



杭州富春湾新城建设投资集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 2183 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 28 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 ⁺ /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”	
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。	
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，为公司业务的发展提供了稳定的外部环境，潜在的支持能力很强；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”）在推进杭州富春湾新城（以下简称“新城”）建设和国有资本运营中发挥重要作用，对富阳区政府的重要性较高，与富阳区政府维持高度的关联性。富春湾新城资产规模或将保持增长态势，能维持资本市场认可度，再融资能力较强；但需关注债务增长较快、资产流动性弱、资本支出压力较大及对外担保规模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，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。 可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；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。
- **地位重要性较强。**公司是新城区域内唯一的国有建设开发运营主体，具有区域专营优势，对富阳区人民政府的重要性较高。

关 注

- **债务规模较大，且增长较快。**公司债务规模较大，且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。
- **对外担保规模较大。**截至2023年末，公司对外担保金额为109.43亿元，占同期末净资产的比例为29.81%，被担保单位为富阳区国有企业或参投企业，公司对外担保规模较大，需关注或有负债风险。

项目负责人：杨 成 chyang@ccxi.com.cn

项目组成员：罗医蜀 yshluo@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）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	811.05	1,000.71	1,127.39
经调整的所有者权益合计（亿元）	318.93	311.75	367.14
总负债（亿元）	492.12	688.96	760.25
总债务（亿元）	425.77	568.70	701.86
营业总收入（亿元）	40.02	35.89	44.75
经营性业务利润（亿元）	10.33	8.88	7.45
净利润（亿元）	10.25	9.27	6.67
EBITDA（亿元）	11.12	10.56	10.54
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-97.47	-96.16	-32.94
总资本化比率(%)	57.17	64.59	65.66
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.67	0.42	0.34

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 2022~2023 年度审计报告整理。其中，2021、2022 年财务数据分别采用了 2022、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将其其他流动负债中带息部分计入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中的带息债务计入长期债务。3、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，其中“-”表示不适用或数据不可比。

同行业比较（2023 年数据）

项目	富春湾新城	海宁城投	桐乡国投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	杭州市-富阳区	嘉兴市-海宁市	嘉兴市-桐乡市
GDP（亿元）	960.90	1,318.16	1,252.35
一般公共预算收入（亿元）	100.54	100.13	107.02
经调整的所有者权益合计（亿元）	367.14	264.36	663.73
总资本化比率（%）	65.66	50.85	57.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.49	0.64

中诚信国际认为，富阳区与海宁市、桐乡市的行政地位、经济财政实力相当，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，在当地城市建设中发挥重要作用；公司权益规模低于比较组平均水平，总体资本实力一般，利息覆盖能力一般，财务杠杆较高，整体财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均为很强，并对上述公司均具有相近的支持意愿。

注：海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称；桐乡国投系“桐乡市国有资本投资运营有限公司”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

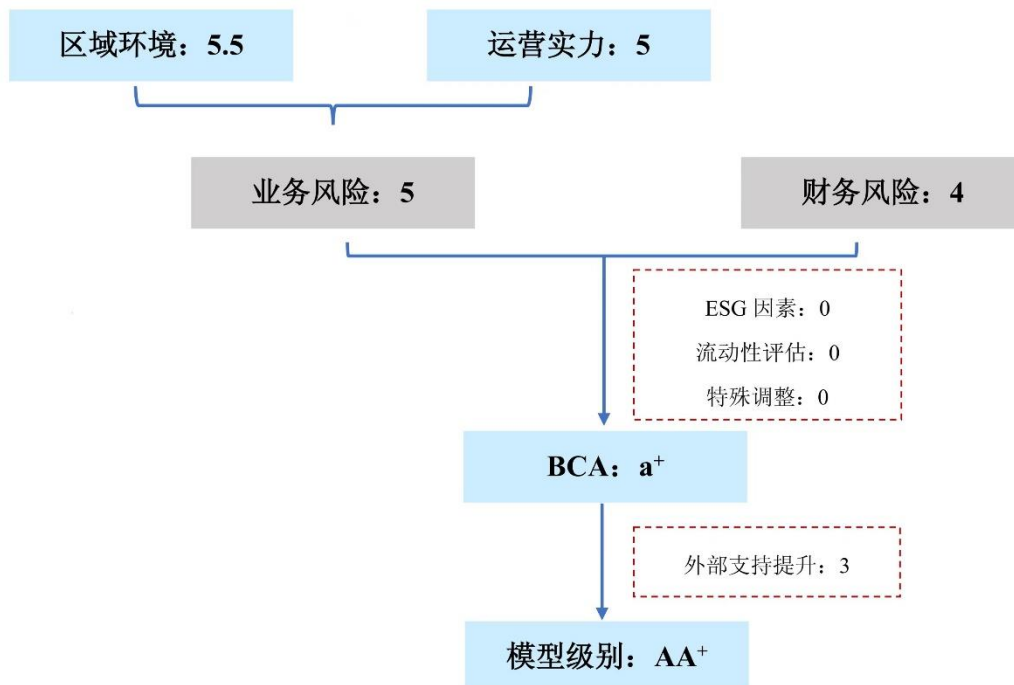
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
22 富湾债/22 富湾债	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/26 至 本报告出具日	18.7/18.7	2022/12/26~2032/ 12/26	调整票面利率，回售，提前偿还
21 富湾 04/21 富湾债 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/26 至 本报告出具日	18/18	2021/8/26~2028/8/ 26	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
富春湾新城	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/06/26 至本报告出具日

● 评级模型

杭州富春湾新城建设投资集团有限公司评级模型打分

(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为，富阳市政府有很强的支持能力，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，区域重要性较强，同时与政府的关联性高。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。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，富阳区交通区位优势明显，近年来经济财政实力稳步发展，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

富阳区近年来经济实力稳步发展，并有力支撑当地财政情况，2023 年一般公共预算收入有所增长，税收收入占比呈下降趋势，但仍然保持较高水平；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，2023 年政府性基金收入进一步下降，主要系当年国有土地出让金收入 137.73 亿，同比下降 11.8%。再融资环境方面，富阳区政府债务余额位于杭州市各县区上游水平，但整体发行利差普遍低于全国平均水平，区域内城投发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来富阳区地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	878.20	921.30	960.90
GDP 增速（%）	7.7	2.1	4.8
人均 GDP（万元）	10.47	10.83	11.21
固定资产投资增速（%）	36.2	17.0	10.1
一般公共预算收入（亿元）	105.02	91.74	100.54
政府性基金收入（亿元）	203.61	201.86	175.91
税收收入占比（%）	93.85	82.41	80.86
公共财政平衡率（%）	89.00	67.61	73.06

注：2021-2022 年 GDP 为 2023 统计公报调整数据；人均 GDP=GDP/当年末常住人口；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：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为新城片区唯一开发建设主体，承担区域内的土地开发整理、基础设施建设、安置房建设等，业务专营性强；同时，除政府类项目外，公司还布局贸易业务、水泥稳定碎石销售及产业园运营等业务板块，业务进一步多元化发展，项目储备较为充足。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 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年	2022 年	2023 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	36.17	90.39	27.30	25.24	70.34	18.00	34.40	76.88	23.78
商品销售	3.22	8.05	5.96	9.16	25.54	16.23	8.54	19.09	10.36
安置房销售	0.07	0.18	100.00	6.49	18.08	20.23	--	--	--
钢材销售	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	0.60	1.34	15.84
不动产租赁	0.04	0.09	55.13	0.36	1.00	90.73	0.38	0.84	6.37
其他	0.28	0.70	75.70	0.74	2.06	17.23	0.83	1.85	36.33
合计	40.02	100.00	25.90	35.89	100.00	18.26	44.75	100.00	21.20

注：2023 年商品销售收入系安置房销售、钢材销售、混凝土销售、水泥稳定碎石销售之和。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块，跟踪期内，土地开发业务收入是公司最主要的收入来源。公司负责富新城区域内土地开发整理，主要由本部负责经营，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。

从业务开展情况来看，2023 年公司结算土地面积实现增长，但因结算的为农居拆迁地块，单价不高。截至 2023 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 2023 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 315.07 亿元，对未来的收入持续性提供了一定保障，但前期土地整理已投入资金大量沉淀在存货资产中，一定程度上拖累资产流动性。

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，未来公司将根据杭州富春湾新城管理委员会（以下简称“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 3：近年来公司土地整理业务运营情况（平方米、万元）

地块名称	面积	土地成本	确认收入
大源 2018 第一批企业拆迁	146,720.00	84,138.92	100,124.54
建设村农户拆迁	196,530.00	134,747.95	162,061.96
富政储[2021]10 号（富春湾新城 17 号地块）	36,535.00	8,301.44	48,000.00
富政储[2021]11 号（富春湾新城 6 号地块）	80,966.00	18,396.99	51,558.00
2021 年合计	460,751.00	245,585.30	361,744.60
富春湾新城春江街道 2017 年（先行区块）工业 企业项目	503,057.60	206,977.61	252,411.72
2022 年合计	503,057.60	206,977.61	252,411.72
富春湾新城大源镇 2017、2018 年农居拆迁项目	606,695.32	245,493.93	327,325.24
2023 年合计	606,695.32	245,493.93	327,325.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年末公司主要在开发土地情况（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	已完成整理面积	已出让面积
春江区块	2016-2035	2017-2035	8,600.00	257.36	218.76	7,330	5,110

大源区块	2016-2035	2017-2035	7,400.00	217.56	80.42	2,736	1,920
灵桥区块	2017-2035	2018-2035	7,100.00	208.74	102.25	3,485	2,859
合计	--	--	23,100.00	683.66	401.43	13,551	9,889

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

安置房建设板块，跟踪期内，公司仍受富阳区政府委托，在新城范围内开展安置房开发销售业务，主要由公司本部负责经营。业务模式方面，公司安置房建设模式分为自建模式和 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，2023 年，公司实现安置房销售收入为 6.50 亿元，系三个 PPP 模式下的大源镇东升 1 号安置小区建设工程（二期）、大源亭山安置小区建设工程和灵桥镇永丰安置小区建设工程实现完工交付，该模式下，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。截至 2023 年末，公司在建的安置房均为自建安置房，投资进度已接近尾声，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，公司拟建自建类安置房项目 1 个，该项目计划投资总额为 15.12 亿元，目前尚在项目前期阶段，计划于 2024 年年底动工。

表 5：截至 2023 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%	0.64	0.64
中沙村安置小区项目	自建	2013~2017	6.14	1.82	100%	0.67	0.67
民主村二期安置小区项目	自建	2013~2016	9.19	2.94	100%	0.97	0.97
建设村一期安置小区项目	自建	2012~2015	9.15	3.17	100%	1.04	1.04
春南安置小区项目	PPP	2018~2022	64.88	25.09	60%	6.49	6.49
大源镇东升 1 号安置小区建设工程（二期）	PPP	2018~2022	9.24	3.72	70%	1.88	1.88
大源亭山安置小区建设工程	PPP	2018~2022	23.91	9.27	55%	2.06	2.06
灵桥镇永丰安置小区建设工程	PPP	2018~2022	27.29	9.96	55%	2.56	2.56
合计	--	--	156.24	57.94	--	16.31	16.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 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	10.58
大源安置二期 B 区块	13.22	2019-2024	6.66	6.26
富阳区春北安置小区 A 区块	21.45	2019-2024	10.60	9.96
富阳区春北安置小区 B 区块	42.43	2019-2024	20.72	19.48
灵桥安置小区二期 A 区块	42.99	2019-2024	20.81	19.56
灵桥安置小区二期 B 区块	32.60	2019-2024	15.14	14.23
灵桥安置小区二期 C 区块	19.49	2019-2024	9.43	8.86
合计	194.44	—	94.61	88.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2023 年末公司拟建的安置房项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	总建筑面积	建设期间	计划总投资
富阳区春北安置小区 D 区块	17.95	2024-2027	15.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块，跟踪期内，基础设施建设业务仍主要由公司本部负责，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，负责新城区域基础设施建设项目的投融资及项目建设。公司与富春湾新城管委会签订了《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投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，2023 年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 2023 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，合计总投资接近 300.00 亿元，已投资 250.90 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，同时公司基础设施建设项目尚未实现完工结算，需关注未来结算情况。

