

信用评级公告

联合〔2021〕4271号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州富阳开发区建设投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州富阳开发区建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，“16富春山居债/PR富春债”的信用等级为AA，“20富阳经开债01/20富开债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十九日

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
担保方	AA+	稳定	AA+	稳定
16 富春山居债 /PR 富春债	AA	稳定	AA	稳定
20 富阳经开债 01/20 富开债	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 富春山居债 /PR 富春债	15 亿元	6 亿元	2023/1/27
20 富阳经开债 01/20 富开债	13 亿元	13 亿元	2027/10/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		a	评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（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”）唯一的土地整理和基础设施建设主体。跟踪期内，杭州市富阳区经济和财政实力保持增长，公司持续得到杭州市富阳区人民政府（以下简称“富阳区政府”）及富阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）在资产注入、资本金注入和财政补贴等方面的大力支持，所有者权益规模大幅增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模持续增长、存在短期偿付压力、未来资本支出及筹资压力大等可能对其信用水平带来的不利影响。

富阳区“撤市设区”后，杭州市城市发展溢出效应明显，富阳区在产业升级、土地出让价格等方面均有大幅改善。随着多家央企、行业龙头和大型项目的逐步入驻和深耕发展，富阳经开区产业发展势头良好，自身经济实力有望得到进一步增强，良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。

“16 富春山居债/PR 富春债”和“20 富阳经开债 01/20 富开债”设置了分期偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。“20 富阳经开债 01/20 富开债”由杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；经联合资信评定，富阳城投主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定，其担保可有效增强“20 富阳经开债 01/20 富开债”的偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 富春山居债/PR 富春债”的信用等级为 AA，“20 富阳经开债 01/20 富开债”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

分析师：马玉丹 韩晓昱
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

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，富阳区经稳步发展，一般公共预算收入保持高速增长；富阳经开区产业发展环境不断优化，主要经济指标稳步增长。2020年富阳区实现地区生产总值821.5亿元，增长1.1%；完成一般公共预算收入90.14亿元，同比增长12.7%。
2. **持续获得政府的有力支持。**公司是富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内持续获得富阳区政府和经开区管委会在资产注入、资本金注入和财政补贴等方面的大力支持，公司所有者权益规模大幅增长。
3. **担保增信。**富阳城投为“20富阳经开债01/20富开债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效增强其偿付安全性。

关注

1. **有息债务持续增长，存在一定的短期偿付压力。**2020年底，公司全部债务259.90亿元，较2019年底增长13.41%；其中短期债务76.16亿元，现金短期债务比为0.53倍。
2. **筹资压力大。**公司经营活动现金持续大额净流出，在建及拟建项目投资规模大，未来筹资压力大。
3. **担保比率较高，存在或有负债风险。**2020年底，公司对外担保余额合计79.62亿元，担保比率31.47%，被担保方主要为富阳区政府投资平台企业或其子公司。

主要财务数据

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产 (亿元)	23.98	42.26	40.33
资产总额 (亿元)	308.32	480.50	584.49
所有者权益 (亿元)	105.34	200.89	252.97
短期债务 (亿元)	42.63	63.21	76.16
长期债务 (亿元)	112.86	165.96	183.75
全部债务 (亿元)	155.48	229.17	259.90
营业收入 (亿元)	15.44	18.50	22.71
利润总额 (亿元)	2.78	3.13	3.61
EBITDA (亿元)	12.20	10.41	9.68
经营性净现金流 (亿元)	-43.40	-40.67	-37.38
营业利润率 (%)	68.09	44.13	32.57
净资产收益率 (%)	2.64	1.52	1.29
资产负债率 (%)	65.84	58.19	56.72
全部债务资本化比率 (%)	59.61	53.29	50.68
流动比率 (%)	407.15	428.35	398.11
经营现金流负债比 (%)	-58.96	-37.52	-26.29
现金短期债务比 (倍)	0.56	0.67	0.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.33	0.76	0.83
全部债务/EBITDA (倍)	12.74	22.01	26.86
公司本部 (母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 (亿元)	203.97	258.61	351.57
所有者权益 (亿元)	60.35	112.38	161.24
全部债务 (亿元)	97.97	96.81	147.33
营业收入 (亿元)	0.01	1.26	2.14
利润总额 (亿元)	-5.64	-2.11	0.48
资产负债率 (%)	70.41	56.55	54.14
全部债务资本化比率 (%)	61.88	46.28	47.75
流动比率 (%)	336.96	290.97	360.36
经营现金流负债比 (%)	-4.08	18.78	-56.13
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.63	0.61

注：已将其他流动负债及其他非流动负债计入有息债务核算；未获取母公司折旧摊销数据，母公司 EBITDA 及相关指标无法计算

评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 富阳经开债 01/20 富开债	AA+	AA	稳定	2020/7/10	马玉丹 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
16 富春山居债/PR 富春债	AA	AA	稳定	2020/7/10	马玉丹 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
16 富春山居债/PR 富春债	AA	AA	稳定	2015/11/30	景雪 李苏磊	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续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

