

信用等级公告

联合[2018] 1125 号

联合资信评估有限公司通过对浙江富春山居集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



浙江富春山居集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 富春山居债/PR 富山居	9 亿元	2021/4/28	AA	AA
16 富春山居债/16 富春债	15 亿元	2023/1/27	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	10.28	26.91	17.81
资产总额(亿元)	176.68	246.16	236.47
所有者权益(亿元)	78.94	79.61	80.95
短期债务(亿元)	22.96	36.01	37.62
长期债务(亿元)	53.30	105.49	92.97
全部债务(亿元)	76.26	141.50	130.60
营业收入(亿元)	8.99	9.01	13.31
利润总额(亿元)	1.55	1.73	2.02
EBITDA(亿元)	6.11	8.74	5.09
经营性净现金流(亿元)	-12.94	-39.81	-0.67
营业利润率(%)	12.21	17.57	33.97
净资产收益率(%)	1.94	2.18	2.49
资产负债率(%)	55.32	67.66	65.77
全部债务资本化比率(%)	49.14	64.00	61.73
流动比率(%)	512.96	488.68	438.77
经营现金流流动负债比(%)	-41.31	-86.98	-1.41
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	16.20	25.66

分析师

金晔 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

评级观点

浙江富春山居集团有限公司（以下简称“公司”）是国家级开发区富阳经济技术开发区（以下简称“富阳经开区”）内唯一的土地整理和基础设施建设主体。跟踪期内，公司在财政补贴方面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 2017 年 7 月富阳经开区实行封闭式管理，公司未来利润水平面临不确定性、债务负担较重、未来融资压力较大、对外担保比率较高等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着 G20 峰会和富阳市域铁路开通预期带动富阳经开区土地需求增长，公司土地出让业务外部发展环境良好。

“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 2017 年经营活动现金流入量对两期债券年均偿付本金合计的覆盖程度较好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，富阳区经济平稳发展，G20 峰会和富阳市域铁路开通预期带动富阳经开区土地需求增长，公司土地出让业务外部发展环境良好。
- 公司在财政补贴方面获得富阳区政府的大力支持。
- “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. 2017年7月富阳经开区实行封闭式管理，公司未来利润水平面临一定不确定性。
2. 跟踪期内，公司资产负债中存货和其他应收款占比较高，富阳区平台公司对公司资金占用明显。公司资产流动性较弱。
3. 公司债务负担较重，面临一定的短期支付压力。公司在建及拟建项目需要较大规模投资，公司未来融资压力较大。
4. 公司对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

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“14富春山居债/PR富山居”和“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

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本10亿元，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”）持有公司100%股权。2017年7月，根据《关于完善富阳经济技术开发区体制机制的补充意见》（富委办〔2017〕62号），富阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）在其直接管辖范围内实行投融资、土地开发、基础设施建设等封闭式管理。公司负责经开区范围内的土地整理和基础设施建设，出资人将变更为经开区管委会。截至2018年5月底，公司尚未完成工商登记变更，公司实际控制人为富阳经开区管委会。

截至2017年底，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5个部门，纳入合并范围的子公司共8家。

截至2017年底，公司资产总额236.47亿元，所有者权益80.95亿元；2017年公司实现营业收入13.31亿元，利润总额2.02亿元。

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、存续债券概况及其募集资金使用情况

“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，按年付息，存续期的第3~7年末每年还本20%。募集资金中的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2017年底，募集资金已全部使用完毕。

截至2017年底，场口新区百丈畈区块基础设施工程项目和场口新区塘东畈区块基础设施工程项目均已完工。

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2017年底，杭州富阳场口新区建设有限公司已收到出让净收益9.51亿元。

“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，按年付息，存续期的第3~7年末每年还本20%。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2017年底，募集资金已全部使用完毕。

