

跟踪评级公告

联合[2014] 983 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持浙江富春山居集团有限公司主体长期信用等级为AA, 评级展望为稳定, 并维持“14富春山居债/14富山居”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



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(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江富春山居集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 富春山居债/ 14 富山居	15 亿元	2014/4/28 2021/4/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	5.63	5.96	9.75
资产总额(亿元)	47.41	105.11	126.53
所有者权益合计(亿元)	33.95	76.56	78.83
长期债务(亿元)	8.21	9.25	20.43
全部债务(亿元)	10.63	18.77	38.69
营业收入(亿元)	4.25	6.35	7.81
利润总额(亿元)	1.67	2.32	2.13
EBITDA(亿元)	2.27	3.31	4.29
经营性净现金流(亿元)	4.78	-5.77	-7.49
营业利润率(%)	38.90	21.55	22.59
净资产收益率(%)	4.90	3.09	2.62
资产负债率(%)	28.39	27.17	37.70
全部债务资本化比率(%)	23.84	19.69	32.92
流动比率(%)	832.52	525.87	441.24
全部债务/EBITDA(倍)	4.69	5.67	9.02
EBITDA 利息倍数(倍)	3.84	3.37	2.02
经营现金流/流动负债(%)	91.05	-30.79	-28.11

注: 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

景雪 王晴

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

跟踪期内, 浙江富春山居集团有限公司(以下简称“公司”)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, 在土地指标获取、财政补贴、税收优惠等方面持续获得富阳市政府的大力支持。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到, 跟踪期内, 公司债务规模增长快, 公司自身盈利能力仍偏弱, 经营活动净现金流持续为负以及未来投资规模较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持续开展, 公司收入规模有望获得提升。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“14 富春山居债/14 富山居”的信用等级为 AA。

优势

1. 富阳经开区经济平稳发展, 富阳市政府财政实力不断增强, 公司投资环境良好。
2. 公司持续在土地指标获取、税收优惠、财政补贴等方面均获得富阳市政府的大力支持。
3. 跟踪期内, 公司所获土地出让净收益返还不断增加, 支撑营业收入增长。
4. 2013 年公司经营活动现金流入对“14 富春山居债/14 富山居”的保障能力较强。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. 跟踪期内, 公司经营活动净现金流持续为负, 业务盈利能力仍偏弱, 受财政贴息和政府补助影响大。
2. 公司债务规模持续增长。

3. 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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于浙江富春山居集团有限公司主体长期信用及“14富春山居债/14富山居”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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资本2亿元,实收资本增至3亿元;后富阳市国资委分别于2010年5月和2012年10月向公司增资5亿元和2亿元。上述增资已分别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2013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2013年底,公司纳入合并范围的子公司共计9家。

截至2013年底,公司(合并)资产总额126.53亿元,所有者权益合计78.83亿元;2013年公司实现营业收入7.81亿元,利润总额2.13亿元。

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。

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年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财

政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；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业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. 行业分析

(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快速健康发展、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。

(2) 行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施投资建设主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促

进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。

（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、

存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发【2010】19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预【2012】463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风

险管控工作。整体上,《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先,

《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”,严格新增贷款条件,整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境,将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资,城投债仍将保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境,监管政策预留着一定的空间,执行将存在一定的灵活性。此外,《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策,对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控,有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013 年 8 月底,国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”模式,即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

(3) 中国基础设施建设发展展望

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。

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%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.97 万亿元,全年基础设施投资 9.35 万亿元,比上年增长 21.18%。

截至 2013 年,中国城镇化率为 53.37%,较上年提高 1.3 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 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

(1) 区域经济

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。

根据《2013年富阳市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013年全市实现生产总值571.4亿元，增长9.1%。从产业结构看，第一产业增加值38.0亿元，增长3.0%；第二产业增加值324.1亿元，增长7.6%；第三产业增加值209.3亿元，增长12.8%。三次产业结构由上年的6.6: 59.5: 33.9调整为6.7: 56.7: 36.6。全市实现工业总产值1599.6亿元，增长5.5%。其中规模以上工业产值1253.8亿元，增长7.7%，占工业总量的78.4%。

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。

总体看，跟踪期内富阳市经济发展趋势良好，近期城市规划目标明确，有利于公司在自身经营发展的同时，发挥其政府投资平台作用。

(2) 富阳经济技术开发区基本情况

富阳经开区为国家级经济技术开发区，行政区划规划面积252.55平方公里，整合为“一区六城”：“一区”为7.41平方公里的主体区块，“六城”分别为银湖新区（规划面积26.3平方公里）、东洲新区（36.9平方公里）、场口新区（30.65平方公里）、鹿山新区（20.00平方公里）、江南

新区（38.22平方公里）、新登新区（17.30平方公里），其中前银湖新区、东洲新区和场口新区共计93.85平方公里由富阳经开区直接管辖。

跟踪期内，富阳市政府在土地指标利用、税收及贴息方面继续给予富阳经开区以支持，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，富阳市国土局根据《富阳市新增建设用地指标管理暂行办法》将对富阳经开区建设用地予以重点倾斜。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。

在富阳市政府在招商引资方面优惠政策的支持下，富阳经开区自建成以来目前已累计引进项目400多个，其中外资项目120个，总投资540亿元。富阳经开区已形成和正在培育的重点产业有光通信、先进装备制造、铜冶炼及铜深加工、新能源新材料、生物医药、文化创意、旅游休闲及科研总部等八大产业，多家央企、行业龙头和大型项目的落户大大加快了富阳经开区产业转型升级步伐。

