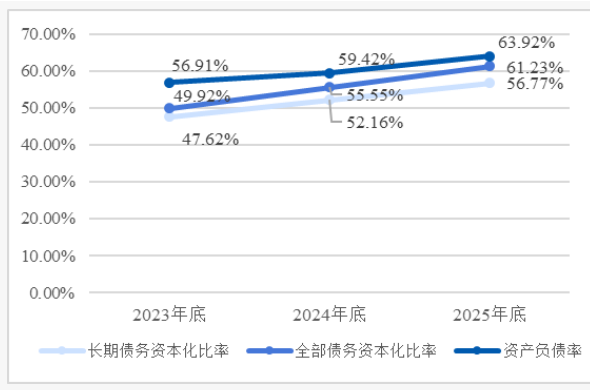
2025 年底，公司全部债务 235.98 亿元，较上年底增长 29.00%，其中，短期债务占 16.82%，长期债务占 83.18%，以长期债务为主；全部债务中银行借款和债券融资分别占 74.48%和 13.34%，其余主要为融资租赁和信托，主要合作银行包括中国银行、工商银行、恒丰银行、杭州银行等，融资结构较为合理。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所上升，整体债务负担较重。

图表 17 • 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 18 • 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

从偿债能力指标来看，2025 年底，公司现金短期债务比为 0.22 倍，短期偿债指标表现较弱，公司获得银行授信额度 204.83 亿元，未使用额度为 47.11 亿元，备用流动性较充裕，同时考虑归集到富阳国控公司的闲置货币资金，公司实际短期偿债压力不大。2025 年，随着利润总额的增加，公司 EBITDA 较上年有所增长，EBITDA 对利息支出的覆盖倍数变化不大，EBITDA 对利息支出保障程度弱。

图表 19 • 公司偿债指标

指标	2024 年（底）	2025 年（底）
现金短期债务比（倍）	0.55	0.22
EBITDA（亿元）	1.46	1.80
EBITDA 利息倍数（倍）	0.17	0.18

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

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对外担保余额 52.06 亿元，担保比率为 34.83%，被担保对象主要为富阳区属国有企业及公司参股企业，公司存在一定的或有负债风险。

图表 20 • 截至 2025 年底公司对外担保情况

被担保对象	担保余额（亿元）
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	15.82
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	10.52
杭州富阳滕祥城建开发有限公司	6.00
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	5.00
杭州富阳天泽摩安资产管理有限公司	4.98
杭州众创数智科技有限公司	3.71
杭州富阳投资发展集团有限公司	3.00
杭州富春润通控股集团有限公司	2.98
35 位职工历史的房贷抵押担保	0.05
合计	52.06

注：杭州富春润通控股集团有限公司原名为杭州富阳交通发展投资集团有限公司，2026年4月29日该公司更名为现用名

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 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁事项。

4 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，截至 2025 年底，公司本部资产总额为 367.76 亿元，资产以存货、其他应收款、在建工程、投资性房地产和长期股权投资为主；公司本部所有者权益 114.16 亿元。同期末，公司本部全部债务 152.15 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.96%和 57.13%，整体债务负担较重。公司本

部收入为 1.23 亿元，投资收益为 443.34 万元，利润总额为 0.51 亿元。公司资产和债务主要集中于公司本部，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。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。2025 年以来，公司未发生污染与废物排放等相关重大监管处罚。

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。2025 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

公司实际控制人为富阳区国资办，富阳区政府综合实力和支撑能力很强。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，可替代性较弱，公司在项目资金注入和政府补贴等方面持续获得富阳区政府的大力支持。

1 支持能力

公司实际控制人为富阳区国资办。富阳区形成了智能装备、光电通信、数字安防、生物医药、集成电路五大主导产业链。近年来，富阳区经济总量持续增长，一般公共预算收入基本稳定，财政自给能力较强。整体看，富阳区政府综合实力和支撑能力很强。

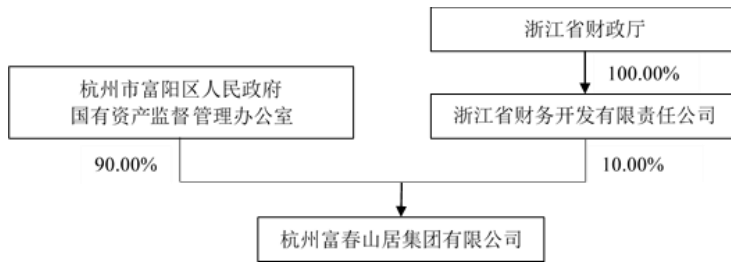
2 支持可能性

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，文旅资源开发运营具有区域专营优势，可替代性较弱。公司在项目资金注入和政府补贴等方面持续获得富阳区政府的大力支持。2024 年和 2025 年，公司其他收益均为 0.08 亿元，主要为政府补助。截至 2025 年底，公司专项应付款为 9.37 亿元，主要为项目专项资金。

