

信用等级公告

联合[2015]814号

浙江富春山居集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的2016年度15亿元公司债券进行了主动评级，确定：

浙江富春山居集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

浙江富春山居集团有限公司拟发行的2016年度15亿元公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十一月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江富春山居集团有限公司 2016 年度 15 亿元公司债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA_{pi}

本次债券发行额度：15 亿元

本次债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，后 5 年每年支付本金的 20%，本金及利息一起支付

发行目的：用于项目建设

评级时间：2015 年 11 月 30 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	105.11	126.53	162.41
所有者权益(亿元)	76.56	78.83	80.47
长期债务(亿元)	9.25	20.43	56.49
全部债务(亿元)	18.77	38.69	70.58
营业收入(亿元)	6.35	7.81	9.68
净利润(亿元)	2.36	2.06	1.83
EBITDA(亿元)	3.31	4.29	5.50
经营性净现金流(亿元)	-5.77	-7.49	-15.24
营业利润率(%)	21.55	22.59	18.01
净资产收益率(%)	3.09	2.62	2.27
资产负债率(%)	27.17	37.70	50.45
全部债务资本化比率(%)	19.69	32.92	46.73
流动比率(%)	525.87	441.24	616.39
EBITDA/全部债务(倍)	0.18	0.11	0.08
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.22	0.29	0.37

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

②本报告中数据如无特别注明均为合并口径；

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江富春山居集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为富阳经济技术开发区（以下简称“富阳经开区”）唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，在资本金注入、土地资源划拨、土地指标获取、股权增资、税收优惠、财政补贴等多方面均获得了富阳区政府的大力支持。2012 年富阳经开区升级为国家级经济技术开发区，招商引资进展顺利，公司投资环境良好。联合评级也注意到土地出让业务受宏观经济及国家政策影响较大、公司自身盈利能力弱、经营活动现金流出规模大以及未来投资规模较大等因素可能对其信用水平带来不利影响。

2014 年原富阳市撤市设区，成为杭州市辖区，富阳区政府已承诺将持续对公司发展提供支持。未来公司将继续推进富阳经开区基础设施建设，随着土地综合开发业务的持续开展，公司收入规模有望获得提升。联合评级对公司评级展望为稳定。

本次公司债券无担保。公司为本次公司债券设立了偿债资金专户，本次公司债券偿还资金来源包括公司土地整理业务土地出让金返还、财政补贴及募投项目收益，整体对本次债券的保障程度较高。本次公司债券后五年分期偿还本金，可在一定程度降低未来集中偿付压力。基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券偿付风险低。

优势

1. 富阳区近年来经济平稳发展，政府财政实力不断增强，富阳经开区作为国家级经济技术开发区享有国家级政策优惠及富阳区政府的大力支持，公司投资环境良好。

2. 公司作为富阳经开区唯一的基础设施

2. 公司作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，在资本金注入、土地资源划拨、土地指标获取、股权增资、税收优惠、财政补贴等多方面均获得了富阳区政府的大力支持。

3. 本次债券分期偿还，一定程度上降低未来集中偿付压力。

关注

1. 土地出让规模及价格受宏观经济及国家政策影响大，未来土地出让进程及收益返还具有不确定性。

2. 公司盈利能力弱，对财政贴息和政府补助依赖度高。

3. 公司资产中土地存货占比大，应收往来款对资金形成一定占用，资产流动性较弱。

4. 公司经营活动现金持续净流出，在建土地开发项目投资规模大，对外融资压力大。

5. 本次债券募投项目建设期及收入形成期较长，对本次公司债券偿还实际保障情况存在预期经济效益实现情况及现金流入与偿债支付时间匹配度的不确定性。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由浙江富春山居集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江富春山居集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与浙江富春山居集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对浙江富春山居集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江富春山居集团有限公司（以下简称“公司”），原名浙江富阳经济开发区建设投资有限公司，系富阳区（原富阳市）人民政府授权富阳区国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“富阳区国资委”）出资组建的国有独资公司。公司于2008年5月取得杭州市工商行政管理局富阳分局核发的企业法人营业执照，成立日公司注册资本人民币3亿元，实收资本1亿元。2009年，根据富阳区国有资产办公室富国资办（2009）59号文件，公司由资本公积转增资本2亿元，实收资本增至3亿元；后富阳区国资委分别于2010年5月和2012年10月向公司增资5亿元和2亿元。上述增资已分别经杭州富春会计师事务所审验并出具杭富会验字（2009）第458号、杭富会验字（2010）第214号、杭富会验字（2012）第303号验资报告。2012年11月，根据富阳区人民政府《关于成立浙江富春山居集团有限公司的通知》（富政函〔2012〕117号），公司名称变更为现名。

截至2014年底，公司注册资本为10亿元，全部由富阳区国资委出资，富阳区人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：浙江富阳经济开发区范围内的基础设施建设、投资；土地地面平整、物业管理服务；建筑材料的技术研发、销售；土地收储。

公司内部设立财务审计部、项目建设部、投资管理部、办公室和法律顾问等五个部门。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司共计9家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额162.41亿元，所有者权益合计80.47亿元；2014年公司实现营业收入9.68亿元，利润总额1.84亿元；经营活动现金流量净额-15.24亿元，现金及现金等价物增加额13.76亿元。

公司注册地址：富阳区东洲街道江滨东大道138号；法定代表人：郭林平。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划于2016年发行公司债券15亿元（以下简称“本次债券”），债券期限7年。

本次债券为固定利率债券，自债券发行后第3年起，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金，本次债券在存续期限内每年付息一次，后5年利息随本金的兑付一起支付。每年还本时按债权登记日日终在中央国债登记公司托管名册上登记的各债券持有人所持债券面值进行分配。本次债券利息和本金的支付通过债券托管机构和其他有关机构办理，利息和本金支付的具体事项将按照国家有关规定，由公司在相关媒体上发布的付息公告和兑付公告中加以说明。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券共募集资金15亿元人民币，将全部用于富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目建设，具体情况如下：

表1 本次债券募投项目资金用途（单位：亿元）

募集资金用途	项目投资总额	拟用资金额度	拟用资金占投资总额比例
富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目	26.27	15.00	57.10%

资料来源：项目可研报告

（1）项目主要批复情况

①富阳区发展和改革局《关于富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目可行性研究报告的批复》（富发改投资【2012】224号）

②富阳区国土资源局《关于富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目地块建设项目用地的预审意见》（富土资源【2012】626号）

③富阳区环境保护局《关于富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目环境影响报告书审查意见的函》（富环许审【2012】344号）

（2）项目建设内容及进度

富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目建设地址位于富阳场口镇场口村，主要建设内容共包括36幢高层（项目分两期实施），项目总用地面积162,822平方米，总建筑面积494,726平方米，地上建筑面积402,012平方米，地下建筑面积92,714平方米，平衡容积率2.47，建筑密度22.5%，绿地率30%，住宅套数3,322套，机动车车位数2,845个，非机动车车位数6,644个。

其中一期用地面积91,149平方米，总建筑面积287,161平方米（地上建筑面积234,312平方米，地下建筑面积52,849平方米），容积率2.57，建筑密度23.5%，绿地率30%，住宅套数1,850套，机动车车位数1,583个（地面停车150个，地下停车1,433个），非机动车车位数3,700个；二期用地面积71,673平方米，总建筑面积207,565平方米（地上建筑面积167,700平方米，地下建筑面积39,865平方米），容积率2.34，建筑密度24%，绿地率30%，住宅套数1,472套，机动车车位1,262个（其中地面120个，地下停车位1,142个），非机动车车位数2,944个。

项目工期预计5年，已于2012年5月动工建设，截至2015年9月底已完成投资11.82亿元，工程进度约为50%。

（3）项目经济效益

据估算，项目共计可带来271,088.50万元经济收益，主要来自于安置房、商业店面、车库的销售收入，具体如下表：

表2 本次募投项目资金用途

	价格	面积	收入（万元）
商业店面	12,000 元/平方米	17,635 平方米	21,162.00
车库	73,000 元/个	2,575 个	18,797.50
安置房	6,100 元/平方米	378,900 平方米	231,129.00
合计		271,088.50 万元	

资料来源：公司提供

（4）偿债资金来源及保障

对于本次募投项目，公司偿债资金来源为①公司土地整理业务收入：根据富阳区人民政府《关于加快富阳经济开发区建设与发展的若干意见》（富委【2009】24号），富阳经济技术开发区范围内工业用地及经营用地出让金的净收益全额返还公司，用于新区建设。2012~2014年，公司分别获得土地出让金返还6.18亿元、7.74亿元和9.25亿元。②政府财政补贴：为增强公司经营发展实力，富阳区财政局近年来持续给予公司财政补贴，2012~2014年，公司收到财政贴息款分别为0.98亿元、2.29亿元和3.68亿元，收到政府补助款和扶持基金分别为1.24亿元、0.24亿元和0.24亿元。③本次公司债券募投项目富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目安置房、商业店面和车库的销售收入共计271,088.50万元。联合评级关注到，由于房地产市场受宏观政策和土地价

格变动影响有所波动，上述经济效益的实际实现情况存在不确定性。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636,463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1,322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M₂ 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8,900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1,000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债

保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全年全社会固定资产投资512,761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资2.29万亿元，全年其他基础设施（包括建筑业、交通运输、仓储邮政、水利、环境及公共设施管理业）投资9.37万亿元。截至2014年底，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.03个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济和财政实力

公司目前经营与投资的项目主要在杭州市富阳区，公司发展直接受富阳区的经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

富阳区概况

公司目前经营与投资的项目主要在富阳区，公司发展直接受富阳区的经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

