

信用评级公告

联合〔2022〕4404号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州富阳城市建设投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州富阳城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“19富阳城投MTN001”“19富阳城投MTN003”“19富阳城投MTN004”“19富阳城投MTN005”和“21富阳城投债01/21富阳01”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

评级总监： 

二〇二二年六月二十日

杭州富阳城市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
发行人主体	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 富阳城投 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 富阳城投 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 富阳城投 MTN004	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 富阳城投 MTN005	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 富阳城投债 01/21 富阳 01	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
19 富阳城投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2024/05/08
19 富阳城投 MTN003	10 亿元	10 亿元	2024/05/09
19 富阳城投 MTN004	5 亿元	5 亿元	2024/10/17
19 富阳城投 MTN005	5 亿元	5 亿元	2024/10/17
21 富阳城投债 01/21 富阳 01	25 亿元	25 亿元	2028/02/09

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均在联合资信官网公开披露

评级观点

杭州富阳城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是杭州市富阳区主要的基础设施建设及土地开发主体。跟踪期内，富阳区经济稳定发展，一般公共预算收入快速增长，富阳区政府在资金注入等方面给予公司大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模持续增长、未来投资压力较大和担保比率较高等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

富阳区“撤市设区”后，杭州市城市发展溢出效应明显，富阳区在产业升级、土地出让价格等方面均有大幅改善。未来随着富阳区内基础设施建设和土地开发持续推进，公司业务有望稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 富阳城投 MTN001”“19 富阳城投 MTN003”“19 富阳城投 MTN004”“19 富阳城投 MTN005”“21 富阳城投债 01/21 富阳 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **公司发展的外部环境良好。**跟踪期内，富阳区一般公共预算收入快速增长，固定资产投资增速维持高位。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%；固定资产投资同比增长 36.2%。

2. **政府支持力度大。**公司是杭州市富阳区主要的基础设施建设、土地开发主体，持续得到富阳区政府在资金注入等方面的大力支持。

关注

1. **资产变现周期较长。**公司资产中土地资产变现周期较长，往来款、基础设施建设项目投入及在建工程规模大，预计回收周期长，对公司资金形成长期占用。

2. **资本支出压力较大。**2022 年 3 月底，公司在建和拟建项目尚需投资较大，公司资本支出压力较大。

3. **债务负担有所加重。**2021 年底，公司全部债务较上年底增长 8.20%，至 2022 年 3 月底，公司全部债务继续增长至 607.71 亿元，全部债务资本化比率上升至 55.02%。随

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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

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 登记编号 (R0150220120054)

许狄龙 登记编号 (R0150221120007)

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

着在建项目的持续投入，公司债务负担或将继续加重。

4. 对外担保比率较高，存在或有负债风险。截至 2022 年 3 月底，公司对外担保金额为 156.61 亿元，担保比率 31.52%，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	56.46	54.95	40.71	57.11
资产总额(亿元)	873.43	1028.13	1149.36	1239.30
所有者权益(亿元)	349.63	442.89	466.54	496.91
短期债务(亿元)	76.56	115.30	137.59	158.10
长期债务(亿元)	368.93	394.78	414.30	449.61
全部债务(亿元)	445.48	510.08	551.88	607.71
营业收入(亿元)	29.89	32.85	40.14	49.64
利润总额(亿元)	6.35	6.78	9.06	4.33
EBITDA(亿元)	30.84	19.86	12.24	--
经营性净现金流(亿元)	10.55	-71.31	-47.90	-10.18
营业利润率(%)	22.79	19.12	21.19	7.98
净资产收益率(%)	1.78	1.48	1.88	--
资产负债率(%)	59.97	56.92	59.41	59.90
全部债务资本化比率(%)	56.03	53.53	54.19	55.02
流动比率(%)	451.52	419.49	346.45	323.15
经营现金流动负债比(%)	7.05	-37.89	-19.11	--
现金短期债务比(倍)	0.74	0.48	0.30	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	0.67	0.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.44	25.68	45.09	--
公司本部(母公司)				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	698.92	870.07	1002.70	1056.08
所有者权益(亿元)	266.73	349.46	375.90	403.58
全部债务(亿元)	229.04	311.22	416.66	448.99
营业收入(亿元)	19.18	25.55	30.87	48.57
利润总额(亿元)	6.01	7.51	9.30	4.27
资产负债率(%)	61.84	59.84	62.51	61.79
全部债务资本化比率(%)	46.20	47.11	52.57	52.66
流动比率(%)	229.12	235.77	224.15	223.07
经营现金流动负债比(%)	-23.41	-7.52	-11.70	--

注：1. 公司 2022 年 3 月财务报表未经审计；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；3. 除特别说明外，均指人民币；4. 本报告将长期应付款和其他流动负债中的有息部分调整至有息债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

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
19 富阳城投 MTN001	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
19 富阳城投 MTN003							
19 富阳城投 MTN004							
19 富阳城投 MTN005							
21 富阳城投债 01/21 富阳 01							
21 富阳城投债 01/21 富阳 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/01/19	马玉丹 邱成	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
19 富阳城投 MTN005	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/08/22	郝一哲 刘沛伦 许狄龙	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
19 富阳城投 MTN004	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/07/30	郝一哲 刘沛伦 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 富阳城投 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/11/30	杨明奇 郝一哲 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 富阳城投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/10/26	杨明奇 郝一哲 许狄龙	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 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城市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。

分析师： 

联合资信评估股份有限公司

杭州富阳城市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”）关于杭州富阳城市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，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“富阳区国资办”）为公司唯一股东和实际控制人。

公司是富阳区重要的基础设施建设、土地整理以及国有资产管理主体，主要从事土地整理、委托代建、水务等业务。

截至 2021 年底，公司资产总额 1149.36 亿元，所有者权益 466.54 亿元（含少数股东权益 26.40 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 40.14 亿元，利润总额 9.06 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1239.30 亿元，所有者权益 496.91 亿元（含少数股东权益 26.97 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 49.64 亿元，利润总额 4.33 亿元。