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，跟踪期内，富阳市经济平稳发展；富阳经开区作为国家级经济技术开发区持续享有国家级政策特权及富阳市政府的大力支持，并在招商引资方面取得一定进展。

（3）政府财力及负债

近年来，富阳市财政实力稳步增长。根据富阳市财政局公布的数据，2011~2013年，富阳市财政总收入分别为77.20亿元、78.50亿元和83.21亿元，年均复合增长3.82%。2013年富阳市地方财政收入46.36亿元，同比增长10.38%；公共财政预算支出52.69亿元，同比

增长9.9%。

从富阳市地方可控财力来看，2011~2013年，富阳市可控财力略有波动，分别为119.83亿元、94.08亿元和113.99亿元，主要是国有土地使用权出让收入变化引起。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；2011~2013年，以税收收入为主的一般预算收入不断增加，而国有土地使用权收入规模有所波动，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，但呈逐年增加趋势。

表1 2011~2013年富阳市地方可控财力情况表（单位：亿元）

科目	2011年	2012年	2013年	增长率（%）	2013年各项占比
一般预算收入	40.95	42.00	46.36	6.40	40.67
其中：税收收入	38.32	39.11	43.04	5.98	37.76
非税收入	2.62	2.90	3.32	12.57	2.91
国有土地使用权出让收入	66.88	34.91	48.47	-14.87	42.52
转移支付和税收返还收入	12.00	15.57	17.41	20.45	15.27
其中：返还性收入	4.12	4.42	4.44	3.81	3.90
一般性转移支付收入	3.78	4.48	5.47	20.30	4.80
专项转移支付收入	4.10	6.67	7.50	35.25	6.58
预算外财政专户收入	--	1.60	1.75	--	1.54
地方可控财力	119.83	94.08	113.99	-2.47	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年底，富阳市地方债务66.80亿元，同比增长72.03%，主要为由财政承担偿还责任的

融资平台借款，占76.27%。根据截至2013年地方财力及地方债务情况综合测算，富阳市债务率为58.6%，债务负担处于合理水平。

表2 富阳市债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至2013年底）	金额	地方财力（2013年度）	金额
（一）直接债务余额	656498	（一）地方一般预算本级收入	463600
1、外国政府贷款		1、税收收入	430400
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	33200
（1）世界银行贷款	881	（二）转移支付和税收返还收入	174100
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	54700
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	75000
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	44400
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	484676
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	472353
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	10935

6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	1388
(1) 政府直接借款		4、新增建设用土地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	509501	(四) 预算外财政专户收入	17500
7、债券融资			
(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	127000		
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	300		
11、其他	18816		
(二) 担保债务余额	22993		
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%	667994.5	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1139876
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%			58.6%

资料来源：富阳市财政局，联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 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. 公司规模

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，同时享有国家级经济技术开发区的政策优惠。

截至 2013 年底，公司负责开发富阳经开区直辖区合计 93.85 平方公里的土地，已完成土地出让 72.17 平方公里；公司已决算及在建基础设施建设总投资达 46.75 亿元；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 2013 年底，公司下属全资子公司 9 家。

表 3 公司控股子公司情况 (单位: 万元、%)

公司名称	注册资本	表决权比例
富阳市富民新农村建设有限公司	20000	100.00
富阳市东洲运动休闲新城建设投资有限公司	10000	100.00
浙江富春山居建设有限公司	3000	100.00
富阳市场口新区建设有限公司	2000	100.00
富阳市新登新区建设有限公司	2000	100.00
富阳市银湖新区建设有限公司	2000	100.00
富阳市富春江房地产开发有限公司	2000	100.00
富阳市高科技创业投资管理有限公司	1000	100.00
富阳市富诚物业管理有限公司	500	100.00

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. 政府支持

跟踪期内，公司在土地指标、财政补贴、税收优惠等多方面持续得到了富阳市政府的

大力支持。

（1）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，2013年公司获得的计划用地指标 1500.20 亩，占富阳市国土局当年可用于分配的土地指标（即计划用地指标）的 23.55%，且面积同比持续增加。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。

（2）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。2013 年，公司收到财政贴息款分别为 2.29 亿元，收到政府补助款 0.24 亿元（均计入“营业外收入”科目）。分别经《核拨 2013 年度政府投资机构财政补贴款的通知》（富融资[2013]156 号）、《关于下达 2013 年经费调整预算的通知》（富投资[2013]14 号）、杭州市财政局《关于拨付 2012 年度杭州市中心镇建设项目第二批扶持资金的通知》（杭财农[2013]1231 号）文件批复。富阳市财政局给予公司的支持力度较大。

（3）税收优惠

跟踪期内，公司持享受得相关土地一级开发和其他收入免征地税的政策优惠。2013 年 12 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复函》，公司 2013 年取得的土地一级开发收入可在计算应纳税所得额时从收入总额中减除。同时，根据 2014 年 1 月《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》、2014 年 1 月《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。公司 2013 年审计报告中均未计提与上述税收相关税金。

联合资信认为，富阳市政府持续在各方面对公司提供大力支持，有望为公司未来发展提

供有力支撑。

六、管理分析

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。跟踪期内，公司完成了《内部控制管理制度汇编》的编纂并下发执行。

财务管理方面，公司设置分管财务副总经理和财务审计部，由财务审计部负责处理公司及下属子公司的一切财务会计工作。公司制定了《财务管理制度》，对公司及下属子公司的财务行为和核算办法进行规范化管理，强化公司自我约束机制。公司推行“统一管理，统一计划，分业经营，独立核算，合署办公”的管理体制。会计核算采取集中管理形式，除公司统一设置的银行结算账户外，其他部门不得以任何形式在银行开设账户；公司本部及下属子公司银行账户开设需报富阳市财政局审批，账户余额须定期上报富阳市财政局。

