



# 杭州富春湾新城建设投资集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1230 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果

杭州富春湾新城建设投资集团有限公司

AA<sup>+</sup>/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“21 富湾 04/21 富湾债 01”、“22 富湾债/22 富湾债” AA<sup>+</sup>

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为富阳区传统工业改造提升稳步推进，经济实力稳步增长，潜在的支持能力强。杭州富春湾新城建设投资集团有限公司（以下简称“富春湾新城”或“公司”）是新城片区唯一的开发建设主体，区域专营性较强，资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，同时，需关注债务增长、资产流动性弱及资本支出压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，杭州富春湾新城建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**区域经济实力显著增强；公司地位提升，资本实力显著扩充，或资产质量显著提升。

**可能触发评级下调因素：**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

### 正面

- **区域发展环境较好。**富阳交通优势明显，地方经济实力稳步增强，为公司业务的发展提供了稳定的外部环境。
- **地位重要性依然较高。**跟踪期内，公司仍是富春湾新城区域内唯一的国有建设开发运营主体，对富阳区人民政府的重要性较高。

### 关注

- **债务规模增长较快。**随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较快。
- **资产流动性弱。**公司资产中存货占比超过80%，主要系承接土地开发整理、保障房及基础设施建设项目而形成的资产，项目建设周期较长且整体结算进度缓慢，一定程度影响了公司整体资产的流动性。
- **资本支出压力较大。**公司在建及拟建项目较多，尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

项目负责人：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤爱萍 aptang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

富春湾新城（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	643.96	811.05	1,000.71
经调整的所有者权益合计（亿元）	275.96	318.93	311.75
负债合计（亿元）	368.00	492.12	688.96
总债务（亿元）	308.92	429.84	568.70
营业总收入（亿元）	42.07	40.02	35.89
经营性业务利润（亿元）	11.09	10.33	8.88
净利润（亿元）	11.13	10.25	9.27
EBITDA（亿元）	11.97	11.31	10.74
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-65.36	-97.47	-96.16
总资本化比率(%)	52.82	57.41	64.59
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.58	0.68	0.43

注：1、中诚信国际根据富春湾新城提供的其经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告及经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

## 评级历史关键信息

杭州富春湾新城建设投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	22 富湾债/22 富湾债 (AA+)	2022/7/12	江林燕、汤爱萍	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	21 富湾 04/21 富湾债 01 (AA+)	2022/5/27	江林燕、汤爱萍	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	21 富湾 04/21 富湾债 01 (AA+)	2021/7/7	江林燕、杨成、汤爱萍	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	富春湾新城	福清国资	海宁城投	余姚城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	杭州市-富阳区	福州市-福清市	嘉兴市-海宁市	宁波市-余姚市
GDP（亿元）	917.40	1,604.42	1,247.00	1,513.60
一般公共预算收入（亿元）	91.74	117.21	95.08	120.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	311.75	209.8	225.68	154.05
总资本化比率(%)	64.59	33.53	50.3	59.22
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.43	2.2	0.46	0.33

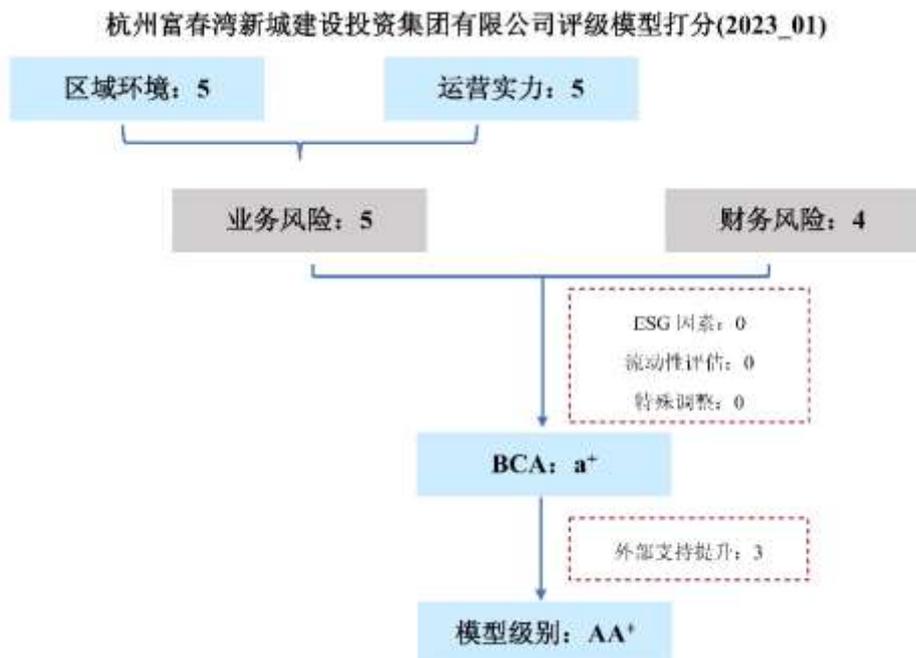
注：福清国资系“福清市国有资产运营投资集团有限公司”的简称；海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称；余姚城投系“余姚市城市建设投资发展有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 富湾债/22 富湾债	AA+	AA+	2022/7/12	18.70	18.70	2022/12/26~2032/12/26	调整票面利率,回售,提前偿还
21 富湾 04/21 富湾债 01	AA+	AA+	2022/5/27	18.00	18.00	2021/8/26~2028/8/26	--