公司住所：浙江省杭州市富阳区富春街道恩波大道 99 号；公司法定代表人：陈孝华。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信所评存续债券包括“19 富阳城投 MTN001”“19 富阳城投 MTN003”“19 富阳城投 MTN004”“19 富阳城投 MTN005”和“21 富阳城投债 01/21 富阳 01”，债券余额合计 55.00 亿元，跟踪期内，上述债券均已按时足额支付当

期利息。

表1 截至2022年5月底本次跟踪评级债券概况
(单位: 亿元、年)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 富阳城投 MTN001	10.00	10.00	2019/05/08	5
19 富阳城投 MTN003	10.00	10.00	2019/05/09	5
19 富阳城投 MTN004	5.00	5.00	2019/10/17	5
19 富阳城投 MTN005	5.00	5.00	2019/10/17	5
21 富阳城投债 01/21 富阳 01	25.00	25.00	2021/02/09	5+2
合计	55.00	55.00	--	--

资料来源：联合资信整理

“19 富阳城投 MTN001”“19 富阳城投 MTN003”“19 富阳城投 MTN004”和“19 富阳城投 MTN005”募集资金均用于偿还公司有息债务，截至 2022 年 5 月底募集资金已按照计划使用完毕。

“21 富阳城投债 01/21 富阳 01”募集资金计划用于杭州至富阳城际铁路工程项目，截至 2022 年 5 月底募集资金已按照计划使用完毕，项目进展情况详见“经营分析”部分。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

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 年一季度，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%，增速较上年末高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. 区域经济环境

(1) 杭州市

2021年，杭州市经济持续发展，财政实力很强，财政自给率高。

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2021年杭州市地区生产总值为18109亿元，同比增长8.5%。2021年，杭州地区生产总值中第一产业增加值333亿元，第二产业增加值5489亿元，第三产业增加值12287亿元，三次产业结构调整至1.8:30.3:67.9；全年固定资产投资增长9.0%，城镇人口人均可支配收入7.47万元。

2021年，杭州市实现一般公共预算收入为2387亿元，同比增长14.0%，其中，税收收入2234亿元，占一般公共预算收入的93.59%，收入质量好。同期杭州市一般公共预算支出2393亿元，财政自给率99.75%，自给率高。

(2) 富阳区

跟踪期内，富阳区经济稳步发展，一般公共预算收入快速增长，固定资产投资增速维持高位。公司发展的外部环境良好。

根据《富阳区国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2021年富阳区实现地区生产总值873.3亿元，增长7.7%。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，第三产业增加值432.3亿元，增长6.8%。三次产业增加值结构为5.7:44.8:49.5。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%，城市更新和水利设施投资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%；实现销售额391.5亿元，增长15.2%。

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《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%；完成政府性基金支出235.92亿元，同比下降43.5%。

根据富阳区人民政府网站公布的《2022年富阳统计月报—3月》，2022年一季度，富阳区固定资产投资同比增长49.9%；实现地区生产总值200.1亿元，同比增长4.2%；地方一般公共预算收入完成41.55亿元，同比增长5.0%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司的控股股东和实际控制人仍为富阳区国资办。

2. 企业规模及竞争力

公司是杭州市富阳区主要的基础设施建设及土地开发主体，在区域内具有一定竞争力。

公司是富阳区重要的基础设施建设、土地整理以及国有资产管理主体，主要从事富阳区城市土地整理开发业务、基础设施建设和供水、污水处理业务，在区域内具有一定竞争力。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行《企业信用报告》(信用代码: G1033018301086340Y)，截至 2022 年 5 月 25 日，公司本部无已结清和未结清关注类或不良类信贷信息。

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 2022 年 5 月 29 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

跟踪期内，公司高管、法人治理结构和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自土地开发、土地指标和保障房销售业务。2021 年，公司营业收入有所增长，毛利率有所上升。

2021 年，公司营业收入同比增长 22.18%，主要系保障房销售收入增长。从收入构成来看，土地开发、保障房销售及土地指标业务是公司营业收入的主要来源。2021 年，公司土地开发收入同比下降 32.71%，主要系出让土地面积减少所致；土地指标收入同比增长 93.18%，主要系土地指标出让增加所致。公司水务业务收入同比增长 28.93%，其中公司 2021 年 4 月出售杭州富阳水务有限公司(以下简称“富阳水务”)60% 股权后不再形成自来水供应和污水处理收入，工程结算(管道安装)业务收入因富阳水务不再纳入合并范围后内部交易转为外部收入而有所上升。公司保障房销售收入同比大幅增长，主要系秦望区块安置房确认收入所致，其他收入来源包括代建、绿化养护、渣土、租赁等业务，对公司收入贡献程度较小，整体较 2020 年增长 9.12%，主要系租赁收入增长所致。

从毛利率看，2021 年公司综合毛利率为 21.69%，同比上升 2.21 个百分点，公司毛利润主要来自土地开发及保障房销售业务。2021 年，公司土地开发业务毛利率同比下降 3.64 个百分点，系单位土地出让金下降所致。土地指标转化毛利率同比上升 9.41 个百分点，系本期转化土地指标单位成本较低所致。2021 年，公司水务业务毛利率同比上升 44.71 个百分点，系毛利率较高的工程结算(管道安装)收入占比提升所致。2021 年，公司保障房销售业务毛利率同比下降 19.53 个百分点，系单位面积价格下降所致；同期，公司其他业务毛利率整体同比提升 2.25 个百分点。

2022 年 1-3 月，公司实现营业收入 49.64 亿元，以保障房销售业务收入为主，增长较快主要系当期交付了秦望地块的保障房确认收入所致；同期，公司综合毛利率下降至 8.18%。

表 3 2020-2021 年及 2022 年 1-3 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年 1-3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地开发	23.17	70.52	24.65	15.58	38.82	21.01	1.70	3.42	11.76
土地指标	2.64	8.05	17.29	5.10	12.70	26.70	--	--	--
水务	3.18	9.68	-18.24	4.10	10.22	26.47	0.72	1.44	2.73

