

信用评级公告

联合〔2023〕5032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

二〇二三年六月二十四日

杭州富阳城市建设投资集团有限公司

2023 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：2023 年 6 月 24 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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，富阳区经济稳步发展，富阳区政府在资金注入、资产划拨及政府补助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”）关注到公司资产变现周期较长、短期投资压力较大和短期偿债压力较大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，富阳区经济稳定增长，固定资产投资增速维持高位。2022 年，富阳区实现地区生产总值 917.4 亿元，同比增长 2.1%；固定资产投资同比增长 17.00%。

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、资产划拨及政府补助等方面的大力支持。

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. **短期资本支出压力较大。**2023 年 3 月底，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，在建项目多在 2023 年完成，公司短期资本支出压力较大。

3. **对外担保比率较高，存在或有负债风险。**截至 2023 年 3 月底，公司对外担保金额为 189.39 亿元，担保比率

本次评级模型打分表及结果：

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	2
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+5
评级结果				AA ⁺

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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022 年底	2022 年底	2022 年底	2022 年底
GDP (亿元)	917.40	917.40	639.84	1360.60
一般预算收入 (亿元)	91.74	91.74	68.62	89.90
资产总额 (亿元)	1307.33	302.09	338.46	400.95
所有者权益 (亿元)	544.73	141.66	147.88	160.21
营业总收入 (亿元)	80.30	6.37	15.08	18.25
利润总额 (亿元)	9.73	1.32	2.74	4.42
资产负债率 (%)	58.33	53.11	56.31	60.04
全部债务资本化比率 (%)	50.83	43.12	33.71	51.28
全部债务/EBITDA (倍)	35.94	26.37	22.60	34.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.62	0.90	0.86	0.66

注：公司 1 为杭州富春山居集团有限公司，公司 2 为海盐县城市投资集团有限公司，公司 3 为成都成华旧城改造投资有限责任公司

资料来源：公开资料

分析师：

马玉丹 登记编号 (R0150220120054)

马颖 登记编号 (R0150220120035)

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

33.99%，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.95	40.71	66.95	25.97
资产总额(亿元)	1028.13	1149.36	1307.33	1359.89
所有者权益(亿元)	442.89	466.54	544.73	557.24
短期债务(亿元)	115.30	137.59	93.12	168.79
长期债务(亿元)	394.78	414.30	469.97	434.63
全部债务(亿元)	510.08	551.88	563.09	603.42
营业总收入(亿元)	32.85	40.14	80.30	5.16
利润总额(亿元)	6.78	9.06	9.73	1.01
EBITDA(亿元)	19.86	12.24	15.67	--
经营性净现金流(亿元)	-71.31	-47.90	45.08	-47.05
营业利润率(%)	19.12	21.19	9.40	15.61
净资产收益率(%)	1.48	1.88	1.73	--
资产负债率(%)	56.92	59.41	58.33	59.02
全部债务资本化比率(%)	53.53	54.19	50.83	51.99
流动比率(%)	419.49	346.45	356.97	291.56
经营现金流动负债比(%)	-37.89	-19.11	17.55	--
现金短期债务比(倍)	0.48	0.30	0.72	0.15
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.53	0.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.68	45.09	35.94	--

项目	公司本部			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	870.07	1002.70	1155.19	1204.13
所有者权益(亿元)	349.46	375.90	411.28	412.05
全部债务(亿元)	311.22	416.66	455.38	481.52
营业收入(亿元)	25.55	30.87	72.90	2.82
利润总额(亿元)	7.51	9.30	7.79	0.78
资产负债率(%)	59.84	62.51	64.40	65.78
全部债务资本化比率(%)	47.11	52.57	52.54	53.89
流动比率(%)	235.77	224.15	230.88	200.42
经营现金流动负债比(%)	-7.52	-11.70	10.86	--

注：1. 公司 2023 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	2022/06/20	马玉丹 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 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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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。

杭州富阳城市建设投资集团有限公司

2023 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 2023 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办公室（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、委托代建等业务。

截至 2022 年底，公司资产总额 1307.33 亿元，所有者权益 544.73 亿元（含少数股东权益 26.56 亿元）；2022 年，公司实现营业收入总收入 80.30 亿元，利润总额 9.73 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 1359.89 亿元，所有者权益 557.24 亿元（含少数股东权益 26.58 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 5.16 亿元，利润总额 1.01 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 2023 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 2023 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 2023 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 2023 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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，