2014年12月，国务院批复同意浙江省调整杭州市部分行政区划，撤销县级富阳市，设立杭州市富阳区，以原富阳市的行政区域为富阳区的行政区域。2015年2月15日，杭州市在富阳区举行撤市设区授牌仪式，富阳市正式变为富阳区，即杭州的第九区。富阳区位于浙江省北部，属杭州市辖区，市域面积1,831平方公里，辖4个街道、15个镇、6个乡、276个行政村、23个社区（居委会），2014年底富阳区户籍总人口66.61万人。

作为沪杭甬“金三角”交汇点，富阳区是国务院首批批准的沿海对外开放县（市）之一。市内水陆交通发达，水路经富春江、钱塘江、杭州湾可抵杭州、上海、宁波、无锡，陆路方面320国道贯穿全境，沿江一级公路与沪杭、杭甬、杭宁高速公路相连。即将开工建设的杭黄高铁横贯富阳全境，并在富阳春江街道设站；杭州市域铁路交通（城际铁路）富阳线、临安线计划于2015年开工，2019年建成运营；未来富阳区的交通能力和经济辐射范围将进一步得到提升。

改革开放以来，富阳经济快速发展，逐渐形成了造纸、通信器材、医药化工、机械电子、新型建材、轻纺、体育用品等特色产业和“国家（富阳）光纤光缆产业园”、“中国白板纸基地”、“中国球拍之乡”、“中国赛艇之乡”四大产业品牌。

富阳区旅游资源丰富，拥有A级景区6个，4A级景区4个。一川如画的富春江横贯富阳全境，境内有保留明清建筑特色的孙权后裔聚居地龙门古镇、钟灵毓秀的鹤山、富春胜地天钟山、度假胜地富春桃源等多处知名景观。近几年，富阳区还成功开发了杭州野生动物世界、富春山居国际高尔夫球场、中国古代造纸印刷文化村等。

根据《2014年富阳市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年富阳实现生产总值601.5亿元，增长8.3%。其中：第一产业增加值40.0亿元，增长3.0%；第二产业增加值318.8亿元，增长6.6%；第三产业增加值242.7亿元，增长12.0%。三次产业结构由上年的6.7:55.7:37.6调整为6.6:53.0:40.4。按户籍人口计算的人均生产总值90,812元，增长7.4%。按2014年平均汇率计算折算为14,783美元。

根据《富阳市国民经济和社会发展第十二个五年规划》，到2015年富阳区将基本形成新型城市化交通框架，日益完善城市基础建筑设施，科创园、高教园、东大道城市小客厅、迎宾大道总部楼宇集聚区等将初步形成，“富春山居”新农村精品工程将基本建成。“十二五”期间，富阳区重大项目建设计划投资1,060.73亿元，其中包括基础设施377.30亿元、城乡统筹发展项目179.30亿元和产业转型升级项目383.05亿元。

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。2007年，富阳区委市政府对开发区管理体制进行了调整，将新登新城、场口新城、科创园、文创园、复城国际商务中心“两大新城三大综合体”委托开发区管辖。2009年，富阳区委市政府对开发区进行了更大范围内的整合，形成“一区六城”格局。2012年10月，经国务院批准，富阳经开区成功升级为国家级经济技术开发区，定名为富阳经济技术开发区，成为杭州地区第三个县市(区)级的国家级经济技术开发区。

目前，富阳经开区的行政区划规划面积252.55平方公里，整合为“一区六城”：“一区”为7.41平方公里的主体区块，“六城”分别为银湖新区（规划面积26.3平方公里）、东洲新区（36.9万平

方公里)、场口新区(30.65平方公里)、鹿山新区(20.00平方公里)、江南新区(38.22平方公里)、新登新区(17.30平方公里),其中前银湖新区、东洲新区和场口新区共计93.85平方公里由富阳经开区直接管辖。

富阳经开区实现了与杭州主城的无缝对接,辐射范围达到上海、宁波等地,区位优势显著,交通便捷。富阳经开区位于杭州市西南,距杭州市中心30公里、上海180公里、宁波160公里,地理位置优越。交通方面,杭千高速公路、320国道一级公路、杭富沿江一级公路构筑了四通八达的公路交通网;横贯东西的富春江经钱塘江直通宁波、上海港口。

富阳区政府在土地指标利用、税收及贴息方面给予了富阳经开区以支持,土地利用方面,富阳经开区与富阳区国土资源局(以下简称“富阳国土局”)开展土地利用规划的修编和局部调整、上报审批工作;为确保富阳经开区建设需要,富阳国土局根据《富阳区新增建设用地指标管理暂行办法》将对富阳经开区建设用地予以重点倾斜。财政优惠方面,根据《关于加快富阳经济开发区建设与发展的若干意见》(富委【2009】24号),富阳区财政对富阳经开区范围内产生税收(不含房地产)按地方留存部分的20%返还开发区;对富阳经开区基础设施建设资金贷款实行全额贴息。

富阳区政府在招商引资方面给予了富阳经开区较为优惠的政策,对于战略性新兴产业项目引进,除享受富阳区招商引资、企业奖励政策外,对于有助于转型升级、经济拉动的产业项目制定并实施“一企一议”激励政策,涉及重大项目的提交市政府研究决定。富阳经开区自建成以来不断积极开展招商引资,目前已累计引进项目400多个,其中外资项目120个,总投资540亿元。2014年,富阳经开区实际利用外资1.21亿美元,实到杭内内资25.05亿元。富阳经开区已形成和正在培育的重点产业有光通信、先进装备制造、铜冶炼及铜深加工、新能源新材料、生物医药、文化创意、旅游休闲及科研总部等八大产业,多家央企、行业龙头和大型项目的落户大大加快了富阳经开区产业转型升级步伐。2013及2014年,富阳经开区分别贡献财政税收9.24亿元和9.78亿元,其中返还富阳经开区的金额为2,750万元和7,003万元,2013年富阳经开区扣除相关费用后返还公司2,000万元,。

根据《富阳经济开发区经济和社会发展的“十二五”规划》,富阳经开区将按照“充实提升建成区、开发拓展新区”的要求,继续加快重大基础设施项目建设,积极实施以道路建设为主体、与城市功能相配套、适度超前的基础设施体系建设,分步完成全区主次干道建设,协助建成城市辅助环线,完善内、外环线间联接道路,合理规划和调整路网布局,提高新区道路网的通达度和服务水平。同时加快开发区水、电、热等配套基础设施的建设与改造,全面建成“三化”处理、供水、燃气、热力、电力等配套基础设施工程。未来,随着开发区居民对城市基础设施需求的持续高涨,富阳经开区城市基础设施行业将取得进一步发展。

总体看,富阳区交通便利、工业基础较为雄厚、旅游资源丰富,近年来经济平稳发展;富阳经开区作为国家级经济技术开发区享有国家级政策特权及富阳区政府的大力支持。

富阳区政府财力及债务

公司是经富阳区人民政府批准设立,富阳经开区直接管辖范围内唯一的基础设施建设和国有资产经营主体,在各方面享受了富阳区和富阳经开区的大力支持。富阳区及富阳经开区政府财力对公司日常经营影响很大。由于富阳经开区于2012年10月被批准为国家级经济技术开发区,财政行政职权尚未行使,因而以下将主要对富阳区的财力及负债进行分析。

近年来,富阳区财政实力稳步增长。根据富阳区财政局公布的数据,2012~2014年,富阳区财政总收入分别为78.50亿元、83.21亿元和88.40亿元,年均复合增长6.12%。2014年富阳区一

般预算收入 49.6 亿元，同比增长 7.0%；公共财政预算支出 57.7 亿元，同比增长 9.5%。

从富阳区地方可控财力来看，2012~2014 年，富阳区可控财力不断增强，分别为 94.08 亿元、113.99 亿元和 126.34 亿元，以税收收入为主的一般预算收入和国有土地使用权出让收入是最重要组成部分且不断增加，转移支付、税收返还收入和预算外财政专户收入有所波动但规模相对较小。

表3 2012~2014年富阳区地方可控财力情况表（单位：亿元、%）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率	2014 年各项占比
一般预算收入	42.00	46.36	49.60	8.67	39.26
其中：税收收入	39.11	43.04	45.76	8.17	36.22
非税收入	2.90	3.32	3.84	15.07	3.04
国有土地使用权出让收入	34.91	48.47	59.17	30.19	46.83
转移支付和税收返还收入	15.57	17.41	16.46	2.82	13.03
其中：返还性收入	4.42	4.44	4.48	0.68	3.55
一般性转移支付收入	4.48	5.47	6.06	16.30	4.80
专项转移支付收入	6.67	7.50	5.92	-5.79	4.69
预算外财政专户收入	1.60	1.75	1.11	-16.71	0.88
地方可控财力	94.08	113.99	126.34	15.88	100.00

资料来源：富阳区财政局

根据财政部下发的《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》（财库【2015】85 号）对于政府债务的披露要求，在截至 2014 年 12 月 31 日的地方政府存量债务清理甄别结果经全国人大常委会批准之前，公布经审计的截至 2013 年 6 月 30 日的地方政府性债务情况。根据富阳区财政局提供的政府财力情况，截至 2013 年 6 月底，富阳地方债务 88.60 亿元，其中直接债务余额 88.28 亿元。根据截至 2014 年地方财力及地方债务情况综合测算，富阳区债务率为 70%，债务负担偏高。