筹资管理方面，公司制定了《筹资管理制度》。对于吸收直接投资的筹资方式，制度规定需由公司经营层根据发展战略规划，确定增加注册金的金额及用途，财务审计部负责拟订申请报告，经管理层讨论审核确认后报国资委审批。对于债务资本筹资，制度规定需在筹资预算方案中对潜在风险及应对措施进行说明；每次融资需由财务审计部向上级主管部门报批。在风险管理方面，公司应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。

投资管理方面，公司制定了《公司投资管理制度》，规定公司对外投资应报请国资委审批通过才可执行；资金拨付时，由分管副总、总经理、董事长联合签署。

对外担保管理方面，公司按照《富阳市投资机构担保管理试行办法》，严格控制对外担保，在未经市财政审核批准同意，不以任何形

式对任何对象提供任何担保。

工程建设方面，公司制定了《建设工程自组发包管理实施细则》、《安全生产管理办法》、《关于加强施工现场安全及文明施工管理的规定》、《富春山居集团工程类资金支付管理办法》、《工程变更管理实施细则》、《加强代建项目管理暂行办法》等具体管理办法，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。

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，各项管理制度逐步完善，能够满足目前经营管理需要。

七、经营分析

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 2011~2013 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 35.00%。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；另除 2012 年确认部分保障性安置房收入外，其他主要是商铺租金、代建费等收入，代建属分包业务，无相关成本。从毛利率看，由于受宏观政策及经济形势影响，2013 年以来富阳市土地出让价格整体回落、土地出让进程有所放缓，公司土地出让金返还毛利率受地价、出让进度和返还比例波动影响，近年来有所下降；保障性安置房建设受到公益性项目性质制约，其毛利率为负。

表 4 2011~2013 年公司营业收入及毛利润情况表（单位：万元，%）

项 目	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	42507.21	100.00	63468.52	100.00	78088.46	100.00
土地出让金返还	42482.91	99.94	61784.72	97.35	77429.46	99.22
保障性安置房收入	--	--	1536.56	2.42	--	--
其他	24.30	0.06	147.24	0.23	609.00	0.28
毛利率		38.91		21.74		22.67
土地出让金返还		38.87		27.15		22.02
保障性安置房收入		--		-203.12		--
其他		100.00		100.00		100.00

资料来源：公司提供

1. 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 93.85 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

社会发展计划、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。2011~2013年，富阳市国土局可用于分配的土地指标（即计划用地指标）分别为3826亩、3548亩和6370亩，公司获得的计划用地指标占其中的32.01%、40.31%和23.55%，且面积逐年增加。公司获得富阳市政府支持力度较大，有利于公司土地综合开发业务的长期发展。

表5 2011~2013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
2011年	1224.59	--	--	601.91	1826.50
2012年	1430.35	880.99	--	1724.36	4035.70
2013年	1500.20	750.10		2001.00	4251.30

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，由富阳市国土局将工业用地土地出让净收益留存部分返还给经开区管委会，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。2009~2013年，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，富阳市国土局在收到土地出让金后，根据实际情况扣除相关的规费后与公司进行结算，并根据结算清单将相关资金打入公司账户，每半年集中返还一次。财务处理方面，公司土地综合开发前期支出（主要包括拆迁补偿款和青苗补偿款）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。土地开发过程中的道路管网建设支出则计入在建工程，计划待某个新区土地全部开发完毕后一次性结转。

2011~2013年，公司土地出让规模逐年扩大，年均增长19.20%，2013年出让面积达1569.17亩。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9.51亿元、10.78亿元和12.03亿元。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%），根据富阳市人民政府于2009下发的《意见》，公司应获取的土地出让金返还金额约为6.18亿元、7.01亿元和7.82亿元。2011~2012年，公司实际土地开发获现分别为4.23亿元和6.18亿元；2013年公司土地出让金返还收入中包含公司开发的场口驾校地块划拨收益1.95亿元（根据富阳市财政局《关于场口驾校土地出让收入划拨相关说明》，场口驾校地块划拨给杭州市机动车驾驶员考试服务中心，由于其土地征用、土地平整等相关支出由公司承担，富阳市财政局核准公司1.95亿元作为收益），因此当期实际通过富阳市国土资源局出让土地获现为5.79亿元。对比公司实际土地开发出让获现金额，2011~2013年公司土地开发业务出让现金返还比分别为68.77%、88.16%和74.04%。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，但实际返还金额受政府拨付影响存在一定波动性。

表6 2011~2013年公司通过富阳市国土资源局出让土地情况（单位：亩、亿元、万元/亩）

项目	2011年	2012年	2013年
出让面积	1104.32	1359.24	1569.17
其中：工业用地	925.97	1050.13	683.94
经营用地	178.35	309.11	533.39
出让金总额	9.51	10.78	12.03
其中：工业用地	1.85	2.10	1.49
经营用地	7.65	8.68	10.54
出让均价	86.07	79.33	98.80
其中：工业用地	20.00	20.00	21.80
经营用地	429.10	280.90	197.59