内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2. 区域经济环境

（1）杭州市

2022 年，杭州市经济持续发展，一般公共预算收入质量好，财政自给率高。

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2022 年杭州市地区生产总值为 18753 亿元，同比增长 1.5%。2022 年，杭州地区生产总值中第一产业增加值 346 亿元，第二产业增加值 5620 亿元，第三产业增加值 12787 亿元，三次产业结构调整至 1.8: 30.0: 68.2；全年固定资产投资增长 6.0%，全市人均地区生产总值为 15.26 万元。

2022 年，杭州市实现一般公共预算收入为 2451 亿元，同比增长 2.7%，其中，税收收入 2170 亿元，占一般公共预算收入的 88.54%，收入质量好。同期杭州市一般公共预算支出 2542 亿元，财政自给率 96.42%，自给率高。

（2）富阳区

跟踪期内，富阳区经济稳步发展，一般公共预算收入有所下滑，但收入质量较高，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，2022 年富阳区实现地区生产总值 917.4 亿元，增长 2.1%。52.8 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 415.7 亿元，增长 1.4%；第三产业增加值 448.9 亿元，增长 2.6%。三次产业结构为 5.8: 45.3: 48.9。按户籍人口计算人均生产总值 13.17 万元。

固定资产投资方面，2022 年，富阳区固定资产投资增长 17.00%。从投资结构看，工业投资增长 26.6%，交通投资下降 8.9%，民间投资（不含房地产项目）增长 19.6%，生态环保、城市更新和水利设施投资增长 31.3%，高新技术产业投资增长 39.6%。房地产业方面，2022 年，富阳区房地产开发投资增长 5.9%。房地产住宅施工面积 625.1 万平方米，下降 9.0%；商品房销售面积 61.4 万平方米，下降 64.6%，其中住宅销售 56.7 万平方米，下降 65.0%；实现销售额 141.2 亿元，下降 63.9%。

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2022年财政预算执行情况和2023年财政预算草案的报告》，2022年富阳区完成一般公共预算收入91.74亿元，同比下降12.6%。其中税收收入75.6亿元，在一般公共预算收入中占82.41%，一般公共预算收入质量较高。2022年，富阳区一般公共预算支出完成135.69亿元，财政自给率为67.61%。

2022年，富阳区完成政府性基金收入201.86亿元，同比下降21.2%；完成政府性基金支出164.58亿元，同比下降30.2%。

根据富阳区人民政府网站公布的《2023年富阳统计月报—3月》，2023年一季度，富阳区固定资产投资同比增长40.7%；实现地区生产总值210.6亿元，同比增长4.9%；地方一般公共预算收入完成42.48亿元，同比增长2.2%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023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，主要从事富阳区土地整理开发、基础设施建设业务，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》（自主查询版，统一社会信用代码：9133018372523789XJ），截至2023年5月9日，公司本部无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

跟踪期内，公司多名董事和监事发生变动，属于正常人事变动，对公司偿债能力无重大不利影响。除此以外，公司在法人治理结构和管理体制等方面无其他重大变化。

2022年8月，根据《杭州市富阳区国有资产监督管理委员会关于调整区属国有集团公司董事会成员的通知》（富国资委〔2022〕1号），公司新一届董事会成员为陈孝华、冯国亮、章军、吴耀华及经职代会选举产生的一名职工代表，由陈孝华担任公司董事长；根据《杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会关于调整相关区属国有集团公司监事会成员的通知》（富国资办〔2022〕53号），公司新一届监事会成员为顾良、叶芬、胡金辉、吕斌、徐良伟，监事会主席由顾良担任；根据《杭州富阳城市建设投资集团有限公司职工代表大会决议》，选举职工许炳海担任本届公司职工董事，选举职工叶芬、胡金辉、吕斌、徐良伟担任本届公司职工监事。2022年，上述人员变动已经履行公司内部相关程序，并已完成办理工商变更备案手续。

除此以外，公司在法人治理结构和管理体制等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业总收入主要来自土地开发、土地指标转化和保障房销售业务。2022年，受毛利率较低的保障房销售业务贡献收入较多影响，公司营业总收入大幅增长，毛利率有所下降。

2022年，公司营业总收入同比增长100.07%，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收入的主要来源。2022年，公司土地

开发收入同比下降 66.11%，主要系出让土地面积减少所致；土地指标收入同比变动不大。公司保障房销售收入同比大幅增长 381.31%，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、租赁及轨道交通等业务，对公司收入形成一定补充，整体较 2021 年增长 155.15%，主要系租赁及代建收入增长所致。

从毛利率看，2022 年公司综合毛利率为 9.86%，同比下降 11.83 个百分点，主要系毛利率较低的保障房业务收入占比提升较快以及新开展的轨道交通业务亏损较为严重所致，公司毛利润主要来自土地开发、土地指标转化及保障房销售业务。2022 年，公司土地开发业务毛