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，富阳区经济财政实力较强，区域环境风险较低。富春湾新城是新城片区唯一的开发建设主体，区域专营性很强，具备很强的业务稳定性和持续性。但是，富春湾新城在建及拟建项目较多，面临较大的资本支出压力。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，富春湾新城所有者权益较为稳定，资本实力尚可；跟踪期公司债务规模增速较快，财务杠杆随之攀升；EBITDA 对利息支出的保障程度较弱。另外，公司存货多为土地整理和基础设施建设成本，结算进度较慢，整体流动性较弱。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对富春湾新城个体基础信用等级无影响，富春湾新城具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，富阳区政府支持能力强，且对公司有较强的支持意愿，主要体现在富阳区经济财政实力稳步增强；富春湾新城系新城片区内唯一开发建设主体，成立以来持续获得政府在项目承接、财政拨款等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“21 富湾 04/21 富湾债 01”募集资金总额 18 亿元，截至 2022 年末，公司已使用本期债券募集资金合计 18 亿元，其中，4 亿元用于富阳区春北安置小区 A 区块安置房项目，8 亿元用于富阳区春北安置小区 B 区块安置房项目，6 亿元用于补充营运资金，募集资金已按约定用途全部使用完毕。其中富阳区春北安置小区 A 区块安置房项目计划总投资 10.6 亿元，截至 2022 年末已投资 9.59 亿元；富阳区春北安置小区 B 区块安置房项目计划总投资 20.72 亿元，已投资 5.74 亿元。

“22 富湾债/22 富湾债”募集资金总额 18.70 亿元，其中 14.00 亿元计划用于富春湾新城光电产业园提升改造工程项目、4.70 亿元计划用于补充营运资金，截至 2023 年 3 月末，公司已使用本期债券募集资金合计 12.20 亿元，其中 4.70 亿元用于补充营运资金，7.50 亿用于富春湾新城光电产业园提升改造工程项目，募集资金按约定用途使用。富春湾新城光电产业园提升改造工程项目计划总投资 34.74 亿元，截至 2022 年末，已投资 18.97 亿元。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续

推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

富阳区为杭州市辖区，2014 年 12 月 13 日经国务院批准，撤销富阳市设立杭州市富阳区。富阳区位于浙江省北部，东接杭州市萧山区，南连诸暨市，西邻桐庐县，北与临安区、余杭区、西湖区毗邻。富阳区距上海 200 多公里，离杭州萧山机场 50 余公里，区内水陆交通发达。320 国道、沿江一级公路、杭千高速公路横贯全境，与沪杭、杭甬、杭宁高速公路相连，交通区位优势明显。2022 年末，富阳区常住人口 85.1 万人，年末全区户籍总人口 69.79 万人，增长 0.43%。2022 年初步核算，2022 年全市实现地区生产总值 917.40 亿元，按可比价格计算较上年增长 2.1%；同年，按户籍人口计算，全市人均地区生产总值为 13.17 万元。

富阳区稳健的经济发展有力支撑当地财政情况，一般公共预算收入扣除留抵退税较为稳定，税收收入占比有所下降，但仍然保持大于 80% 的高分位；政府性基金收入是富阳区地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，2022 年政府性基金收入进一步下降。再融资环境方面，富阳区政府债务余额位于杭州市各县区中上水平，但整体发行利差普遍低于全国平均水平，区域内发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境良好。

表 1：近年来富阳区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	807.60	878.20	917.40
GDP 增速（%）	1.1	7.7	2.1
人均 GDP（万元）	9.82	10.45	13.17
固定资产投资增速（%）	30.7	36.2	17.0
一般公共预算收入（亿元）	90.14	105.02	91.74
政府性基金收入（亿元）	451.8	203.61	201.86
税收收入占比（%）	94.84	93.85	82.41
公共财政平衡率（%）	87.92	89.00	67.61

注：2020-2021 年 GDP 为 2022 统计公报调整数据；税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：富阳区人民政府，中诚信国际整理

富春湾新城位于富春江南岸，与主城区隔江相望，新城下辖“一街两镇”（春江街道、大源镇和灵桥镇），核心区域为富春江以南、杭新景高速公路以北部分区域。富春湾新城规划总面积 60,900 亩，其中建设用地面积 28,835 亩、农用地和未利用土地面积 32,065 亩，土地存量多、空间大，发展空间广阔；目前富春湾新城土地价格远低于周边滨江区、西湖区和余杭未来科技城，将为杭州市提供新的产业发展空间。2014 年以来，杭富城际铁路、杭黄高铁、杭州绕城高速西复线、彩虹快速路向西延伸工程等重大融杭交通项目开工建设，以“三铁三高三快速”为骨架的融杭便捷交通体系正在形成。富阳区将拥江发展，推动江南广阔土地再利用、空间再优化、产业结构再调整以解决空间资源和基础设施配套等问题，拟将富春湾新城区域打造成为杭州市级的高新制造业产业平台。2019 年 8 月 28 日，杭州高新区（滨江）富阳特别合作区正式挂牌，借助杭州市高新区（滨江）的资源和力量，新产业和新技术将快速整体地导入富春湾新城区域，带动区域的转型发展、提升区域价值。

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为富春湾新城内唯一开发建设主体，业务具有较强的区域专营性；同时，除政府类项目外，公司还布局贸易业务、水泥稳定碎石销售等业务板块，业务进一步多元化发展，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司大量资金投入沉淀于存货中，一定程度上影响了资产的流动性；且公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