自来水供应	1.29	3.94	-58.55	0.46	1.14	7.02	--	--	--
污水处理	0.78	2.37	0.00	--	--	--	--	--	--
工程结算	1.11	3.38	15.99	3.65	9.08	28.92	0.72	1.44	2.73
保障房销售	0.56	1.72	38.70	11.77	29.32	19.17	46.78	94.24	8.05
其他	3.29	10.03	18.06	3.59	8.94	20.31	0.45	0.90	17.10
合计	32.85	100.00	19.48	40.14	100.00	21.69	49.64	100.00	8.18

注：1.其他收入含代建收入和绿化养护收入等；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司根据富阳区政府安排承接棚户区改造项目以及道路建设等市政工程，其中棚改项目采用政府购买服务模式，公司不确认收入，棚改之外的基础设施建设主要采用委托代建模式，公司自2019年起开始确认收入。公司在建基础设施建设项目待投资规模大，资金需求较大。

公司是富阳区主要的基础设施建设主体，每年根据富阳区政府规划和财政预算安排，实施区域内城市道路、市政设施、涉水类工程、棚户区改造等方面的基础设施建设。

棚户区改造项目

在富阳区财政局统筹安排下，公司以自有资金和贷款进行棚户区改造项目建设，并将投资金额计入“存货”，项目竣工后，由区审计局进行核算验收后调整具体金额。

针对已完工棚户区改造项目，公司与富阳区住房和城乡建设局签订《政府购买服务合同》，后者需在购买服务期限25年（包括建设期）内按计划支付总价款。棚户区改造项目的总价款计算比例随具体项目而异，约在决算成本的基础上加成5%，购买资金来源于富阳区财政收入，未来在合同期逐年纳入财政预算。

公司共承接了富源弄、联群弄区块棚改项目、秦望路区块棚改项目和西堤南路区块棚改项目3个棚户区改造项目，采取纯货币化安置，项目总投资分别为34.72亿元、28.31亿元和23.75亿元，合同购买价款分别为56.55亿元、50.14亿元和35.91亿元，截至2021年底，以上棚户区改造项目均已完成，公司已支付拆迁补偿款合计80.52亿元。根据《政府购买服务合

同》，2019—2021年，棚户区改造项目的计划回购金额分别为15.12亿元、14.32亿元和24.23亿元，2021年，已按计划收到回款。公司目前无在建或拟建的棚户区改造项目。

基础设施建设项目（除棚户区改造）

在富阳区财政局统筹安排下，公司以自有资金和贷款进行基础设施建设。2019年之前，公司将基础设施投资计入“在建工程”核算，项目竣工后由财政局或政府委派的工程审计结算单位进行核算验收，公司未确认相关收入，暂将验收后的项目转入“其他非流动资产”，并按平均法摊销。

2019年，公司与富阳区政府针对部分项目签订《委托代建协议》，约定按照项目总投资额（最终以竣工结算额为准，协议中暂按立项总投资核算）并加成5%确定为代建工程款。针对其中未完工的项目，公司将前期已投入由“在建工程”转入“存货—开发成本”，并将新增投入计入“存货—开发成本”；针对其中已完工的项目，公司将其从“其他非流动资产”按照净值转入“存货—开发产品”，已摊销部分不转回。2021年，公司确认基础设施代建收入2.83亿元。

截至2022年3月底，公司重点在建基础设施建设项目计划总投资金额合计347.91亿元，已累计投资158.34亿元，尚需投资189.57亿元，主要在2023年前完成，公司存在较大的资本支出压力。

表4 截至2022年3月底公司重点在建基础设施项目
(单位：亿元)

项目名称	计划工期	总投资	已投资
杭州至富阳城际铁路工程	2017-2021年	132.98	85.41
彩虹快速路	2018-2020年	44.09	36.86

地铁杭富线宋家塘车辆段上盖工程	2020-2023 年	15.34	9.38
杭富地铁宋家塘车辆段阴冻山边坡地质灾害治理工程	2021-2023 年	8.44	8.02
亚运场馆及北支江综合整治工程	2017-2021 年	48.50	4.06
达夫路精品街区工程	2020-2022 年	3.98	3.27
富春十小	2021-2023 年	4.55	2.56
妇幼保健院门急诊医技和儿科综合大楼工程	2020-2022 年	4.15	2.35
秦望通道项目	2019-2024 年	78.53	2.77
达夫路南段改造工程	2021-2023 年	3.31	2.07
东洲张家段堤线外移及全域土地整治项目	2021-2022 年	4.04	1.59
合计	--	347.91	158.34

注：杭州至富阳城际铁路工程由公司负责的投资规模为92.10亿元
资料来源：公司提供

对于杭州至富阳城际铁路工程，公司、杭州之江经营管理集团有限公司（杭州之江国家旅游度假区管理委员会下设公司）与杭州市地铁集团有限责任公司共同出资成立项目公司杭州杭富轨道交通有限公司，注册资本 3.00 亿元，三者分别持股 69.26%、29.74%与 1.00%，并按照出资比例进行投资。杭州至富阳城际铁路已于 2020 年 12 月 30 日正式通车，特许经营期限 25 年（2021—2046 年）。公司按出资比例投资 92.10 亿元，资金来源全部为自筹，2021 年度产生运营收益 3876.43 万元，收益由杭州杭富轨道交通有限公司冲减在建工程。截至 2021 年底，公司已投入 82.08 亿元至富阳城际铁路项目，并将投资金额计入“在建工程”。公司未来有望通过富阳城区境内城铁沿线周边土地开发等补充收入以实现资金平衡。

（2）土地综合开发

富阳区财政局根据公司所承担基础设施建设项目和土地开发项目进程及资金需求与公司进行结算，公司土地资源丰富，有望持续为公司带来可观收益。跟踪期内，公司土地综合开发收入及毛利率均有所下降，系公司利润主要来源。

