

信用评级公告

联合〔2022〕4440号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十日

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人-杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
担保方-杭州富阳城市建设投资集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
16 富春山居债/PR 富春债	AA	稳定	AA	稳定
20 富阳经开债 01/20 富开债	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 富春山居债/PR 富春债	15 亿元	3 亿元	2023/1/27
20 富阳经开债 01/20 富开债	13 亿元	13 亿元	2027/10/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 20 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已在联合资信官网公开披露

评级观点

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是国家级富阳经济技术开发区（以下简称“富阳经开区”）唯一的土地整理和基础设施建设主体。跟踪期内，杭州市富阳区经济和财政实力保持增长，公司持续得到杭州市富阳区人民政府（以下简称“富阳区政府”）及富阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）在资本金注入和财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司有息债务规模持续扩大、结算较为滞后以及未来资金支出压力较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

受益于杭州市城市发展溢出效应，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，富阳经开区产业发展势头良好，自身经济实力有望得到进一步增强，良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。

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

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

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，富阳区经济稳步发展，一般公共预算收入保持增长；2021 年富阳区实现地区生产总值 873.3 亿元，增长 7.7%；完成一般公共预算收入 105.02 亿元，同比增长 16.5%。

2. **持续获得政府的有力支持。**公司是富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，跟踪期内持续获得富阳

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：马玉丹 许狄龙

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

区政府和经开区管委会在资本金注入和财政补贴等方面的大力支持。

3. **增信措施。**富阳城投为“20 富阳经开债 01/20 富开债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效增强其偿付安全性。

关注

1. **有息债务规模持续扩大。**2021 年底，公司全部债务 332.68 亿元，较 2020 年底增长 28.00%；全部债务资本化比率上升 5.55 个百分点，债务负担有所加重。

2. **结算较为滞后。**公司资产规模以土地整理和工程代建成本为主，结算较为滞后，资金沉淀规模大。

3. **未来资金支出压力较大。**2021 年，公司经营活动现金流大额净流出，公司在建项目未来待投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	42.26	40.33	44.76
资产总额(亿元)	480.50	584.49	678.42
所有者权益(亿元)	200.89	252.97	259.01
短期债务(亿元)	63.21	76.16	57.15
长期债务(亿元)	165.96	183.75	275.53
全部债务(亿元)	229.17	259.90	332.68
营业收入(亿元)	18.50	22.71	18.01
利润总额(亿元)	3.13	3.61	3.01
EBITDA(亿元)	10.41	9.68	4.03
经营性净现金流(亿元)	-40.67	-37.38	-66.45
营业利润率(%)	44.13	32.57	12.10
净资产收益率(%)	1.52	1.29	1.14
资产负债率(%)	58.19	56.72	61.82
全部债务资本化比率(%)	53.29	50.68	56.23
流动比率(%)	428.35	398.11	475.02
经营现金流动负债比(%)	-37.52	-26.29	-48.07
现金短期债务比(倍)	0.67	0.53	0.78
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.81	0.33
全部债务/EBITDA(倍)	22.01	26.86	82.59

公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	258.61	351.57	390.96
所有者权益(亿元)	112.38	161.24	159.43
全部债务(亿元)	96.81	147.33	197.95
营业收入(亿元)	1.26	2.14	0.21
利润总额(亿元)	-2.11	0.48	1.38
资产负债率(%)	56.55	54.14	59.22
全部债务资本化比率(%)	46.28	47.75	55.39
流动比率(%)	290.97	360.36	448.02

经营现金流动负债比(%)	18.78	-56.13	-56.76
现金短期债务比(倍)	0.63	0.61	0.86

注：1. 2019-2021年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中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；3. 本报告合并口径与公司本部（母公司）口径中其他流动负债纳入短期债务进行核算，其他非流动负债纳入长期债务进行核算。

资料来源：根据公司审计报告、财务报告及公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 富阳经开债 01/20 富开债	AA+	AA	稳定	2021/06/29	马玉丹 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907	阅读全文
16 富春山居债/PR 富春债	AA	AA	稳定	2021/06/29	马玉丹 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907	阅读全文
20 富阳经开债 01/20 富开债	AA+	AA	稳定	2020/07/10	马玉丹 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907	阅读全文
16 富春山居债/PR 富春债	AA	AA	稳定	2015/11/30	景雪 李苏磊	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

杭州富阳开发区建设投资集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州富阳开发区建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元；富阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）是公司唯一股东，杭州市富阳区人民政府（以下简称“富阳区政府”）是公司实际控制人。