表4 富阳区债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2013 年 6 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	882,824.32	（一）地方一般预算本级收入	496,000
1、外国政府贷款		1、税收收入	457,600
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	38,400
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	591,700
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	164,600
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	44,800
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	60,600
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	59,200
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	11,100
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1,263,400
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	496,000
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	457,600
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		（四）预算外财政专户收入	38,400
7、债券融资			
（1）中央代发地方政府债券			
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			

9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额	6,259.59		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	885,954.12	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1,139,876
债务率=(地方政府债务余额-地方综合财力)×100%		70%	

资料来源：富阳区财政局，联合评级整理

根据富阳区政府出具的函件（富政函【2015】4号），截至2013年6月30日前公司发生的存量债务30.69亿元，经审计其中16.69亿元已纳入“政府负有偿还责任的债务”，其余贷款未纳入政府债务。2013年6月30日至2015年1月12日的债务净增加额52.04亿元，经审计确认后已按“政府负有偿还责任的债务”上报浙江省财政厅，目前处于甄别审计阶段，等待财政部最终反馈确认。富阳区政府承诺未来在财政、资源等方面将持续大力支持公司。

总体看，近年来富阳区财政实力逐渐增强，财务收入已税收收入为主，政府财政实力较好。但同时富阳区政府债务负担较重，未来对公司的支持力度有待关注。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

富阳区本级现有5家政府融资公司分别为富阳区交通发展投资集团有限公司、富阳区城市建设投资集团有限公司、富阳区新登城镇建设投资有限公司、富阳区江南新城建设投资集团有限公司及公司。前两家均在富阳区市区内有不同的产业定位，中间两家分别在富阳经开区直辖范围外的新登新区、江南新区负责基础设施建设。公司是富阳经开区直接管辖范围内唯一的国有投融资公司，在基础设施、国有资产运营业务开展方面享有独占性。此外公司还享有国家级经济技术开发区的政策优惠。截至2014年底，公司注册资本为10亿元，全部由富阳区国资委出资，富阳区人民政府为公司实际控制人。

截至2014年底，公司下属全资子公司9家（见下表）。

表5 公司控股子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	表决权比例
富阳区富民新农村建设有限公司	20,000	100.00
富阳区东洲运动休闲新城建设投资有限公司	10,000	100.00
浙江富春山居建设有限公司	3,000	100.00
富阳区场口新区建设有限公司	2,000	100.00
富阳区新登新区建设有限公司	2,000	100.00

富阳区银湖新区建设有限公司	2,000	100.00
富阳区富春江房地产开发有限公司	2,000	100.00
富阳区高科技创业投资管理有限公司	1,000	100.00
富阳区富诚物业管理有限公司	500	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司在富阳区经开区直接管辖范围内土地综合开发上具有独占性，且受益于国家级经济技术开发区的政策优惠，有利于公司综合实力的提升。

2. 人员素质

公司高级管理人员共 2 人，其中总经理 1 人，副总经理 1 人，由富阳区人民政府或富阳区国有资产委员会推荐或提名，董事会聘任或解聘。

公司董事长兼总经理郭林平，男，1965 年生，中共党员，本科学历。历任富阳县南新乡党委委员，富阳县龙羊区团委书记、工办主任，富阳市洞桥镇团委书记、副镇长，富阳市万市镇副镇长、党委委员、党委副书记，富阳市洞桥镇党委副书记、镇长、党委书记、人大主席，富阳市春江街道党工委副书记、办事处主任，公司总经理。现任公司董事长兼总经理。

截至 2014 年底，公司本部共有职工 35 人。从年龄构成看，30 岁以下的占 14%、30~50 岁的占 80%、50 岁以上的占 6%；从学历构成看，本科及专科学历的占 83%、高中及以下学历的占 17%；从专业构成看，专业技术人员占 51%、财务人员占 20%、管理人员占 29%。

总体看，公司高级管理人员均有政府、国企工作经历，具有丰富的管理经验；员工以中年为主，文化素质适中，能满足公司日常经营需要。

3. 政府支持

公司在资本金注入、土地资源划拨、股权增资等多方面得到了富阳区政府的大力支持。

资本金注入

为了扩大公司土地综合开发能力，加强资本运作功能，富阳区国资委出资 1.00 亿元创建了公司，创建时公司注册资金 3.00 亿元，实收资本 1.00 亿元；2010 年 5 月，公司原股东增加注册资金 5.00 亿元（全部为现金出资）；2012 年 12 月，公司原股东增加注册资本 2.00 亿元，其中货币出资 0.70 亿元、股权出资 1.30 亿元。上述增资已经杭州富春会计师事务所审验并分别出具杭富会验字（2008）第 192 号、（2010）第 214 号、（2012）第 303 号验资报告。

土地资源划拨

富阳区政府将富阳区富春街道三桥村、富阳区受降镇梓树村等土地划拨给公司，截至 2014 年底，公司共收到的富阳区国资委划拨地面积合计 102.12 万平方米，账面价值 59.45 亿元，反映在“存货—开发土地”科目，待获得土地指标后即可出让。

表 6 公司收到的政府划拨的土地情况（单位：万平方米、亿元）

宗地编号	土地证号	宗地位置	设定用途	使用权面积	2013 年底账面价值
1	富国用（2012）第 020064 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.91	0.46
2	富国用（2012）第 020065 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	1.27	0.64
3	富国用（2012）第 020066 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	12.20	6.19
4	富国用（2012）第 020067 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	21.96	11.13
5	富国用（2012）第 020068 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.97	0.49

6	富国用（2012）第 020069 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.06	0.03
7	富国用（2012）第 020070 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	0.84	0.43
8	富国用（2012）第 020071 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	5.39	2.73
9	富国用（2012）第 020072 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	1.40	0.71
10	富国用（2012）第 020073 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	2.25	1.14
11	富国用（2012）第 020074 号	富阳区富春街道三桥村	商业、住宅	11.83	6.00
12	富国用（2012）第 020075 号	富阳区受降镇梓树村	商业、住宅	12.61	6.82
13	富国用（2011）第 020116 号	富阳区富春街道东山村	商业、住宅	22.22	17.44
14	富国用（2010）第 6004 号	富阳区受降镇新常村	住宅	4.00	2.55
15	富国用（2010）第 16002 号	富阳区受降镇新常村	住宅	4.22	2.69
--	合 计	--	--	102.12	59.45

资料来源：公司提供

土地指标获取

根据《富阳区新增建设用地指标管理暂行办法》精神，富阳国土局对公司负责开发的富阳经开区建设用地指标支持力度大。2012~2014 年，公司获得的计划用地指标分别为 1,430.35 亩、1,500.20 亩和 923.75 亩，分别占富阳国土局当年全部可用于分配的土地指标（即计划用地指标）的 40.31%、23.55%和 34.96%。依托富阳区政府的支持，公司获取计划用地指标能力较强，有利于公司土地综合开发业务的长期发展。

股权增资

根据富阳区人民政府《关于成立浙江富春山居集团有限公司的通知》（富政函【2012】117号）以及富阳区国资委文件《关于浙江富春山居集团有限公司设立有关问题的通知》（富国资办【2012】6号），富阳区国资委以持有的富阳区东洲运动休闲新城建设投资有限公司（以下简称“东洲运动休闲”）及浙江富春山居建设有限公司（以下简称“富春山居建设”）的100%股权对公司进行增资；上述两家公司股权（分别为1.00亿元、0.30亿元）已于2012年11月底进行工商变更，并于2012年12月31日起纳入公司合并范围。

根据富阳区财政局文件《关于对富阳富春江房地产开发公司资产评估予以确认的批复》（富财国资【2012】825 号）、《关于对富春江房地产开发公司产权界定的批复》（富国资【2012】826 号）及富阳区人民政府文件《关于富阳区人民政府关于同意富阳富春江房地产开发公司改制方案的批复》（富政函【2012】215 号），同意将富阳富春江房地产开发公司（原为富阳经开区管委会全资子公司）以 2012 年 6 月 30 日的资产评估价值改制为富阳区富春江房地产开发有限公司（以下简称“富春江房地产公司”），出资人为浙江富春山居集团有限公司，从 2012 年 7 月开始将富春江房地产公司纳入合并范围。

财政补贴

为增强公司经营发展实力，富阳区财政局近年来持续给予公司财政补贴。2012~2014 年，公司收到财政贴息款分别为 0.98 亿元、2.29 亿元和 3.68 亿元，收到政府补助款和扶持基金分别为 1.24 亿元、0.24 亿元和 0.24 亿元（均计入“营业外收入”科目）。上述补贴分别经富阳区财政局《关于核定 2012 年度财政补贴款的批复》（富财【2012】838 号）、《关于核定 2012 年度财政补贴款的通知》（富财【2012】837 号）、《核拨 2013 年度政府投资机构财政补贴款的通知》（富融资【2013】156 号）、《关于下达 2013 年经费调整预算的通知》（富投资【2013】14 号）、《关于核定 2014 年度政府投资机构财政补贴款的通知》（富融资【2015】2 号）、《关于下达 2014 年投融资机构经费调整预算的通知》（富投资【2014】14 号）、《关于拨付 2012 年度杭州市中心镇建

设项目第二批扶持资金的通知》（抗财农【2013】202号）、《关于拨付2013年度杭州市中心建设项目第一批扶持基金的通知》（富财建【2014】230号）文件批复。富阳区财政局给予公司的支持力度较大。

税收优惠

根据财政部、国家税务总局《关于专项用途财政性资金企业所得税处理问题的通知》（财税字2011年70号），公司所属相关企业取得的基础设施建设补贴收入不作所得税应纳税额申报。根据富阳地方税务局2013年1月《关于浙江富春山居集团有限公司土地一级开发收入作为不征税收入的函》、2013年12月《关于浙江富春山居集团有限公司土地一级开发收入作为不征税收入的复函》、2014年12月经富阳地方税务局批准的《浙江富春山居集团有限公司土地一级开发收入作为不征税收入的复函》，公司2012~2014年取得的土地一级开发收入均可在计算应纳税所得额时从收入总额中减除。