公司土地整理项目资金主要为自筹，在对土地进行整理开发后，并经地价评估部门对拟出让地块进行地价评估后，交由杭州市规划和自然资源局富阳分局进行公开出让，富阳区财

政局根据公司所承担基础设施建设项目和土地开发项目进程及资金需求情况决定返还时点及金额，由富阳区财政局拨付富阳区土地储备中心（以下简称“土储中心”），再由其下发公司。自 2016 年起，公司与土地储备中心签订《土地整理协议》，土地整理业务收入不与土地使用权出让金挂钩，在相关土地整理并完成出让后，土储中心按照协议约定向公司支付土地开发款项（包含一定比例的土地整理收益），公司以成本加成法确认土地开发整理业务收入。

在账务处理上，公司将土地收储成本和开发成本均计入“存货—开发成本”，开发完成后结转到“存货—开发产品”，按照富阳区土地出让计划进行招拍挂土地出让；土储中心完成支付后，公司按照实际收到的款项确认收入并计入“营业收入—土地开发”，相应成本转入“营业成本—土地开发”。

2021 年，公司土地开发业务投资额为 24.6 亿元，较上年同比增长 40.89%，确认土地整理收入 15.58 亿元，已全部收到回款，系 2020 年出让的秦望区块逐年确认的收入。2022 年 1—3 月，公司实现土地整理收入 1.70 亿元，已收到回款。

2022 年 3 月底，公司存货中可供出让土地面积 2065.65 亩，账面价值 237.29 亿元。

2019 年，公司新增土地指标转化业务，由富阳区指定子公司杭州富阳土地经营发展有限公司（以下简称“土地发展公司”）负责。为加强耕地保护和改进占补平衡，富阳区政府对各乡镇（街道）下达了垦造耕地任务。各乡镇（街道）向土地发展公司提出土地整治需求，整理完成后形成建设用地增减挂钩指标、耕地占补平衡指标，各乡镇（街道）购入指标形成土地发展公司相关收益，其中，旱地指标为单价 15 万元/亩，水田指标为单价为 35 万元/亩。2021 年，土地发展公司确认土地指标转化收入 5.10 亿元，较上年同期增长 96.67%，主要系各乡镇（街道）购入指标增长所致，毛利率为 26.70%。

（3）水务业务

2021 年 4 月，公司出售富阳水务 60%股

权，此后不再产生自来水及污水处理收入，但保留自来水管道的安装业务。

公司自来水业务、污水处理业务实施主体均为富阳水务，工程结算业务主要为自来水管道的安装，由杭州富阳水务管道安装有限公司（以下简称“水务管道公司”）负责。2021年4月，公司从富阳水务取得水务管道公司控制权后，出售富阳水务60%股权，当年自来水业务收入和污水处理收入并表截至2021年4月25日。

工程结算

水务管道公司自来水管道的安装工程分三部分：一是房地产项目接表工程；二是公司内部的供水管网工程；三是城建配套的市政项目。2021年，公司管道安装业务实现收入3.65亿元，同比增长228.83%，随着2021年富阳水务划出公司合并范围，水务管道公司与富阳水务此前的管道安装业务由内部交易转变为外部交易，从而导致2021年合并范围内管道安装收入大幅上升。

（4）保障房销售

跟踪期内，随着保障房项目交付，公司保

障房业务收入规模大幅增长，公司在建保障房项目未来面临一定的资金支出压力。

公司目前开发的保障性住房项目包括经济适用房和安置房。保障房开发销售业务主要由集团本级和全资子公司杭州富阳城建集团城市经营管理有限公司（以下简称“城市经营管理有限公司”）负责经营。其中安置房项目由集团本级经营，经济适用房和人才公寓由城市经营管理有限公司经营。公司受富阳区政府委托进行安置房建设，通过招拍挂取得保障房建设用地，项目建成后由安置户向公司支付购买价款，定价原则以保本微利为主。

2021年，公司保障房销售收入11.77亿元，同比大幅增长，系当年交付房产数量增长所致。2022年1—3月，公司保障房销售收入46.78亿元，较去年同期大幅增长系秦望区块保障房交付确认收入所致。

2022年3月底，公司在建的安置房项目主要包括观前村安置小区及教师限价房建设工程、高桥镇农居安置小区等5个安置房项目，未来三年尚需投资18.18亿元。

表5 截至2022年3月底公司重点在建安置房项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	累计已投资金额	未来三年投资计划		
			2022年	2023年	2024年
高桥镇农居安置小区	25322.00	29143.39	6481.61	--	--
观前村安置小区及教师限价房建设工程	19304.00	15478.26	3825.74	--	--
钢圈厂路安置房	113825.00	74901.45	20000.00	43733.17	--
北支江安置房	214529.00	127830.62	30000.00	30000.00	26698.38
城市有机更新安置房	54995.00	33910.35	6000.00	15084.65	--
合计	427975.00	281264.07	66307.35	88817.82	26698.38

注：高桥镇农居安置小区、钢圈厂路安置房初始投资计划后有追加投资，故累计已投资及未来投资支出之和大于计划总投资额。
资料来源：公司提供

（5）拟建项目

截至2022年3月底，公司重点拟建项目为富阳客运中心一期片区开发项目，该项目主要包括杭州中环北段以及富阳客运中心一期片区开发项目合作范围内的TOD项目投资建设，资金来源为自筹，计划总投资73.32亿元，2022年计划投资额为4.00亿元。截至报告出具日该项目尚未编制可研报告。

3. 未来发展

“十四五”期间，公司计划在全面加快发展新动能、城市新轴线、发展新环境立起来的过程中找准功能定位，持续深化国企改革，不断提升企业核心竞争力，至2025年“十四五”规划收官时，推动客运中心等重大项目落地，秦望通道全面完工，主城区整体路网结构更加完善，城市供排水设施保障能力强化。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年财务报表，容诚会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2022年一季度财务报表未经审计。

