

信用等级公告

联合〔2020〕2997号

联合资信评估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拟发行的 2020 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定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，2020 年杭州富阳开发区建设投资集团有限公司公司债券（第一期）的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十日



2020 年杭州富阳开发区建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：基础发行额 7 亿元，
弹性配售额 6 亿元

本期债券期限：7 年

担保方式：杭州富阳城市建设投资集团有
限公司提供全额无条件不可撤
销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设及补充营运资金

评级时间：2020 年 7 月 10 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		aa	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	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
		调整因素和理由		
政府支持			1	

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”）是浙江省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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其评级反映了公司在外部发展环境、区域地位和政府支持等方面的优势。同时联合资信关注到，公司债务规模快速增长、存在短期偿付压力、未来资本支出及筹资压力大和担保比率较高等可能对其信用水平产生的不利影响。

公司拟发行 2020 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）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，其担保可有效增强本期债券的偿付安全性。本期债券设置了分期偿还本金条款，一定程度上可缓解公司的集中偿付压力。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司发展的外部环境良好。2019 年，杭州市富阳区完成一般公共预算收入 80.00 亿元，富阳经开区完成一般公共预算收入 39.36 亿元。
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，得到了富阳区政府和富阳经开区管委会在股权划入、资本金注入、土地划拨和政府债务置换等方面的大力支持。
3. 土地整理业务前景良好。杭州市域铁路交通富阳线即

分析师：马玉丹 刘沛伦

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

将建成运营带动富阳经开区土地需求和价格增长，公司土地储备充足，土地整理业务前景良好。

4. **担保方提供的保证担保能继续有效提升本期债券的偿付安全性。**富阳城投为本期债券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，可有效增强本期债券的偿付安全性。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中其他应收款规模大，富阳区其他平台公司占用公司资金明显。
2. **有息债务规模快速增长。**公司债务规模快速增长，2020年和2021年待偿还债务相对集中，公司存在短期偿付压力。
3. **未来筹资压力大。**公司经营活动现金流持续净流出，在建及拟建项目投资规模大，公司未来筹资压力大。
4. **存在或有负债风险。**2019年底，公司对外担保规模为87.96亿元，担保比率为43.79%，公司担保比率较高。
5. **募投项目收入测算存不确定性且收入实现时间与本期债券还本付息存在区间错配。**本期债券募投项目的经营收入易受客流及交易量等市场因素影响，存在一定不确定性，且收入实现时间与本期债券还本付息存在区间错配，本期债券的还本付息有赖于公司对项目留存收益的合理分配。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	17.81	23.98	42.26
资产总额（亿元）	236.47	308.32	480.50
所有者权益（亿元）	80.95	105.34	200.89
短期债务（亿元）	37.62	42.63	63.21
长期债务（亿元）	92.97	112.86	165.96
全部债务（亿元）	130.60	155.48	229.17
营业收入（亿元）	13.31	15.44	18.50
利润总额（亿元）	2.02	2.78	3.13
EBITDA（亿元）	5.09	12.20	10.41
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-43.40	-40.67
营业利润率（%）	33.97	68.09	44.13
净资产收益率（%）	2.49	2.64	1.52
资产负债率（%）	65.77	65.84	58.19
全部债务资本化比率（%）	61.73	59.61	53.29
流动比率（%）	438.77	407.15	428.35
速动比率（%）	173.37	136.55	94.95
现金短期债务比（倍）	0.47	0.56	0.67
经营现金流动负债比（%）	-1.41	-58.96	-37.52
EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.33	0.76
全部债务/EBITDA（倍）	25.66	12.74	22.01

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	190.85	203.97	258.61
所有者权益（亿元）	58.08	60.35	112.38
全部债务（亿元）	104.00	97.97	96.81
营业收入（亿元）	0.09	0.01	1.26
利润总额（亿元）	-2.03	-5.64	-2.11
资产负债率（%）	69.57	70.41	56.55
全部债务资本化比率（%）	64.17	61.88	46.28
流动比率（%）	390.73	336.96	290.97
经营现金流动负债比（%）	19.96	-4.08	18.78

注：已将其他流动负债调整至有息债务

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019-6-21	马玉丹 刘沛伦 任黛云	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA	稳定	2014-2-28	董鑒洋 景雪	城投债评级方法及风险点简介（2010 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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2020 年杭州富阳开发区建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）系杭州市富阳区人民政府授权富阳区国有资产监督管理委员会办公室（现已更名为“杭州市富阳区国有资产监督管理委员会”，以下简称“富阳区国资委”）于 2008 年 5 月出资组建的国有独资公司，主要负责富阳经济技术开发区（以下简称“富阳经开区”）的土地整理和基础设施建设。成立初始，公司名称为“浙江富阳经济开发区建设投资有限公司”，注册资本 3.00 亿元，实收资本 1.00 亿元。2010 年和 2012 年，富阳区国资委分别对公司增资 5.00 亿元和 2.00 亿元，公司注册资本增至 10.00 亿元。2012 年 11 月，根据富阳区人民政府下发的“富政函（2012）117 号”文，公司名称变更为“浙江富春山居集团有限公司”。

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、基础设施建设等的封闭式管理。2018 年 7 月，公司股东变更为经开区管委会。

2019 年 7 月，富阳区对区属国有企业实施重组整合，根据《杭州市富阳区属国有企业专业化重组整合实施方案》（富政办〔2019〕24 号），富阳区国资委将其持有的杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司（以下简称“新投公司”）100%股权无偿划转至公司，公司名称变更为现名。2019 年 10 月，经开区管委会同意公司以资本公积转增资本方式增加注册资本 10.00 亿元。

截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，经开区管委会为公司唯一股

东，公司实际控制人为杭州市富阳区人民政府。

公司经营范围包括（1）许可项目：各类工程建设活动（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）（2）一般项目：企业管理；单位后勤管理服务；园区管理服务；股权投资；城市绿化管理；市政设施管理；规划设计管理；土地整治服务；物业管理；新材料技术推广服务；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；建筑材料销售。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

截至 2019 年底，公司本部设立财务部、纪检审计部、项目建设管理部、资产经营管理部等 7 个部门，拥有纳入合并范围的子公司 17 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 480.50 亿元，所有者权益 200.89 亿元；2019 年，公司实现营业收入 18.50 亿元，利润总额 3.13 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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2020 年杭州富阳开发区建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），计划发行规模 13.00 亿元，其中基础发行规模 7.00 亿元，弹性配售规模 6.00 亿元。本期债券期限为 7 年，采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3~7 年末，每年偿还债券本金的 20%。杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券计划募集资金 13.00 亿元，其中基础发行规模 7.00 亿元，弹性配售规模 6.00 亿元。

在未触发弹性配售条款情况下，本期债券按基础发行规模 7.00 亿元发行，其中 4.31 亿元用于银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）（以下简称“募投项目”），2.69 亿元用于补充营运资金。

在触发弹性配售条款情况下，本期债券按计划发行规模 13.00 亿元（即基础发行规模与弹性配售规模之和）发行，其中 8.00 亿元用于募投项目建设，5.00 亿元用于补充营运资金。

表 1 触发弹性配售条款下本期债券募集资金使用情况
(单位: 亿元、%)

资金用途	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）	14.64	8.00	54.64
补充营运资金	--	5.00	--
合计	--	13.00	--