利率同比提升 3.99 个百分点，系单位土地出让金提升所致；土地指标转化毛利率同比上升 7.15 个百分点，系本期转化土地指标单位成本较低所致；公司保障房销售业务毛利率同比下降 12.67 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下降 42.56 个百分点，主要是 2022 年新开展的轨道交通业务亏损较为严重所致。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.16 亿元，以土地开发和工程结算业务收入为主，受销售进度影响，当期确认的保障房销售收入较少；同期，由于毛利率较低的保障房销售业务收入占比下降，公司综合毛利率回升至 16.84%。

表 2 2020—2022 年及 2023 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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 (%)	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	5.28	6.57	25.00	2.01	38.95	25.00
土地指标	2.64	8.05	17.29	5.10	12.70	26.70	5.23	6.51	33.85	-	-	-
工程结算	1.11	3.38	15.99	3.65	9.08	28.92	3.99	4.96	16.25	2.19	42.45	13.28
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	--	--	--	--	--	--	--	--	--
保障房销售	0.56	1.72	38.70	11.77	29.32	19.17	56.65	70.55	10.97	0.08	1.59	-149.25
其他	3.29	10.03	18.06	3.59	8.94	20.31	9.16	11.40	22.25	3.15	61.05	11.63
合计	32.85	100.00	19.48	40.14	100.00	21.69	80.30	100.00	9.86	5.16	100.00	16.84

注：1.其他收入含代建收入、绿化养护收入及轨道交通收入等；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

公司根据富阳政府的安排承接棚户区改造项目以及道路建设等市政工程，2022 年棚改项目的政府购买服务合同提前解除，以后年度不再回购，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较大，公司短期资本支出压力较大。

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2022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90.42亿元。根据《政府购买服务合同》,2020—2022年,棚户区改造项目的计划回购金额分别为14.32亿元、24.23亿元和23.95亿元,2022年,已按计划收到回款。同期,随着地方政府隐债化解,以上棚改项目《政府购买服务合同》已提前解除,累计已回款91.45亿元,以后年度不再回购,款项不再结算。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。2022年,公司确认基础设施代建收入2.77亿元。

截至2023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133.00亿元,已累计投资84.29亿元,尚需投资48.71亿元,主要在2023年完成,公司短期资本支出压力较大。

表3 截至2023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
彩虹快速路	2018-2020年	44.09	41.78
地铁杭富线宋家塘车辆段上盖工程	2020-2023年	13.74	11.74
杭富地铁宋家塘车辆段阴冻山边坡地质灾害治理工程	2022-2023年	8.13	8.16
城市有机更新安置房工程	2021-2023年	6.49	5.39
亚运场馆及北支江综合整治工程	2021-2022年	40.48	5.02
达夫路南段改造工程	2021-2024年	3.90	3.10
秦望通道(江南工作井)	2020-2023年	3.09	2.59
妇幼保健院门急诊医技和儿科综合大楼新建工	2020-2023年	4.40	2.65
富阳三江江亚运新区环境综合整治工程	2021-2023年	5.08	1.93
东洲张家段堤线外移及全域土地整治项目	2021-2023年	3.59	1.93
合计	--	133.00	84.29

注:部分项目实际建设中超出计划工期,截至2022年底仍处于在建状态;部门项目实际施工中存在超概情况

资料来源:公司提供

对于杭州至富阳城际铁路工程(以下简称“杭富铁路”),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属公司)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%、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。2022年,杭富铁路建成完工达到预定可使用状态,转入固定资产(期末账面价值105.27亿元),参照同行业的会计核算模式,对各轨道交通线路涉及站点、区间的已交付使用的固定资产暂缓计提折旧,轨道车辆按照会计政策计提折旧。2022年度,杭富铁路产生轨道交通收入0.16亿元,获得轨道交通补助4.49亿元。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有所下降。

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”。

2022年，公司土地开发业务投资额为1.8亿元，确认土地整理收入5.28亿元，已全部收到回款，系2020年出让的秦望区块逐年确认的收入。2023年1—3月，公司实现土地整理收入2.01亿元，已收到回款。

2023年3月底，公司存货中可供出让土地面积2816.11亩，账面价值176.78亿元。

2019年，公司新增土地指标转化业务，由

富阳区政府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。2022年，土地发展公司确认土地指标转化收入5.23亿元，较上年同期增长2.55%，主要系各乡镇(街道)购入指标增长所致，毛利率为33.85%。

(3) 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管理。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。

2022年，公司保障房销售收入56.65亿元，同比大幅增长，系当年交付房产数量增长所致。2023年1—3月，公司保障房销售收入0.08亿元，系当期交付的主要为少量面向农户的低价安置房因而收入规模较小。