截至2022年3月底，公司纳入合并范围的子公司共13家。2021年，公司合并范围减少6家子公司，其中富阳水务为出售股权后失去控制权，富阳水务规模相对较小，其余合并范围内减少子公司系注销，注销主要系整合进其他子公司后注销，对公司财务数据影响较小。2022年1—

3月，公司合并范围减少1家子公司，该子公司规模较小，对公司财务数据影响较小。整体看，跟踪期内，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，其中土地资产变现周期较长，往来款、基础设施建设项目投入及在建工程规模大，预计回收周期长。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11.79%，资产构成以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表6 2020-2021年及2022年3月末公司资产主要构成(单位:亿元,%)

科目	2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	789.41	76.78	868.42	75.56	940.04	75.85
货币资金	54.95	5.34	40.71	3.54	57.11	4.61
其他应收款	246.74	24.00	332.64	28.94	425.98	34.37
存货	480.10	46.70	477.11	41.51	440.57	35.55
非流动资产	238.72	23.22	280.94	24.44	299.27	24.15
在建工程	188.56	18.34	232.60	20.24	246.09	19.86
资产总额	1028.13	100.00	1149.36	100.00	1239.30	100.00

数据来源: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10.01%，主要系其他应收款增长所致；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底下降25.92%，主要系支付往来款及项目投入所致，其中受限资金8.17亿元，受限比例为20.07%，主要为借款质押。公司其他应收款较上年底增长34.81%，主要系与杭州富阳国有资本运营管理有限公司(以下简称“富阳国有资本”)往来款大幅增长。公司其他应收款主要是与富阳区国有企业的往来款，其中与富阳国有资本往来款余额为295.71亿元，在其他应收款中占88.79%，集中度高，富阳国有资本根据实际资金占用情况按年与公司结算利息费用，体现在利息收入；公司对其他应收款共计提坏账准备0.39亿元，计提比率为0.12%。公司存货较上年底下降0.62%，主要由125.07亿元开发成本、261.45亿元开发产品和

90.21亿元合同履行成本构成。其中，开发成本主要为代建类基础设施项目、在整理地块及土地指标，开发产品主要为土地资产(均为出让地)及房产。公司存货未计提减值准备。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长17.69%，公司非流动资产主要由在建工程和其他非流动资产构成。公司在建工程较上年底增长23.36%，主要系对杭州至富阳城际铁路工程、彩虹快速路工程、地铁杭富线宋家塘车辆段上盖工程投资增加，并新增对杭富地铁宋家塘车辆段阴冻山边坡地质灾害治理工程投资所致。公司在建工程主要包括杭州至富阳城际铁路工程、停车场、北支江水上运动中心等经营性项目。

2022年3月底，公司资产总额较上年底增长7.83%，资产结构及主要资产构成较上年底变化不大；公司受限资产55.60亿元，受限比例为

4.49%。

表7 截至2022年3月底公司资产受限情况
(单位: 亿元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	13.67	1.10	银行借款质押
存货	41.93	3.39	银行借款抵押
合计	55.60	4.49	--

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

跟踪期内, 受益于政府注入资金, 公司所有者权益有所增长; 公司债务规模持续增长, 以长期债务为主, 整体债务负担有所加重; 在建和拟建项目尚需投资规模大, 公司债务水平或将进一步上升。

截至2021年底, 公司所有者权益466.54亿元,

较上年底增长5.34%, 主要系资本公积增长所致。在所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占2.14%、78.38%、0.31%和12.43%。

截至2021年底, 公司资本公积365.68亿元, 较上年底增长4.07%, 主要系公司收到14.83亿元财政拨款所致。公司资本公积的主要构成为土地资产及资本金, 权益质量较好。

截至2022年3月底, 公司所有者权益496.91亿元, 较上年底增长6.51%, 主要系公司将16.24亿工程专项资金由长期应付款调整至资本公积所致。

(2) 负债

截至2021年底, 公司负债总额较上年底增长16.67%, 主要系新发行债券所致。公司负债以非流动负债为主, 非流动负债占比有所下降。

表8 公司负债主要构成情况(单位: 亿元、%)

科目	2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	188.19	32.16	250.66	36.71	290.90	39.18
短期借款	19.22	3.28	10.93	1.60	17.73	2.39
其他应付款	63.02	10.77	91.53	13.41	119.47	16.09
一年内到期的非流动负债	95.08	16.25	110.89	16.24	99.17	13.36
其他流动负债	0.00	0.00	23.10	3.38	43.10	5.81
非流动负债	397.05	67.84	432.16	63.29	451.49	60.82
长期借款	229.18	39.16	200.92	29.43	242.94	32.72
应付债券	150.10	25.65	212.87	31.18	206.18	27.77
长期应付款	17.78	3.04	18.36	2.69	2.37	0.32
负债总额	585.24	100.00	682.82	100.00	742.39	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至2021年底, 公司流动负债较上年底增长33.20%, 主要系其他应付款增长所致。截至2021年底, 公司短期借款较上年底下降43.14%, 主要由质押借款(占63.38%)和信用借款(占36.61%)构成。公司其他应付款较上年底增长45.26%, 系富阳水务不再纳入合并范围, 经营性往来款计入其他应付款所致; 构成主要为公司与富阳水务、富阳国有资本、富阳区财政局等政府部门或国有企业的往来款。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长16.63%, 主要包括一年内到期的长期借款58.65亿元和应付债券44.01亿元。公司其他流动负债系短期应付债

券。

截至2021年底, 公司非流动负债较上年底增长8.84%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。公司长期借款较上年底下降12.33%; 主要由保证借款(105.42亿元)、质押借款(45.41亿元)和信用借款(33.45亿元)构成; 平均资金成本约为5.5%。公司应付债券较上年底增长41.83%, 主要系新发行各类债务融资工具。公司长期应付款较上年底增长3.30%, 主要系专项应付款中新增16.24亿元工程专项资金所致。

