

跟踪评级公告

联合[2015] 997 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。



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企业债券

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: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	5.96	9.75	26.10
资产总额(亿元)	105.11	126.53	162.41
所有者权益(亿元)	76.56	78.83	80.47
短期债务(亿元)	9.52	18.26	14.09
全部债务(亿元)	18.77	38.69	70.58
营业收入(亿元)	6.35	7.81	9.68
利润总额(亿元)	2.32	2.13	1.84
EBITDA(亿元)	3.31	4.29	5.50
经营性净现金流(亿元)	-5.77	-7.49	-15.24
营业利润率(%)	21.55	22.59	18.01
净资产收益率(%)	3.09	2.62	2.27
资产负债率(%)	27.17	37.70	50.45
全部债务资本化比率(%)	19.69	32.92	46.73
流动比率(%)	525.87	441.24	616.39
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	9.02	12.84
EBITDA 利息倍数(倍)	3.37	2.02	1.52
经营现金流负债比(%)	-30.79	-28.11	-61.51

分析师

李苏磊 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

浙江富春山居集团有限公司(以下简称“公司”)是国家级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。跟踪期内,公司在土地指标获取、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,公司土地出让业务受宏观经济及国家政策影响较大、公司自身盈利能力弱、经营活动现金流出规模快速上升以及未来投资规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

2014 年原富阳市撤市设区,成为杭州市辖区,富阳区政府将持续对公司发展提供支持。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. 富阳区近年来经济平稳发展,政府财政实力不断增强,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区政府的大力支持,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区政府的大力支持。
3. 跟踪期内,公司所获土地出让净收益返还不不断增加,支撑营业收入增长。
4. 2014 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。该期债券分期偿还,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，业务盈利能力弱，受财政贴息和政府补助影响大。
2. 公司债务规模大幅增长。
3. 公司未来在建土地开发项目项目投资规模较大，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,系富阳区(原富阳市)人民政府授权富阳区国有资产监督管理委员会办公室(以下简称“富阳区国资委”)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,根据富阳区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;后富阳区国资委分别于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,根据富阳区人民政府《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2014年底,公司注册资本为10亿元,全部由富阳区国资委出资,富阳区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2014年底,公司纳入合并范围的子公司共计9家。

截至2014年底,公司(合并)资产总额162.41亿元,所有者权益合计80.47亿元;2014年公司实现营业收入9.68亿元,利润总额1.84亿元。

公司注册地址:富阳区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

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292

亿元,增长 7.1%;地方一般公共财政收入(本级) 75860 亿元,比上年增加 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右,居民消费价格涨幅 3% 左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5% 以内,进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来,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,主要着眼于确立企业的投资主体地位,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等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

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。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。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”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。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推

进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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。

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杭州市富阳区，公司发展直接受富阳区的经济增长、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

富阳区概况

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

2014 年 12 月，国务院批复同意浙江省调整杭州市部分行政区划，撤销县级富阳市，设立杭州市富阳区，以原富阳市的行政区域为富阳区的行政区域。2015 年 2 月 15 日，杭州市在富阳区举行撤市设区授牌仪式，富阳市正式变为富阳区，即杭州的第九区。富阳区位于浙江省北部，属杭州市辖区，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），2014 年底富阳区户籍总人口 66.61 万人。

作为沪杭甬“金三角”交汇点，富阳区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；杭州市域铁路交通（城际铁路）富阳线、临安线计划于 2015 年开工，2019 年建成运营；未来富阳区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。

富阳区旅游资源丰富，拥有 A 级景区 6 个，4A 级景区 4 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，富阳区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《2014 年富阳市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014 年富阳实现生产总值 601.5 亿元，增长 8.3%。其中：第一产业增加值 40.0 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 318.8 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 242.7 亿元，增长 12.0%。三次产业结构由上年的 6.7:55.7:37.6 调整为 6.6:53.0:40.4。按户籍人口计算的人均生产总值 90812 元，增长 7.4%。按 2014 年平均汇率计算折算为 14783 美元。

根据《富阳市国民经济和社会发展第十二个五年规划》，到 2015 年富阳区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，富阳区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，是浙江省内首批获准设立的省级开发区之一。2007 年，富阳区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，富阳区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，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。

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、铜冶炼等传统产业，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“开发区管委会+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”）主要负责富阳经开区规划、招商、项目推进等工作；公司承担富阳经开区直辖区内投融资、建设和经营职能，包括基础设施建设、物业管理、工程代建及对外投资等；下设银湖新区、东洲新区和场口新区三个建设指挥部，指挥部负责区内项目推进、企业服务管理等职能；各新区所在乡镇街道承担新区征地、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，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，富阳区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，由于富阳经开区上述职能及行政管理权限尚未完全行使。

富阳区政府在土地指标利用、税收及贴息方面给予了富阳经开区以支持，土地利用方面，富阳经开区与富阳区国土资源局（以下简称“富阳国土局”）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，富阳国土局根据《富阳区新增建设

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），富阳区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。

富阳区政府在招商引资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，除享受富阳区招商引资、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。富阳经开区自建成以来不断积极开展招商引资，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。2014年，富阳经开区实际利用外资1.21亿美元，实到杭内内资25.05亿元。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。2013及2014年，富阳经开区分别贡献财政税收9.24亿元和9.78亿元，其中返还富阳经开区的金额为2750万元和7003万元，2013年富阳经开区扣除相关费用后返还公司2000万元，。

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，富阳区交通便利、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区政府的大力支持。

富阳区政府财力及债务

公司是经富阳区人民政府批准设立，富阳经开区直接管辖范围内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区和富阳经开区的大力支持。富阳区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区的财力及负债进行分析。

近年来，富阳区财政实力稳步增长。根据富阳区财政局公布的数据，2012~2014 年，富阳区财政总收入分别为 78.50 亿元、83.21 亿元和 88.40 亿元，年均复合增长 6.12%。2014 年富阳区一般预算收入 49.6 亿元，同比增长 7.0%；公共财政预算支出 57.7 亿元，同比增长 9.5%。

从富阳区地方可控财力来看，2012~2014 年，富阳区可控财力不断增强，分别为 94.08 亿元、113.99 亿元和 126.34 亿元，以税收收入为主的一般预算收入和国有土地使用权出让收入是最重要组成部分且不断增加，转移支付、税收返还收入和预算外财政专户收入有所波动但规模相对较小。

表1 2012~2014年富阳区地方可控财力情况表（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率（%）	2014 年各项占比（%）
一般预算收入	42.00	46.36	49.60	8.67	39.26
其中：税收收入	39.11	43.04	45.76	8.17	36.22
非税收入	2.90	3.32	3.84	15.07	3.04
国有土地使用权出让收入	34.91	48.47	59.17	30.19	46.83
转移支付和税收返还收入	15.57	17.41	16.46	2.82	13.03
其中：返还性收入	4.42	4.44	4.48	0.68	3.55
一般性转移支付收入	4.48	5.47	6.06	16.30	4.80
专项转移支付收入	6.67	7.50	5.92	-5.79	4.69
预算外财政专户收入	1.60	1.75	1.11	-16.71	0.88
地方可控财力	94.08	113.99	126.34	15.88	100.00

资料来源：富阳市财政局，联合资信整理。

根据财政部下发的《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》（财库[2015]85 号）对于政府债务的披露要求，在截至 2014 年 12 月 31 日的地方政府存量债务清理甄别结果经全国人大常委会批准之前，富阳区财政局仅公布经审计的截至 2013 年 6 月 30 日的地方

政府性债务情况。根据富阳区财政局提供的政府财力情况，截至 2013 年 6 月底，富阳地方债务 88.60 亿元，其中直接债务余额 88.28 亿元。根据截至 2014 年地方财力及地方债务情况综合测算，富阳区债务率为 77.72%，债务负担偏高。

表2 富阳区债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2013 年 6 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	882824.32	（一）地方一般预算本级收入	496000
1、外国政府贷款		1、税收收入	457600

2、国际金融组织贷款		2、非税收入	38400
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	591700
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	164600
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	44800
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	60600
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	59200
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	11100
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1263400
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	496000
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	457600
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		(四) 预算外财政专户收入	38400
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			
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	6259.59		
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%	885954.12	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%		77.72%	

资料来源：富阳区财政局，联合资信整理

根据富阳区政府于 2015 年 1 月 12 日出具的《关于浙江富春山居集团有限公司注册发行 2015 年第一期中期票据的函》(富政函[2015]4 号)，截至 2013 年 6 月 30 日前公司发生的存量债务 30.69 亿元，经审计其中 16.69 亿元已纳入“政府负有偿还责任的债务”，其余贷款未纳入政府债务。2013 年 6 月 30 日至 2015 年 1 月 12 日的债务净增加额 52.04 亿元，经审计确认后已按“政府负有偿还责任的债务”上报浙江省财政厅，目前处于甄别审计阶段，等待财政部最终反馈确认。富阳区政府承诺未来在财政、资源等方面将持续大力支持浙江富春山居集团有限公司。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本为 10 亿元，全部由富阳市国资委出资，富阳区人民政府为公司实际控制人。

2. 公司规模

富阳区本级现有 5 家平台公司分别为富阳区交通发展投资集团有限公司、富阳区城市建设投资集团有限公司、富阳区新登城镇建设投资有限公司、富阳区江南新城建设投资有限公司及公司。前两家均在富阳区市区内有不

同的产业定位，中间两家分别在富阳经开区直辖区外的新登新区、江南新区负责基础设施建设。公司是富阳经开区直接管辖范围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。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，截至 2014 年底，已完成土地出让 79.38 平方公里；公司已决算及在建基础设施建设总投资达 57.25 亿元；安置房方面已建成场口新区农村多层公寓房项目一、二、三、五期工程和东洲民联村钱塘家园项目，建筑面积 22.10 万平方米。

截至 2014 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，公司在富阳区经开区直接管辖范围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区政府的大力支持。

（1）土地资源划拨

富阳区政府将富阳区富春街道三桥村、富阳区受降镇梓树村等土地划拨给公司，截至 2014 年底，公司共收到的富阳区国资委划拨地面积合计 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，待获得土地指标后即可出让。

表 4 公司收到的政府划拨的土地情况（单位：万平方米、亿元）

宗地编号	土地证号	宗地位置	设定用途	使用权面积	2014 年底账面价值
1	富国用（2012）第 020064 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.91	0.46
2	富国用（2012）第 020065 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	1.27	0.64
3	富国用（2012）第 020066 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	12.20	6.19
4	富国用（2012）第 020067 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	21.96	11.13
5	富国用（2012）第 020068 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.97	0.49
6	富国用（2012）第 020069 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.06	0.03
7	富国用（2012）第 020070 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.84	0.43
8	富国用（2012）第 020071 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	5.39	2.73
9	富国用（2012）第 020072 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	1.40	0.71
10	富国用（2012）第 020073 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	2.25	1.14
11	富国用（2012）第 020074 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	11.83	6.00
12	富国用（2012）第 020075 号	富阳区受降镇梓树村	商业、住宅	12.61	6.82
13	富国用（2011）第 020116 号	富阳区富春街道东山村	商业、住宅	22.22	17.44
14	富国用（2010）第 6004 号	富阳区受降镇新常村	住宅	4.00	2.55
15	富国用（2010）第 16002 号	富阳区受降镇新常村	住宅	4.22	2.69
--	合 计	--	--	102.12	59.45

资料来源：公司提供

(2) 土地指标获取

根据《富阳区新增建设用地指标管理暂行办法》精神，富阳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。2012~2014 年，公司获得的计划用地指标分别为 1430.35 亩、1500.20 亩和 923.75 亩，分别占富阳国土局当年全部可用于分配的土地指标（即计划用地指标）的 40.31%、23.55%和 34.96%。依托富阳区政府的支持，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。

(3) 财政补贴

为增强公司经营发展实力，富阳区财政局近年来持续给予公司财政补贴。2014 年，公司收到财政贴息款 3.68 亿元，收到政府补助款和扶持基金为 0.24 亿元（均计入“营业外收入”科目）。上述补贴经富阳区财政局《关于核定 2014 年度政府投资机构财政补贴款的通知》（富融资[2015]2 号）、《关于下达 2014 年投融资机构经费调整预算的通知》（富投资[2014]14 号）文件批复。富阳区财政局给予公司的支持力度较大。

(4) 往来款补助

富阳区财政局于 2012 年 12 月下发《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区各政府投资公司之间发生的往来款项，如产生损失，将由富阳区财政实行专项补助。截至 2014 年底，公司其他应收款中包括 6.59 亿元与富阳区新登城镇建设投资集团有限公司、2.15 亿元与富阳市富

春江开发总公司间的往来借款，此文件有效降低了相关款项的回收风险。

联合资信认为，富阳区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。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，2014 年，公司实现营业收入 9.68 亿元，较 2013 年增长 24.01%，主要是土地出让为主的营业收入大幅提升。分业务来看，土地出让金返还收入占比持续在 95%以上，是公司最主要的收入及利润来源；由于受宏观政策及经济形势影响，2013 年以来富阳区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和返还比例波动影响，近年来有所下降；房产建设受到安置房及其他房产项目开发进度影响，收入波动大，2012 和 2014 年收入分别主要为场口公寓一期安置房和开发大厦办公楼第六层的销售收入，售价较低导致毛利率为负；其他主要是商铺租金、分包代建费等收入，2012、2013 年无相关成本，2014 年集中确认折旧成本致使毛利率降至 55.34%。

表 5 2012~2014 年公司营业收入及毛利润情况表（单位：万元，%）

项 目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	63468.52	100.00	78088.46	100.00	96835.11	100.00
土地出让金返还	61784.72	97.35	77428.54	99.16	92535.72	95.56
房产建设	1536.56	2.42	50.20	0.06	3317.20	3.43
其他	147.24	0.23	609.72	0.78	982.19	1.01
毛利率		21.74		22.67		18.35
土地出让金返还		27.15		22.02		19.49
房地产开发		-203.12		80.08		-24.59
其他		100.00		100.00		55.34

资料来源：公司提供

1. 土地综合开发

根据富阳区人民政府文件[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，由富阳区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、富阳国土局收取土地出让金等后续事宜。

富阳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（浙江省政府或富阳区人民政府）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区其他政府投融资企业获得了更为优惠的条件。根据《富阳区新增建设用地指标管理暂行办法》，富阳国土局将对富阳经开区建设用地予以重点倾斜。2012~2014 年，富阳国土局可用于分配的土地指标（即计划用地指标）分别为 3548 亩、6370 亩和 923.75 亩，公司获得的计划用地指标占其中的 40.31%、23.55%和 34.96%；2014 年富阳市整体土地出让计划放缓，因此富阳市国土局 2014 年计划用地指标及分配给公司的指标同比均有明显下降，但公司所获指标占比同比有所上升。公司获得富阳区政府支持力度较大，有利于公司土地综合开发业务的长期发展。

表 6 2012~2014 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
2012 年	1430.35	880.99	--	1724.36	4035.70
2013 年	1500.20	750.10	--	2001.00	4251.30
2014 年	923.75	--	--	233.48	1390.71

资料来源：公司提供

2009~2013 年，根据富阳区人民政府《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。2013 年下半年以来，根据中共富阳市委、富阳市人民政府《关于加快富阳经济技术开发区创新发展的若干意见》（富委[2013]45 号），富阳经开区直辖范围内工业用地的土地出让金净收益全额，商业、住宅用地（即经营用地）出让金净收益的 40%返还给公司，用于资金平衡及新区基础设施建设。实际操作中，出让金返还比例在此基础上略有波动。

具体操作时，富阳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（6月和12月）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。

受富阳政府规划协调和土地市场中多方影响，公司近年通过富阳区国土资源局出让的土地规模有所波动。从出让价格来看，但受准公益性特性影响，工业用地出让均价维持低位，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；经营用地出让为市场行为，价格受房地产宏观政策、供需博弈和地理位置不同的影响出现明显波动。2012~2014年，公司通过富阳区国土资源局出让土地的土地出让金总额逐年增加，分别为10.78亿元、12.03亿元和12.82亿元。

表7 2012~2014年公司通过富阳区国土资源局出让土地情况（单位：亩、亿元、万元/亩）

项目	2012年	2013年	2014年
出让面积	1359.24	1569.17	1213.41
其中：工业用地	1050.13	683.94	839.46
经营用地	309.11	533.39	373.95
出让金总额	10.78	12.03	12.82
其中：工业用地	2.10	1.49	1.78
经营用地	8.68	10.54	11.04
出让均价	79.33	98.80	105.67
其中：工业用地	20.00	21.80	21.17
经营用地	280.90	197.59	295.28

资料来源：公司提供

2012~2014年公司实际土地开发获现为6.18亿元、7.74和9.25亿元，现金返还比例分别为57.33%、64.34%和72.15%。联合资信认为，尽管公司获得了富阳区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。考虑到2013年新的出让金返还标准实行时间尚短，未来返还比例有望趋向稳定。

富阳经开区直辖范围合计93.85平方公里（约14.08万亩）土地，全部可开发，除道路配套等不可计入土地证的部分以外均可出让。截至2014年底，已开发面积11.91万亩，其中未出让且可出让面积0.73万亩（计入“存货—开发土地”），剩余可开发且可出让土地面积为1.86万亩。因此，截至2014年底，富阳经开区直辖范围内公司可出让土地合计2.59万亩，其中经营用地占43.88%。联合资信认为，目前公司开发区直辖范围内可开发并出让的土地面积有限，按近年的开发速度来看，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8 截至2014年底公司可出让土地情况（单位：亩）

项目	待开发面积		已开发面积	
	待开发	其中：可出让	已开发未出让	其中：可出让
工业用地	10210.0	9095.1	7673.0	5420.0
经营用地	11489.7	9504.1	2725.9	1847.5
合计	21699.7	18599.3	10398.9	7267.5

资料来源：公司提供

注：可出让面积不包括道路配套等不计入土地证的土地面积。

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。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2014年底，公司已决算及在建道桥管网总投资为57.25亿元。

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，富阳区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，建设成本全部由富阳经开区直属土地的出让金返还进行平衡，政府不额外提供代建返还金，

表 9 截至 2014 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 96%
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	安置 97%
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	在建
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	安置 78%
东洲民联村钱塘家园	2012.11	尚未确认	74285.36	407	安置 22%

资料来源：公司提供

3. 其他业务

公司其他业务收入主要为代建代理费以及自建的标准厂房、安置房底商等的租金收入。2012~2014 年收入分别为 147.24 万元、609.00 万元和 982.19 万元，随着安置房底商的建设和出租面积的增加而呈持续上升态势。2014 年公司其他业务毛利率降至 55.34%，系当年集中确认近年商铺折旧成本所致。总体看，公司其他业务收入占比不大，对公司主业影响较小。

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为富阳经开区内土建工程，包括土地一级开发及配套工程、相关厂房和楼房工程、尚未完工的安置房项目等，计划投资额合计 100.33 亿元，截至 2014 年底已完成投资额 48.67 亿元，尚需投资 51.66 亿元。联合资信认为，公司重大项目投资规模较大，未来融资压力将保持较高水平。

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

表 10 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 2014 年底已投资	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					
场口新区塘东畈区块	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	34.23	22.09	12.14	15.98	7.12	4.98	5.35	0.80
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	18.30	11.48	6.82	8.94	3.16	3.88	1.72	0.60

高新、银湖区块	道路路网、科技园人才公寓、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	13.22	8.72	4.50	6.18	2.70	1.40	1.34	1.60
东洲新区	道路路网及其他配套工程	6.81	2.51	4.30	2.81	1.80	0.80	0.90	0.60
场口新区拆迁安置房项目	建设 36 幢高层,总用地面积 16.28 万平方米, 总建筑面积 49.47 万平方米	27.77	19.89	7.88	14.76	4.58	3.74	3.19	1.50
合 计	--	100.33	64.69	35.64	48.67	19.36	14.80	12.50	5.00

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 2015 年 5 月底，募集资金具体使用情况如下：

表11 “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	9.08
	合 计	37.04	15.00	13.08

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 2015 年 5 月底，该项目已完工 85%，计划使用的募集资金额度 11.00 亿元中已投资 9.08 亿元，剩余 1.92 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2014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，2014年公司合并范围无变化。总体看，公司财务可比性较强。

截至2014年底，公司（合并）资产总额162.41亿元，所有者权益合计80.47亿元；2014年公司实现营业收入9.68亿元，利润总额1.84亿元。

1. 盈利能力

2012~2014年，随着土地开发出让进程的加快，公司营业收入呈持续增长趋势，年均复合增长23.52%；营业成本年均复合增长26.17%，高于营业收入增速。2014年，公司实现营业收入9.68亿元，同比增长24.01%，营业成本7.91亿元，同比增长30.94%。

近三年公司期间费用有所增长，其中2014年有息债务的增加导致财务费用大幅增长64.27%至3.65亿元，公司期间费用占营业收入的39.91%，占比上升9.22个百分点，主要是财务费用随有息债务上升而较快增长。

公司营业外收入主要是财政贴息和政府补助，2012~2014年逐年增加，分别为2.22亿元、2.58亿元和3.92亿元，未能弥补期间费用的上涨，因而利润总额及净利润持续下降，公司利润总额及净利润年均下降10.98%和12.07%。2014年，公司实现利润总额1.84亿元，同比下滑13.97%；净利润1.83亿元，同比下滑11.38%。

从盈利指标来看，2012~2014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20.09%和3.57%；2014年分别为18.01%和3.60%。近三年公司净资产收益率持续下滑，三年均值2.54%，2013年为2.27%。

总体看，近年来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，对利润形成侵蚀。公司经营业务盈利能力弱，对财政贴息和补助的依赖度高。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，2012~2014年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长18.60%，其中销售商品提供劳务收到的现金年均复合增长17.95%，低于营业收入增速（23.52%）；现金收入比有所下降，2014年为98.01%，公司收入实现质量尚可。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18.98%，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30.53%，其中购买商品接受劳务支付的现金规模大且年均复合增长48.78%，主要由于公司土地开发业务前期投资金额大；公司与富阳区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10.57%。2012~2014年，经营活动产生的现金为净流出且净流出规模持续快速增长，分别为-5.77亿元、-7.49亿元和-15.24亿元。

从投资活动看，2012年收到其他与投资活动有关的现金0.54亿元，2014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。2012~2014年公司投资活动现金流出规模持续增长，年均复合增长37.40%，主要是购建固定资产、在建工程等支付的现金。2012~2014年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.71亿元、-2.16亿元和-2.34亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-6.48 亿元、-9.66 亿元和-17.58 亿元，自身现金平衡能力较弱，融资力度加大。

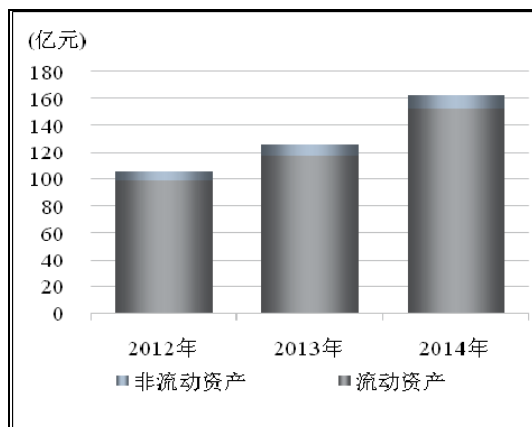
从筹资活动看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流入量年均复合增长 122.00%，主要是取得借款收到的现金；2012 年公司收到股东现金注资 0.70 亿元，计入“吸收投资收到的现金”；2014 年取得借款收到的现金大幅增长。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流出大幅增长，年均复合增长 135.69%，主要由偿还债务支付的现金构成。2012~2014 年，公司筹资活动现金净流量大幅增长，分别为 6.82 亿元、13.44 亿元和 31.34 亿元。

总体看，公司土地开发业务前期投资大，经营活动现金净额为负且持续下降，且受往来款一定影响，经营业务对外部筹资资金依赖程度高。目前公司土地开发业务在建项目投资规模大，对外在融资压力大。

3. 资产构成及资产质量

2012~2014 年，公司接受富阳市国资委土地注入规模大，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，年均复合增长 24.30%。截至 2014 年底，公司资产总额 162.41 亿元，其中流动资产占 94.02%，非流动资产占 5.98%，近三年资产构成变化不大。

图 1 近三年公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司流动资产呈持续快速增长趋势，年均复合增长 24.47%，主要来自存货和预付账款的大幅增长。截至 2013 年底，公司流动资产总额 152.70 亿元，同比增长 29.80%，主要由存货（占 64.73%）构成。

2012~2014 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 109.2%。截至 2014 年底，公司货币资金 26.10 亿元，同比大幅增长 167.84%，主要来源于成功发行的 15 亿元企业债券；其中受限资金 2.60 亿元，用于质押贷款。

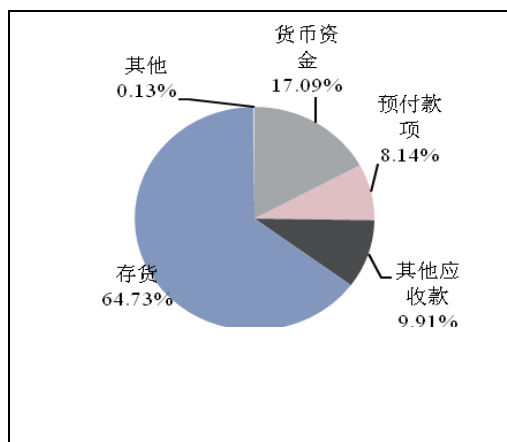
2012~2014 年，公司预付款项呈快速增长趋势，年均增长 145.30%。截至 2014 年底，公司预付款项 12.43 亿元，同比大幅增长 89.34%，主要是预付富阳市土地储备中心土地款 8.41 亿元，为 1 年以内预付款，账龄短。

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率 2.16%。截至 2014 年底，公司其他应收款 15.13 亿元，同比增长 34.80%，主要是与富阳其他平台公司之间的往来款和应收富阳区财政局的调度资金，集中度高，账龄短。截至 2014 年底，公司合计对其他应收款计提坏账准备 533 万元，计提比例 0.35%。根据富阳市财政局《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，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。公司其他应收款中包括 6.59 亿元与富阳区新登城镇建设投资集团有限公司、2.15 亿元与富阳市富春江开发总公司间的往来借款，此文件有效降低了相关款项的回收风险。

2012~2014 年，公司存货规模持续增长，年均复合增长率 14.18%。截至 2014 年底，公司存货 98.84 亿元，同比增长 9.95%；存货构成成为开发成本（土地综合开发前期支出及在建项目投资成本）24.94 亿元、开发土地（富阳市政府注入土地）66.74 亿元及开发产品（已建成的安置房）7.16 亿元，其中账面价值 28.48 亿元的存货已经用于银行贷款的抵押，占存货的

28.81%。公司未对存货计提跌价准备。

图2 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司非流动资产规模呈快速上升趋势，年均复合增长21.80%。截至2014年底，公司非流动资产9.71亿元，同比增长9.16%，主要源自投资性房地产的增加；截至2014年底，公司非流动资产主要构成为在建工程（占66.78%）、投资性房地产（占9.15%）和其他非流动负债（占15.29%）。

2012~2014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的股权投资，截至2014年底投资总额0.38亿元，持股比例为33.33%。

2012~2014年，公司固定资产波动增长，三年分别为0.46亿元、0.41亿元和0.38亿元，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2014年底，公司未发现固定资产存在减值迹象，故未提取减值准备。

2012~2014年，公司在建工程年均复合增长22.60%，截至2014年底为6.48亿元，同比下降1.68%，主要是配套基础设施建设投资下降。

2012~2014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，受益于政府土地注入及公司土地开发业务规模扩张，近几年公司资产规模快速扩大；资产构成以土地存货为主，应收往来款

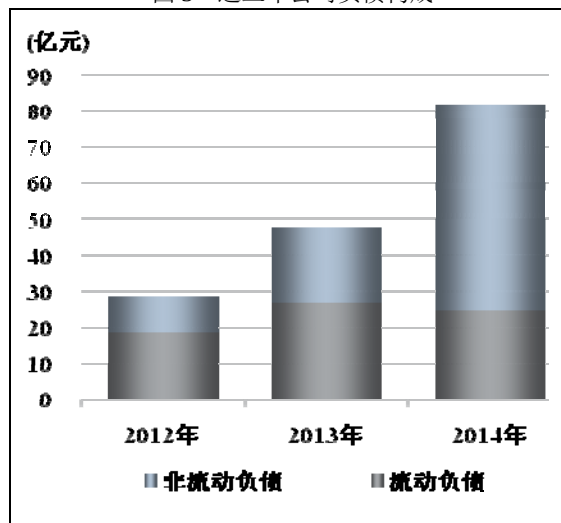
对资金形成一定占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

4. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益基本保持稳定，年均复合增长2.52%。截至2014年底，所有者权益合计80.47亿元，主要由实收资本（占12.43%）、资本公积（占76.70%）和未分配利润（占10.08%）构成。截至2014年底，公司实收资本10.00亿元，其中2012年公司收到股东富阳市国资委增资2.00亿元，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8.11亿元。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。

2012~2014年，公司负债总额年均复合增长69.40%，高于资产总额增速（24.30%）。公司负债构成有所变动。截至2014年底，公司负债合计81.94亿元，同比增长71.76%，主要系长期借款和应付债券增加所致；截至2014年底，公司负债中流动负债占30.23%，非流动负债占69.77%，流动负债占比较2013年底有所下降。

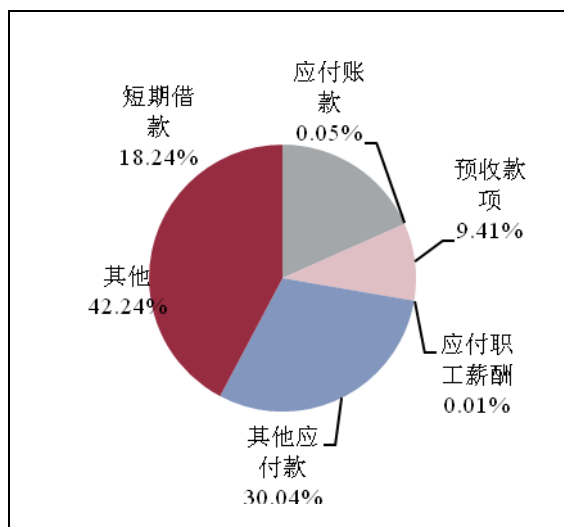
图3 近三年公司负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司流动负债持续增长，年均复合增长14.96%。截至2014年底，公司流动负债总额24.77亿元，主要由短期借款（占18.24%）、其他应付款（占30.04%）和一年内到期的长期负债（占38.64%）构成。

图4 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司短期借款规模有所下降，年均下降3.01%；截至2014年底，公司短期借款合计4.52亿元，同比下降66.00%，构成主要为质押借款1.92亿元和保证借款1.80亿元。

2012~2014年，公司其他应付款有所下降，年均下降4.67%。截至2014年底，公司其他应付款7.44亿元，同比增长8.46%，公司其他应付款主要由应付富阳市富春江开发总公司往来款3.19亿元、富阳区新登城镇建设投资有限公司1.09亿元往来款等构成；其他应付款余额前五名合计5.53亿元，占总额的74.33%，集中度较高。

2012~2014年，公司一年内到期的长期负债快速增长，年均复合增长42.57%。截至2014年底，公司一年内到期的长期负债9.57亿元，其中抵押借款7.00亿元，质押借款1.07亿元，保证借款1.40亿元。

2012~2014年，公司非流动负债年均复合增长60.10%，截至2014年底合计57.17亿元；其中长期借款41.49亿元，同比大幅增长103.05%，

系公司为土地开发业务有序进行所做资金保障；主要构成为质押借款1.41亿元、抵押借款8.05亿元、保证借款22.30亿元和抵押及保证借款9.73亿元。

2014年，公司应付债券合计15.00亿元，全部为公司于2014年4月28日发行的15亿元企业债券“14富春山居债/14富山居”。

从有息债务结构来看，2012~2014年，公司全部债务年均复合增长93.94%。截至2014年底，公司全部债务70.58亿元，其中长期债务56.49亿元，占80.03%，公司长期债务比重大。2012~2014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28.95%、37.18%和41.97%；截至2014年底，以上指标分别为41.25%、46.73%和50.45%，均较2013年底上浮约10个百分点，债务负担有所加重。

总体看，近年公司有息负债快速增加，但债务负担仍处于适宜水平。未来公司土地开发投资规模仍将维持较高水平，债务水平或持续上升。

5. 偿债能力

2012~2014年，公司流动比率和速动比率均持续上升，三年均值分别为545.74%、164.21%，2014年分别为616.39%和217.41%。公司流动资产中开发土地等存货及其他应收款占比大，流动性较弱，且经营活动净现金流持续大规模净流出。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2012~2014年，公司EBITDA逐年增加，三年分别为3.31亿元、4.29亿元和5.45亿元，全部债务/EBITDA分别为5.67倍、9.02倍和12.95倍，EBITDA利息倍数分别3.37倍、2.02倍和1.52倍，公司长期偿债能力一般，且因债务的快速增长，偿债能力逐年弱化。

根据富阳区政府于2015年1月12日出具的《关于浙江富春山居集团有限公司注册发行

2015 年第一期中期票据的函》(富政函[2015]4 号),截至 2013 年 6 月 30 日前公司发生的存量债务 30.69 亿元,经审计其中 16.69 亿元已纳入“政府负有偿还责任的债务”,其余贷款未纳入政府债务。2013 年 6 月 30 日至 2015 年 1 月 12 日的债务净增加额 52.04 亿元,经审计确认后已按“政府负有偿还责任的债务”上报浙江省财政厅,目前处于甄别审计阶段,等待财政部最终反馈确认。因此,尽管财政部尚未反馈确认,但公司业务的平台性质明显,富阳区对其债务偿还支持力度较大。

截至 2014 年底,公司合并范围对外担保合计 40.49 亿元,担保比率为 50.32%,担保比率高。担保贷款共 16 笔,于 2015~2019 年间到期,被担保企业为富阳市政府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;其中对富阳区江南新城建设投资集团有限公司的贷款担保 31.20 亿元,被担保单位为富阳区本级平台企业,担保期限为 5 年。总体看,公司存在一定的或有负债风险。

表 12 截至 2015 年 3 月底公司对外担保情况
(单位:万元)

被担保方	担保金额	担保期限截止日
富阳市城市建设投资集团有限公司	20000.00	2017 年 12 月 20 日
	28000.00	2015 年 1 月 17 日
	50000.00	2015 年 7 月 24 日
	54000.00	2019 年 12 月 31 日
	50000.00	2016 年 12 月 19 日
	30000.00	2016 年 5 月 30 日
	40000.00	2017 年 11 月 30 日
	40000.00	2017 年 12 月 4 日
富阳市水务有限公司	7800.00	2015 年 5 月 20 日
富阳市强民新农村建设有限公司	10000.00	2016 年 12 月 1 日
富阳市交通投资集团有限公司	8000.00	2015 年 12 月 18 日
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	3000.00	2015 年 12 月 18 日
富阳市东洲投资开发有限公司	800.00	2015 年 4 月 20 日
富阳市江南新区造纸产业投资有限公司	40000.00	2018 年 9 月 15 日
富阳市江南新城建设	3272.00	2016 年 5 月 20 日

投资集团有限公司		
富阳市富春江房地产开发有限公司	20000.00	2016 年 5 月 8 日
合 计	404872.00	--

资料来源:公司年报

截至 2014 年底,公司共获各家银行授信额度为人民币 46.01 亿元,已全部使用,公司间接融资渠道亟待拓宽。

6. 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。2014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一般。

“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8.53倍和1.83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。

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(机构信用代码G10330183021596609),截至2015年5月20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

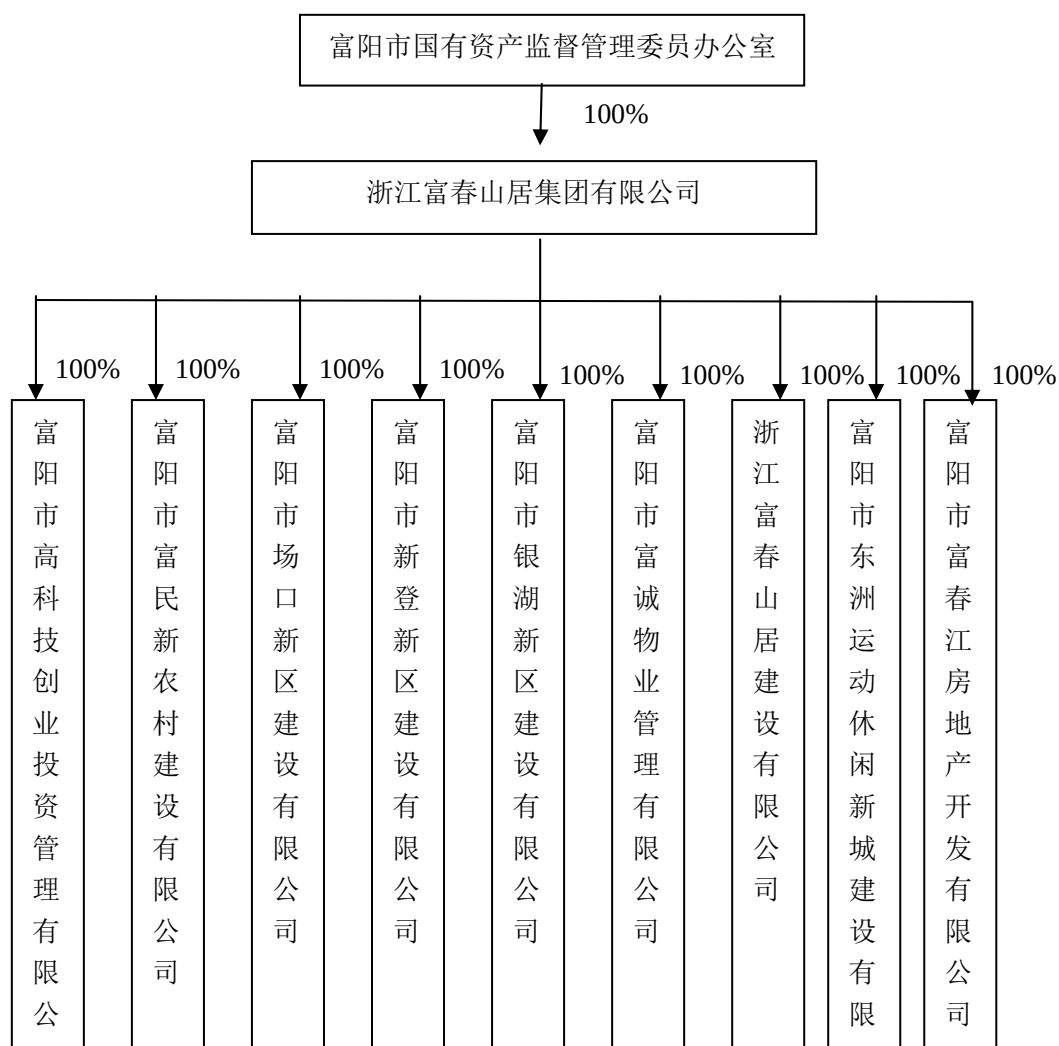
基于对公司自身经营和财务风险,以及浙江富阳经济开发区发展及财力状况,并考虑到富阳市政府对于公司资金注入、土地划拨、财政补贴等各项支持的综合判断,公司整体抗风险能力强。

十、结论

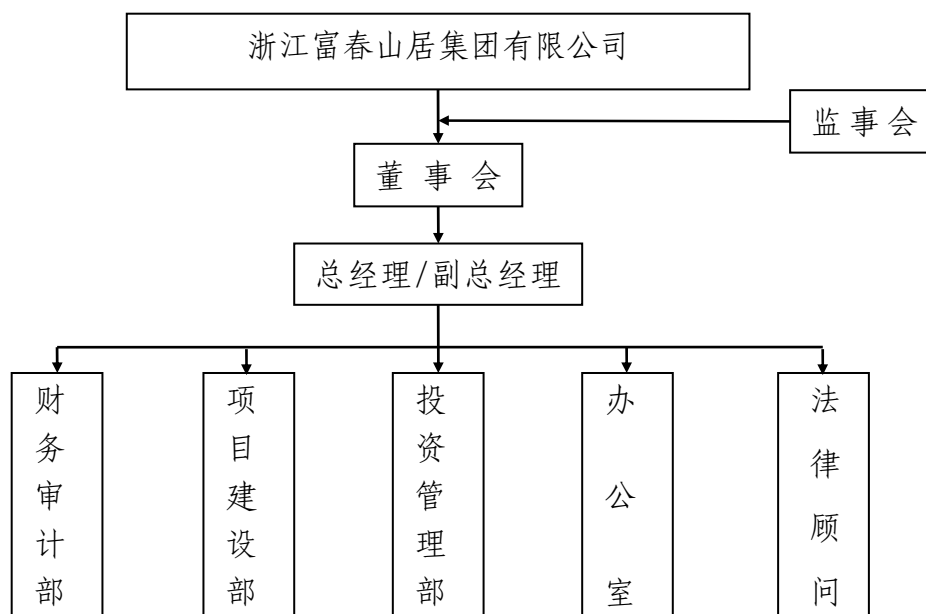
综合考虑,联合资信评估有限公司维持公

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.96	9.75	26.10
资产总额(亿元)	105.11	126.53	162.41
所有者权益(亿元)	76.56	78.83	80.47
短期债务(亿元)	9.52	18.26	14.09
长期债务(亿元)	9.25	20.43	56.49
全部债务(亿元)	18.77	38.69	70.58
营业收入(亿元)	6.35	7.81	9.68
利润总额(亿元)	2.32	2.13	1.84
EBITDA(亿元)	3.31	4.29	5.50
经营性净现金流(亿元)	-5.77	-7.49	-15.24
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4231.23	5205.90	2510.56
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06
现金收入比(%)	107.49	107.03	98.01
营业利润率(%)	21.55	22.59	18.01
总资本收益率(%)	3.51	3.56	3.60
净资产收益率(%)	3.09	2.62	2.27
长期债务资本化比率(%)	10.78	20.59	41.25
全部债务资本化比率(%)	19.69	32.92	46.73
资产负债率(%)	27.17	37.70	50.45
流动比率(%)	525.87	441.24	616.39
速动比率(%)	121.41	104.07	217.41
经营现金流动负债比(%)	-30.79	-28.11	-61.51
EBITDA 利息倍数(倍)	3.37	2.02	1.52
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	9.02	12.84

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 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，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