资料来源：公司提供

募投项目概况

募投项目位于杭州市富阳区银湖街道，银湖街道属于杭州市域铁路富阳线的规划沿线地区，涉及多个村庄的拆迁事宜，募投项目建设目的为进一步安置被列入拆迁范围的受降村村民。项目主要建设内容包括住宅、配套商业用房、配套社区用房、地下室等建设内容。项目规划总用地面积 78983 平方米，总建筑面积为 257213 平方米，其中地上建筑面积为 186066 平方米（住宅建筑面积为 169080 平方米，配套商业用房面积为 11986 平方米，配套社区用房面积为 5000 平方米），地下建筑面积为 71147 平方米。

资金来源

募投项目计划总投资 14.64 亿元，其中工程费用为 8.84 亿元，工程建设其他费用为 3.63 亿元，预备费为 0.62 亿元，建设期利息为 1.54 亿元。投资资金均由公司子公司杭州富阳富春江房地产开发有限公司（即募投项目业主，以下简称“富春江地产公司”）自筹，其中拟使用本期债券募集资金 8.00 亿元，剩余 6.64 亿元由公司自有资金解决，不使用银行借款等其他资金。

项目审批情况

截至 2019 年底，募投项目已获得相关主管部门的批复，具体批复文件如下：

表 2 募投项目批复情况

批文类型	名称	文号	发文机关	印发时间
用地预审意见	关于银湖区块安置房 7 号地块建设项目用地的预审意见	富土资预〔2018〕358 号	杭州市国土资源局富阳分局	2018 年 8 月 13 日
用地预审意见	关于银湖区块安置房 6 号地块建设项目用地的预审意见	富土资预〔2018〕357 号	杭州市国土资源局富阳分局	2018 年 8 月 13 日
建设用地规划	建设项目选址意见书	选字第 330183201800065 号	杭州市规划局	2018 年 8 月 1 日
可研批复	关于银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）可行性研究报告的批复	富发改投资〔2018〕264 号	杭州市富阳区发展和改革委员会	2018 年 8 月 14 日

资料来源：公司提供

项目进度

募投项目已于 2018 年开始前期准备工作，预计 2022 年 12 月完成。截至 2019 年底，富春江地产公司已支付部分地块的征迁费用 255.92 万元。

项目效益

(1) 社会效益

募投项目的建成将为杭州市域铁路富阳线沿线腾挪产业发展空间，促进银湖街道建设成为富阳融杭发展桥头堡，增强富阳区综合竞争能力，同时可完善当地基础配套设施、改善人居环境。募投项目有利于加快富阳区城镇化建设，改善城市形象，同时能更好地提升居民生活品质和幸福指数，具有重要的社会效益。

（2）经济效益

募投项目收入主要包括安置房、配套商业的销售收入以及物业管理费收入。根据《银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），募投项目预计在本期债券存续期内实现营业收入16.54亿元，包括安置房销售收入13.53亿元、配套商业销售收入2.88亿元和物业管理费收入0.13亿元；募投项目财务内部收益率为7.27%，静态投资回收期（不含建设期）为1.62年。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表3 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP为不变价规模；

4. 城镇失业率统计中，2016-2017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

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增

长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9

个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降

0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定

向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的

金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用

降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、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我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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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，《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我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表4 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

公司是富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，近年来，富阳区经济稳步发展，一般公共预算收入保持高速增长，受益于土地出让价格攀升，富阳区的综合财力不断增强。公司发展的外部环境良好。

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。富阳区位于浙江省北部，属杭州市辖区，区域面积 1831 平方公里，现辖 5 个街道、13 个镇、6 个乡。2019 年底富阳区户籍总人口 68.8 万人。

作为沪杭甬“金三角”交汇点，富阳区是国务院首批沿海对外开放县（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，已于 2018 年 12 月开通运营；轨道交通方面杭州市域铁路交通富阳线计划于 2020 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，富阳区经济持续发展，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《富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，富阳区分别实现地区生产总值 776.4 亿元、764.6 亿元和 820.5 亿元，2019 年同比增长 6.0%。其中，第一产业增加值 49.3 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 373.9 亿元，增长 3.9%；第三产业增加值 397.2 亿元，增长 9.1%。三次产业增加值结构为 6.0 : 45.6 : 48.4。按户籍人口计算人均生产总值 119643 元。

固定资产投资方面，2017—2018 年富阳区固定资产投资分别完成 340.6 亿元和 258.6 亿元，2019 年全年固定资产投资增长 22.0%。其中，工业投资增长 26.9%，交通投资增长 58.9%，民间投资（不含房地产项目）增长 11.5%，生态环境和公共设施投资增长 12.8%，高新技术产业投资增长 3.0%。

从财政管理看，2009 年富阳市政府建立并推行“大财政”体系，从财政收入、预算编制、

预算执行等三个方面对传统财政体系进行系统性改造，以实现政府对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。

根据富阳区财政决算报告及《关于杭州市富阳区 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案的报告》，2017—2019 年，富阳区分别完成一般公共预算收入 63.70 亿元、72.70 亿元和 80.00 亿元，增速分别为 10.4%、12.5% 和 10.0%。其中，2019 年税收收入 72.10 亿元，在一般公共预算收入中占 90.13%，富阳区一般公共预算收入质量高。2019 年，富阳区一般公共预算支出完成 105.50 亿元，财政自给率为 75.83%。

2017—2019 年，富阳区分别收到上级补助 16.60 亿元、22.40 亿元和 38.92 亿元，分别完成政府性基金收入 89.05 亿元、186.35 亿元和 318.26 亿元。杭州市域铁路富阳线即将开通运营，杭州市城市溢出效应将逐渐显现，国有土地使用权收入对富阳区综合财力形成有力支撑。2019 年底，富阳区地方政府债务余额为 160.64 亿元。

富阳经济技术开发区基本情况

富阳经开区创立于 1992 年，是浙江省内首批获准设立的省级开发区之一，2012 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，根据富委办〔2017〕62 号文，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。富阳区土地储备中心在富阳经开区范围内收储的土地出让后净收益给予富阳经开区20%的分成比例。

从产业规划来看，富阳经开区大力改造提升造纸、通讯、铜冶炼等传统行业，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。

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，现有规模以上工业企业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，现有规模以上企业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大大加快了富阳经开区产业转型升级步伐。

富阳经济技术开发区财力及债务

根据经开区管委会财政管理局提供的数据，2017—2019年，富阳经开区分别实现一般公共预算收入（含上缴部分）35.36亿元、44.30亿元和39.36亿元，全部为税收收入，一般公共预算收入质量好。2018—2019年，富阳经开区分别完成政府性基金收入54.23亿元和60.46亿元，全

部为国有土地使用权出让收益。富阳经开区无上级补助收入和财政专户收入。截至2019年底，富阳经开区地方政府债务余额5.55亿元，全部为直接债务，地方政府债务率低。

五、基础素质分析

公司主要负责富阳经开区内的土地整理、房产建设和基础设施建设等，业务具有区域专营优势；近年来，公司得到了富阳区和富阳经开区在股权划入、资本金注入、土地划拨和政府债务置换等方面的大力支持。

1. 股权状况

截至2019年底，公司注册资本及实收资本均为20.00亿元，经开区管委会为公司唯一股东，公司实际控制人为杭州市富阳区人民政府。

2. 企业规模及竞争力

根据富委办〔2017〕62号文，2017年7月起，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2019年底，公司共有17家控股子公司，其中5家为新投公司及其控股子公司，因2019年富阳区属国有企业重组无偿划转并入。新投公司原为富阳区基础设施投融资和建设主体之一，股东为富阳区国资委，负责新登城镇的土地整理和基础设施建设，收入主要来自工业土地出让金返还。新投公司并入公司后已更名为“杭州富阳新登小城镇投资建设有限公司”。

公司主要的子公司中，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（曾用名“杭州富阳东洲运动休闲新城建设投资有限公司”）主要经营各自所处区域内的土地整理和基础设施建设业务，富春江地产公司主

