

信用等级公告

联合〔2020〕3147号

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的2020年公司债券（第一期）进行了主动评级，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_{pi}，
评级展望为“稳定”**

**杭州富阳开发区建设投资集团有限公司拟发行的2020年公司债券
（第一期）信用等级为 AA₊pi**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二〇二〇年九月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

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）主动评级报告

本期债券信用等级：AA+_{pi}
公司主体信用等级：AA_{pi}
评级展望：稳定
担保方主体信用等级：AA+_{pi}
发行规模：基础发行额 7 亿元，弹性配售额 6 亿元
债券期限：7 年
还本付息方式：按年付息，分期还本
担保方：杭州富阳城市建设投资集团有限公司
担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
评级时间：2020 年 9 月 23 日

分析师

尹丹 登记编号（R0040218110004）
刘亚利 登记编号（R0040216120002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

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。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对其的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。同时联合评级关注到，公司资产流动性较弱、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、存在或有负债风险等对其信用水平产生的不利影响。

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，其提供的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。联合评级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，联合评级认为，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. 持续获得政府的大力支持。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理委员会在股权划入、资本金注入、土地划拨、财政补贴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。**杭州市域轨道交通富阳线的即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，其所提供的担保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，资金占用明显，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2. **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。**截至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：

发行人（合并口径）

项目	2017年	2018年	2019年
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
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
净利润（亿元）	2.02	2.78	3.05
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（%）	2.51	2.98	2.00
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（倍）	4.39	4.07	4.28
EBITDA全部债务比（倍）	0.04	0.08	0.05
EBITDA利息倍数（倍）	1.80	1.33	0.76
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.39	0.94	0.80

发行人（本部）

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
净利润（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（倍）	3.91	3.37	2.91

担保方（合并口径）

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	474.10	673.74	873.43
所有者权益（亿元）	217.89	285.13	349.63
营业总收入（亿元）	29.65	27.65	29.89
净利润（亿元）	6.86	4.96	6.56
资产负债率（%）	54.04	57.68	59.97

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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告已将公司其他流动负债调整至有息债务核算

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评级对象提供，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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象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，联合评级将对评级对象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

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”文件，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（现已更名为“杭州富阳新登小城镇投资建设有限公司”，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。

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

截至2019年底，公司合并资产总额480.50亿元，负债合计279.61亿元，所有者权益200.89亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019年，公司实现营业收入18.50亿元，净利润3.05亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额-40.67亿元，现金及现金等价物净增加额13.68亿元。

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

（1）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。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。

（2）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。

（3）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局	2018 年 8 月 14 日

资料来源：公司提供

（4）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。

（5）项目效益

社会效益方面。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。

经济效益方面。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、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业分析

（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，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、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到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3 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：联合评级整理

(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

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。

（1）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。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财政资金、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。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；受益于土地出让价格攀升，富阳区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。截至2019年底，富阳区地方政府债务余额为160.64亿元。

（2）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。银湖新区、东洲新区、场口新区和新登新区的税收（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、铜冶炼等传统产业，积极培育引进先进装备制造、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 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大大加快了富阳经开区产业转型升级步伐。根据经开区管委会财政局提供的数据，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。

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专营优势。

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，系 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，新投公司、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。

2. 人员素质

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。

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，富阳经开区党委委员、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），新投公司党委副书记、总经理，富阳市新登新区建设指挥部副总指挥（正局长级），新投公司董事长、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 岁以下员工 5 人、30~50 岁员工 42 人、50 岁以上员工 5 人；按学历构成划分，本科及以上学历员工 50 人、大专学历员工 2 人；按职称划分，拥有中高级职称的员工 33 人。

3. 外部支持

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、财政补贴和政府债务置换等方面的大力支持。

（1）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（现更名为“杭州富阳富春江开发有限公司”）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。

（2）土地划拨

公司为富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体。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对上述划拨土地出具了浙天允评报字（2011）089 号评估报告。

（3）资本金注入

2018—2019 年，公司分别收到富阳经开区财政拨入款 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。

（4）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”。

（5）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”。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较规范。

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，经开发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议案，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. 管理体制

公司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。

公司本部设立7个职能部门，包括财务部、纪检审计部、项目建设管理部、资产经营管理部等。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《筹融资管理制度》，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。

六、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 年竣工的塘东畝土石方工程项目，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，根据塘东畝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 4 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	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

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 经营分析

(1) 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5 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。

（2）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。截至本报告出具日，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6 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

（3）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畝土石方工程项目。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7 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度审计报告经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，审计结论为标准无保留意见。公司合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。会计政策变更方面，公司根据《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）规定编制财务报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报。

截至 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。

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，其他应收款主要为往来款，对公司资金形成明显占用。公司资产流动性较弱，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%。截至 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。

（1）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。截至 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%。截至 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），受限比率为 50.07%，公司受限货币资金规模较大。

2017—2019 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 28.72%。截至 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%。截至 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 8 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况 (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%。截至 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设项目的投资成本, 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。

(2) 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。截至 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。

截至 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, 公司有息债务规模快速增长, 2020 年和 2021 年待偿还债务规模较大。

2017—2019 年, 公司负债规模连续增长, 年均复合增长 34.09%。截至 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%。截至 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%; 截至 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%; 截至 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%；截至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%；截至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。截至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%。截至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。截至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，主要系2019年底全部调整至资本公积所致。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%。截至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%，债务结构较上年底变化不大。

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，截至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9 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：联合评级根据公司审计报告整理

公司所有者权益快速增长，主要来自资本公积的增长。公司资本公积主要为资本金及土地，质量较好。

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长57.53%；截至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%。截至 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。

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，公司费用收入比分别为 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 23.97 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 10 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	2.51	2.98	2.00

资料来源：联合评级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 2.00%。

5. 现金流

近年来，公司收入实现质量好，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。

表 11 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：联合评级根据公司审计报告整理

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。

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专营地位及政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 4.39 倍、4.07 倍和 4.28 倍，波动下降。2017—2019 年，公司速动比率分别为 1.73 倍、1.37 倍和 0.95 倍，连续下降。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.47 倍、0.56 倍和 0.67 倍，连续上升。整体看，公司存在一定的短期偿付压力，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 5.09 亿元、12.20 亿元和 10.41 亿元，波动增长。从构成看，2019 年公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 68.58%）、利润总额（占 30.05%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.80 倍、1.33 倍和 0.76 倍，连续下降。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、

0.08 倍和 0.05 倍，波动上升。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

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。

截至 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。

截至 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%）。截至 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。截至 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。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

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. 募投项目收益偿债能力分析

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 12 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：联合评级根据《可研报告》整理

本期债券募集资金 13.00 亿元，其中 8.00 亿元用于募投项目的建设，假设本期债券于 2020 年发行，发行利率为 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 13 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：联合评级根据《可研报告》整理

4. 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。

截至 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、其他应收款 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 277.70 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。

经联合评级评定，富阳城投主体长期信用等级为“AA+”，其提供的担保可有效增强本期债券的偿付安全性。

九、综合评价

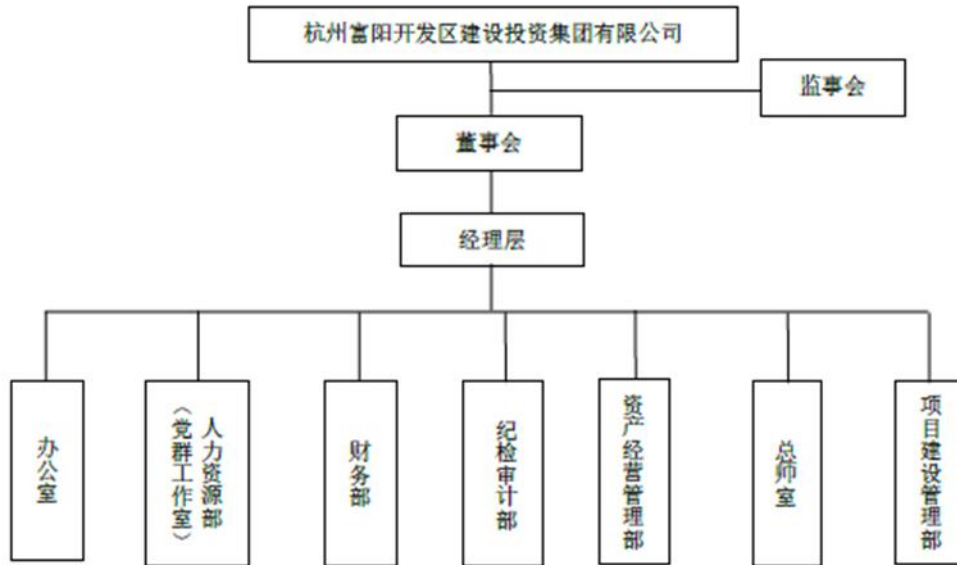
公司是富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体。联合评级对其的评级反映了公司在外部发展环境、区域地位和政府支持等方面的优势。同时联合评级关注到，公司资产流动性较弱、债务规模快速增长、存在短期偿付压力、未来资本支出及筹资压力大、存在或有负债风险等对其信用水平产生的不利影响。