公司系富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，2021 年，公司主营业务较上年无变化。

截至 2021 年底，公司纳入合并范围内的主要子公司 14 家，较上年底新增 1 家，系新设立佰赛时（杭州）生物技术有限公司。

截至 2021 年底，公司资产总额 678.42 亿元，所有者权益 259.01 亿元（含少数股东权益 6.54 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 18.01 亿元，利润总额 3.01 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市富阳区银湖街道富闲路 9 号银湖创新中心 11 号 605 室；法定代表人：赵立群。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1 截至 2021 年底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
16 富春山居债 /PR 富春债	15.00	3.00	2016/01/27	7 年

20 富阳经开债 01/20 富开债	13.00	13.00	2020/10/27	7 年
-----------------------	-------	-------	------------	-----

资料来源：联合资信整理

“16 富春山居债/PR 富春债”于 2016 年 1 月 27 日发行，募集资金 15.00 亿元，按年付息，在存续期的第 3 至 7 年底每年还本 20%；募集资金全部用于富阳经开区场口新区拆迁安置房项目建设。截至 2021 年底，场口新区拆迁安置房项目已完工。该项目收入主要来自于安置房、商业店面、车库的销售收入，截至 2021 年底，以上物业销售预收房款 1.59 亿元，跟踪期内未发生变化，销售进度较慢，且尚未确认收入。

跟踪期内，公司已按时支付“16 富春山居债/PR 富春债”利息及分期偿付本金。

“20 富阳经开债 01/20 富开债”在存续期的第 3 至 7 年底每年还本 20%。截至 2021 年底，“20 富阳经开债 01/20 富开债”募投项目银湖区块安置房建设项目（6#、7#安置地块）已完成投资 13.60 亿元，公司已按时支付“20 富阳经开债 01/20 富开债”利息。“20 富阳经开债 01/20 富开债”由杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）提供全额无条件不可撤销的连带保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额(万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速(%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速(%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速(%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资(%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资(%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资(%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售(%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速(%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速(%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI涨幅(%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI涨幅(%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速(%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物

进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以

2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年底高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、

推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力

的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

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

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济概况

2021年，富阳区区域经济持续增长，固定资产投资增速较快且结构持续优化，一般公共预算收入保持增长，收入质量高，财政自给能力较强，公司外部发展环境良好。

(1) 富阳区

根据《富阳区国民经济和社会发展统计公报》，2021年富阳区实现地区生产总值873.3亿元，增长7.7%。其中：第一产业增加值49.5亿元，增长2.2%；第二产业增加值391.4亿元，增长9.6%；第三产业增加值432.3亿元，增长

6.8%；三次产业结构由上年的6.1：42.5：51.4调整为5.7：44.8：49.5。2021年按户籍人口计算人均生产总值126014元。

固定资产投资方面，2021年，富阳区全年固定资产投资增长36.2%；从投资结构看，工业投资增长34.9%，交通投资下降0.3%，民间投资（不含房地产项目）增长45.9%，生态环境和公共设施投资增长49.9%，高新技术产业投资增长120.1%。房地产业方面，2021年，富阳区房地产开发投资增长29.1%，房地产住宅施工面积686.9万平方米，增长25.2%；商品房销售面积173.5万平方米，增长6.2%。

根据《关于杭州市富阳区2021年财政预算执行情况和2022年财政预算草案的报告》，2021年富阳区完成一般公共预算收入105.02亿元，同比增长16.5%。其中税收收入98.56亿元，在一般公共预算收入中占93.85%，一般公共预算收入质量高。2021年，富阳区一般公共预算支出完成118.00亿元，财政自给率为89.00%。2021年，富阳区完成政府性基金收入255.95亿元，同比下降43.4%；其中土地出让金收入200.06亿元。

(2) 富阳经济技术开发区

富阳经开区创立于1992年，是浙江省内首批获准设立的省级开发区之一，2012年10月升级为国家级经济技术开发区。富阳经开区位于杭州市西南，与杭州主城无缝对接，距杭州市中心30公里、上海180公里、宁波160公里，地理位置优越。交通方面，杭千高速公路、320国道一级公路、杭富沿江一级公路构筑了四通八达的公路交通网；横贯东西的富春江经钱塘江直通宁波、上海港口。

2017年7月，根据《关于完善富阳经济技术开发区体制机制的补充意见》（富委办〔2017〕62号）（以下简称“富委办〔2017〕62号文”），富阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）在其直接管辖范围内实行投融资、土地开发、基础设施建设等封闭式管理。