2022年3月底，公司负债总额较上年底增长8.72%，主要系其他应付款及长期借款增长所致，负债结构较上年底变化不大。公司其他应付款较上年底增长30.52%，主要系增加杭州利投建设工程有限公司等非关联公司往来款；长期借款较上年底增长20.91%，主要系保证借款增长所致。

有息债务方面，2021年底，公司全部债务551.88亿元，较上年底增长8.20%，主要系新发行债券所致。债务结构方面，短期债务占24.93%，长期债务占75.07%，以长期债务为主。2022年3月底，公司全部债务较上年底增长10.12%，债务结构变动不大。

从债务指标来看，2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率较上年底分别上升2.49个百分点、0.66个百分点，长期债务资本化比率较上年底下降0.10个百分点。2022年3月底，公司上述指标均较2021年底小幅上升。

表9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2020年底	2021年底	2022年3月底
短期债务	115.30	137.59	158.10
长期债务	394.78	414.30	449.61
全部债务	510.08	551.88	607.71
资产负债率	56.92	59.41	59.90
全部债务资本化比率	53.53	54.19	55.02
长期债务资本化比率	47.13	47.03	47.50

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报告整理

从公司有息债务到期分布情况来看，公司持续面临一定集中到期压力。

表10 截至2022年3月底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元、%）

项目	2022年4-12月	2023年	2024年	2025年及以后	合计
偿还金额	109.50	115.15	100.72	282.34	607.71
占比	18.02	18.95	16.57	46.46	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021年，公司营业收入和利润均保持增长。

2021年，公司营业收入同比增长22.18%，营业成本同比增长18.84%，营业利润率同比上升2.07个百分点。

2021年，公司期间费用同比增长55.78%，主要系2021年公司不再有政府贴息所致。2021年，公司财务费用0.49亿元，其中利息收入2.32亿元，系公司货币资金存款产生的利息收入。公司期间费用占营业收入比重为3.44%，同比上升0.74个百分点。

2021年，公司剥离污水处理业务，不再收到污水补贴，其他收益下降；公司处置富阳水务、杭州富阳地产经营有限公司和杭州富阳城建集团鹿山新区建设有限公司等形成处置长期股权投资产生的投资收益1.11亿元。同期，公司利润总额9.06亿元，同比增长33.55%，投资收益对公司利润总额形成一定补充。

盈利能力指标方面，2021年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.13%和1.88%，同比分别下降0.84个百分点、上升0.40个百分点。

表11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
营业收入	32.85	40.14	49.64
利润总额	6.78	9.06	4.33
营业利润率	19.12	21.19	7.98
总资产收益率	1.97	1.13	--
净资产收益率	1.48	1.88	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022年1-3月，公司实现营业收入49.64亿元，营业利润率为7.98%，利润总额为4.33亿元。

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量良好，受往来款支出规模较大的影响，公司经营活动现金大额净流出；因在建工程投入增加，公司投资活动现金净流出规模有所扩大；筹资活动现金净流入量保持较大规模。考虑到债务到期偿付及在建项目持续推进，公司存在较大筹资需求。

经营活动方面，2021年，公司经营活动现金流入同比下降64.08%，主要系收到其他与经营活动有关的现金下降较多所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金39.11亿元，主要为土地整理和保障房销售业务收到现金；现金收入比97.45%，收入实现质量良好。公司收到其他

与经营活动有关的现金12.05亿元，较上年大幅下降88.98%，系因会计准则变动，同一主体的现金流入与流出做了抵消处理所致。2021年，公司经营活动现金流出同比下降53.65%，其中支付其他经营活动有关的现金52.12亿元，主要系公司与富阳国有资本的往来款流出。2021年，公司经营活动现金流量净额为-47.90亿元。

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入规模小，同期，投资活动现金流出同比增长44.11%，主要是对杭富地铁宋家塘车辆段阴冻山边坡地质灾害治理工程及城市有机更新安置房工程等的投入。2021年，公司投资活动现金净流出50.59亿元。

筹资活动方面，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长4.53%，主要系债务融资所致；筹资活动现金流出同比增长13.87%，主要系还本付息支出。2021年，公司筹资活动现金净流入93.64亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	142.42	51.16
经营活动现金流出小计	213.73	99.06

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力	流动比率（%）	419.49	346.45	323.15
	速动比率（%）	164.37	156.11	171.70
	现金类资产/短期债务（倍）	0.48	0.30	0.36
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	19.86	12.24	/
	全部债务/EBITDA（倍）	25.68	45.09	/
	EBITDA/利息支出（倍）	0.67	0.53	/

注：1.经营现金指经营活动现金流量净额，下同；2.2022年3月数因无利息支出数据而相关数据不可得

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，2021年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所下降，但仍维持较高水平；因短期债务大幅增长，公司现金短期债务比降至0.30倍。2022年3月底，公司流动比率继续下降，速动比率较上年底有所提升；公司现金短期债务比较上年底提升至0.36倍，但公司短期偿债压力仍较大。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司

经营活动现金流量净额	-71.31	-47.90
投资活动现金流入小计	3.25	0.53
投资活动现金流出小计	35.47	51.12
投资活动现金流量净额	-32.22	-50.59
筹资活动现金流入小计	246.42	257.59
筹资活动现金流出小计	143.97	163.94
筹资活动现金流量净额	102.45	93.64
现金收入比	100.64	97.45

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报告整理

2022年1—3月，公司经营活动现金仍以往来款支出为主，经营活动现金流量净额为-10.18亿元；投资活动现金流主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金14.95亿元，投资活动现金净流量为-15.14亿元。同期，公司筹资活动以取得借款和发行债券为主，筹资活动现金流入81.20亿元，筹资活动现金流量净额为35.92亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标均有所弱化；短期偿债压力较大，长期偿债能力指标弱；融资渠道通畅，存在一定的或有负债风险。

EBITDA 同比下降 38.38% 至 12.24 亿元，EBITDA 利息倍数降至 0.53 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较差；同期，公司全部债务/EBITDA 上升至 45.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司对外担保金额为156.61亿元（详见附件2），担保比率31.52%，担保对象均为富阳区国有企业，目