截至2023年3月底，公司在建的安置房项目主要包括北支江安置房、钢圈厂路安置房等5个安置房项目，未来尚需投资16.89亿元。

表4 截至2023年3月底公司重点在建安置房项目情况(单位:亿元)

项目	项目建设时间	计划总投资	累计已投资金额	未来尚需投资
北支江安置房	2020-2023	21.45	15.77	5.68
钢圈厂路安置房	2020-2023	11.38	9.67	1.71

人才公寓房（长租房）项目	2020-2023	17.73	12.25	5.48
城市有机更新安置房	2021-2024	6.01	5.39	0.62
东洲人才公寓	2021-2024	4.60	1.18	3.42
合计	--	61.17	44.28	16.89

资料来源：公司提供

（4）拟建项目

截至2023年3月底，公司主要拟建项目计划总投资35.19亿元，项目类型均为自营，公司存在一定的资本支出压力。

表5 截至2023年3月底公司主要拟建项目
(单位：亿元)

项目名称	计划工期	计划总投资	项目类型
春华村南渠南侧北地块公租房项目	2022-2025年	5.27	自营
春华村南渠南侧南地块公租房项目	2022-2026年	11.27	自营
秦望路西延工程	2023-2026年	3.60	自营
2023年城区道路微循环畅通工程	2023-2024年	1.73	自营
鹿山街道春江轻纺区块安置房	2023-2026年	13.32	自营
合计	-	35.19	

资料来源：公司提供

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。

表6 2021-2022年及2023年3月底公司资产主要构成(单位：亿元、%)

科目	2021年底		2022年底		2023年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	868.42	75.56	916.91	70.14	966.74	71.09
货币资金	40.71	3.54	66.95	5.12	25.97	1.91
其他应收款	332.64	28.94	216.14	16.53	285.79	21.02
存货	477.11	41.51	618.75	47.33	638.05	46.92
非流动资产	280.94	24.44	390.42	29.86	393.15	28.91
投资性房地产	0.00	0.00	80.42	6.15	81.18	5.97
固定资产	1.16	0.10	106.28	8.13	107.24	7.89

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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2023年一季度财务报表未经审计。

截至2023年3月底，公司纳入合并范围的子公司共15家。2022年，公司合并范围新增1家子公司，系购买股权后获得控制权的浙江丰盛建设工程有限公司(以下简称“丰盛工程公司”)，减少1家子公司，系处置部分股权后丧失控制权的杭州富阳市政园林规划设计有限公司。2023年1-3月，公司合并范围减少1家子公司，系丰盛工程公司注销，新增2家子公司，系杭州富阳通达公路养护有限公司和杭州富阳城建集团城市服务有限公司。公司合并范围内变动子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响较小。

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2022年底，公司资产总额较上年底增长13.74%，资产构成以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

在建工程	232.60	20.24	159.77	12.22	160.55	11.81
资产总额	1149.36	100.00	1307.33	100.00	1359.89	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2022年底，公司流动资产较上年底增长5.58%，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、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长64.46%，主要系收到往来款增加所致，其中受限资金3.27亿元，受限比例为0.25%，主要为借款质押。公司其他应收款较上年底减少35.02%，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”）往来款大幅下降。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175.98亿元，占比81.42%，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，体现在其他收入；公司对其他应收款共计提坏账准备0.24亿元，计提比率为0.11%。公司存货较上年底增长29.69%，主要由160.91亿元开发成本、340.02亿元开发产品和117.40亿元合同履行成本构成。其中，开发成本和合同履行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2022年底，公司非流动资产较上年底增长38.97%，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和在建工程构成。2022年，公司新增投资性房地产80.42亿元，主要包括存货、固定资产、在建工程转入30.78亿元，无偿划转房产1.96亿元，作为存货的房地产转换为以公允价值计量的投资性房地产在转换日公允价值大于账面价值的部分47.67亿元。

公司固定资产较上年底增长105.12亿元，在建工程较上年底下降31.31%，主要系杭州至富阳城际铁路工程竣工转固所致。公司在建工程主要包括彩虹快速路、地铁杭富线宋家塘车辆段上盖工程、杭富地铁宋家塘车辆段阴冻山边坡地质灾害治理工程等项目。

2023年3月底，公司资产总额较上年底增长4.02%，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21.78亿元，受限比例为1.67%。

表7 截至2023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	3.27	0.25	银行借款质押
存货	18.51	1.42	银行借款抵押
合计	21.78	1.67	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于政府注入资金等，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，整体债务负担一般，持续面临一定的集中偿付压力。