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元；富阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）是公司唯一股东，杭州市富阳区人民政府（以下简称“富阳区政府”）是公司实际控制人。

公司系富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内，公司职能定位及主营业务未发生变化。

跟踪期内，公司职能部门变更为财务部、人力资源部、项目建设管理部、总师室、办公室、纪检审计部和资产经营管理部，纳入合并范围的子公司 13 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 584.49 亿元，所有者权益 252.97 亿元；2020 年，公司实现营业收入 22.71 亿元，利润总额 3.61 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市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：赵立群。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“16 富春山居债/PR 富春债”和“20 富阳经开债 01/20 富开债”，债券余额为 19.00 亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
16 富春山居债/PR 富春债	6.00	2016/1/27	7	4.76
20 富阳经开债 01/20 富开债	13.00	2020/10/27	7	4.94

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“16 富春山居债/PR 富春债”于 2016 年 1 月 27 日发行，募集资金 15.00 亿元，按年付息，在存续期的第 3 至 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 2020 年底，“16 富春山居债/PR 富春债”募集资金已全部使用完毕；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，截至 2020 年底，以上物业销售预收房款 1.59 亿元，尚未确认收入。

“20 富阳经开债 01/20 富开债”于 2020 年 10 月 27 日发行，募集资金 13.00 亿元，按年付息，在存续期的第 3 至 7 年末每年还本 20%；募集资金中 8.00 亿元用于银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）项目建设，5.00 亿元用于补充营运资金。截至 2020 年底，“20 富阳经开债 01/20 富开债”募集资金已使用 9.80 亿元，银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）项目已完成投资 10.50 亿元。

跟踪期内，公司已按时支付“16 富春山居债/PR 富春债”利息及分期偿付本金；“20 富阳经开债 01/20 富开债”尚未到付息日。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年

同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一

步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收

入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造**

业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有

着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业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) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，

并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专

项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县

2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，富阳区经济稳步发展，一般公共预算收入保持高速增长；富阳经开区产业发展环境不断优化，主要经济指标稳步增长，公

司外部发展环境良好。

富阳区概况

根据《富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2020年富阳区实现地区生产总值821.5亿元，增长1.1%。其中：第一产业增加值49.5亿元，增长0.1%；第二产业增加值345.0亿元，下降2.7%；第三产业增加值417.5亿元，增长5.3%；三次产业增加值结构由为6.0:45.6:48.4调整为6.1:42.5:51.4，按户籍人口计算人均生产总值117760元。

固定资产投资方面，2020年，富阳区全年固定资产投资增长30.7%；从投资结构看，工业投资增长31.8%，交通投资下降30.2%，民间投资（不含房地产项目）增长29.7%，生态环境和公共设施投资增长21.9%，高新技术产业投资增长15.4%。房地产业方面，2020年，富阳区房地产开发投资增长40.7%，房地产住宅施工面积、商品房销售面积增速均超20%，其中，住宅销售146.1万平方米，增长28.5%，实现销售额339.8亿元，增长38.9%。

根据《关于杭州市富阳区2020年财政预算执行情况和2021年财政预算草案的报告》，2020年富阳区完成一般公共预算收入90.14亿元，同比增长12.7%。其中税收收入85.49亿元，在一般公共预算收入中占94.84%，一般公共预算收入质量高。2020年，富阳区一般公共预算支出完成102.52亿元，财政自给率为87.92%。

2020年，富阳区完成政府性基金收入451.80亿元，同比增长42.0%；其中土地出让

金收入 409.30 亿元。随着杭州市域铁路富阳线即将开通运营，杭州市城市溢出效应逐渐显现，国有土地使用权收入对富阳区综合财力形成有力支撑。截至 2020 年底，富阳区地方政府债务余额为 182.58 亿元，控制在限额 194.74 亿元以内。

富阳经济技术开发区概况

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月升级为国家级经济技术开发区。富阳经开区位于杭州市西南，与杭州主城无缝对接，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）（以下简称“富委办〔2017〕62号文”），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。

2019年，富阳经开区从富阳区接管了金桥工业功能区、鹿山工业功能区、环山工业功能区、高教园区等4个区域作为直接管辖区，区块面积共计10.31平方公里，已建成区占63%。其中，金桥工业功能区主导产业为通信光缆、金属制品、机械设备和生物医药，现有规上工业企业28家；鹿山工业功能区主导产业为机械设备、电子信息、仪器仪表制造业，现有规上企业20家。

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加快了富阳经开区产业转型升级步伐。根据富阳经开区政府工作报告，2020年，富阳经开区完成规上工业总产值607.7亿元，同比增长0.5%，在富阳区比重从2019年的44.8%提升至