表 2：2020-2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	38.91	92.50	41.59	36.17	90.39	27.30	25.24	70.34	18.00
安置房销售	--	--	--	0.07	0.18	100.00	6.49	18.08	20.23
钢材销售	0.32	0.77	0.23	2.24	5.59	1.71	0.70	1.95	1.42
混凝土销售	--	--	-	0.91	2.28	9.08	1.60	4.47	9.69
水泥稳定碎石销售	--	--	-	--	--	-	0.37	1.03	2.51
园区养护服务	--	--	-	0.31	0.77	21.80	0.38	1.07	18.30
不动产租赁	0.03	0.08	92.96	0.04	0.09	55.13	0.36	1.00	90.73
其他	0.10	0.23	51.81	0.28	0.70	75.70	0.74	2.06	17.23
合计	42.07	100.00	25.40	40.02	100.00	25.90	35.89	100.00	18.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地开发整理

公司土地整理业务具有区域垄断性，土地整理范围及结算方式明确，待整理土地较为充足，业务可持续性较强；但该项业务尚需投资规模较大，未来面临一定的投资压力。

跟踪期内，公司仍负责富春湾新城区域内土地开发整理，由本部负责经营，业务具有较强的区域垄断性。业务模式方面，根据杭州市富阳区土地经营委员会《富阳区经营性用地做地工作若干意见》（富土经委[2018]2 号）文件，公司通过自筹资金对富春湾新城内的土地进行开发整理，整理完成后由富阳区土地储备中心对地块进行收储验收，验收通过后由土地储备中心会同财政部门与公司进行结算，公司据此确认土地开发整理收入，结算标准系地块投资成本加成一定比例的利润，

具体金额以结算单为准。

**表 3: 近年来公司土地整理业务运营情况 (万元, 平方米)**

地块名称	面积	确认收入
大源 2018 第一批企业拆迁	146,720.00	100,124.54
建设村农户拆迁	196,530.00	162,061.96
富政储[2021]10 号 (富春湾新城 17 号地块)	36,535.00	48,000.00
富政储[2021]11 号 (富春湾新城 6 号地块)	80,966.00	51,558.00
<b>2021 年合计</b>	<b>460,751.00</b>	<b>361,744.60</b>
富春湾新城春江街道 2017 年 (先行区块) 工业企业项目	503,057.60	252,411.72
<b>2022 年合计</b>	<b>503,057.60</b>	<b>252,411.72</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

从业务开展情况来看, 2022 年公司结算土地面积增加, 但因结算的为工业地块, 收入规模有所下降。截至 2022 年末, 公司在整理土地主要集中在春江区块、大源区块和灵桥区块, 上述区块均为片区整体土地开发整理项目, 拟开发面积为 2.31 万亩, 其中部分地块自 2016 年开始整理, 并自 2017 年开始陆续回款。截至 2022 年末, 公司存货中已投入但尚未结算的土地开发成本金额为 313.88 亿元。

拟开发土地方面, 公司面积较大的地块开发项目已经基本结束, 未来公司将根据富春湾新城管委会统筹安排、土地行情及需求对地块进行精准开发。

**表 4: 截至 2022 年末公司在开发土地情况 (亿元、亩)**

地块名称	整理期间	出让期间	拟开发面积	计划总投资	已投资
春江区块	2016-2035	2017-2035	8,600.00	257.36	221.44
大源区块	2016-2035	2017-2035	7,400.00	217.56	75.50
灵桥区块	2017-2035	2018-2035	7,100.00	208.74	94.34
<b>合计</b>	-	-	<b>23,100.00</b>	<b>683.66</b>	<b>391.28</b>

注: 公司在整理的春江、大源、灵桥区块均为整体土地开发整理项目, 其中的部分已完成出让并实现收入, 但整体仍作为在整理的土地开发项目

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

## 安置房建设业务

**跟踪期内公司仍负责富春湾新城区域内的安置房建设任务, 已完工项目基本销售情况较好, 在建项目投资较多, 需关注后续项目的销售及运营情况。**

跟踪期内, 公司安置房建设运营主体及业务模式未发生变化, 业务模式仍分为自建模式和 PPP 模式。自建模式方面, 公司安置房项目土地来源主要为公司自有土地, 项目建成后, 优先向拆迁户定向销售, 公司与拆迁户进行结算, 销售价格由重置价、成本价、超出面积按市场价组成。公司自建安置房中多余的房源和周边商铺由公司自行市场化运营 (销售或出租)。PPP 模式方面, 公司作为代政府出资方与社会资本方成立项目公司, 项目公司负责安置房建设及完工后经营性资产运营, 项目建设用地由公司无偿提供。按照相关协议约定, 项目合作期为 18 年, 其中建设期 3 年和运营维护期 15 年。合作期间, 项目公司仅享有项目的投资建设权、运营权、收益权。项目公司按照合同约定, 在运营期支付年度运营所需成本, 运营期结束后, 项目的使用权、收益权、经营权由项目公司无偿移交给公司, 由公司负责项目剩余资产的后续运营。

从业务开展情况来看, 2022 年, 公司实现安置房销售收入为 6.49 亿元, 较上年大幅增长, 主要系春南安置小区建设工程实现完工交付, 该项目为 PPP 模式, 公司负责安置房销售并确认收入, 收

到款项之后将资金转给项目公司。同时，该项目毛利率水平较高，主要系成本核算中未包含土地成本。截至 2022 年末，公司在建的自建安置房有 7 个，投资进度已过大半，均计划 2024 年完工，需关注完工后项目实际安置或销售情况。同期末，公司参与在建的 PPP 安置房项目 3 个。项目投资总额为 23.15 亿元，公司提供土地，土地开发整理成本和缴纳的土地出让金合计为 9.87 亿元。