表 8：截至 2023 年末在建基建项目情况（亿元）

项目	总投资额	已投资额
大桥南路改造工程	2.76	2.73
洋浦江生态整治工程	0.85	0.84
江滨南大道工程	2.76	2.38
工业排水管道工程	0.41	0.34
工业给水管道工程	1.68	1.47
江南新区道路修复工程	0.20	0.18
灵桥大浦整治工程	0.31	0.21
园区道路管网维保工程	0.21	0.18
南大道东延线工程	1.36	1.30
蔡伦路综合改造工程	0.86	0.65
大桥南路延伸至大源段工程	1.31	1.31
杭黄铁路站前广场工程	6.14	6.00
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	0.53
灵桥-大源污水管网改造工程	0.50	0.37
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	0.34
秦望南路下穿杭黄节点工程	0.46	0.31
杭黄落客平台工程	0.23	0.21
亭山路（一期）工程	9.36	7.71
江南大道（一期）工程	49.40	46.27
省人民医院富阳院区	24.00	18.47

杭黄一平方公里综合开发	44.13	32.88
经纬路一期	1.49	1.49
经纬渠新建及景观配套工程	5.62	4.97
亭山变以东高压线迁改	0.66	0.61
杭新景灵桥互通改建工程	6.36	5.99
亭山路二期（赤亭纸路-科甲路）	3.47	2.19
富春湾大道（一期）	53.24	45.41
亭山渠	8.56	8.26
富春湾大道二期（小源溪以东段）	49.29	41.53
富春湾第三中学（灵桥中学）	5.00	3.93
建设区块配套道路工程	6.42	4.85
秦望南路一期（洋浦江至富春湾大道）-春北片区	6.24	3.76
其他零星工程	2.61	2.61
合计	297.55	250.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还有部分自营项目，以光电、门窗、医疗器械类产业园为主，截至 2023 年末，公司主要在运营的产业园包括小微产业园和光机所，光机所系富春湾新城光电产业园提升改造工程项目孵化科研及产业基地部分，该提升改造工程项目计划总投资 34.74 亿元，截至 2023 年末，已投资 27.79 亿元，主要包括科研大楼、商业办公、工业厂房等经营性业态，光机所于 2023 年完工，因此目前出租率尚低。在建项目方面，主要包括富春湾智能安防产业基地及富春湾医械健康产业制造产业园等项目，在建项目资金来源为自筹，预计采取自营租金收入来平衡前期投入，该类项目尚需投资规模较大，需持续关注公司自营项目未来实际运营情况和资金平衡情况。

表 9：截至 2023 年末公司产业园运营情况（万平方米，%，元/平方米/天）

项目名称	可供出租面积	出租率	平均租金
小微产业园	15.56	92.00	1.0
光机所	7.82	35.40	1.2
合计	23.38		

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 年末公司在建产业园项目情况（亿元）

项目名称	拟建设周期	计划总投资	已投资
科创中心	2022-2025	4.50	0.21
富春湾智能安防产业基地	2022-2025	10.55	1.85
富春湾医械健康产业制造产业园	2022-2025	10.65	1.54
激光材料产业园	2023-2026	7.00	0.14
西湖大学产业园	2023-2025	16.50	0.03
合计		49.20	3.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块，跟踪期内，公司其他业务仍包括钢材销售、混凝土销售、水泥稳定碎石销售及园区养护业务。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，公司先和新城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。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。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。园区养护服务

的经营主体为子公司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，管理的园区主要为新城片区公共设施及产业园区。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府持续支持，公司所有者权益保持增长，具备较强的资本实力；但随着项目持续推进，公司债务规模不断扩大，财务杠杆水平仍处于较高水平，资本结构有待优化，且经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

资本实力与结构

公司资产主要由传统基建业务形成的存货资产构成，同时保有一定规模的货币资金供日常经营所需。资产结构以流动资产为主，占比接近 98%。近年来公司匹配政府战略加快新城建设，资产规模整体呈增长态势。跟踪期内，公司持续推进土地开发进度，同时周边配套基础设施建设投资增加，存货持续增加；伴随土地整理业务结算增加，应收账款同步增长。跟踪期内与当地国有企业往来款增加，其他应收款同步增长；长期股权投资的减少主要系子公司富春湾国际（香港）有限公司退出对外投资所致。总体来看，公司资产收益性一般，同时土整、基建项目等建设投入较大，流动性不足，整体资产质量一般。