51.7%；完成规上工业增加值127.0亿元，同比增长5.6%，占全区比重从2019年的49.7%提升至53.9%。

六、基础素质分析

1. 企业规模及竞争力

公司作为富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，经营业务在区域内具有垄断优势。

截至 2020 年底，公司共有 13 家控股子公司。其中，杭州富阳新登小城镇投资建设有限公司、杭州富阳场口小城镇投资建设有限公司、杭州富阳银湖新区建设有限公司和杭州富阳开发区基础设施建设有限公司分别负责富阳新登小城镇、富阳场口小城镇、富阳银湖新区等各自身所处区域内的土地整理和基础设施建设业务，杭州富阳富春江房地产开发有限公司主要负责公司的房产建设业务。

2. 外部支持

跟踪期内，公司得到了富阳区政府和经开区管委会在资产注入、资本金注入和财政补贴等方面的大力支持。

2020 年，根据杭州市富阳区人民政府国有建设用地划拨决定书，公司增加资本公积 31.04 亿元；收到财政资本金注入，增加资本公积 17.78 亿元。

2020 年，公司收到财政补助 3033.70 万元，增加其他收益。

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（中征码：3301830000131897），截至 2021 年 4 月 29 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化；公司职工监事换届，监事

会成员发生变更。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事富阳经开区内的土地整理、房产开发和基础设施建设等业务，营业收入主要来自土地整理业务。跟踪期内，公司营业收入保持增长，综合毛利率明显下降。

2020年，公司实现营业收入22.71亿元，同比增长22.76%，主要是土地整理收入增长。从收入构成看，土地整理收入是公司主要的收入来源，2020年为20.23亿元，占营业收入的89.06%。公司基础设施建设业务主要是土地整理项目配套建设道路路网和绿化，2020年实现

收入1.10亿元，同比下降28.57%，系确认收入的代建项目体量较小所致；同期，公司未实现房地产销售收入，租金收入同比下降24.30%。2020年，公司其他业务收入大幅增至8972.73万元，主要是基础设施养护收入增长所致。

2020年公司综合毛利率为33.86%，同比下降10.99个百分点，主要受土地整理业务毛利率下降以及基础设施养护业务毛利率为负的影响；其中，公司土地整理业务毛利率同比下降11.52个百分点，系2020年8月1日后公司改变业务模式，根据成本加成模式确认相关收入所致；同期，公司基础设施代建业务及租赁业务毛利率保持稳定。2020年，公司其他业务毛利率为-17.17%，主要系基础设施养护业务毛利率为负所致。

表4 公司营业收入构成及毛利润情况（单位：万元、%）

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	162859.17	88.02	48.13	202285.00	89.06	36.61
基础设施代建	15465.15	8.36	4.76	11046.08	4.86	4.75
房产开发	292.30	0.16	-550.84	0.00	0.00	--
租金	6395.95	3.46	85.23	4841.46	2.13	79.91
其他	11.99	0.01	100.00	8972.73	3.95	-17.17
合计	185024.56	100.00	44.85	227145.27	100.00	33.86

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

土地整理

土地整理是公司的核心业务，跟踪期内，公司土地出让收入保持增长；业务模式由根据出让金返还确认收入变更为按照当年出让土地成本加成一定比例收益确认收入，业务毛利率明显下降；公司可出让的土地储备充足，但土地出让规模受政府规划及政策影响大。

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。

根据杭州市富阳区财政局、杭州市规划和自然资源局富阳分局于2021年3月印发的《关于杭州市富阳区土地做地成本与土地出让金相关收益结算管理暂行办法的通知》（富财宗〔2021〕90号），2020年8月1日起，公司整理并出让的土地中，工业土地按基准地价乘以面积扣除专项计提后的70%结算，面积按照土地储备中心验收报告面积确定；经营性用地按照做地成本加成一定比例结算，做地成本包括实际发生的征地和拆迁补偿支出、房屋征迁工作经费、土地开发支出、应缴纳的相关税费和其他支出以及财务费用等（拆迁资产残值处置收益冲减做地成本）。财务处理方面，公司将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”，待年末根据富阳

区土地储备中心认定的土地结算清单确认土地整理收入并结转成本。

2020年,公司整理的土地实现出让1673亩,同比增长6.63%,出让金总额同比增长56.07%;其中,工业用地及经营用地出让均价同比分别下降27.04%和12.94%。

表5 公司所整理土地出让情况
(单位:亩、亿元、万元/亩)

项目	2019年	2020年
出让面积	1569	1673
其中:工业用地	1070	744
经营用地	499	929
出让金总额	75.43	117.72
其中:工业用地	4.08	2.07
经营用地	71.35	115.65
出让均价	480.75	703.65
其中:工业用地	38.13	27.82
经营用地	1429.86	1244.89

注:经营用地包含住宅用地
资料来源:公司提供

由于土地出让金采用分期缴付的方式,公司收到的土地出让金返还金额与当年完成出让的土地出让金金额不能完全对应。2020年,公司共收到全额缴付的土地出让金返还38.01亿元,其中20.23亿元确认为公司土地整理收入,另外17.78亿元根据经开区管委会文件确认为资本公积。同时,公司收到部分项目分期缴付的土地出让金5.35亿元,计入“预收款项”中。

