

跟踪评级公告

联合[2016] 1160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”、“16富春山居债/16富春债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十八日



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(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公司债跟踪评级报告

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
16 富春山居债/16 富春债	15 亿元	2016/01/27 2023/01/27	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	9.75	26.10	10.28
资产总额(亿元)	126.53	162.41	176.68
所有者权益(亿元)	78.83	80.47	78.94
短期债务(亿元)	18.26	14.09	22.96
全部债务(亿元)	38.69	70.58	76.26
营业收入(亿元)	7.81	9.68	8.99
利润总额(亿元)	2.13	1.84	1.55
EBITDA(亿元)	4.29	5.50	6.11
经营性净现金流(亿元)	-7.36	-15.24	-12.94
营业利润率(%)	22.59	18.01	12.21
净资产收益率(%)	2.62	2.27	1.94
资产负债率(%)	37.70	50.45	55.32
全部债务资本化比率(%)	32.92	46.73	49.14
流动比率(%)	441.24	616.39	512.96
全部债务/EBITDA(倍)	9.02	12.84	12.47
经营现金流流动负债比(%)	-28.11	-61.51	-41.31

分析师

喻宙宏 张峻铖

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”）是负责国家级富阳经济技术开发区（以下简称“富阳经开区”）基础设施建设和国有资产经营的唯一主体。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区政府的大力支持。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、自身盈利能力弱、经营活动现金流出规模较大、未来投资规模较大以及富阳区政府债务率高等因素对其信用水平带来的不利影响。

富阳区经济持续发展，区政府财力持续增强，为公司发展提供良好的区域环境，富阳区政府对公司支持力度较大，公司未来营业收入有望保持稳定，联合资信对公司评级展望为稳定。

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”和“16富春山居债/16富春债”的信用等级为AA。

优势

- 跟踪期内，富阳区经济平稳发展，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，公司区域发展环境良好。
- 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。
- “14 富春山居债/14 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”均为分期偿还本金，在一定程度上降低了未来集中偿付的压力。

关注

1. 土地出让规模及价格受宏观经济及国家政策影响大，跟踪期内，公司土地出让进程放缓，未来土地出让进程及收益返还具有不确定性。
2. 跟踪期内，公司经营活动净现金流继续保持流出状态；公司业务盈利能力弱，对财政贴息和政府补助依赖度高。
3. 公司资产中土地存货占比大，应收往来款对资金形成一定占用，资产流动性较弱。
4. 公司未来在建土地开发项目项目投资规模较大，存在一定的对外融资压力。

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”、“16富春山居债/16富春债”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2015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；富阳区范围内的新农村基础设施建设、管理、投资。

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2015年底，公司纳入合并范围的子公司共计8家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额176.68亿元，所有者权益合计78.94亿元；2015年公司实现营业收入8.99亿元，利润总额1.55亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说

明外均为名义增幅), 增速呈现逐月放缓的态势。其中, 基础设施建设投资增速较快, 但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显, 成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳, 为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年, 中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元, 同比增长 10.7%, 增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点; 中国消费与人均收入情况大致相同, 中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%, 扣除价格因素实际增长 7.4%, 增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大, 但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年, 中国进出口总值 4.0 万亿美元, 同比下降 8.0%, 增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元, 较上年大幅增加 54.8%, 主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响, 外贸形势不容乐观, 但随着人民币(相当于美元)贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地, 外贸环比情况略有改善。

2015 年, 中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元, 比上年增长 8.4%, 增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元, 比上年增长 15.8%, 同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元, 赤字率上升至 3.5%, 显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年, 中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策, 助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番, 意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下, 2016 年, 在财政政策方面, 政府将着力加强供给侧结构性改革, 继续推进 11 大类重

大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目, 促进经济发展; 但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升, 或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面, 央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具, 继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放, 同时进一步完善宏观审慎政策框架; M2 或将保持 13% 以上的较高增速, 推动实体经济增长; 在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下, 预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张, 营造适度宽松的货币金融环境。

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调整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经开区，富阳区政府对公司支持力度较大，公司发展直接受富阳区及富阳经开区的经济增长、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

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、钟灵毓秀的鹤山、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《2015年富阳区国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年富阳实现生产总

值643.5亿元，增长9.3%。其中：第一产业增加值42.2亿元，增长1.9%；第二产业增加值315.4亿元，增长5.7%；第三产业增加值285.9亿元，增长16.2%。三次产业结构由上年的6.6:53.0:40.4调整为6.6:49.0:44.4。按户籍人口计算的人均生产总值96475元，增长8.6%。按2015年平均汇率计算折算为15490美元。

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（36.9万平方公里）、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。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。

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，考虑到公司为富阳区平台公司，主要和富阳区政府进行资金往来，与经开区政府往来较少，且目前富阳区政府委托富阳经开区管委会对公司进行管理，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，2015年，富阳区全年全区实现生产总值643.50亿元，同比增长9.30%；富阳区一般公共预算收入54.32亿元，同比

