

跟踪评级公告

联合[2017]1080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，维持“14富春山居债/PR富山居”和“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
二零一七年六月二十六日



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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 富春山居债/PR 富山居 ¹	15 亿元	2014/4/28 2021/4/28	AA	AA
16 富春山居债/16 富春债	15 亿元	2016/1/27 2023/1/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	26.10	10.28	26.91
资产总额(亿元)	162.41	176.68	246.16
所有者权益(亿元)	80.47	78.94	79.61
短期债务(亿元)	14.09	22.96	36.01
长期债务(亿元)	56.49	53.30	105.49
全部债务(亿元)	70.58	76.26	141.50
营业收入(亿元)	9.68	8.99	9.01
利润总额(亿元)	1.84	1.55	1.73
EBITDA(亿元)	5.52	6.11	8.74
经营性净现金流(亿元)	-15.24	-12.94	-39.81
营业利润率(%)	18.01	12.21	17.57
净资产收益率(%)	2.27	1.94	2.18
资产负债率(%)	50.45	55.32	67.66
全部债务资本化比率(%)	46.73	49.14	64.00
流动比率(%)	616.39	512.96	488.68
经营现金流流动负债比(%)	-61.51	-41.31	-86.98
全部债务/EBITDA(倍)	12.79	12.47	16.20
EBITDA 利息保障倍数	1.53	1.37	1.28

分析师

李苏磊 任黛云

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

¹ “14 富春山居债/PR 富山居” 已偿还本金 3.00 亿元, 剩余本金 12.00 亿元。

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”)核心区内土地整理和基础设施建设的唯一主体。跟踪期内, 公司持续获得富阳区政府的大力支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司土地出让业务受宏观经济及国家政策影响较大、资产中土地存货和应收类款项占比大、债务负担加重、经营活动现金持续净流出且净流出规模较大、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, 综合财力持续增强, 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。

“14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”设有分期偿还本金的条款, 公司 2016 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对两期债券年均偿付本金的覆盖程度较好。

综合考虑, 联合资信维持公司的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/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债” AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 富阳区经济平稳发展, 政府财政实力不断增强, 区域发展环境良好。
2. 公司在财政补贴和往来款补助方面持续获得富阳区政府的大力支持。
3. “14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”均设置分期偿还本金的条款, 有利于减轻公司集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内, 富阳区地方政府债务率高, 债

- 务负担较重。
2. 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，未来公司土地出让具有不确定性。
 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. 跟踪期内，公司对外拆借金额高，经营活动现金净流出态势加剧；
 5. 跟踪期内，公司债务规模大幅上升，债务负担明显加重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江富春山居集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙江富春山居集团有限公司跟踪评级报告

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相关债券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²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“富阳区国资办”）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，根据富阳区国资办富国资办【2009】59号文件，公司资本公积转增资本2亿元，实收资本增至3亿元；后富阳区国资办分别于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2016年底，公司注册资本为10亿元，全部由富阳区国资办出资，富阳区国资办为公司实际控制人。

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。

公司本部设立财务审计部、项目建设部、投资管理部、办公室和法律顾问五个部门。截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司共8家。

截至2016年底，公司（合并）资产总额246.16亿元，所有者权益合计79.61亿元；2016年公司实现营业收入9.01亿元，利润总额1.73亿元。

公司注册地址：富阳区银湖街道富闲路9号银湖创新中心11号605室；法定代表人：郭林平。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

“14富春山居债/PR富山居”于2014年4月28日发行，募集资金15.00亿元，期限7年，设有存续期后5年末等额分期偿付本金的条款。公司已于2017年4月偿还3.00亿元本金，并按期支付当期利息，“14富春山居债/PR富山居”剩余待偿还本金为12.00亿元。

“14富春山居债/PR富山居”募集资金中4.00亿元用于场口新区百丈畈区块基础设施工程，11.00亿元用于场口新区塘东畈区块基础设施工程。截至2016年底，募集资金已全部使用完毕。

表1 “14富春山居债/PR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	募集资金额度	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	11.00
	合计	37.04	15.00	15.00

资料来源：公司提供

² 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。

募投项目由杭州富阳场口新区建设有限

公司负责，主要建设内容为主干路4条，次干路6条，总长约25.15公里。该项目已于2012年7月正式开工建设，截至2016年底，场口新区百丈畈区块基础设施工程项目已完工。

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。该项目已于2012年10月正式开工建设。截至2016年底，该项目已完工。

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，上述7000亩土地可形成38.00亿元出让净收益，区政府将土地出让净收益返还杭州富阳场口新区建设有限公司，作为募投项目成本补偿。截至2016年底，杭州富阳场口新区建设有限公司已收到出让净收益5.06亿元。

“16富春山居债/16富春债”于2016年1月27日发行，募集资金15.00亿元，期限7年，设有存续期后5年末等额分期偿付本金的条款。“16富春山居债/16富春债”募集资金全部用于富阳经开区场口新区拆迁安置房项目建设，截至2016年底，募集资金已全部使用完毕。

表2 “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	募集资金额度	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	15.00