截至2022年底，公司所有者权益544.73亿元，较上年底增长16.76%，主要系资本公积和其他综合收益增长所致。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1.84%、74.63%、6.67%和11.06%。

截至2022年底，公司资本公积406.54亿元，较上年底增长11.17%，主要系公司收到37.34亿元财政拨款、收到无偿划入房产1.96亿元、收到划入特许经营权资产1.50亿元所致。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年底，公司其他综合收益36.32亿元，较上年底增加34.88亿元，主要系计入存货的房地产转换为以公允价值计量的投资性房地产在转换日公允价值大于账面价值的部分增加所致。

截至2023年3月底，公司所有者权益557.24亿元，较上年底增长2.30%，变动不大。

(2) 负债

截至2022年底，公司负债总额较上年底增

长 11.68%，主要系应付账款、长期借款增长以及新发行债券所致。公司负债以非流动负债为

主，非流动负债占比有所提升。

表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	250.66	36.71	256.86	33.68	331.58	41.31
短期借款	10.93	1.60	1.43	0.19	8.43	1.05
应付账款	7.71	1.13	64.52	8.46	64.39	8.02
其他应付款	91.53	13.41	86.15	11.30	91.41	11.39
一年内到期的非流动负债	110.89	16.24	61.52	8.07	88.07	10.97
其他流动负债	23.10	3.38	37.73	4.95	73.79	9.19
非流动负债	432.16	63.29	505.74	66.32	471.08	58.69
长期借款	200.92	29.43	233.72	30.65	229.10	28.54
应付债券	212.87	31.18	234.75	30.78	204.02	25.42
长期应付款（合计）	18.36	2.69	25.35	3.32	26.04	3.24
负债总额	682.82	100.00	762.60	100.00	802.66	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 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 2.47%，主要系应付账款增长所致。截至 2022 年底，公司短期借款较上年底下降 86.94%，主要为质押借款；公司应付账款较上年底增加 56.81 亿元，主要系增加的与杭州富阳秦旺建设发展有限公司的安置房工程应付款 40.05 亿元和轨道交通暂估工程款 17.53 亿元；公司其他应付款较上年底下降 5.88%，构成主要为公司与杭州富阳水务有限公司、富阳国有资本、杭州利投建设工程有限公司、杭州富阳秦旺建设发展有限公司等政府部门或关联国有企业的往来款。公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 44.52%，主要包括一年内到期的长期借款 43.58 亿元和应付债券 11.11 亿元。公司其他流动负债主要系短期应付债券，本报告已将其中有息部分调整至短期债务。

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 17.03%。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增长 16.32%；主要由保证借款（129.57 亿元）、质押借款（15.04 亿元）和信用借款（73.70 亿元）构成；平均资金成本约为 2.7%~7.10%。公司应付债券较上年底增长 10.28%，主要系新发行各类债务融资工具。公司长期应付款（合计）较上年底增长 38.09%，主要系新增 5.87 亿元工程专项资金所致，至 2022 年底，长期应付款（合计）

中的专项应付款为 23.08 亿元，长期应付款 2.27 亿元。本报告已将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 5.25%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致，负债结构较上年底变化不大。公司其他流动负债较上年底增长 95.57%，主要系新增的短期应付债券。

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务持续增长，2023 年 3 月底，公司全部债务 603.42 亿元，债务结构仍以长期债务为主，融资结构以借款和债券为主。

从债务指标来看，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相较于 2021 年底均有所下降，公司债务负担一般。

表 9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期债务	137.59	93.12	168.79
长期债务	414.30	469.97	434.63
全部债务	551.88	563.09	603.42
资产负债率	59.41	58.33	59.02
全部债务资本化比率	54.19	50.83	51.99
长期债务资本化比率	47.03	46.32	43.82

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，公司持续面临一定的集中偿付压力。

表 10 截至 2022 年底公司有息债务期限分布情况
(单位: 亿元、%)

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 及以后	合计
偿还金额	93.12	112.06	127.01	230.90	563.09
占比	16.54	19.90	22.56	41.01	100.00

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2022 年, 公司营业总收入和利润均保持增长, 盈利指标变动不大, 政府补助对公司利润总额形成较大补充。

2022 年, 公司营业总收入同比增长 100.07%, 营业成本同比增长 130.29%, 主要系安置房业务当年确认收入和成本规模较大; 营业利润率同比下降 11.79 个百分点, 主要系当年确认收入的安置房利润空间较小所致。

2022 年, 公司期间费用同比增长 116.48%, 主要由财务费用 (占 65.45%) 和管理费用 (占 34.55%) 构成。公司期间费用占营业总收入比重为 3.72%, 同比上升 0.28 个百分点。