增长9.52%；公共财政预算支出69.0亿元，同比增长12.60%。

从富阳区地方可控财力来看，2013~2015年，富阳区可控财力不断增强，分别为113.99亿元、126.34亿元和134.93亿元，以税收收入为主的一般预算收入稳步增加，国有土地使用权出让收入、转移支付和税收返还收入以及预算外财政专户收入均波动中有所增长。

表1 2013~2015年富阳区地方可控财力情况表（单位：亿元）

科目	2013年	2014年	2015年
一般公共预算收入	46.36	49.60	54.32
其中：税收收入	43.04	45.76	46.86
非税收入	3.32	3.84	7.46
国有土地使用权出让收入	48.47	59.17	54.19
转移支付和税收返还收入	17.41	16.46	19.34
其中：返还性收入	4.44	4.48	4.29
一般性转移支付收入	5.47	6.06	6.50
专项转移支付收入	7.50	5.92	8.55
预算外财政专户收入	1.75	1.11	7.08
地方可控财力	113.99	126.34	134.93

资料来源：富阳区财政局

表2 2015年富阳区债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至2015年底）	金额	地方财力（2015年度）	金额
（一）直接债务余额	1312200.98	（一）地方一般预算本级收入	543226
1、外国政府贷款		1、税收收入	468603
2、国际金融组织贷款	4881.87	2、非税收入	74623
（1）世界银行贷款	919.21	（二）转移支付和税收返还收入	193449
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	64993
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	85522
（4）其他国际金融组织贷款	2662.75	3、税收返还收入	42934
3、国债转贷资金	1299.91	（三）国有土地使用权出让收入	541918
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	418453
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	10257
6、国内金融机构借款	493585.71	3、农业土地开发资金	763
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	0
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	493585.71	（四）预算外财政专户收入	70755
7、债券融资			
（1）中央代发地方政府债券	562893		
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	230000		
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	20840.40		

(二) 担保债务余额	0		
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%	1312200.98	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1349348
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) ×100%			97.25%

资料来源：富阳区财政局

截至 2015 年底，富阳区地方政府债务余额为 131.22 亿元，2015 年综合财力为 134.93 亿元，富阳区政府债务率为 97.25%，较 2014 年 77.72% 大幅上升，整体债务率高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 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。

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浙江富春山居集团有限公司。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范围外的新登新区、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范围合计 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，2015 年公司完成土地出让 0.73 平方公里；公司已决算及在

建基础设施建设总投资达 70.91 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 2015 年底，公司下属全资子公司 8 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
杭州富阳富民新农村建设有限公司	20000	100.00
杭州富阳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
杭州富阳场口新区建设有限公司	10000	100.00
杭州富阳银湖新区建设有限公司	2000	100.00
杭州富阳富春江房地产开发有限公司	10000	100.00
杭州富阳高科技创业投资管理有限公司	1000	100.00
杭州富阳银湖科创投资管理有限公司	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全力支持。

(1) 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。2013~2015年，公司获得的计划用地指标分别为1500.20亩、923.75亩和518.25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23.55%、34.96%和26.50%。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。

(2) 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。2015年，根据富阳财政局“富融资（2016）43号”文件，公司及下属子公司共收到财政贴息款4.32亿元；根据富阳财政局“富融资（2015）183号”文件，本公司下属子公司杭州富阳富民新农村建设有限公司收到财政拨款7,000,000.00元，杭州富阳东洲运动休闲新城建设投资有限公司收到财政拨款20,000,000.00元，列支在政府补助明细；根据富阳财政局“富融资（2015）180号”文件，公司收到财政拨入经费补助1170.91万元（均计入“营业外收入”科目）。2015年，公司收到政府补助共4.71亿元，较2014年大幅增长，富阳区财政局给予公司的支持力度较大。

(3) 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2015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间的往来借款，此文件有效降低了相关款项的回收风险。

(4) 税收优惠

2015年12月经富阳地方税务局批准的《浙江富春山居集团有限公司关于土地一级开发收入作为不征税收入的函》，公司2015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。

2015年12月经富阳地方税务局批准的《关于对财政补贴收入纳税处理的请示》，公司2015年收到的财政局下拨的财政补贴收入2700万元不作为征税收入，在计算公司应纳税所得额时，作为纳税调整减少额。

联合资信认为，富阳区政府对公司的支持力度较大，为公司未来发展及信用水平提供有力支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人事变更、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，2015年，公司实现营业收入8.99亿元，同比下降7.11%，主要系土地出让金返还收入下降所致。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，2014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，2015年，公司土地出让金返还收入为8.94亿元，同比有所下降，受地价和返还比例波动影响，跟踪期内，公司土地出让金返还毛利率有所下降，由2014年的19.49%下降至12.84%；2015年，公司房产建设收入为65.20万元，同比大幅下滑，主要系部分房产项目尚处于建设之中，未实现销售；其他业务主要是商铺租金、分包代建费等收入，2015年，其他业务收入479.01万元，毛利率为-48.49%。