前经营情况正常。总体看，公司对外担保规模大，区域集中度高，存在一定的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司获得银行综合授信额度621.00亿元，未使用额度126.48亿元，公司融资渠道通畅。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司为土地整理业务经营主体，同时承担集团融资职能，负债水平较高，短期偿付压力大。

2021年底，母公司资产总额1002.70亿元，较上年底增长15.24%。其中，流动资产724.28亿元（占72.23%），非流动资产278.41亿元（占27.77%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占43.75%）和存货（占50.71%）构成；2021年底，母公司货币资金32.40亿元，较上年底增长154.07%。

2021年底，母公司负债总额626.79亿元，较上年底增长20.40%。其中，流动负债323.13亿元（占51.55%），非流动负债303.66亿元（占48.45%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占58.74%）、一年内到期的非流动负债（占28.71%）和其他流动负债（占7.15%）构成，非流动负债主要由长期借款（占32.04%）、应付债券（占63.28%）、长期应付款（占4.67%）构成。母公司2021年资产负债率为62.51%，较上年上升2.67个百分点。2021年底，母公司全部债务416.66亿元，全部债务资本化比率52.57%，现金短期债务比0.26倍。

2021年底，母公司所有者权益为375.90亿元，较上年底增长7.57%；在所有者权益中，实收资本为10.00亿元（占2.66%）、资本公积324.40亿元（占80.07%）、未分配利润64.18亿元（占15.94%）、盈余公积5.00亿元（占1.33%）。母公司权益稳定性强。

2021年，母公司营业收入为30.87亿元，利润总额为9.30亿元。同期，母公司投资收益为5.00亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为-37.82亿元，投资活动现金流净额为-62.78亿元，筹资活动现金流净额为119.58亿元。

2022年3月底，母公司资产总额1056.08亿元，所有者权益为403.58亿元，负债总额652.50亿元；母公司资产负债率61.79%；全部债务448.99亿元，全部债务资本化比率52.66%，现金短期债务比0.27倍。2022年1—3月，母公司营业收入48.57亿元，利润总额4.27亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司在资金注入等方面得到富阳区政府的大力支持。

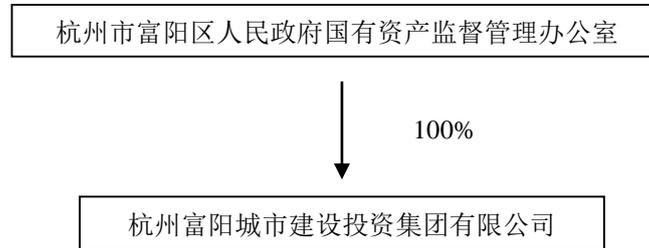
2021年及2022年1—3月，公司分别收到富阳区财政局拨付的债务化解资金和政府专项债资金等14.93亿元、9.21亿元，计入“资本公积”；

2021年，公司收到富阳区财政局拨付的工程专项资金16.24亿元，计入“长期应付款”。

十一、结论

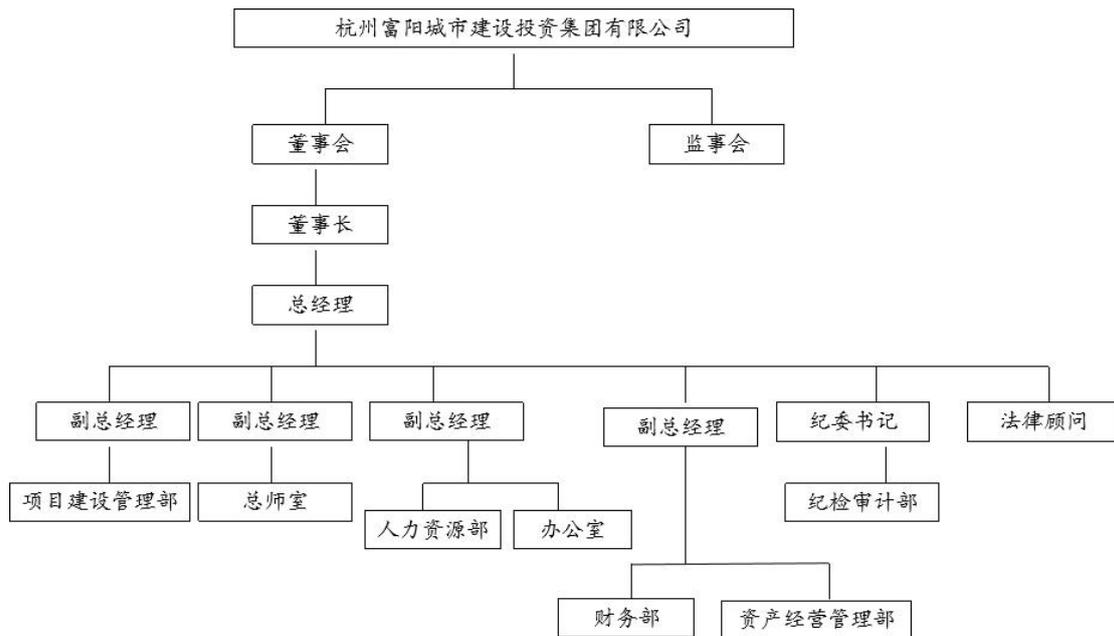
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“19富阳城投MTN001”“19富阳城投MTN003”“19富阳城投MTN004”“19富阳城投MTN005”和“21富阳城投债01/21富阳01”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	取得方式
1	杭州富阳水利建设投资有限公司	项目投资	80000	100.00	--	非同一控制下合并
2	杭州富阳城建集团城市经营管理有限公司	房地产开发	60000	100.00	--	设立
3	杭州富阳水务管道安装有限公司	管道安装	600	60.00	--	非同一控制下合并
4	杭州富阳城建集团城市基础设施建设有限公司	项目投资	20000	80.00	--	设立
5	杭州杭富轨道交通有限公司	管道安装	30000	69.26	--	设立
6	杭州富阳城投集团(香港)有限公司	项目投资	--	100.00	--	设立
7	杭州富港建设管理有限公司	项目投资	--	--	68.75	设立
8	杭州富阳市政养护工程有限公司	市政工程	1000	100.00	--	同一控制下合并
9	杭州富阳照明有限公司	城市照明设施安装	800	100.00	--	同一控制下合并
10	杭州富阳土地经营发展有限公司	农村土地综合整治	10000	100.00	--	同一控制下合并
11	杭州富阳建筑工程质量检测有限公司	工程质量检测	500	100.00	--	同一控制下合并
12	杭州富城投置业发展有限公司	基础设施配套建设投资	2000	100.00	--	同一控制下合并
13	杭州富阳医疗教育发展有限公司	医疗器械的批发、零售	10000	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 3 月底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）	担保结束日
杭州富春山居集团有限公司	10000.00	2024/11/29
	20000.00	2022/07/11
	21000.00	2044/12/21
	11000.00	2038/06/21
	3000.00	2032/06/21
	20000.00	2024/05/23
	20000.00	2022/05/23
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	183600.00	2023/06/20
	42600.00	2024/09/20
	36000.00	2024/10/10
	20000.00	2036/10/21
	45000.00	2022/10/17
	30000.00	2023/01/02
	100000.00	2030/06/11
	21500.00	2025/12/20
	96000.00	2025/11/20
	32500.00	2025/11/20
	20000.00	2024/08/22
	20000.00	2024/11/12
	71730.00	2028/08/15
	10000.00	2024/11/01
	50000.00	2039/12/08
	27000.00	2039/12/08
	20000.00	2039/12/08
10713.00	2039/12/08	
77800.00	2027/11/23	
杭州富阳江南新城建设有限公司	30000.00	2026/02/04
杭州富阳交拓生态环境工程有限公司	26000.00	2037/9/18
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	4600.00	2022/12/25
	5400.00	2023/12/19
	45000.00	2023/12/29
	16000.00	2025/12/21
	25000.00	2023/04/30
	40000.00	2024/03/18
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	39000.00	2025/12/18
	25000.00	2024/07/02
	40000.00	2024/07/14
	40000.00	2023/06/23
	15000.00	2024/12/09
	45000.00	2026/12/30
	17000.00	2023/12/03