同时，公司获得财政补贴收入均可在计算应纳税所得额时从收入总额中扣除，2012~2014年的相关批复文件包括富阳地方税务局2013年1月《关于对浙江富春山居集团有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》、2013年1月《关于对富阳区富民新农村建设有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》、2014年1月《关于对浙江富春山居集团有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》、2014年1月《关于对富阳区富民新农村建设有限公司财政补贴收入纳税处理的批复》。2015年富阳地方税务未对此重新出具批复，但实际纳税仍按此执行。

公司2012~2014年审计报告中均未计提与上述税收相关税金。

往来款偿还保障

富阳区财政局于2012年12月下发《关于浙江富春山居集团有限公司有关往来款处理的函》（富财【2012】823号），明确公司按照投资项目建设计划与富阳区各政府投资公司之间发生的往来款项，如产生损失，将由富阳区财政实行专项补助。富阳市人民政府于2015年11月5日下发《关于妥善处理浙江富春山居集团有限公司应收款项相关问题的通知》，明确公司截至2014年底其他应收款账面余额15.13亿元中，有5.26亿元将由政府及有关部门承担还款责任，包括富阳市财政局、富阳市人民政府银湖街道办事处基建专户和富阳市场口镇人民政府，占其他应收款的比例为34.65%。富阳市政府将协调财政资金于2015年至2018年偿还以上款项，若未来出现特殊情况导致不能按计划偿还上述款项，市政府拟将城市东洲街道江滨东大道北边，横山以东的B地块配置给公司，由公司进行开发，开发所形成的土地出让净收益专项用于以上应收款项的平衡。如若未来土地市场发生波动，相关土地不能按照计划出让，富阳市政府将根据当年土地实际出让情况，协调其他资金解决当年资金缺口。

B地块西起A地块，东至横山溪，北起羊母山，南至横山，总面积约为400亩，属居住用地，目前已进入一级开发阶段。按照当前周边土地439万元/亩的价格静态估算，B地块出让后可获得出让收入约17.56亿元。根据富阳市土地利用总体规划（2006~2020），该地块计划分批次招拍挂，土地出让后，扣除开发成本及相关税费，预计将形成净收益11.41亿元，对将由政府及有关部门承担还款责任的其他应收款保障程度很高，上述文件有效降低了相关应收款项的回收风险。

总体看，富阳区政府对公司的支持力度较大，有望为公司未来发展提供有力支撑。

六、管理分析

1. 治理结构

公司不设股东会，富阳区国资委作为唯一出资人，行使股东会职权。

公司设立董事会，是公司的决策机构，并按富阳区国资委授权行使股东会的一部分职权。公司董事会由 5 名人员组成，其中职工代表至少 1 名。公司董事会设董事长 1 名。董事长由富阳区人民政府或富阳区国资委委派或更换。职工代表董事由职工代表大会民主选举产生或更换。董事会每届任期三年。董事长任期不超过董事会任期，期满后，经富阳区人民政府或富阳区国有资产监督管理委员会办公室批准可以连任。

公司设总经理 1 名、副总经理 1 名。总经理、副总经理由富阳区人民政府或富阳区国资委推荐或提名，董事会聘任或解聘；经理层每届任期三年，可以连聘连任。总经理主持公司的生产经营管理工作，组织和实施董事会决议。

公司设监事会，对富阳区国资委负责；监事会以财务监督为核心，对企业的财务活动及公司高级管理人员的经营管理行为进行监督。公司监事会设监事 5 名，其中职工监事 2 名，由职工代表大会民主选举产生；监事任期三年。董事会董事、高级管理人员不得兼任监事。

总体看，公司高层管理人员管理经验较为丰富，素质较好，能够满足日常工作需要。

2. 管理水平

公司本部设立 5 个职能部门（财务审计部、项目建设部、投资管理部、办公室及法律顾问），部门设置相对简单，但基本满足现阶段经营管理需要。

财务管理方面，公司设置分管财务副总经理和财务审计部，由财务审计部负责处理公司及下属子公司的一切财务会计工作。公司制定了《财务管理制度》，对公司及下属子公司的财务行为和核算办法进行规范化管理，强化公司自我约束机制。公司推行“统一管理，统一计划，分业经营，独立核算，合署办公”的管理体制。会计核算采取集中管理形式，除公司统一设置的银行结算账户外，其他部门不得以任何形式在银行开设账户；公司本部及下属子公司银行账户开设需报富阳区财政局审批，账户余额须定期上报富阳区财政局。

筹资管理方面，公司制定了《筹资管理制度》。对于吸收直接投资的筹资方式，制度规定需由公司经营层根据发展战略规划，确定增加注册金的金额及用途，财务审计部负责拟订申请报告，经管理层讨论审核确认后报国资委审批。对于债务资本筹资，制度规定需在筹资预算方案中对潜在风险及应对措施进行说明；每次融资需由财务审计部向上级主管部门报批。在风险管理方面，公司应定期召开财务工作会议，并由财务审计部对公司的筹资风险进行评价。

投资管理方面，公司制定了《公司投资管理制度》，规定公司对外投资应报请国资委审批通过才可执行；资金拨付时，由分管副总、总经理、董事长联合签署。

对外担保管理方面，公司按照《富阳区投资机构担保管理试行办法》，严格控制对外担保，在未经市财政审核批准同意，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《建设工程自组发包管理实施细则》、《安全生产管理办法》、《关于加强施工现场安全及文明施工管理的规定》、《富春山居集团工程类资金支付管理办法》、《工程变更管理实施细则》、《加强代建项目管理暂行办法》等具体管理办法，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。

总体看，公司已建立了较为完善的治理结构，内部管理体系基本建立，各项管理制度逐步完善，能够满足目前经营管理需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事富阳经开区内土地综合开发（土地整理、管网道路）及保障房等房产建设业务。从 2012~2014 年经营情况来看，公司土地出让为主的营业收入大幅提升，营业收入年均复合增长 22.88%。分业务来看，土地出让金返还收入占比持续在 95%以上，是公司最主要的收入及利润来源；由于受宏观政策及经济形势影响，2013 年以来富阳区土地出让价格整体回落、土地出让进程有所放缓，公司土地出让金返还毛利率受地价和返还比例波动影响，近年来有所下降；房产建设受到安置房及其他房产项目开发进度影响，收入波动大，2012 和 2014 年收入分别主要为场口公寓一期安置房和开发大厦办公楼第六层的销售收入，售价较低导致毛利率为负；其他主要是商铺租金、分包代建费等收入，2012、2013 年无相关成本，2014 年集中确认折旧成本致使毛利率降至 55.34%。

表 7 公司营业收入及毛利润情况表（单位：万元，%）

项 目	2012 年			2013 年			2014 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地出让金返还	61,784.72	97.35	27.15	77,428.54	99.16	22.02	92,535.72	95.56	19.49
房产建设	1,536.56	2.42	-203.12	50.20	0.06	80.08	3,317.20	3.43	-24.59
其他	147.24	0.23	100.00	609.72	0.78	100.00	982.19	1.01	55.34
营业收入	63,468.52	100.00	21.74	78,088.46	100.00	22.67	96,835.11	100.00	18.35

资料来源：公司提供

2. 土地综合开发

根据富阳区人民政府文件【2013】19 号《关于浙江富春山居集团有限公司公司债券偿债保障措施的报告》，公司作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体，负责富阳经开区直辖范围内合计 93.85 平方公里土地的土地综合开发及保障性安置房建设。

土地整理

公司的土地整理业务主要经过征收、报批、开发及基建等过程。首先，公司与涉及的村、乡镇/街道协议，对于征地、支付费用及地面附属物的细节探讨，确定征收细则并发布公告。此后公司前往浙江省国土资源局进行土地农转用报批，将原土地性质变更为可建设用地。在土地性质变更后，由公司出资，乡镇街道进行具体拆迁补偿事宜。公司进行一级土地开发，确保土地达到通路、通电、通水等出让条件。在获得土地指标的前提下，由富阳区土地储备中心对该地块进行招商、网上挂牌、成交、签订土地出让合同、富阳国土局收取土地出让金等后续事宜。

富阳国土局土地出让的前提是公司获得相应土地出让指标，由此可见，土地出让指标是影响公司经营业绩表现的重要因素。土地指标主要分为计划用地指标、增减挂钩指标、后备补充指标及带帽指标 4 种：计划用地指标包括新增建设占用农用地、耕地和未利用土地指标，主要依据国民经济和社会发展规划、国家供地政策及土地利用的实际情况而定；增减挂钩指标指通过建新拆旧、土地复垦，实现提高耕地质量、集约利用建设用地，产生的土地指标；后备补充指标（即占补平衡指标）指占一补一用于补充耕地的指标，主要通过土地开发、土地整理产生有效耕地产生的指标；带帽指标为上级主管部门（浙江省政府或富阳区政府）对于重点项目