表 4 2013~2015 年公司营业收入及毛利润情况表（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地出让金返还	77428.54	99.16	22.02	92535.72	95.56	19.49	89401.42	99.39	12.84
房产建设	50.20	0.06	80.08	3317.20	3.43	-24.59	65.20	0.07	-218.07
其他	609.72	0.78	100.00	982.19	1.01	55.34	479.01	0.53	-48.49
合计	78088.46	100.00	22.67	96835.11	100.00	18.35	89945.63	100.00	12.34

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。2013~2015 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 6370 亩、2642 亩和 1956 亩，公司获得的计划用地指标占其中的 23.55%、34.96%和 26.50%；2015 年富阳区整体土地出让计划放缓，且杭州整体下拨指标减少，因此富阳区国土局 2015 年计划用地指标及分配给公司的指标同比均有明显下降，公司所获指标占比也有所下降。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 5 2013~2015 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
2013 年	1500.20	750.10	--	2001.00	4251.30
2014 年	923.75	--	--	233.48	1390.71
2015 年	518.25	576.96	--	--	1095.21

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，根据中共富阳区委、富阳区人民政府《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。目前，土地出让金返还由富阳区财政局代为返还。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。

受房地产形势不好，经济下行对工业用地的影响，公司近年通过富阳区国土资源局出让的土地规模持续下降。从出让价格来看，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。2013~2015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波动下降，分别为12.03亿元、12.82亿元和5.00亿元。

2013~2015年公司实际土地开发获现为7.74、9.25亿元和8.94亿元。跟踪期内，公司

通过富阳区国土资源局出让的土地面积有所下降，土地出让金总额为5亿元，实际土地出让金返还8.94亿元，主要为以前年度富阳区国土资源局尚未返还给公司的土地出让金。目前，财政局没有明确当年土地招拍挂出让以后多长时间内把土地出让金返还完全，主要系对有些土地出让金较大的地块，拍地的企业会分批上缴土地出让金给富阳区国土资源局，但一般拍地企业把土地出让金上缴完全后，财政局会把该部分土地出让金全部返还给公司，预计未来几年公司土地出让金收入能保持一定的稳定性和持续性。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。

表6 2013~2015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	2013年	2014年	2015年
出让面积	1569.17	1213.41	1101.66
其中：工业用地	683.94	839.46	908.14
经营用地	533.39	373.95	193.52
出让金总额	12.03	12.82	5.00
其中：工业用地	1.49	1.78	2.11
经营用地	10.54	11.04	2.89
出让均价	98.80	105.67	45.19
其中：工业用地	21.80	21.17	23.23
经营用地	197.59	295.28	149.34

资料来源：公司提供

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2015年底，公司已开发未出让面积为1.04万亩，其中未出让且可出让面积0.73万亩（计入“存货-开发土地”），剩余待开发面积为2.07万亩，其中待开发可出让面积1.65万亩。因此，截至2015年底，富阳经开区直辖范围内公司已开发和未开发的可出让土地合计2.38万亩，其中经营用地占45.89%。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，接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 7 截至 2015 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	9521.19	8406.26	7453.73	5200.69
经营用地	11083.35	9097.83	2938.72	2060.37
合计	20604.54	17504.09	10392.45	7261.06

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 2015 年底, 公司已决算及在建道桥管网总投资为 70.91 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辖土地的土地出让金返还以及后期的房屋销售进行平衡, 政府不额外提供代建返还金。截至 2015 年底, 公司安置房已全部建设完全, 具体安置状况见下表, 场口新区农村多层公寓房项目四期工程正在进行绿化建设, 还未开始进行安置。

表 8 截至 2015 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管理费以及自建的标准厂房、安置房底商等的租金收入。2013~2015 年收入分别为 609.00 万元、982.19 万元和 479.01 万元, 跟踪期内, 公司其他业务收入大幅下降, 主要系 2015 年为招商引资出租用房优惠期, 优惠期内租金收入较低所致; 毛利率由 2014 年的 55.34% 下降为 -48.49%, 主要是因为 2015 年租金收入的成本的大幅增长, 成本大幅增长主要系部分办公用房于 2014 年完工, 2015 年度全年计提累计折

旧所致。总体看, 公司其他业务收入占比不大, 对公司主业影响较小。

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富阳区政府统一部署, 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，项目建成后主要由政府进行回购，计划投资额合计 100.33 亿元，截至 2015 年底已完成投资额 68.03 亿元，尚需投资 32.30 亿元。联合资信认为，公司重大项目投资规模较大，未来有一定的融资压力。

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 2015 年底已投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
			贷款	自筹					
场口新区塘东畝区块	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	23.10	4.98	5.35	0.80	--
场口新区百丈畝区块	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	12.10	3.88	1.72	0.60	--
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	13.22	8.72	4.50	8.88	1.40	1.34	1.10	0.50
东洲新区	道路路网及其他配套工程	6.81	2.51	4.30	4.61	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	19.34	3.74	3.19	--	--
合计	--	100.33	64.69	35.64	68.03	14.80	12.50	3.10	0.50