表 5：截至 2022 年末公司已完工安置房项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	业务模式	建设期间	总建筑面积	已投资	安置进度	累计确认收入	回款金额
民主村安置小区项目	自建	2012~2015	6.44	1.97	100%	0.52	0.52
中沙村安置小区项目	自建	2013~2017	6.14	1.82	100%	0.54	0.54
民主村二期安置小区项目	自建	2013~2016	9.19	2.94	100%	0.78	0.78
建设村一期安置小区项目	自建	2012~2015	9.15	3.17	100%	0.84	0.84
春南安置小区项目	PPP	2018~2022	64.88	25.09	60%	6.49	6.49
<b>合计</b>		--	<b>95.80</b>	<b>34.99</b>		<b>9.17</b>	<b>9.17</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2022 年末公司在建的自建安置房项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	总建筑面积	建设期间	计划总投资	已投资
大源安置二期 A 区块	22.26	2019-2024	11.25	8.99
大源安置二期 B 区块	13.22	2019-2024	6.66	17.63
富阳区春北安置小区 A 区块	21.45	2019-2024	10.60	9.59
富阳区春北安置小区 B 区块	42.43	2019-2024	20.72	5.74
灵桥安置小区二期 A 区块	42.99	2019-2024	20.81	17.62
灵桥安置小区二期 B 区块	32.60	2019-2024	15.14	12.86
灵桥安置小区二期 C 区块	19.49	2019-2024	9.43	7.91
<b>合计</b>	<b>194.44</b>	—	<b>94.61</b>	<b>80.34</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 年末公司在建 PPP 模式安置房项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	公司股权占比	土地成本	计划建设周期
大源镇东升 1 号安置小区建设工程（二期）	3.80	3.12	10.00%	1.92	2018-2022
大源亭山安置小区建设工程	9.36	6.56	10.00%	4.94	2018-2022
灵桥镇永丰安置小区建设工程	9.99	7.38	10.00%	3.01	2018-2022
<b>合计</b>	<b>23.15</b>	<b>17.06</b>	--	<b>9.87</b>	--

注：计划建设周期与实际建设周期存在一定差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设业务

公司在富春湾新城基础设施建设领域占据主导地位，跟踪期承做了新城范围内重大的道路建设、市政工程等多项业务，业务竞争力较好；且公司在建项目较多，业务可持续性较强；但跟踪期未实现完工结算，在建项目投资规模较大，需关注后续结算进度。

跟踪期内，基础设施建设业务仍由公司本部负责，业务模式方面，公司基础设施建设主要采取委托代建模式，即公司受富春湾新城管委会委托，负责富春湾新城区域基础设施建设项目的投融资及项目建设。公司与杭州富春湾新城管理委员会签订了《杭州富春湾新城片区综合开发项目工程建设协议》，委托协议约定，结算总额以项目成本加成一定比例的方式确定。项目完工后，富春湾新城管委会对项目按合同进行分期支付。公司自身不进行项目的施工建设，所有项目均通过公开招标外包给符合资质要求的专业建筑施工公司进行施工。施工支付款是按照项目开发进度将资金分批、分次支付给外包建筑单位，建设资金前期均由中标的建筑施工单位进行垫资，工程施工后，

按月支付上月完成工程量的 70% 的施工款，竣工验收交付至工程总价的 85%，竣工结算审定后支付至总价的 95%，剩余 5% 为质保金。

从业务开展情况来看，跟踪期内，公司基础设施建设项目未实现完工结算。从结算项目进度来看，公司已完工并结算的项目仅有 2 个，系蔡伦西路延伸工程和灵礼路路面修复工程，累计确认收入并结算回款 3,558.94 万元，整体结算的项目较少。

在建项目方面，截至 2022 年末，公司在建的基建项目主要是道路建设及市政工程等项目，合计总投资超 300.00 亿元，已投资 243.88 亿元，仍需要一定的资金投入，未来面临一定的资本支出压力。

表 8：截至 2022 年末主要在建基建项目情况（亿元）

项目	总投资额	2022 年末已投资额
大桥南路改造工程	2.76	2.68
洋浦江生态整治工程	0.85	0.82
江滨南大道工程	2.76	2.28
工业排水管道工程	0.41	0.33
工业给水管道工程	1.68	1.34
江南新区道路修复工程	0.20	0.18
灵桥大浦整治工程	0.31	0.12
园区道路管网维保工程	0.21	0.18
南大道东延线工程	1.36	1.27
蔡伦路综合改造工程	0.86	0.64
大桥南路延伸至大源段工程	1.31	1.28
杭黄铁路站前广场工程	6.14	5.88
G20 入城口专项整治工程	0.14	0.13
南大道(大桥-天钟山)工程	0.65	0.52
灵桥-大源污水管网改造工程	0.50	0.36
大源东区块污水管网改造工程	0.21	0.19
春江园区竹筒路北段工程	0.15	0.13
春南污水厂尾水排放改造工程	0.17	0.17
大桥南路和经纬路改造工程	0.34	0.33
秦望南路下穿杭黄节点工程	0.46	0.30
杭黄落客平台工程	0.23	0.21
亭山路(一期)工程	9.36	7.56
江南大道(一期)工程	49.40	43.40
上海光机所杭州分所	0.95	0.91
省人民医院富阳院区	24.00	17.13
杭黄一平方公里综合开发	44.13	28.31
经纬路一期	1.49	1.46
经纬渠新建及景观配套工程	5.62	4.87
光机所临时过渡用房装修工程	0.22	0.21
亭山变以东高压线迁改	0.66	0.60
杭新景灵桥互通改建工程	6.36	5.87
亭山路二期(赤亭纸路-科甲路)	3.47	1.66
富春湾大道（一期）	53.24	43.54
亭山渠	8.56	8.10
灵桥产业区块人才公寓	6.59	2.98
富春湾大道二期(小源溪以东段)	49.29	37.72
门窗产业园	9.84	4.82
富春湾第三中学（灵桥中学）	5.00	1.89
建设区块配套道路工程	6.42	4.75
秦望南路一期（洋浦江至富春湾大道)-春北片区	6.24	3.69
富春湾科研孵化及光电产业基地二期	5.68	2.51