截至2017年底，场口新区拆迁安置房项目已完工。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。

截至跟踪日，“14富春山居债/PR富山居”和“16富春山居债/16富春债”余额分别为9亿元和15亿元。跟踪期内，公司已按时还本付息。

表1 存续期债券概况（单位：亿元）

名称	余额	到期日
14 富春山居债/PR 富山居	9 亿元	2021/4/28
16 富春山居债/16 富春债	15 亿元	2023/1/27

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社

会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来

看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将

有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台

负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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國基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加

强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。

2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

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经济和财政实力的影响，并与城市规划密切相关。

富阳区概况

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。2017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《2017年富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2017年富阳区实现生产总值776.4亿元，同比增长7.0%。2017年，富阳区第一产业增加值46.3亿元，增长2.1%；第二产业增加值339.1亿元，增长2.9%；第三产业增加

值 391.0 亿元，增长 11.8%。三次产业结构由 2016 年的 6.4:46.3:47.3 调整为 6.0: 43.7: 50.4，产业结构持续优化。按户籍人口计算的人均生产总值增长至 115120 元，同比增长 6.3%。

固定资产投资方面，2017 年富阳区固定资产投资完成 340.6 亿元，同比下降 12.6%。2017 年富阳区完成工业投资 127.8 亿元，下降 21.5%；基础设施投资 88.8 亿元，下降 14%。从投资结构看，2017 年富阳区第一产业投资 1.6 亿元，下降 32.9%；第二产业投资 127.8 亿元，下降 21.4%；第三产业投资 211.2 亿元，下降 6%。

财政收入方面，2017 年富阳区全年财政总收入首次突破百亿，达 106.9 亿元，同比增长 10.0%，2017 年富阳区完成一般公共预算收入 63.7 亿元，同比增长 10.4%。

总体看，跟踪期内，富阳区经济增速较快，产业结构持续优化，但固定资产投资有所下降，地方政府财政总收入和一般公共预算收入稳定增长。

富阳经济技术开发区

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。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。

2017 年 7 月，根据《关于完善富阳经济技术开发区体制机制的补充意见》（富委办【2017】62 号），富阳经开区（银湖新区、东洲新区、场口新区和新登新区共 109.73 平方公里）实行投融资、土地开发、基础设施建设等封闭式管理。经开区管委会负责编制政府投资项目年度建设计划（纳入全区投资计划）以及

年度投融资计划。富阳经开区投资项目的立项批复、概预算审核、工程变更管理、资金管理、结（决）算批复等由经开区管委会负责管理和审批。

银湖、东洲、场口和新登新区的税收（不含房地产）地方留存部分的 20% 安排给富阳经开区。分成税收由富阳经开区专项用于新区日常管护、招商引资、对外宣传、企业培育扶持等支出。

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。跟踪期内，经开区引进项目 28 个，其中外资项目 5 个，总投资额 243.5 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。

根据富阳经开区财政局提供的数据，2017 年富阳经开区综合财力为 29.72 亿元，同比下降 11.12%，主要系一般公共预算收入大幅下降所致。2017 年，富阳经开区实现一般公共预算收入 28.53 亿元，同比下降 13.10%，主要系 2017 年富阳区实行的新一轮乡镇财政体制明确营改增增值税地方与中央按照 50:50 的比例分成（2016 年及以前营改增增值税全额归地方所有）。经开区一般公共预算收入全部为税收收入，一般公共预算收入质量好。2017 年，富阳经开区基金收入完成 1.19 亿元，同比下降 32.77%。富阳经开区无上级补助收入和财政专户收入。截至 2017 年底，根据富阳经开区财政局提供的数据，富阳经开区地

方政府债务余额0.28亿元，全部为直接债务。2017年富阳经开区债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力）0.94%。

总体看，跟踪期内富阳经开区综合财力受增值税分成比例影响有所下降，但地方政府债务负担很轻。

六、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

2017年7月，根据《关于完善富阳经济技术开发区体制机制的补充意见》（富委办〔2017〕62号），经开区管委会在其直接管辖范围内实行投融资、土地开发、基础设施建设等封闭式管理。公司负责经开区范围内的土地整理和基础设施建设，在区域内具有垄断优势。

2. 外部支持

公司为富阳经开区内的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内在财政补贴方面得到富阳区政府的支持。

2017年，公司获得财政补贴4.51亿元，公司将其作为与收益相关的政府补助冲减财务费用。2017年7月，富阳经开区封闭式管理后富阳区政府停止对公司贴息。

3. 企业信用记录

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2018年5月10日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录情况良好。

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

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入13.31亿元，同比大幅上升47.83%，主要系公司土地整理收入大幅增加。从收入构成看，土地出让金返还收入仍为公司最主要的收入及利润来源。2017年，公司确认银湖、场口等地区共4块土地整理收入。2017年，公司房产建设板块实现收入75.76万元，同比大幅下降，全部为公司销售钱塘家园安置房产产生的收入。公司其他业务主要包括商铺租赁、物业服务和资金使用费收入，2017年公司其他业务收入1661.19万元，同比大幅增长，主要系资金使用费收入增长所致。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率34.34%，同比上升16.4个百分点，主要系G20峰会和杭州市域铁路开通预期带动富阳经开区土地出让价格上升，公司土地整理收入毛利率上升所致。2017年，公司土地出让板块毛利率37.00%，同比上升16.27个百分点。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一直为负。公司其他业务毛利率有所上升，主要系高毛利率的资金使用费收入占比提高所致。此外，由于公司科创园A、B区块目前租赁收入较小，无法覆盖折旧，导致跟踪期内公司其他业务毛利率仍为负数。

表3 2016~2017年公司营业收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理收入	89120.72	98.97	20.73	131384.68	98.70	37.00

房产建设	345.04	0.38	-399.82	75.76	0.06	-3078.07
其他	584.74	0.65	-159.89	1661.19	1.24	-33.76
合计	90050.50	100.00	17.94	133121.64	100.00	34.34

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地综合开发

公司的土地整理业务主要经过征收、报批、开发等过程。首先，公司与涉及的村、乡镇/街道协商，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），富阳经开区直辖范围内工业用地的土地出让金扣除刚性计提后全额，经营用地出让金净收益的40%返还给公司，用于土地开发及基础设施建设的资金平衡。实际操作中，出让金返还比例在此基础上波动。封闭式管理后，富阳经开区直辖范围内经营用地的出让金扣除刚性计提后也将全额返还至公司。

目前，土地出让金由富阳区财政局和富阳经开区财政局代为返还，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。

跟踪期内，受益于G20峰会和市域铁路开通预期带动土地需求大幅上升，公司土地出让金额和经营用地均价同比均大幅提升。2017年，公司出让土地金额22.45亿元，同比大幅增加21.45亿元，以经营用地出让为主。出让均价方面，工业用地均价维持在较低水平，2017年公司出让的经营用地均价达到794.82万元/亩，同比明显提高。

表4 2016~2017年公司土地出让情况（单位：亩、亿元、万元/亩）

项目	2016年	2017年
出让面积	296.62	755.02
其中：工业用地	291.46	489.46
经营用地	5.16	265.56
出让金总额	0.99	22.45
其中：工业用地	0.95	1.34
经营用地	0.04	21.11
出让均价	33.43	297.35
其中：工业用地	32.55	27.44
经营用地	83.36	794.82

资料来源：公司提供

注：经营用地包含住宅用地，2016年统计数字未包含公司当年出让的住宅用地。

封闭式管理前，富阳区财政局为保持公司营业收入稳定，当公司整理的土地出让情况不理想时，会统筹调节，将富阳区土地储备中心整理的土地出让收益返还公司，计入公司营业收入。公司支付给富阳区土地储备中心的相应地块整理费用作为公司营业成本。封闭式管理后，公司确认收入的土地将局限于公司整理的土地和原富阳区土地储备中心在经开区范围内整理的土地（出让后净收益给予经开区20%的分成比例）。2017年，公司实现土地出让收入13.14亿元，主要系场口和银湖区块实现土地出让收益。

富阳经开区直辖范围合计109.73平方公里土地。截至2017年底，公司已开发但尚未出让的土地面积为1.03万亩（其中可出让面积0.71万亩），剩余待开发面积为1.97万亩，其中可出让面积1.66万亩。截至2017年底，富阳经开区内公司已开发和未开发的可出让土地合计2.37万亩，其中经营用地占45.99%。

表 5 截至 2017 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	9042.80	7927.87	7151.21	4898.18
经营用地	10645.97	8660.45	3105.38	2227.03
合计	19688.77	16588.32	10256.59	7125.21

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。

总体看,土地出让业务规模及价格受宏观经济及国家政策影响大。随着富阳经开区实行封闭式管理,未来公司土地出让收入规模存在一定不确定性。

(2) 房产建设

公司建设的房产全部为安置房,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建设销售。

乡镇/街道统筹实施拆迁,货币安置费、拆迁补偿成本和安置房建造成本均由负责的子公司负担。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 2017 年底,公司剩余安置房近 300 套,未来或根据政府安排对外销售。

截至 2017 年底,公司安置房已全部建成,东洲民联村钱塘家园项目确认收入 0.24 亿元,累计预收购房款 1.47 亿元,场口新区农村多层公寓房项目尚未确认收入。

表 6 截至 2017 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	0.24
合计	28.21	0.24

资料来源:公司提供

(3) 基础设施建设业务

公司承担富阳经开区内的基础设施建设职能,截至 2017 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。资金平衡方式为土地出让收益返还。

公司在建及拟建项目包括银湖、东洲区路网、银湖公园及水系景观等,根据富委【2013】45 号文,富阳经开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。根据富委办【2017】62 号文,富阳经开区实行封闭式管理后,封闭式管理后,公司基础设施建设项目的资金平衡方式仍为土地出让金返还。

截至 2017 年底,公司在建项目需投资 125.86 亿元,已完成投资 74.39 亿元,尚需投资 51.47 亿元。总体看,公司未来融资压力较大。

表 7 截至 2017 年底公司重大项目投资情况(单位:亿元)

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2017 年底已投资	2018 年计划投资	未来三年计划投资
			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	33.43	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	17.7	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	11.62	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	6.31	0.50	--
场口新区塘东区块	场口多层八、九期公寓房、道路绿化、场口入城公园工程	9.50	6.00	3.50	0.95	2.37	6.18
场口新区青江区块	道路路网、土石方工程、绿化工程及其他配套工程	15.50	10.00	5.50	1.55	3.875	10.08
高新、银湖区块	银湖实验学校、闲视线绿化、富阳区北大门公园及其他配套工程	20.00	15.00	5.00	2.00	5.00	13.00
东洲新区	东洲园区水电气配套工程、奥特莱斯配套项目明星路向北延伸工程等	8.30	5.00	3.30	0.83	2.08	5.40
合计	--	125.86	80.80	45.06	74.39	16.32	35.15

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将根据富阳经开区发展规划，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017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。2017年合并范围未发生变化，财务数据可比性很强。

截至 2017 年底，公司资产总额 236.47 亿元，所有者权益 80.95 亿元；2017 年公司实现营业收入 13.31 亿元，利润总额 2.02 亿元。

2. 资产质量

表 8 2016~2017 年公司主要资产构成(单位:亿元、%)

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.91	10.93	17.81	7.53
预付款项	25.11	10.20	20.08	8.49
其他应收款	57.71	23.44	40.04	16.93
存货	112.90	45.86	125.28	52.98
流动资产	223.65	90.86	207.13	87.59
投资性房地产	3.95	1.60	5.57	2.36

在建工程	15.94	6.48	21.11	8.93
非流动资产	22.50	9.14	29.35	12.41
资产总额	246.16	100.00	236.47	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司资产总额 236.47 亿元，同比下降 3.94%，主要系流动资产（其他应收款）下降所致。公司流动资产占 87.59%，非流动资产占 12.41%，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

2017 年底，公司流动资产 207.13 亿元，同比下降 7.39%，主要系货币资金和其他应收款有所下降。

2017 年底，公司货币资金 17.81 亿元，同比下降 33.83%，其中使用权受限资金 13.65 亿元（定期存单质押），受限资金占比很大。

2017 年底，公司预付账款 20.08 亿元，同比下降 20.05%，主要系预付富阳银湖街道办事处和富阳场口镇政府的征迁款减少所致。公司预付款余额前五名合计占总额的 98.45%，公司预付账款较为集中。

表 9 截至 2017 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
杭州市富阳区财政局	土地款	10.50	52.29
杭州市富阳区土地储备中心	土地款	7.69	38.30
杭州市富阳区人民法院	执行款	1.05	5.23

杭州富阳水务有限公司	工程款	0.28	1.41
杭州富阳场口镇人民政府	工程款	0.25	1.22
合计	--	19.77	98.45

数据来源：公司审计报告

2017 年底，公司其他应收款账面价值 40.04 亿元，同比下降 30.63%，主要系公司收回对杭州富阳投资发展有限公司（以下简称“富投发公司”）的其他应收款。富投发公司由富阳区国资办持股 100%，对富阳区其他平台进行资金统筹调节。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 95.74%。欠款方多为区域内平台公司，随着公司收回对富投发公司的部分其他应收款，公司资金被占用的情况有所缓解，但富阳区平台公司对公司资金占用规模仍较大。

表 10 截至 2017 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	30.64	76.42	1 年以内、1-2 年
杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司	往来款	6.59	16.42	3 年以上
杭州富阳东洲投资开发有限公司	往来款	0.61	1.52	2-3 年、3 年以上
杭州富阳场口镇人民政府	往来款	0.31	0.87	1-2 年
银湖街道东坞山村	往来款	0.20	0.51	1 年以内、1-2 年、2-3 年
合计	--	38.50	95.74	--

数据来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货 125.28 亿元，同比增长 10.97%，主要系开发成本（土地开发前期支出）增长所致。公司存货包括开发成本 117.81 亿元和开发产品 7.48 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。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 29.35 亿元，同比大幅增长 30.40%，主要系在建工程增长所致。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 5.57 亿元（其中 2.57 亿元已被抵押），同比增长 41.00%，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 2017 年底，公司在建工程 21.11 亿元，同比增加 32.43%，系公司对杭州银湖实验学校和其他零星工程项目新增投入。受决算审计进度较慢影响，公司在建工程规模大，未来主要通过土地出让收益返还以平衡前期投入成本，变现能力和变现时间均有一定不确定性。

总体看，公司资产中存货、其他应收款和在建工程占比大，富阳区其他平台对公司资金占用规模较大。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

2017 年底，公司所有者权益 80.95 亿元，同比基本稳定。公司所有者权益主要由实收资本（占 12.35%）和资本公积（占 71.56%）构成。2017 年底，公司资本公积 57.93 亿元，同比略有下降，主要系政府收回子公司杭州富阳高科技创业投资管理有限公司创业投资基金 1500 万元所致。

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

2017 年底，公司负债合计 155.52 亿元，同比下降 6.62%，其中流动负债 47.21 亿元（占 30.35%），非流动负债 108.31 亿元（占 69.65%）。公司负债仍以非流动负债为主，但流动负债占比较 2016 年底有所上升。

2017 年底，公司流动负债 47.21 亿元同比基本稳定。公司流动负债主要由短期借款（占 29.29%）、其他应付款（占 11.93%）和一年内

到期的非流动负债（占 50.41%）构成。

2017年底，公司短期借款13.83亿元，同比增长12.06%，均为质押借款和质押及保证借款。

2017年底，公司其他应付款5.63亿元，同比基本稳定，主要为公司与政府和其他企业之间的往来款。

2017年底，公司一年内到期的非流动负债23.80亿元，同比大幅增加47.16%，包括20.80亿元一年内到期的银行借款和3.00亿元一年内到期的应付债券。

2017年底，公司非流动负债合计108.31亿元，同比下降10.33%，主要系长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占63.68%）、应付债券（占22.16%）和长期应付款（占11.36%）构成。

2017年底，公司长期借款68.97亿元，同比下降8.63%，无信用借款；公司应付债券24.00亿元，包括“14富春山居债/PR富春债”9.00亿元和“16富春山居债/PR富春债”15.00亿元。

2017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。

表 11 2016~2017 年公司全部债务情况

(单位: 亿元, %)

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期债务	36.01	25.45	37.62	28.81
短期借款	12.34	8.72	13.83	10.59
一年内到期的非流动负债	16.17	11.43	23.80	18.22
应付票据	7.50	5.30	--	--
长期债务	105.49	74.55	92.97	71.19
长期借款	75.49	53.35	68.97	52.81
应付债券	30.00	21.20	24.00	18.38
合计	141.5	100.00	130.6	100.00

资料来源: 审计报告

从有息债务来看，2017年底，公司全部债务130.60亿元，同比下降7.70%，其中短期债务占28.81%，长期债务占71.19%，公司短期债务占比略有上升。跟踪期内，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

有所下降，2017年底分别为65.77%、61.73%和53.46%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，但债务负担仍较重，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

2017年，公司营业收入13.31亿元，同比大幅上升47.83%，主要系富阳经开区土地出让成交价格提高所致。跟踪期内，公司营业成本8.74亿元，同比上升18.29%。

受财务费用大幅下降影响，公司期间费用大幅下降，2017年，公司期间费用2.55亿元，占营业收入的19.13%，同比下降60.26个百分点，主要由财务费用构成。公司2017年财务费用大幅下降主要系封闭式管理以前，公司将收到的贴息计入营业外收入，不冲减财务费用。

2017年，公司营业利润率33.97%，较2016年上升16.40个百分点，系土地出让板块毛利率大幅上升所致。公司营业利润由负转正，2017年达到2.11亿元。营业外收入64.38万元，同比大幅下降，主要系公司将贴息直接冲减财务费用；利润总额2.02亿元，同比增长16.31%。公司自身盈利能力有所增强。

表 12 2016~2017 年公司收入及盈利情况(单位: 亿元)

科目	2016年	2017年
营业收入	9.01	13.31
营业利润	-5.10	2.11
营业外收入	6.84	0.01
利润总额	1.73	2.02
净利润	1.73	2.02
营业利润率(%)	17.57	33.97
总资本收益率(%)	3.88	2.29
净资产收益率(%)	2.18	2.49

资料来源: 公司审计报告

从盈利指标来看，跟踪期内，受财务费用下降影响，公司总资本收益率2.29%，同比下降1.59个百分点；受净利润上升影响，净资产收益率2.49%，同比上升0.31个百分点。

总体看，跟踪期内，土地出让业务毛利率大幅上升，公司利润总额有所上升，利润对政府贴息依赖较强。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司现金流量情况如下表所示。

表 13 2016~ 2017 年现金流量情况 (单位: 亿元、%)

科目	2016年	2017年
经营活动现金流量净额	-39.81	-0.67
投资活动现金流量净额	0.26	-8.08
筹资活动现金流量净额	37.40	7.49
现金收入比	100.21	100.32
经营现金流流动负债比率	-86.98	-1.41

经营活动方面，跟踪期内，公司经营活动现金流入 28.88 亿元，同比下降 9.38%。2017 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 13.36 亿元，现金收入比 100.32%，较 2016 年基本稳定，整体收现质量较好。2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 15.53 亿元（收回富投发公司的往来款等）。跟踪期内，公司经营活动现金流出 29.55 亿元，同比大幅减少，主要系支付其他与经营活动有关的现金（往来款）大幅减少所致，2017 年公司支付其他与经营活动有关的现金 2.66 亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付现金 26.70 亿元，系对存货新增投入。2017 年，公司经营活动现金流净额-0.67 亿元，经营活动现金净流出情况得到极大缓解。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入规模较小，同比大幅下降，主要系收回投资（理财产品到期）收到的现金大幅下降所致，2017 年为 1.05 亿元；同期，公司投资活动现金流出 9.16 亿元，较 2016 年大幅下降，主要系投资（购买理财产品）支付的现金大幅下降所致，2017 年公司支付 3.95 亿元。2017 年，公司投资活动现金净流出-8.08 亿元，跟踪期内，公司购买和收回理财产品产生的现金流规模显著下降。

筹资活动方面，跟踪期内，公司筹资活动

现金流入 64.18 亿元，取得借款收到的现金同比大幅下降，公司收到其他与筹资活动有关的现金 20.37 亿元，同比大幅上升，系定期存单解质押。公司筹资活动现金流出 56.70 亿元，同比基本稳定，其中支付其他与筹资活动有关的现金 12.68 亿元（定期存单质押）。2017 年，公司筹资活动现金净流入 7.49 亿元，同比大幅下降。

总体看，跟踪期内，随着富阳经开区实行封闭式管理，公司与富阳区其他平台之间的往来款规模明显下降。公司购买和收回理财产品产生的现金流规模也随之下降，经营活动现金净流出情况得到极大缓解，考虑到公司未来仍有一定规模的投资支出，公司面临较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期支付压力看，2017 年，公司流动比率和速动比率分别为 438.77% 和 173.37%，均同比有所下滑。同期，公司现金类资产/短期债务为 47.34%，同比有所下滑。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，2017 年，公司 EBITDA 为 5.09 亿元，较 2016 年有所下降，全部债务/EBITDA 为 25.66 倍，较 2016 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。

2017 年底，公司对外担保余额合计 37.65 亿元，担保比率 46.51%。公司对杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）担保余额较大。富阳城投由富阳区国资办持有 100% 股权，主要从事富阳区基础设施建设、土地开发和水务运营。2017 年底，富阳城投资产总额 474.10 亿元，资产负债率 54.04%。2017 年富阳城投实现营业收入 29.65 亿元，利润总额 6.93 亿元。其他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，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2017 年底公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保方	担保余额
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	21.25
杭州富阳江南新城建设投资集团有限公司	5.10
杭州富阳水务有限公司	1.00
杭州富阳住房建设投资有限公司	10.00
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	0.30
合计	37.65

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司共获各家银行授信额度为134亿元，已使用额度为124.7亿元，未使用额度为9.30亿元。

十、 存续期债券偿债能力分析

截至 2017 年底，公司已收到场口新区土地出让净收益 9.51 亿元，相当于“14 富春山居债/PR 富山居”余额的 1.06 倍，相当于每年偿还本金（3 亿元）的 3.17 倍，对“14 富春山居债/PR 富山居”每年偿还本金的保障能力较强。

“14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”2 支债券余额合计 24 亿元。2017 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 2 支债券余额的 0.21 倍和 1.23 倍，经营活动现金流入量对 2 支债券余额的覆盖程度较好。2017 年底公司现金类资产 17.81 亿元，为 2 支债券余额的 0.74 倍，保障程度一般。

两期债券均设有本金分期偿付条款，按年均偿付本金合计（6.00 亿元）计算，2017 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为每年偿付本金的 4.81 倍和 0.85 倍，经营活动现金流入量对两期公司债券年均偿付本金合计的覆盖程度较好。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。

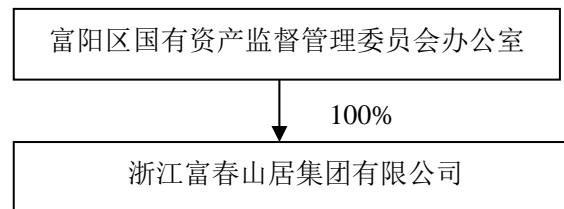
在“14 富春山居债/PR 富山居”存续期内，

根据公司与中国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，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“14 富春山居债/PR 富山居”和“16 富春山居债/16 富春债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

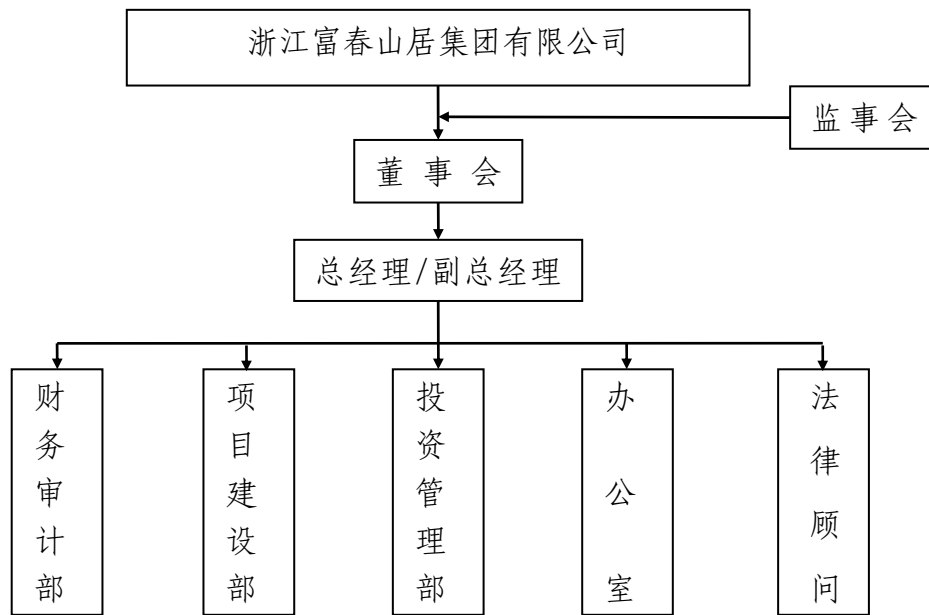
附件 1-1 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 2017 年底公司子公司情况表

企业名称	注册资本（万元）	经营范围	持股比例（%）
杭州富阳高科技创业投资管理有限公司	1000.00	创业投资管理服务	100.00
杭州富阳富民新农村建设有限公司	20000.00	新农村基础设施建设	100.00
杭州富阳场口新区建设有限公司	10000.00	土地开发整理	100.00
杭州富阳富春江房地产开发有限公司	10000.00	房地产开发经营	100.00
杭州富阳银湖新区建设有限公司	30000.00	土地开发整理	100.00
杭州富阳银湖科创投资管理有限公司	500.00	物业管理	100.00
浙江富春山居建设有限公司	3000.00	基础设施建设	100.00
杭州富阳东洲运动休闲新城建设投资有限公司	10000.00	土地开发整理	100.00

附件 1-3 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.28	26.91	17.81
资产总额(亿元)	176.68	246.16	236.47
所有者权益(亿元)	78.94	79.61	80.95
短期债务(亿元)	22.96	36.01	37.62
长期债务(亿元)	53.30	105.49	92.97
全部债务(亿元)	76.26	141.50	130.60
营业收入(亿元)	8.99	9.01	13.31
利润总额(亿元)	1.55	1.73	2.02
EBITDA(亿元)	6.11	8.74	5.09
经营性净现金流(亿元)	-12.94	-39.81	-0.67
销售债权周转次数(次)	2595.67	1086.61	790.53
存货周转次数(次)	0.11	0.07	0.07
总资产周转次数(次)	0.08	0.04	0.06
现金收入比(%)	99.20	100.21	100.32
营业利润率(%)	12.21	17.57	33.97
总资本收益率(%)	3.86	3.88	2.29
净资产收益率(%)	1.94	2.18	2.49
长期债务资本化比率(%)	40.31	56.99	53.46
全部债务资本化比率(%)	49.14	64.00	61.73
资产负债率(%)	55.32	67.66	65.77
流动比率(%)	512.96	488.68	438.77
速动比率(%)	161.90	241.99	173.37
经营现金流动负债比(%)	-41.31	-86.98	-1.41
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	16.20	25.66
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.28	1.80

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。