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，其提供的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。联合评级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，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 杭州富阳开发区建设投资集团有限公司 组织结构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 2 杭州富阳开发区建设投资集团有限公司 合并范围子公司情况（截至 2019 年底）

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3 杭州富阳开发区建设投资集团有限公司
对外担保情况（截至2019年底）

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
		12500.00	2017/04/12 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集团有限公司	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 4-1 杭州富阳开发区建设投资集团有限公司
主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
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
净利润（亿元）	2.02	2.78	3.05
EBITDA（亿元）	5.09	12.20	10.41
经营性净现金流（亿元）	-0.67	-43.40	-40.67
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
现金收入比率（%）	100.32	101.03	124.33
总资本收益率（%）	2.24	5.06	2.95
净资产收益率（%）	2.51	2.98	2.00
营业利润率（%）	33.97	68.09	44.13
费用收入比（%）	19.13	60.06	30.84
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
EBITDA 利息倍数（倍）	1.80	1.33	0.76
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.08	0.05
流动比率（倍）	4.39	4.07	4.28
速动比率（倍）	1.73	1.37	0.95
现金短期债务比（倍）	0.47	0.56	0.67
经营现金流动负债比率（%）	-1.41	-58.96	-37.52
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.39	0.94	0.80

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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告已将公司其他流动负债调整至有息债务核算

附件 4-2 杭州富阳开发区建设投资集团有限公司
主要财务数据及指标（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
短期债务（亿元）	23.98	19.28	26.64
长期债务（亿元）	80.02	78.69	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
净利润（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
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	/	/	/
现金收入比率（%）	47.13	239.82	436.42
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	-3.42	-9.53	-2.44
营业利润率（%）	83.72	-57.83	26.19
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
长期债务资本化比率（%）	57.95	56.60	38.44
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/
流动比率（倍）	3.91	3.37	2.91
速动比率（倍）	2.30	1.94	1.46
现金短期债务比（倍）	0.46	0.47	0.63
经营现金流流动负债比率（%）	19.96	-4.08	18.78

注：1. 本报告部分合计数与各相加数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. 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 4-3 杭州富阳城市建设投资集团有限公司 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	474.10	673.74	873.43
所有者权益（亿元）	217.89	285.13	349.63
短期债务（亿元）	48.63	52.76	76.56
长期债务（亿元）	176.74	275.96	355.86
全部债务（亿元）	225.37	328.72	432.42
营业收入（亿元）	29.65	27.65	29.89
净利润（亿元）	6.85	5.29	6.23
EBITDA（亿元）	32.20	37.92	30.84
经营性净现金流（亿元）	-68.28	-52.80	10.55
存货周转次数（次）	0.16	0.10	0.07
总资产周转次数（次）	0.07	0.05	0.04
现金收入比率（%）	101.76	147.61	177.13
总资本收益率（%）	8.20	7.06	4.27
净资产收益率（%）	3.42	2.10	1.96
营业利润率（%）	27.75	25.32	22.79
费用收入比（%）	7.49	8.52	4.58
资产负债率（%）	54.04	57.68	59.97
全部债务资本化比率（%）	50.84	53.55	55.29
长期债务资本化比率（%）	44.79	49.18	50.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.18	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.12	0.07
流动比率（倍）	4.38	4.66	4.52
速动比率（倍）	2.28	1.97	1.66
现金短期债务比（倍）	0.62	0.73	0.74
经营现金流动负债比率（%）	-97.05	-52.99	7.05

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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告已将担保方长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算

附件 5 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=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/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%
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-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+研发费用+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)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
注:	<p>现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据</p> <p>长期债务=长期借款+应付债券</p> <p>短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债</p> <p>全部债务=长期债务+短期债务</p> <p>EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销</p> <p>所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益</p>

附件 6 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。