要负责公司的房产建设业务。

3. 人员素质

截至2019年底，公司共有董事、监事及高级管理人员12人。

公司法定代表人、董事长赵立群，1971年出生，中共党员，本科学历；历任富阳市春江街道党工委副书记、纪工委书记、监察室主任，富阳经济开发区党委委员、管委会副主任，场口新区建设指挥部常务副总指挥（正局级），场口镇党委副书记（兼），富阳市新登城镇建设投资集团有限公司党委副书记、总经理，富阳市新登新区建设指挥部副总指挥（正局长级），杭州富阳新登城镇建设投资集团有限公司董事长、总经理；自2019年9月起，担任公司董事长。

公司董事、总经理章浩明，1972年出生，中共党员，本科学历；历任富阳市房地产管理处办公室主任、党支部书记、处长、公司党委委员，公司董事、副总经理；自2019年9月起，担任公司董事、总经理。

截至2019年底，公司本部共有员工52人。按年龄划分，30岁以下5人，30~50岁42人，50岁以上5人；按学历构成划分，本科及以上学历50人、大专2人；按职称划分，拥有中高级职称的员工33人。

总体看，公司高层管理人员具备丰富的管理经验；职工素质能够满足公司日常经营需求。

4. 外部支持

股权划入

2012年，富阳区国资委将其持有的富阳市东洲运动休闲新城建设投资有限公司和浙江富春山居建设有限公司100%股权无偿划转至公司；2019年3月，经开区管委会将杭州富阳富春江开发总公司和富阳综合市场成建制划转至公司；2019年7月，富阳区国资委将新投公司100%股权无偿划转至公司，增加资本公积25.27亿元。

土地划拨

公司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土地的综合开发。富阳区政府将富春街道三桥村、富阳市受降镇梓树村等土地划拨给公司，截至2019年底，公司共收到富阳区国资委划拨的土地合计102.12万平方米，性质为商住土地，账面价值59.45亿元。浙江浙天允资产评估有限公司针对上述划拨土地出具了浙天允评报字〔2011〕089号评估报告。

资本金注入

2018—2019年，公司分别收到富阳经开区财政拨款入款21.80亿元和25.13亿元，计入“资本公积”，款项来源主要为公司所整理土地出让金返还。

财政补贴

经开区财政封闭式管理前，在富阳区“大财政”体系下，财政以拨付补贴款的形式全额承担公司债务利息。2017年，公司收到富阳区财政补贴4.51亿元，主要为财政贴息款，公司将其冲减“财务费用”。2017年7月富阳经开区封闭式管理后，富阳区政府不再对公司贴息，富阳经开区对公司提供一定财政补助。2017—2019年，公司分别收到富阳经开区政府财政补助0.13亿元、1.50亿元和0.05亿元，公司将其计入“其他收益”。

政府债务置换

截至2018年底，公司共收到政府债务置换资金余额13.50亿元，体现在“长期应付款”；2019年，公司收到政府债务置换资金3.89亿元。2019年底，公司将政府债务置换资金转计入“资本公积”。

5. 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2020年5月25日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

六、管理分析

公司法人治理结构较规范，并建立了基本

的内部管理制度，能够满足日常经营与管理的需要。

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规制定了公司章程。

根据公司章程，公司不设股东会，经开区管委会作为唯一出资人，行使股东会职权。职权主要包括审核公司的年度国有资本经营预算案，审核公司的年度经营预算草案，审核公司增减注册资本、发行公司债券和股票，按规定审核公司的重大资产转让、对外投资、对外担保、融资等事项。

公司设立党委会，党委会成员均由上级党组织任命，党委会负责研究讨论公司重大经营管理事项。董事会决定公司重大问题应当事先听取党委的意见，重大经营管理事项必须经党委研究讨论后，再由董事会和经营层做出决定。

公司设立董事会，由 7 名人员构成，其中职工代表 1 名，由公司职工代表大会民主选举产生或更换；非职工董事由富阳区人民政府或相关部门委派或更换。董事会每届任期 3 年。董事会对经开区管委会负责，主要行使下列职权：决定公司的经营方针、发展规划和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案，拟定公司的年度经营预算方案并报经开区管委会批准，聘任或解聘公司总经理等高级管理人员等。

公司设立监事会，根据《国有企业监事会暂行条例》行使监督职能。公司监事会由 5 名监事组成。其中 2 名为职工监事，由公司职工代表大会民主选举产生；非职工监事由富阳区人民政府或相关部门。监事的任期每届为 3 年。监事会主要行使以下职权：检查公司的经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产营运等情况，向经开区管委会报告工作并执行其决定，检查公司财务等。

公司总经理、副总经理主持公司的生产经营管理工作，执行董事会各项决议；总经理、

副总经理由富阳区人民政府或有关部门推荐或提名，董事会聘任或解聘。

2. 管理水平

公司本部设立财务部、纪检审计部、项目建设管理部、资产经营管理部等 7 个职能部门，部门设置基本满足现阶段经营管理需要，公司根据需要建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司财务部人员由主任、会计、出纳组成，主任协助公司总经理管理财务工作。公司制定了《财务管理制度》，其中对货币资金管理进行了规定，除制度明示范围之外原则上不得使用现金结算，使用转账支付；公司对银行预留印签实行分管并用制，财务专用章和法人代表章分开保管。

筹资管理方面，公司制定了《筹资管理制度》，规定公司每年根据区政府下达的融资任务编制公司年度融资计划，并需向区财政局提交融资申请，审批同意并下达批复后签署借款合同并实施贷款。为规避筹资风险，公司定期召开财务工作会议，并由财务部对公司的筹资风险进行评价。

对外担保管理方面，公司按照《富阳区投资机构担保管理办法》，严格控制对外担保，未经富阳区财政审核批准同意，不得以任何形式对任何对象提供任何担保。

工程建设方面，公司制定了《工程建设管理制度》，对发包工作机制、施工安全保障、工程质量控制和代建项目管理等做出规定。公司对发包代理、工程勘察和设计以及项目前期中介业务采取资格审查、资料入库、公开抽签形式决定中标单位，以保证过程的公平和公正性。

代建项目方面，公司制定了《加强代建项目管理暂行办法（试行）》，根据区政府下发的政府投资项目管理的各种规章制度，对代建项目全过程跟踪管理。公司对委托代建项目实行巡查管理制度，每月定期或不定期对代建项目的质量、进度、安全等进行督促检查。每个代建项目开设项目资金专用账户，实行专户核

算，建设资金封闭运行，代建单位用款计划按月进行审核拨付。在代建项目竣工结算审计前，工程款拨付严格控制在合同价的 75%以内；代建项目验收合格并清算工程款后，按工程价款结算总额的 2.5%预留质量保证金，质量保证金保修期（缺陷责任期）结束后清算。

总体看，公司法人治理结构较为完善，内部管理符合公司业务特点，能够满足公司日常经营需求。

七、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。近年来，公司营业收入快速增长，综合毛利率波动较大。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 17.89%，主要系土地整理收入持续增长且 2019 年公司新增基础设施代建收入。2019 年，公司实现营业收入 18.50 亿元，同比增长 19.85%。从收入构成看，土地整理收入是公司主要的收入来源，近三年占比均在 85%以上，2019 年为 16.29 亿元，占营业收入的 88.02%。公司基础设施建设业务主要是为土地整理项目配套建设道路路网和绿化，2019 年之前未确认收入，公司将相应成本计入土地整理，依靠土地出让金返还进行资金平衡；2019 年，经开区管委会回购了 2015 年竣工的塘东畈土石方工程项目，公司确认基础设施代建收入 1.55 亿元。