其他零星工程	2.56	2.56
<b>合计</b>	<b>320.82</b>	<b>243.88</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

募投项目富春湾新城光电产业园提升改造工程项目分为多个子项目，子项目投入均计入上述在建基建项目中，建设内容主要包括厂房升级改造及配套道路工程、中科院上海光机所杭州分所科研孵化及光电产业基地一期和二期，项目计划总投资 34.74 亿元，截至 2022 年末，已投资 18.97 亿元。

## 其他业务

**其他业务主要包括钢材销售、混凝土销售、水泥稳定碎石销售及园区养护服务等，对公司收入形成一定补充。**

钢材销售业务方面，2020 年公司拓展该业务，由子公司杭州富春湾新城产业投资有限公司负责运营。业务模式为以销定采，公司先和富春湾片区的施工单位签订钢材供货合同，再集中向上游进行采购，一般约定账期为一个月。2022 年，公司实现钢材销售收入为 0.70 亿元，较上年大幅下降。

混凝土销售业务方面，2021 年公司新增该业务，由子公司杭州富春湾新型建材有限公司负责运营。业务模式采用以销定购方式，2022 年公司实现混凝土销售收入为 1.60 亿元，较上年增长 75.82%。

水泥稳定碎石销售业务方面，由子公司杭州富春湾新型建材有限公司负责运营，公司通过接单生产的业务模式进行制造销售。公司水泥稳定碎石销售业务产销区域主要为富阳区，2022 年该业务实现销售收入 3,691.34 万元。

园区养护服务的经营主体为杭州富春湾新城资产运营管理有限公司，公司负责管理区域的卫生保洁、绿化养护和设施运行维护，由富春湾新城管委会等单位支付服务费用，管理的园区主要为富春湾新城片区公共设施及产业园区。2022 年，公司实现园区养护服务业务收入为 3,846.04 万元，同比增长 24.74%。

## 财务风险

**中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，跟踪期内公司所有者权益小幅下降，但资本实力仍处于较强水平；受建设项目持续推进影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平偏高；同时 EBITDA 无法覆盖利息支出，保障能力仍有待提升。**

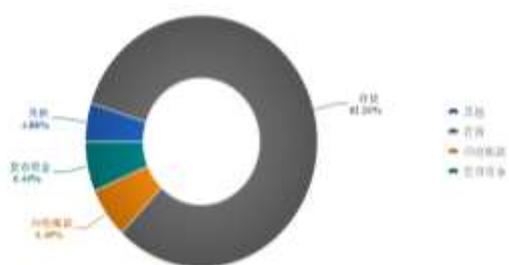
## 资本实力与结构

**跟踪期内，随着项目的持续推进，公司资产规模保持快速增长趋势；公司资产收益性一般，且流动性不足，整体资产质量一般；项目建设主要依赖债务融资，财务杠杆率快速增长。**

作为富春湾新城区域内唯一开发主体，公司持续推进新城的建设，2022 年资产规模保持快速增长趋势，年末总资产同比增长 23.38%。公司资产主要由货币资金、应收账款、存货等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 98%。截至 2022 年末，存货主要系由土地开发成本、房地产开发成本、工程施工及拟开发土地等构成，随着项目的持续投入，2022 年存

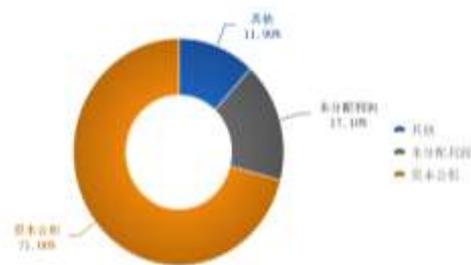
货同比增长 20.91%，年末占总资产的比重达 82.20%；应收账款主要系应收富阳区土地储备中心的土地开发整理款项；同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，且受限规模较小。总体来看，公司投入的土整及基建业务款项规模较大且整体回款缓慢，对其资产变现能力造成一定影响，公司资产收益一般，且流动性不足，且需关注较大规模存货资产的结转和回款情况，资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，政府无偿注入资金，带动资本公积增长 26.60 亿元，但同时调整资本公积中往来款项<sup>1</sup>，资本公积减少 38.00 亿元，由此致使资本公积小幅下降，带动经调整的所有者权益<sup>2</sup>同比小幅下滑。

随着项目持续投入，公司加大外部融资规模，债务规模快速较快，带动财务杠杆水平持续提升。2022 年末，公司总资本化比率和资产负债率均在 60%以上。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	643.96	811.05	1,000.71
流动资产占比	99.02	97.57	97.68
经调整的所有者权益合计	275.96	318.93	311.75
资产负债率	57.15	60.68	68.85
总资本化比率	52.82	57.41	64.59

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**公司收入质量一般，跟踪期公司经营活动净现金流呈持续净流出状态，经营发展对外部融资依赖度提升，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。**

公司主要收入来自土地开发整理、安置房销售等，近年来土地开发整理业务回款进度较慢，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，收现比不断下降且处于较低水平，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受项目建设投入影响较大，近年来公司各类建设项目处于投入高峰期，经