2019年，富阳经开区从富阳区接管了金桥工业功能区、鹿山工业功能区、环山工业功能

区、高教园区等 4 个区域作为直接管辖区，区块面积共计 10.31 平方公里，已建成区占 63%。其中，金桥工业功能区主导产业为通信光缆、金属制品、机械设备和生物医药，现有规模以上工业企业 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加快了富阳经开区产业转型升级步伐。根据富阳经开区政府工作报告，2021 年，富阳经开区完成规模以上工业总产值 1003 亿元，同比增长 23.1%，在富阳区比重从 2020 年的 51.7% 提升至 72%；完成规上工业增加值 191.0 亿元，同比增长 18.5%，占全区比重从 2020 年的 53.9% 提升至 70.8%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司控股股东为经开区管委会，持股比例 100%，富阳区政府的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是富阳经开区唯一的土地整理和基础设施建设主体，业务在富阳经开区内具有垄断性。

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，业务范围涵盖开发区内银湖、场口、新登及东洲等各区块，经营业务在区域内具有垄断优势。截至 2021 年底，公司共有 14 家控股子公司。其中，杭州富阳新登小城镇投资建设有限公司、杭州富阳场口小城镇投资建设有限公司、杭州富阳银湖新区建设有限公司和杭州富阳开发区基础设施建设有限公司分别负责富阳新登小城镇、富阳场口小城镇、富阳银湖新区等各自所处区域内的土地整理和基础设施建设业务，杭州富阳富春江房地产开发有限公司

主要负责公司的房产建设业务，佰赛时（杭州）生物技术有限公司主要负责科技推广和应用服务业务。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330183673976227H），截至 2022 年 5 月 9 日，公司无未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

截至 2021 年底，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化；公司监事由 7 人变更 5 人，由于职务冲突，调整 2 名监事职务为财务。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事富阳经开区内的土地整理、房产开发和基础设施建设等业务，营业收入主要来自土地整理业务。跟踪期内，公司营业收入有所下降，综合毛利率大幅下降。

2021 年，公司实现营业收入同比下降 20.72%，主要是土地整理收入下降。从收入构成看，土地整理收入是公司主要的收入来源，2021 年同比下降 27.04%，系土地出让减少所致；基础设施建设业务主要是土地整理项目配套建设道路路网和绿化，2021 年收入同比增长 50.34%，系本年度移交结算的项目规模增加所致。2021 年，公司其他业务收入增至 1.59 亿元，主要是基础设施养护收入增长所致。

2021 年，公司综合毛利率同比下降 20.83 个百分点。其中公司土地整理业务毛利率同比明显下降，系土地整理业务结算模式调整所致；

同期，公司基础设施代建业务毛利率有所增长，主要系确认收入项目加成比例较高所致。

表 3 2020-2021 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地开发整理	20.23	89.06	36.61	14.76	81.95	7.41
工程代建	1.10	4.86	4.75	1.66	9.22	9.09
其他	1.38	6.08	16.86	1.59	8.83	69.31
合计	22.71	100.00	33.86	18.01	100.00	13.03

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司2021年报整理

2. 土地整理业务

跟踪期内，受土地市场影响，公司土地出让面积有所下降。因土地整理业务结算模式调整，该业务毛利率大幅下降。公司可出让的土地储备充足，业务可持续性较好，但需关注下游房地产市场波动对于区域土地市场的影响。

土地业务是公司的核心业务，公司的土地整理业务主要经过征收、报批、开发等过程。首先，公司与涉及的村、乡镇/街道协商，确定征收细则并发布公告。此后公司进行土地农转用报批，原土地性质变更为可建设用地。土地性质变更后，由公司出资，乡镇街道进行具体拆迁补偿事宜。公司进行一级土地开发，确保土地达到出让条件。

根据杭州市富阳区财政局、杭州市规划和自然资源局富阳分局于 2021 年 3 月印发的《关于杭州市富阳区土地做地成本与土地出让金相关收益结算管理办法的通知》（富财宗〔2021〕90 号），2020 年 8 月 1 日起，公司整理并出让的土地中，工业土地按基准地价乘以面积扣除专项计提后的 70% 结算，面积按照土地储备中心验收报告面积确定；经营性用地按照做地成本加成一定比例结算，做地成本包括实际发生的征地和拆迁补偿支出、房屋征迁工作经费、土地开发支出、应缴纳的相关税费和其他支出以及财务费用等（拆迁资产残值处置收益冲减做地成本）。收入确认方面，公司在年底根据富阳区土地储备中心认定的土地结算清单确认土地整理收入并结转成本。受协议影响，2021 年，公司土地整理业务毛利率大幅下降至 7.41%。

受土地市场影响，2021 年，公司整理的土地实现出让的面积同比下降 46.64%，出让金总额同比下降 60.78%。其中，工业用地出让均价同比增长 77.93%，经营用地出让均价同比下降 13.36%。

表 4 公司所整理土地出让情况

(单位：亩、亿元、万元/亩)

项目	2020 年	2021 年
出让面积	1673	892.64
其中：工业用地	744	486.90
经营用地	929	405.74
出让金总额	117.72	46.17
其中：工业用地	2.07	2.41
经营用地	115.65	43.76
出让均价	703.65	517.23
其中：工业用地	27.82	49.50
经营用地	1244.89	1078.52

注：经营用地包含住宅用地

资料来源：公司提供

2021 年，公司确认土地整理收入 14.76 亿元，已全部完成回款。

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 2021 年底，公司已整理但尚未出让的土地共计 19881.55 亩，其中经营性用地 1616.85 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 397.63 亿元。

3. 基础设施建设业务

公司在建和拟建基础设施项目待投资规模

大，存在较大资金支出压力。

公司基础设施建设业务采用代建模式，前期资金由公司筹集，项目完工后根据委托方安排逐年进行移交并确认相关收入。2021年，公司实现基础设施代建收入1.66亿元，系将明星路向北延伸工程和大华区块一、二、四号路移交

给经开区管委会形成。

截至2021年底，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211.19亿元，已完成投资126.86亿元，尚需投资151.43亿元。总体看，公司未来资金支出压力较大。

表5 截至2021年底公司项目投资情况（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				
银湖新区	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、安置房项目、道路路网、公寓房、土石方工程、绿化工程、渠道工程及其他配套工程	45.60	21.71	27.95
东洲新区	道路路网、公寓房、标准厂房、土石方工程、绿化工程及其他配套工程	39.11	16.58	20.35
场口新区	道路路网、公寓房、土石方工程及其他配套工程	12.43	9.19	10.55
新登新区	道路路网、安置房及其他配套工程土地	103.30	79.38	81.83
主要拟建项目				
新登新区	新登新区共和花园公寓安置房（二期）	3.00	0.00	3.00
新登新区	古城微更新	6.10	0.00	6.10
银湖新区	2.5产业园路网工程二期	0.75	0.00	0.75
银湖新区	2.5产业园水系改造及挡墙工程	0.90	0.00	0.90
合计	--	211.19	126.86	151.43

资料来源：公司提供

4. 房产开发业务

2021年，公司房产销售业务开展缓慢，确认收入规模较小。

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

截至2021年底，公司实施房产项目主要包括银湖人才公寓、新堰阳光家园（1-3期）、场口公寓房等，其中场口公寓、东洲民联村钱塘家园、松溪家园、新堰阳光家园和乘庄阳光家园已经开始实施认购选房工作，截至2021年底累计收到购房意向金25.86亿元，体现在其他应付款，大部分尚未办理产权转移，仅部分开具发票，公司确认相关收入规模较小。

5. 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2021年底，公司纳入合并范围内的主要子公司14家，较上年底新增1家，系新设立佰赛时（杭州）生物技术有限公司，整体变动不大，对财务数据可比性影响小。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模持续增长，以土地整理和工程代建成本为主，结算较为滞后，资金沉淀规模大，公司整体资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额较上年底增长16.07%，主要系存货增长所致。公司资产以

流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 6 公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	566.04	96.84	656.65	96.79
货币资金	40.33	6.90	44.76	6.60
其他应收款	22.20	3.80	18.70	2.76
存货	478.61	81.89	579.90	85.48
非流动资产	18.45	3.16	21.77	3.21
长期股权投资	0.79	0.14	2.07	0.31
投资性房地产	15.82	2.71	15.89	2.34
其他非流动资产	0.10	0.02	1.53	0.23
资产总额	584.49	100.00	678.42	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底增长 16.01%，主要系货币资金和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、存货构成。公司货币资金较上年底增长 10.98%，其中 12.47 亿元为受限资金，受限比例为 27.86%，主要为借款质押及贴现质押。公司其他应收款较上年底下降 15.74%，主要系收回富阳城投往来款所致；其他应收款主要是公司与杭州市富阳区财政局以及浙江富阳经济开发区管理委员会的往来款，前五大欠款单位占总额的 80.91%，欠款方多为区域内政府单位，账龄以 2 至 3 年和 3 年以上为主，整体账龄较长。公司存货较上年底增长 21.16%，主要系合同履行成本增长所致。存货主要由开发成本、合同履行成本和开发产品构成，其中开发成本 139.68 亿元，主要是土地使用权、土地开发前期支出以及在建项目的投资成本；合同履行成本 438.16 亿元，包括工程代建成本和土地平整成本；开发产品 2.06 亿元，主要为已建成的公寓房和安置房。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 18.00%，公司非流动资产主要由长期股权投资及投资性房地产构成。公司长期股权投资较上年底增加 1.28 亿元，主要系 2021 年执行新金融工具准则及对杭州三航银湖建设发展有限公司、杭州银亚城市建设发展有限公司等追加投资所致。公司其他非流动资产较上年底增

加 1.43 亿元，主要是预付浙江金固股份有限公司的股权受让款。公司投资性房地产较上年底增长 0.43%，系存货转入及公允价值变动，公司投资性房地产全部为用于出租的房产。

截至 2021 年底，公司所有权受到限制的资产合计 28.36 亿元，包括 12.47 亿元货币资金和 15.89 亿元投资性房地产，资产受限比例 4.18%。

表 7 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	12.47	1.84	借款质押、贴现质押
投资性房地产	15.89	2.34	借款抵押
合计	28.36	4.18	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年，公司所有者权益持续增长，但资本公积受资产划出影响较上年有所下降。公司债务规模持续增长，整体债务负担有所加重。

截至 2021 年底，公司所有者权益 259.01 亿元，较上年底增长 2.38%，主要系未分配利润增长所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.72%、77.68% 和 11.83%。

截至 2021 年底，公司资本公积较 2020 年减少 1.57%。其中，富阳市管委会无偿划出山居 7 号地，减少资本公积 7.00 亿元，公司收到财政资本金注入增加资本公积 3.85 亿元，因子公司杭州富阳开发区产业投资有限公司的少数股东增资导致公司持股比例稀释减少资本公积

0.59 亿元。公司资本公积主要构成为货币资金及土地，质量较好。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 26.51%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司负债以非流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底下降 2.78%，较上年底变化不大。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款较上年底下降 67.74%，全部由质押及保证借款构成。公司应付账款较上年底大幅增长，主要系应付工程款增加所致，应付账款账龄以一年以内为主。公司其他应付款较上年底增长 2.11%，主要系购房意向金增加所致；公司其他应付款前五大单位占比 43.03%，因其他应付款主要为收到各街道拆迁户的购房意向款，集中度一般。公

司一年内到期的非流动负债较上年底下降 47.26%，主要以一年内到期的长期借款（占 82.06%）及一年内到期的应付债券（占 8.90%）为主。公司其他流动负债 19.50 亿元，系非公开发行短期公司债券，票面利率 3.10%，本报告将其他流动负债纳入有息债务计算。

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底增长 48.51%，主要系取得银行借款及新发行债券所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。公司长期借款较上年底增长 35.21%，主要由保证借款构成；公司长期借款资金成本介于 4.00% 到 6.50% 之间。公司应付债券较上年底增长 84.34%，主要系新发行“21 富阳开发 PPN001”“21 富开 01”和“21 富开 02”所致。公司其他非流动负债较上年底增长 175.90%，主要系新增南京银行债券融资计划所致，本报告将其他非流动负债纳入债务计算。

表 8 公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	142.18	42.89	138.23	32.96
短期借款	12.27	3.70	3.96	0.94
应付账款	0.09	0.03	16.67	3.97
其他应付款	58.26	17.57	59.49	14.18
一年内到期的非流动负债	63.88	19.27	33.69	8.03
其他流动负债	0.00	0.00	19.50	4.65
非流动负债	189.33	57.11	281.18	67.04
长期借款	136.00	41.02	183.88	43.84
应付债券	43.78	13.21	80.71	19.24
其他非流动负债	3.97	1.20	10.94	2.61
负债总额	331.52	100.00	419.41	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务较上年底增长 28.00%，债务结构方面，短期债务占 17.18%，长期债务占 82.82%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 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较上年底分别提高 5.10 个百分点、提高 5.55 个百分点和提高 9.47 个百分点。公司债务负担有所加重。

表 9 公司债务负担情况 (单位：亿元、%)

项目	2020 年	2021 年
短期债务	76.16	57.15
长期债务	183.75	275.53
全部债务	259.90	332.68
资产负债率	56.72	61.82
全部债务资本化比率	50.68	56.23
长期债务资本化比率	42.07	51.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

表 10 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
偿还金额 (亿元)	57.15	59.75	215.78	332.68
占比 (%)	17.18	17.96	64.86	100.00

资料来源: 公司提供

从有息债务期限分布情况看, 公司集中偿债压力一般。

截至 2022 年 5 月底, 公司存续债券 110.50 亿元, 其中, 2022 年剩余需兑付的债券为“21 富开 D1”, 余额 19.50 亿元。

表 11 截至 2022 年 5 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
16 富春山居债/PR 富春债	2023/01/27	3.00
21 富开 D1	2022/12/21	19.50
20 富阳开发 PPN001*	2023/09/03	10.00
20 富开 01*	2023/09/14	9.00
20 富开 02*	2023/11/19	6.00
21 富阳开发 PPN001*	2024/01/14	10.00
21 富开 01	2026/09/10	10.00
21 富开 02	2026/11/02	20.00
20 富开经开债 01/20 富开债	2027/10/27	13.00
22 富开 01	2027/01/27	10.00
合计	--	110.50

注: 用*标出的债券均附带回售条款, 所列到期日为回售日

资料来源: Wind

4. 盈利能力

2021 年, 公司收入规模和利润总额均有所下降, 公司利润对政府补助依赖程度较大。

2021 年, 公司营业收入同比下降 20.72%, 主要系土地整理开发收入减少所致; 同期, 营业成本同比增长 4.25%; 营业利润率同比下降 20.47 个百分点。

从期间费用看, 2021 年, 公司费用总额为 1.02 亿元, 同比下降 82.06%, 主要系财务费用减少所致。从构成看, 公司期间费用以管理费用 (占 52.90%) 和财务费用 (占 47.10%) 构成, 公司期间费用率为 5.69%。

2021 年, 公司其他收益 1.85 亿元, 同比增长 463.06%, 主要为政府补助 1.75 亿元。

2021 年, 公司实现利润总额 3.01 亿元, 同比下降 16.53%, 主要系土地整理业务利润下降

所致。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业收入 (亿元)	22.71	18.01
费用总额 (亿元)	5.71	1.02
其他收益 (亿元)	0.33	1.85
利润总额 (亿元)	3.61	3.01
营业利润率 (%)	32.57	12.10
总资本收益率 (%)	1.77	0.63
净资产收益率 (%)	1.29	1.14

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2021 年, 公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.14 个百分点、0.15 个百分点。

5. 现金流

2021 年, 公司经营活动现金仍为净流出状态, 且净流出规模大幅扩大。公司投资活动现金流由净流入转为净流出, 公司扩大债务融资规模以匹配项目建设和债务还本付息资金需求。

从经营活动来看, 2021 年, 公司经营活动现金流入同比下降 76.44%, 主要系与富阳城投的往来款减少所致; 经营活动现金流出同比下降 48.26%, 主要系项目建设支出以及支付的往来款减少所致。公司经营活动现金净流出规模同比增长 77.78%。2021 年, 公司现金收入比为 81.78%, 同比下降 19.84 个百分点, 收入实现质量一般。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入规模小; 同期, 投资活动现金流出主要为投资支付的现金。2021 年, 公司投资活动现金流净额由上年的净流入转为净流出。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入较上年增加 20.08%, 主要系取得的借款增加所致, 筹资活动现金流出同比减少 6.62%。公司筹资活动现金净流入规模大幅增长。

表 13 公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	167.16	39.38
经营活动现金流出小计	204.54	105.83
经营现金流量净额	-37.38	-66.45
投资活动现金流入小计	4.97	0.71

投资活动现金流出小计	2.84	3.42
投资活动现金流量净额	2.14	-2.71
筹资活动前现金流量净额	-35.24	-69.16
筹资活动现金流入小计	144.59	173.63
筹资活动现金流出小计	104.78	97.85
筹资活动现金流量净额	39.81	75.78
现金收入比	101.62	81.78

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

2021年，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标弱，融资渠道通畅。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	398.11	475.02
	速动比率（%）	61.49	55.52
	现金短期债务比（倍）	0.53	0.78
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	9.68	4.03
	全部债务/EBITDA（倍）	26.86	82.59
	EBITDA/利息支出（倍）	0.81	0.33

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率及现金短期债务比较上年底均有所增长，速动比率有所下降。公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比减少 58.37%；EBITDA 利息倍数较上年底有所下降，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；全部债务/EBITDA 同比大幅增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。公司长期偿债指标表现弱。

对外担保方面，截至 2021 年底，公司对外担保余额合计 77.20 亿元，担保比例为 29.81%，其中对富阳城投担保余额较大，为 37.41 亿元。富阳城投由富阳区国资委持有 100% 股权，主要从事富阳区基础设施建设、土地开发和水务运营。公司其他被担保企业主要为富阳区政府投资平台企业或其子公司，目前被担保企业经营正常。总体看，公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2021 年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2021 年底，公司共计

获得银行授信额度 265.16 亿元，未使用额度为 32.62 亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

母公司主要行使管理职能，经营性活动主要集中在子公司，母公司收入规模较小。母公司债务负担一般。

截至 2021 年底，母公司资产总额 390.96 亿元，较上年底增长 11.21%。其中，流动资产 346.59 亿元，非流动资产 44.38 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.87%）、其他应收款（占 53.41%）和存货（占 32.87%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 99.63%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 37.68 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 231.53 亿元，较上年底增长 21.65%。其中，流动负债 77.36 亿元，非流动负债 154.16 亿元。从构成看，流动负债主要其他应付款（占 37.43%）和一年内到期的非流动负债（占 26.22%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 40.55%）、应付债券（占 52.35%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 59.22%，较 2021 年增长 5.08 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 197.95 亿元。其中，短期债务占 22.12%、长期债务占 77.88%。母公司全部债务资本化比率 55.39%，母公司债务负担一般。

截至 2021 年底，母公司所有者权益合计 159.43 亿元。

2021 年，母公司营业收入为 0.21 亿元，利润总额 1.38 亿元。同期，母公司其他收益 1.41 亿元，为收到的政府补助。

十、外部支持

2021 年，公司得到了富阳区政府和经开区管委会在资本金注入和财政补贴方面的支持。

2021 年，公司收到财政资本金注入，增加资本公积 3.85 亿元；2021 年，公司收到财政补助 1.75 亿元，计入其他收益。

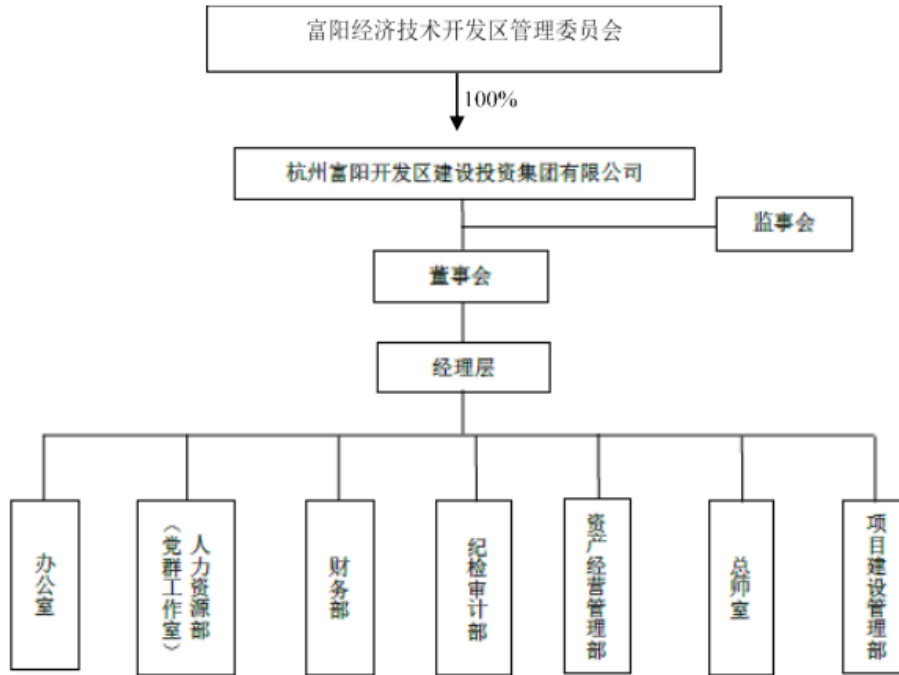
十一、债券偿还能力分析

截至 2021 年底，公司存续期债券“20 富阳经开债 01/20 富开债”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；经联合资信评定，富阳城投主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，其担保可有效增强“20 富阳经开债 01/20 富开债”偿付的安全性。