八、跟踪评级结论

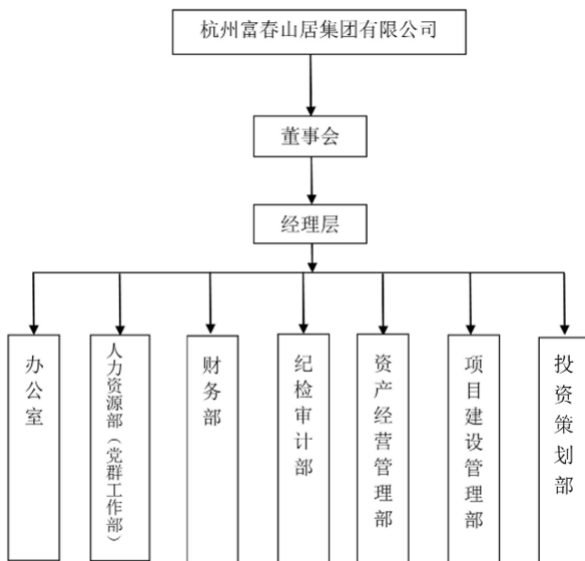
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 富春债 01/23 富春债”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并范围内主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	持股比例	取得方式
杭州富阳食品有限责任公司	100.00%	设立
杭州富阳国有农林资产经营有限公司	100.00%	无偿划转
杭州富阳清风实业发展有限公司	100.00%	设立
杭州富阳文化旅游发展有限公司	100.00%	无偿划转
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	100.00%	无偿划转
杭州黄公望隐居地旅游发展有限公司	100.00%	无偿划转
杭州龙门古镇旅游发展有限公司	91.66%	无偿划转
杭州富阳三国圆旅游发展有限公司	100.00%	设立
杭州富春山居生态发展有限公司	100.00%	设立
杭州公望国有资产经营有限公司	100.00%	无偿划转
杭州富阳阳陂湖文化研究院有限公司	100.00%	设立
杭州数智富春科技有限公司	100.00%	设立
杭州富阳富汪置业有限公司	100.00%	设立
杭州富捷贸易有限公司	66.67%	设立
杭州富阳公望智联运营集团有限公司	100.00%	设立
杭州富阳保安服务有限责任公司	100.00%	无偿划转
杭州富阳人才服务有限公司	100.00%	设立
杭州智河自有资金投资合伙企业（有限合伙）	100.00%	设立
杭州富声云人工智能有限公司	80.00%	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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.84	12.88	8.79
应收账款（亿元）	6.08	9.01	9.88
其他应收款（合计）（亿元）	14.25	27.23	52.02
存货（亿元）	130.21	140.28	146.92
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	3.55
固定资产（合计）（亿元）	2.74	0.57	0.75
在建工程（合计）（亿元）	61.66	71.75	90.05
资产总额（亿元）	333.77	360.66	414.20
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.03	0.02	0.31
所有者权益（亿元）	143.81	146.37	149.45
短期债务（亿元）	12.58	23.31	39.70
长期债务（亿元）	130.75	159.62	196.28
全部债务（亿元）	143.32	182.93	235.98
营业总收入（亿元）	6.84	8.14	15.52
营业成本（亿元）	4.67	6.37	13.19
其他收益（亿元）	0.29	0.08	0.08
利润总额（亿元）	0.99	1.08	1.36
EBITDA（亿元）	1.36	1.46	1.80
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.65	5.97	16.07
经营活动现金流入小计（亿元）	37.26	26.27	56.25
经营活动现金流量净额（亿元）	1.62	-29.31	-32.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-16.37	-20.27	-7.24
筹资活动现金流量净额（亿元）	32.59	33.64	40.87
财务指标			
现金收入比（%）	111.81	73.29	103.52
营业利润率（%）	28.75	19.77	13.50
总资本收益率（%）	0.33	0.33	0.33
净资产收益率（%）	0.58	0.65	0.76
长期债务资本化比率（%）	47.62	52.16	56.77
全部债务资本化比率（%）	49.92	55.55	61.23
资产负债率（%）	56.91	59.42	63.92
流动比率（%）	393.42	443.89	420.38
速动比率（%）	100.28	115.90	146.40
经营现金流动负债比（%）	3.66	-68.52	-61.24
短期债务占比（%）	8.78	12.74	16.82
现金短期债务比（倍）	1.90	0.55	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	0.20	0.17	0.18

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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.32	5.84	4.93
应收账款（亿元）	5.47	6.19	6.38
其他应收款（合计）（亿元）	19.01	28.99	51.87
存货（亿元）	122.56	120.67	127.62
长期股权投资（亿元）	8.59	19.47	26.82
固定资产（合计）（亿元）	0.29	0.27	0.26
在建工程（合计）（亿元）	58.54	68.31	87.62
资产总额（亿元）	302.34	316.09	367.76
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）	115.82	112.14	114.16
短期债务（亿元）	7.63	16.19	19.93
长期债务（亿元）	103.57	121.75	132.22
全部债务（亿元）	111.20	137.95	152.15
营业总收入（亿元）	2.99	1.92	1.23
营业成本（亿元）	1.65	1.07	0.31
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.80	0.59	0.51
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.19	1.39	1.54
经营活动现金流入小计（亿元）	152.75	83.45	82.69
经营活动现金流量净额（亿元）	5.48	-22.00	8.38
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.10	-22.50	-10.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.34	22.05	5.70
财务指标			
现金收入比（%）	140.18	72.46	125.59
营业利润率（%）	40.78	39.74	62.24
总资本收益率（%）	0.38	0.30	0.19
净资产收益率（%）	0.63	0.52	0.32
长期债务资本化比率（%）	47.21	52.05	53.67
全部债务资本化比率（%）	48.98	55.16	57.13
资产负债率（%）	61.69	64.52	68.96
流动比率（%）	238.00	221.13	176.07
速动比率（%）	67.13	56.55	58.59
经营现金流动负债比（%）	7.64	-30.00	7.72
短期债务占比（%）	6.86	11.74	13.10
现金短期债务比（倍）	3.06	0.36	0.25
EBITDA 利息倍数（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	
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%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断