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。该项目于2012年5月开工建设，截至2016年底，公司已完成投资26.27亿元，工程进度为100%。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或现金流入。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受

益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负

为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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，全国各地区城市建设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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述,《43号文》之后,随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离,城投公司与地方政府信用关联性有所弱化,城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体,其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关,短期内城投公司完成转型的可能性较小,其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,全国各地区发展不平衡。截至2016年底,中国城镇化率为57.35%,较2015年提高1.25个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,中国城镇化率仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下,基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日,中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看,城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,发展环境良好。

近年来,中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策,同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金,从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下,联合资信认为,未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司,其发展及信用基本面将得到支撑。同时,联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 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,富阳区政府对公司的支持力度较大,公司发展直接受富阳区及富阳经开区经济和财政实力的影响,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,现辖5个街道、13个镇、6个乡。2016年底富阳区户籍总人口67.16万人。

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;公路方面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;铁路方面杭黄高铁横贯富阳全境,并在富阳设站,预计于2018年开通;轨道交通方面杭州市域铁路交通富阳线计划于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提升。

近年来,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。

根据《2016年富阳区国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2016年富阳实现生产总值697.4亿元,增长8.7%。其中:第一产业增加值44.9亿元,增长2.7%;第二产业增加值323.0亿元,增长4.6%;第三产业增加值329.5亿元,增长14.2%。三次产业结构由上年的6.6:49.6:43.8调整为6.4:46.3:47.3。按户籍人口计算的人均生产总值104123元,增长8.2%。

按 2016 年平均汇率计算折算为 15676 美元。

固定资产投资方面，富阳区全年完成固定资产投资 404.4 亿元，增长 0.2%。其中，工业投资 176.3 亿元，增长 16.7%；基础设施投资 114.5 亿元，下降 18.2%。从投资结构看，第一产业投资 3.1 亿元，增长 298.2%；第二产业投资 176.3 亿元，增长 16.7%；第三产业投资 224.9 亿元，下降 10.7%。

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。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。2014 年，富阳开发区完善规划编制，形成“一核三区”格局。“一核”是指富阳开发区核心区域，包括银湖新区、东洲新区和场口新区，面积 93.85 平方千米，其中银湖新区（含复城国际城市综合体和高教园区）规划面积 26.3 平方千米，东洲新区规划面积 36.9 平方千米，场口新区规划面积 30.65 平方千米。“三区”是指江南新区、鹿山新区和新登新区。

富阳经开区与杭州主城无缝对接，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、游艇制造和五金产业；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。

富阳区政府在财政补贴和招商引资方面给予了富阳经开区大力支持，财政补贴方面，对富阳经开区基础设施建设项目融资实行全额贴息。

招商引资方面，富阳区政府给予了富阳经开区较为优惠的政策。经开区对有助于转型升级、经济拉动的产业项目制定“一企一议”激励政策。截至 2016 年底，经开区累计引进项目 450 多个，其中外资项目 150 个，总投资额 600 亿元。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、文化创意及旅游休闲等七大产业，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。

总体看，富阳区交通便利、工业基础较为雄厚、近年来经济平稳发展，享有区政府的大力支持。

富阳区政府财力及债务

2009 年富阳市政府建立并推行“大财政”体系，以实现分散在各个部门的政府资金、资产、资源的集中管理和统一调度。

根据富阳区财政局提供的《2014~2016 年富阳区地方财政收入情况表》和《2016 年富阳区债务和综合财力表》，2016 年，富阳区综合财力 143.49 亿元，同比增长 6.34%，一般预算收入和国有土地使用权出让收入是富阳区财力的主要来源，合计占比 87.78%。2016 年，富阳区将上级补助收入中的返还性收入和专项转移支付收入统筹至非税收入和财政专户收入科目，导致非税收入和财政专户收入同比分别增加 97.72% 和 102.26%。2016 年，富阳区一般预算收入 65.92 亿元，同比增长 6.34%，其中税收收入和非税收入分别占 77.62% 和 22.38%。2016 年，富阳区上级补助收入 3.21 亿元，全部来自一般性转移支付收入，该科目较 2015 年降幅较大，主要是系 2015 年富阳区收到省政府新增债券收入 2.80 亿元，2016 年无此项收入。2016 年，富阳区国有土地使用权

出让收入 60.04 亿元，同比上升 10.80%，系富阳区“撤市设区”后，杭州市城市发展溢出效

应显现，国有土地使用权收入对富阳区综合财力形成有力支撑。

表3 2014~2016年富阳区地方财政收入情况表（单位：亿元）

科目	2014年	2015年	2016年
一般预算收入	49.60	54.32	65.92
其中：税收收入	45.76	46.86	51.17
非税收入	3.84	7.46	14.75
国有土地使用权出让收入	59.17	54.19	60.04
转移支付和税收返还收入	16.46	19.34	3.21
其中：返还性收入	4.48	4.29	--
一般性转移支付收入	6.06	6.50	3.21
专项转移支付收入	5.92	8.55	--
财政专户收入	1.11	7.08	14.32
地方综合财力	126.34	134.93	143.49