<sup>1</sup> 其他应收款中应收富春湾新城管委会款项，根据政府文件，资本公积冲销其他应收款，资本公积和其他应收款同时减少；

<sup>2</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项。

营活动净现金流持续呈现净流出状态。投资活动净现金流波动较大，2022 年，公司进行理财产品、直投项目及基金投资，公司投资活动转为大幅净流出。

如前所述，公司经营活动和投资活动均存在一定的资金缺口，加之债务偿还金额整体呈增长态势，进一步加剧了公司对外部融资的需求。跟踪期内公司仍主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，且银行借款和债券发行规模呈现快速增长态势，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-65.36	-97.47	-96.16
投资活动产生的现金流量净额	-2.86	22.00	-7.41
筹资活动产生的现金流量净额	64.32	103.33	133.75
现金及现金等价物净增加额	-3.90	27.87	30.17
收现比	1.70	0.30	0.19

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 对利息的覆盖水平有所波动，但整体保障能力依然有限。**

随着建设项目的持续推进，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内公司债务规模增长较快，2022 年末债务同比增长 32.30%。公司债务以银行借款、债券发行为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；公司债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 11：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
到期金额	77.44	82.42	83.24	323.39

注：债务分布中不包含利息和应付票据

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，经营性业务利润主要来源于自身业务经营和其他收益，2022 年随着公司营业收入和盈利能力水平下降，致使 EBITDA 有所下降。EBITDA 对利息的覆盖倍数进一步减弱，整体保障程度较弱。此外，公司经营活动净现金流仍处于净流出状态，无法对债务利息形成覆盖。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	308.92	429.84	568.70
短期债务占比	12.34	14.04	13.76
EBITDA	11.97	11.31	10.74
EBITDA 利息覆盖倍数	0.58	0.68	0.43
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-3.17	-5.83	-3.81

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产为 191.58 亿元，占当期末总资产的 19.14%，受限

资产规模较大。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 94.42 亿元，占同期末净资产的比例为 30.29%，被担保单位均为富阳区国有企业，公司对外担保规模较大，存在一定代偿风险。

表 13：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	杭州富阳开发区基础设施建设有限公司	国企	367,700.00
2	杭州富阳城市建设投资集团有限公司	国企	213,000.00
3	杭州富阳交通发展投资集团有限公司	国企	103,880.77
4	杭州富阳场口小城镇投资建设有限公司	国企	60,000.00
5	杭州富阳交拓生态环境工程有限公司	国企	50,500.00
6	杭州富阳开发区产业投资有限公司	国企	40,000.00
7	杭州富春湾生命健康科技有限公司	国企	24,000.00
8	杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	国企	20,300.00
9	杭州富阳通达公路养护有限公司	国企	20,000.00
10	杭州富春湾智能安防科技有限公司	国企	18,000.00
11	杭州富春山居集团有限公司	国企	11,400.00
12	杭州富阳新登小城市建设有限公司	国企	9,800.00
13	杭州市富阳区粮食收储有限公司	国企	5,650.00
	合计	-	944,230.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 1 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为富春湾新城内唯一的国有建设开发运营主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 90~110 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 60~80 亿元，权益类融资增加 25~35 亿元。

### 预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	57.41	64.59	57.90~70.76
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.68	0.43	0.44~0.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

2022 年末公司可动用账面资金为 58.95 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司金融机构授信总额为 908.14 亿元，尚未使用授信额度为 398.84 亿元，备用流动性较为充足。此外，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为富春湾新城唯一的国有资产管理和基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金支持；预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于富春湾新城的片区建设，资金需求量较大。截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务为 44.94 亿元。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，公司环境管理表现尚可，同时积极履行社会责任，社会贡献表现较好；战略规划清晰，治理结构及内部控制体系较好。**

环境方面，公司工程建设、建筑材料生产销售业务可能会面临一定环境风险，截至目前尚未受到监管处罚，整体来看，公司环境管理表现尚可。

社会方面，公司积极履行社会责任，社会争议事件管理和投资者责任方面表现较好，同时，公司在社会贡献等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。整体来看，公司战略定位清晰稳定，对下属子公司在发展规划、财务资金、投融资和对外担保等方面均实施集团层面的统一管理，公开市场中信息披露较为及时。

## 外部支持

**中诚信国际认为，富阳区政府支持能力强，主要体现在以下方面：**

富阳区工业基础不断夯实，区域内有国家级经济技术开发区——富阳经济技术开发区，近年来大力培育 5G 光通信、先进装备制造、生物医药、集成电路、物联网等产业。跟踪期内，富阳区经济财政实力进一步提升。2022 年，富阳区固定资产投资增速较快，推升了政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年富阳区政府直接债务余额上升至 266.59 亿元，政府债务率水平较高；同时还需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，富阳区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：**

<sup>4</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

- 1) 区域重要性较强：公司是富春湾新城唯一的开发建设主体，业务专营性较强；与其他区级平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司由富阳区国资办直接控股，根据区政府意图承担城市开发及重大项目投融资任务，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得资金注入、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。如前所述，2022 年政府无偿注入 26.60 亿元的资金，此外，当年计入其他收益的政府补助为 3.71 亿元。

表 15：2022 年富阳区级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
富春湾新城	杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会办公室 100%	富春湾新城基础设施建设和土地整理的运营主体	1,000.71	311.75	68.85	35.89	9.27	100.70
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会办公室 100%	富阳区城市基础设施建设、土地开发整理、水务业务的运营主体	1,307.33	544.73	58.33	80.30	9.43	209.05
杭州富阳交通发展投资集团有限公司	杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会办公室 90%	富阳区交通基础设施建设的运营主体	334.20	128.59	61.52	26.15	3.69	58.00
杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	富阳经济技术开发区管理委员会 100%	富阳经开区基础设施建设和土地整理的运营主体	819.16	284.76	65.24	18.45	2.47	143.50
杭州富春山居集团有限公司	杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会办公室 100%	富阳区文化旅游项目投资开发主体	302.09	141.66	53.11	6.37	0.81	16.80