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 富春山居债/PR 富春债”的信用等级为 AA，“20 富阳经开债 01/20 富开债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底杭州富阳开发区建设投资集团有限公司股权及组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底杭州富阳开发区建设投资集团有限公司纳入合并范围主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	杭州富阳开发区产业投资有限公司	创业投资管理服务	3.00	100.00	0.00	新设
2	杭州富阳场口小城镇投资建设有限公司	土地开发整理	3.00	100.00	0.00	新设
3	杭州富阳银湖新区建设有限公司	土地开发整理	3.00	100.00	0.00	新设
4	杭州富阳银湖科创投资管理有限公司	物业管理	0.05	100.00	0.00	新设
5	杭州富阳开发区基础设施建设有限公司	土地开发整理	3.00	100.00	0.00	同一控制下合并
6	杭州富阳富春江房地产开发有限公司	房地产开发经营	1.00	100.00	0.00	同一控制下合并
7	杭州富阳富春江开发有限公司	基础设施建设、投资	3.00	100.00	0.00	非同一控制下合并
8	富阳富春湾公路开发有限公司	公路开发	0.28	0.00	100.00	非同一控制下合并
9	杭州富阳综合市场有限公司	市场建设管理	0.96	100.00	0.00	非同一控制下合并
10	杭州富阳新登小城镇投资建设有限公司	房地产开发经营	10.00	100.00	0.00	非同一控制下合并
11	杭州富阳强民新农村建设有限公司	房地产开发经营	6.00	50.00	50.00	非同一控制下合并
12	杭州富阳新登小城市建设有限公司	拆迁改造建设	4.00	50.00	50.00	非同一控制下合并
13	杭州富阳开发区资产运营养护管理有限公司	市政基础设施维修	3.00	100.00	0.00	新设
14	佰赛时(杭州)生物技术有限公司	科技推广和应用服务业	2.00	100.00	0.00	新设

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	42.26	40.33	44.76
资产总额 (亿元)	480.50	584.49	678.42
所有者权益 (亿元)	200.89	252.97	259.01
短期债务 (亿元)	63.21	76.16	57.15
长期债务 (亿元)	165.96	183.75	275.53
全部债务 (亿元)	229.17	259.90	332.68
营业收入 (亿元)	18.50	22.71	18.01
利润总额 (亿元)	3.13	3.61	3.01
EBITDA (亿元)	10.41	9.68	4.03
经营性净现金流 (亿元)	-40.67	-37.38	-66.45
财务指标			
现金收入比 (%)	124.33	101.62	81.78
营业利润率 (%)	44.13	32.57	12.10
总资本收益率 (%)	2.37	1.77	0.63
净资产收益率 (%)	1.52	1.29	1.14
长期债务资本化比率 (%)	45.24	42.07	51.55
全部债务资本化比率 (%)	53.29	50.68	56.23
资产负债率 (%)	58.19	56.72	61.82
流动比率 (%)	428.35	398.11	475.02
速动比率 (%)	94.95	61.49	55.52
经营现金流动负债比 (%)	-37.52	-26.29	-48.07
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.53	0.78
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.76	0.81	0.33
全部债务/EBITDA (倍)	22.01	26.86	82.59

注: 1. 2019-2021 年财务数据取自当年审计报告期末数, 非追溯调整数据; 2. 本报告中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; 3. 已将其他流动负债纳入短期债务进行核算, 其他非流动负债纳入长期债务进行核算
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	16.78	26.16	37.68
资产总额 (亿元)	258.61	351.57	390.96
所有者权益 (亿元)	112.38	161.24	159.43
短期债务 (亿元)	26.64	42.76	43.79
长期债务 (亿元)	70.17	104.57	154.16
全部债务 (亿元)	96.81	147.33	197.95
营业收入 (亿元)	1.26	2.14	0.21
利润总额 (亿元)	-2.11	0.48	1.38
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	14.28	-48.14	-43.91
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	--	4.73	0.23
存货周转次数 (次)	0.01	0.02	0.00
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00
现金收入比 (%)	436.42	57.74	109.07
营业利润率 (%)	26.19	8.52	84.17
总资本收益率 (%)	1.18	1.61	0.40
净资产收益率 (%)	-1.87	0.30	0.89
长期债务资本化比率 (%)	38.44	39.34	49.16
全部债务资本化比率 (%)	46.28	47.75	55.39
资产负债率 (%)	56.55	54.14	59.22
流动比率 (%)	290.97	360.36	448.02
速动比率 (%)	145.55	220.79	300.76
经营现金流动负债比 (%)	18.78	-56.13	-56.76
现金短期债务比 (倍)	0.63	0.61	0.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注: 1. 已将其他流动负债及其他非流动负债计入有息债务核算 2. 未获取母公司折旧、摊销数据, EBITDA 及相关指标无法计算
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持