资料来源：公司提供

从公司土地出让价格来看，2011~2013年公司通过富阳市国土资源局出让均为市场行为，出让均价有所变化。由于受宏观政策及经济形势影响，2013年以来富阳市土地出让价格整体回落、土地出让进程有所放缓，且公司出让的经营用地受位置地价差别较大，2013年经营用地出让均价为197.59万元/亩，同比持续下滑。工业用地出让均价较为稳定，2013年小幅上涨至21.80万元/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2013年底，富阳经开区直辖范围合计93.85平方公里土地，公司已完成土地出让72.12平方公里，除去已开发未出让面积6.65平方公里（计入“存货-开发土地”），公司可开发土地面积为15.08平方公里。联合资信认为，目前公司可开发土地面积有限，但中期内仍可满足开发需要；同时土地出让业务规模及价格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7 截至2013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	10901	7356.4	2288.9
经营用地	11722.5	2619.2	2619.2
未明确用地	--	--	--
合计	22623.5	9975.6	4908.1

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，但由于道桥管网不易划分至具体地块，目前公司仍将相关支出保留在在建工程科目，计划待某个新区土地完全开发完成后一次性结转该新区内道路管网在建工程。截至2013年底，公司已决算及在建基础设施建设总投资达46.75亿元，截至2014年3月底累计总投资达49.26亿元。

2. 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，由子公司富春江房地产公司进行建设。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8 截至2013年底公司安置房情况（单位：平方米，套）

项目	竣工时间	确认收入时间	总建筑面积	数量	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、三期工程	2011.10	尚未确认	82852.28	740	建成
场口新区农村多层公寓房项目四期工程	预计 2015 年	尚未确认	58852.00	396	2013 年 12 月已开工
场口新区农村多层公寓房项目五期工程	2014.6	尚未确认	20244.21	140	建成
东洲民联村钱塘家园	2012.11	尚未确认	74285.36	407	完工，已分房 25 套

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司已建成场口新区农村多层公寓房项目一、二、三、五期工程，建筑面积合计 22.10 万平方米，其中一期工程已安置 43.07%。由于安置房建成后的安置工作较为耗时，未来安置进度预测困难，多数工程尚未确认收入。

3. 其他业务

公司其他业务收入主要为代建费以及自建的标准厂房、安置房底商等的租金收入。2011~2013 年收入分别为 24.30 万元、147.24 万元和 609.00 万元，呈持续上升态势。公司安置房底商中出租占比很小，公司物业租金收入规模小；代建费系子公司富春江房地产公司在承揽集团内部工程建筑总包的同时，对外提供代建服务形成的代理收入。总体看，公司其他业务收入占比不大，对公司主业影响较小。

4. 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，尚需投资 46.55 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 9 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
			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
东洲新区	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	9.36

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

“14 富春山居债/14 富山居”于 2014 年 5 月 6 日发行，募集资金 15 亿元，其中 4 亿元用于场口新区百丈畈区块基础设施工程，11 亿元用于场口新区塘东畈区块基础设施工程。截至 2014 年 5 月底，募集资金具体使用情况如下：

表10 “14富春山居债/14富山居”募投项目资金使用情况

(单位：亿元)

序号	募集资金用途	项目投资总额	拟用资金额度	已使用资金金额
1	场口新区百丈畈区块基础设施工程	10.01	4.00	4.00
2	场口新区塘东畈区块基础设施工程	27.03	11.00	8.80
	合 计	37.04	15.00	2.20

资料来源：公司提供

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，目前已完工，募集资金已按计划使用完毕。

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 2014 年 5 月底，该项目已完工 80%，计划使用的募集资金额度 11.00 亿元中已投资 8.80 亿元，剩余 2.20 亿元尚未使用。

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。截至目前，上述土地均处于前期整理阶段，尚未完工，无出让收益形成。

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》。上述措施对“14 富春山居债/14 富山居”的偿付提供了较有力的保障。

九、财务分析

公司提供的 2010~2012 年三年连审财务报表和 2013 年财务报表已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，均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，2011 年公司纳入合并报表子公司 2 家；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；2013 年公司合并范围无变化。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 2013 年底，公司（合并）资产总额 126.53 亿元，所有者权益合计 78.83 亿元；2013

年公司实现营业收入 7.81 亿元，利润总额 2.13 亿元。

1. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入呈稳定增长趋势，年均复合增长 35.54%；营业成本年均复合增长 52.48%，高于营业收入增速。2013 年，公司实现营业收入 7.81 亿元，同比增长 23.03%，营业成本 6.04 亿元，同比增长 21.57%。近三年公司期间费用有所增长；2013 年财务费用大幅增长 153.57%至 2.22 亿元，主要是业务扩张致使借款增加所致，推动期间费用上涨 131.96%至 2.47 亿元，占营业收入的 31.69%，占比上升 14.88 个百分点。

2011~2013 年，公司营业利润波动下滑；受期间费用上涨的影响，2013 年，公司营业利润呈现亏损，为-0.43 亿元。近三年公司利润总额及净利润均实现波动增长，年均复合增长率分别为 12.92%、11.37%；通过营业外收入 2.58 亿元的弥补，2013 年公司实现利润总额 2.13 亿元，同比下滑 7.89%；2013 年公司净利润 2.06 亿元，同比下滑 12.76%。

从盈利指标来看，2011~2013 年，公司营业利润率和总资本收益率均呈现波动下滑趋势，三年均值分别为 25.54%、3.84%；2013 年，上述两指标均略有回升，分别为 22.59%、3.56%。近三年公司净资产收益率持续下滑，三年均值 3.21%，2013 年为 2.62%。

总体看，跟踪期内公司营业收入随土地出让返还规模持续增长，但有息债务的增加导致财务费用大幅上涨，对利润形成大幅侵蚀。公司经营业务盈利能力弱，受财政贴息和补助影响大。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2011~2013 年，公司经营现金流流入增长迅速，年均复合增长 60.76%，其中销售商品提供劳务收到的现金年均复合增长 38.64%，高于营业收入增速

(35.54%)；现金收入比小幅上升，2013 年为 107.03%，公司收入实现质量一般。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，年均复合增长 71.78%，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，近三年经营活动产生的现金流出大幅增长，年均复合增长率 129.33%，其中购买商品接受劳务支付的现金年均复合增长 130.26%（主要是公司主业扩张，现金支出明显增加导致），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，年均复合增长 127.38%。2011~2013 年，经营活动产生的现金流净额波动大，分别为 4.78 亿元、-5.77 亿元、-7.49 亿元。

从投资活动看，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；2013 年处置固定资产和其他长期资产收回现金 0.03 亿元系公司处置横凉亭房产收到的现金，收到其他与投资活动有关的现金 0.05 亿元系下属子公司富阳市东洲运动休闲新城建设投资有限公司收到的横山片村居改造配套设施项目投资款项。2011~2013 年公司投资活动现金流出规模持续增长，年均复合增长 57.50%，主要是购建固定资产、在建工程等支付的现金；2013 年公司支付其他与投资活动有关的现金 0.11 亿元，是下属子公司富阳市高科技创业投资管理有限公司支付富春桃源三期项目资金。2011~2013 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -0.95 亿元、-0.71 亿元、-2.16 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 3.83 亿元、-6.48 亿元、-9.66 亿元，自身现金平衡能力较弱，融资需求加大。

从筹资活动看，2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流入量年均复合增长 64.15%，主要是取得借款收到的现金；2012 年公司收到股东现金注资 0.70 亿元，计入“吸收投资收到的现金”中；2013 年取得借款收到的现金大幅

增长。2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流出波动增长，年均复合增长 4.75%，主要由偿还债务支付的现金构成。2011~2013 年，公司筹资活动现金净流量波动明显，分别为 -1.62 亿元、6.82 亿元、13.44 亿元。

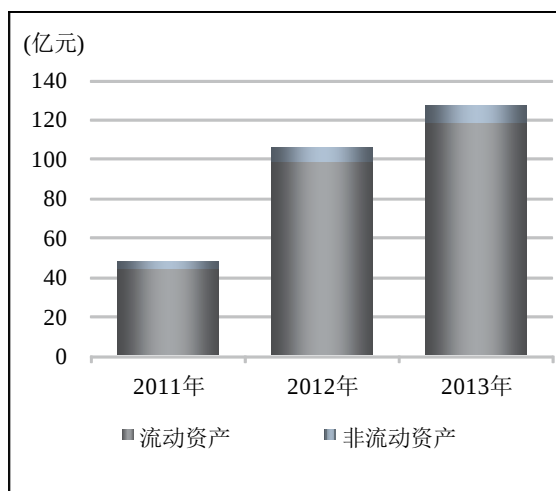
总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力下降，对外部融资依赖程度高。目前公司重大项目投资规模大，存在较大的融资压力。

3. 资本及债务结构

资产质量

2011~2013 年，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，资产规模增速较快，资产总额年均复合增长 63.37%。截至 2013 年底，公司资产总额 126.53 亿元，其中流动资产占 92.97%，非流动资产占 7.03%；近三年公司资产构成均以流动资产为主，结构变化不大。

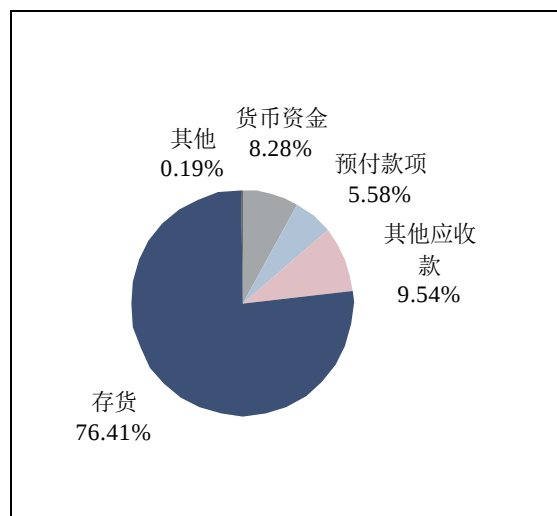
图 1 近三年公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司流动资产呈持续快速增长趋势，年均复合增长 64.06%，高于资产总额增速（63.37%），主要来自存货的大幅增长。截至 2013 年底，公司流动资产总额 117.64 亿元，同比增长 19.35%，主要由存货（占 76.41%）构成。

图 2 2013 年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 31.55%。截至 2013 年底，公司货币资金 9.75 亿元，同比大幅增长 63.40%，主要为银行存款，其中受限资金 7.28 亿元，用于质押贷款。公司货币资金受限比例高。

2011~2013 年，公司预付款项呈快速增长趋势。截至 2013 年底，公司预付款项 6.57 亿元，同比大幅增长 217.79%，主要是预付富阳市土地储备中心土地款 6.00 亿元；预付款项前五名合计 6.55 亿元，占总额的 99.77%，集中度高；按账龄看，1 年以内的占 99.15%，账龄短。

2011~2013 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率 39.18%。截至 2013 年底，公司其他应收款 11.22 亿元，同比下降 22.58%，主要是应收富阳市新登城镇建设投资集团有限公司 4.47 亿元的往来款及应收富阳市财政局 4.28 亿元的调度资金；其他应收款前五名合计 10.03 亿元，占总额的 79.28%，集中度高；从账龄看，1 年以内的占总额的 89.15%，1~3 年的占 2.95%，3 年以上的占 7.90%，账龄较短；截至 2013 年底，公司对其他应收款计提坏账准备 0.09 亿元，计提比例 0.80%。

2011~2013 年，公司存货规模持续增长，年均复合增长率 69.16%。截至 2013 年底，公司存货 89.89 亿元，同比增长 18.57%；存货构

成为开发成本（土地综合开发前期支出及在建安置房项目投资成本）27.65 亿元、开发土地（富阳市政府划拨土地）59.45 亿元及开发产品（已建成的安置房）3.63 亿元，其中评估价值 35.30 亿元的开发土地已经用于银行贷款的抵押，占开发土地的 59.38%，抵押比率高；考虑到已抵押土地的入账价值低于评估价值，实际抵押比率低于上述值。公司未对存货计提跌价准备。

2011~2013 年，公司非流动资产规模呈快速上升趋势，年均复合增长 54.93%。截至 2013 年底，公司非流动资产 8.89 亿元，同比增长 35.90%，主要源自在建工程的增加；2013 年底公司非流动资产主要构成为在建工程（占 74.13%）和其他非流动负债（占 16.69%）。

2011~2013 年，公司长期股权投资变动不大，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，对龙门古镇旅游持股比例为 33.33%，截至 2013 年底，公司对龙门古镇旅游的长期股权投资总额 0.38 亿元。

2011~2013 年，公司固定资产波动增长，三年分别为 0.12 亿元、0.46 亿元、0.41 亿元，其中 2012 年的增长主要系富春江房地产公司当期纳入合并范围引起房屋及建筑物的增加所致。截至 2013 年底，公司固定资产原值 0.48 亿元，较 2012 年底下滑 0.02 亿元；其中房屋及建筑物原值同比减少 0.03 亿元。2013 年底公司固定资产原值主要由房屋及建筑物（占 90.80%）、运输工具（占 5.74%）和办公设备（占 3.15%）构成；2013 年底公司固定资产累计折旧合计 0.07 亿元。

2011~2013 年，公司在建工程年均复合增长 87.86%，截至 2013 年底为 6.59 亿元，同比增长 52.86%，主要是配套基础设施建设投资增加带动。

2011~2013 年，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，公司资产构成仍以土地存货为主，

应收往来款对资金形成一定占用，资产流动性较弱，整体资产质量较好。

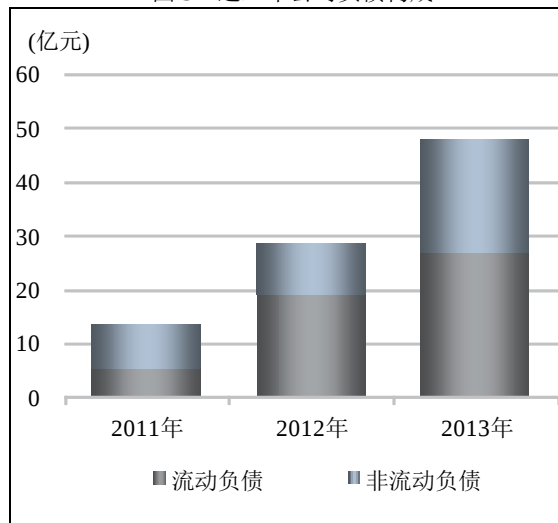
所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益合计随着土地使用权的注入而持续增加，年均复合增长 52.38%。截至 2013 年底，所有者权益合计 78.83 亿元，主要由实收资本（占 12.69%）、资本公积（占 78.29%）和未分配利润（占 8.21%）构成。截至 2013 年底，公司实收资本 10.00 亿元；资本公积 61.72 亿元，主要构成为富阳市政府注入的土地使用权；未分配利润为 6.47 亿元。总体看，公司所有者权益中资本公积占比大，所有者权益稳定性较强。

负债

2011~2013 年，公司负债总额年均复合增长 88.26%，高于资产总额增速（63.37%）。公司负债构成有所变动。截至 2013 年底，公司负债合计 47.71 亿元，同比增长 67.06%，主要系长、短期借款增加所致；其中流动负债占 55.89%，非流动负债占 44.11%，流动负债占比较 2012 年底有所下滑。

图 3 近三年公司负债构成

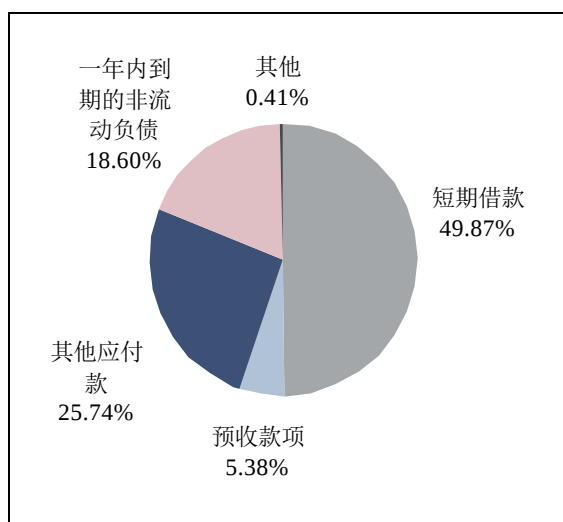


资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 125.36%。截至 2013 年底，公司流动负债总额 26.66 亿元，主要由短期借款（占 49.87%）、其他应付款（占 25.74%）和一年内

到期的长期负债（占 18.60%）构成。

图 4 2013 年公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司短期借款规模迅速扩大，年均复合增长195.75%；截至2013年底，短期借款13.30亿元，同比增长176.69%，主要由质押借款6.99亿元及保证借款6.30亿元构成。

2011~2013年，公司预收款项年均复合增长82.82%；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；截至2013年底，公司预收款项1.43亿元，包括预收房款及预收部分财政的土地出让金返还等，账龄在1年以内的占29.31%，1年以上的占70.69%，账龄较长。