公司房产开发板块收入稳定性较差，主要是由于安置房销售的相关税费标准未确定，公司大部分项目销售回款暂未确认为收入，2019 年公司房产开发确认收入 292.30 万元。公司其他业务收入规模不大，2019 年为 6407.94 万元，同比增长明显，主要是公司收到一笔关联方历史欠款，公司暂按物业租赁收入入账，系偶发性收入，不具有可持续性。

2017—2019 年，公司综合毛利率波动较大，主要受土地整理业务毛利率变动影响，2019 年为 44.85%。公司土地整理业务毛利率与当年确认收入的地块所处地理位置以及整理时间高度相关，2018 年公司确认收入的银湖街道商住用地土地溢价较高，且整理时间较早因而成本较低，导致当年土地整理业务毛利率较高；2019 年公司土地整理业务毛利率降至 48.13%。基础设施代建方面，根据塘东畈土石方工程项目代建协议，经开区管委会按项目建设成本加成 5%确认回购金额，扣除相关税费后，2019 年公司基础设施代建业务毛利率为 4.76%。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造成本，故公司该板块毛利率一直为负。公司其他业务主要包括商铺租赁、物业服务、资金服务等。2019 年，公司其他业务毛利率由负转正，主要是公司投资性房地产改用公允价值模式计量，不再计提折旧，公司出租成本大幅下降。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	131384.68	98.70	37.00	153334.02	99.32	69.80	162859.17	88.02	48.13
基础设施代建	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	15465.15	8.36	4.76
房产开发	75.76	0.06	-3078.07	0.00	0.00	--	292.30	0.16	-550.84
其他	1661.19	1.24	-33.76	1049.64	0.68	-115.47	6407.94	3.46	85.26
合计	133121.64	100.00	34.34	154383.66	100.00	68.53	185024.56	100.00	44.85

注：尾差系四舍五入所致

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，富阳经开区财政封闭管理的模式下，公司整理的土地出让后，土地出让金在扣除刚性税费后将全额返还至公司，公司将其中一部分确认为收入。近年来，富阳经开区土地出让价格呈上升趋势，公司可出让的土地储备充足，可带来可观的收益，但土地出让规模及价格受宏观经济及国家政策影响大，相关收入未来存在一定不确定性。

公司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。

实行财政封闭管理前，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。

实行财政封闭管理后，根据富委办〔2017〕62号文，土地整理业务模式变更为：原收储在公司名下的工业、商业、办公、房地产、旅游等经营性土地及新增用地的开发运营，土地出让金在扣除国家、省、市规费及本级刚性计提费后全额返还给公司，用于公司资金平衡及新区基础设施建设。

由于经开区管委会财政局没有独立金库，目前土地出让金由富阳区财政局代为返还，依据2018年5月印发的《富阳区国有土地使用权出让收支管理办法》，按土地出让金收入缴库进度实时结算。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”，将收到的

返还资金计入“预收款项”；待年末根据富阳区土地储备中心认定的土地结算清单将全额缴纳土地出让金的项目返还款中的一部分确认为收入并结转具体地块的成本，根据经开区管委会出具的文件将另一部分确认为资本金注入，计入“资本公积”。

2017年以来，受益于杭州市域铁路富阳线的逐步建设，富阳区土地需求大幅上升，公司所整理土地的出让面积和经营用地均价均大幅提升。富阳经开区管辖范围的银湖地块属于市域杭富铁路沿线范围，其经营用地出让价格持续攀升。2019年公司整理出让的经营用地均价达到1429.86万元/亩，同比明显提高。2019年，公司整理土地出让金额为75.43亿元，较2017年、2018年均大幅增长。

表6 公司所整理土地出让情况

（单位：亩、亿元、万元/亩）

项目	2017年	2018年	2019年
出让面积	755.02	1375.00	1569.00
其中：工业用地	489.46	851.70	1070.00
经营用地	265.56	523.30	499.00
出让金总额	22.45	63.17	75.43
其中：工业用地	1.34	2.36	4.08
经营用地	21.11	60.81	71.35
出让均价	297.35	459.42	480.75
其中：工业用地	27.44	27.71	38.13
经营用地	794.82	1162.05	1429.86

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。2019年，公司共收到全额缴付的土地出让金返还41.42亿元，其中16.29亿元确认为公司土地整理收入，对应银湖、场口等地区共1462.49亩土地的开发成本，另外25.13亿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 2019 年底，公司已整理但尚未出让的土地共计 1.78 万亩，其中经营性用地 2643.69 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 176.32 亿元。

房产开发

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。截至目前，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。公司安置房销售价格只覆盖建筑建设成本，前期土地拆迁成本由公司土地出让金返还进行平衡。

截至 2019 年底，公司已建成场口新区农村多层公寓房项目一至五期和东洲民联村钱塘家园等 8 个安置房项目，销售进度在 83%~95%。其中，东洲民联村钱塘家园项目确认收入 0.24 亿元，由于相关税费标准尚未与政府确定，公司其他安置房项目均暂未确认收入。截至 2019 年底，公司安置房项目累计销售 7.43 亿元（含拆迁时预扣的安置房购房款），未确认收入部分计入“其他应付款”。

表 7 截至 2019 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	已销售金额	销售进度
场口新区农村多层公寓房项目一期工程	5.19	0.00	3.97	94.09
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	0.49	83.29
松溪家园一至五期	3.96	0.00	0.97	85.45
新堰阳光家园一至三期	5.31	0.00	1.13	94.17
乘庄阳光家园	4.13	0.00	0.87	92.54
合计	41.61	0.24	7.43	/

注：表中计划总投资包含前期土地成本

资料来源：公司提供

基础设施建设业务

2019 年之前，公司基础设施建设业务未实现收入，全部依靠土地出让金返还平衡建设投入；2019 年，公司基础设施项目收入来源于经开区管委会回购的塘东畈土石方工程项目。公司在建和拟建项目待投资规模大，存在资本支出压力。

公司承担富阳经开区内的基础设施建设职能，根据富委办〔2017〕62 号文，公司对区内基础设施建设投入通过土地出让金返还进行资金平衡。2019 年，经开区管委会与公司补签了 2015 年竣工的塘东畈土石方工程项目（“14 富

春山居债/PR 富山居”的募投项目之一）代建协议并进行了回购，公司确认基础设施建设收入 1.55 亿元。未来公司将继续与经开区管委会沟通已完工项目的回购事宜。截至 2019 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 2019 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 237.63 亿元，已完成投资 95.88 亿元，尚需投资 141.75 亿元。总体看，公司未来资本支出压力大。

表 8 截至 2019 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
主要在建项目				
场口新区塘东畈区块	道路路网、场口多层公寓房、绿化工程、渠道工程及其他配套工程	32.76	32.76	0.00
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	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	13.22	12.78	0.44
东洲新区	道路路网及其他配套工程土地	6.81	6.81	0.00
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	3.35	6.15
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	7.50	12.50
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等	44.57	5.89	38.68
主要拟建项目				
银湖新区	银湖新区安置房项目建设（1#、3#）	12.70	0.00	12.70
银湖新区	银湖新区安置房项目建设（4#、5#）	19.35	0.00	19.35
银湖新区	银湖新区安置房项目建设（6#、7#）	14.64	0.00	14.64
东洲新区	东洲新区安置房一期	8.74	0.00	8.74
东洲新区	东洲新区安置房一期工程	8.74	0.00	8.74
新登新区	新登双溪花园拆迁安置小区工程	4.50	0.00	4.50
合计	--	237.63	95.88	141.75