特批的土地使用指标。土地指标每年根据国家政策、法规及实际情况，由省、市、区层层向下分配，当年未用尽的土地指标可延期到后续年份出让。

公司主要负责富阳经开区建设，在土地指标获得上较富阳区其他政府投融资企业获得了更为优惠的条件。根据《富阳区新增建设用地指标管理暂行办法》，富阳国土局将对富阳经开区建设用地予以重点倾斜。2012~2014年，富阳国土局可用于分配的土地指标（即计划用地指标）分别为3,548亩、6,370亩和923.75亩，公司获得的计划用地指标占其中的40.31%、23.55%和34.96%；2014年富阳市整体土地出让计划放缓，因此富阳市国土局2014年计划用地指标及分配给公司的指标同比均有明显下降，但公司所获指标占比同比有所上升。公司获得富阳区政府支持力度较大，有利于公司土地综合开发业务的长期发展。

表8 2012~2014年公司获得土地指标情况（单位：亩）

年份	计划用地指标	增减挂钩指标	带帽指标	后备补充指标	合计
2012年	1,430.35	880.99	--	1,724.36	4,035.70
2013年	1,500.20	750.10	--	2,001.00	4,251.30
2014年	923.75	--	--	233.48	1,390.71

资料来源：公司提供

2009~2013年，根据富阳区人民政府《关于加快富阳经济开发区建设与发展的若干意见》（富委【2009】24号），经开区范围内工业用地及经营用地出让金的净收益全额返还公司，用于新区建设。其中“净收益”指土地出让金扣除上级规费（约20%）、城市建设基金（5%）、城市教育基金（5%）及水利开发基金（5%）后的金额。2013年下半年以来，根据中共富阳市委、富阳市人民政府《关于加快富阳经济技术开发区创新发展的若干意见》（富委【2013】45号），富阳经开区直辖范围内工业用地的土地出让金净收益全额，商业、住宅用地（即经营用地）出让金净收益的40%返还给公司，用于资金平衡及新区基础设施建设。实际操作中，出让金返还比例在此基础上略有波动。

具体操作时，富阳国土局在收到土地出让金后，根据实际情况扣除相关的规费后与公司进行结算，并根据结算清单将相关资金打入公司账户，每半年（6月和12月）集中返还一次。财务处理方面，公司土地综合开发前期支出（主要包括拆迁补偿款和青苗补偿款）计入“存货—开发成本”科目，在收到土地出让金返还后，按收取现金金额等额确认收入及相应成本。土地开发过程中的道路管网建设支出则计入在建工程，计划待某个新区土地全部开发完毕后一次性结转。

受富阳政府规划协调和土地市场中多方影响，公司近年通过富阳区国土资源局出让的土地规模有所波动。从出让价格来看，但受准公益性特性影响，工业用地出让均价维持低位，土地出让金难以平衡前期投资成本，公司通过经营用地利润平衡相关投资支出；经营用地出让为市场行为，价格受房地产宏观政策、供需博弈和地理位置不同的影响出现明显波动。2012~2014年，公司通过富阳区国土资源局出让土地的土地出让金总额逐年增加，分别为10.78亿元、12.03亿元和12.82亿元。

表9 公司通过富阳区国土资源局出让土地情况（单位：亩、亿元、万元/亩）

项目	2012年	2013年	2014年
出让面积	1,359.24	1,569.17	1,213.41
其中：工业用地	1,050.13	683.94	839.46

经营用地	309.11	533.39	373.95
出让金总额	10.78	12.03	12.82
其中：工业用地	2.10	1.49	1.78
经营用地	8.68	10.54	11.04
出让均价	79.33	98.80	105.67
其中：工业用地	20.00	21.80	21.17
经营用地	280.90	197.59	295.28

资料来源：公司提供

2012~2014 年公司实际土地开发获现为 6.18 亿元、7.74 和 9.25 亿元，现金返还比例分别为 57.33%、64.34%和 72.15%。联合评级认为，尽管公司获得了富阳区人民政府在土地出让金返还方面的政策支持，但实际返还金额受政府拨付影响存在一定波动性。考虑到 2013 年新的出让金返还标准实行时间尚短，未来返还比例有望趋向稳定。

表 10 截至 2014 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	10,210.0	9,095.1	7,673.0	5,420.0
经营用地	11,489.7	9,504.1	2,725.9	1,847.5
合计	21,699.7	18,599.3	10,398.9	7,267.5

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。

富阳经开区直辖范围合计 93.85 平方公里（约 14.08 万亩）土地，全部可开发，除道路配套等不可计入土地证的部分以外均可出让。截至 2014 年底，已开发面积 11.91 万亩，其中未出让且可出让面积 0.73 万亩（计入“存货-开发土地”），剩余可开发且可出让土地面积为 1.86 万亩。因此，截至 2014 年底，富阳经开区直辖范围内公司可出让土地合计 2.59 万亩，其中经营用地占 43.88%。联合评级认为，目前公司开发区直辖范围内可开发并出让的土地面积有限，按近年的开发速度来看，中期内仍可满足开发需要；同时土地出让业务规模及价格受宏观经济及国家政策影响大，未来公司的土地出让进程及收益均具有不确定性。

道桥管网建设

公司土地综合开发除进行土地整理外，还对新区土地进行道桥、管网等基础设施建设。在运营模式方面，公司一般先期垫资进行建设开发，建成后通过土地出让金返还平衡前期投资支出。由于道桥管网不易划分至具体土地块，目前公司仍将相关支出保留在在建工程科目，计划待某个新区土地完全开发完成后一次性结转该新区内道路管网在建工程。截至 2014 年底，公司已决算及在建道桥管网总投资为 57.25 亿元。

3. 房地产业务

公司安置房先期投入成本，通过后期安置房销售款，及公司土地综合开发出让金返还自身平衡，富阳区财政及富阳经开区管委会不提供资金补助。公司出资由相应的乡镇/街道实施拆迁后，由子公司富春江房地产公司进行建设，建设成本全部由富阳经开区直辖土地的出让金返还进行平衡，政府不额外提供代建返还金，但安置房配套商铺由公司自行出租或出售，并相应确认收入。截至 2014 年底，公司已建成场口新区农村多层公寓房项目一、二、三、五期和东洲民联村钱塘家

园，建筑面积合计 22.10 万平方米，安置工作正在进行。由于安置房建成后的安置工作较为耗时，未来安置进度预测困难，多数工程尚未确认收入。

表 11 截至 2014 年底公司安置房情况（单位：平方米、套）

项目	竣工时间	确认收入时间	总建筑面积	数量	目前进展
场口新区农村多层公寓房项目一期工程	2009.12	2012 年至今	43,575.97	324	安置 96%
场口新区农村多层公寓房项目二、三期工程	2011.10	尚未确认	82,852.28	740	安置 97%
场口新区农村多层公寓房项目四期工程	预计 2015 年	尚未确认	58,852.00	396	在建
场口新区农村多层公寓房项目五期工程	2014.6	尚未确认	20,244.21	140	安置 78%
东洲民联村钱塘家园	2012.11	尚未确认	74,285.36	407	安置 22%

资料来源：公司提供

整体来看，公司房地产业务主要为安置房，业务流程较为复杂，耗时较长，并且收入规模较小，对公司整体盈利能力影响不大。

4. 其他业务

公司其他业务收入主要为代建代理费以及自建的标准厂房、安置房底商等的租金收入。2012~2014 年收入分别为 147.24 万元、609.00 万元和 982.19 万元，随着安置房底商的建设 and 出租面积的增加而呈持续上升态势。2014 年公司其他业务毛利率降至 55.34%，系当年集中确认近年商铺折旧成本所致。

总体看，公司其他业务收入占比不大，对公司主业影响较小。

5. 经营效率

从经营效率指标来看，公司在收到土地出让金返还后确认收入，因而销售债权周转次数指标不具有参考性。2012~2014 年，公司存货周转次数及总资产周转次数平均值分别为 0.07 次、0.07 次，2014 年分别为 0.08 次、0.06 次，周转率低，主要是由于公司资产以存货（主要是划拨土地、土地综合开发及安置房项目投资成本）为主。

总体看，公司资产中土地划拨及土地整理开发成本占比大，经营效率指标低，但符合业务特性。

6. 经营关注

经营业务板块单一

公司经营模式较为单一，营业收入主要依赖于土地出让获得的收益。单一的产业经营使得公司应对外部环境变化的能力较弱，公司整体的经营风险较高。

成本控制风险

公司公司的营业收入主要来源于土地出让收入，该业务虽然收入规模逐渐扩大，但毛利率水平却逐年减低，说明公司的成本控制能力有待加强。

政策风险

由于公司自身的盈利能力的持续减弱，公司过于依赖于政府的补助行为，若未来国家及当地政策发生转变，来源于政府补助的金额面临不可持续风险，可能会对公司的整体盈利能力产生较

大影响。

7. 未来发展

未来，公司将积极推进富阳经开区基础设施建设的市场化运营，加快开发区城市基础设施建设。根据富阳经开区发展规划和政府的统一部署，围绕打造核心区战略目标和重点开发建设项目，继续加大城市路网、保障性住房、公共设施经营管理等城市基础设施建设力度，提升工程建设水平和管理水平。同时，探索新的投融资模式，进一步拓宽融资渠道，扩大投资规模。

具体来讲，公司将加快实施目前新登、场口、银湖科创园三大区块的在建公寓房、路网、土方、绿化、景观、供水、排污等基础设施配套，着手谋划基础设施项目布局。未来五年公司计划重大项目为富阳经开区内土建工程，包括土地一级开发及配套工程、相关厂房和楼房工程、尚未完工的安置房项目等，计划投资额合计 98.83 亿元，截至 2014 年底已完成投资额 43.10 亿元，尚需投资 55.73 亿元。总体看，公司重大项目投资规模较大，未来融资压力将保持较高水平。