富阳经开区直辖面积共计120.04平方公里(含2017年封闭运行时确定的109.73平方公里和2019年划入的金桥工业功能区等10.31平方公里,约18万亩)。截至2020年底,公司已整理但尚未出让的土地共计16177.52亩,其中经营性用地1714.69亩;公司已整理未出让土地及整理中的土地开发成本账面价值共计274.56亿元。

房产开发

表6 截至2020年底公司主要项目投资情况(单位:亿元)

项目坐落	项目概况	总投资	已投资	待投资
主要完工、在建项目				
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	32.76	32.76	0.00

公司房产销售价格仅覆盖建筑建设成本,前期土地拆迁成本依靠土地出让金返还进行平衡。公司房产开发业务确认收入规模较小。

公司开发的房产项目主要为安置房,具体模式为:公司出资由相应的乡镇/街道实施拆迁后,由子公司进行建设,建设完成后通过安置房销售回笼资金并确认为房产开发销售收入。

截至2020年底,公司实施房产项目主要包括银湖人才公寓、银湖安置房(1#、3#、4#、5#、6#、7#)、新堰阳光家园(1-3期)、场口公寓房等(项目投资情况详见表6),其中银湖安置房、场口公寓已经开始实施认购选房工作,2020年底累计收到购房意向金24.53亿元,体现在其他应付款,由于尚未办理产权转移及开具售房发票,公司未确认相关收入。

基础设施建设业务

公司在建和拟建基础设施项目待投资规模大,存在较大资本金支出压力。

公司基础设施建设业务为代建模式,前期资金由公司筹集,项目完工后根据委托方安排逐年进行移交并确认相关收入。2020年,公司实现基础设施代建收入1.10亿元,系将高尔夫路拓宽工程移交给经开区管委会形成。

截至2020年底,公司已完工未回购的基础设施建设项目包括场口新区百丈畈区块、塘东畈区块基础设施工程和东洲新区道路路网及其他配套工程,累计投资57.87亿元。

截至2020年底,公司在建基础设施建设项目包括新登新区路网、东洲区块路网、银湖公园及水系景观等,多数处于投资早期,待投资规模较大;拟建项目主要是道路改造等零星项目,待投资规模较小。公司在建和拟建项目(含基础设施建设和房产开发)计划总投资206.83亿元,已完成投资110.18亿元,尚需投资96.65亿元。总体看,公司未来资本支出压力大。

场口新区百丈畈区块	道路路网、场口公共租赁住房、标准厂房、土石方工程、绿化工程及其他配套工程	18.30	18.30	0.00
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、银湖安置房项目1#、3#、4#、5#、6#、7#	59.91	39.34	20.57
东洲新区	道路路网及其他配套工程土地、东洲安置房一期	15.55	12.24	3.31
场口新区塘东区块	场口多层八、九期公寓房、道路绿化、场口入城口公园工程等	9.50	4.84	4.66
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	5.44	10.06
高新、银湖区块	银湖实验学校、闲祝线绿化、富阳区北大门公园及其他配套工程	20.00	10.39	9.61
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	3.05	5.25
新登新区	塔山大桥及接线工程；新登老城区道路综合整治工程；新登镇城河整治工程、文体中心区块土石方工程；23省道双塔段综合整治工程、新登新区土石方平整工程、官山溪路改道工程、松溪家园南侧道路、松溪家园四期景观配套工程、新登新区电力配套工程、双溪花园拆迁安置小区等	49.07	34.88	14.19
主要拟建项目				
银湖新区	新常村安置房项目	29.00	--	29.00
合计	--	257.89	161.24	96.65

注：1. 部分项目已完工未结算；2. 已移交并结转成本的项目将从上表中剔除
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2020年度财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020年底，公司拥有纳入合并范围子公司13家；

2020年，公司合并范围新增1家子公司，系新设成立，同时因注销减少3家子公司，整体变动不大，对财务数据可比性影响小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，其中由土地和项目开发成本形成的存货和与富阳区政府部门之间的往来款形成的其他应收款占比较高，对公司资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

2020年底，公司资产总额较2019年底增长21.64%，主要系存货增长所致；资产以流动资产为主，资产结构较2019年底变化不大。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年底		2020年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	464.34	96.64	566.04	96.84
货币资金	42.26	8.79	40.33	6.90
预付款项	10.20	2.12	23.43	4.01
其他应收款	45.73	9.52	22.20	3.80
存货	361.41	75.22	478.61	81.89
非流动资产	16.16	3.36	18.45	3.16
投资性房地产	14.46	3.01	15.82	2.71
资产总额	480.50	100.00	584.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2020 年底，公司流动资产较 2019 年底增长 21.90%，主要系存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金和存货构成。

2020 年底，公司货币资金较 2019 年底下降 4.57%，主要系项目投资支出所致；预付款项较 2019 年底增长 129.64%，系预付土地出让金增加。

2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底下降 51.46%，主要系收回杭州富阳投资发展有限公司往来款。公司其他应收款主要是与富阳区财政局以及经开区管委会的往来款，前五大欠款单位占总额的 68.55%，欠款方多为区域内政府单位，区域集中度高，个别款项账龄较长，对公司资金形成占用。