注：1. 部分项目已完工未结算；2. 场口新区塘东畈区块土石方工程属于场口新区塘东区块项目附属工程，已移交并结转成本 1.47 亿元，已从上表中剔除

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 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。2019 年底，公司拥有纳入合并范围子公司 17 家；2018 年，公司合并报表范围未发生变化；2019 年，公司合并范围增加 9 家子公

司，其中 1 家系新投资设立，3 家系经开区管委会无偿划转并入，5 家系富阳区国资委无偿划转并入（即新投公司及其合并范围内子公司）。

由于 2019 年纳入合并范围的子公司资产规模较大且部分曾是公司的关联方，合并范围变化对公司财务数据的可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 480.50 亿元，所有者权益 200.89 亿元；2019 年，公司实现营业收入 18.50 亿元，利润总额 3.13 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，其中存货和其他应收款占比较高，公司存货主要为土地和项目开发成本，其他应收款主要是与富阳区其他平台公司之间的往来

款，对公司资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 42.55%。2019 年底，公司资产总

额 480.50 亿元，较 2018 年底增长 55.84%，主要系流动资产增加；公司资产结构以流动资产（占 96.64%）为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.81	7.53	23.98	7.78	42.26	8.79
预付款项	20.08	8.49	21.12	6.85	10.20	2.12
其他应收款	40.04	16.93	55.17	17.89	45.23	9.41
存货	125.28	52.98	199.18	64.60	361.41	75.22
流动资产	207.13	87.59	299.68	97.20	464.34	96.64
投资性房地产	5.57	2.36	5.53	1.79	14.46	3.01
非流动资产	29.35	12.41	8.64	2.80	16.16	3.36
资产总额	236.47	100.00	308.32	100.00	480.50	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 49.73%，主要系存货增长较快。2019 年底，公司流动资产 464.34 亿元，较 2018 年底增长 54.95%，主要由货币资金（占 9.10%）、其他应收款（占 9.85%）和存货（占 77.83%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 54.04%；2019 年底，公司货币资金 42.26 亿元，较 2018 年底增长 76.25%。其中使用权受限资金 21.16 亿元（定期存单质押），受限资金占比（50.07%）较大。

2017—2019 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 28.72%；2019 年底，公司预付款项 10.20 亿元，较 2018 年底下降 51.69%。公司预付款项主要是预付杭州市规划和自然资源局富阳分局的土地款（占 75.37%）和预付杭州市富阳区人民法院的竞拍土地保证金（占 17.37%），账龄以 3 年以上为主，整体账龄较长。

2017—2019 年，公司其他应收款有所波动，年均复合增长 6.29%；2019 年底，公司其他应收款账面价值 45.23 亿元，较 2018 年底下降

18.01%，主要系部分其他应收款对象于 2019 年底纳入公司合并范围。公司其他应收款主要是与杭州富阳投资发展有限公司（以下简称“富投发公司”）和富阳区财政局的往来款。富投发公司由富阳区国资委持股 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 87.03%。欠款方多为区域内平台公司和政府单位，对公司资金占用规模较大。公司其他应收款共计提坏账准备 712.41 万元。

表 10 2019 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	25.54	56.38	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3~4 年
杭州市富阳区财政局	往来款	6.13	13.53	3~4 年
杭州富阳水务有限公司	资产收购款	3.27	7.23	1 年以内
富阳经济技术开发区管理委员会	往来款	2.86	6.31	1 年以内、1~2 年
新登镇人民政府	往来款	1.62	3.58	1 年以内、1~2 年、2~3 年
合计	--	39.43	87.03	--

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 69.85%；2019 年底，公司存货 361.41 亿元，较 2018 年底增长 81.45%，主要是公司财务合并范围扩大所致。公司存货包括开发成本 329.09 亿元和开发产品 32.32 亿元，开发成本主要是土地使用权、土地开发前期支出以及在建项目的投资成本，开发产品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

2017—2019 年，公司非流动资产波动较大，年均复合下降 25.78%，主要系在建工程转出及投资性房地产计量方式变更。2019 年底，公司非流动资产 16.16 亿元，主要构成为投资性房地产。

2017—2019 年，公司在建工程分别为 21.11 亿元、0.00 亿元和 0.01 亿元，2017 年底公司在建工程主要是对杭州银湖实验学校等工程项目的投入，2018 年起转计入“存货”。

公司投资性房地产全部为用于出租的房产，2017—2019 年分别为 5.57 亿元、5.53 亿元和 14.46 亿元，2019 年底变化较大主要系由成本计量模式变更为公允价值模式，同时导致递延所得税负债和未分配利润均有明显增长。

2019 年底，公司受限资产 58.96 亿元，受限比率为 29.35%，包括 21.16 亿元货币资金、18.41 亿元存货、14.46 亿元投资性房地产、4.69 亿元其他流动资产和 0.24 亿元其他应收款，均系用于借款和贴现的抵、质押。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益快速增长，主要来自资本公积的增长；公司有息债务规模快速增长，2020 年和 2021 年待偿还债务规模较大。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 57.53%；2019 年底，公司所有者权益 200.89 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.96%、77.45%和 12.27%。

公司权益中资本公积占比高，权益稳定性较好。

2017—2018 年，公司实收资本均为 10.00 亿元；2019 年，公司资本公积转增资本，实收资本增至 20.00 亿元。

由于公司土地整理业务出让金返还部分以财政拨款的形式注入公司，近年来公司资本公积大幅增长。2017—2019 年，公司资本公积年均复合增长 63.89%。2019 年底，公司资本公积较 2018 年底大幅增长 95.64%，增长主要来自以下三方面原因：一是前述土地出让金返还以财政拨款形式注入，二是公司合并范围变更，三是公司将原计于长期应付款科目的政府债务置换资金调整计入资本公积。公司资本公积主要构成为资本金及土地，质量较好。

负债

2017—2019 年，公司负债规模连续增长，年均复合增长 34.09%。2019 年底，公司负债总额 279.61 亿元，较上年底增长 37.75%。其中，流动负债占 38.77%，非流动负债占 61.23%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 51.54%。2019 年底，公司流动负债 108.40 亿元，主要由短期借款（占 24.78%）、预收款项（占 7.28%）、其他应付款（占 34.19%）和一年内到期的非流动负债（占 32.24%）构成，以上科目较 2018 年底均有所增长。

2017—2019 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 39.40%；2019 年底，公司短期借款 26.87 亿元，较 2018 年底增长 67.99%，其中质押借款 14.42 亿元，抵押借款 4.00 亿元，保证借款 8.45 亿元，保证人主要为富阳城投。

2017—2019 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 81.00%；2019 年底，公司预收款项 7.89 亿元，较 2018 年底增加 5.35 亿元。公司预收款项主要是土地整理业务预收款，因土地出让金分期缴纳而形成，待完成缴纳后公司将确认为收入或根据经开区管委会批复确认为政府注资。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，

年均复合增长152.19%；2019年底，公司其他应付款35.83亿元，较2018年底增长34.22%。公司其他应付款主要是往来款和安置房销售款，对象集中度较低。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长21.18%；2019年底，公司一年内到期的非流动负债34.94亿元，较2018年底增长40.43%，包括28.94亿元一年内到期的银行借款和6.00亿元一年内到期的应付债券。

2017—2019年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长25.73%，主要系长期借款大幅增长。2019年底，公司非流动负债171.21亿元，较2018年底增长32.33%。公司非流动负债主要由长期借款（占89.93%）和应付债券（占7.01%）构成。

2017—2019年，公司长期借款快速增长，年均复合增长49.40%；2019年底，公司长期借款153.96亿元，较2018年底增长62.31%。公司长期借款中信用借款（4.90亿元）占比较低，主要为抵押、质押和保证借款。从借款方来源区分，公司长期借款主要是商业银行借款（占83.02%），另包含部分金融租赁公司借款和信托借款。