2022 年, 公司杭富铁路建成投运, 获得轨道交通补助 4.49 亿元, 计入“其他收益”。同期, 公司利润总额 9.73 亿元, 同比增长 7.43%, 其他收益对公司利润总额形成较大补充。

盈利能力指标方面, 2022 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.22% 和 1.73%, 同比变化不大。

表 11 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
营业总收入	40.14	80.30	5.16
营业成本	31.43	72.38	4.29
费用总额	1.38	2.99	-0.20
利润总额	9.06	9.73	1.01
营业利润率	21.19	9.40	15.61
总资本收益率	1.13	1.22	--
净资产收益率	1.88	1.73	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2023 年 1-3 月, 公司实现营业总收入 5.16 亿元, 营业利润率为 15.61%, 利润总额为 1.01 亿元。

5. 现金流

跟踪期内, 公司收入实现质量大幅下滑, 受收到往来款规模较大的影响, 公司经营活动

现金大幅净流入; 因在建工程持续投入, 公司投资活动现金持续净流出; 因当期偿还较多债务, 筹资活动现金流出量大幅增加, 筹资活动现金净流入规模明显减少。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, 2022 年, 公司经营活动现金流入同比增长 76.37%, 主要系收到其他与经营活动有关的现金增长较多所致。其中, 销售商品、提供劳务收到的现金 22.52 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 28.05%, 收入实现质量大幅下滑。公司收到其他与经营活动有关的现金 62.10 亿元, 较上年大幅增长 415.30%, 主要系收到杭州利投建设工程有限公司往来款 20.22 亿元和富阳国有资本往来款 13.01 亿元所致。2022 年, 公司经营活动现金流出同比下降 54.42%, 其中支付其他与经营活动有关的现金 10.85 亿元, 主要系公司与富阳国有资本的往来款流出。2022 年, 公司经营活动现金大幅净流入。

投资活动方面, 2022 年, 公司投资活动现金流入规模大幅增加, 主要系收回投资收到的现金 10.40 亿元; 同期, 投资活动现金流出同比下降 10.86%, 构成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。2022 年, 公司投资活动现金净流出 34.98 亿元。

筹资活动方面, 2022 年, 公司筹资活动现金流入同比下降 8.72%, 主要为债务融资; 筹资活动现金流出同比增长 30.59%, 主要系偿还债务支付的现金。2022 年, 公司筹资活动现金净流入 21.02 亿元。

表 12 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	51.16	90.24	13.75
经营活动现金流出小计	99.06	45.16	60.80
经营活动现金流量净额	-47.90	45.08	-47.05
投资活动现金流入小计	0.53	10.59	0.00
投资活动现金流出小计	51.12	45.57	14.93
投资活动现金流量净额	-50.59	-34.98	-14.93
筹资活动现金流入小计	257.59	235.12	124.09

筹资活动现金流出小计	163.94	214.10	82.55
筹资活动现金流量净额	93.64	21.02	41.54
现金收入比	97.45	28.05	106.95

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报告整理

2023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-47.05亿元；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14.71亿元，投资活动现金净流量为-14.93亿元。同期，公司筹资活动以取得借款和发行债券为主，筹资活动现金流量净额为41.54亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标仍较弱；融资渠道通畅，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2022年底，公司流动比率较上年底有所增长，速动比率较上年底有所下降，但仍维持较高水平；因短期债务下降较多，公司现金短期债务比回升至0.72倍。2023年3月底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降；因短期应付债券的大幅增长带来的短期债务增加，公司现金短期债务比下降至0.15倍，考虑到其他应收款中资金归集到富阳国有资本的资金可自由支取，公司短期偿债压力不大。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA同比增长27.99%至15.67亿元，EBITDA利息倍数升至0.62倍，EBITDA对利息的覆盖程度较差；同期，公司全部债务/EBITDA下降至35.94倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍较弱。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2021年	2022年	2023年3月
短期偿债能力	流动比率（%）	346.45	356.97	291.56
	速动比率（%）	156.11	116.08	99.13
	现金短期债务比(倍)	0.30	0.72	0.15
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	12.24	15.67	--
	全部债务/EBITDA（倍）	45.09	35.94	--

EBITDA/利息支出（倍）	0.53	0.62	--
----------------	------	------	----

注：2023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

对外担保方面，截至2023年3月底，公司对外担保金额为189.39亿元（详见附件2），担保比率33.99%，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2023年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年底，公司获得银行综合授信额度634.14亿元，未使用额度158.30亿元，公司融资渠道通畅。

7. 公司本部财务分析

公司本部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。

2022年底，公司本部资产总额1155.19亿元，较上年底增长15.21%。其中，流动资产占66.71%，非流动资产占33.29%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占27.76%）和存货（占62.76%）构成；2022年底，公司本部货币资金58.30亿元，较上年底增长79.93%。