表 12 公司重大项目投资计划 （单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至 2014 年 底已投 资	2015 年计 划投 资	2016 年计 划投 资	2017 年计 划投 资	2018 年计 划投 资
			贷款	自筹					
场口新区塘东坂区块	道路路网、场口多层五期及六七公寓房、土石方工程、绿化工程、渠道工程及其他配套工程	34.23	22.09	12.14	15.98	7.12	4.98	5.35	0.80
场口新区百丈坂区块	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	8.94	3.16	3.88	1.72	0.60
高新、银湖区块	道路路网、科创园人才公寓、A 地块项目、银湖公园及水系景观、路网绿化及其他配套工程	13.22	8.72	4.50	6.18	2.70	1.40	1.34	1.60
东洲新区	道路路网及其他配套工程	6.81	2.51	4.30	2.81	1.80	0.80	0.90	0.60
场口新区拆迁安置房项目	建设 36 幢高层,总用地面积 16.28 万平方米,总建筑面积 49.47 万平方米	26.27	18.39	7.88	9.19	10.15	3.74	3.19	--
合 计	--	98.83	63.19	35.64	43.10	24.93	14.80	12.50	3.60

资料来源：公司提供；

注：项目总投资额为计划总投资，建设过程中可能根据实际情况进行调整。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，均出具标准无保留意见的审计结论。

从公司财务报表合并范围看，2012 年公司新纳入合并范围 7 家全资子公司，新增净资产 3.33 亿元；其中 4 家为新设立子公司、2 家为富阳区国资委股权增资，1 家为增资改制新纳入合并范围。2013~2014 年公司合并范围无变化。总体看，公司合并范围变化对整体经营影响较小，财务可比性较强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 162.41 亿元，所有者权益合计 80.47 亿元；2014 年公

司实现营业收入 9.68 亿元，利润总额 1.84 亿元；经营活动现金流量净额-15.24 亿元，现金及现金等价物增加额 13.76 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司接受富阳市国资委土地注入规模大，同时以土地综合开发为主的主业迅速扩张，资产规模增速较快，年均复合增长 24.30%。截至 2014 年底，公司资产总额 162.41 亿元，其中流动资产占 94.02%，非流动资产占 5.98%，近三年资产构成变化不大。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈持续快速增长趋势，年均复合增长 24.47%，主要来自存货和预付账款的大幅增长。截至 2013 年底，公司流动资产总额 152.70 亿元，同比增长 29.80%，主要由存货（占 64.73%）、货币资金（占 17.09%）、预付款项（占 8.14%）和其他应收款（占 9.91%）构成。

图 1 截至 2014 年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 109.2%。截至 2014 年底，公司货币资金 26.10 亿元，同比大幅增长 167.84%，主要来源于成功发行的 15 亿元企业债券；其中受限资金 2.60 亿元，用于质押贷款。

2012~2014 年，公司预付款项呈快速增长趋势，年均增长 145.30%。截至 2014 年底，公司预付款项 12.43 亿元，同比大幅增长 89.34%，主要是预付富阳市土地储备中心土地款 8.41 亿元，为 1 年以内预付款，账龄短。

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率 2.16%。截至 2014 年底，公司其他应收款 15.13 亿元，同比增长 34.80%，主要是与富阳其他平台公司之间的往来款和应收富阳区财政局的调度资金，集中度高，账龄短。截至 2014 年底，公司合计对其他应收款计提坏账准备 533 万元，计提比例 0.35%。根据富阳市财政局《关于浙江富春山居集团有限公司有关往来款处理的函》（富财【2012】823 号），公司按照投资项目建设计划与富阳市各政府投资公司之间发生的往来款项，如产生损失，将由富阳市财政实行专项补助。公司其他应收款中包括 6.59 亿元与富阳区新登城镇建设投资集团有限公司、2.15 亿元与富阳市富春江开发总公司间的往来借款，此文件有效降低了相关款项的回收风险。

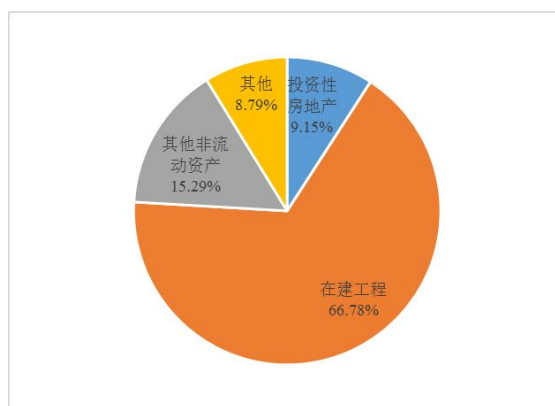
2012~2014 年，公司存货规模持续增长，年均复合增长率 14.18%。截至 2014 年底，公司存

货 98.84 亿元，同比增长 9.95%；存货构成为开发成本（土地综合开发前期支出及在建项目投资成本）24.94 亿元、开发土地（富阳市政府注入土地）66.74 亿元及开发产品（已建成的安置房）7.16 亿元，其中账面价值 28.48 亿元的存货已经用于银行贷款的抵押，占存货的 28.81%。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈快速上升趋势，年均复合增长 21.80%。截至 2014 年底，公司非流动资产 9.71 亿元，同比增长 9.16%，主要源自投资性房地产的增加；截至 2014 年底，公司非流动资产主要构成为在建工程（占 66.78%）、投资性房地产（占 9.15%）和其他非流动负债（占 15.29%）。

图 2 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司长期股权投资变动不大，系公司对杭州龙门古镇旅游发展有限公司的股权投资，截至 2014 年底投资总额 0.38 亿元，持股比例为 33.33%。

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，三年分别为 0.46 亿元、0.41 亿元和 0.38 亿元，其中 2012 年的增长主要系富春江房地产公司当期纳入合并范围引起房屋及建筑物的增加所致。截至 2014 年底，公司未发现固定资产存在减值迹象，故未提取减值准备。

2012~2014 年，公司在建工程年均复合增长 22.60%，截至 2014 年底为 6.48 亿元，同比下降 1.68%，主要是配套基础设施建设投资下降。

2012~2014 年，公司其他非流动资产总额 1.48 亿元未发生变化，系早期建成的道路水电配套工程项目。

总体看，受益于政府土地注入及公司土地开发业务规模扩张，近几年公司资产规模快速扩大；资产构成以土地存货为主，应收往来款对资金形成一定占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债总额年均复合增长 69.40%，高于资产总额增速（24.30%）。公司负债构成有所变动。截至 2014 年底，公司负债合计 81.94 亿元，同比增长 71.76%，主要系长期借款和应付债券增加所致；截至 2014 年底，公司负债中流动负债占 30.23%，非流动负债占 69.77%，流动负债占比较 2013 年底有所下降。

流动负债

2012~2014年，公司流动负债持续增长，年均复合增长14.96%。截至2014年底，公司流动负债总额24.77亿元，主要由短期借款（占18.24%）、其他应付款（占30.04%）和一年内到期的长期负债（占38.64%）构成。

2012~2014年，公司短期借款规模有所下降，年均下降3.01%；截至2014年底，公司短期借款合计4.52亿元，同比下降66.00%，构成主要为质押借款1.92亿元和保证借款1.80亿元。

2012~2014年，公司其他应付款有所下降，年均下降4.67%。截至2014年底，公司其他应付款7.44亿元，同比增长8.46%，公司其他应付款主要由应付富阳市富春江开发总公司往来款3.19亿元、富阳区新登城镇建设投资有限公司1.09亿元往来款等构成；其他应付款余额前五名合计5.53亿元，占总额的74.33%，集中度较高。

2012~2014年，公司一年内到期的长期负债快速增长，年均复合增长42.57%。截至2014年底，公司一年内到期的长期负债9.57亿元，其中抵押借款7.00亿元，质押借款1.07亿元，保证借款1.40亿元。

非流动负债

2012~2014年，公司非流动负债年均复合增长60.10%，截至2014年底合计57.17亿元；其中长期借款41.49亿元，同比大幅增长103.05%，系公司为土地开发业务有序进行所做资金保障；主要构成为质押借款1.41亿元、抵押借款8.05亿元、保证借款22.30亿元和抵押及保证借款9.73亿元。

2014年，公司应付债券合计15.00亿元，全部为公司于2014年4月28日发行的15亿元企业债券“14富春山居债/14富山居”。

从有息债务结构来看，2012~2014年，公司全部债务年均复合增长93.94%。截至2014年底，公司全部债务70.58亿元，其中长期债务56.49亿元，占80.03%，公司长期债务比重大。2012~2014年，公司负债水平波动上升，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年均值分别为28.95%、37.18%和41.97%；截至2014年底，以上指标分别为41.25%、46.73%和50.45%，均较2013年底上浮约10个百分点，债务负担有所加重。

总体看，近年公司有息负债快速增加，但债务负担仍处于适宜水平。未来公司土地开发投资规模仍将维持较高水平，债务水平或持续上升。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益基本保持稳定，年均复合增长2.52%。截至2014年底，所有者权益合计80.47亿元，主要由实收资本（占12.43%）、资本公积（占76.70%）和未分配利润（占10.08%）构成。截至2014年底，公司实收资本10.00亿元，其中2012年公司收到股东富阳市国资委增资2.00亿元，包括货币资金0.70亿元、富春山居建设股权0.30亿元和东洲运动休闲股权1.00亿元；公司资本公积61.72亿元，主要构成为富阳市政府注入的土地使用权；未分配利润为8.11亿元。总体看，公司所有者权益中资本公积占比大，所有者权益稳定性较强。

4. 盈利能力

2012~2014年，随着土地开发出让进程的加快，公司营业收入呈持续增长趋势，年均复合增长23.52%；营业成本年均复合增长26.17%，高于营业收入增速。2014年，公司实现营业收入9.68亿元，同比增长24.01%，营业成本7.91亿元，同比增长30.94%。