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 8 日发行，募集资金 15 亿元，其中 4 亿元用于场口新区百丈畝区块基础设施工程，11 亿元用于场口新区塘东畝区块基础设施工程。截至 2015 年底，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	场口新区百丈畝区块基础设施工程	10.01	4.00	4.00
2	场口新区塘东畝区块基础设施工程	27.03	11.00	11.00
	合计	37.04	15.00	15.00

资料来源：公司提供

场口新区百丈畝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 月正式动工建设，截至 2015 年底，募集资金已按计划使用完毕，该项目已完工 100%。

场口新区塘东畝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 月正式动工建设。截至 2015 年底，该项目已完工 100%，已按计划使用完所有募集资金。

场口新区百丈畝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，场口新区塘东畝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，共可形成 38.00 亿元土地出让净收益。根据富阳区人民政府文件《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》，富阳区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。场口新区百丈畈区块基础设施工程和场口新区塘东畈区块基础设施工程 2015 年各形成土地出让收益 0.45 亿元和 1.24 亿元，已全部返还给公司，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目。

为进一步为本期债券资金做好妥善安排，根据富阳区人民政府文件《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》，富阳区政府每年将返还公司不少于当期债券当年本息偿付金额。2016 年 4 月 18 日，公司已收到富阳区政府返还的“14 富春山居债”的 2015 年的利息 11550 万元。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。

“16 富春山居债/16 富春债”于 2016 年 2 月 2 日发行，募集资金为 15 亿元，全部用于富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目建设，截至 2015 年底，募集资金使用情况如下：

表 11 “16 富春山居债/16 富春债”募投项目资金使用情况（单位：亿元）

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
富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目	26.27	15.00	11.46

资料来源：公司提供

富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目建设地址位于富阳场口镇场口村，主要建设内容共包括 36 幢高层（项目分两期实施），项目总用地面积 162822 平方米，总建筑面积 494726 平方米，地上建筑面积 402012 平方米，地下建筑面积 92714 平方米，平衡容积率 2.47，建筑密度 22.5%，绿地率 30%，住宅套数 3322 套，机动车车位数 2845 个，非机动车车位数 6644 个。该项目已于 2012 年 5 月开工建设，截至 2015 年底，富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目已完成投资 19.34 亿元，工程进度为 75%。该项目未来收入主要来自于安置房、商业店面、车库的销售收入，目前还未产生销售收入。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，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，2015 年 10 月，公司子公司富阳市新登新区建设有限公司办理了工商注销，自 2015 年 11 月起，该公司不再纳入合并范围，账务已并入集团本级公司，注销该公司主要系该公司规模较小，且无实质业务。除上述变化外，其余合并范围未发生变化，总体看，公司财务可比性较强。

截至 2015 年底，公司资产总额为 176.68 亿元，所有者权益合计 78.94 亿元；2015 年公司实现营业收入 8.99 亿元，利润总额 1.55 亿元。

1. 盈利能力

随着土地开发出让进程放缓，公司营业收入有所下降，2015 年，公司营业收入为 8.99 亿元，同比下降 7.11%；公司营业成本为 7.88 亿元，同比下降 0.28%，公司营业利润率为 12.21%，较 2014 年有所下降。

跟踪期内，受财务费用增长影响，公司期间费用有所增长，2015 年，公司期间费用为 4.67

亿元，占营业收入的比重为 51.91%，期间费用占比有所增长，公司期间费用控制能力较差。

受期间费用规模较大影响，跟踪期内，公司营业利润继续保持亏损，但由于公司营业外收入较高，使得公司整体处于盈利状态。2015 年，公司营业外收入为 4.73 亿元，同比增长 20.47%，主要为政府补贴；利润总额为 1.55 亿元，同比略有下降；净利润为 1.53 亿元，公司利润全部来自政府补贴，公司利润对政府补贴的依赖性强。

从盈利指标来看，跟踪期内，公司总资本收益率为 3.86%，同比略有增长；净资产收益率为 1.94%，同比略有下降，主要系净利润下滑所致。

总体看，跟踪期内，受财务费用增长以及主营业务毛利率下降影响，公司营业利润亏损扩大，营业外收入对公司利润提供重要补充，公司整体盈利能力偏弱，对财政补贴的依赖度高。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，跟踪期内，公司经营活动现金流入 17.19 亿元，同比大幅下降 32.83%，主要系收到其他与经营活动有关的现金（主要为公司与富阳区财政局往来款、财政补助及各政府投资公司的往来款）下降所致，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.92 亿元，现金收入比为 99.20%，收入实现质量较 2014 年略有提升，整体收现质量较好；公司经营活动现金流出 30.13 亿元，同比大幅下降 26.22%，主要系支付其他与经营活动有关的现金（主要为公司与富阳区财政局往来款及各政府投资公司往来款）大幅下降所致，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 26.83 亿元，同比增长 5.00%。2015 年，公司经营活动现金流净额为 -12.94 亿元，经营活动现金流净额流出态势有所放缓。

