

信用评级公告

联合〔2023〕3256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及其拟发行的2023年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定杭州富春山居集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，2023年第一期杭州富春山居集团有限公司公司债券的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月九日

2023 年第一期杭州富春山居集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

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：10.50 亿元

本期债券期限：10 年，附设第 5 年末
公司调整票面利率选择权和投资者回售
选择权

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设及补充营运资
金

评级时间：2023 年 6 月 9 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	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

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：

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	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		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:				+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

评级观点

杭州富春山居集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省杭州市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，区域竞争优势较强；近年来，公司持续得到富阳区政府部门的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金回笼周期较长、资本支出压力较大、有息债务快速增长，短期偿债压力较大、文旅项目运营受市场环境存在不确定性等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

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。

公司拟发行的 2023 年第一期公司债券（以下简称“本期债券”）设置分期偿还条款，可有效缓解公司的集中偿付压力；募投项目在本期债券存续期内部分年度净收益无法完全覆盖当年本息偿付规模，本息偿还依赖于以前年度留存收益，且募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际租售及运营情况，具有不确定性。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**近年来，富阳区经济稳步发展，财政实力很强。2022 年，富阳区实现地区生产总值 917.4 亿元，比上年增长 2.1%；完成一般公共预算收入 91.74 亿元。
- 持续获得有力的外部支持。**公司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，其中，文旅资源开发运营具有区域专营优势，近年来持续得到富阳区政府部门在资金及资产注入、股权划转和财政补贴等方面的有力支持。

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，其中尚未全额缴纳出让金的土地价值 44.58 亿元（含价值 41.74 亿元尚未办妥权属的土地），变现能力受政府结算及回款进度、

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年			
GDP (亿元)	917.40	900.72	860.30	639.84
一般公共预算收入 (亿元)	91.74	62.47	101.94	62.37
资产总额 (亿元)	302.09	266.54	333.42	338.46
所有者权益 (亿元)	141.66	160.37	127.35	147.88
营业总收入 (亿元)	6.37	12.89	10.96	15.08
利润总额 (亿元)	1.32	2.54	0.87	2.74
资产负债率 (%)	53.11	39.83	61.81	56.31
全部债务资本化比率 (%)	43.12	31.03	58.10	29.23
全部债务/EBITDA (倍)	26.37	17.53	98.39	15.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.90	1.35	0.26	1.11

注：1. 公司 1 为宁海县国有资产投资控股集团有限公司，公司 2 为宁波市江北区城市建设投资发展有限公司，公司 3 为海盐县城市投资集团有限公司；2. 除公司外，其他同业比较公司全部债务资本化比率、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数均为 2021 年数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

分析师：胡元杰 张婧茜

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

市场环境等因素影响大，资金回笼周期较长。

2. 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。
3. 有息债务快速增长，短期偿债压力较大。截至 2022 年底，公司有息债务较 2020 年底增加 47.54 亿元至 107.38 亿元；现金短期债务比为 0.41 倍，短期偿债压力较大。
4. 文旅项目运营受市场环境存在不确定性。公司文旅资源开发与运营业务自 2020 年起呈亏损状态，公司在建文旅项目在投运后的实际收益受旅游市场景气度影响大，存在不确定性。
5. 募投项目预期收益较为乐观，预期收益的实现依赖于项目完成后实际租售及运营情况，受当地拆迁安置政策、旅游市场景气度、劳动教育计划安排等因素影响较大，具有不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产 (亿元)	5.06	6.30	5.96
资产总额 (亿元)	150.91	174.40	302.09
所有者权益 (亿元)	73.45	78.23	141.66
短期债务 (亿元)	17.48	10.72	14.39
长期债务 (亿元)	42.36	48.54	92.99
全部债务 (亿元)	59.84	59.26	107.38
营业总收入 (亿元)	2.87	5.24	6.37
利润总额 (亿元)	4.03	3.53	1.32
EBITDA (亿元)	6.90	6.43	4.07
经营性净现金流 (亿元)	-26.56	18.65	-28.27
营业利润率 (%)	41.29	23.89	28.10
净资产收益率 (%)	4.13	3.87	0.58
资产负债率 (%)	51.33	55.14	53.11
全部债务资本化比率 (%)	44.90	43.10	43.12
流动比率 (%)	243.96	223.25	309.24
经营现金流动负债比 (%)	-87.42	63.49	-72.50
现金短期债务比 (倍)	0.29	0.59	0.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.54	2.25	0.90
全部债务/EBITDA (倍)	8.68	9.22	26.37
公司本部			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额 (亿元)	141.86	143.50	260.18
所有者权益 (亿元)	72.51	54.41	110.96
全部债务 (亿元)	45.26	47.24	92.52
营业总收入 (亿元)	1.75	3.60	3.93
利润总额 (亿元)	4.08	3.72	1.54
资产负债率 (%)	48.88	62.08	57.35

全部债务资本化比率（%）	38.43	46.47	45.47
流动比率（%）	217.64	193.04	298.36
经营现金流动负债比（%）	-71.37	52.82	-61.81
现金短期债务比（倍）	0.17	0.67	0.82

注：长期应付款中有息部分纳入长期债务计算
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	2022/11/24	胡元杰 张婧茜 王震雷	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	--

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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。

八、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。

2023 年第一期杭州富春山居集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

杭州富春山居集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 3 月，原名为富阳市工贸资产经营有限公司，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委员会”，以下简称“富阳区国资办”）通过改制富阳市工业集团公司、富阳市商业总公司、富阳市物资总公司和富阳市经济技术协作办公室组建成立，初始注册资本为 1800.00 万元。经数次增资和股权变更，截至 2022 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（以下简称“浙财公司”）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。

公司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 2022 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；拥有纳入合并范围的一级子公司共 14 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 302.09 亿元，所有者权益 141.66 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 6.37 亿元，利润总额 1.32 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司计划发行“2023 年第一期杭州富春山居集团有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”）10.50 亿元，期限为 10 年，附设第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还

本，在本期债券存续期内的第 6~10 年分别按回售后债券余额 20.00%的比例偿还本金。

2. 募集资金用途及募投项目概况

（1）募集资金用途

本期债券拟募集资金为 10.50 亿元。其中，9.40 亿元拟用于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（以下分别简称“江畔府邸项目”“美丽乡村项目”和“教育基地项目”，并统称“募投项目”）建设，1.10 亿元拟用于补充营运资金。

表 1 本期债券募集资金使用情况（单位：亿元、%）

项目	计划总投资	拟使用本期债券金额	资金使用比例
江畔府邸项目	14.32	6.65	46.45
美丽乡村项目	3.87	1.00	25.82
教育基地项目	2.52	1.75	69.47
补充营运资金		1.10	--
合计		10.50	--

注：资金使用比例=拟使用本期债券金额/计划总投资
资料来源：公司提供

（2）募投项目概况

江畔府邸项目

江畔府邸项目的建设主体为公司本部，位于富阳区富春街道，建设内容包括住宅、配套商业用房、配套社区用房、邻里中心等，用地面积 2.52 万平方米，建筑面积 11.25 万平方米。江畔府邸项目计划总投资 14.32 亿元，拟使用本期债券募集资金 6.65 亿元，其余部分通过公司自有资金及其他融资方式解决。江畔府邸项目规划建设期为 36 个月（2022 年 6 月~2025 年 5 月），截至 2022 年底已投资 1.45 亿元，处于项目用地拆迁阶段。

美丽乡村项目

美丽乡村项目的建设主体为公司本部，位于富阳区龙门镇，建设内容包括古建筑、一般民

居改造及景观工程等，建筑面积合计 5.54 万平方米。美丽乡村项目计划总投资 3.87 亿元，拟使用本期债券募集资金 1.00 亿元，其余部分通过公司自筹资金解决。美丽乡村项目规划建设期为 24 个月（2021 年 10 月~2023 年 9 月），截至 2022 年底已投资 0.98 亿元，处于主体施工阶段。

教育基地项目

教育基地项目的建设主体为公司本部，位于富阳区阳陂湖景区内，建设内容包括基地专用教室、报告厅、体育馆、宿舍、食堂、停车位

等，用地面积 1.12 万平方米，建筑面积 2.55 万平方米。教育基地项目计划总投资 2.52 亿元，拟使用本期债券募集资金 1.75 亿元，其余部分通过公司自有资金解决。教育基地项目规划建设期为 31 个月（2021 年 6 月~2023 年 12 月），截至 2022 年底已投资 0.84 亿元，处于主体施工阶段。

（3）募投项目审批情况

截至报告出具日，募投项目取得的批复或许可情况详见下表。

表 2 募投项目审批或备案情况

文件性质	时间	名称	审核单位	文号/编号
江畔府邸项目				
可研批复	2022 年 9 月 9 日	关于富春法院区块江畔府邸安置房建设项目可行性研究报告的批复	杭州市富阳区发展和改革委员会	富发改投资（2022）196 号
用地预审	2022 年 11 月 17 日	关于富春法院区块江畔府邸安置房建设项目用地的预审意见	杭州市规划和自然资源局富阳分局	杭富规划资源预（2022）461 号
美丽乡村项目				
可研批复	2021 年 11 月 29 日	关于龙门古镇美丽乡村建设项目可行性研究报告的批复	杭州市富阳区发展和改革委员会	富发改投资（2021）118 号
用地预审	2021 年 7 月 30 日	建设项目用地预审与选址意见书	杭州市规划和自然资源局	用字第 330111202100040 号
教育基地项目				
可研批复	2021 年 8 月 16 日	关于杭州富阳阳陂湖生态项目配套工程—新劳动教育基地可行性研究报告的批复	杭州市富阳区发展和改革委员会	富发改投资（2021）195 号
用地预审	2021 年 7 月 30 日	关于杭州市规划和自然资源局富阳分局 018300010（2021）0176 建设项目用地的预审意见	杭州市规划和自然资源局富阳分局	杭富规划资源预（2021）192 号
不动产权	2022 年 5 月 18 日	不动产权证书	杭州市规划和自然资源局	浙（2022）富阳区不动产权第 0019402 号

注：江畔府邸项目用地通过划拨方式取得，尚未办理土地证，公司计划按照规定补缴土地出让金转变项目用地性质，土地出让金尚未缴纳
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）募投项目的社会效益

江畔府邸项目建成后将有助于改善人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、稳步推进新型城镇化进程。美丽乡村项目有助于继续挖掘和提升龙门古镇文化景观资源，完善区域文化旅游功能，促进当地旅游业及相关产业发展。教育基地项目是富阳区打造国家级标准化劳动教育基地的有效载体，建成后将有助于培养学生的劳动能力，促进学生的全面发展。

三、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不

变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。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（2023 年一季度）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需

重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2. 区域经济环境

近年来，富阳区经济稳步发展，财政实力很强，公司外部经营环境良好。

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 2022 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 69.8 万人，常住人口 85.1 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、浙江华达新型材料股份有限公司等。

根据《富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2020—2022 年，富阳区分别实现地区生产总值 821.5 亿元、873.3 亿元和 917.4 亿元，分别比上年增长 1.1%、7.7% 和 2.1%。2022 年，富阳区实现第一产业增加值 52.8 亿元，比上年增长 2.7%；第二产业增加值 415.7 亿元，比上年增长 1.4%；第三产业增加值 448.9 亿元，比上年增长 2.6%；三次产业增加值结构由 2020 年的 6.1:42.5:51.4 调整为 5.8:45.3:48.9；按户籍人口计算人均生产总值为 13.17 万元。

2022 年，富阳区固定资产投资比上年增长 17.0%。从投资结构看，工业投资比上年增长 26.6%，交通投资比上年下降 8.9%，民间投资

(不含房地产项目)比上年增长 19.6%，生态环保、城市更新和水利设施投资比上年增长 31.3%，高新技术产业投资比上年增长 39.6%。同期，富阳区房地产开发投资比上年增长 5.9%；房地产住宅施工面积 625.1 万平方米，比上年下降 9.0%；商品房销售面积 61.4 万平方米，比上年下降 64.6%，主要系房地产市场环境低迷所致。

根据《关于杭州市富阳区财政决算的报告》及《关于杭州市富阳区财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2020—2022 年，富阳区分别完成一般公共预算收入 90.14 亿元、105.02 亿元和 91.74 亿元，分别比上年增长 12.7%、增长 16.5%和下降 12.6%。2022 年，受增值税大规模留抵退税以及房地产市场环境低迷影响契税等相关税种影响，富阳区一般公共预算收入下降幅度较大。2020—2022 年，税收收入分别占一般公共预算收入的 94.85%、93.85%和 82.41%，一般公共预算收入质量较高。同期，富阳区一般公共预算支出分别为 102.52 亿元、118.00 亿元和 135.69 亿元，财政自给率分别为 87.93%、89.00%和 67.61%，财政自给能力尚可，2022 年，受增值税、契税等税种收入下降以及一般公共服务、卫生健康、社会保障和就业等支出增加影响，富阳区财政自给能力下降较为明显。

2020—2022 年，富阳区分别完成政府性基金收入 414.57 亿元、203.61 亿元和 164.99 亿元（未包含上级补助收入及专项债券转贷收入），主要为国有土地使用权出让收入。近年来，受“双集中”政策出台以及房地产市场环境低迷影响，富阳区政府性基金收入持续下降。同期，富阳区分别获得上级补助收入（含一般公共预算和政府性基金预算）35.29 亿元、34.01 亿元和 27.12 亿元。

根据富阳区人民政府网站数据，2023 年 1—3 月，富阳区实现地区生产总值 210.6 亿元，同比增长 4.9%。其中，第一产业增加值 8.0 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 87.0 亿元，同比增长 4.1%；第三产业增加值 115.6 亿元，同比增长 5.6%。同期，富阳区实现规模工业增

加值 64.82 亿元，同比增长 5.8%；固定资产投资同比增长 40.7%；房地产销售面积 16.1 万平方米，同比增长 15.8%。2023 年 1—3 月，富阳区完成一般公共预算收入 42.48 亿元，同比增长 2.2%。

根据《杭州市富阳区国民经济和社会发展的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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年底，富阳区国资办和浙财公司分别持有公司 90.00%和 10.00%股权，富阳区国资办为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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，区域竞争优势较强，其中，文旅资源开发运营具有区域专营优势。

公司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。

公司本部主要负责土地开发整理、基础设施建设和部分不动产租赁，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”）主要负责文旅资源开发运营，杭州市富阳区粮食收储有限公司（以下简称“富阳粮储”）主要负责粮食收储及粮油销售业务运营，杭州公望国有资产经营

有限公司（以下简称“公望资产”）主要负责部分不动产租赁。

除公司外，富阳区另有 4 家重要区属城市建设投资主体，各公司职能定位详见下表。公

司在文旅资源开发运营领域具有区域专营优势，土地开发整理和基础设施投资建设负责范围由富阳区政府部门统筹安排，区域内同业竞争压力较小。

表 3 富阳区重要城市建设投资主体情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	职能定位	实际控制人	资产总额	所有者权益	全部债务资本化比率	营业总收入
公司	10.00	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	富阳区国资办	302.09	141.66	43.12	6.37
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	10.00	富阳区重要的基础设施投资建设、土地整理以及国有资产管理主体	富阳区国资办	1149.36	466.54	54.19	40.14
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	15.00	富春湾新城唯一的土地开发整理、安置房建设和基础设施建设主体	富阳区国资办	799.67	314.93	57.68	40.02
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	20.00	富阳经济技术开发区唯一的土地整理和基础设施投资建设主体	杭州市富阳区人民政府	678.42	259.01	56.23	18.01
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	10.00	富阳区重要的交通基础设施建设和运营主体	富阳区国资办	280.38	108.46	--	25.40

注：公司主要财务数据时间截点采用 2022 年（底），其他主体主要财务数据时间截点采用 2021 年（底）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验较为丰富，员工学历及年龄结构较为合理，能够满足公司发展需要。

截至2022年底，公司拥有董事长1名、董事兼总经理1名、董事兼副总经理1名、其他董事2名，监事5名。

王昱杰先生，1976年10月出生；曾任灵桥镇农业技术服务中心副主任、党政综合办公室主任，富阳市委市政府督查室副主任，场口镇党委副书记、政协工委副主任，新桐乡党委副书记、乡长、党委书记；2019年9月至今任公司董事长。

李伟平先生，1978年7月出生；曾任大源镇农业技术服务中心干部，灵桥镇计划生育办公室干部、副主任、主任，灵桥镇平安中心副主任、党政综合办公室主任，场口镇副镇长，龙门镇党委副书记，公司副总经理；2021年7月至今任公司总经理。

截至2022年底，公司共有员工248人；从教育程度看，本科以上学历员工3人、本科学历员工155人、大专学历员工56人、大专以下学历员工34人；从年龄结构看，30岁以下员工44人、30~50岁员工148人，50岁以上员工56人；从职能

上看，管理人员38人、普通职员210人。公司共有35人拥有初级职称、43人拥有中级职称、9人拥有高级职称。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913301837360484614），截至 2023 年 5 月 23 日，公司本部无未结清关注类和不良类信贷信息记录，近五年无已结清关注类和不良类信贷记录。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了基本的现代企业法人治理结构和内部管理制度，能够满足日常运营需要。

1. 法人治理结构

根据《公司法》和其他相关规定，公司制定

了《公司章程》，设立了股东会、董事会、监事会。

根据《公司章程》的规定，公司设股东会，由公司全体股东组成。公司设董事会，董事会由 5 名董事组成，其中职工董事 2 名。除职工董事由公司职工代表大会选举产生外，其他董事由富阳区国资办提名、公司股东会选举产生。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任；董事会设董事长 1 名，由富阳区人民政府（以下简称“富阳区政府”）或富阳区国资办在董事会成员中指定产生。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 4 名。除职工监事由公司职工代表大会选举产生外，其他监事由富阳区国资办提名、公司股东会选举产生。监事任期 3 年，任期届满，可连选连任；监事会设监事会主席 1 名，由富阳区政府或富阳区国资办在监事会成员中指定产生；董事和高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 名，对公司董事会负责，由富阳区国资办推荐或提名并由公司董事会聘任，董事会成员可以兼任总经理。总经理每届任期 3 年，届满可连聘连任。

截至 2022 年底，公司董事、监事和高级管理人员不存在缺位的情况。

2. 管理体制

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，并根据现行的《企业内部控制基本规范》及相关规定建立了内部控制制度。

财务管理方面，为规范公司财务行为，加强财务管理，公司根据《会计法》《企业会计准则》等法规制订了《财务管理制度》《财务内控制度》《全面预算管理制度》等，内容涵盖资金管理、筹融资管理、预算编制及执行管理、审批流程、监督检查机制等方面。

投资管理方面，为规范公司的投资行为，提高投资收益，公司制订了《对外投资管理办法》，明确了相关部门的管理范围、审批权限、决策程

序和执行规则，确保公司投资活动有序有效开展。

资产管理方面，为完善资产配置，提高资产使用效益，公司制定了《资产管理办法》《资产出租管理办法》《资产转让管理办法》《资产评估管理办法》等制度，内容涵盖资产日常管理、资产处置管理及监督、资产经营管理增值等方面。

内控管理方面，为提高公司经营管理水平，公司制定了《内部控制管理制度》，明确了内控体系建立、评价、日常检查与考核等环节的内容和职责，有助于完善业务流程、防范经营风险。

重大事项决策管理方面，公司按照《公司章程》《董事会制度》《外派董事监事管理办法》《“三重一大”事项集体决策制度》等制度的规定进行决策。公司经营方针和投资计划，年度财务预决算，增加或减少注册资本，发行公司债券，公司合并、分立解散等事项需经公司股东审议通过；董事会负责与股东沟通联络，向股东汇报工作，并执行股东的决定；总经理主持公司的日常经营管理工作，组织实施公司的经营计划和投资方案等，执行董事会决议。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务板块较为多元化，近年来，公司主营业务收入持续增长，综合毛利率波动下降。

2020—2022 年，公司主营业务收入持续增长，从构成上看，土地开发、不动产租赁和粮油销售收入合计分别占当期主营业务收入的 77.71%、85.69% 和 79.38%，是公司主营业务收入的主要来源。2020—2022 年，公司土地开发、不动产租赁和粮油销售收入波动增长，商品销售收入有所波动，文旅运营收入波动下降。2021 年以来，受富阳区政府建设规划调整影响，公司未确认基础设施建设收入。

毛利率方面，2020—2022 年，受土地开发管理费结算比例调整影响，土地开发业务毛利率有所提升；得益于投资性房地产不计提折旧，不动产租赁业务毛利率维持在 90% 以上；由于

公益属性强，粮油销售业务处于亏损状态；受运维成本相对固定，但游客数量不及预期影响，文旅运营业务于 2020 年起持续亏损；商品销售以

日用商品为主，种类繁多且销售额比重不固定，毛利率波动下降。受上述因素综合影响，2020—2022 年，公司综合毛利率波动下降。

表 4 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发	8017.00	28.40	20.00	30134.69	58.11	20.00	28000.00	46.08	23.00
基础设施建设	2216.38	7.85	100.00	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
不动产租赁	9169.54	32.49	98.85	6300.54	12.15	90.26	12319.65	20.27	91.58
商品销售	2785.88	9.87	19.00	2896.24	5.59	25.07	2522.76	4.15	12.07
粮油销售	4745.31	16.82	-21.95	7996.35	15.43	-13.22	7917.10	13.03	-9.06
文旅运营	337.18	1.19	-96.15	1539.31	2.97	-51.48	1049.65	1.73	-154.16
其他业务	952.97	3.38	66.21	2987.16	5.75	87.27	8959.13	14.75	23.77
合计	28224.26	100.00	44.92	51854.29	100.00	25.45	60768.30	100.00	29.33

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：联合资信根据公司提供的资料整理

2. 业务经营分析

（1）土地开发业务

近年来，公司土地开发业务回款情况较差；拟开发土地计划投资规模大，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。

2020—2022 年，受土地开发项目结算规模波动影响，公司土地开发业务收入波动增长。截至 2022 年底，公司土地开发业务累计确认收入 7.32 亿元，累计回款 0.80 亿元，回款情况较差。

表 5 截至 2022 年底公司在开发土地项目情况

（单位：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
合计	39.33	1.81	0.12

资料来源：公司提供

截至 2022 年底，公司在开发土地项目面积合计 39.33 亩，计划总投资 1.81 亿元，已投资 0.12 亿元；拟开发土地面积合计 779.06 亩，计划总投资 52.42 亿元。整体看，公司拟开发土地项目计划投资规模大，公司存在较大的资本支出压力。

表 6 截至 2022 年底公司拟开发土地项目情况

（单位：亩、亿元）

地块名称	面积	计划总投资
横山区块山居 15—18 号	348.75	26.70
大自然批发市场边山居 19 号	59.98	4.59
泗州造纸遗址地块	119.99	2.00
杭州安河乡村度假酒店	84.35	6.43
方里村 1 号地块	4.99	0.38
富春 91—1 号	75.00	5.74
富春 65 号	86.00	6.58
合计	779.06	52.42

资料来源：公司提供

（2）基础设施建设

公司基础设施建设通过委托代建模式开展，以代建管理费确认收入，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。

2020 年，公司收到代建管理费 2216.38 万元。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 2022 年底，公司基础设施代建项目尚未结算的项目成本为 23.41 亿元。

截至 2022 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 23.35 亿元；无重要拟建基础设施代建项目。公司基础设施代建项目尚未结算规模较大，对公司资金形成较大占用。

表 7 截至 2022 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	4.01
东洲 12 号地块公共租赁住房配建	3.04	2.22
高桥公租房	2.60	1.99
公安局特训基地	2.15	1.44
青少年活动中心	1.87	1.74
公安业务技术用房	1.97	1.46
第六期经济适用房	1.95	1.71
第七期经济适用房	1.84	1.27
第八期经济适用房	1.62	1.23
殡仪馆改扩建	1.70	0.71
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	0.78

公安技术用房设备智能化及装修	2.23	1.75
合计	31.36	23.35

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

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。公司主要在建自营项目包括江畔府邸项目、美丽乡村项目和教育基地项目，即本期债券募投项目。截至 2022 年底，上述项目计划总投资 20.71 亿元，已投资 3.27 亿元；公司暂无拟建基础设施自营项目。

表 8 截至 2022 年底公司重要在建基础设施自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
江畔府邸项目	14.32	1.45
美丽乡村项目	3.87	0.98
教育基地项目	2.52	0.84
合计	20.71	3.27

资料来源：公司提供

（3）文旅资源开发与运营

公司文旅资源开发与运营业务自 2020 年起呈亏损状态；在建文旅项目尚需投资规模大，公司存在较大的资本支出压力，且投运后实际收益受旅游市场景气度影响大，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公望旅发、龙门旅发和富春生态负责运营，运营中的文旅项目主要通过富阳区政府划拨取得。截至 2022 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。

表 9 截至 2022 年底公司主要旅游项目收费标准情况（单位：元）

项目	价格
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）
阳陂湖	
观光车	30（成人）/15（儿童）
小火车	30（成人）/15（儿童）
观光船（南—北）	40（成人）/20（儿童）
观光船（南—东）	30（成人）/15（儿童）

资料来源：公司提供

2021年，得益于阳陂湖景区游客接待数量大幅增长，公司文旅运营收入同比增加1202.13万元；2022年，为配合杭州市促进文旅消费政策，公司运营的主要文旅项目针对浙江省内部分城市游客在特定日期免收首道门票，公司文旅运营收入同比下降31.81%。2020—2022年，受运维成本相对固定，但游客数量不及预期影响，公司文旅运营业务持续亏损。

表 10 公司主要文旅项目游客接待情况

（单位：万人次）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
黄公望隐居地	9.50	8.69	15.19
龙门古镇	14.70	16.82	16.36
阳陂湖	25.00	187.82	191.80
其他项目	30.00	66.20	13.46
合计	79.20	279.53	236.81

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

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2022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49.10亿元（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，且投运后实际收益受旅游市场景气度影响大，存在不确定性。

表 11 截至2022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	9.40

阳陂湖生态项目配套工程项目	59.07	39.70
合计	66.45	49.10

资料来源：公司提供

（4） 不动产租赁业务

公司不动产租赁业务对收入贡献较大，近年来，公司不动产租赁业务收入波动增长，得益于投资性房地产不计提折旧，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2022年底，公司用于对外租赁的不动产超过200处（间），面积合计约22.19万平方米，已基本完成出租。

2021年，受当期减免租金政策影响，公司不动产租赁收入同比下降31.29%；2022年，得益于公司将部分完工的商业用房用于对外出租，公司不动产租赁收入同比增长95.53%。2020—2022年，得益于投资性房地产不计提折旧，公司不动产租赁业务毛利率维持在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，近年来持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2022年底，公司拥有6个库点、56个储粮廋间，库容量为7.05万吨，储粮量为6.83万吨。

2020—2022年，得益于储备粮、订单粮和保护价粮销售额增加，公司粮油销售收入波动增长，但业务公益属性强，持续处于亏损状态。近年来，

公司持续获得地方政府提供的粮食收储及粮油销售相关补贴，2020—2022年分别为0.36亿元、0.25亿元和0.29亿元。

(6) 商品销售

近年来，受电商平台冲击影响，公司商品销售收入规模波动下降。受富百股份不再纳入公司合并范围影响，未来公司或将不再产生商品销售收入。

公司商品销售业务由子公司富百股份负责运营。富百股份运营的富阳百货大楼位于富阳区中心区域，占地面积0.90万平方米，主营商品包括大小百货、黄金钟表、纺织服装、日化洗涤用品、文化体育用品、大小家电、办公设备等门类，销售方式包括线上官网销售和线下门店销售两种渠道。2020—2022年，受电商平台冲击影响，公司商品销售收入波动下降；公司销售商品种类繁多且销售额比重不固定，毛利率波动下降。

2022年10月，公司与杭州市富阳区百货大楼职工保障基金会（以下简称“职工协会”）签署了《“股权代理协议”之解除协议》，协议约定富百股份的财务及生产经营政策由职工协会决定，富百股份自2022年10月1日起不再纳入公司合并范围，未来公司或将不再产生商品销售收入。

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。

八、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对2020—2021年财务报表进行审计，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对2022年财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2022年底，公司拥有合并范围内一级子公司14家。合并范围变化方面，2021年，公司新增1家子公司，系无偿划拨取得；2022年，公司投资设立4家子公司，因丧失控制权减少1家子公司。近年来，公司合并范围变化的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，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，应收类款项对公司资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2020—2022年底，随着政府划拨资产以及项目的持续投入，公司资产规模持续增长，年均复合增长41.49%。截至2022年底，公司资产构成以非流动资产为主。

表 12 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	74.13	49.13	65.59	37.61	120.59	39.92
货币资金	5.06	3.36	6.30	3.61	5.96	1.97
应收账款	0.74	0.49	3.75	2.15	6.76	2.24
其他应收款	33.77	22.38	19.97	11.45	16.00	5.30
存货	25.71	17.04	32.15	18.43	91.81	30.39
非流动资产	76.77	50.87	108.81	62.39	181.50	60.08
投资性房地产	33.27	22.05	37.65	21.59	66.30	21.95
在建工程	5.41	3.59	4.80	2.75	56.35	18.65

其他非流动资产	30.53	20.23	61.81	35.44	51.28	16.97
资产总额	150.91	100.00	174.40	100.00	302.09	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020—2022 年底，公司货币资金波动增长。截至 2022 年底，公司货币资金以银行存款（占 99.41%）为主，无使用受限的货币资金。

2020—2022 年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长 202.83%。截至 2022 年底，公司应收账款主要由应收富阳土储的土地开发款（占 96.38%）构成；从账龄上看，1 年以内的占 45.03%、1~2 年的占 44.58%，账龄较短；公司对应收账款累计计提坏账准备 6.54 万元。

2020—2022 年底，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 31.18%。截至 2022 年底，公司其他应收款以往来款（占 81.22%）和暂借款（占 18.01%）为主；公司其他应收款中非账龄组合余额占 99.19%，未计提坏账准备；从集中度看，公司其他应收款前五名欠款方余额合计占 89.21%，集中度较高；公司对其他应收款计提坏账准备 185.87 万元。公司其他应收款欠款方主要为国有企业和事业单位，款项回收风险较小，但回款时间存在不确定性。

表 13 截至 2022 年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	款项性质	余额	占比
杭州富阳国有资本运营管理有限公司	往来款	11.16	69.71
杭州致祥房地产开发有限公司	拆借款	1.19	7.42
杭州启祥房地产开发有限公司	拆借款	1.08	6.71
杭州富阳滕祥城建开发有限公司	拆借款	0.57	3.57
杭州市富阳区机关事务管理局（现杭州市富阳区机关事务服务中心）	往来款	0.29	1.80
合 计		14.29	89.21

注：杭州致祥房地产开发有限公司、杭州启祥房地产开发有限公司和杭州富阳滕祥城建开发有限公司均为公司参股公司，上述公司实际控制人均为杭州市人民政府；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

2020—2022 年底，公司存货持续增长，年均复合增长 88.95%。截至 2022 年底，公司存货中开发产品和开发成本合计占 8.44%，以经济适用房建设成本为主；拟开发土地占 89.41%，以

城镇住宅用地为主（账面价值 78.52 亿元），其中尚未全额缴纳出让金的土地价值 44.58 亿元（含价值 41.74 亿元尚未办妥权证的土地）；公司未对存货计提跌价准备。

公司投资性房地产由商铺、办公楼等用于租赁的不动产构成。2020—2022 年底，公司将已完工的用于经营的不动产由“在建工程”科目转入投资性房地产并按公允价值评估增值，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 41.15%。截至 2022 年底，公司投资性房地产账面原值 36.06 亿元，增值率为 76.08%。

2020—2022 年底，公司在建工程波动增长。截至 2022 年底，公司在建工程主要由文旅类项目成本构成，较上年底增加 51.55 亿元，主要系公司将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项目成本由“其他非流动资产”科目转入所致。

2020—2022 年底，公司其他非流动资产波动增长。截至 2022 年底，公司其他非流动资产主要由预付土地出让金（占 54.21%）和代建类市政基础设施项目成本（占 45.65%）构成。

截至 2022 年底，公司受限资产账面价值为 0.85 亿元，为用于借款抵押的投资性房地产，受限比例为 0.28%。

3. 所有者权益及负债

近年来，公司所有者权益持续增长，权益结构稳定性较好；有息债务快速增长，以长期债务为主，债务负担适中，债务到期分布相对分散。

所有者权益

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 38.88%。截至 2022 年底，公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占 74.79%，所有者权益结构稳定性较好。

2020—2022 年底，公司实收资本均为 10.00 亿元；得益于富阳区政府部门注入资金以及土地、不动产、股权等资产，公司资本公积持续增长，

年均复合增长 45.60%。截至 2022 年底，公司资本公积主要由土地使用权（约占 46.14%）和货币资金（约占 43.40%）形成；公司其他综合收

益较 2021 年底增加 17.37 亿元，主要系公司对已完工的用于经营的不动产按公允价值评估增值所致。

表 14 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	13.61	10.00	12.78	10.00	7.06
资本公积	45.26	61.62	49.35	63.08	95.94	67.73
其他综合收益	9.60	13.07	7.40	9.46	24.77	17.49
未分配利润	7.39	10.07	9.98	12.75	9.47	6.68
少数股东权益	0.17	0.23	0.17	0.21	0.04	0.03
所有者权益合计	73.45	100.00	78.23	100.00	141.66	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

负债

2020—2022 年底，公司负债规模持续增长，

年均复合增长 43.92%，负债结构以非流动负债为主。

表 15 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	30.39	39.23	29.38	30.55	39.00	24.31
短期借款	15.49	20.00	4.52	4.70	2.17	1.35
其他应付款（合计）	9.51	12.27	12.76	13.27	19.13	11.92
一年内到期的非流动负债	1.99	2.56	6.20	6.44	12.23	7.62
非流动负债	47.07	60.77	66.79	69.45	121.44	75.69
长期借款	21.90	28.28	27.52	28.62	51.62	32.17
应付债券	20.00	25.82	20.00	20.80	36.41	22.70
长期应付款（合计）	5.16	6.66	19.19	19.96	27.62	17.21
负债总额	77.46	100.00	96.17	100.00	160.44	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020—2022 年底，公司短期借款持续下降，年均复合下降 62.60%。截至 2022 年底，公司短期借款由信用借款（占 90.77%）和保证借款（占 9.23%）构成。

2020—2022 年底，公司其他应付款（合计）持续增长，年均复合增长 41.86%。截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）较上年底增长 49.89%，主要由应付杭州富阳国有资本运营管理有限公司等单位的往来款（占 97.66%）构成。

2020—2022 年底，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 148.13%。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债由一

年内到期的长期借款（占 99.88%）及未到期应付利息构成。

2020—2022 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 53.52%。截至 2022 年底，公司长期借款主要由保证借款（占 95.63%）和抵押借款（占 2.32%）构成，抵押物为投资性房地产。

截至 2022 年底，公司应付债券由“20 富春 01”“22 富春山居 PPN001”“22 富春山居 PPN002”及其应付利息构成。

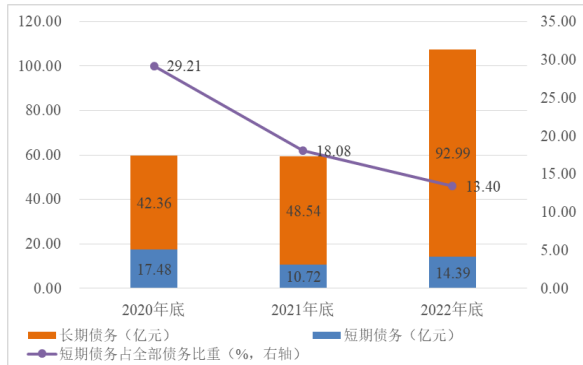
2020—2022 年底，公司长期应付款（合计）持续增长，年均复合增长 131.33%。截至 2022 年底，公司长期应付款（合计）主要由工程专项

拨款（占 81.96%）和融资租赁款（占 17.94%）构成，本报告将其中有息部分纳入长期债务计算。

有息债务方面，2020—2022 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 33.96%。截至 2022 年底，公司全部债务中短期债务占 13.40%，长期债务占 86.60%。2020—2022 年，公司资产负债率波动增长，全部债务资本化比率波动下降，

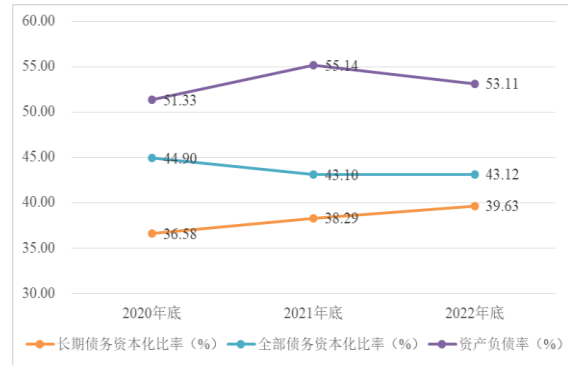
长期债务资本化比率持续增长。整体看，公司债务负担适中。从融资成本看，公司银行借款融资成本分布在 3.60%~6.50%，债券融资成本分布在 3.89%~4.90%。从融资结构上看，银行借款、债券及非标融资占比分别为 61.48%、33.91%和 4.62%，融资结构尚可。

图 1 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图 2 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

根据公司提供资料，以 2022 年底公司有息债务为基础，2023—2025 年公司需偿付的有息债务规模分别为 14.41 亿元、10.31 亿元和 9.56 亿元，债务到期分布相对分散。

4. 盈利能力

近年来，公司营业总收入持续增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，利润总额对非经常性损益的依赖程度有所下降。

2020—2022 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 48.83% 和 66.24%。同期，公司营业利润率波动下降。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	2.87	5.24	6.37
营业成本	1.56	3.89	4.31
费用总额	2.14	0.99	1.04
其中：管理费用	0.86	0.96	0.99
财务费用	1.12	-0.16	-0.12
其他收益	0.57	0.35	0.38
投资收益	4.39	1.62	-0.01
利润总额	4.03	3.53	1.32
营业利润率	41.29	23.89	28.10

总资本收益率	4.31	4.19	1.36
净资产收益率	4.13	3.87	0.58

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司费用总额主要由管理费用和财务费用构成。2020—2022 年，受财政贴息规模波动增长影响，公司费用总额波动下降；期间费用率分别为 74.50%、18.88%和 16.38%，对利润形成一定侵蚀。

非经常性损益方面，2020—2022 年，公司其他收益波动下降，均为政府补贴收入；投资收益持续下降，其中，2020—2021 年主要来自公司出售财通证券股份有限公司（以下简称“财通证券”）股权取得的投资收益。同期，公司利润总额持续下降，年均复合下降 42.82%，其他收益和投资收益合计相当于公司利润总额的 123.15%、55.80%和 27.69%，利润总额对非经常性损益的依赖程度有所下降。

从盈利指标来看，2020—2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动净现金流波动较大，收入实现质量较差；受文旅项目集中投入影响，公司投资活动现金持续净流出；未来随着项目建设持续投入以及债务陆续到期，公司存在较大筹资压力。

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入量波动增长。其中，销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，分别为 2.24 亿元、2.20 亿元和 3.95 亿元，为各业务板块回款；收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为 9.84 亿元、25.43 亿元和 21.01 亿元，主要为往来款流入。同期，公司现金收入比波动下降，收入实现质量较差。2020—2022 年，公司经营活动现金流出量波动增长。其中，购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，分别为 1.74 亿元、4.43 亿元和 47.92 亿元，主要为预付土地出让金支出、代建项目支出和采购成本支出，2022 年大幅增长主要系当期支付的土地出让金规模大幅增加所致；支付其他与经营活动有关的现金持续下降，分别为 36.23 亿元、3.72 亿元和 3.65 亿元，主要为往来款流出。同期，公司经营活动净现金流波动较大。

表17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	12.08	27.63	24.97
经营活动现金流出小计	38.64	8.98	53.24
经营活动现金流量净额	-26.56	18.65	-28.27
投资活动现金流入小计	5.48	2.43	0.04
投资活动现金流出小计	18.81	30.77	13.62
投资活动现金流量净额	-13.34	-28.34	-13.58
筹资活动现金流入小计	58.25	52.97	61.04
筹资活动现金流出小计	29.60	42.24	18.52
筹资活动现金流量净额	28.65	10.73	42.52
现金收入比	77.92	41.99	62.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入量持续下降，年均复合下降 91.28%，主要为出售财通证券股权取得的现金。同期，公司投资活动现金流出量波动下降，主要

为文旅项目建设支出的现金。2020—2022 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，主要由金融机构借款、发行债券和工程专项拨款取得的现金构成；筹资活动现金流出量波动下降，主要用于偿付债务本息。同期，公司筹资活动现金持续净流入。

6. 偿债能力指标

公司短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力指标表现一般，间接融资渠道较为通畅。

从短期偿债能力指标看，2020—2022 年底，公司流动比率和现金短期债务比波动上升，速动比率持续下降，公司短期偿债能力指标表现较弱。

表 18 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标			
流动比率	243.96	223.25	309.24
速动比率	159.34	113.82	73.81
现金短期债务比	0.29	0.59	0.41
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	2.54	2.25	0.90
全部债务/EBITDA	8.68	9.22	26.37

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从长期偿债能力指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力持续下降，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2022 年底，公司获得银行授信 104.36 亿元，已使用额度为 65.94 亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至 2022 年底，公司对外担保余额 3.33 亿元，担保比率为 2.35%，被担保单位均为富阳区属国有企业，经营状况正常。

表19 截至2022年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保余额	到期日
杭州富春湾新城投资集团有限公司	13300.00	2024/04/29
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	20000.00	2025/09/22
合计	33300.00	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

7. 公司本部财务分析

公司资产和营业总收入主要来自公司本部，公司本部债务负担适中，短期偿债压力不大。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 260.18 亿元，较上年底增长 81.31%，主要系存货、投资性房地产和在建工程增长所致。其中，流动资产占 44.21%、非流动资产占 55.79%。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 110.96 亿元，较上年底增长 103.93%，主要系政府注入资金和资产所致。其中，实收资本占 9.01%、资本公积占 60.59%。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 149.22 亿元，较上年底增长 67.50%，主要系银行借款和债券融资规模扩大所致。其中，流动负债占 25.84%、非流动负债占 74.16%。截至 2022 年底，公司本部全部债务 92.52 亿元。其中，短期债务占 7.35%、长期债务占 92.65%；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.35%和 45.47%，债务负担适中；现金短期债务比为 0.82 倍，公司本部短期偿债压力不大。

2022 年，公司本部营业总收入为 3.93 亿元，利润总额为 1.54 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为-23.83 亿元，投资活动现金流净额-14.36 亿元，筹资活动现金流净额 39.30 亿元。

九、 外部支持

1. 支持能力

富阳区是杭州市市辖区，近年来经济稳步发展，财政实力很强，一般公共预算收入质量较高。截至 2022 年底，富阳区政府债务余额为 291.44 亿元，政府债务率约为 105.26%。整体看，富阳区政府支持能力很强。

2. 支持可能性

公司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，富阳区国资办为公司实际控制人。近年来，公司持续得到富阳区政府部门在资金及资产注入、股权划转和财政补贴等方面的有力支持。

资金及资产注入方面，2019 年，富阳区国资办向公司注资 11.84 亿元；2020 年，富阳区财政局向公司拨付阳陂湖生态修复治理专项款 10.00 亿元，同期，富阳区政府向公司注入评估价值为 2.80 亿元的土地使用权；2021 年，富阳区国资办向公司注入评估价值为 22.35 亿元的投资性房地产；2022 年，富阳区财政局向公司拨款 0.80 亿元，同期，富阳区政府向公司注入评估价值为 41.74 亿元的土地使用权。

股权划转方面，2019 年，富阳区国资办将杭州富阳文化旅游投资集团有限公司、杭州富阳运动休闲产业投资有限公司和公望旅发 100.00% 的股权，以及龙门旅发 91.67% 的股权无偿划转至公司，公司资本公积增加 1.42 亿元；2021 年，富阳区国资办将公望资产 100.00% 的股权无偿划转至公司，公司资本公积增加 0.10 亿元。

财政补贴方面，2020—2022 年，公司分别获得财政补贴 0.65 亿元、0.35 亿元和 0.38 亿元。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在资金及资产注入、股权划转和财政补贴等方面获得有力的政府支持。整体看，公司获得政府支持的可能性很大。

十、 本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务水平和结构有一定影响；本期债券设置分期偿还条款，可有效缓解公司的集中偿付压力；募投项目在本期债券存续期内部分年度净收益无法完全覆盖当年本息偿付规模，本息偿还依赖于以前年度留存收益。此外，募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际租售及运营情况，具有不确定性。

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券拟发行规模 10.50 亿元，分别相当于公司 2022 年底长期债务和全部债务的 11.29% 和 9.78%，对公司债务规模和结构存在一定影响。

以公司 2022 年底财务数据为基础，假设其他因素不变，在本期债券发行后，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

将分别上升至 54.68%、45.42%和 42.22%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

在本期债券发行后，公司经营活动现金流和 EBITDA 对长期债务保障能力较弱。本期债券设置分期偿还条款，可有效缓解公司的集中偿付压力。

表 20 本期债券偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务（亿元）	103.49
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.24
经营活动现金净流量/发行后长期债务（倍）	-0.27
发行后长期债务/EBITDA（倍）	25.41

注：发行后长期债务为将本期债券发行金额计入后测算的 2022 年底长期债务总额；经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 均为 2022 年数据

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3. 募投项目收益对本期债券的保障能力

根据华诚博远工程咨询有限公司出具的《富春法院区块江畔府邸安置房建设项目可行性研究报告》，江畔府邸项目收入包括安置房销售收入、配套商业用房销售收入、车位销售收入、物业管理费收入、公建物业及邻里中心商业租售收入等。其中，安置房住宅建筑面积 5.70 万平方米，销售价格按 1.68 万元/平方米计算；配套商业用房建筑面积 1511 平方米，销售价格按 3.70 万元/平方米计算；停车位 648 个，销售价格按 16.00 万元/个计算；邻里中心配套商业用于销售面积约 1125.6 平方米，销售价格 3.30 万元/平方米；公建配套及邻里中心配套商业出租面积约 3606.4 平方米，出租价格为 5.0 元/平方米·日，租赁价格每 3 年按 10%的比例增长，运营期 1~3 年出租率分别为 70%、80%和 90%，第 4 年起出租率为 100%。此外，江畔府邸项目还有少量物业管理费收入、充电桩收入、广告位出租收入和 5G 基站出租收入。

根据华诚博远工程咨询有限公司出具的《龙门古镇美丽乡村建设项目可行性研究报告》，美丽乡村项目收入包括门票收入、景区拓展项目收

入等。其中，门票价格在运营期第 1 年按 63 元/人次计算，此后每 5 年增长 10%；游客数量在运营期第 1 年按 25.96 万人次（2019 年游客数量的 1.1 倍）计算，第 2~4 年每年增长 5%，第 5~8 年每年增长 3%，第 9 年及以后年度保持稳定；景区拓展项目吸引游客数量按售票游客数量的 65%计算，在运营期第 1 年的日均消费支出按 60 元/人次计算，此后每 5 年增长 10%。此外，美丽乡村项目还有少量停车位收入、沿街商铺租赁收入和广告牌租赁收入。

根据华诚博远工程咨询有限公司出具的《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可行性研究报告》，教育基地项目收入包括新劳动教育收入、餐厅托管经营收入和住宿收入。教育基地设计容纳人数为 800 人，每期教育活动设计周期为 3 天 2 晚，预计年接待人数为 3.20 万人。其中，新劳动教育收费标准按 460 元/人·期计算，餐厅收费标准按 50 元/人·日计算，住宿收费标准按 150 元/人·期计算，收费标准每 2 年按 5%的比例递增。运营效率方面，假设运营期第 1~3 年营运率分别为 70%、80%和 90%，第 4 年起营运率均为 95%。

本期债券计划用于募投项目的资金为 9.40 亿元，偿债资金主要来源于募投项目收益及公司日常经营收入。假设本期债券于 2023 年发行，按照建设计划，美丽乡村项目和教育基地项目将于 2024 年开始产生收入，江畔府邸项目将于 2025 年开始产生收入。

若投资者在本期债券存续期内第 5 年末未行使回售选择权，在本期债券存续期内（2023—2033 年），募投项目净收益 18.89 亿元。假设本期债券于 2023 年发行，公司将于 2024 年开始付息，并于 2029 年开始分期还本。假设本期债券发行利率为 5.00%，从本期债券用于募投项目建设的资金来看，存续期内募投项目净收益对该部分资金的本息覆盖倍数为 1.44 倍。

若投资者在本期债券存续期内第 5 年末行使回售选择权，在本期债券存续期内（2023—2028 年），募投项目净收益 14.80 亿元。假设本期债

券于 2023 年发行，公司将于 2024 年开始付息，并于 2028 年还本。假设本期债券发行利率为 5.00%，从本期债券用于募投项目建设的资金来看，存续期内募投项目净收益对该部分资金的本息覆盖倍数为 1.26 倍。

募投项目在本期债券存续期内部分年度净

收益无法完全覆盖当年本息偿付规模，本息偿还依赖于以前年度留存收益。此外，募投项目预期收益较为乐观，预期收益的实现依赖于项目完成后实际租售及运营情况，受当地拆迁安置政策、旅游市场景气度、劳动教育计划安排等因素影响较大，具有不确定性。

表 21-1 投资者未行使回售选择权情况下募投项目在本期债券存续期内收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况（单位：万元、倍）

序号	项目	小计	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年
1	收入合计	197882	4673	45713	46089	46318	9435	9940	8658	8850	9055	9152
1.1	江畔府邸项目	135485	--	40551	40428	40349	3269	3274	1774	1855	1944	2041
1.2	美丽乡村项目	41180	3195	3473	3665	3862	3954	4454	4561	4672	4672	4672
1.3	教育基地项目	21218	1478	1690	1996	2107	2212	2212	2323	2323	2439	2439
2	运营成本	8138	427	870	915	939	780	794	823	838	868	884
2.1	江畔府邸项目	1495	--	290	289	289	103	103	105	105	105	105
2.2	美丽乡村项目	1945	163	169	177	182	191	196	206	212	221	228
2.3	教育基地项目	4700	264	412	449	468	486	494	513	521	542	551
3	税金及附加	805	6	84	83	80	92	87	87	95	95	95
4	项目净收益	188941	4240	44759	45091	45299	8563	9060	7748	7916	8091	8173
5	还本付息总额	131600	4700	4700	4700	4700	4700	23500	22560	21620	20680	19740
5.1	还本金额	94000	--	--	--	--	--	18800	18800	18800	18800	18800
5.2	付息金额	37600	4700	4700	4700	4700	4700	4700	3760	2820	1880	940
6	项目净收益对本息覆盖倍数	1.44	0.90	9.52	9.59	9.64	1.82	0.39	0.34	0.37	0.39	0.41

注：1. 假设本期债券于 2023 年发行，2024 年起付息，2029 年开始分期还本，债券利率按 5.00% 估算；2. 经营成本中不包括折旧费用、摊销费用和财务费用

资料来源：联合资信根据募投项目可研报告整理

表 21-2 投资者行使回售选择权情况下募投项目在本期债券存续期内收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况（单位：万元、倍）

序号	项目	小计	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
1	收入合计	152228	4673	45713	46089	46318	9435
1.1	江畔府邸项目	124597	--	40551	40428	40349	3269
1.2	美丽乡村项目	18149	3195	3473	3665	3862	3954
1.3	教育基地项目	9483	1478	1690	1996	2107	2212
2	运营成本	3931	427	870	915	939	780
2.1	江畔府邸项目	971	--	290	289	289	103
2.2	美丽乡村项目	882	163	169	177	182	191
2.3	教育基地项目	2079	264	412	449	468	486
3	税金及附加	345	6	84	83	80	92
4	项目净收益	147952	4240	44759	45091	45299	8563
5	还本付息总额	117500	4700	4700	4700	4700	98700

5.1	还本金额	94000	--	--	--	--	94000
5.2	付息金额	23500	4700	4700	4700	4700	4700
6	项目净收益对本息覆盖倍数	1.26	0.90	9.52	9.59	9.64	0.09

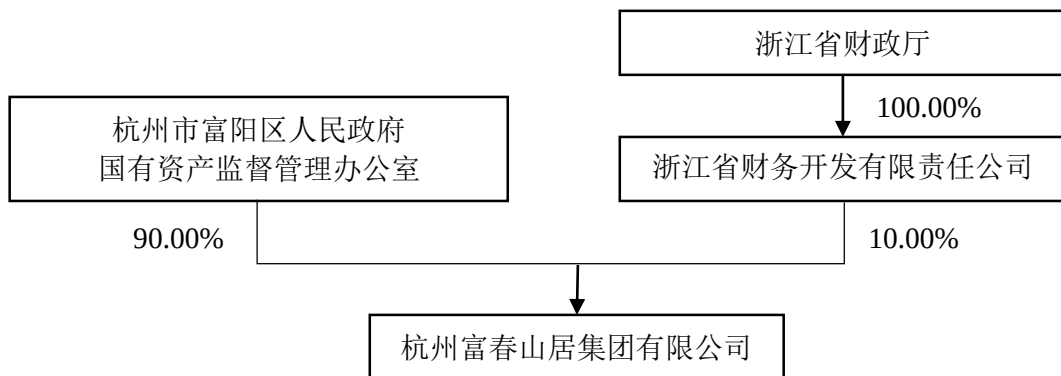
注：1. 假设本期债券于 2023 年发行，2024 年起付息，2028 年还本，债券利率按 5.00% 估算；2. 经营成本中不包括折旧费用、摊销费用和财务费用

资料来源：联合资信根据募投项目可研报告整理

十一、 结论

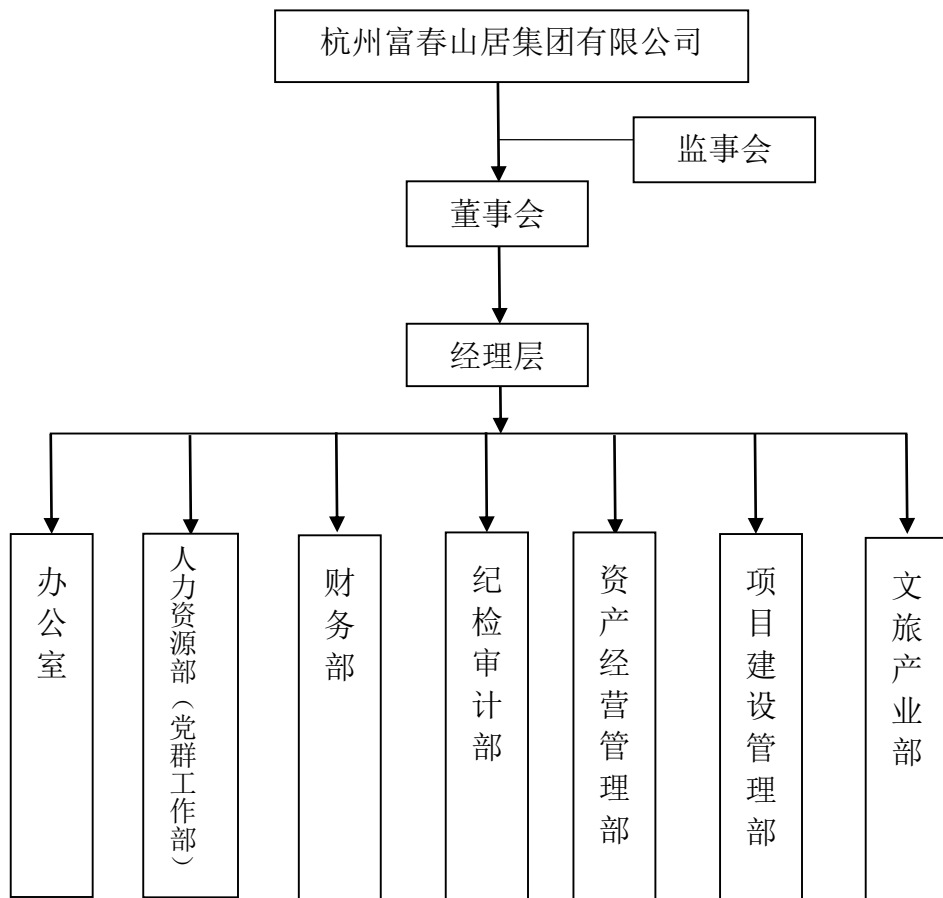
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式	业务性质
杭州富阳清风实业发展有限公司	500.00	100.00	投资设立	批发和零售业
杭州富阳国有农林资产经营有限公司	400.00	100.00	投资设立	批发和零售业
杭州富阳食品有限责任公司	328.00	100.00	无偿划转	交通运输、仓储和邮政业
杭州市富阳区粮食收储有限公司	500.00	100.00	无偿划转	农林牧渔业
杭州富阳文化旅游发展有限公司	50000.00	100.00	无偿划转	商务服务业
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	10000.00	100.00	无偿划转	商务服务业
杭州黄公望隐居地旅游发展有限公司	1000.00	100.00	无偿划转	商务服务业
杭州龙门古镇旅游发展有限公司	6000.00	91.67	无偿划转	商务服务业
杭州富阳三国圆旅游发展有限公司	1000.00	100.00	投资设立	旅游业
杭州富春山居生态发展有限公司	5000.00	100.00	投资设立	旅游业
杭州公望国有资产经营有限公司	1000.00	100.00	无偿划转	商务服务业
杭州富阳传媒有限公司	1000.00	100.00	投资设立	广播、电视、电影和录音制作业
杭州富阳阳陂湖文化研究院有限公司	50.00	100.00	投资设立	互联网服务
杭州数智富春科技有限公司	1000.00	100.00	投资设立	软件和信息技术服务业

资料来源：联合资信根据公司提供资料和公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.06	6.30	5.96
资产总额（亿元）	150.91	174.40	302.09
所有者权益（亿元）	73.45	78.23	141.66
短期债务（亿元）	17.48	10.72	14.39
长期债务（亿元）	42.36	48.54	92.99
全部债务（亿元）	59.84	59.26	107.38
营业总收入（亿元）	2.87	5.24	6.37
利润总额（亿元）	4.03	3.53	1.32
EBITDA（亿元）	6.90	6.43	4.07
经营性净现金流（亿元）	-26.56	18.65	-28.27
财务指标			
现金收入比（%）	77.92	41.99	62.09
营业利润率（%）	41.29	23.89	28.10
总资本收益率（%）	4.31	4.19	1.36
净资产收益率（%）	4.13	3.87	0.58
长期债务资本化比率（%）	36.58	38.29	39.63
全部债务资本化比率（%）	44.90	43.10	43.12
资产负债率（%）	51.33	55.14	53.11
流动比率（%）	243.96	223.25	309.24
速动比率（%）	159.34	113.82	73.81
经营现金流流动负债比（%）	-87.42	63.49	-72.50
现金短期债务比（倍）	0.29	0.59	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.54	2.25	0.90
全部债务/EBITDA（倍）	8.68	9.22	26.37

注：公司长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.01	5.46	5.57
资产总额（亿元）	141.86	143.50	260.18
所有者权益（亿元）	72.51	54.41	110.96
短期债务（亿元）	11.56	8.19	6.80
长期债务（亿元）	33.70	39.05	85.72
全部债务（亿元）	45.26	47.24	92.52
营业总收入（亿元）	1.75	3.60	3.93
利润总额（亿元）	4.08	3.72	1.54
EBITDA（亿元）	6.95	6.62	4.29
经营性净现金流（亿元）	-23.37	17.48	-23.83
财务指标			
现金收入比（%）	66.41	17.25	37.12
营业利润率（%）	55.51	29.97	37.40
总资本收益率（%）	4.92	5.87	1.80
净资产收益率（%）	4.25	5.94	0.98
长期债务资本化比率（%）	31.73	41.78	43.58
全部债务资本化比率（%）	38.43	46.47	45.47
资产负债率（%）	48.88	62.08	57.35
流动比率（%）	217.64	193.04	298.36
速动比率（%）	143.87	100.74	65.40
经营现金流动负债比（%）	-71.37	52.82	-61.81
现金短期债务比（倍）	0.17	0.67	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.31	0.95
全部债务/EBITDA（倍）	6.52	7.14	21.55

注：公司本部长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	
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。

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其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

联合资信评估股份有限公司关于 2023 年第一期杭州富春山居集团有限公司公司债券 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

杭州富春山居集团有限公司（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。