2017—2019年，公司应付债券快速下降，系存续债券分期还本所致。2019年底，公司应付债券12.00亿元，包括“14富春山居债/PR富春债”3.00亿元和“16富春山居债/PR富春债”9.00亿元。

2017—2019年，公司长期应付款（不含专项应付款）波动较大，主要是2019年底全部调整入资本公积所致。2017—2019年，公司专项应付款变化不大，2019年底为3.02亿元，主要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工程的专项补助金。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务快速增长，年均复合增长32.47%；2019年底，公司全部债务229.17亿元，较2018年底增长47.39%，其中短期债务占27.58%，长期债务占72.42%，债务结构较去年底变化不大。

2017—2019年，公司资产负债率波动下降，

全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降，2019年底上述指标分别为58.19%、53.29%和45.24%。2020—2022年，公司需偿还的债务规模分别为64.45亿元、60.84亿元和20.11亿元，2020年和2021年待偿还债务规模较大。

表 11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	37.62	42.63	63.21
长期债务	92.97	112.86	165.96
全部债务	130.60	155.48	229.17
资产负债率	65.77	65.84	58.19
全部债务资本化比率	61.73	59.61	53.29
长期债务资本化比率	53.46	51.72	45.24

注：已将其他流动负债调整入有息债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，期间费用对利润的侵蚀较为严重，整体盈利能力尚可。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 17.89%；2019 年，公司实现营业收入 18.50 亿元，同比增长 19.85%，主要由于土地整理收入保持增长且新增基础设施代建收入。同期，公司营业成本波动增长，年均复合增长 8.05%，2019 年为 10.20 亿元。

2017—2019 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 49.70%，2019 年同比下降 38.45%至 5.71 亿元；公司期间费用主要为财务费用，2019 年实现利息收入 2.93 亿元，较上年（0.23 亿元）大幅增长，主要是公司结构性存款收益。同期，公司期间费用率分别为 19.13%、60.06%和 30.84%，公司期间费用控制能力有待提高。

2017—2019 年，公司其他收益分别为 0.13 亿元、1.50 亿元和 0.05 亿元，系 2017 年 7 月富阳经开区封闭式管理后，富阳经开区对公司的财政补助。

2017—2019 年，公司营业利润率波动增长，2019 年为 44.13%，较 2018 年下降 23.96 个百分点，主要系土地出让板块毛利率下降所致。同期，公司营业利润和利润总额保持增长，2019 年分

别为 2.97 亿元和 3.13 亿元。

表 12 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	13.31	15.44	18.50
营业利润	2.11	2.75	2.97
其他收益	0.13	1.50	0.05
利润总额	2.02	2.78	3.13
净利润	2.02	2.78	3.05
营业利润率	33.97	68.09	44.13
总资本收益率	2.29	4.59	2.54
净资产收益率	2.49	2.64	1.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资本收益率大幅波动，净资产收益率波动下降，2019 年分别为 2.54%和 1.52%。

5. 现金流分析

近年来，公司收入实现质量较好，因土地整理业务投入规模较大，公司经营活动现金流持续净流出，以借款和政府拨款为主的筹资活动现金流入对经营活动提供了较好的保障，考虑到公司在建及拟建项目的资金需求，公司未来筹资压力大。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入持续增长，2019 年为 49.37 亿元，同比增长 20.15%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加。2017—2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长 31.25%，2019 年为 23.00 亿元。同期，公司现金收入比分别为 100.32%、101.03%和 124.33%，整体收现质量好。2017—2019 年，公司收到其他与经营活动有关的现金持续增长，2019 年为 26.32 亿元，主要为往来款。同期，公司经营活动现金流出持续增长，2019 年为 90.04 亿元，同比增长 6.57%，主要系土地整理业务投入大幅增加。2019 年，公司支付其他与经营活动有关的现金大幅下降 67.57%至 7.37 亿元，主要为往来款。2017—2019 年，公司经营活动现金流持续净流出，分别为 -0.67 亿元、-43.40 亿元和 -40.67 亿元，净流出规模有所扩大。

2017—2019 年，公司投资活动主要为赎回及购买理财产品，公司投资活动现金流入持续上升，分别为 1.08 亿元、3.00 亿元和 9.71 亿元，2019 年金额较大主要是合并范围增加取得子公司货币资金所致；同期，公司投资活动现金流出波动下降，分别为 9.16 亿元、0.70 亿元和 5.01 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额持续增长，分别为 -8.08 亿元、2.30 亿元和 4.69 亿元。

2017—2019 年，公司筹资活动现金流入快速增长，2019 年为 134.70 亿元，其中取得借款收到的现金（占 61.11%）和收到其他与筹资活动有关的现金（主要是政府拨付的资金）同比均大幅增加。同期，公司筹资活动现金流出有所增长，2019 年为 85.05 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金 14.66 亿元（定期存单质押）。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额快速增长，分别为 7.49 亿元、44.27 亿元和 49.66 亿元。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	28.88	41.09	49.37
经营活动现金流出	29.55	84.49	90.04
经营活动现金流量净额	-0.67	-43.40	-40.67
投资活动现金流量净额	-8.08	2.30	4.69
筹资活动现金流量净额	7.49	44.27	49.66
现金收入比	100.32	101.03	124.33

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司存在一定的短期偿付压力，长期偿债能力指标一般，考虑到公司业务区域垄断地位及政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

2017—2019 年，公司流动比率有所波动，速动比率逐年下降，2019 年底公司两项指标分别为 428.35%和 94.95%。同期，公司经营活动现金为净流出，对流动负债不具备保障能力。2019 年底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.67 倍。公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标看, 2017—2019年, 公司EBITDA分别为5.09亿元、12.20亿元和10.41亿元。同期, 全部债务/EBITDA大幅波动, 2019年为22.01倍, EBITDA利息倍数持续下降, 2019年为0.76倍, EBITDA对公司债务本金和利息支出的保障能力一般。

截至2019年底, 公司对外担保余额合计87.96亿元(详见附件2), 担保比率43.79%, 其中对富阳城投担保余额较大。富阳城投是本期债券的担保方, 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2019年底, 公司共获得各家银行授信额度279.36亿元, 未使用额度104.56亿元。公司间接融资渠道良好。

7. 母公司财务分析

因合并范围增加, 母公司资产在合并范围中的占比有所下降, 公司营业收入主要来自子公司, 母公司整体债务负担一般。

2019年底, 母公司资产总额258.61亿元, 较2018年底增长26.79%, 主要系长期股权投资大幅增长。其中流动资产占85.58%, 资产结构以流动资产为主。母公司资产主要由存货、其他应收款和长期股权投资构成。

2019年底, 母公司所有者权益112.38亿元, 较2018年底增长86.21%, 主要系资本公积大幅增加所致。母公司权益主要构成为资本公积(占86.44%)和实收资本(占17.80%)。2019年底, 母公司负债总额146.23亿元, 较2018年底变化不大。其中流动负债占52.02%, 占比较2018年底大幅提升。2019年底, 母公司资产负债率为56.55%, 较2018年下降13.87个百分点。

2019年, 母公司营业总收入为1.26亿元, 利润总额为-2.11亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模13.00亿元, 其中基础发行规模7.00亿元, 弹性配售规模6.00亿元。按本期债券最高发行规模13.00亿元测算(以下同), 相当于2019年底公司长期债务的7.83%, 全部债务的5.67%, 其发行对公司现有债务规模和债务结构有一定影响。