注：债券余额为截至 2023 年 5 月末数据

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，富阳区政府支持能力强，并对公司有较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，富春湾新城与福清国资、海宁城投、余姚城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均为强，并对上述公司具有相近的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，富阳区与福清市、海宁市、余姚市的行政地位相当，但经济财政实力弱于可比区域，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。富春湾新城与上述平台均为政府实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们的支持意愿相近。

其次，富春湾新城的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政

府对其的主要定位，公司是新城片区唯一的开发建设主体，业务具有很强的专营性，与可比对象均具有业务竞争优势。

然后，富春湾新城的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模均位于比较组最高水平，总体资本实力较强；财务杠杆为比较组最高，杠杆水平较高，但债务结构合理；EBITDA 对利息覆盖能力处于中下水平；债券融资额较大，债券市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力较强。

**表 16：2022 年同行业对比表**

	富春湾新城	福清国资	海宁城投	余姚城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	杭州市-富阳区	福州市-福清市	嘉兴市-海宁市	宁波市-余姚市
GDP (亿元)	917.40	1,604.42	1,247.00	1,513.60
GDP 增速 (%)	2.1	5.7	0.7	1.9
人均 GDP (万元)	13.17	11.38	11.33	12
一般公共预算收入 (亿元)	91.74	117.21	95.08	120.74
公共财政平衡率 (%)	67.61	82.85	77.74	81.06
政府债务余额 (亿元)	266.59	177.99	230.21	194.85
控股股东及持股比例	杭州市富阳区 人民政府国有资产 监督管理委员会 办公室 100%	福清市财政局 100%	海宁市资产经营 公司 100%	宁波舜建集团有限公 司 100%
职能及地位	富春湾新城内 唯一开发建设 主体	福清市最重要的 城市基础设施建 设投融资主体， 承担全市范围内 大量城市基础设 施建设任务	海宁市城市规划 控制区唯一的土 地整理及基础设 施建设企业，承 担城市规划控制 区内大部分旧城 改造及安置房建 设业务，	余姚市重要的基础设 施建设、土地一级开 发及安置房建设主 体，承担余姚市核心 区域的土地整理和基 础设施建设，公司燃 气、供水业务具有区 域垄断地位
核心业务及收入占比	土地开发整理 70.34%、安置 房销售 18.08%	贸易业务 62.30%、安置房 业务 22.55%、工 程建设 6.76%	商品销售 41.03%；燃气销 售 18.94%；商 品房销售 11.05%；安置 房销售 10.60%	安置房销售 20.40%、天然气供应 32.19%、土地整理 13.85%、供水业务 13.91%
总资产 (亿元)	1,000.71	525.63	517.20	389.06
经调整的所有者权益合计 (亿元)	311.75	209.8	225.68	154.05
总债务 (亿元)	568.70	105.85	228.43	194.91
总资本化比率 (%)	64.59	33.53	50.30	59.22
营业总收入 (亿元)	35.89	56.08	71.29	23.07
净利润 (亿元)	9.27	2.85	2.14	2.2
EBITDA (亿元)	10.74	4.65	3.63	2.77
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.43	2.2	0.46	0.33
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-96.16	-13.83	-39.02	-16.48
可用银行授信余额 (亿元)	398.84	30.67	68.02	135.96
债券融资余额 (亿元)	100.70	24.50	137.08	112.00