资料来源：富阳区财政局

表4 2016年富阳区债务及综合财力表（单位：亿元）

地方债务（截至2016年底）	金额	地方财力（2016年度）	金额
（一）直接债务余额	135.39	（一）地方一般预算本级收入	65.92
1、外国政府贷款		1、税收收入	51.11
2、国际金融组织贷款	0.2	2、非税收入	14.75
（1）世界银行贷款	0.1	（二）转移支付和税收返还收入	3.21
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	3.21
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	0
（4）其他国际金融组织贷款	0.1	3、税收返还收入	0
3、国债转贷资金	0.1	（三）国有土地使用权出让收入	60.04
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	58.2
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1.68
6、国内金融机构借款	55.09	3、农业土地开发资金	0.16
（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	55.09	（四）财政专户收入	14.32
7、债券融资	80		
（1）中央代发地方政府债券	80		
（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	0.81		
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	0.81		
（1）世界银行贷款	0.81		
（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%	135.80	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	143.49
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) ×100%			94.64%

资料来源：富阳区财政局

截至 2016 年底，富阳区地方政府债务余额 135.80 亿元，2016 年综合财力 143.49 亿元，政府债务率 94.64%，较 2015 年底下降 2.61 个百分点，地方政府债务负担仍较重。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，公司注册资本 10.00 亿元，全部由富阳区国资办出资，富阳区国资办为公司实际控制人。

2. 公司规模和竞争力

富阳区本级现有 6 家平台公司，分别为杭州富阳投资发展有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、杭州富阳城市建设投资集团有限公司、杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司、杭州富阳江南新城建设投资集团有限公司和公司。杭州富阳投资发展有限公司由区国资办持股 100%，对其余 5 家公司进行统一管理和资金统筹调节。杭州富阳交通发展投资集团有限公司和杭州富阳城市建设投资集团有限公司均在富阳区内有不同的产业定位。杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司和杭州富阳江南新城建设投资集团有限公司分别在富阳经开区核心区外的新登新区、江南新区负责基础设施建设。公司是富阳经开区核心区内唯一的国有投融资公司，在基础设施、安置房建设和土地整理方面享有独占性。

截至 2016 年底，公司下属子公司 8 家，均为全资子公司。

总体看，公司在富阳区经开区核心区内土地整理和基础设施建设方面具有独占性。

3. 政府支持

跟踪期内，公司在财政补贴和往来款补助

方面持续得到了富阳区政府的大力支持。

(1) 财政补贴

2016 年，根据富阳财政局“富融资【2017】46 号”文件，公司及下属子公司共收到财政补贴 6.46 亿元，主要由财政贴息构成；根据富阳财政局“富融资【2016】182 号”文件，公司收到经费财政补贴 2164.99 万元；根据“杭财建会【2015】233 号”文件，子公司杭州富阳富民新农村建设有限公司收到补贴 300.00 万元；公司收到杭州市富阳区税务局退还 2015 年度房产税和土地使用税共计 247.92 万元；子公司杭州富阳富春江房地产开发有限公司收到房租补贴 1000.00 万元。2016 年，公司共收到政府补助 6.84 亿元，较 2015 年大幅增长，富阳区财政局给予公司的支持力度较大。

(2) 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，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，为公司未来发展及信用水平提供有力支撑。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

2016 年，公司实现营业收入 9.01 亿元，

同比上升 0.12%。从收入构成看，土地出让金返还收入是公司最主要的收入及利润来源。2016 年，公司土地出让金返还收入 8.91 亿元，同比略有下降。房产建设板块，2016 年公司实现收入 345.04 万元，同比大幅上升，主要系钱塘家园部分安置房已实现销售。其他业务主要包括商铺租赁，2016 年公司其他业务收入 584.74 万元，同比增长 22.07%，主要系 2016 年公司新增物业费收入。

毛利率方面，2016 年公司综合毛利率 17.94%，同比上升 5.60 个百分点，主要系收入

占比最大的土地出让板块毛利率上升所致。2016 年，公司土地出让板块毛利率 20.73%，同比上升 7.89 个百分点，系土地出让收益返还比例波动影响。房产建设板块，公司承担的成本包括给安置户发放的安置款和房屋建造成本等，而安置房实际销售价格仅覆盖房屋建筑成本，故公司该板块毛利率为负。其他业务方面，公司科创园 A 区块 2016 年由“存货”转至“投资性房地产”用于出租，初期租赁收入规模较小，无法覆盖折旧，导致其他业务毛利率持续下降。

表 5 2015~2016 年公司营业收入及毛利润情况表（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地出让金返还	89401.42	99.39	12.84	89120.72	98.97	20.73
房产建设	65.20	0.07	-218.07	345.04	0.38	-399.82
其他	479.01	0.53	-48.49	584.74	0.65	-159.89
合计	89945.63	100.00	12.34	90050.50	100.00	17.94

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核心区内唯一的土地整理和基础设施建设主体，负责核心区合计 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，确定征收细则并发布公告。此后公司进行土地农转用报批，原土地性质变更为可建设用地。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。

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），富阳经开区直辖区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。