2011~2013年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长率69.76%。截至2013年底，公司其他应付款6.86亿元，同比下滑16.20%，主要由应付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）往来款5.00亿元（不付利息；占比72.92%）、应付富阳市受降镇任命政府0.69亿元补偿款等构成；其中前五名合计6.76亿元，占总额的98.55%，集中度高；按账龄看，1年以内的占20.74%，1~2年的占59.02%，2~3

年的占20.24%，账龄偏短。

2011~2013年，公司一年内到期的长期负债快速增长，年均复合增长134.76%。截至2013年底，公司一年内到期的长期负债4.96亿元，其中抵押借款3.46亿元，保证借款1.50亿元。

2011~2013年，公司非流动负债年均复合增长60.10%，截至2013年底合计21.05亿元；其中长期借款20.43亿元，同比大幅增长120.90%，主要构成为质押借款7.48亿元（占36.62%）、抵押借款9.15亿元（占44.78%）、保证借款（占3.92%）、抵押及保证借款3.00亿元（占14.68%）。

从有息债务结构来看，2011~2013年，公司全部债务年均复合增长90.78%。截至2013年底，公司全部债务38.69亿元，其中长期债务20.43亿元，占52.82%，公司长、短期债务比重较为均衡。2011~2013年，公司负债水平波动上升，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年均值分别为32.68%、27.14%和17.42%；截至2013年底，以上指标分别为37.70%、32.92%和20.59%，均较2012年底有所上升，但仍保持在较低水平。

总体看，跟踪期内，公司负债规模增幅较大，债务负担有所上升但仍处于适宜水平。考虑到公司重大项目投资规模较大，未来债务水平或持续上升。

4. 偿债能力

2011~2013年，公司流动比率和速动比率均持续下降，但仍保持在较好水平，三年均值分别为544.89%、135.27%，2013年分别为441.24%、104.07%。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。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2011~2013年，公司EBITDA逐年增长，三年分别为2.27亿元、3.31亿元、4.29亿元，全部债务/EBITDA分别为4.69倍、5.67倍、9.02倍，EBITDA利息倍数分别为3.84倍、3.37倍、2.02倍，公司长期偿债能力

一般。

截至 2014 年 3 月底，公司合并范围对外担保合计 21.69 亿元，担保比率为 27.40%。担保贷款共 10 笔，于 2014~2018 年间到期，被担保企业为富阳市的基建投资平台企业或其子公司、街道基建投资公司，享受富阳市相关政府部门的补贴支持；其中对富阳市江南新城建设投资集团有限公司的贷款担保 10.80 亿元，被担保单位为富阳市本级平台企业，担保期限为 5 年。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表 11 截至 2014 年 3 月底公司对外担保情况
(单位: 万元)

被担保单位	担保金额	担保期限	担保方式
富阳市城市建设投资集团有限公司	5000.00	2010.09.21-2016.03.20	保证
	5000.00	2010.09.21-2016.12.20	保证
	5000.00	2010.09.21-2017.03.20	保证
	5000.00	2010.09.21-2017.12.20	保证
	28000.00	2013.1.18-2015.1.17	保证
	50000.00	2013.7.26-2015.7.24	保证
富阳市东洲投资开发有限公司	900.00	2013.04.15-2014.04.12	保证
富阳市强民新农村建设有限公司	500.00	2010.11.18-2014.06.12	保证
	9500.00	2010.11.18-2014.09.16	保证
富阳市江南新城建设投资集团有限公司	108000.00	2013.9.22-2018.9.15	保证
合 计	216900.00	--	--

资料来源: 公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司共获各家银行授信额度为人民币 69.50 亿元，未使用额度为 24.20 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 存续期内债券偿还能力分析

公司待偿还债券为“14富春山居债/14富山居”，待偿还本金总额15.00亿元。2013年公司

经营活动现金流入量和EBITDA分别为待偿还债券本金的2.10倍和0.29倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的保障能力较强。

“14富春山居债/14富山居”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，2013年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为每年偿付本金的10.51倍和1.43倍，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。

6. 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（机构信用代码G10330183021596609），截至2014年6月4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。

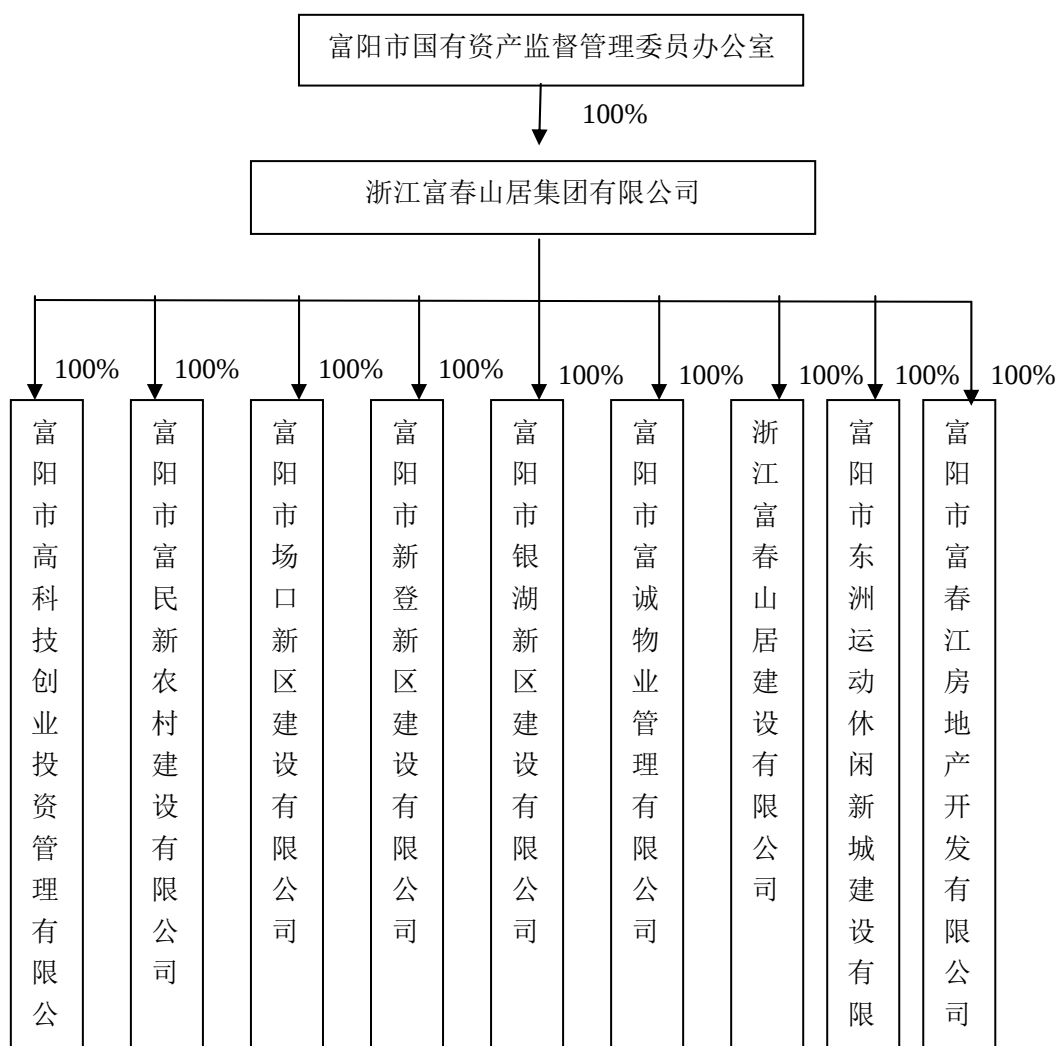
7. 抗风险能力

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。

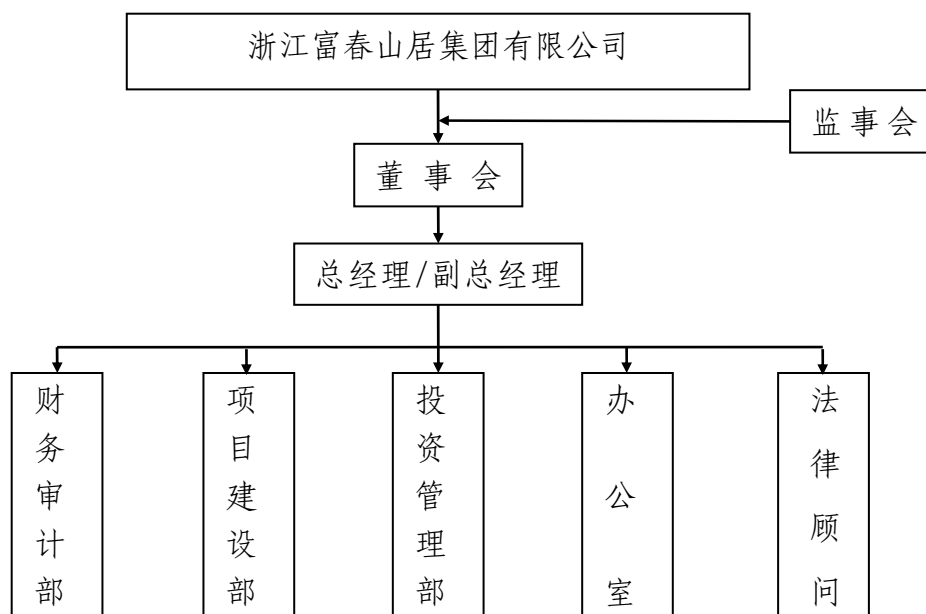
十、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14富春山居债/14富山居”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.63	5.96	9.75
资产总额(亿元)	47.41	105.11	126.53
所有者权益(亿元)	33.95	76.56	78.83
短期债务(亿元)	2.42	9.52	18.26
长期债务(亿元)	8.21	9.25	20.43
全部债务(亿元)	10.63	18.77	38.69
营业收入(亿元)	4.25	6.35	7.81
利润总额(亿元)	1.67	2.32	2.13
EBITDA(亿元)	2.27	3.31	4.29
经营性净现金流(亿元)	4.78	-5.77	-7.49
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	4231.23	5205.90
存货周转次数(次)	0.08	0.07	0.07
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.06
现金收入比(%)	102.29	107.49	107.03
营业利润率(%)	38.90	21.55	22.59
总资本收益率(%)	5.05	3.51	3.56
净资产收益率(%)	4.90	3.09	2.62
长期债务资本化比率(%)	19.47	10.78	20.59
全部债务资本化比率(%)	23.84	19.69	32.92
资产负债率(%)	28.39	27.17	37.70
流动比率(%)	832.52	525.87	441.24
速动比率(%)	234.08	121.41	104.07
经营现金流动负债比(%)	91.05	-30.79	-28.11
EBITDA 利息倍数(倍)	3.84	3.37	2.02
全部债务/EBITDA(倍)	4.69	5.67	9.02
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.81	1.21	2.10
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.32	-0.38	-0.50

附件 3 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	(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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (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
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%

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
 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 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级