近三年公司期间费用有所增长，其中2013年有息债务的增加导致财务费用大幅增长64.27%

至 3.65 亿元，公司期间费用占营业收入的 39.91%，占比上升 9.22 个百分点，主要是财务费用随有息债务上升而较快增长。

公司营业外收入主要是财政贴息和政府补助，2012~2014 年逐年增加，分别为 2.22 亿元、2.58 亿元和 3.92 亿元，未能弥补期间费用的上涨，因而利润总额及净利润持续下降，公司利润总额及净利润年均下降 10.98%和 12.07%。2014 年，公司实现利润总额 1.84 亿元，同比下滑 13.97%；近三年净利润分别为 2.36 亿元、2.06 亿元和 1.83 亿元，整体波动趋势与营业外收入趋同，说明公司利润水平对营业外收入以来较大。。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率和总资本收益率均呈现波动下滑趋势，三年均值分别为 20.09%和 3.57%；2014 年分别为 18.01%和 3.60%。近三年公司净资产收益率持续下滑，三年均值 2.54%，2013 年为 2.27%。

总体看，近年来公司营业收入随土地出让返规模持续增长，但有息债务的增加导致财务费用大幅上涨，对利润形成侵蚀。公司经营业务盈利能力弱，对财政贴息和补助的依赖度高。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.60%，其中销售商品提供劳务收到的现金年均复合增长 17.95%，低于营业收入增速（23.52%）；现金收入比有所下降，2014 年为 98.01%，公司收入实现质量尚可。公司与富阳市财政局往来款、财政补助及各政府投资公司往来款等反映在收到其他与经营活动有关现金中，年均复合增长 18.98%，占经营活动现金流入的比重较大。经营活动的现金流出方面，近三年经营活动产生的现金流出大幅增长，年均复合增长率 30.53%，其中购买商品接受劳务支付的现金规模大且年均复合增长 48.78%，主要由于公司土地开发业务前期投资金额大；公司与富阳区财政局往来款及各政府投资公司往来款等反映在支付其他与经营有关活动现金中，年均复合增长 10.57%。2012~2014 年，经营活动产生的现金为净流出且净流出规模持续快速增长，分别为-5.77 亿元、-7.49 亿元和-15.24 亿元。

从投资活动看，2012 年收到其他与投资活动有关的现金 0.54 亿元，2013 年处置固定资产和其他长期资产收回现金 0.03 亿元系公司处置横凉亭房产收到的现金，收到其他与投资活动有关的现金 0.05 亿元系下属子公司富阳市东洲运动休闲新城建设投资有限公司收到的横山片村居改造配套设施项目投资款项。2012~2014 年公司投资活动现金流出规模持续增长，年均复合增长 37.40%，主要是购建固定资产、在建工程等支付的现金。2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.71 亿元、-2.16 亿元和-2.34 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-6.48 亿元、-9.66 亿元和-17.58 亿元，自身现金平衡能力较弱，融资力度加大。

从筹资活动看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流入量年均复合增长 122.00%，主要是取得借款收到的现金；2012 年公司收到股东现金注资 0.70 亿元，计入“吸收投资收到的现金”；2014 年取得借款收到的现金大幅增长。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流出大幅增长，年均复合增长 135.69%，主要由偿还债务支付的现金构成。2012~2014 年，公司筹资活动现金净流量大幅增长，分别为 6.82 亿元、13.44 亿元和 31.34 亿元。

总体看，公司土地开发业务前期投资大，经营活动现金净额为负且持续下降，且受往来款一定影响，经营业务对外部筹资资金依赖程度高。目前公司土地开发业务在建项目投资规模大，对外在融资压力大。

6. 偿债能力

2012~2014年，公司流动比率和速动比率均持续上升，三年均值分别为545.74%、164.21%，2014年分别为616.39%和217.41%。公司流动资产中开发土地等存货占比大，流动性较弱，公司实际短期偿还能力弱于该指标值。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2012~2014年，公司EBITDA逐年增加，三年分别为3.31亿元、4.29亿元和5.45亿元，EBITDA主要由利润总额2.13亿元（占49.57%）和计入财务费用的利息支出2.13亿元（占49.76%）构成，计入财务费用的利息支出占比较大。EBITDA全部债务倍数分别为0.18倍、0.11倍和0.08倍，EBITDA利息倍数分别3.37倍、2.02倍和1.52倍，公司长期偿债能力一般，且因债务的快速增长，偿债能力逐年弱化。

根据富阳区政府出具的函（富政函【2015】4号），截至2013年6月30日前公司发生的存量债务30.69亿元，经审计其中16.69亿元已纳入“政府负有偿还责任的债务”，其余贷款未纳入政府债务。2013年6月30日至2015年1月12日的债务净增加额52.04亿元，经审计确认后已按“政府负有偿还责任的债务”上报浙江省财政厅，目前处于甄别审计阶段，等待财政部最终反馈确认。因此，尽管财政部尚未反馈确认，但公司业务的平台性质明显，富阳区对其债务偿还支持力度较大。

截至2014年底，公司合并范围对外担保合计40.49亿元，担保比率为50.32%，担保比率高。担保贷款共16笔，于2015~2019年间到期，被担保企业为富阳市政府投资平台企业或其子公司、街道基建投资公司，享受富阳市相关政府部门的补贴支持；其中对富阳区江南新城建设投资集团有限公司的贷款担保31.20亿元，被担保单位为富阳区本级平台企业，担保期限为5年。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表 13 截至 2014 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限截止日
富阳市城市建设投资集团有限公司	20,000.00	2017 年 12 月 20 日
	28,000.00	2015 年 1 月 17 日
	50,000.00	2015 年 7 月 24 日
	54,000.00	2019 年 12 月 31 日
	50,000.00	2016 年 12 月 19 日
	30,000.00	2016 年 5 月 30 日
	40,000.00	2017 年 11 月 30 日
	40,000.00	2017 年 12 月 4 日
富阳市水务有限公司	7,800.00	2015 年 5 月 20 日
富阳市强民新农村建设有限公司	10,000.00	2016 年 12 月 1 日
富阳市交通投资集团有限公司	8,000.00	2015 年 12 月 18 日
杭州富阳运动休闲产业投资有限公司	3,000.00	2015 年 12 月 18 日
富阳市东洲投资开发有限公司	800.00	2015 年 4 月 20 日
富阳市江南新区造纸产业投资有限公司	40,000.00	2018 年 9 月 15 日
富阳市江南新城建设投资集团有限公司	3,272.00	2016 年 5 月 20 日
富阳市富春江房地产开发有限公司	20,000.00	2016 年 5 月 8 日
合 计	404,872.00	—

资料来源：公司年报

截至2014年底，公司共获各家银行授信额度为人民币46.01亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

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2015年5月20日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，基于对公司自身经营和财务风险，以及浙江富阳经济开发区发展及财力状况，并考虑到富阳区政府对于公司资金注入、土地划拨、财政补贴等各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次拟发行公司债券15亿元，占公司2014年底全部债务的21.25%，占长期债务的26.55%，本次公司债券发债规模大，对公司现有债务结构影响较大。

截至2014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分别为50.45%、46.73%和41.25%；以2014年财务数据为基础，不考虑其他因素，本次公司债券发行后，三项指标分别为54.64%、51.54%和47.05%，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014年，公司EBITDA分别为3.31亿元、4.29亿元和5.52亿元，分别为本次公司债券发行额度的0.22倍、0.29倍、0.37倍；公司经营活动产生的现金流入量分别为18.20亿元、31.53亿元、25.60亿元，分别为本次公司债券发行额度的1.21倍、2.10倍、1.71倍。近三年公司现金流量净额持续为负，无法提供偿债保障。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对本次公司债券保障程度一般。

本次公司债券期限为7年，公司自债券发行后第3年起，分5年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.00亿元）计算，2012~2014年EBITDA分别为每年偿付本金的1.10倍、1.43倍、1.84倍，经营活动现金流入分别为每年偿付本金的6.07倍、10.51倍、8.53倍，对本次公司债券每年偿付本金的覆盖程度较高。总体看，本次公司债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

若本次公司债券于2016年内发行，考虑公司于2014年发行的15亿元、7年期公司债券“14富春山居债/14富春山居”（偿还方式为每年付息一次，后5年每年支付本金的20%，本金及利息一起支付），公司将于2019~2021年每年合计偿还本金6.00亿元。按此计算，2014年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为每年合计偿还本金的0.92倍、4.27倍，对两期公司债券每年本金偿还总额的保障程度尚可。

本次公司债券的还款来源主要为公司土地出让业务所获出让金返还、财政补贴和募投项目收益。根据富阳区人民政府《关于加快富阳经济开发区建设与发展的若干意见》（富委【2009】24号），富阳经济技术开发区范围内工业用地及经营用地出让金的净收益全额返还公司，用于新区建设。2012~2014年，公司分别获得土地出让金返还6.18亿元、7.74亿元和9.25亿元，分别为本次债券发行额度的41.20%、51.60%和61.67%，为本次债券本金每年偿还额3.00亿元的2.03倍、2.58倍和3.08倍，对期债券本金每年偿还额的覆盖程度良好。考虑到公司每年土地出让规模受土地指标限制，且业务效益受土地市场波动影响，未来公司的土地出让进程及收益具有不确定性。