2022年底，公司本部负债总额743.92亿元，较上年底增长18.69%。其中，流动负债占44.87%，非流动负债占55.13%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占63.44%）、应付账款（占12.84%）、一年内到期的非流动负债（占11.07%）和其他流动负债（占11.30%）构成，非流动负债主要由长期借款（占40.58%）、应付债券（占51.71%）构成。公司本部2022年资产负债率为64.40%，全部债务资本化比率52.54%，现金短期债务比0.77倍。

2022年底，公司本部所有者权益为411.28亿元，较上年底增长9.41%；在所有者权益中，实收资本占2.43%、资本公积占74.04%、未分配利润占14.76%、盈余公积占1.22%。公司本部权益稳定性强。

2022年，公司本部营业总收入为72.90亿元，利润总额为7.79亿元。同期，公司本部投资收益为0.51亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为36.25亿元，投资活动现金流净额为-21.82亿元，筹资活动现金流净额为16.38亿元。

2023年3月底，公司本部资产总额1204.13亿元，所有者权益为412.05亿元，负债总额652.50亿元；公司本部资产负债率65.78%；全部债务481.52亿元，全部债务资本化比率53.89%，现金短期债务比0.12倍。2023年1—3月，公司本部营业总收入2.82亿元，利润总额0.78亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

富阳区是杭州市下辖区，2022年，富阳区经济稳定发展，一般公共预算收入水平和质量较高。截至2022年底，富阳区政府债务余额为266.59亿元，政府债务率约为83.12%。富阳区政府财政实力很强，支持能力很强。

2. 支持可能性

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，富阳区国资办为公司实际控制人。近年来，公司获得富阳区政府在资金注入、资产划拨及政府补助等方面的支持。

2022年，公司分别收到富阳区财政局拨付的财政拨款、无偿划入房产、划入特许经营权等合计40.8亿元，计入“资本公积”；2023年1—3月，公司收到富阳区财政局拨付的财政拨款11.33亿元，计入“资本公积”；2022年，公司收到富阳区财政局拨付的工程专项资金5.87亿元，计入“专项应付款”；收到轨道交通补助4.49亿元，计入“其他收益”。

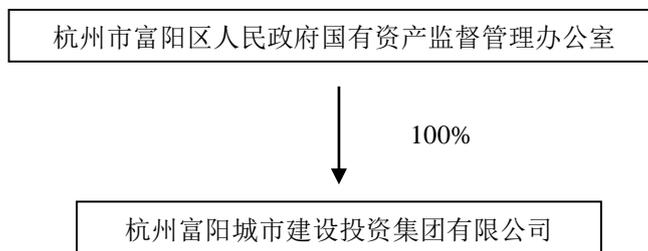
公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在资本金注入、资产划拨及政府补助等方面获得有

力的政府支持，政府支持可能性非常大。

十一、结论

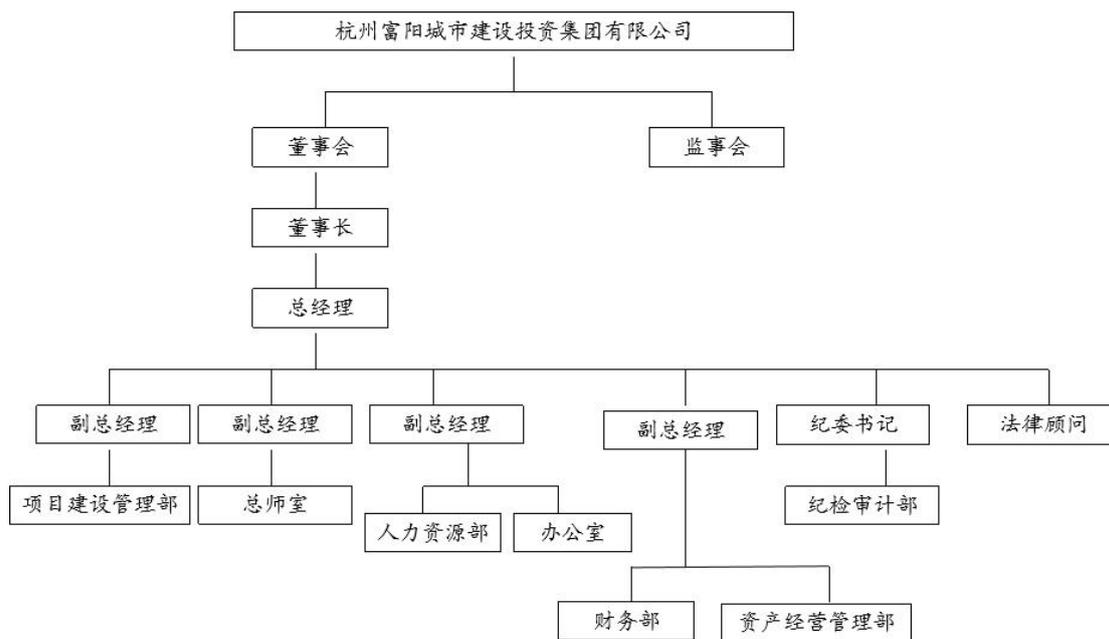
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“19富阳城投MTN001”“19富阳城投MTN003”“19富阳城投MTN004”“19富阳城投MTN005”和“21富阳城投债01/21富阳01”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2023 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	道路运输	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
14	杭州富阳通达公路养护有限公司	道路养护	1000	100.00	--	非同一控制下合并
15	杭州富阳城建集团城市服务有限公司	公共设施管理	2000	51.00	-	设立