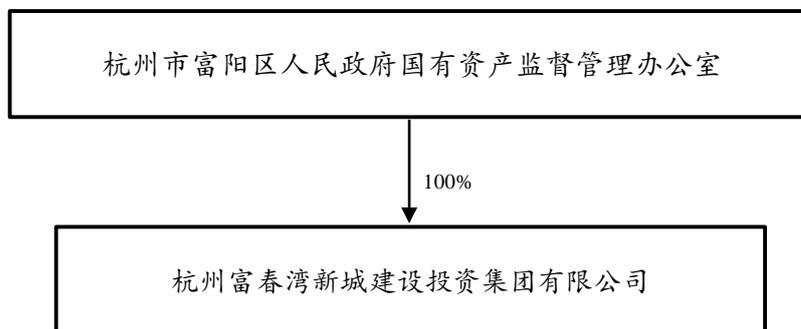
注：债券融资余额为截至 2023 年 5 月末

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

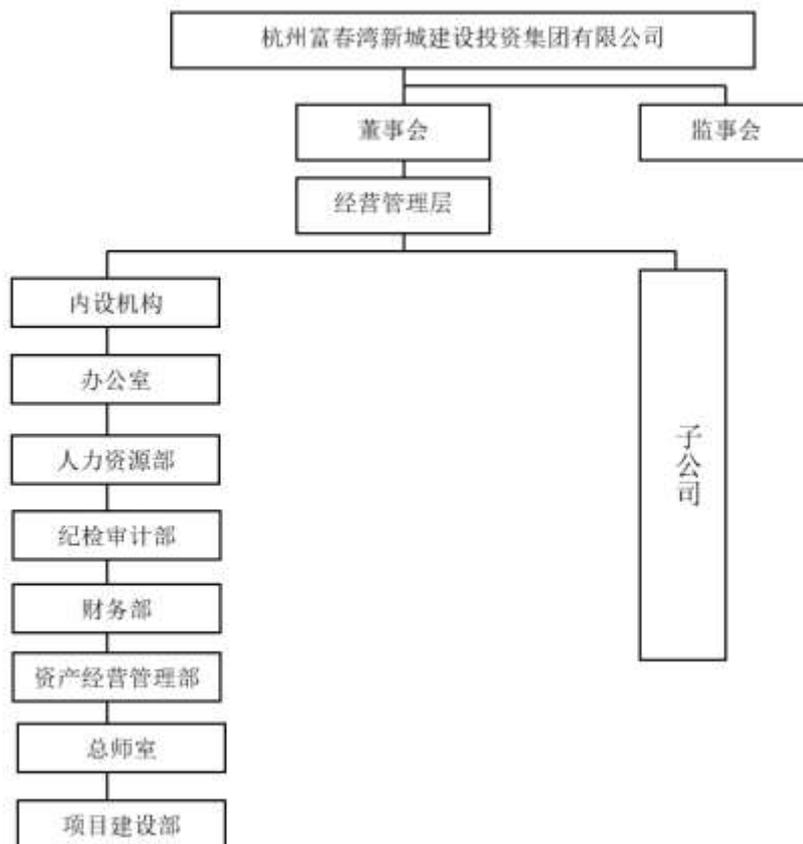
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持杭州富春湾新城建设投资集团有限公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“21 富湾 04/21 富湾债 01”、“22 富湾债/22 富湾债”的债项信用等级为 AA<sup>+</sup>。

## 附一：杭州富春湾新城建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	一级子公司名称	持股比例 (%)
1	杭州富春湾新城基础设施建设有限公司	100
2	杭州富春湾新城产业投资有限公司	100
3	杭州富阳江南新城建设有限公司	80
4	杭州富阳江南新城水务有限公司	100
5	杭州富春湾新城资产运营管理有限公司	100
6	杭州富阳南港建设管理有限公司	51.22
7	杭州富春湾新城房地产开发有限公司	100
8	富春湾国际（香港）有限公司	100
9	杭州富春湾光电科技有限公司	100
10	杭州富春湾新型建材有限公司	100
11	杭州富春湾信息科技有限公司	100
12	杭州富春湾生态农业科技有限公司	100
13	杭州仕喆科技有限公司	100
14	杭州宽鸿科技有限公司	100
15	杭州钦源科技有限公司	100
16	杭州瑞乘科技有限公司	100
17	杭州朗舜科技有限公司	100
18	西富芯（浙江）光电科技有限公司	100
19	源湾（杭州）光电器件制造有限公司	100
20	杭州赛频科技有限公司	100
21	杭州翱联科技有限公司	100
22	杭州大礲科技有限公司	100
23	杭州翱恒科技有限公司	100
24	杭州智闯科技有限公司	100



资料来源：公司提供

## 附二：杭州富春湾新城建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	81,634.67	302,749.37	644,758.28
非受限货币资金	9,034.67	280,869.37	589,495.08
应收账款	95,394.53	376,193.66	648,277.15
其他应收款	247,872.99	302,862.13	69,143.40
存货	5,837,861.34	6,803,356.76	8,225,733.54
长期投资	43,982.50	115,858.14	148,393.86
在建工程	7,811.08	501.14	827.37
无形资产	0.00	22,957.44	16,005.64
资产总计	6,439,557.28	8,110,489.77	10,007,114.60
其他应付款	107,362.39	147,064.77	683,311.89
短期债务	381,197.77	603,497.51	782,501.48
长期债务	2,708,003.74	3,694,927.74	4,904,497.69
总债务	3,089,201.50	4,298,425.25	5,686,999.17
负债合计	3,679,956.28	4,921,212.52	6,889,570.54
利息支出	206,251.03	167,173.89	252,430.17
经调整的所有者权益合计	2,759,601.01	3,189,277.25	3,117,544.06
营业总收入	420,690.21	400,226.15	358,858.72
经营性业务利润	110,908.88	103,258.87	88,822.56
其他收益	15,107.51	10,742.28	37,134.09
投资收益		2,481.82	637.09
营业外收入	238.68	350.16	425.21
净利润	111,314.01	102,450.01	92,718.34
EBIT	118,696.97	111,752.99	106,617.67
EBITDA	119,658.11	113,081.36	107,359.33
销售商品、提供劳务收到的现金	713,951.53	121,807.49	68,997.63
收到其他与经营活动有关的现金	426,359.89	119,901.20	515,581.59
购买商品、接受劳务支付的现金	1,771,600.27	1,104,542.24	1,323,362.36
支付其他与经营活动有关的现金	22,346.87	112,117.80	244,056.46
吸收投资收到的现金	2,000.00		266,000.00
资本支出	7,471.67	17,609.08	4,965.36
经营活动产生的现金流量净额	-653,595.76	-974,657.08	-961,602.61
投资活动产生的现金流量净额	-28,571.67	220,042.83	-74,138.34
筹资活动产生的现金流量净额	643,204.53	1,033,328.95	1,337,486.67
现金及现金等价物净增加额	-38,962.90	278,714.70	301,745.71
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	25.40	25.90	18.26
期间费用率（%）	2.53	2.65	3.62
应收类款项占比（%）	5.33	8.37	7.17
收现比（X）	1.70	0.30	0.19
资产负债率（%）	57.15	60.68	68.85
总资本化比率（%）	52.82	57.41	64.59
短期债务/总债务（%）	12.34	14.04	13.76
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-3.17	-5.83	-3.81
总债务/EBITDA（X）	25.82	38.01	52.97
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.19	0.14
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.58	0.68	0.43

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年审计报告整理；其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款、其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn