

信用等级公告

联合[2014] 272 号

联合资信评估有限公司通过对浙江富春山居集团有限公司及其拟发行的 2014 年度 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

浙江富春山居集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

浙江富春山居集团有限公司

2014 年度 15 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年二月二十八日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

浙江富春山居集团有限公司

2014 年度 15 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 15 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 后 5 年每年支付本金的 20%, 本金及利息一起支付

发行目的: 项目建设

评级时间: 2014 年 2 月 28 日

财务数据:

项目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	28.02	47.41	105.11
所有者权益(亿元)	14.69	33.95	76.56
长期债务(亿元)	2.25	8.21	9.25
全部债务(亿元)	11.65	10.63	18.77
营业收入(亿元)	2.63	4.25	6.35
利润总额(亿元)	1.09	1.67	2.32
EBITDA(亿元)	1.77	2.27	3.31
经营性净现金流(亿元)	-0.04	4.78	-5.77
营业利润率(%)	35.82	38.90	21.55
净资产收益率(%)	7.63	4.90	3.09
资产负债率(%)	47.58	28.39	27.17
全部债务资本化比率(%)	44.23	23.84	19.69
流动比率(%)	227.64	832.52	525.87
全部债务/EBITDA(倍)	6.59	4.69	5.67
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	3.84	3.37
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.12	0.15	0.22

分析师

董蓁洋 景雪

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对浙江富春山居集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为富阳经济技术开发区(以下简称“富阳经开区”)唯一的基础设施建设和国有资产经营主体,在资本金注入、土地资源划拨、土地指标获取、股权增资等多方面均获得了富阳市政府的大力支持。2012 年富阳经开区升级为国家级经济技术开发区,公司投资环境良好。目前,公司资产质量较好、负债水平较低,但联合资信也注意到国家政策变动、盈利能力弱、经营获现能力较弱以及未来投资规模加大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来公司将继续推进富阳经开区基础设施建设,随着土地综合开发业务的逐步开展,公司收入规模将有所提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期公司债券无担保。公司为本期公司债券设立了偿债资金专户,债券后五年分期偿还本金,可在一定程度降低未来集中偿付压力。本期公司债券偿还资金来源为募投项目土地出让净收益,考虑到土地出让进程影响,富阳市政府将给予公司不少于当年应付本息金额的土地出让净收益,在偿还出现流动性短缺时,中国工商银行股份有限公司浙江省分行营业部(以下简称“工商银行浙江分行”)给予公司不超过当年本息金额的贷款,为本期公司债券偿付提供了保障。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期公司债券偿付风险很低。

优势

1. 富阳市近年来经济平稳发展,富阳经开区作为国家级经济技术开发区享有国家级政策

优惠及富阳市政府的大力支持，公司投资环境良好。

2. 公司作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，在资本金注入、土地资源划拨、土地指标获取、股权增资等多方面均获得了富阳市政府的大力支持。

3. 公司资产以土地资产为主，整体资产质量较好。

4. 考虑到土地出让进程影响，富阳市政府将给予公司不少于当年应付本息金额的土地出让净收益，在偿还出现流动性短缺时，工商银行浙江分行给予公司不超过当年本息金额的贷款，本期公司债券保障程度很高。

5. 本期债券分期偿还，一定程度上降低未来集中偿付压力。

关注

1. 土地出让业务规模受宏观经济及国家政策影响大，未来公司的土地出让进程及收益具有不确定性。

2. 富阳市政府经综合考虑后给予公司土地出让金返还，公司经营获现能力存在较大波动性。

3. 公司盈利能力弱，受财政贴息和政府补助影响大。

4. 本期公司债券发行规模大，对公司现有债务结构影响很大。

5. 公司未来重大项目投资规模较大，存在一定的融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与浙江富春山居集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江富春山居集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江富春山居集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由浙江富春山居集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、浙江富春山居集团有限公司 2014 年度 15 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

浙江富春山居集团有限公司（以下简称“公司”），原名浙江富阳经济开发区建设投资有限公司，系富阳市人民政府授权富阳市国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“富阳市国资委”）出资组建的国有独资公司。公司于 2008 年 5 月取得杭州市工商行政管理局富阳分局核发的企业法人营业执照，成立日公司注册资本人民币 3 亿元，实收资本 1 亿元。

2009 年，根据富阳市国有资产办公室富国资办（2009）59 号文件，公司由资本公积转增注册资本 2 亿元，注册资本增至 3 亿元，实收资本 3 亿元；2010 年 5 月富阳市国资委向公司增资 5 亿元，已经杭州富春会计师事务所审验并出具杭富会验字（2009）第 458 号、杭富会验字（2010）第 214 号、杭富会验字（2012）第 303 号验资报告。2012 年 11 月，根据富阳市人民政府《关于成立浙江富春山居集团有限公司的通知》（富政函〔2012〕117 号），公司名称变更为现名。

截至 2012 年底，公司注册资本为 10 亿元，全部由富阳市国资委出资，富阳市人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：浙江富阳经济开发区范围内的基础设施建设、投资；土地地面平整、物业管理服务；建筑材料的技术研发、销售；土地收储。

公司内部设立财务审计部、项目建设部、投资管理部、办公室和法律顾问等五个部门。截至 2012 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 9 家。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 105.11 亿元，所有者权益合计 76.56 亿元；2012 年公司合并口径实现营业收入 6.35 亿元，利润总额 2.32 亿元。

公司注册地址：富阳市东洲街道江滨东大道 138 号；法定代表人：郭林平。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2014 年发行公司债券 15 亿元（以下简称“本期债券”），债券期限 7 年。

本期债券为固定利率债券，自债券发行后第 3 年起，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金，本期债券在存续期限内每年付息一次，后 5 年利息随本金的兑付一起支付。每年还本时，本金按照债权登记日日终在托管机构名册上登记的各债券持有人所持债券面值占当年债券存续余额的比例进行分配（每名债券持有人所受偿的本金金额计算取位到人民币分位，小于分的金额忽略不计）。本期债券利息的支付通过登记托管机构办理，利息支付的具体办法将按照国家有关规定，由公司在相关媒体上发布的付息公告中加以说明。

2. 本期债券投向

本期债券共募集资金 15 亿元人民币，其中 4 亿元将用于场口新区百丈畈区块基础设施工程，11 亿元将用于场口新区塘东畈区块基础设施工程。具体情况如下：

表1 本期募投项目资金用途

（单位：亿元）

序号	募集资金用途	项目投资总额	拟用资金额度	拟用资金占投资总额比例
1	场口新区百丈畈区块基础设施工程	10.01	4.00	39.96%
2	场口新区塘东畈区块基础设施工程	27.03	11.00	40.70%
	合计	37.04	15.00	40.50%

资料来源：公司提供

（一）场口新区百丈畈区块基础设施工程

（1）项目批复情况

①场口新区百丈畈区块基础设施工程已经富阳市发展和改革局《关于新建场口新区百丈畈区块基础设施工程可行性研究报告的批复》（富发改投资[2012]278 号）批准。该项目总投资 10.01 亿元，公司为项目建设法人。

②富阳市环境保护局《关于浙江富阳经济开发区场口新区百丈畈区块基础设施工程项目环境影响报告书审查意见的函》（富环许审[2012]130号）

③富阳市国土资源局《关于新建场口新区百丈畈区块基础设施工程建设项目用地的预审意见》（富土资预[2012]42号）

（2）项目建设内容及进度

场口新区百丈畈区块基础设施工程主要建设内容为主干路4条，次干路6条，总长约25.15公里，其中包括路基路面浇筑、给排水等地下管线埋设、人行道铺设、路灯安装、绿化及交通标志、标线、监控等相关配套设施。

该项目已于2012年7月正式开工建设。截至2013年末，该项目已完成工程总投资的45%，完成项目前期准备工程中的电力配置、供水以及生产及生活用房设置，现处于路基工程施工阶段。该项目拟使用本期债券募集资金4.00亿元，其余部分拟通过自有资金和银行贷款解决。

（二）场口新区塘东畈区块基础设施工程

（1）项目批复情况

①场口新区塘东畈区块基础设施工程已经富阳市发展和改革局文件《关于新建场口新区塘东畈区块基础设施工程可行性研究报告的批复》（富发改投资[2012]297号）批准。该项目总投资27.03亿元，公司为项目建设法人。

②富阳市环境保护局《关于浙江富阳经济开发区场口新区塘东畈区块基础设施工程项目环境影响报告书审查意见的函》（富环许审[2012]235号）

③富阳市国土资源局《关于新建场口新区塘东畈区块基础设施工程建设项目用地的预审意见》（富土资预[2012]378号）

（2）项目建设内容及进度

场口新区塘东畈区块基础设施工程主要建设内容为主干路4条，次干路10条，支路25条，总长约59.02公里，其中包括路基路面浇筑、给排水等地下管线埋设、人行道铺设、

路灯安装、绿化及交通标志、标线、监控等相关配套设施。

该项目已于2012年10月正式开工建设。截至2013年末，该项目已完成工程总投资的35%，完成项目前期准备工程中的电力配置、供水以及生产及生活用房设置，现处于路基工程施工阶段。该项目拟使用本期债券募集资金11.00亿元，其余部分拟通过自有资金和银行贷款解决。

（三）偿债资金保障

场口新区百丈畈区块基础设施工程项目预计将形成约500亩商住用地以及约1500亩工业用地，场口新区塘东畈区块基础设施工程项目预计将形成约1500亩商住用地以及约3500亩工业用地；预计2014~2021年间，共可形成38.00亿元土地出让净收益。根据富阳市人民政府文件《关于浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的报告》，富阳市政府已安排将场口新区百丈畈区块基础设施工程道路周边及场口新区塘东畈区块基础设施工程道路周边土地出让形成的38.00亿元土地出让净收益返还至公司，作为项目成本补偿。

为进一步为本期债券资金做好妥善安排，根据富阳市人民政府文件《关于浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的报告》，富阳市政府每年将返还公司不少于当期债券当年本息偿付金额。

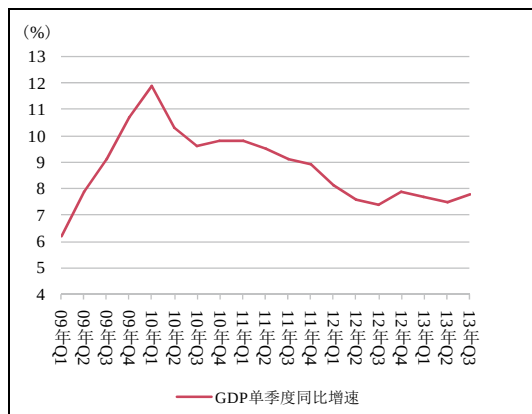
同时在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息或本金兑付发生临时周转资金不足时，工商银行浙江分行在每次付息或本金兑付日前五个工作日给予公司流动性支持贷款（具体贷款金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司临时偿债困难。对于上述事项，公司与中国工商银行浙江分行已经签订了《流动性贷款支持协议》。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底, M2 存量达 107.7 万亿, 同比增长 14.2%, 增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看, 2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿, 比上年同期多 2.24 万亿; 其中人民币贷款 7.28 万亿, 同比增长 8.3 个百分点; 非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快, 同比增速分别达到 111.6% 和 125.8%。人民币汇率方面, 截至 2013 年 9 月底, 人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元, 比 6 月末升值 0.50%; 人民币汇率双向浮动特征明显, 汇率弹性明显增强, 人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面, 2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态, 近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企, 资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面, 继续加快结构调整和转型升级, 继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张, 加快推进产业转型升级, 推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面, 房地产调控政策进一步趋紧, 2 月 26 日, 国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”; 从房地产市场运行看, 行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现, 其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现, 房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面, 6 月 26 日, 国务院常务会议研究部署加快棚户区改造, 会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户; 8 月 22 日, 发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文, 明确支持棚改企业申请发行企业债券, 并按照“加快和简化审核类”债券审核程序, 优先办理核准手续, 加快审批速度。10 月 15 日, 国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》, 明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩, 将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘

汰和退出落后产能等方式, 争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”), 审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》, 内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务, 改革总体目标清晰; 其中经济体制改革方面, 市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”, 更加明确深化改革的发展方向, 将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度, 预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场, 预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革, 房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系, 预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融体制改革措施将逐步展开。

总体来看, 2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策; 通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜, 扩大“营改增”试点范围, 继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施, 并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面, 房地产政策调控仍面临较大挑战, 城镇化建设将继续保持快速发展, 化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标, 将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设, 市内道路、

桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成

44.71万亿元，比上年名义增长19.30%，扣除价格因素，实际增长18.9%。其中，固定资产投资（不含农户）436528亿元，增长19.6%；农户投资10547亿元，增长7.2%。东部地区投资179092亿元，比上年增长17.9%；中部地区投资105894亿元，增长22.2%；西部地区投资109228亿元，增长22.8%；东北地区投资47367亿元，增长18.4%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资9241亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资184804亿元，增长17.4%；第三产业投资242482亿元，增长21.0%。

截至2013年，中国城镇化率为53.7%，较上年提高1.13个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济和财政实力

公司目前经营与投资的项目主要在富阳市，公司发展直接受富阳市的经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

(1) 区域经济

富阳市概况

富阳市位于浙江省北部，属杭州市辖县级市，市域面积 1831 平方公里，辖 4 个街道、15 个镇、6 个乡、276 个行政村、23 个社区（居委会），2012 年末富阳市户籍总人口 65.6 万人。

作为沪杭甬“金三角”交汇点，富阳市是国务院首批批准的沿海对外开放县（市）之一。市内水陆交通发达，水路经富春江、钱塘江、杭州湾可抵杭州、上海、宁波、无锡，陆路方面 320 国道贯穿全境，沿江一级公路与沪杭、杭甬、杭宁高速公路相连。即将开工建设的杭黄高铁横贯富阳全境，并在富阳春江街道设站，未来富阳市的交通能力和经济辐射范围将进一步得到提升。

改革开放以来，富阳经济快速发展，逐渐形成了造纸、通信器材、医药化工、机械电子、新型建材、轻纺、体育用品等特色产业和“国家（富阳）光纤光缆产业园”、“中国白板纸基地”、“中国球拍之乡”、“中国赛艇之乡”四大产业品牌。

富阳市旅游资源丰富，拥有 4A 级景区 3 个。一川如画的富春江横贯富阳全境，境内有保留明清建筑特色的孙权后裔聚居地龙门古镇、钟灵毓秀的鹳山、富春胜地天钟山、度假胜地富春桃源等多处知名景观。近几年，富阳市还成功开发了杭州野生动物世界、富春山居国际高尔夫球场、中国古代造纸印刷文化村等。

根据《2012 年富阳市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2012 年全市实现生产总值 541.4 亿元，增长 8.7%。从产业结构看，第一产业增加值 35.9 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 325.0 亿元，增长 9.3%；第三产业增

加值 180.5 亿元，增长 8.6%。三次产业结构由上年的 6.8: 60.5: 32.7 调整为 6.6: 60.1: 33.3。全市实现工业总产值 1522.9 亿元，同比增长 9.5%；其中规模以上工业产值 1182.7 亿元，增长 12.7%，占工业总量的 77.7%。

根据《富阳市国民经济和社会发展第十二个五年规划》，到 2015 年富阳市将基本形成新型城市化交通框架，日益完善城市基础设施，科创园、高教园、东大道城市小客厅、迎宾大道总部楼宇集聚区等将初步形成，“富春山居”新农村精品工程将基本建成。“十二五”期间，富阳市重大项目建设计划投资 1060.73 亿元，其中包括基础设施 377.30 亿元、城乡统筹发展项目 179.30 亿元和产业转型升级项目 383.05 亿元。

富阳经济技术开发区基本情况

富阳经开区创立于 1992 年，是浙江省内首批获批准设立的省级开发区之一。2007 年，富阳市委市政府对开发区管理体制进行了调整，将新登新城、场口新城、科创园、文创园、复城国际商务中心“两大新城三大综合体”委托开发区管辖。2009 年，富阳市委市政府对开发区进行了更大范围内的整合，形成“一区六城”格局。2012 年 10 月，经国务院批准，富阳经开区成功升级为国家级经济技术开发区，定名为富阳经济技术开发区，成为杭州地区第三个县市（区）级的国家级经济技术开发区。

目前，富阳经开区的行政区划规划面积 252.55 平方公里，分为“一区六城”，“六城”分别为银湖创新创业新城（包括科创园、文创园、高教园综合体及金桥、高桥工业功能区，61.88 平方公里）、东洲运动休闲新城（84.51 平方公里）、鹿山新城（20.00 平方公里）、江南新城（38.22 平方公里）、新登新城（17.30 平方公里）、场口新城（30.65 平方公里）。

富阳经开区实现了与杭州主城的无缝对接，辐射范围达到上海、宁波等地，区位优势显著，交通便捷。富阳经开区位于杭州市西南，距杭州市中心 30 公里、上海 180 公里、宁波 160

公里，地理位置优越。交通方面，杭千高速公路、320国道一级公路、杭富沿江一级公路构筑了四通八达的公路交通网；横贯东西的富春江经钱塘江直通宁波、上海港口。

从产业规划来看，富阳经开区大力改造提升造纸、通讯、铜冶炼等传统行业，积极培育引进先进装备制造业、生物医药、新能源新材料和文化创意等新兴产业，努力构建郊区型“3+1”现代产业体系；其中，银湖创新创业新城着重发展以创业孵化、科技研发和总部经济为主要功能的高新产业核心区；东洲运动休闲新城大力发展电子信息、游艇制造、五金产业；鹿山新城全面提升“中国白板纸基地”品质；江南新城建设成为集商贸、旅游、工业、休闲、居住等功能为一体的宜居生态型新城；新登新城建设成为集商贸、物流、工业、居住等为一体的综合性新城；场口新城建设成为集工业、居住、商贸等为一体的综合性新城。

富阳经开区在管理体制机制方面敢于创新，实行“管委会+集团公司+指挥部+乡镇街道”的运行模式，所在镇和指挥部领导班子成员交叉任职，责任到人。富阳经开区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）对富阳经开区规划、建设、招商引资负责；公司承担富阳经开区内不同区块的土地综合开发、保障性安置房建设、部分工程的投资、建设及国有资产运营职能；各新区下设指挥部负责各区内项目推进、企业服务管理、环境及生态建设；各新区所在乡镇街道承担其行政区划范围内的征地、拆迁任务，同时配合富阳经开区做好入园企业服务工作。在人员配备上，经开区管委会与相关乡镇领导交叉任职，形成“统分结合、条块结合”的组织架构。

从富阳经开区组织结构及职能权限来看，富阳经开区管委会根据国家级开发区的相关职能设一办七局，即综合办公室、组织人事局、经济发展局、规划建设局、土地管理局、招商局、财政审计局、社会事务发展局。在法律允许的范围内，富阳市政府将有关行政管理部门

的审批全权授予富阳经开区，无法授权的实行“见章盖章”，经开区管委会管辖权限涉及项目审批、规划管理、建设管理、经济管理、土地管理等方面的管理职能以及涉及的行政许可。截至目前，由于富阳经开区升级为国家级经济技术开发区时间尚短，上述职能及行政管理权限尚未完全行使。

富阳市政府在招商引资、土地指标利用、税收及贴息方面给予了富阳经开区较为优惠的政策。对于战略性新兴产业项目引进，除享受富阳市招商引资、企业奖励政策外，对于有助于转型升级、经济拉动的产业项目制定并实施“一企一议”激励政策，涉及重大项目的提交市政府研究决定。土地利用方面，富阳经开区与富阳市国土资源局（以下简称“富阳市国土局”）开展土地利用规划的修编和局部调整、上报审批工作；为确保富阳经开区建设需要，富阳市国土资源局根据《富阳市新增建设用地图标管理暂行办法》将对富阳经开区建设用地图标予以重点倾斜。财政优惠方面，根据《关于加快富阳经济开发区建设与发展的若干意见》（富委[2009]24号），富阳市财政对富阳经开区范围内产生税收（不含房地产）按地方留存部分的20%返还开发区；对富阳经开区基础设施建设资金贷款实行全额贴息。

根据《富阳经济开发区经济和社会发展规划“十二五”规划》，富阳经开区将按照“充实提升建成区、开发拓展新区”的要求，继续加快重大基础设施项目建设，积极实施以道路建设为主体、与城市功能相配套、适度超前的基础设施体系建设，分步完成全区主次干道建设，协助建成城市辅助环线，完善内、外环线间联接道路，合理规划和调整路网布局，提高新区道路网的通达度和服务水平。同时加快开发区水、电、热等配套基础设施的建设与改造，全面建成“三化”处理、供水、燃气、热力、电力等配套基础设施工程。未来，随着开发区居民对城市基础设施需求的持续高涨，富阳经开区城市基础设施行业将取得进一步发展。

总体看，富阳市交通便利、工业基础较为雄厚、旅游资源丰富，近年来经济平稳发展；富阳经开区作为国家级经济技术开发区享有国家级政策特权及富阳市政府的大力支持。联合资信也注意到，富阳经开区升级为国家级经济技术开发区时间尚短，相应行政管理职能尚未完全行使，未来富阳经开区财政的逐步建立，可能抽取部分土地出让金返还收入分成，对公司盈利能力造成影响。

（2）政府财力及负债

公司是经富阳市人民政府批准设立，富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，在各方面享受了富阳市和富阳经开区的大力支持。富阳市及富阳经开区政府财力对公司日常经营影响很大。由于富阳经开区于 2012 年 10 月被批准为国家级经济技术开发区，财政行政职权尚未行使，因而以下将主要对富阳市的财力及负债进行分析。

富阳市政府财力及债务

近年来，富阳市财政实力稳步增长。2010～2012 年，富阳市财政总收入分别为 60.25 亿元、77.20 亿元和 78.50 亿元，年均复合增长 14.14%。2012 年富阳市地方财政收入 42.0 亿元，增长 2.6%；地方财政一般预算支出 48.0 亿元，增长 2.4%。

从富阳市地方可控财力来看，2010～2012 年，富阳市可控财力略有波动，分别为 106.37 亿元、119.83 亿元和 94.08 亿元，主要是国有土地使用权出让收入波动引起。从地方可控财力构成来看，一般预算收入及国有土地使用权出让收入是重要组成部分；2010～2012 年，以税收收入为主的一般预算收入平稳增长，而国有土地使用权收入波动大，其中 2012 年同比大幅下降；转移支付和税收返还收入及预算外财政专户收入规模相对较小。

表2 富阳市2010～2012年财政总收入构成情况表（单位：亿元）

科目	2010 年	2011 年	2012 年	增长率（%）	2012 年各项占比
一般预算收入	32.65	40.95	42.00	13.42	44.64
其中：税收收入	30.39	38.32	39.11	13.44	41.57
非税收入	2.26	2.62	2.90	13.28	3.08
国有土地使用权出让收入	62.89	66.88	34.91	-25.50	37.11
转移支付和税收返还收入	10.83	12.00	15.57	19.90	16.55
其中：返还性收入	3.89	4.12	4.42	6.59	4.70
一般性转移支付收入	2.70	3.78	4.48	28.81	4.76
专项转移支付收入	4.24	4.10	6.67	25.42	7.09
预算外财政专户收入	--	--	1.60	--	1.70
地方可控财力	106.37	119.83	94.08	-5.95	100.00

资料来源：富阳市财政局，联合资信整理。

富阳市地方政府债务全部为直接债务；截至 2013 年 3 月底，富阳市地方债务 38.83 亿元，主要为由财政承担偿还责任的融资平台借款，

占 82.20%。根据截至 2012 年底地方财力及截至 2013 年 3 月底地方债务情况综合测算，富阳市债务率为 41.27%，债务负担一般。

表3 富阳市债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2013 年 3 月）	金额	地方财力（2012 年度）	金额
（一）直接债务余额	388309	（一）地方一般预算本级收入	420063
1、外国政府贷款		1、税收收入	391055
2、国际金融组织贷款	4461	2、非税收入	29008

(1) 世界银行贷款	347	(二) 转移支付和税收返还收入	155710
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	44174
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	66732
(4) 其他国际金融组织贷款	4114	3、税收返还收入	44804
3、国债转贷资金	2665	(三) 国有土地使用权出让收入	349069
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	337307
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	10680
6、国内金融机构借款	319183	3、农业土地开发资金	1082
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	319183	(四) 预算外财政专户收入	16017
7、债券融资	62000		
(1) 中央代发地方政府债券			
(2) 由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	62000		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	388309	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	940859
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%			41.27%

资料来源：富阳市财政局，联合资信整理

3. 政府支持

公司在资本金注入、土地资源划拨、股权增资等多方面得到了富阳市政府的大力支持。

(1) 资本金注入

为了扩大公司土地综合开发能力，加强资本运作功能，富阳市国资委出资 1.00 亿元创建了公司，创建时公司注册资金 3.00 亿元，实收资本 1.00 亿元；2010 年 5 月，公司原股东增加注册资金 5.00 亿元(全部为现金出资)；2012 年 12 月，公司原股东增加注册资本 2.00 亿元，其中货币出资 0.70 亿元、股权出资 1.30 亿元。上述增资已经经杭州富春会计师事务所审验并分别出具杭富会验字(2008)第 192 号、

(2010)第 214 号、(2012)第 303 号验资报告。

(2) 土地资源划拨

根据富阳市人民政府文件富政发[2013]19 号《关于浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的报告》，作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，公司负责富阳经开区范围内合计 252.55 平方公里土地的综合开发。扣除不能用于出让的 52.26 平方公里公建配套、绿化土地，已完成土地出让 38.60 平方公里，未来公司可开发、出让土地面积约 161.69 平方公里，未来土地开发范围广阔。

此外，富阳市政府将富阳市富春街道三桥村、富阳市受降镇梓树村等土地划拨给公司，截至 2012 年底，公司共收到的富阳市国资委

划拨的储备土地面积合计 102.12 万平方米，账面价值 59.45 亿元，反映在“存货—开发土地”科目。

表 4 公司收到的政府划拨的土地情况

宗地编号	土地证号	宗地位置	设定用途	使用权面积(万平方米)	账面价值(亿元)
1	富国用(2012)第 020064 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	0.91	0.46
2	富国用(2012)第 020065 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	1.27	0.64
3	富国用(2012)第 020066 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	12.20	6.19
4	富国用(2012)第 020067 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	21.96	11.13
5	富国用(2012)第 020068 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	0.97	0.49
6	富国用(2012)第 020069 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	0.06	0.03
7	富国用(2012)第 020070 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	0.84	0.43
8	富国用(2012)第 020071 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	5.39	2.73
9	富国用(2012)第 020072 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	1.40	0.71
10	富国用(2012)第 020073 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	2.25	1.14
11	富国用(2012)第 020074 号	富阳市富春街道三桥村	商业、住宅	11.83	6.00
12	富国用(2012)第 020075 号	富阳市受降镇梓树村	商业、住宅	12.61	6.82
13	富国用(2011)第 020116 号	富阳市富春街道东山村	商业、住宅	22.22	17.44
14	富国用(2010)第 6004 号	富阳市受降镇新常村	住宅	4.00	2.55
15	富国用(2010)第 16002 号	富阳市受降镇新常村	住宅	4.22	2.69
--	合计	--	--	102.12	59.45

资料来源：公司提供

(3) 土地指标获取

根据《富阳市新增建设用地指标管理暂行办法》精神，富阳市国土局对公司负责开发的富阳经开区建设用地指标支持力度大。2010~2012 年，公司获得的计划用地指标约为 1300 亩/年，占富阳市计划用地指标的 60%。依托富阳市政府的持续支持，公司获取计划用地指标能力较强，有利于公司土地综合开发业务的长期发展。

(4) 股权增资

根据富阳市人民政府《关于成立浙江富春山居集团有限公司的通知》(富政函[2012]117 号)以及富阳市国资委文件《关于浙江富春山居集团有限公司设立有关问题的通知》(富国资办[2012]6 号)，富阳市国资委以持有的富阳市东洲运动休闲新城建设投资有限公司(以下简称“东洲运动休闲”)及浙江富春山居建设有限公司(以下简称“富春山居建设”)的 100% 股权对公司进行增资；上述两家公司股权(分

别为 1.00 亿元、0.30 亿元)已于 2012 年 11 月底进行工商变更，并于 2012 年 12 月 31 日起纳入公司合并范围。

根据富阳市财政局文件《关于对富阳富春江房地产开发公司资产评估予以确认的批复》(富财国资[2012]825 号)、《关于对富春江房地产开发公司产权界定的批复》(富国资[2012]826 号)及富阳市人民政府文件《关于富阳市人民政府关于同意富阳富春江房地产开发公司改制方案的批复》(富政函[2012]215 号)，同意将富阳富春江房地产开发公司(原为富阳经开区管委会全资子公司)以 2012 年 6 月 30 日的资产评估价值改制为富阳市富春江房地产开发有限公司，出资人为浙江富春山居集团有限公司，从 2012 年 7 月开始将富阳市富春江房地产开发有限公司纳入合并范围。

(5) 财政补贴

为增强公司经营发展实力，富阳市财政局

近年来持续给予公司财政补贴。2010~2012年,公司收到财政贴息款分别为0.71亿元、0.67亿元、0.98亿元,收到政府补助款分别为0.31亿元、0.06亿元、1.24亿元(均计入“营业外收入”科目)。上述补贴分别经富阳市财政局《关于核定2010年度财政补贴款的通知》(富财[2010]901号)、《关于核定2011年度财政补贴款的通知》(富财[2011]855号)、《关于核定2011年度财政补贴款的批复》(富财[2011]856号)、《关于核定2012年度财政补贴款的批复》(富财[2012]838号)、《关于核定2012年度财政补贴款的通知》(富财[2012]837号)文件批复。富阳市财政局给予公司的支持力度较大。

(6) 税收优惠

根据富阳市地方税务局2011年1月、2012年1月《关于浙江富阳经济技术开发区建设投资有限公司土地一级开发收入作为不征税收入的函》、2013年1月《关于浙江富春山居集团有限公司土地一级开发收入作为不征税收入的函》,公司2010~2012年取得的土地一级开发收入均可在计算应纳税所得额时从收入总额中减除。

同时,公司获得财政补贴收入均可在计算应纳税所得额时从收入总额中扣除。2010~2012年的相关批复文件包括《关于对浙江富阳经济开发区建设投资有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》、《关于对浙江富春山居集团有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》、《关于对富阳市富民新农村建设有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》。

公司2010~2012年审计报告中均未计提与上述税收相关税金。

(7) 往来款补助

2012年12月,富阳市财政局《关于浙江富春山居集团有限公司有关往来款处理的函》富财[2012]823号明确,公司按照投资项目建设计划与富阳市各政府投资公司之间发生的往来款项,如产生损失,将由富阳市财政实行专项补助。截至2012年底,公司其他应收款

中包括11.07亿元与富阳市各政府投资公司间的往来借款,此文件有效降低了相关款项的回收风险。

(7) 本期公司债券偿债保障措施

富阳市人民政府文件富政函[2012]217号《富阳市人民政府关于场口新区百丈岷区块基础设施工程等项目成本补偿的通知》及富政函[2013]138号《富阳市人民政府关于明确浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的通知》中明确富阳市政府将对于募投项目周边土地形成的合计38亿元土地出让净收益,在土地出让后返还公司。

此外,考虑到土地出让进程对土地出让收入及利润的影响,在返还规模受土地出让进程限制时,上述文件明确了富阳市人民政府将提前返还每年金额不少于本期债券当年本息偿付金额。

联合资信认为,富阳市政府对公司的支持力度较大,有望为公司未来发展提供有力支撑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2012年底,公司注册资本为10亿元,全部由富阳市国资委出资,富阳市人民政府为公司实际控制人。

2. 平台企业竞争格局及企业规模

富阳市本级现有5家平台公司分别为富阳市交通发展投资集团有限公司、富阳市城市建设投资集团有限公司、富阳市新登城镇建设投资有限公司、富阳市江南新城投资集团有限公司及公司。前两家均在富阳市市区内有不同的产业定位,中间两家分别在富阳经开区行政区划范围外的新登城镇、江南城镇负责基础设施建设。公司是富阳经开区内唯一的国有投融资公司,在基础设施、国有资产运营业务开展方面享有独占性。此外公司还享有国家级经济技

术开发区的政策优惠。

截至 2012 年底，公司负责做地的富阳经开区合计 252.55 平方公里土地，已完成土地出让 38.60 平方公里；公司已决算及在建基础设施建设总投资达 48.57 亿元，累计完成道路建设 50.31 万平方米；已建成场口新区农村多层公寓房项目一期工程，建筑面积 4.36 万平方米。

截至 2012 年底，公司下属全资子公司 9 家（见下表）。

表 5 公司控股子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	表决权比例 (%)
富阳市富民新农村建设有限公司	20000	100
富阳市东洲运动休闲新城建设投资有限公司	10000	100
浙江富春山居建设有限公司	3000	100
富阳市场口新区建设有限公司	2000	100
富阳市新登新区建设有限公司	2000	100
富阳市银湖新区建设有限公司	2000	100
富阳市富春江房地产开发有限公司	2000	100
富阳市高科技创业投资管理有限公司	1000	100
富阳市富诚物业管理有限公司	500	100

资料来源：公司提供

总体看，公司在富阳市经开区内土地综合开发上具有独占性，且受益于国家级经济技术开发区的政策优惠，有利于公司综合实力的提升。

3. 人员素质

公司高级管理人员共 2 人，其中总经理 1 人，副总经理 1 人，由富阳市人民政府或富阳市国有资产委员会推荐或提名，董事会聘任或解聘。

公司董事长郭林平，男，1965 年生，本科学历，历任富阳市洞桥镇镇长，富阳市洞桥镇党委书记，富阳市春江街道党工委副书记、办事处主任，公司总经理等，2012 年 10 月至今任公司董事长。

公司董事兼总经理王波，男，1979 年生，

硕士学历，历任富阳市规划局副局长，富阳市规划局党组成员、副局长，现任公司总经理。

截至 2012 年底，公司共有职工 225 人。从年龄构成看，30 岁以下的占 28.89%、30~50 岁的占 55.56%、50 岁以上的占 15.55%；从学历构成看，本科及以上学历的占 39.11%、专科的占 36.89%、高中及同等学历的占 24.00%；从专业构成看，技术人员占 42.67%、生产人员占 30.67%、财务人员占 12.44%、管理人员占 14.22%。

总体看，公司高级管理人员均有政府/国企工作经历，具有丰富的管理经验；员工以中年为主，文化素质适中，能满足公司日常经营需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会，富阳市国资委作为唯一出资人，行使股东会职权。

公司设立董事会，是公司的决策机构，并按富阳市国资委授权行使股东会的部分职权。公司董事会设董事长 1 名，董事 4 名，其中职工代表 2 名。董事长由富阳市人民政府或富阳市国资委委派或更换。职工代表董事由职工代表大会民主选举产生或更换。董事会每届任期三年。董事长任期不超过董事会任期，期满后，经富阳市人民政府或富阳市国有资产监督管理委员会办公室批准可以连任。

公司设总经理、副总经理等高级管理人员为公司经营层，主持公司的生产经营管理工作，执行董事会各项决议；总经理、副总经理由富阳市人民政府或富阳市国资委推荐或提名，董事会聘任或解聘；经理层每届任期三年，可以连聘连任。

公司设监事会，对富阳市国资委负责；监事会以财务监督为核心，对企业的财务活动及公司高层管理人员的经营管理行为进行监督。公司监事会设监事 5 名。其中职工监事 2 名，

由职工代表大会民主选举产生，监事任期三年；董事会董事、高级管理人员不得兼任监事。

2. 管理水平

公司本部设立5个职能部门(财务审计部、项目建设部、投资管理部、办公室及法律顾问)，部门设置相对简单，但基本满足现阶段经营管理需要。

财务管理方面，公司设财务审计部，由主任、会计、出纳组成，主任协助公司总经理管理财务工作。公司制定了《财务管理制度》，其中对货币资金管理进行了规定，除制度明示范围之外原则上不得使用现金结算，使用转账支付；公司对银行预留印签实行分管并用制，财务专用章和法人代表章分开保管。公司实行总经理“一支笔”审批制度，即无论款项内容，金额大小都由总经理签字的批准后方可支付。

筹资管理方面，公司制定了《筹融资管理制度》，规定公司每年根据市政府下达的融资任务编制公司年度融资计划，并需向市财政局提交融资申请，审批同意并下达批复后签署借款合同并实施贷款。为规避筹资风险，公司定期召开财务工作会议，并由财务审计部对公司的筹资风险进行评价。在对外担保管理方面，公司按照《富阳市投资机构担保管理办法》，严格控制对外担保，在未经市财政审核批准同意，不得以任何形式对任何对象提供任何担保。

工程建设方面，公司制定了《工程建设管理制度》，对发包工作机制、施工安全保障、工程质量控制和代建项目管理等做出规定。公司对发包代理、工程勘察和设计以及项目前期中介业务采取资格审查、资料入库、公开抽签形式决定中标单位，以保证过程的公平和公正性。在施工安全方面，规定施工企业必须配备安全员并持证上岗，需保证施工现场和设施的

规范管理，建立岗位职责制和文明施工管理制度，定期对现场文明施工进行检查记录及隐患整改销项纪录齐全，否则处以罚款等惩处措施。

在代建项目方面，公司制定了《加强代建项目管理暂行办法（试行）》，根据市政府下发的政府投资项目管理的各种规章制度，对代建项目全过程跟踪管理。公司对委托代建项目实行巡查管理制度，每月定期或不定期对代建项目的质量、进度、安全等进行督促检查。每个代建项目开设项目资金专用账户，实行专户核算，建设资金封闭运行，代建单位用款计划按月进行审核拨付。在代建项目竣工结算审计前，工程款拨付严格控制在合同价的75%以内；代建项目验收合格并清算工程款后，按工程价款结算总额的5%预留质量保证金，质量保证金保修期（缺陷责任期）结束后清算。

总体看，公司已建立了较为完善的治理结构，内部管理体系基本建立，公司各项管理制度仍在逐步完善，管理水平有待提升。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事富阳经开区内土地综合开发（土地整理、管网道路）及保障房建设业务。从2010~2012年经营情况来看，公司土地出让为主的营业收入大幅提升，营业收入年均复合增长55.31%。分业务来看，土地出让金返还收入占比持续在97%以上，是公司最主要的收入及利润来源；2012年公司土地出让收入增长，同时保障房项目确认收入，带动了当期营业收入的增长，然而受到公益性项目性质制约，其毛利率为负；公司其他收入占比小（主要为商铺租金收入）。

表6 2010年~2012年公司营业收入及毛利润情况表

项目（万元，%）	2010年		2011年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入（万元）	26313.42	100.00	42507.21	100.00	63468.52	100.00

土地出让金返还	26259.46	99.79	42482.91	99.94	61784.72	97.35
保障性安置房销售收入	--	--	--	--	1536.56	2.42
其他	53.96	0.21	24.30	0.06	147.24	0.23
毛利率(%)	2010 年		2011 年		2012 年	
合计	35.84%		38.91%		21.74%	
土地出让金返还	35.70%		38.87%		27.15%	
保障性安置房销售收入	--		--		-203.12%	
其他	100.00%		100.00%		100.00%	

资料来源：公司审计报告

2. 土地综合开发

根据富阳市人民政府文件[2013]19号《关于浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的报告》，公司作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，负责富阳经开区范围内合计 252.55 平方公里土地的土地综合开发及保障性安置房建设。

土地整理

公司的土地整理业务主要经过征收、报批、开发及基建等过程。首先，公司与涉及的村、乡镇/街道协议，对于征地、支付费用及地面附属物的细节探讨，确定征收细则并发布公告。此后公司前往浙江省国土资源局进行土地农转用报批，将原土地性质变更为可建设用地。在土地性质变更后，由公司出资，乡镇街道进行具体拆迁补偿事宜。公司进行一级土地开发，确保土地达到通路、通电、通水等出让条件。在获得土地指标的前提下，由富阳市土地储备中心对该地块进行招商、网上挂牌、成交、签订土地出让合同、富阳市国土局收取土地出让金等后续事宜。

富阳市国土局土地出让的前提是公司获得相应土地出让指标，由此可见，土地出让指标是影响公司经营业绩表现的重要因素。土地指标主要分为计划用地指标、增减挂钩指标、后备补充指标及带帽指标 4 种：计划用地指标包括新增建设用地量和新增建设占用农用地、耕地和未利用土地指标，主要依据国民经济和社会发展规划、国家供地政策及土地利用的实际情况而定；增减挂钩指标指通过建新拆旧、土地复垦，实现提高耕地质量、集约利用建设

用地，产生的土地指标；后备补充指标（即占补平衡指标）指占一补一用于补充耕地的指标，主要通过土地开发、土地整理产生有效耕地产生的指标；带帽指标为上级主管部门（浙江省政府或富阳市政府）对于重点项目特批的土地使用指标。土地指标每年根据国家政策、法规及实际情况，由省、市、区层层向下分配，当年未用尽的土地指标可延期到后续年份出让。

公司主要负责富阳经开区建设，在土地指标获得上较富阳市其他政府投融资企业获得了更为优惠的条件。根据《富阳市新增建设用地指标管理暂行办法》，富阳市国土局将对富阳经开区建设用地予以重点倾斜。2010~2012 年，富阳市国土局可用于分配的土地指标（即计划用地指标）约为 2000 亩/年，而公司获得的计划用地指标约为 1300 亩/年。公司获得富阳市政府支持力度大，有利于公司土地综合开发业务的长期发展。

表 7 2010~2012 年公司获得土地指标情况

(单位：亩)

年份	计划用地指标	增减挂钩指标	带帽指标	后备补充指标	合计
2010 年	1292.53	183.83	--	808.15	2284.51
2011 年	1224.59	--	--	601.91	1826.50
2012 年	1430.35	880.99	--	1724.36	4035.7

资料来源：公司提供

与政府的合作模式方面，公司土地在富阳市土地储备中心出让后，由富阳市国土局将土地出让金中地方留存部分返还至经开区管委会，经开区管委会仅行使行政职能，不留存任

何费用，直接返还至本公司。根据富阳市人民政府《关于加快富阳经济开发区建设与发展的若干意见》（富委[2009]24 号），经开区范围内工业用地及经营用地出让金的净收益全额返还公司，用于新区建设。其中“净收益”指土地出让金扣除上级规费（约 20%）、城市建设基金（5%）、城市教育基金（5%）及水利开发基金（5%）后的金额。

具体操作时，富阳市政府会在收到土地出让金后及时（约 20 天）给予返还，返还金额在综合考虑公司及富阳市财政情况后确定。财务处理方面，公司土地综合开发支出计入“存货（开发成本）”科目，在收到土地出让金返还后，按收取现金金额等额确认收入及相应成本。

2010~2012 年，公司土地出让规模稳定维持在 1300 亩/年，受益于出让土地中均价较高的经营用地占比提升，公司土地出让金总额逐年提升分别为 6.57 亿元、9.51 亿元、10.78 亿元。在考虑到富阳市国土局扣除的上级规费及三项基金后（约为 35%），公司应获取的土地出让金返还金额为 4.39 亿元、6.18 亿元、7.01 亿元，然而对比公司实际土地开发获现金额，公司土地开发业务现金返还比分别为 59.91%、68.77%、88.16%。联合资信认为，尽管公司获得了富阳市人民政府在土地出让金返还方面的政策支持，但在实际操作上面，公司获取土地返还能力存在较大波动性。

表 8 2010~2012 年公司土地出让情况
(单位: 亩; 亿元; 万元/亩)

项目	2010 年	2011 年	2012 年
出让面积	1138.91	1104.32	1359.24
其中: 工业用地	1031.90	925.97	1050.13
经营用地	107.01	178.35	309.11
出让金总额	6.57	9.51	10.78
其中: 工业用地	2.06	1.85	2.10
经营用地	4.50	7.65	8.68
出让均价	57.66	86.07	79.33
其中: 工业用地	20.00	20.00	20.00
经营用地	420.80	429.10	280.90

资料来源: 公司提供

从公司土地出让价格来看，2010~2012 年公司土地出让均价呈现波动趋势，主要是公司出让的经营用地受不同地区影响，地价差别较大，基本在 300~400 万元/亩。公司工业用地出让均价维持稳定，为 20 万元/亩。工业用地受准公益性特性影响，出让价格低，土地出让金难以平衡先期投资成本，公司通过经营用地利润平衡相关投资支出。

截至 2012 年底，富阳经开区合计 252.55 平方公里土地，公司已完成土地出让 38.60 平方公里，扣除不能用于出让的 52.26 平方公里公建配套、绿化土地，未来公司可开发、出让土地面积约 161.69 平方公里。联合资信认为，未来公司可开发面积广阔，但投资规模将加大，同时土地出让业务规模受宏观经济及国家政策影响大，未来公司的土地出让进程及收益均具有不确定性。

表 9 截至 2012 年底公司可出让土地情况
(单位: 亩)

项目	待开发面积	已开发未出让面积	其中: 可供出让面积
工业用地	98579	18070	1811
经营用地	32860	7580	510
未明确用地	85446	--	--
合计	216885	25650	2321

资料来源: 公司提供

*注: 可供出让面积指在已开发未出让面积中已经获得土地指标土地的面积

道桥管网建设

公司土地综合开发除进行土地整理外，还对新区土地进行道桥、管网等基础设施建设。在运营模式方面，公司一般先期垫资进行建设开发，建成后通过土地出让金返还平衡前期投资支出。截至 2012 年底，公司已决算及在建基础设施建设总投资达 48.57 亿元，累计完成道路建设 50.31 万平方米。

3. 安置房

公司安置房先期投入成本，通过后期安置房销售款，及公司土地综合开发出让金返还自

身平衡，富阳市财政及富阳经开区管委会不提供资金补助。公司出资由相应的乡镇/街道实施拆迁后，公司下属全资子公司富阳市富春江房地产开发有限公司进行建设。销售方面，公司仅向拆迁安置人员及开发区内落户企业员工

销售，销售价格采取分段计价，30 平方米内按成本价，30~80 平方米按安置价，80 平方米以上按市场价出售。由于安置房准公益性特性限制，目前公司安置房处于亏损状态。

表 10 截至 2012 年底公司安置房情况

项目	竣工时间	确认收入时间	总建筑面积 (平方米)	数量(套)	目前进展
场口新区农村多层公寓房项目一期工程	2009.12	2012 年至今	43575.97	324	安置 43.07%
场口新区农村多层公寓房项目二期工程	2011.10	尚未确认	82852.28	740	建成
场口新区农村多层公寓房项目三期工程	预计 2015.6	尚未确认	65200.00	396	准备开工前期工作
场口新区农村多层公寓房项目四期工程	预计 2013.9	尚未确认	20244.21	140	在建,完成投资 65%

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司已建成场口新区农村多层公寓房项目一期工程，建筑面积 4.36 万平方米，总投资 1.50 亿元；场口新区农村多层公寓房项目二期工程已收取预收款 0.22 亿元，但尚未确认收入。公司在建项目包括场口新区农村多层公寓房项目三期工程及场口新区农村多层公寓房项目四期工程，项目合计总建筑面积 8.54 万平方米，预计投资金额 3.50 亿元。

4. 其他业务

公司其他业务收入主要为公司自建的标准厂房、公寓房等的租金收入。2010~2012 年收入分别为 53.96 万元、24.30 万元、147.24 万元，呈持续上升态势，未来随着公司安置房项目的陆续竣工，公司物业租金收入将成上升态势。总体看，公司其他业务收入占比不大，对公司主业影响较小。

5. 经营效率

从经营效率指标来看，公司在收到土地出让金返还后确认收入，因而销售债权周转次数指标不具有参考性。2010~2012 年，公司存货周转次数及总资产周转次数平均值分别为 0.11 次、0.09 次，2012 年分别为 0.09 次、0.08

次，主要是由于公司资产以存货（主要是划拨土地、土地综合开发及安置房项目投资成本）为主，周转效率低。

总体看，公司资产中土地划拨及土地整理开发成本占比大，经营效率指标低，但符合行业特性。

6. 未来发展

未来，公司将积极推进富阳经开区基础设施建设的市场化运营，加快开发区城市基础设施建设。根据富阳经开区发展规划和政府的统一部署，围绕打造核心区战略目标和重点开发建设项目，继续加大城市路网、保障性住房、公共设施经营管理等城市基础设施建设力度，提升工程建设水平和管理水平。同时，探索新的投融资模式，进一步拓宽融资渠道，扩大投资规模。

具体来讲，公司将加快实施目前新登、场口、银湖科创园三大区块的在建公寓房、路网、土方、绿化、景观、供水、排污等基础设施配套，着手谋划基础设施项目布局。未来五年公司计划重大项目投资合计 69.06 亿元，截至 2013 年底已完成投资额 22.51 亿元。联合资信认为，公司重大项目投资规模较大，未来筹资压力将加大。

表 11 公司重大项目投资计划（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2013 年底已投资	2014 年计划投资	2015 年计划投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资
			贷款	自筹						
场口新区塘东区块	道路路网、场口多层五期及六七公寓房、土石方工程、绿化工程、渠道工程及其他配套工程	33.43	21.29	12.14	9.85	6.13	7.12	4.98	5.35	--
场口新区百丈畈区块	道路路网、场口公共租赁房、标准厂房、土石方工程、绿化工程及其他配套工程	17.70	10.88	6.82	5.82	3.12	3.16	3.88	1.72	--
高新、银湖区块	道路路网、科创园人才公寓、A 地块项目、银湖公园及水系景观、路网绿化及其他配套工程	11.62	7.12	4.50	4.73	1.40	2.70	1.40	1.34	0.05
东洲新城区块	道路路网及其他配套工程	6.31	2.01	4.30	2.11	0.70	1.80	0.80	0.9	--
合计	—	69.06	41.30	27.76	22.51	11.35	14.78	11.06	9.31	0.05

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2010~2012年三年连审财务报表已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

从公司财务报表合并范围看，2010~2011年公司纳入合并报表子公司 2 家，合并范围无变化；2012 年公司新纳入合并范围 7 家全资子公司，其中 4 家为新设立子公司、2 家为富阳市国资委股权增资，1 家为增资改制新纳入合并范围；公司合并范围变动合计新增净资产 3.33 亿元，对公司整体经营影响较小，财务可比性较强。

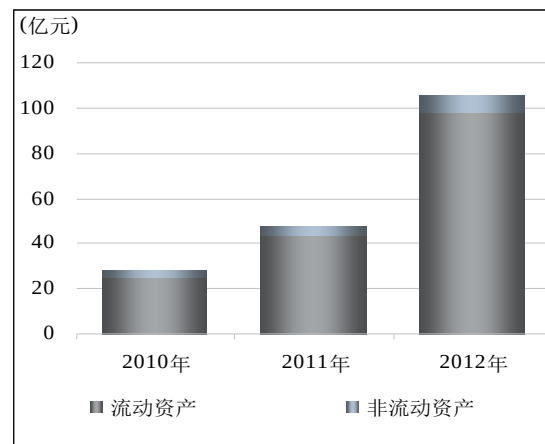
截至 2012 年底，公司合并资产总额 105.11 亿元，所有者权益合计 76.56 亿元；2012 年公司合并口径实现营业收入 6.35 亿元，利润总额 2.32 亿元。

2. 资产质量

2010~2012年底，公司接受富阳市国资委土地划拨规模大，同时以土地综合开发为主的主业迅速扩张，资产规模增速很快，年均复合增长93.68%。公司资产结构变化不大，以流动资产为主；截至2012年底，公司资产总额105.11

亿元，其中流动资产占93.77%，非流动资产占6.23%。

图 2 2010~2012 年公司资产构成



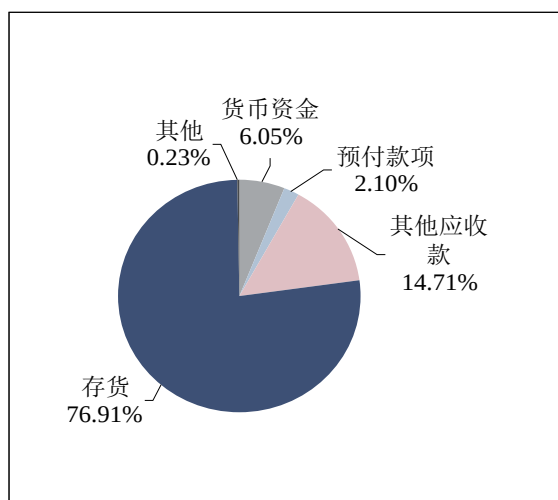
资料来源：公司审计报告

2010~2012年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长97.66%，高于资产总额增速（93.68%），主要来自存货的大幅增加。截至2012年底，公司流动资产总额98.57亿元，主要由存货及其他应收款构成。

2010~2012年底，公司货币资金年复合增长31.84%，构成以银行存款为主。截至2012年底，公司货币资金5.96亿元，其中银行存款占86.58%（其中1.5亿元用于质押贷款）；其他货币资金占13.41%，主要为用于银行贷款的保证金；截至2012年底公司货币资金中受限资金

2.59亿元。

图3 截至2012年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

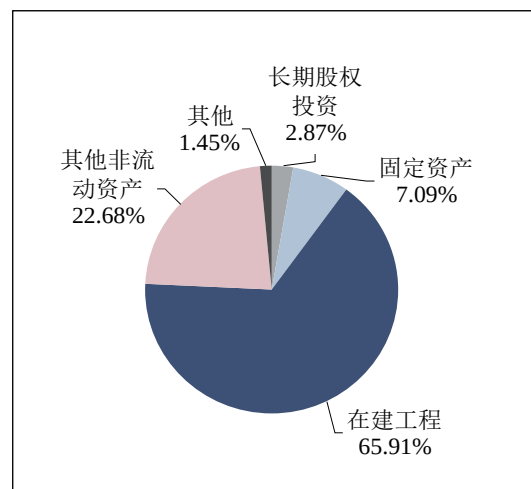
2010~2012年底，公司预付款项规模不大但增长迅速，三年分别为0.02亿元、0.86亿元和2.07亿元。2012年底公司预付款项中，1年以内的占98.58%，1~2年的占1.04%，账龄短；主要是预付给受降镇人民政府的银湖区内拆迁补偿款1.7亿元，另有部分预付工程款。

2010~2012年底，公司其他应收款持续增加，年均复合增长率为28.24%。截至2012年底，公司其他应收款总额14.50亿元，主要由应收富阳市财政局调度资金4.30亿元、富阳市新登城镇建设投资有限公司基础设施建设借款4.91亿元、富阳市新登城镇建设投资有限公司新登项目分公司基础设施建设借款1.21亿元等的往来款构成；其中共有11.07亿元为与各政府投资公司之间发生的往来借款，由此产生的损失将由富阳市财政局实行专项补助，因而回收风险小。从账龄来看，1年以内的占73.67%，1~2年的占3.55%，2~3年的占14.27%，3年以上的占8.51%。2012年底公司共计提坏账准备0.38亿元，计提比例为2.55%。总体看，公司其他应收款金额较大，但主要为与富阳市政府投资公司之间的往来款项，且富阳市财政局承诺于欠款单位发生偿债困难时提供专项补助，回收风险低。

2010~2012年底，公司存货增速很快，三年存货净值分别为12.97亿元、31.42亿元和75.81亿元，年复合增长141.81%，主要来自土地受让及土地综合开发支出的增加。截至2012年底，公司存货主要由开发土地（富阳市国资委划拨土地，占比78.42%）、开发成本（土地综合开发及安置房项目投资成本，占比20.40%）和开发产品（已建成待出售的安置房，占比1.18%）构成，其中评估价值25.36亿元的开发土地已经用于银行贷款的抵押。公司未对存货计提存货跌价准备。

2010~2012年底，公司非流动资产年复合增长53.09%，低于资产总额的增速（93.68%），增长主要来自在建工程的增加。截至2012年底，公司非流动资产总额6.54亿元，同比增长76.63%，主要由在建工程和其他非流动资产构成。

图4 截至2012年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年底，公司长期股权投资变化不大，系公司对杭州龙门古镇旅游发展有限公司（以下简称“龙门古镇旅游”）的股权投资，公司对龙门古镇旅游持股比例为33.33%，截至2012年底，公司对龙门古镇旅游的长期股权投资总额0.19亿元。

2010~2012年底，公司固定资产分别为0.01亿元、0.12亿元和0.46亿元，增长主要来自合并范围变动引起的房屋及建筑物的增加。截

至2012年底，公司固定资产原值0.50亿元，较2011年底增加0.38亿元，主要由于富阳市富春江房地产开发有限公司（以下简称“富春江房地产”）2012年纳入合并范围所致；其中房屋及建筑物原值同比增加0.35亿元。2012年底公司固定资产原值主要由房屋及建筑物（92.14%）、运输工具（4.93%）和办公设备（2.62%）构成；共计提累计折旧0.04亿元。

2010~2012年底，公司在建工程年复合增长102.18%，主要是公司在新城区内道桥管网等基础设施建设投资增加带动。截至2012年底公司在建工程4.31亿元，同比增长130.87%，主要是道路建设过程中的水电等配套设施工程，其中由于期末将东洲运动休闲纳入合并范围致在建工程较上年底增加1.42亿元。

2010~2012年底，公司其他非流动资产总额1.48亿元未发生变化，系早期建成的道路水电配套工程项目。

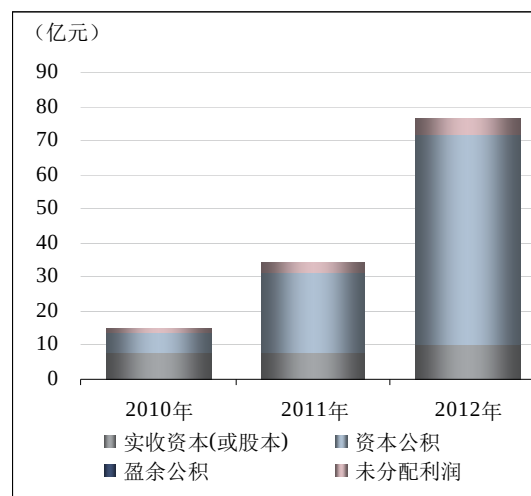
总体看，受益于政府土地划拨及公司经营规模扩张，近几年公司资产规模快速扩大；资产构成以土地存货为主，资产流动性较弱，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2010~2012年底，公司所有者权益合计随着土地使用权的注入而持续大幅增加；截至2012年底，所有者权益合计76.56亿元，主要由实收资本（占比13.06%）、资本公积（占比80.34%）和未分配利润（占比6.03%）构成。其中实收资本10.00亿元，较上年底增加2.00亿元，系公司收到股东富阳市国资委增资2亿元，其中包括货币资金0.70亿元、富春山居建设股权0.30亿元和东洲运动休闲股权1.00亿元。公司资本公积均为政府注入土地使用权。总体看，公司所有者权益稳定性较强。

2010~2012年底，公司负债总额年均复合增长46.35%，低于资产总额增速（93.68%）。公司负债构成有所变动；截至2012年底，公司负债合计28.56亿元，非流动负债占34.36%。

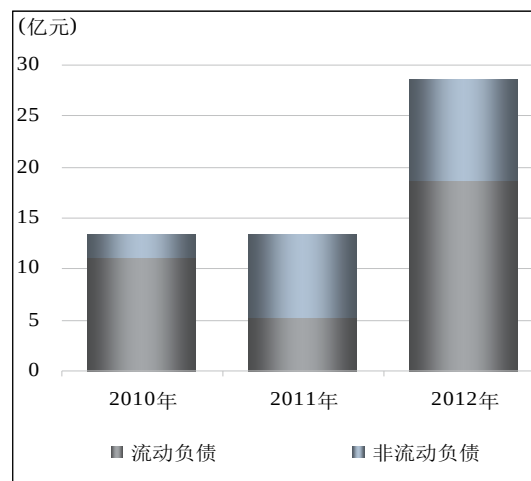
图5 2010~2012年底公司所有者权益构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长30.05%，构成变化不大。2011年底公司流动负债总额5.25亿元，同比下降52.63%，主要是短期借款和一年内到期的长期负债大幅减少所致。截至2012年底，公司流动负债总额18.74亿元，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的长期负债构成。

图6 2010~2012年底公司负债构成



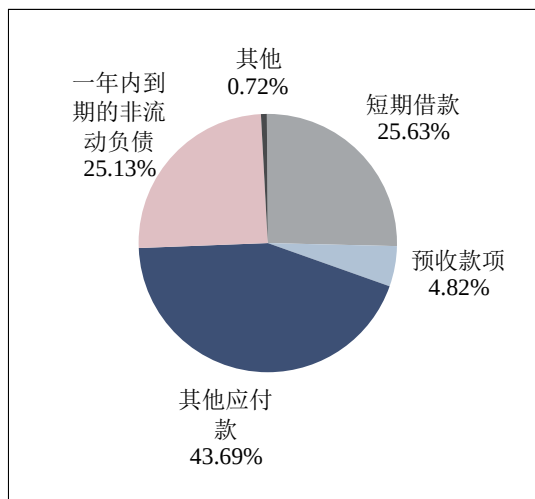
资料来源：公司审计报告

2010~2012年底，公司短期借款波动减少，年均复合下降12.67%，2012年底为4.81亿元。

2010~2012年底，公司预收款项快速增长，年均复合增长739.61%；截至2011年底，

公司预收款项0.43亿元,其中包括上年计入“其他应付款”的富阳市财政局往来款0.32亿元,当年确认为富阳市财政局预付土地开发款;截至2012年底,公司预收款项总额0.90亿元,其中包括预收土地开发款0.68亿元、预收安置房销售款0.22亿元,账龄全部在1年以内。

图 7 截至 2012 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年,公司其他应付款大幅增加,年均复合增长122.69%;截至2012年底公司其他应付款总额8.19亿元,其中与富阳市富春江开发总公司(富阳经开区管委会下属平台机构)的往来款6.47亿元(不付利息;占比79%)。前五名单位欠款合计7.16亿元,占其他应付款总额的87.41%,集中度较高。从账龄看,1年以内的占79.40%,1~2年的占7.26%,2~3年的占6.97%,3年以上的占6.37%。

公司非流动负债年均复合增长108.82%,高于同期流动负债增速(30.05%),构成基本为长期抵押借款。

从有息债务结构来看,2010~2012年底,在长期债务不断增加的推动下,公司全部债务年均增长26.91%。截至2012年底,公司全部债务18.77亿元,其中长期债务9.25亿元,占比为49.29%。

2010~2012年底,受益于政府土地无偿划拨,公司负债水平呈下降趋势,资产负债率、

全部债务资本化比率和长期债务资本化比率平均值分别为31.62%、25.84%和13.89%;截至2012年底,以上指标分别为27.17%、19.69%和10.78%。

总体看,受益于政府土地注入,公司所有者权益稳定性增强,债务规模稳定扩张,负债水平较低。

4. 盈利能力

2010~2012年,公司以土地出让金返还为主的营业收入大幅提升,年均复合增长55.31%。同期,公司营业成本年均复合增长71.52%,增速高于营业收入增速。2010~2012年,公司营业利润率波动明显,分别为35.82%、38.90%和21.55%,其中2012年由于受到当年土地出让地块价格影响,营业利润率下降较为明显。

公司在收到土地出让金返还后确认收入,因而现金收入比持续维持高位。2010~2012年,公司预收土地出让金返还款及预收安置房销售款增长,现金收入比率分别91.27%、102.29%和107.49%(其中2010年公司部分收入与过去年度预收土地出让金抵扣,现金收入比偏低)。

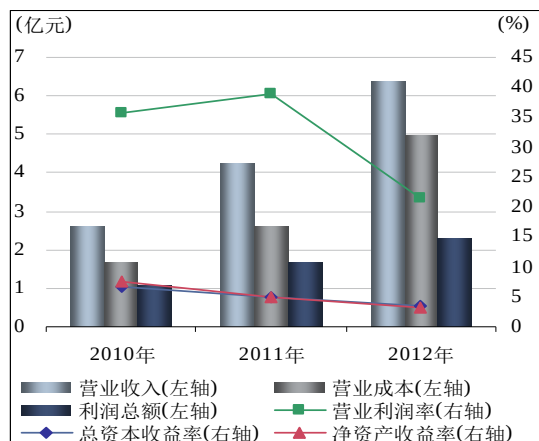
从期间费用来看,主要由财务费用构成;2010~2012年,公司财务费用随有息债务的波动增加而呈波动上涨趋势,年均复合增长率为13.50%;财务费用占营业收入的比重较大,三年分别为25.85%、15.30%和13.81%;期间费用占营业收入的比重逐年下降,三年分别为28.12%、16.70%和16.81%。

公司每年均收到一定规模的财政贴息和政府补助收入,2010~2012年分别为1.02亿元、0.74亿元和2.22亿元,分别占当期利润总额的93.27%、43.93%和95.97%,是公司利润总额的重要组成部分;2010~2012年公司利润总额分别为1.09亿元、1.67亿元和2.32亿元。

从盈利指标来看,2010~2012年,由于总资产和所有者权益的持续快速增加,公司盈利

指标呈现下降趋势，总资本收益率分别为 6.81%、5.05%和 3.51%，净资产收益率分别为 7.63%、4.90%和 3.09%，公司整体盈利能力弱。

图 8 2010~2012 年公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司营业收入规模快速增长，财政贴息和政府补助对公司盈利水平影响大，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2010~2012 年，公司经营活动现金流入逐年增加，年均复合增长 52.22%，其中销售商品提供劳务收到的现金年均复合增长 68.55%，高于同期营业收入增速（55.31%）；公司与富阳市财政局往来款、财政补助及各政府投资公司往来款等反映在收到其他与经营活动有关现金中，三年复合增长 44.45%，占经营活动现金流入的比重较大。经营活动的现金流出方面，2010~2012 年经营活动产生的现金流出波动增长，年均复合增长率为 74.27%，其中购买商品接受劳务支付的现金年均复合增长 58.73%（其增速快主要是由于公司主业扩张，现金支出明显增加），公司与富阳市财政局往来款及各政府投资公司往来款等反映在支付其他与经营有关活动现金中。2010~2012 年经营活动产生的现金流净额波动大，分别为-0.04 亿元、4.78 亿元和-5.77 亿元。

从投资活动看，2010 及 2011 年公司无投资活动现金流入发生，2012 年收到其他与投资活动有关的现金 0.54 亿元，为报表合并范围扩大引起。2010~2012 年公司投资活动现金流出规模波动增长，年均复合增长 8.98%，主要是购建固定资产、在建工程等支付的现金；2012 年公司支付其他与投资活动有关的现金 0.23 亿元，是公司购买基金的现金支出（计入“其他流动资产”）。2010~2012 年，公司投资活动现金流量净额分别为-1.06 亿元、-0.95 亿元、-0.71 亿元。

从筹资活动看，2010~2012 年公司筹资活动产生的现金流入量年均复合下降 7.34%，主要是取得借款收到的现金；其中 2010 和 2012 年公司分别收到股东现金注资 5.00 亿元和 0.70 亿元，计入“吸收投资收到的现金”中。2010~2012 年公司筹资活动产生的现金流出波动减少，年均复合下降 38.26%，主要由偿还债务、支付利息的现金构成。2010~2012 年公司筹资活动现金净流量波动明显，分别为 2.69 亿元、-1.62 亿元和 6.82 亿元。

总体看，公司经营活动现金流波动大，投资对外部融资依赖程度高。未来公司可开发土地面积广阔，投资规模大，存在一定的融资压力。

6. 偿债能力

2010~2012 年，公司流动比率和速动比率均波动上升，三年流动比率分别为 227.64 %、832.52%和 525.87%；速动比率分别为 110.65 %、234.08%和 121.41%。公司流动资产中存货占比大，存货以用于抵押的土地使用权为主，流动性较弱，公司实际短期偿还能力弱于该指标值。公司经营活动现金流量净额波动较大，对短期债务的保护能力弱。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2010~2012 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 1.77 亿元、2.27 亿元和 3.31 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 6.59

倍、4.69倍和5.67倍，EBITDA利息倍数分别2.63倍、3.84倍和3.37倍，公司长期偿债能力一般。

截至2012年底，公司无对外担保等或有事项。

截至2012年底，公司共获各家银行授信额度为人民币41.14亿元，尚未使用额度22.14亿元；公司间接融资渠道较为畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201304615524），截至2013年4月10日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及浙江富阳经济开发区发展及财力状况，并考虑到富阳市政府对于公司资金注入、土地划拨、财政补贴等各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期拟发行公司债券15亿元，占公司2012年底全部债务的79.94%，占长期债务的162.16%，本期债券发债规模大，对公司现有债务结构影响很大。

截至2012年底，公司资产负债率、长期资本化比率和全部资本化比率分别为27.17%、10.78%和19.69%；以2012年财务数据为基础，不考虑其他因素，本期公司债券发行后，三项指标分别为36.26%、24.06%和30.61%，公司债务负担明显加重，但尚在合理水平之内。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2010~2012年，公司EBITDA分别为1.77亿元、2.27亿元和3.31亿元，分别为本期债券发行额度的0.12倍、0.15倍和0.22倍；公司经营

活动产生的现金流入量分别为7.85亿元、12.20亿元和18.20亿元，分别为本期债券发行额度的0.52倍、0.81倍和1.12倍，对本期债券覆盖程度较弱；现金流量净额分别为-0.04亿元、4.78亿元和-5.77亿元，现金流量净额稳定性差。总体看，公司EBITDA对本期公司债券覆盖程度很低、经营活动现金流对本期债券保障程度一般。

本期债券期限为7年，公司自债券发行后第3年起，分5年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.00亿元）计算，2010~2012年EBITDA分别为每年偿付本金的0.59倍、0.76倍、1.10倍，经营活动现金流入分别为每年偿付本金的2.62倍、4.07倍、6.07倍；经营活动现金流入量对本期公司债券每年偿付本金的覆盖程度较高。总体看，本期债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

富阳市政府给予公司在资本金注入、土地资源划拨、股权增资等多方面的支持，有利于公司未来发展。对于本次募投项目，公司偿债资金来源为①募投项目土地出让金返还：富阳市人民政府文件富政函[2012]217号《富阳市人民政府关于场口新区百丈畈区块基础设施工程等项目成本补偿的通知》及富政函[2013]138号《富阳市人民政府关于明确浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的通知》中明确富阳市政府对于募投项目周边土地（合计7000亩土地）形成的合计38亿元土地出让净收益，在土地出让后返还公司。②考虑到土地出让进程对土地出让收入及利润的影响，在返还规模受土地出让进程限制时，上述文件明确了富阳市人民政府将提前返还每年金额不少于本期债券当年本息偿付金额。③根据公司与工商银行浙江分行签订的《流动性贷款支持协议》对于公司流动性短缺的情况，工商银行浙江分行承诺在上级行规定的政策和授权范围内对发行人提供金额不超过当年应付本息100%的贷款，公司本期公司债券存续期内收入来源有了很强保障、违约风险很低。

表12 公司2014~2021年公司通过富阳市国土资源局出让土地计划（单位：亩）

	工业用地	商住用地
2014 年	300	--
2015 年	800	200
2016 年	900	300
2017 年	800	300
2018 年	1000	200
2019 年	800	500
2020 年	400	300
2021 年	--	200
合计	5000	2000

资料来源：公司提供

总体看，公司对本期公司债券保障能力较强。考虑到土地出让业务受土地市场波动影响，未来公司的土地出让进程及收益具有不确定性。

3. 偿债资金的监管

针对本期公司债券的偿债资金，公司在工商银行开设唯一的偿债资金专项账户（以下简称“偿债资金专户”），专门用于管理本期债券偿债资金。公司作为发行人、中国工商银行股份有限公司富阳支行（以下简称“工商银行富阳支行”）作为偿债专户监管人，签订了《浙江富春山居集团有限公司和中国工商银行股份有限公司富阳支行之偿债资金专户监管协议》。《协议》中明确公司应在每年不晚于付息日前第 5 个工作日、债券到期前第 10 个工作日将本期债券应付的利息及本金付至偿债资金专户；如果工商银行富阳支行在本期债券每年付息日前第 5 个工作日和债券到期日前 10 个工作日发现偿债资金专户余额不足，应当立即通知公司。

公司募投项目土地出让净收益预计将覆盖本期债券募集资金总额，考虑到土地出让进程对土地出让收入及利润的影响，富阳市人民政府明确将返还公司不少于本期公司债券当年本息偿付金额资金，同时工商银行浙江分行将于流动性短缺时给予公司不超过当年本息

金额的贷款；公司本期募投资金偿债来源有了较强保障。同时，公司为本期债券设立了偿债资金专户，并由工商银行富阳支行对偿债资金专户进行监管。综合分析，本期公司债券整体偿债风险很低。

十、结论

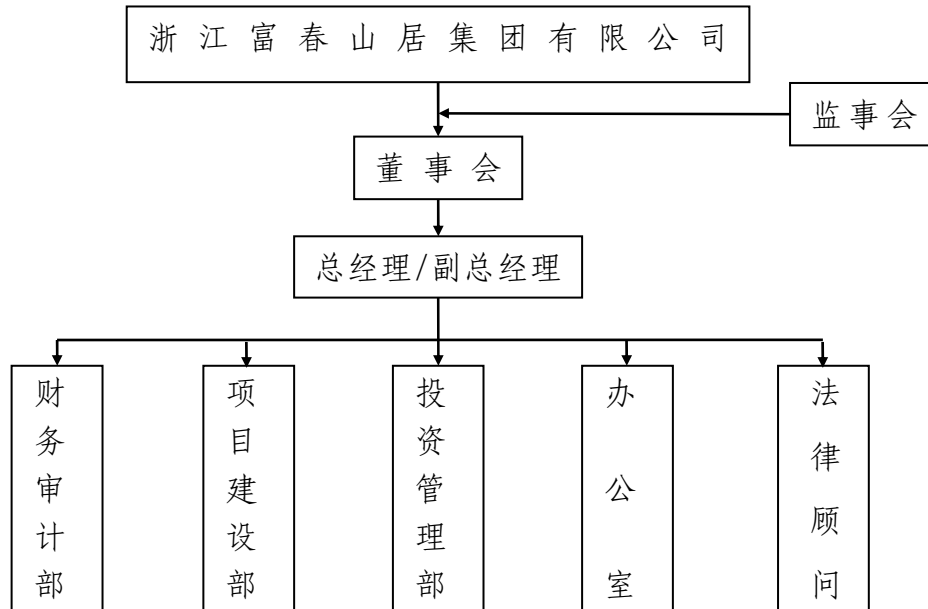
富阳市位于浙江省北部，属杭州市辖县级市。富阳市交通便利、工业基础较为雄厚、旅游资源丰富，近年来经济平稳发展。富阳经开区作为国家级经济技术开发区享有国家级政策优惠及富阳市政府的大力支持。公司面临着良好的投资环境。

公司作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体在资本金注入、土地资源划拨、土地指标获取、股权增资等多方面均获得了政府的大力支持。目前，公司整体资产质量较好、负债水平较低、盈利能力弱、获现能力波动大；短期偿债能力较弱、长期偿债能力一般。未来公司重大项目投资规模较大，筹资压力将加大。

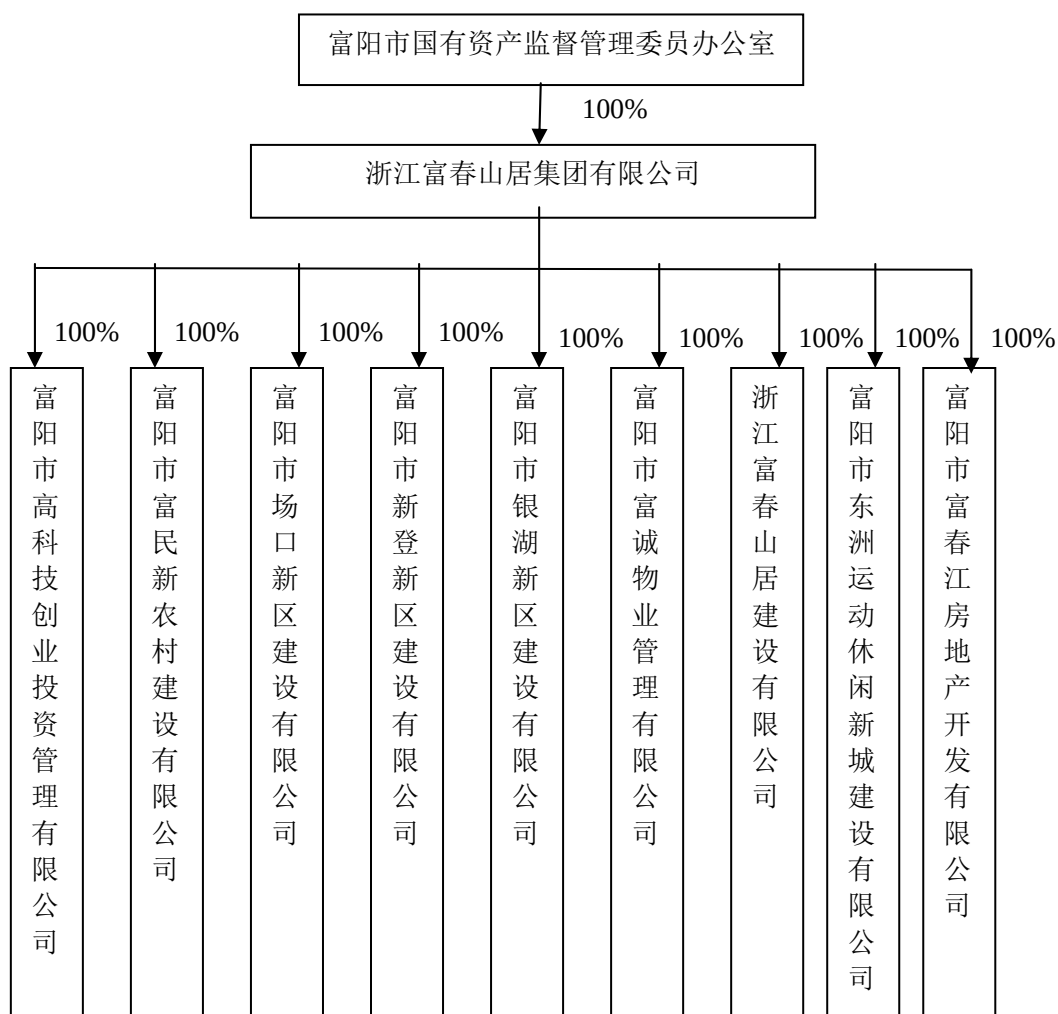
本期公司债券发行对公司现有债务结构影响很大。公司EBITDA对本期公司债券覆盖程度很低，经营活动现金流对本期债券保障程度一般，但考虑到本期公司债券存续期间，公司将逐步收到土地出让金返还，富阳市政府明确每年将返还公司不少于本期公司债券当年本息偿付金额资金，同时工商银行浙江分行将于流动性短缺时给予公司不超过当年本息金额的贷款，有效保障了本期公司债券的本息兑付。本期公司债券无担保。公司为有效归集本期公司债券的偿债资金，设立了偿债资金专户；而且本期债券分期偿还，一定程度上降低未来集中偿付压力。

总体看，本期公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 公司组织机构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	34311.27	56316.75	59642.30	31.84
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款			15.00	
预付款项	166.80	8624.39	20660.26	1012.94
应收利息				
应收股利				
其他应收款	88157.12	57947.38	144984.04	28.24
存货	129661.15	314163.53	758134.06	141.81
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产			2262.50	
流动资产合计	252296.34	437052.05	985698.16	97.66
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	1908.75	1887.53	1877.39	-0.82
投资性房地产				
固定资产	53.09	1190.27	4640.20	834.88
在建工程	10550.96	18681.47	43130.03	102.18
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产				
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用				
递延所得税资产	567.23	449.48	949.90	29.41
其他非流动资产	14838.93	14838.93	14838.93	0.00
非流动资产合计	27918.97	37047.67	65436.44	53.09
资产总计	280215.30	474099.72	1051134.60	93.68

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	63000.00	15200.00	48050.00	-12.67
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款			785.28	
预收款项	128.16	4288.33	9034.81	739.61
应付职工薪酬			18.59	
应交税费			118.58	
应付利息	187.86	196.44	436.47	52.42
应付股利				
其他应付款	16514.64	23813.00	81897.22	122.69
一年内到期的非流动负债	31000.00	9000.00	47100.00	23.26
其他流动负债				
流动负债合计	110830.66	52497.76	187440.95	30.05
非流动负债：				
长期借款	22500.00	82100.00	92500.00	102.76
应付债券				
长期应付款				
专项应付款			5615.00	
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	22500.00	82100.00	98115.00	108.82
负债合计	133330.66	134597.76	285555.95	46.35
所有者权益：				
实收资本(或股本)	80000.00	80000.00	100000.00	11.80
资本公积	56647.65	232637.82	615082.46	229.52
减：库存股				
盈余公积	1029.35	2699.56	4301.31	104.42
专项储备				
未分配利润	9207.65	24164.57	46194.89	123.99
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	146884.64	339501.95	765578.65	128.30
少数股东权益				
所有者权益合计	146884.64	339501.95	765578.65	128.30
负债和所有者权益总计	280215.30	474099.72	1051134.60	93.68

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	26313.42	42507.21	63468.52	55.31
减：营业成本	16883.74	25969.55	49667.83	71.52
营业税金及附加	3.02	1.36	123.32	538.84
销售费用				
管理费用	597.17	599.09	1905.21	78.62
财务费用	6801.89	6501.67	8762.98	13.50
资产减值损失	1114.08	-471.03	1831.33	28.21
加：公允价值变动收益				
投资收益	-123.07	-21.22	-10.14	-71.30
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	790.44	9885.35	1167.72	21.54
加：营业外收入	10196.18	7354.45	22238.60	47.68
减：营业外支出	55.04	500.02	234.03	106.20
其中：非流动资产处置损失	18.73			
三、利润总额	10931.57	16739.78	23172.29	45.59
减：所得税费用	-278.52	117.76	-459.77	28.48
四、净利润	11210.09	16622.02	23632.06	45.19

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	24015.04	43479.21	68224.21	68.55
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	54523.09	78511.29	113759.21	44.45
经营活动现金流入小计	78538.13	121990.50	181983.42	52.22
购买商品、接受劳务支付的现金	45819.96	46146.99	115451.28	58.73
支付给职工以及为职工支付的现金	64.45	105.88	249.72	96.84
支付的各项税费	7.81	4.33	20.29	61.12
支付其他与经营活动有关的现金	33033.37	27931.99	123966.60	93.72
经营活动现金流出小计	78925.60	74189.18	239687.89	74.27
经营活动产生的现金流量净额	-387.47	47801.31	-57704.47	1120.35
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金			5441.63	
投资活动现金流入小计			5441.63	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	10585.99	9546.24	10308.99	-1.32
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金			2262.50	
投资活动现金流出小计	10585.99	9546.24	12571.49	8.98
投资活动产生的现金流量净额	-10585.99	-9546.24	-7129.86	-17.93
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	50000.00		7000.00	-62.58
取得借款收到的现金	71300.00	95300.00	96150.00	16.13
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金			1000.00	
筹资活动现金流入小计	121300.00	95300.00	104150.00	-7.34
偿还债务支付的现金	87300.00	105500.00	26200.00	-45.22
分配股利、利润或偿付利息支付的现金				
支付其他与筹资活动有关的现金	7125.27	6049.60	9790.12	17.22
筹资活动现金流出小计	94425.27	111549.60	35990.12	-38.26
筹资活动产生的现金流量净额	26874.73	-16249.60	68159.88	59.25
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	15901.27	22005.47	3325.55	-54.27
加: 期初现金及现金等价物余额	18410.00	34311.27	56316.75	74.90
六、期末现金及现金等价物余额	34311.27	56316.75	59642.30	31.84

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	11210.09	16622.02	23632.06	45.19
加: 资产减值准备	1114.08	-471.03	1831.33	28.21
固定资产折旧及其他	18.36	18.56	116.20	151.55
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失			18.73	
固定资产报废损失	22.99			
公允价值变动损失				
财务费用	7103.03	6058.18	10012.33	18.73
投资损失	123.07	21.22	10.14	-71.30
递延所得税资产减少	-278.52	117.76	-460.48	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-32995.57	-14874.10	-42301.92	
经营性应收项目的减少	11450.08	32525.07	-10693.85	
经营性应付项目的增加	1844.92	7786.58	-39869.69	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-387.47	47801.31	-57704.47	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	34311.27	56316.75	59642.30	31.84
减: 现金的期初余额	18410.00	34311.27	56316.75	74.90
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	15901.27	22005.47	3325.55	-54.27

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	--	--	8462.47	--
存货周转次数(次)	0.13	0.12	0.09	0.11
总资产周转次数(次)	0.09	0.11	0.08	0.09
现金收入比(%)	91.27	102.29	107.49	102.69
盈利能力				
营业利润率(%)	35.82	38.90	21.55	29.61
总资本收益率(%)	6.81	5.05	3.51	4.63
净资产收益率(%)	7.63	4.90	3.09	4.54
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	13.28	19.47	10.78	13.89
全部债务资本化比率(%)	44.23	23.84	19.69	25.84
资产负债率(%)	47.58	28.39	27.17	31.62
偿债能力				
流动比率(%)	227.64	832.52	525.87	558.22
速动比率(%)	110.65	234.08	121.41	153.06
经营现金流动负债比(%)	-0.35	91.05	-30.79	11.85
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	3.84	3.37	13.33
全部债务/EBITDA(倍)	6.59	4.69	5.67	5.56
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	0.36	-0.35	-0.08
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.63	6.49	-6.61	-1.68
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.12	0.15	0.22	0.18
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.52	0.81	1.21	0.96
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.00	0.32	-0.38	-0.10
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.07	0.26	-0.43	-0.15

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 浙江富春山居集团有限公司 2014 年度 15 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

浙江富春山居集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。浙江富春山居集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，浙江富春山居集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙江富春山居集团有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，如发现浙江富春山居集团有限公司、交易结构中其他有关各方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如浙江富春山居集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送浙江富春山居集团有限公司、主管部门、交易机构等。