表 8 2020 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
杭州市富阳区财政局	往来款	6.13	28.62	3 年以上
富阳经济技术开发区管理委员会	往来款	5.00	23.35	1 至 2 年
杭州市富阳区新登镇人民政府	往来款	1.68	7.86	3 年以内, 3 年以上
杭州市富阳区胥口镇人民政府	往来款	1.11	5.16	3 年以内, 3 年以上
杭州市规划和自然资源局富阳分局	往来款	0.76	3.56	1 年以内
合计	--	14.68	68.55	--

资料来源: 公司审计报告

2020 年底，公司存货较 2019 年底增长 32.43%，主要系土地整理投入及政府划拨建设用地所致。公司存货主要由开发成本、未完工代建项目及开发产品构成，其中开发成本 322.33 亿元，主要是土地使用权、土地开发前期支出以及在建项目的投资成本；未完工代建项目 126.86 亿元；开发产品 25.02 亿元，主要

为已建成的公寓房和安置房。公司土地使用权主要为出让地，以商住用地为主。

非流动资产

2020 年底，公司非流动资产较 2019 年底增长 14.15%，主要由投资性房地产构成。公司投资性房地产全部为用于出租的房产，采用公允价值计量模式进行后续计量，2020 年底较 2019 年底增长 9.42%，系公允价值变动所致。

2020 年底，公司受限资产 54.59 亿元，受限比率为 9.34%，包括 14.66 亿元货币资金、24.10 亿元存货、15.82 亿元投资性房地产，均系用于借款和贴现的抵、质押。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，得益于政府注入土地资产及财政资金，公司所有者权益快速增长；公司有息债务有所增长，整体债务负担一般，2021 年待偿还债务规模较大。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益较 2019 年底增长 25.93%，主要系资本公积增长所致。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.91%、80.80% 和 11.04%。

2020 年底，公司资本公积较 2019 年底增长 31.37%，其中，因富阳区政府划拨国有建设用地增加资本公积 31.04 亿元，收到财政资本金注入增加资本公积 17.78 亿元，因注销 3 家子公司减少资本公积 0.24 亿元。公司资本公积主要构成为货币资金及土地，质量较好。

负债

2020 年底，公司负债总额较 2019 年底增长 18.56%，主要系应付债券增长所致；流动负债占比有所提升，负债结构相对均衡。

表 9 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	108.40	38.77	142.18	42.89
短期借款	26.87	9.61	12.27	3.70
其他应付款	35.83	12.81	56.37	17.00
一年内到期的非流动负债	34.94	12.50	63.88	19.27

非流动负债	171.21	61.23	189.33	57.11
长期借款	153.96	55.06	136.00	41.02
应付债券	12.00	4.29	43.78	13.21
长期应付款	3.02	1.08	3.02	0.91
负债总额	279.61	100.00	331.52	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动负债较 2019 年底增长 31.16%，主要系一年内到期非流动负责增长。公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2020 年底，公司短期借款较 2019 年底下降 54.32%，以保证借款和质押及保证借款为主。

2020 年底，公司其他应付款较 2019 年底增长 57.35%，主要系购房意向金增加较多所致；公司其他应付款前五大单位占比 33.34%，因其他应付款主要为收到各街道拆迁户的购房意向金，集中度一般。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2019 年底增长 82.82%，主要为一年内到期的长期借款 56.88 亿元。

2020 年底，公司非流动负债较 2019 年底增长 10.59%，主要系新发行债券所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2020 年底，公司长期借款较 2019 年底下降 11.67%，主要由保证借款构成；公司长期借款资金成本介于 4%~6%。

2020 年底，公司应付债券较 2019 年底增加 31.78 亿元，主要系新发行“20 富阳开发 PPN001”“20 富开 01”“20 富开 02”及“20 富阳经开债”，发行票面利率介于 4.3%~4.94%。

2020 年底，公司长期应付款 3.02 亿元，为黄公望村横山片村居改造基础设施配套工程、钱塘家园项目等基础设施建设项目的专项补助金。

2020 年底，公司其他非流动负债 3.97 亿元，系公司于 2020 年 6 月在北金所发行的债权融资计划“20 浙富阳建设 ZR002”余额；“20 浙富阳建设 ZR002”发行规模 5.00 亿元(其中 1.00 亿元体现在“一年内到期其他非流动负债”)，期限为 5 年，发行利率 4.9%，本报告将其纳入

长期债务计算。

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务 259.90 亿元，较上年底增长 13.41%。债务结构方面，短期债务占 29.30%，长期债务占 70.70%，以长期债务为主，债务结构较 2019 年底变化不大。

从债务指标来看，截至 2020 年底，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较 2019 年底有所下降。