投资活动现金流方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入 14.12 亿元，较 2014 年大幅增

长，主要系收回投资收到的现金大幅增长，收回投资收到的现金为 14.02 亿元，主要为理财产品到期收回所收到的现金；公司投资活动现金流出 27.93 亿元，较 2014 年大幅增长，主要系投资支付的现金大幅增长所致，2015 年，公司投资支付的现金为 23.59 亿元，主要为购买理财产品所支付的现金。2015 年，公司投资活动现金流净额为 -13.81 亿元，投资活动净现金流流出态势扩大。

筹资活动现金流方面，跟踪期内，公司筹资活动现金流入 38.52 亿元，同比下降 24.96%，主要系取得借款收到的现金大幅下降所致，公司收到的其他与筹资活动有关的现金为 14.25 亿元，同比大幅增长，主要为公司 2015 年收到的地方政府债券置换资金；公司筹资活动现金流出 27.70 亿元，同比大幅增长 38.54%，主要系偿还债务支付的现金大幅增长所致，公司 2015 年偿还债务支付的现金为 20.39 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流净额为 10.82 亿元，筹资活动净现金流流入有所减小。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流流出态势有所放缓，投资活动净现金流流出态势大幅提升，筹资活动前现金流延续大幅流出态势，受筹资活动净现金流流入下降影响，公司筹资活动后现金流由流入转为流出态势，考虑到公司未来仍有一定的投资支出，公司未来有一定的对外融资压力。

3. 资产构成及资产质量

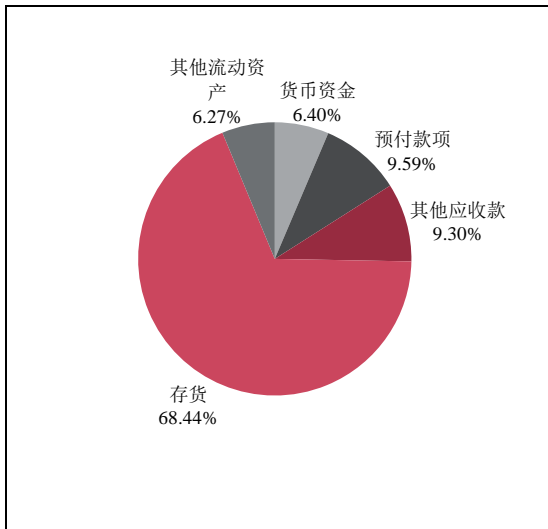
截至 2015 年底，公司资产总额为 176.68 亿元，其中流动资产占 90.93%，非流动资产占 9.07%，跟踪期内，公司资产构成变化不大，仍以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 160.65 亿元，同比增长 5.21%，主要由货币资金（占 6.40%）、预付款项（占 9.59%）、其他应收款（占 9.30%）、存货（占 68.44%）和其他流动资产（占 6.27%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 10.28 亿

元，同比大幅下降 60.63%，主要为银行存款下降，银行存款中受限资金为 2.70 亿元，受限资金用于借款及应付票据的质押。

图 2 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司预付款项为 15.41 亿元，同比增长 23.99%，主要为预付杭州富阳人民政府银湖街道办事处的拆迁款、富阳市水务有限公司的工程款和杭州富阳土地储备中心的土地款。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 14.95 亿元，同比下降 1.22%，主要是公司与政府和富阳其他平台公司之间的往来款，其中应收杭州富阳财政局 6.63 亿元，账龄在 1 年以内；应收杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司 6.59 亿元，账龄为 1-3 年；应收杭州富阳东洲投资开发有限公司 0.60 亿元，账龄为 3 年以内；应收银湖街道东坞山村村民委员会 1444.62 万元，账龄为 1 年以内；应收场口镇乌畴溪新村村民委员会 502.55 万元，账龄为 1 年以内。公司其他应收款整体集中度较高，账龄一般。截至 2015 年底，公司计提坏账准备 652.85 万元。根据富阳区财政局《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。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的往来借款，此文件有效降低了相关款项的回收风险。

截至 2015 年底，公司存货为 109.95 亿元，同比增长 11.23%，主要系土地资产的增长以及 2015 年新建的在建项目的投资成本，其中开发成本为 103.77 亿元，开发产品为 6.18 亿元，开发成本主要包含 72.64 亿元的土地资产（主要为富阳区政府注入土地）和土地综合开发前期支出成本以及在在建项目的投资成本，开发产品主要为已建成的公寓房和安置房。截至 2015 年底，公司存货中 27.25 亿元土地资产也已经抵押进行银行贷款。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 10.07 亿元，较 2014 年增长 9.88 亿元，主要为新增的信托项目和理财产品，其中 0.73 亿元已经办理质押。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 16.03 亿元，同比大幅增长 65.14%，主要系投资性房地产和在建工程增长所致，非流动资产主要由投资性房地产（占 12.79%）、在建工程（72.42%）和其他非流动资产（占 9.26%）构成。

截至 2015 年底，公司投资性房地产为 2.05 亿元，同比增长 130.98%，主要系科创园 B 块库存商品项目用于出租由存货转入投资性房地产所致。

截至 2015 年底，公司在建工程为 11.61 亿元，同比大幅增长 79.11%，其中新增杭州银湖实验学校 2.21 亿元，公司在建工程主要是配套基础设施建设工程，未来主要通过土地出让收益返还以平衡前期投入成本。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 1.48 亿元，与 2014 年相同，系早期建成的道路水电配套工程项目。

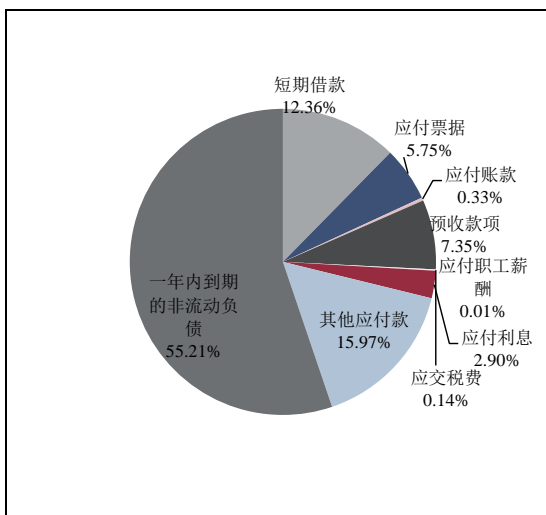
总体看，跟踪期内，公司非流动资产占比有所增长，流动资产中存货和其他应收款占比较高，存货中主要为待开发土地，其他应收款主要是公司与政府和富阳其他平台公司之间的往来款，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

4. 负债及所有者权益

截至2015年底,公司所有者权益合计78.94亿元,同比下降1.90%,主要系资本公积下降所致,根据富府纪要【2011】50号《关于富阳市委党校迁建项目有关问题的专题会议纪要》精神,公司将位于开发区范围内原东山良种场土地3.669公顷调拨给杭州富阳工贸资产经营投资集团有限公司,该地块属于富春街道东山村土地(222229平方米),评估入账金额17.44亿元,划出36690平方米,按面积分摊冲减存货及资本公积2.88亿元。公司所有者权益主要由实收资本(占12.67%)、资本公积(占74.54%)、盈余公积(占0.81%)和未分配利润(占11.98%)构成,跟踪期内,公司所有者权益结构变化较小。总体看,公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高,所有者权益稳定性尚可。

截至2015年底,公司负债合计97.75亿元,同比增长19.29%,主要系新增11.80亿元长期应付款所致,公司负债中流动负债占32.04%,非流动负债占67.96%,流动负债占比较2014年略有回升。

图3 2015年底公司流动负债构成



资料来源:公司审计报告

截至2015年底,公司流动负债总额为31.32亿元,同比增长26.42%,主要系一年内到期的非流动负债增长所致,其中短期借款占

12.36%、应付票据占5.75%、预收款项占7.35%、其他应付款占15.97%、一年内到期的非流动负债占55.21%。

截至2015年底,公司短期借款为3.87亿元,同比下降14.38%,其中质押借款1.47亿元,保证借款2.40亿元,质押物为7000万定期存单、8000万定期存单以及1270万理财产品。

截至2015年底,公司预收款项为2.30亿元,同比下降1.23%,主要为预收的房款。

截至2015年底,公司其他应付款为5.00亿元,同比大幅下降32.81%,主要为公司与政府和其他企业之间的往来款,其中公司应付杭州富阳富春江开发总公司2.05亿元、应付新登公司新登区项目分公司1.09亿元、应付富春江房地产开发公司场口新区公寓房项目部0.25亿元、应付浙江富阳经济开发区管理委员会0.24亿元、应付杭州富阳苑通建设工程有限公司0.19亿元,其他应付款集中度较高。

截至2015年底,公司一年内到期的非流动负债为17.29亿元,同比大幅增长80.60%,主要系新增9.63亿元抵押及保证借款所致,其中抵押借款为1.00亿元、保证借款为5.15亿元、质押借款1.41亿元、抵押及保证借款9.73亿元。

截至2015年底,公司非流动负债合计66.43亿元,同比增长16.20%,主要系新增11.80亿元长期应付款所致,其中长期借款占比57.66%,应付债券占比22.58%,长期应付款占比17.76%。

截至2015年底,公司长期借款为38.30亿元,同比下降7.69%,其中保证借款32.25亿元,抵押借款6.05亿元。

截至2015年底,公司应付债券合计15.00亿元,与2014年相同,全部为公司2014年发行的15亿元企业债券“14富春山居债/14富山居”,公司2015年已支付利息7816.03万元。

截至2015年底,公司长期应付款为11.80亿元,全部为地方政府债券给公司置换的银行贷款,公司每年不用支付利息,目前还尚未确定偿还时间。

从有息债务结构来看,截至2015年底,公

司全部债务为76.26亿元，其中短期债务占30.11%，长期债务占69.89%，公司长期债务占比有所下降，主要系政府给公司置换了11.80亿元的银行贷款所致；受短期债务增长较大影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，截至2015年底，以上指标分别上升至55.32%和49.14%，长期债务资本化比率受长期债务下降影响下降至40.31%，公司债务负担有所增长，但整体仍然适中。

总体看，跟踪期内，公司有息债务有所增长，债务负担有所增长但仍处于适宜水平，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

从短期偿债能力看，2015年，公司流动比率和速动比率分别为512.96%和161.90%，考虑到公司流动资产中开发土地等存货及其他应收款占比较大，整体流动性仍较弱，且短期债务规模较大，总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015年，公司EBITDA为6.11亿元，较2014年略有增长，同比增长10.81%，全部债务/EBITDA为12.47倍，较2014年略有下降，EBITDA对全部债务的保障能力略有上升，总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2016年5月19日，公司合并范围口径对外担保合计23.24亿元，以2015年底的所有者权益计算的担保比率为29.43%，担保比率较2014年底大幅下降，具体担保情况见表12。被担保企业主要为富阳区政府投资平台企业或其子公司、街道基建投资公司，享受富阳区相关政府部门的补贴支持，目前被担保企业经营正常，其中公司对富阳市江南新区造纸产业投资有限公司担保为19.76亿元，该公司为富阳区另一家平台公司富阳市江南新城建设投资集团有限公司的子公司。总体看，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

截至2015年底，公司共获各家银行授信额

度为83.76亿元，未使用额度为7.50亿元，公司间接融资渠道尚可。

表12 截至2016年5月19日公司对外担保情况
(单位：万元)

被担保方	担保金额
富阳市城市建设投资集团有限公司	25500.00
富阳市江南新区造纸产业投资有限公司	197550.00
富阳市强民新农村建设有限公司	1000.00
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	8000.00
富阳市江南新城建设投资集团有限公司	300.00
合计	232350.00

资料来源：公司提供

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”和“16富春山居债/16富春债”，待偿还本金均为15.00亿元，总额为30.00亿元。2015年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为待偿还债券本金总额的0.57倍和0.20倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的覆盖能力较弱，EBITDA对待偿还债券本金的保障能力较弱。

“14富春山居债/14富山居”和“16富春山居债/16富春债”期限均为7年，均为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，2015年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为每年偿付本金的5.73倍和2.04倍，对两期公司债券每年偿付本金的覆盖程度较高。由于发行的时间不同，公司将于2019年到2021年每年集中兑付本金共6.00亿元，2015年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为集中偿付本金的2.86倍和1.02倍，EBITDA对集中偿付本金的保障程度一般，经营活动现金流入对集中偿付本金的覆盖程度较好。总体看，“14富春山居债/14富山居”和“16富春山居债/16富春债”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2016年5月19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。

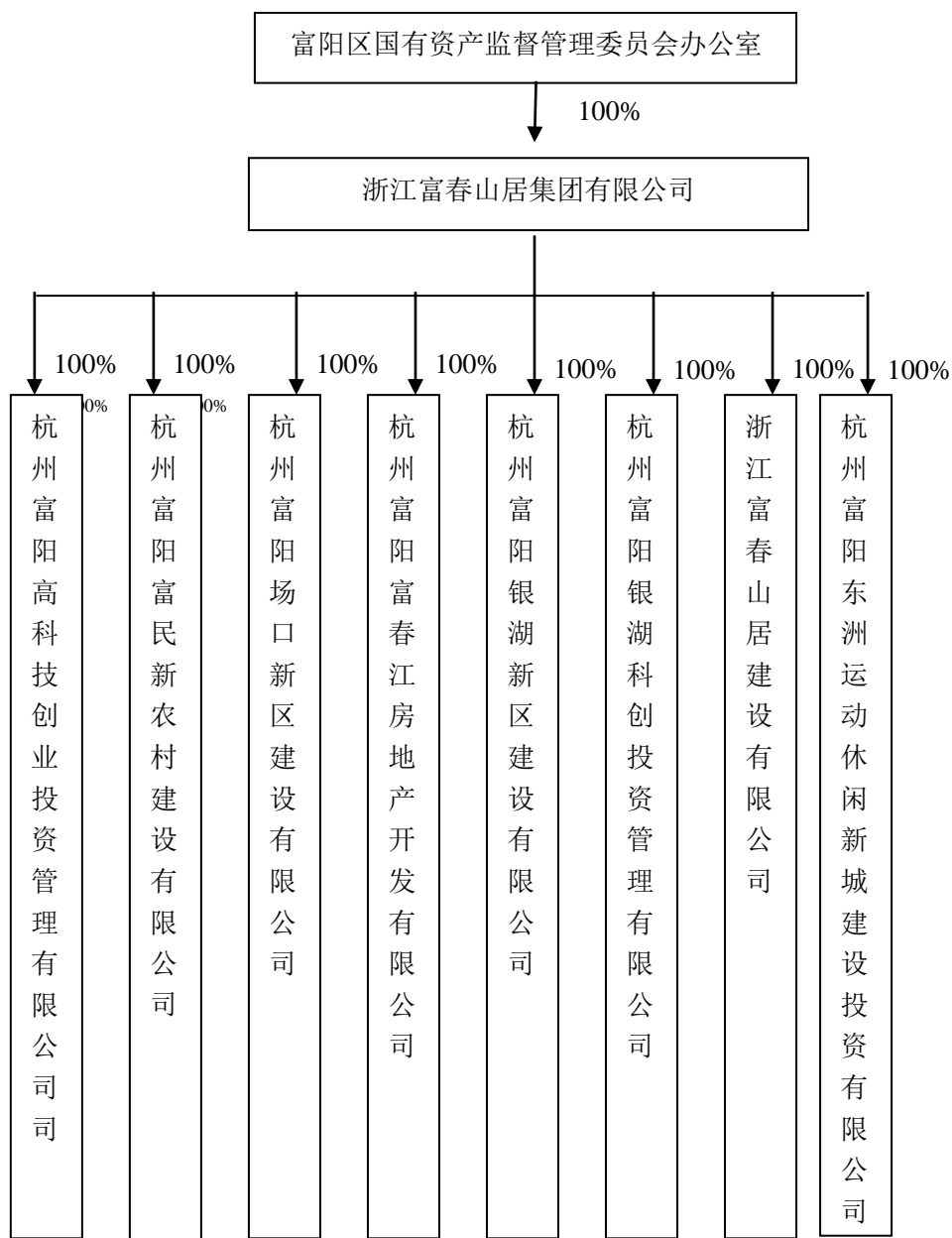
8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及浙江富阳区发展及财力状况，并考虑到富阳区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。

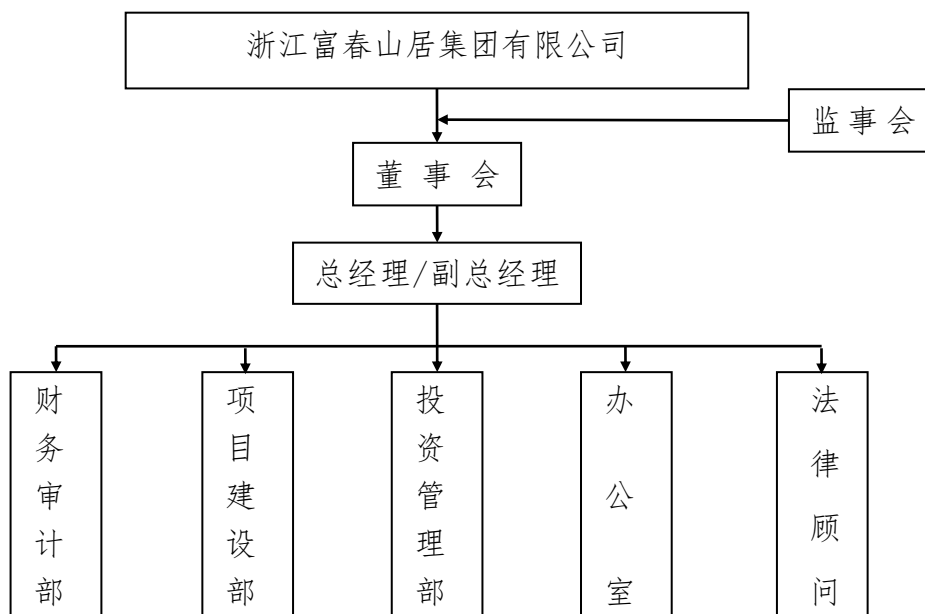
十、结论

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”和“16富春山居债/16富春债”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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.75	26.10	10.28
资产总额(亿元)	126.53	162.41	176.68
所有者权益(亿元)	78.83	80.47	78.94
短期债务(亿元)	18.26	14.09	22.96
长期债务(亿元)	20.43	56.49	53.30
全部债务(亿元)	38.69	70.58	76.26
营业收入(亿元)	7.81	9.68	8.99
利润总额(亿元)	2.13	1.84	1.55
EBITDA(亿元)	4.29	5.50	6.11
经营性净现金流(亿元)	-7.49	-15.24	-12.94
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5205.90	2510.56	2595.67
存货周转次数(次)	0.07	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05
现金收入比(%)	107.03	98.01	99.20
营业利润率(%)	22.59	18.01	12.21
总资本收益率(%)	3.56	3.60	3.86
净资产收益率(%)	2.62	2.27	1.94
长期债务资本化比率(%)	20.59	41.25	40.31
全部债务资本化比率(%)	32.92	46.73	49.14
资产负债率(%)	37.70	50.45	55.32
流动比率(%)	441.24	616.39	512.96
速动比率(%)	104.07	217.41	161.90
经营现金流动负债比(%)	-28.11	-61.51	-41.31
全部债务/EBITDA(倍)	9.02	12.84	12.47

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/营业收入×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

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。