根据测算，富阳经济技术开发区场口新区拆迁安置房项目安置房、商业店面和车库销售共可实现收入 271,088.50 万元，为本次债券发行额度的 1.81 倍，可以覆盖本次债券的本金偿还额。由于项目计划五年建设完成，建设期及收入形成期较长，对本次公司债券偿还实际保障情况存在现金流入与偿债支付时间匹配性弱的情况，但流入量对本次债券本息偿付覆盖能力较强。

综上各偿债资金来源分析，公司对本次公司债券保障能力较强。

3. 偿债资金监管

针对本次公司债券的偿债资金，公司在中国民生银行股份有限公司杭州富阳支行开设唯一的偿债资金专项账户（以下简称“偿债资金专户”），专门用于偿付本次公司债券本息。根据监管协议，中国民生银行股份有限公司杭州富阳支行作为偿债专户监管银行，在本次公司债券还本付息日前 5 个工作日，如监管银行确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告；如偿债专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，监管银行应于当日通知公司和债权人代理人。

十、结论

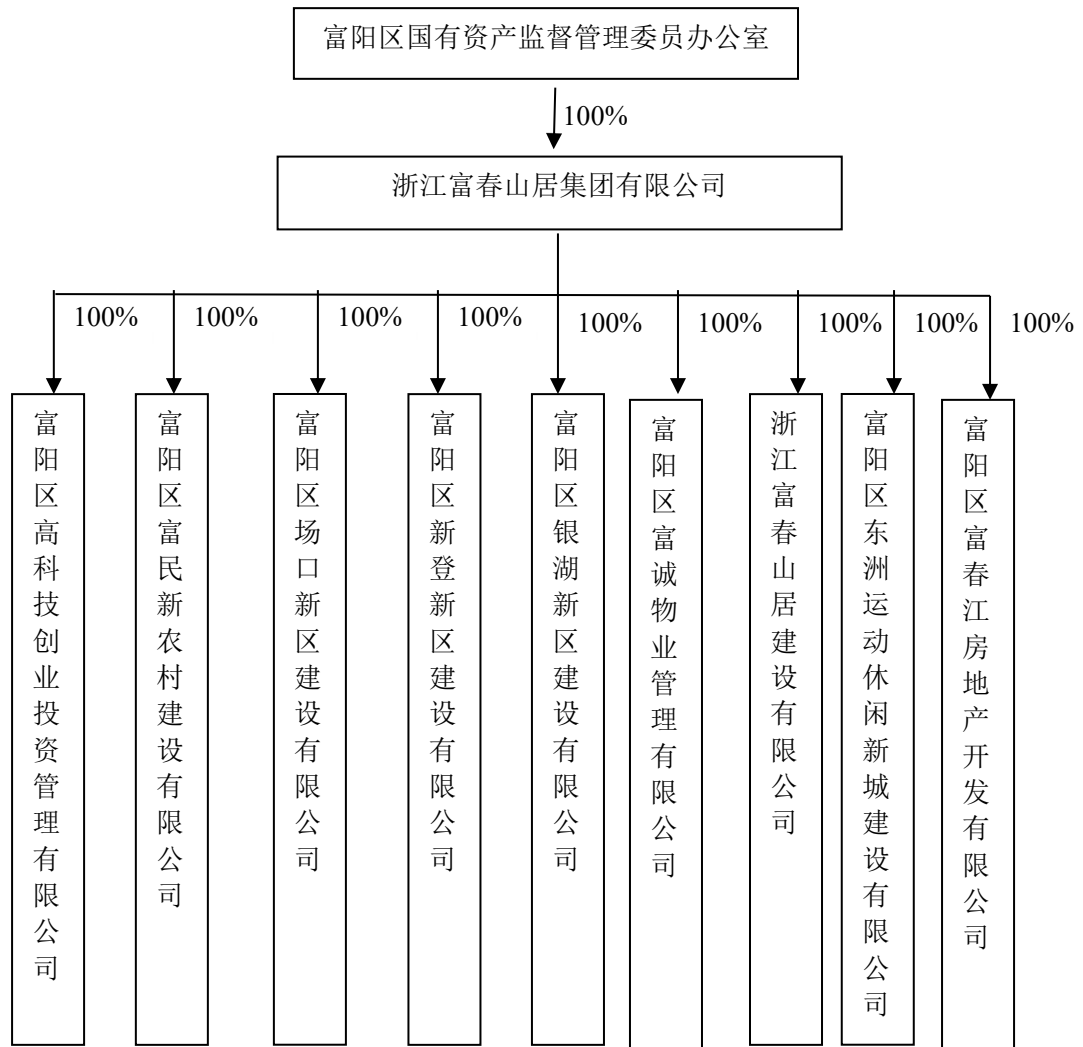
富阳区位于浙江省北部，属杭州市辖县级市。富阳区交通便利、工业基础较为雄厚、旅游资源丰富，近年来经济平稳发展。富阳经开区作为国家级经济技术开发区享有国家级政策优惠及富阳区政府的大力支持。公司面临着良好的投资环境。

公司作为富阳经开区唯一的基础设施建设和国有资产经营主体在资本金注入、土地资源划拨、土地指标获取、股权增资等多方面均获得了政府的大力支持，但土地出让规模及价格受宏观经济及国家政策影响大，未来公司的土地出让进程及收益具有不确定性。目前，公司资产构成中土地成本占比大，应收往来款对资金形成一定占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般，负债水平适宜，但业务盈利能力低，政府贴息和补贴收入对利润水平贡献大，经营活动获现能力较弱；短期偿债能力较弱，长期偿债能力一般。目前公司重大项目投资规模较大，未来筹资压力将加大。

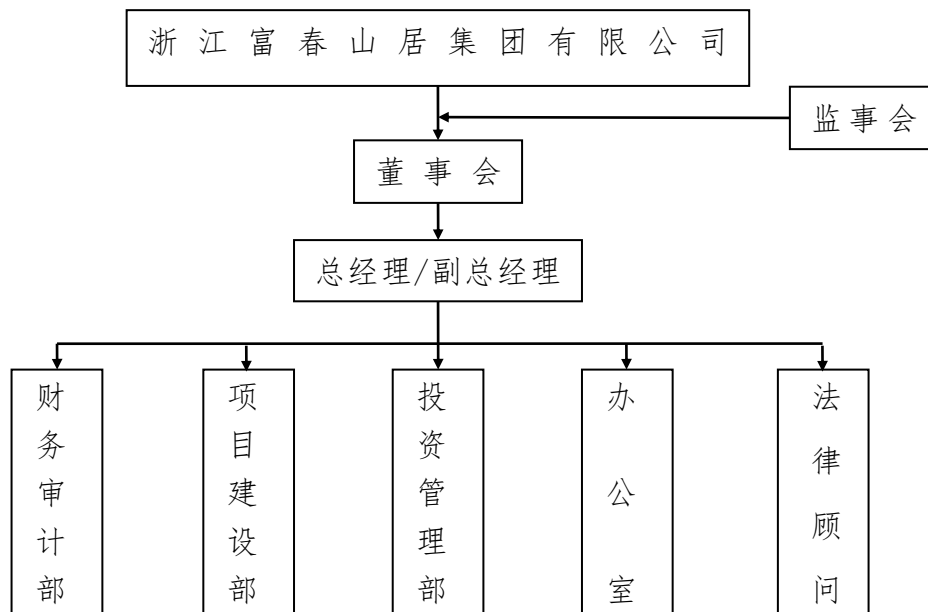
本次公司债券发行规模大，对公司现有债务结构影响很大，但本次公司债券分期偿还，一定程度上降低未来集中偿付压力。考虑到本次公司债券存续期间，公司将逐步收到土地出让金返还，富阳区财政局有望持续给予财政补贴，本次公司债券募投项目中安置房、商业店面和车库的销售收入，对本次债券本金偿付的保障能力较强，但募投项目建设期及收入形成期较长，对本次公司债券偿还实际保障情况存在预期经济效益实现情况及现金流入与偿债支付时间匹配度的不确定性。公司为本次公司债券设立了偿债资金专户，有利于偿债资金的归集和监管。

总体看，本次公司债券到期不能偿付的风险低。

附件 1 浙江富春山居集团有限公司股权结构图



附件 2 浙江富春山居集团有限公司组织机构图



附件 3 浙江富春山居集团有限公司
2012 年~2014 年主要财务指标
(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	105.11	126.53	162.41
所有者权益	76.56	78.83	80.47
短期债务	9.52	18.26	14.09
长期债务	9.25	20.43	56.49
全部债务	18.77	38.69	70.58
营业收入	6.35	7.81	9.68
净利润	2.36	2.06	1.83
EBITDA	3.31	4.29	5.50
经营性净现金流	-5.77	-7.49	-15.24
应收账款周转次数 (次)	4,231.23	5,205.90	2,510.56
存货周转次数 (次)	0.07	0.07	0.08
总资产周转次数 (次)	0.06	0.06	0.06
现金收入比率 (%)	107.49	107.03	98.01
总资本收益率 (%)	3.51	3.56	3.60
总资产报酬率 (%)	6.11	3.68	3.77
净资产收益率 (%)	3.09	2.62	2.27
营业利润率 (%)	21.55	22.59	18.01
费用收入比 (%)	16.81	31.69	39.91
资产负债率 (%)	27.17	37.70	50.45
全部债务资本化比率 (%)	19.69	32.92	46.73
长期债务资本化比率 (%)	10.78	20.59	41.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.37	2.02	1.52
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.11	0.08
流动比率 (倍)	525.87	441.24	616.39
速动比率 (倍)	121.41	104.07	217.41
现金短期债务比 (倍)	62.68	53.38	185.21
经营现金流动负债比率 (%)	-30.79	-28.11	-61.51
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.22	0.29	0.37

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。