2021—2023 年，公司需偿还的债务规模分别为 76.16 亿元、40.27 亿元和 57.09 亿元，2021 年到期债务相对集中。

表 10 公司债务负担情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年底	2020 年底
短期债务	63.21	76.16
长期债务	165.96	183.75
全部债务	229.17	259.90
资产负债率	58.19	56.72
全部债务资本化比率	53.29	50.68
长期债务资本化比率	45.24	42.07

注：已将其他流动负债及其他非流动负责计入有息债务核算
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额保持增长，但因总资本及所有者权益大幅增长，盈利指标有所下降。

2020 年，公司实现营业收入 22.71 亿元，同比增长 22.76%，主要系土地整理收入增长所致；同期，公司营业成本 15.02 亿元，同比增长 47.23%，营业利润率同比下降 11.55 个百分点至 32.57%。

2020 年，公司期间费用 5.71 亿元，同比相对保持稳定，以财务费用为主(占 91.39%)，期间费用率 25.15%；公司其他收益 0.33 亿元，主要为政府补助 0.31 亿元；同期公司实现利润

总额 3.61 亿元，同比增长 15.29%，主要来源于土地整理业务利润增长。

从盈利指标来看，2020 年，因总资本及所有者权益大幅增长，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为 1.77% 和 1.29%。

表 11 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	18.50	22.71
营业成本	10.20	15.02
期间费用	5.71	5.71
其中：财务费用	5.23	5.22
投资收益	0.17	0.23
利润总额	3.13	3.61
营业利润率	44.13	32.57
总资本收益率	2.37	1.77
净资产收益率	1.52	1.29

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量良好，因土地整理业务投入规模较大，经营活动现金流持续净流出，公司扩大债务融资规模以匹配项目投资和债务还本付息支出。考虑到公司在建及拟建项目持续推进及存续债务还本付息资金需求，公司未来筹资压力大。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入 167.16 亿元，同比增长 238.59%。其中，销售商品、提供劳务收到现金 23.08 亿元，系土地出让收到现金，同比相对保持稳定，公司现金收入比 101.62%，收入实现质量良好；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 143.75 亿元，主要为往来款、收到购房意向金以及收储土地出让收到现金。2020 年，公司经营活动现金流出 204.54 亿元，同比增长 127.16%，其中购买商品接受劳务支付现金 147.47 亿元，主要为土地整理业务支出；支付其他与经营活动有关现金 56.33 亿元，主要系往来款支出。2020 年，公司经营活动现金净流出 37.38 亿元。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金净流入 2.14 亿元；其中，投资活动现金流入

4.97 亿元，主要系赎回理财资金。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入 144.59 亿元，同比增长 7.34%，主要为取得借款收到的现金 121.31 亿元；筹资活动现金流出 104.78 亿元，同比增长 23.20%，主要为偿还债务本息支付现金。2020 年，公司筹资活动现金净流入 39.81 亿元。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	49.37	167.16
经营活动现金流出小计	90.04	204.54
经营活动现金流量净额	-40.67	-37.38
投资活动现金流入小计	9.71	4.97
投资活动现金流出小计	5.01	2.84
投资活动现金流量净额	4.69	2.14
筹资活动现金流入小计	134.70	144.59
筹资活动现金流出小计	85.05	104.78
筹资活动现金流量净额	49.66	39.81
现金收入比	124.33	101.62

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所弱化，存在一定的短期偿债压力；长期偿债能力指标偏弱。考虑到公司的区域地位及政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

表 13 公司偿债能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标		
流动比率(%)	428.35	398.11
速动比率(%)	94.95	61.49
现金短期债务比(倍)	0.67	0.53
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.83
全部债务/EBITDA(倍)	22.01	26.86

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动比率与速动比率较 2019 年底均有所下降，因流动资产中存货占比高，速动比率较低。2020 年底，公司现金短期债务比为 0.53 倍，较 2019 年底有所下降。公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标看, 2020年, 公司EBITDA同比下降7.07%; EBITDA利息倍数由上年的0.76倍提高至0.83倍, EBITDA对利息的覆盖程度偏弱; 全部债务/EBITDA为26.86倍, EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。

截至2020年底, 公司对外担保余额合计79.62亿元(详见附件2), 担保比率31.47%, 其中对富阳城投担保余额较大。富阳城投由富阳区国资委持有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。公司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, 公司担保比率较高, 存在一定的或有负债风险。

截至2020年底, 公司共获各家银行授信额度为251.98亿元, 未使用额度为65.47亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司营业收入主要来自子公司, 母公司整体债务负担一般。

截至2020年底, 母公司资产总额351.57亿元, 较上年底增长35.95%; 其中, 流动资产309.03亿元(占87.90%), 非流动资产42.53亿元(占12.10%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金(占8.47%)、预付款项(占6.91%)、其他应收款(占44.02%)和存货(占38.73%)构成; 非流动资产主要由长期股权投资(占99.63%)构成。截至2020年底, 母公司货币资金为26.16亿元。