以2019年底财务数据为基础, 不考虑其他因素变化, 预计本期债券发行后, 公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由58.19%、53.29%和45.24%上升至59.29%、54.66%和47.11%, 公司负债水平有所上升, 整体债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券的2.22倍、3.16倍和3.80倍, 对本期债券的保障能力尚可; 公司EBITDA分别为本期债券的0.39倍、0.94倍和0.80倍, 对本期债券的保障能力较差。

本期债券设置本金分期偿还条款, 自发行后第3年起, 每年偿还本金的20%, 即2.60亿元。2017—2019年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券分期偿还本金的11.11倍、15.80倍和18.99倍; 2017—2019年, 公司EBITDA分别为本期债券分期偿还本金的1.96倍、4.69倍和4.00倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券分期偿还本金的保障能力较强。

3. 募投项目偿债能力分析

根据《可研报告》, 募投项目预计在本期债券存续期内实现营业收入16.54亿元, 包括安置房销售收入13.53亿元、配套商业销售收入2.88亿元和物业管理费收入0.13亿元。具体运营数据详见下表。考虑到测算数据中的单价和市场实际情况存在一定偏差, 同时未来经营收入易受客

流及交易量、商业出售和租赁市场波动等因素影响，未来收入存在一定不确定性。

表 14 存续期内本期债券募投项目运营预测情况

项目	小计	存续期						
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
安置房出售（万元）	135264.00	0.00	0.00	67632.00	67632.00	0.00	0.00	0.00
面积（m ² ）	169080.00	0.00	0.00	84540.00	84540.00	0.00	0.00	0.00
销售价格（元/m ² ）	8000.00	0.00	0.00	8000.00	8000.00	0.00	0.00	0.00
配套商业出售（万元）	28766.40	0.00	0.00	14383.20	14383.20	0.00	0.00	0.00
面积（m ² ）	11986.00	0.00	0.00	5993.00	5993.00	0.00	0.00	0.00
销售价格（元/m ² ）	24000.00	0.00	0.00	24000.00	24000.00	0.00	0.00	0.00
物业管理费（万元）	1339.68	0.00	0.00	267.94	267.94	267.94	267.94	267.94
面积（m ² ）	186066.00	0.00	0.00	186066.00	186066.00	186066.00	186066.00	186066.00
单价（元/m ² ·月）	1.20	0.00	0.00	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
经营收入合计	165370.08	0.00	0.00	82283.14	82283.14	267.94	267.94	267.94

资料来源：联合资信根据募投项目可研报告整理

假设本期债券于 2020 年成功发行，发行规模 13.00 亿元，其中 8.00 亿元用于募投项目的建设，票面利率 7.00%。在不考虑其他因素的情况下，募投项目在本期债券存续期内经营性现金流入和经营净现金流量合计分别为 16.54 亿元和 15.47 亿元，为本期债券用于募投项目部分本息的 1.53 倍和 1.43 倍，对其覆盖程度尚可。本期债券存续期第 1 年和第 2 年，募投项目尚在建设

期未能形成收入，公司需靠自身经营收入偿还当期应付的利息；因募投项目收入实现集中于项目建成后的前两年，在时间上和本期债券还本付息存在区间错配，本期债券还本付息有赖于公司对项目留存收益的合理分配。此外，本期债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

表 15 本期债券募投项目存续期内现金流量预测（单位：万元、倍）

项目	合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
经营性现金流入	165370.08	0.00	0.00	82283.14	82283.14	267.94	267.94	267.94
营业收入	165370.08	0.00	0.00	82283.14	82283.14	267.94	267.94	267.94
经营性现金流出	10634.86	0.00	0.00	4814.29	5065.89	251.56	251.56	251.56
经营成本	1374.72	0.00	0.00	221.44	454.40	232.96	232.96	232.96
税金及附加	9260.14	0.00	0.00	4592.85	4611.49	18.60	18.60	18.60
经营性净现金流	154735.22	0.00	0.00	77468.85	77217.25	16.38	16.38	16.38
应付本期债券本息合计	108000.00	5600.00	5600.00	21600.00	20480.00	19360.00	18240.00	17120.00
偿还本期债券利息	28000.00	5600.00	5600.00	5600.00	4480.00	3360.00	2240.00	1120.00
偿还本期债券本金	80000.00	0.00	0.00	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00
现金流入对应付本期债券本息的覆盖倍数	1.53	0.00	0.00	3.81	4.02	0.01	0.01	0.02
经营净现金流对应付本期债券本息的覆盖倍数	1.43	0.00	0.00	3.59	3.77	0.00	0.00	0.00

注：假设本期债券于 2020 年发行，发行利率按 7.00% 测算

资料来源：联合资信根据可研报告整理

十、担保人担保能力分析

本期债券由富阳城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，根据担保协议：到本期债券兑付日，如公司不能全部履行本期债券责任，富阳城投承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他支付的费用。上述担保期限为本期债券存续期及债券到期日起两年。

富阳城投成立于 2000 年 10 月，是富阳区基础设施建设和国有资产管理的主要载体，在水务业务上具有区域垄断性。截至 2019 年底，富阳城投注册资本 10.00 亿元，由富阳区国资委全资控股。2019 年底，富阳城投资产总额 873.43 亿元，主要由流动资产构成，其中货币资金 56.46 亿元、存货 426.79 亿元、其它应收款 185.70 亿元；所有者权益 349.63 亿元，其中实收资本 10.00 亿元、资本公积 227.70 亿元；负债总额 523.81 亿元。2019 年，富阳城投实现营业收入 29.89 亿元，净利润 6.23 亿元。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，其担保可有效增强本期债券的偿付安全性。

十一、偿债资金专户监管

公司聘请中信银行股份有限公司杭州富阳支行为本期债券偿债资金监管银行，并与该行签订了本期债券《偿债资金专户监管协议》，在协议签订之日起 30 个工作日内，公司需在监管银行开设偿债资金专户，用以存放本期债券每年所需偿还的利息与本金。偿债资金专户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行公司债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有与本期债券相关的支出活动，均必须通过该账户进行。偿债资金专户实行专户管理，本期债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本期债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账

户。公司应在本期债券付息日或兑付日前 5 个工作日向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前 3 个工作日将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。监管银行在完成划款工作后 2 个工作日内，应将有关结算凭证传真给公司。公司为本期债券设立了偿债资金专户，并由监管银行对偿债资金专项账户进行监管，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性。

十二、结论

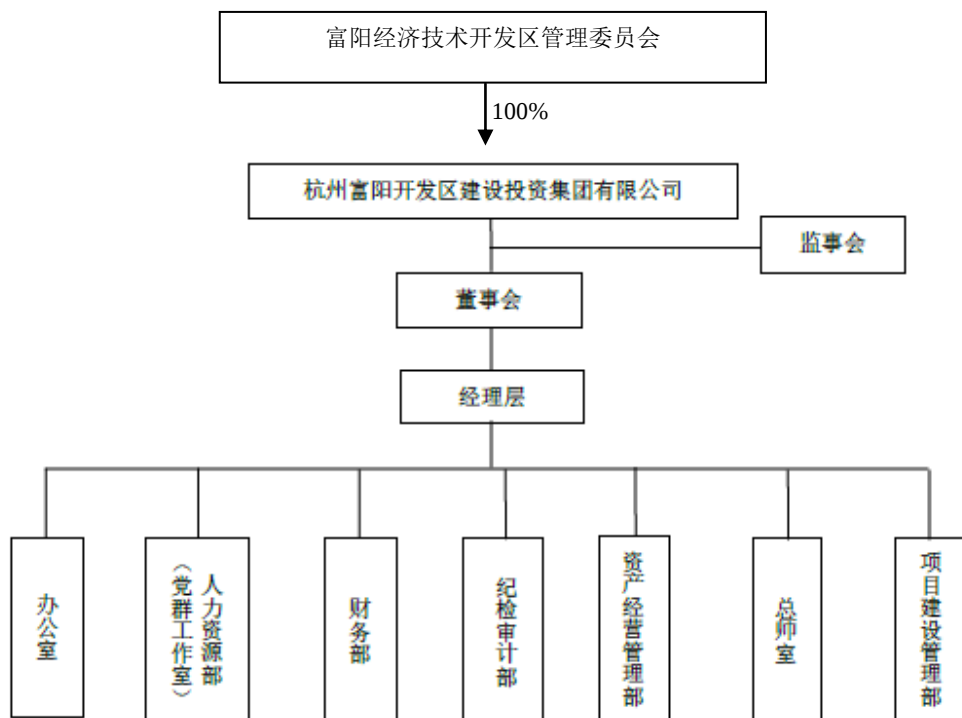
近年来，富阳区经济持续发展，综合财力持续增强，杭州市域铁路富阳线即将建成运营，带动富阳经开区土地出让价格大幅增长，公司土地整理业务发展良好。公司是富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，得到了富阳区政府和富阳经开区管委会在股权划入、资本金注入、土地划拨和政府债务置换等方面的大力支持。