资料来源：公司提供及公开资料

附件 2 截至 2023 年 3 月底公司对外担保情况

被担保方	被担保余额（万元）
杭州富春山居集团有限公司	167800
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司	996633
杭州富阳江南新城建设有限公司	30000
杭州富阳交拓生态环境工程有限公司	26000
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	204400
杭州富阳开发区产业投资有限公司	40000
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	274100
杭州富阳水务有限公司	90400
杭州富阳新登小城市建设有限公司	64560
合计	1893893.00

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	54.95	40.71	66.95	25.97
资产总额 (亿元)	1028.13	1149.36	1307.33	1359.89
所有者权益 (亿元)	442.89	466.54	544.73	557.24
短期债务 (亿元)	115.30	137.59	93.12	168.79
长期债务 (亿元)	394.78	414.30	469.97	434.63
全部债务 (亿元)	510.08	551.88	563.09	603.42
营业总收入 (亿元)	32.85	40.14	80.30	5.16
利润总额 (亿元)	6.78	9.06	9.73	1.01
EBITDA (亿元)	19.86	12.24	15.67	--
经营性净现金流 (亿元)	-71.31	-47.90	45.08	-47.05
财务指标				
现金收入比 (%)	100.64	97.45	28.05	106.95
营业利润率 (%)	19.12	21.19	9.40	15.61
总资本收益率 (%)	1.97	1.13	1.22	--
净资产收益率 (%)	1.48	1.88	1.73	--
长期债务资本化比率 (%)	47.13	47.03	46.32	43.82
全部债务资本化比率 (%)	53.53	54.19	50.83	51.99
资产负债率 (%)	56.92	59.41	58.33	59.02
流动比率 (%)	419.49	346.45	356.97	291.56
速动比率 (%)	164.37	156.11	116.08	99.13
经营现金流流动负债比 (%)	-37.89	-19.11	17.55	--
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.30	0.72	0.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.67	0.53	0.62	--
全部债务/EBITDA (倍)	25.68	45.09	35.94	--

注: 1. 公司 2023 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 (公司本部口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	12.75	32.40	58.30	16.81
资产总额 (亿元)	870.07	1002.70	1155.19	1204.13
所有者权益 (亿元)	349.46	375.90	411.28	412.05
短期债务 (亿元)	62.24	126.69	75.37	141.62
长期债务 (亿元)	248.98	289.97	380.01	339.91
全部债务 (亿元)	311.22	416.66	455.38	481.52
营业收入 (亿元)	25.55	30.87	72.90	2.82
利润总额 (亿元)	7.51	9.30	7.79	0.78
EBITDA (亿元)	15.73	10.43	9.81	--
经营性净现金流 (亿元)	-20.43	-37.82	36.25	-45.83
财务指标				
现金收入比 (%)	134.92	84.26	15.26	101.33
营业利润率 (%)	23.55	18.47	10.55	13.18
总资本收益率 (%)	2.38	1.31	1.13	--
净资产收益率 (%)	2.15	2.47	1.89	--
长期债务资本化比率 (%)	41.60	43.55	48.02	45.20
全部债务资本化比率 (%)	47.11	52.57	52.54	53.89
资产负债率 (%)	59.84	62.51	64.40	65.78
流动比率 (%)	235.77	224.15	230.88	200.42
速动比率 (%)	103.42	110.47	85.98	99.41
经营现金流动负债比 (%)	-7.52	-11.70	10.86	--
现金短期债务比 (倍)	0.20	0.26	0.77	0.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.77	0.49	0.42	--
全部债务/EBITDA (倍)	19.79	39.94	46.40	--

注：公司 2023 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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