目前，土地出让金返还由富阳区财政局代为返还，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，以收到的土地出让金确认收入，结转相应成本。

近年来宏观经济下行，入园企业有所减少；土地资源趋于紧张，园区提高了入园项目标准；富阳接轨杭州后，土地升值预期强烈，公司策略性放缓出让进度；此外撤市设区后区政府对银湖区块将重新定位和布局，供地相应放缓。以上四方面的原因导致公司出让土地规模持续下降。从出让价格来看，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。2016年公司通过富阳区国土资源局出让土地0.99亿元，同比下降80.20%。

表6 2015~2016年公司土地出让情况(单位:亩、亿元、万元/亩)

项目	2015年	2016年
出让面积	1101.66	296.62
其中:工业用地	908.14	291.46
经营用地	193.52	5.16
出让金总额	5.00	0.99
其中:工业用地	2.11	0.95
经营用地	2.89	0.04
出让均价	45.19	33.43
其中:工业用地	23.23	32.55
经营用地	149.34	83.36

资料来源:公司提供

2016年公司实际土地开发收入8.91亿元,主要为经开区核心区外土地出让金返还。富阳区财政局为保持公司营业收入稳定,当经开区核心区内土地出让收入较少时,会统筹调节,将其他地区土地出让收益返还公司。

富阳经开区直辖范围合计93.85平方公里(约14.08万亩)土地,除道路配套等不可计入土地证的部分以外均可出让。截至2016年底,公司已开发未出让土地面积为1.04万亩,其中可出让面积0.73万亩,剩余待开发面积为2.03万亩,其中可出让面积1.72万亩。因此,截至2016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2.45万亩,其中经营用地占45.58%,具体可出让情况见下表所示。

表7 截至2016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	可出让	已开发未出让	可出让
工业用地	9369.80	8254.87	7313.67	5060.64
经营用地	10915.97	8930.45	3100.94	2222.59
合计	20285.77	17185.32	10414.61	7283.23

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。

土地出让业务规模及价格受宏观经济及国家政策影响大,未来公司实际土地出让进程具有不确定性。

2. 房产建设

公司房产建设板块全部为安置房,由子公司杭州富阳场口新区建设有限公司和杭州富阳东洲运动休闲新城建设投资有限公司负责。

乡镇/街道统筹实施拆迁,货币安置费、拆迁补偿和安置房建造成本均由负责的子公司负担,计入“存货—开发支出”科目。子公司收取的购房款计入“预收账款”科目,交房后达到确认收入条件时计入“主营业务收入”,子公司按销售面积占总面积的比例结转“存货—开发支出”,计入“主营业务成本”。目前,子公司通过安置房销售收入、商业店面收入和车库收入回笼资金,富阳区财政及富阳经开区管委会不提供资金补助。截至2016年底,公司剩余安置房较多,未来或根据区政府安排对外销售。

截至2016年底,公司安置房已全部建成,场口新区农村多层公寓房项目尚未确认收入。

表8 截至2016年底公司安置房情况(单位:亿元)

项目	总投资额	累计确认收入
场口新区农村多层公寓房项目一期工程	5.19	--
场口新区农村多层公寓房项目二、三期工程	10.63	--
场口新区农村多层公寓房项目四期工程	7.78	--
场口新区农村多层公寓房项目五期工程	2.67	--
东洲民联村钱塘家园	1.94	0.01
合计	28.21	0.01

资料来源:公司提供

3. 基础设施建设业务

公司承担经开区核心区内的基础设施建设职能,截至2016年底,公司已建成的基础设施包括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。场口新

区百丈畈区块基础设施工程总投资 10.01 亿元，场口新区塘东畈区块基础设施工程总投资 27.03 亿元。资金平衡方式为土地出让收益返还。

公司在建主要基础设施包括银湖、东洲区块路网、银湖公园及水系景观等，根据富委【2013】45 号文，核心区内工业用地的土地出让金净收益全额，商业、住宅用地出让金净收

益的 40% 安排给公司，用于公司资金平衡及新区基础设施建设。

4. 在建项目

公司在建项目需投资 72.56 亿元，截至 2016 年底公司已完成投资 59.75 亿元，尚需投资 12.81 亿元。总体看，公司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 2016 年底已投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
			贷款/债券	自筹				
场口新区塘东畈区块	道路路网、场口多层公寓房、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	28.08	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	15.98	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	10.28	1.34	1.10	0.50
东洲新区	道路路网及其他配套工程土地	6.81	2.51	4.30	5.41	0.90	0.50	--
合计	--	72.56	44.80	27.76	59.75	9.31	3.00	0.50

资料来源：公司提供

5. 未来发展

未来，公司将根据富阳经开区发展规划和富阳区政府统一部署，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。

截至 2016 年底，公司资产总额为 246.16 亿元，所有者权益合计 79.61 亿元；2016 年公司实现营业收入 9.01 亿元，利润总额 1.73 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 246.16 亿元，其中流动资产占 90.86%，非流动资产占 9.14%，跟踪期内，公司资产构成变化不大，仍以流动资产为主。

流动资产

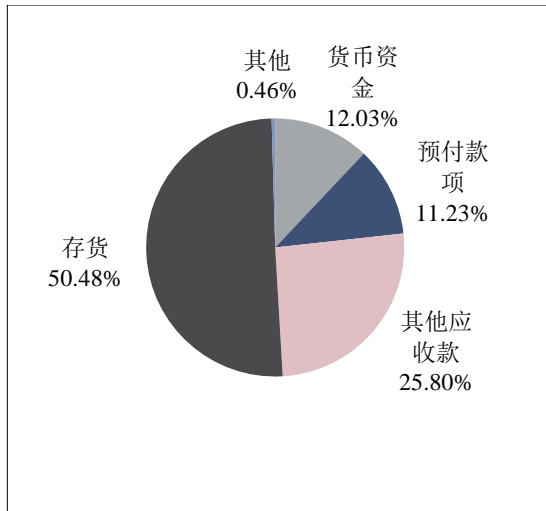
截至 2016 年底，公司流动资产 223.65 亿元，同比增长 39.22%，主要由货币资金（占 12.03%）、预付款项（占 11.23%）、其他应收款（占 25.80%）和存货（占 50.48%）构成。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年合并财务报表，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2016 年合并范围未发生变化，财务数据可比性很强。

图 1 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 26.91 亿元，同比大幅上升 161.89%，主要系公司 2016 年取得银行借款和发行债券获得的资金大幅增加所致，其中使用权受限资金 21.49 亿元（保证金及定期存单质押），受限资金占比很大。

截至 2016 年底，公司预付账款 25.11 亿元，同比增长 62.93%，主要为预付富阳区财政局的预缴土地款（合作开发土地）增长较大所致，预付款余额前五名合计占总额的 99.36%，公司预付账款较为集中。

表 10 截至 2016 年底公司预付账款余额前 5 名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
杭州市富阳区财政局	预缴土地款	10.50	41.81	1 年以内
杭州市富阳区土地储备中心	土地款	7.69	30.62	3 年以上
杭州富阳人民政府银湖街道办事处	征迁款	3.31	13.18	2-3 年
杭州富阳场口镇人民政府	拆迁政策处理款	3.26	12.97	2-3 年
杭州富阳水务有限公司	工程款	0.20	0.78	1-2 年
合计	--	24.96	99.36	--

数据来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 57.71 亿元，同比增加 286.15%，主要系公司对

杭州富阳投资发展有限公司的其他应收款大幅增加。

表 11 截至 2016 年底公司其他应收款余额前 5 名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
杭州富阳投资发展有限公司	往来款	47.95	83.00	1 年以内
杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司	往来款	6.59	11.41	2 年以上
杭州富阳银湖街道城镇建设投资有限公司	往来款	0.70	1.21	1 年以内
杭州富阳东洲投资开发有限公司	往来款	0.61	1.05	3 年以上
杭州富阳场口镇人民政府	往来款	0.25	0.43	1 年以内
合计	--	56.10	97.10	--

数据来源：公司审计报告

公司其他应收款整体集中度较高，前五大欠款单位占总额的 97.10%。截至 2016 年底，公司其他应收款坏账准备 645.29 万元。欠款方多为区域内平台公司，考虑到区财政局提供的往来款补助，公司其他应收款不能收回的风险较低。

截至 2016 年底，公司存货 112.90 亿元，同比增长 2.69%，包括开发成本 105.86 亿元和开发产品 7.04 亿元，开发成本主要核算土地使用权和土地开发前期支出以及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 2016 年底，公司存货中 8.42 亿元土地使用权已抵押。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 22.50 亿元，同比大幅增长 40.38%，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 17.55%）和在建工程（占 70.83%）构成。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 3.95 亿元（其中 2.57 亿元已被抵押），同比增长 92.61%，主要系科创园 A 区块房产用于出租由

存货转入投资性房地产所致。

截至2016年底，公司在建工程15.94亿元，同比增加37.29%，其中银湖实验学校、明星路向北延伸工程等均有新增投入。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。

总体看，跟踪期内，公司非流动资产占比相对稳定，流动资产中存货和其他应收款占比较高，存货中主要为土地使用权，其他应收款主要是公司与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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计79.61亿元，同比上升0.85%，主要系未分配利润有所上升。公司所有者权益主要由实收资本（占12.56%）和资本公积（占72.96%）构成。截至2016年底，公司实收资本同比无变化，资本公积58.08亿元，同比下降1.29%，主要系政府划出原东山良种场23亩土地并划入东洲街道办事处资产（房产）所致。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性好。

负债

截至2016年底，公司负债合计166.55亿元，同比增长70.39%，主要系新增长期借款和应付债券所致，公司负债中流动负债占27.48%，非流动负债占72.52%，流动负债占比较2015年有所下降。

截至2016年底，公司流动负债总额45.77亿元，同比增长46.13%，主要系短期借款和应付票据增长所致。流动负债主要由短期借款（占26.69%）、应付票据（占16.39%）、其他应付款（占12.33%）和一年内到期的非流动负债（占35.33%）构成。

截至2016年底，公司短期借款12.34亿元，同比大幅增长218.81%，其中质押借款5.48亿元，质押及保证借款6.86亿元。质押及保证借款的

质押物为9.35亿元定期存单，保证人为杭州富阳交通发展投资集团有限公司。

截至2016年底，公司应付票据7.50亿元，同比上涨316.67%，全部为银行承兑汇票，无已到期未支付的汇票。

截至2016年底，公司其他应付款5.64亿元，同比上涨12.83%，主要为公司与政府和其他企业之间的往来款。

表12 截至2016年底公司其他应付款余额前5名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	性质	账面余额	占比
杭州富阳富春江开发总公司	往来款	2.63	46.60
新登公司新登区项目分公司	往来款	1.09	19.25
富春江房地产开发公司场口新区公寓房项目部	往来款	0.25	4.41
浙江富阳经济开发区管理委员会	往来款	0.24	4.30
杭州富阳苑通建设工程有限公司	往来款	0.19	3.30
合计	--	4.40	77.86

数据来源：公司审计报告

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债16.17亿元，同比小幅降低6.48%，包括3.60亿元抵押借款和12.57亿元保证借款。

截至2016年底，公司非流动负债合计120.78亿元，同比增长81.83%，主要系长期借款和应付债券新增所致。非流动负债主要包括长期借款（占62.50%）、应付债券（占24.84%）和长期应付款（占10.18%）。

截至2016年底，公司长期借款75.49亿元，同比大幅上涨97.10%，包括保证借款53.07亿元、抵押借款2.40亿元、质押借款4.02亿元、抵押及保证借款16.00亿元。

截至2016年底，公司应付债券合计30.00亿元，相比2015年增加15.00亿元，全部为公司2016年发行的15亿元企业债券“16富春山居债/16富春债”。

截至2016年底，公司长期应付款12.30亿元，

全部为地方政府债务置换资金。

从有息债务结构来看，截至2016年底，公司全部债务141.50亿元，同比增长85.54%，其中短期债务占25.45%，长期债务占74.55%，公司长期债务占比有所上升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所增长，截至2016年底，以上指标分别为67.66%、64.00%和56.99%，公司债务规模大幅增长。

总体看，跟踪期内，公司有息债务大幅增长，债务负担重，考虑到公司未来仍有一定规模投资，债务水平或持续上升。

4. 盈利能力

2016年，公司营业收入9.01亿元，同比上升0.12%，公司营业利润率17.57%，较2015年上升5.36个百分点，系土地出让板块毛利率上升拉动整体营业利润率上升。

受财务费用增长影响，公司期间费用有所增长，2016年，公司期间费用7.15亿元，占营业收入的79.38%，同比上升27.47个百分点，主要由财务费用构成。2016年，公司财务费用6.90亿元，同比上升55.79%，系公司负债规模快速增长所致。

受期间费用规模较大影响，跟踪期内，公司营业利润持续为负。2016年，公司营业利润-5.10亿元；投资收益0.47亿元，同比增长15.33%，主要为理财产品收益；营业外收入6.84亿元，同比增长44.64%，主要为政府补贴；利润总额1.73亿元，同比增长12.02%。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3.88%，同比上升0.02个百分点；净资产收益率2.18%，同比上升0.24个百分点，比2015年相比指标变动不大。

总体看，跟踪期内，受公司财务费用增长影响，公司营业亏损加剧，营业外收入是公司利润的唯一来源，公司整体盈利能力弱，对财

政补贴的依赖度高。

5. 现金流分析

经营活动方面，跟踪期内，公司经营活动现金流入31.87亿元，同比大幅上升85.38%，系收到其他与经营活动有关的现金大幅上升所致。2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金22.82亿元（包括6.84亿元政府补助、7.50亿元子公司票据贴现款以及8.48亿元与各政府投资公司的往来款）。同期，公司销售商品、提供劳务收到现金9.02亿元，现金收入比100.21%，较2015年略有提升，整体收现质量较好。跟踪期内，公司经营活动现金流出71.68亿元，同比大幅上升137.90%，主要系支付其他与经营活动有关的现金（包括公司与杭州富阳投资发展有限公司等公司的往来款）大幅上升所致，2016年公司支付其他与经营活动有关的现金48.36亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付现金23.18亿元，同比下降13.60%。2016年，公司经营活动现金流净额-39.81亿元。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入43.04亿元，较2015年大幅增长204.84%，主要系收回投资（理财产品到期）收到的现金大幅增长203.09%，2016年收回42.48亿元；同期，公司投资活动现金流出42.78亿元，较2015年大幅增长53.19%，主要系投资（购买理财产品）支付的现金大幅增长67.30%，2016年支付39.46亿元。2016年，公司投资活动现金净流入0.26亿元，投资活动现金流由2015年的净流出转变为净流入。

筹资活动方面，跟踪期内，公司筹资活动现金流入93.85亿元，同比上升143.65%，主要来自借款收到的现金，2016年收到86.99亿元；公司收到其他与筹资活动有关的现金6.87亿元，同比下降51.81%；公司筹资活动现金流出56.46亿元，同比大幅增长103.82%，主要系偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金增加所致，公司2016年偿还债务支付现金27.52亿元，同比上升34.94%；支付其他与筹

资有关的现金 21.89 亿元，同比上升 1002.51%，主要系定期存单质押。2016 年，公司筹资活动现金净流入 37.40 亿元，筹资活动现金流量净额增加 245.61%。

总体看，跟踪期内，受往来款影响，公司经营现金净流出态势有所加剧，现金流依靠融资支撑，考虑到公司未来仍有一定规模的投资支出，公司面临一定的融资压力。

6. 偿债能力

从短期支付压力看，2016年，公司流动比率和速动比率分别为488.68%和241.99%，速动比率较2015年有所提高。同期，公司现金类资产/短期债务为74.73%，同比有所上升。考虑到公司流动资产中土地使用权等存货及其他应收款占比较大，整体流动性较弱，总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2016年，公司EBITDA为8.74亿元，较2015年上升2.63亿元，全部债务/EBITDA为16.20倍，较2015年有所上升，EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。总体看，考虑到政府支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年底，公司合并口径对外担保合计21.29亿元，担保比率26.74%。被担保企业主要为富阳区政府投资平台企业或其子公司，目前被担保企业经营正常。总体看，公司对外担保比率较高，考虑到被担保方享受富阳区相关政府部门的补贴支持，公司或有负债风险可控。

表 13 截至 2016 年底公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保方	担保金额
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	12.75
杭州富阳水务有限公司	1.00
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	2.94
杭州富阳江南新区造纸产业投资有限公司	4.30
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	0.30
合计	21.29

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司共获各家银行授信额度为91.66亿元，已全部使用完毕，公司间接融

资渠道亟待扩宽。

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2017年3月27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情况，以及富阳区及经开区发展及财力状况，并考虑到富阳区政府对公司的支持，综合判断，公司整体抗风险能力尚可。

十、存续期债券偿债能力分析

截至本报告出具日，“14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”剩余待偿还本金余额共 27.00 亿元，2016 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为待偿还债券本金余额的 1.18 倍和 0.32 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尚可，EBITDA 对待偿还债券本金的保障能力较弱。

两期债券均设有本金分期偿付条款，按年均偿付本金（3.00亿元）计算，2016年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为每年偿付本金的10.62倍和2.91倍，对两期公司债券年均偿付本金的覆盖程度较好。由于发行的时间不同，公司将于2019年到2021年每年集中偿付本金6.00亿元，2016年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为集中偿付本金的5.31倍和1.46倍，对集中偿付本金的保障程度较好。总体看，“14富春山居债/PR富山居”和“16富春山居债/16富春债”分期偿还本金有助于缓解公司集中还款的资金压力。

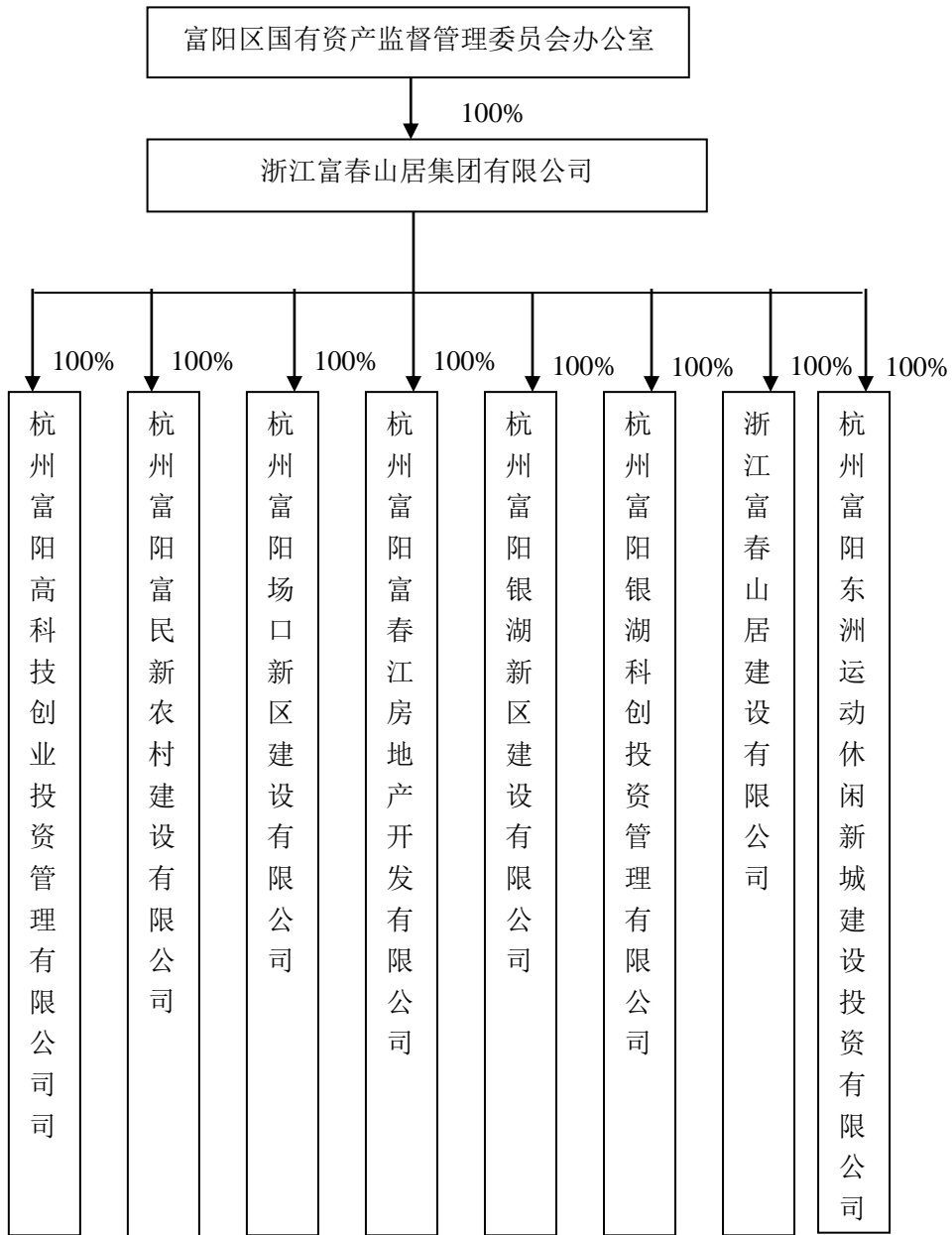
在“14 富春山居债/PR 富山居”存续期内，根据公司与工商银行浙江分行签订的《流动性贷款支持协议》，当公司对“14 富春山居债/PR 富山居”付息或本金兑付发生临时周转

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）。上述措施对“14富春山居债/PR富山居”的偿付提供了较有力的保障。

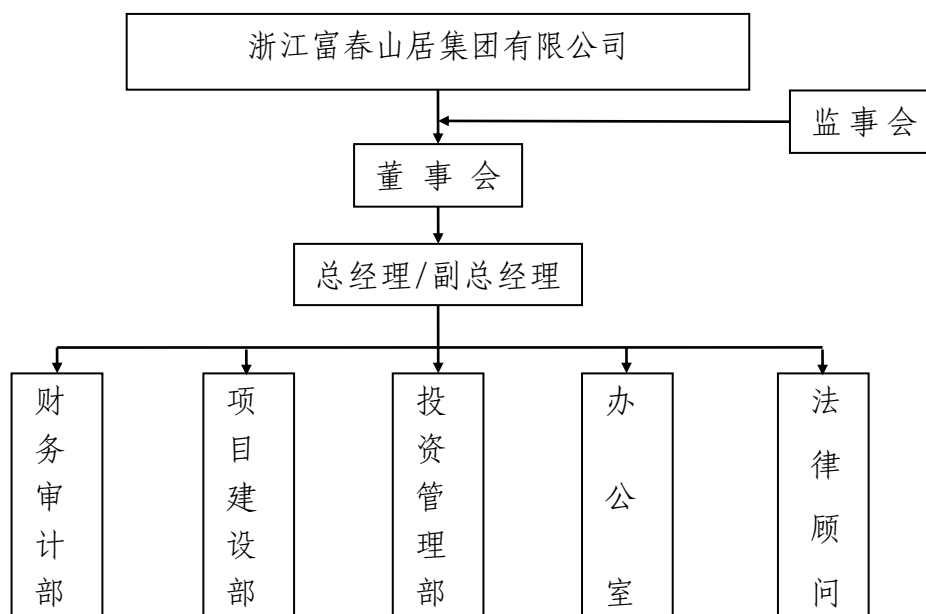
十一、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的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/PR富山居”和“16富春山居债/16富春债”AA的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	26.10	10.28	26.91
资产总额(亿元)	162.41	176.68	246.16
所有者权益(亿元)	80.47	78.94	79.61
短期债务(亿元)	14.09	22.96	36.01
长期债务(亿元)	56.49	53.30	105.49
全部债务(亿元)	70.58	76.26	141.50
营业收入(亿元)	9.68	8.99	9.01
利润总额(亿元)	1.84	1.55	1.73
EBITDA(亿元)	5.52	6.11	8.74
经营性净现金流(亿元)	-15.24	-12.94	-39.81
销售债权周转次数(次)	3615.20	2595.67	1086.61
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.07
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.04
现金收入比(%)	98.01	99.20	100.21
营业利润率(%)	18.01	12.21	17.57
总资本收益率(%)	3.60	3.86	3.88
净资产收益率(%)	2.27	1.94	2.18
长期债务资本化比率(%)	41.25	40.31	56.99
全部债务资本化比率(%)	46.73	49.14	64.00
资产负债率(%)	50.45	55.32	67.66
流动比率(%)	616.39	512.96	488.68
速动比率(%)	217.41	161.90	241.99
经营现金流动负债比(%)	-61.51	-41.31	-86.98
全部债务/EBITDA(倍)	12.79	12.47	16.20
EBITDA 利息保障倍数	1.53	1.37	1.28

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。