近年来，公司资产规模快速扩张，存货和其他应收款占比大，其他富阳区平台对公司资金占用明显，公司整体资产质量一般。公司债务规模快速增长，2020 年和 2021 年待偿还债务规模较大。公司在建和拟建项目待投资规模大，未来筹资压力大。考虑到公司在富阳经开区土地整理和基础设施建设方面的垄断地位及政府给予的支持，公司整体偿债能力很强。

公司经营现金流入量对本期债券保障程度尚可；本期债券设置本金分期偿还条款，有助于降低公司集中偿付压力；富阳城投为本期债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保，可有效增强本期债券的偿付安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 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	
杭州富阳富民新农村建设有限公司	60000.00	新农村基础设施建设	100.00	0.00	新设
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
浙江富春山居建设有限公司	3000.00	基础设施建设	100.00	0.00	无偿划拨
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	无偿划拨
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	无偿划拨
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	无偿划拨
富阳富春湾公路开发有限公司	2833.50	公路开发	0.00	100.00	无偿划拨
杭州富阳综合市场有限公司	9750.00	市场建设管理	100.00	0.00	无偿划拨
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	无偿划拨
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	无偿划拨
杭州富阳登远房地产开发有限公司	1000.00	房地产开发经营	50.00	50.00	无偿划拨
杭州富阳新诚美物业管理有限公司	300.00	物业管理	50.00	50.00	无偿划拨
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	无偿划拨
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 截至 2019 年底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）	担保金额（万元）	担保期限
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	583778.00	16000.00	2015/12/21 至 2023/12/20
		28778.00	2016/06/29 至 2026/06/29
		22500.00	2016/09/30 至 2021/09/30
		24000.00	2017/07/20 至 2020/07/19
		150000.00	2018/04/17 至 2021/04/16
		84600.00	2018/10/31 至 2028/10/31
		48000.00	2018/10/31 至 2021/10/19
		9900.00	2019/02/01 至 2029/02/01
		100000.00	2019/06/24 至 2028/12/30
		100000.00	2019/06/28 至 2020/12/25
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	112054.13	28000.00	2016/12/23 至 2021/12/20
		27354.13	2019/05/29 至 2024/05/20
		9400.00	2019/12/13 至 2020/12/12
		18500.00	2019/12/16 至 2027/12/17
		16300.00	2017/04/01 至 2027/03/31
杭州富阳住房建设投资有限公司	100000.00	100000.00	2017/11/02 至 2023/11/02
杭州富阳城建集团城市经营管理有限公司	28930.89	12000.00	2017/07/28 至 2041/12/13
		9340.89	2017/03/17 至 2041/12/13
		5000.00	2017/03/24 至 2041/12/13
		2590.00	2017/08/25 至 2041/12/13
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	15887.00	15887.00	2015/12/25 至 2020/12/25
杭州富春山居集团有限公司	12000.00	12000.00	2019/06/20 至 2020/06/19
杭州富阳保安服务有限责任公司	11000.00	6000.00	2019/06/07 至 2020/06/06
		5000.00	2019/04/28 至 2020/04/17
杭州富阳江南新城水务有限公司	8000.00	8000.00	2019/12/13 至 2020/12/12
杭州富阳通达公路养护有限公司	5000.00	5000.00	2019/06/07 至 2020/06/06
杭州富阳通达公路工程有限责任公司	2980.00	2980.00	2018/11/21 至 2020/11/20
合计	879630.02		--

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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.81	23.98	42.26
资产总额（亿元）	236.47	308.32	480.50
所有者权益（亿元）	80.95	105.34	200.89
短期债务（亿元）	37.62	42.63	63.21
长期债务（亿元）	92.97	112.86	165.96
全部债务（亿元）	130.60	155.48	229.17
营业收入（亿元）	13.31	15.44	18.50
利润总额（亿元）	2.02	2.78	3.13
EBITDA（亿元）	5.09	12.20	10.41
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-43.40	-40.67
财务指标			
销售债权周转次数（次）	790.53	1480.45	894.85
存货周转次数（次）	0.07	0.03	0.04
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.05
现金收入比（%）	100.32	101.03	124.33
营业利润率（%）	33.97	68.09	44.13
总资本收益率（%）	2.29	4.59	2.37
净资产收益率（%）	2.49	2.64	1.52
长期债务资本化比率（%）	53.46	51.72	45.24
全部债务资本化比率（%）	61.73	59.61	53.29
资产负债率（%）	65.77	65.84	58.19
流动比率（%）	438.77	407.15	428.35
速动比率（%）	173.37	136.55	94.95
经营现金流动负债比（%）	-1.41	-58.96	-37.52
现金短期债务比（倍）	0.47	0.56	0.67
全部债务/EBITDA（倍）	25.66	12.74	22.01
EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.33	0.76

注：已将其他流动负债调整入有息债务

附件 3-2 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.96	9.00	16.78
资产总额（亿元）	190.85	203.97	258.61
所有者权益（亿元）	58.08	60.35	112.38
短期债务（亿元）	23.98	19.28	26.64
长期债务（亿元）	80.02	86.19	70.17
全部债务（亿元）	104.00	97.97	96.81
营业收入（亿元）	0.09	0.01	1.26
利润总额（亿元）	-2.03	-5.64	-2.11
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	9.03	-2.35	14.28
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--
现金收入比（%）	47.13	239.82	436.42
营业利润率（%）	83.72	-57.83	26.19
总资本收益率（%）	-1.25	-3.56	-1.01
净资产收益率（%）	-3.49	-9.35	-1.87
长期债务资本化比率（%）	57.95	56.60	38.44
全部债务资本化比率（%）	64.17	61.88	46.28
资产负债率（%）	69.57	70.41	56.55
流动比率（%）	390.73	336.96	290.97
速动比率（%）	229.73	193.93	145.55
经营现金流动负债比（%）	19.96	-4.08	18.78
现金短期债务比（倍）	0.46	0.47	0.63
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--

注：公司未提供母公司折旧、摊销等数据，无法计算 EBITDA 及相关指标

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

联合资信评估有限公司关于 2020 年杭州富阳开发区建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对杭州富阳开发区建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，杭州富阳开发区建设投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州富阳开发区建设投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现杭州富阳开发区建设投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对杭州富阳开发区建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如杭州富阳开发区建设投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对杭州富阳开发区建设投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与杭州富阳开发区建设投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。