	16000.00	2023/12/09
杭州富阳强民新农村建设有限公司	13000.00	2022/12/14
杭州富阳新登小城市建设有限公司	35000.00	2023/08/15
	20000.00	2025/01/03
	49670.00	2024/05/21
合计	1566113.00	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	56.46	54.95	40.71	57.11
资产总额 (亿元)	873.43	1028.13	1149.36	1239.30
所有者权益 (亿元)	349.63	442.89	466.54	496.91
短期债务 (亿元)	76.56	115.30	137.59	158.10
长期债务 (亿元)	368.93	394.78	414.30	449.61
全部债务 (亿元)	445.48	510.08	551.88	607.71
营业收入 (亿元)	29.89	32.85	40.14	49.64
利润总额 (亿元)	6.35	6.78	9.06	4.33
EBITDA (亿元)	30.84	19.86	12.24	--
经营性净现金流 (亿元)	10.55	-71.31	-47.90	-10.18
财务指标				
现金收入比 (%)	177.13	100.64	97.45	15.90
营业利润率 (%)	22.79	19.12	21.19	7.98
总资本收益率 (%)	3.75	1.97	1.13	--
净资产收益率 (%)	1.78	1.48	1.88	--
长期债务资本化比率 (%)	51.34	47.13	47.03	47.50
全部债务资本化比率 (%)	56.03	53.53	54.19	55.02
资产负债率 (%)	59.97	56.92	59.41	59.90
流动比率 (%)	451.52	419.49	346.45	323.15
速动比率 (%)	166.25	164.37	156.11	171.70
经营现金流动负债比 (%)	7.05	-37.89	-19.11	--
现金短期债务比 (倍)	0.74	0.48	0.30	0.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.27	0.67	0.53	--
全部债务/EBITDA (倍)	14.44	25.68	45.09	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 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; 3. 除特别说明外, 均指人民币; 4. 本报告将长期应付款和其他流动负债中的有息部分调整至有息债务

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3-2 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	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	19.31	12.75	32.40	37.29
资产总额 (亿元)	698.92	870.07	1002.70	1056.08
所有者权益 (亿元)	266.73	349.46	375.90	403.58
短期债务 (亿元)	35.05	62.24	126.69	138.83
长期债务 (亿元)	193.99	248.98	289.97	310.16
全部债务 (亿元)	229.04	311.22	416.66	448.99
营业收入 (亿元)	19.18	25.55	30.87	48.57
利润总额 (亿元)	6.01	7.51	9.30	4.27
EBITDA (亿元)	19.59	15.81	10.54	--
经营性净现金流 (亿元)	-54.84	-20.43	-37.82	-8.77
财务指标				
现金收入比 (%)	220.14	134.92	84.26	12.59
营业利润率 (%)	28.03	23.55	18.47	7.80
总资本收益率 (%)	3.82	2.38	1.31	--
净资产收益率 (%)	2.25	2.15	2.47	--
长期债务资本化比率 (%)	42.11	41.60	43.55	43.46
全部债务资本化比率 (%)	46.20	47.11	52.57	52.66
资产负债率 (%)	61.84	59.84	62.51	61.79
流动比率 (%)	229.12	235.77	224.15	223.07
速动比率 (%)	94.01	103.42	110.47	128.07
经营现金流动负债比 (%)	-23.41	-7.52	-11.70	--
现金短期债务比 (倍)	0.55	0.20	0.26	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.52	0.77	0.49	--
全部债务/EBITDA (倍)	11.69	19.69	39.54	--

注：公司 2022 年一季度财务报表未经审计；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；3. 除特别说明外，均指人民币；4. 本报告将长期应付款和其他流动负债中的有息部分调整至有息债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3-3 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