截至2020年底, 母公司负债总额190.32亿元, 较上年底增长30.15%。其中, 流动负债85.76亿元(占45.06%), 非流动负债104.57亿元(占54.94%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款(占5.34%)、其他应付款(占45.93%)、一年内到期的非流动负债(占39.85%)构成, 非流动负债主要由长期借款(占54.34%)、应付债券(占41.87%)构成。母公司2020年资产负债率为54.14%, 较2019年下降2.41个百分点。

截至2020年底, 母公司全部债务147.33亿元。其中, 短期债务占29.02%、长期债务占70.98%。截至2020年底, 母公司短期债务为42.76亿元, 存在一定的集中偿付压力。截至2020年底, 母公司全部债务资本化比率47.75%, 母公司债务负担一般。

2020年, 母公司营业收入为2.14亿元, 利润总额为0.48亿元。同期, 母公司投资收益为4.53亿元。

十、存续期内债券偿债能力

截至2021年5月底, 公司存续债券余额合计54.00亿元; 公司无一年内将到期的存续债券, 假定附有投资者回售选择权的债券均在最近一次可行权日选择行权, 公司将于2023年面临单年最大偿付金额24.60亿元。公司2020年经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能较好, EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力弱, 经营活动现金流量净额为负, 对其不具保障能力。

表 14 公司存续债券保障情况(单位: 亿元、倍)

项目	保障情况
2021年5月底一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	24.60
2021年3月底现金类资产/一年内到期债券余额	--
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.80
2020年经营活动现金流量净额/未来待偿债券本金峰值	-1.52
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.39

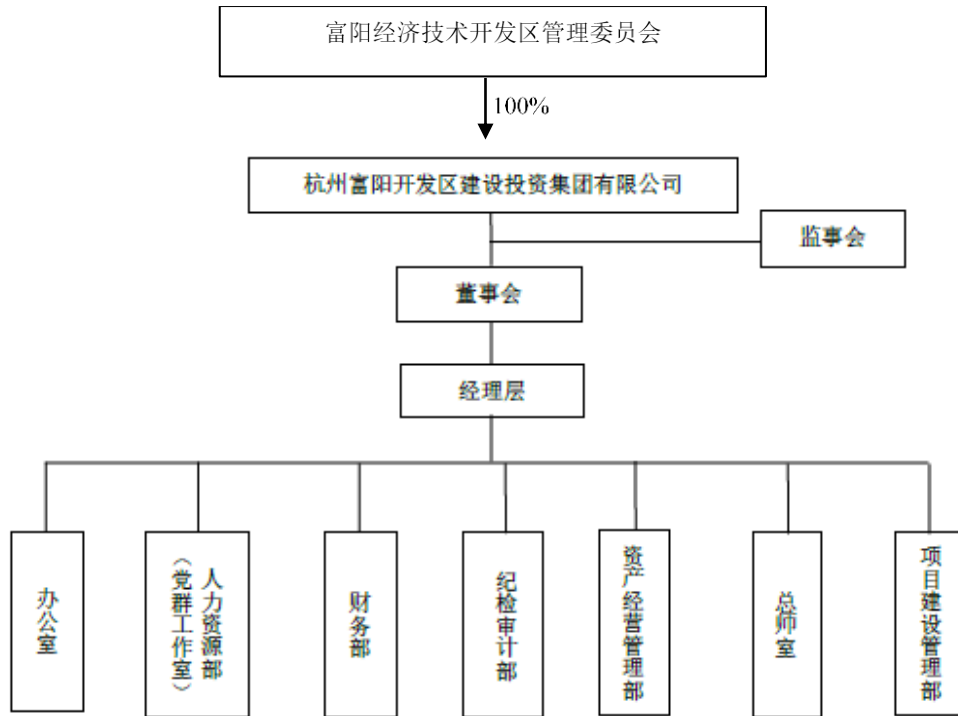
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

“20富阳经开债01/20富开债”由杭州富阳城市建设投资集团有限公司(以下简称“富阳城投”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保; 经联合资信评定, 富阳城投主体长期信用等级为AA+, 评级展望为稳定, 其担保可有效增强“20富阳经开债01/20富开债”偿付的安全性。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16富春山居债/PR富春债”的信用等级为AA，“20富阳经开债01/20富开债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
杭州富阳开发区产业投资有限公司	30000.00	创业投资管理服务	100.00	0.00	新设
杭州富阳场口小城镇投资建设 有限公司	30000.00	土地开发整理	100.00	0.00	新设
杭州富阳银湖新区建设有限 公司	30000.00	土地开发整理	100.00	0.00	新设
杭州富阳银湖科创投资管理 有限公司	500.00	物业管理	100.00	0.00	新设
杭州富阳开发区基础设施建 设有限公司	30000.00	土地开发整理	100.00	0.00	同一控制下合 并
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	0.00	同一控制下合 并
杭州富阳富春江开发有限公 司	30000.00	基础设施建设、投资	100.00	0.00	非同一控制下 合并
富阳富春湾公路开发有限公 司	2833.50	公路开发	0.00	100.00	非同一控制下 合并
杭州富阳综合市场有限公司	9750.00	市场建设管理	100.00	0.00	非同一控制下 合并
杭州富阳新登小城镇投资建 设有限公司	100000.00	房地产开发经营	100.00	0.00	非同一控制下 合并
杭州富阳强民新农村建设有 限公司	60000.00	房地产开发经营	50.00	50.00	非同一控制下 合并
杭州富阳新登小城市建设有 限公司	40000.00	拆迁改造建设	50.00	50.00	非同一控制下 合并
杭州富阳开发区资产运营养 护管理有限公司	30000.00	市政基础设施维修	100.00	0.00	新设

资料来源：公司审计报告

附件 2 公司对外担保情况

被担保方	担保余额(万元)	担保期限
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	12000.00	至 2023 年 12 月 20 日
	35000.00	至 2028 年 12 月 30 日
	83125.28	至 2028 年 10 月 31 日
	9295.56	至 2029 年 02 月 01 日
	50000.00	至 2021 年 12 月 20 日
	50000.00	至 2021 年 12 月 30 日
	23800.00	至 2021 年 10 月 31 日
	13800.00	至 2021 年 10 月 19 日
	18400.00	至 2021 年 10 月 19 日
	150000.00	至 2021 年 4 月 07 日
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	15000.00	至 2023 年 7 月 28 日
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	16000.00	至 2021 年 12 月 20 日
	21895.59	至 2024 年 5 月 20 日
	90000.00	至 2035 年 8 月 03 日
	16300.00	至 2027 年 3 月 31 日
	12500.00	至 2027 年 3 月 31 日
杭州富春山居集团有限公司	18500.00	至 2027 年 12 月 13 日
杭州富春山居集团有限公司	32990.00	至 2023 年 4 月 10 日
杭州富阳城建集团城市经营管理有限公司	100000.00	至 2021 年 10 月 19 日
	2590.00	至 2041 年 12 月 13 日
	12000.00	至 2041 年 12 月 13 日
	5000.00	至 2041 年 12 月 13 日
	8001.78	至 2041 年 12 月 13 日
合计	796198.21	--

资料来源：公司审计报告

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.98	42.26	40.33
资产总额（亿元）	308.32	480.50	584.49
所有者权益（亿元）	105.34	200.89	252.97
短期债务（亿元）	42.63	63.21	76.16
长期债务（亿元）	112.86	165.96	183.75
全部债务（亿元）	155.48	229.17	259.90
营业收入（亿元）	15.44	18.50	22.71
利润总额（亿元）	2.78	3.13	3.61
EBITDA（亿元）	12.20	10.41	9.68
经营性净现金流（亿元）	-43.40	-40.67	-37.38
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1480.45	894.85	48.04
存货周转次数（次）	0.03	0.04	0.04
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.04
现金收入比（%）	101.03	124.33	101.62
营业利润率（%）	68.09	44.13	32.57
总资本收益率（%）	4.59	2.37	1.77
净资产收益率（%）	2.64	1.52	1.29
长期债务资本化比率（%）	51.72	45.24	42.07
全部债务资本化比率（%）	59.61	53.29	50.68
资产负债率（%）	65.84	58.19	56.72
流动比率（%）	407.15	428.35	398.11
速动比率（%）	136.55	94.95	61.49
经营现金流动负债比（%）	-58.96	-37.52	-26.29
现金短期债务比（倍）	0.56	0.67	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	1.33	0.76	0.83
全部债务/EBITDA（倍）	12.74	22.01	26.86

注：已将其他流动负债及其他非流动负债计入有息债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.00	16.78	26.16
资产总额（亿元）	203.97	258.61	351.57
所有者权益（亿元）	60.35	112.38	161.24
短期债务（亿元）	19.28	26.64	42.76
长期债务（亿元）	78.69	70.17	104.57
全部债务（亿元）	97.97	96.81	147.33
营业收入（亿元）	0.01	1.26	2.14
利润总额（亿元）	-5.64	-2.11	0.48
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-2.35	14.28	-48.14
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	4.73
存货周转次数（次）	0.00	0.01	0.02
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01
现金收入比（%）	239.82	436.42	57.74
营业利润率（%）	-57.83	26.19	8.52
总资本收益率（%）	0.83	1.18	1.61
净资产收益率（%）	-9.35	-1.87	0.30
长期债务资本化比率（%）	56.60	38.44	39.34
全部债务资本化比率（%）	61.88	46.28	47.75
资产负债率（%）	70.41	56.55	54.14
流动比率（%）	336.96	290.97	360.36
速动比率（%）	193.93	145.55	220.79
经营现金流动负债比（%）	-4.08	18.78	-56.13
现金短期债务比（倍）	0.47	0.63	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：已将其他流动负债及其他非流动负债计入有息债务核算；未获取母公司折旧、摊销数据，EBITDA 及相关指标无法计算

附件 4 主要财务指标计算公式

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1 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：

信用等级设置	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 5-2 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。

附件 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。