跟踪期内，公司债务规模增长较快，短期债务占比有所下降，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。跟踪期内公司及子公司合计收到富阳区财政局拨付资金 38.68 亿元，同时收到划拨土地（富春湾 C-6 地块/C-7 地块/C-8 地块），评估入账 6.17 亿元，公司资本公积增加 44.86 亿元，带动公司经调整的所有者权益¹同比增长。整体来看，跟踪期内公司财务杠杆水平仍处于较高水平。

表 11：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	信用、保证、抵押、质押、委托贷款的等	499.13	58.07	68.90	57.37	314.79
债券融资	公司债、企业债、定向工具等	102.00	15.00	0.00	0.00	87.00
其他	融资租赁、信托、保债、应付票据等	100.73	8.00	31.78	19.08	41.87
合计	--	701.86	81.07	100.68	76.45	443.66

注：短期债务规模差异系公司于 2024 年 1 季度偿还了 12 亿元 21 富湾 01 和 3 亿元 21 富湾 03，而 2023 年审计报告列示在应付债券中。
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流跟踪期内净流出规模减少，收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金均增长较大，主要系公司和其他平台公司的往来款增加，整体来看经营活动获现能力仍较为一般，无法保障利息的支出。投资活动净现金流跟踪期内保持较大规模的净流出，主要系公司开展产业园、基础配套、安置房等项目建设的投资支出。近年来公司持续

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

推进项目建设，主要依靠发行债券、银行借款等方式满足，筹资活动产生的现金流量呈现大规模净流入的态势，2023 年因偿还债务较多净流入规模有所减少。2023 年随其他收益的减少，公司利润总额有所下降，但费用化利息的上升致使 EBITDA 水平同比波动不大。EBITDA 对利息的保障倍数进一步减弱，整体保障程度较弱。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 947.27 亿元，尚未使用授信额度为 422.02 亿元，备用流动性较为充足。近年来公司在金融市场有一定的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 12：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023
货币资金	30.27	64.48	65.12
应收账款	37.62	64.83	85.24
其他应收款	30.29	6.91	21.83
预付款项	8.49	11.06	2.54
存货	680.34	822.57	919.51
在建工程	0.05	0.08	4.59
无形资产	2.30	1.60	2.49
投资性房地产	5.25	5.42	5.03
长期股权投资	10.00	10.00	3.58
资产总计	811.05	1,000.71	1,127.39
经调整的所有者权益合计	318.93	311.75	367.14
总债务	425.77	568.70	701.86
短期债务占比	14.17	13.76	9.41
资产负债率	60.68	68.85	67.43
总资本化比率	57.17	64.59	65.66
经营活动产生的现金流量净额	-97.47	-96.16	-32.94
投资活动产生的现金流量净额	22.00	-7.41	-70.40
筹资活动产生的现金流量净额	103.33	133.75	96.72
收现比	0.30	0.19	0.10
EBITDA	11.12	10.56	10.54
EBITDA 利息保障倍数	0.67	0.42	0.34
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-5.83	-3.81	-1.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产为 171.47 亿元，占当期末总资产的 15.21%，主要为用于借款抵押的存货资产和货币资金，受限规模较大，但存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保金额占同期末净资产的比例为 29.81%²，需关注或有负债风险；同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

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 2024 年 5 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。

调整项

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

² 公司对外担保具体情况见附三。

认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司 ESG 对持续经营和信用风险负面影响整体较小。

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，如 2023 年 8 月公司在作业过程中造成了林木毁坏的行为，被富阳区综合行政执法局处以 21.94 万元罚款及异地补种一株树木的行政处罚。

社会方面，公司在履行社会责任，社会争议事件管理和投资者责任方面表现较好。

治理方面，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

跟踪期内，富阳区工业产业基础不断夯实，积极培育 5G 光通信、先进装备制造、生物医药、集成电路、物联网等产业，经济财政稳步发展，公司是新城片区唯一的开发建设主体，区域重要性较强；公司实际控制人为富阳区国资办，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性，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。2023 年富阳区财政局拨付资金 38.68 亿元，同时公司收到政府划拨土地评估入账 6.17 亿元。综上，跟踪期内富阳区政府具备很强的支持能力，同时保持对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“21 富湾 04/21 富湾债 01”募集资金总额 18 亿元，截至 2023 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。

“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 年末，公司已使用本期债券募集资金合计 18.70 亿元，其中 4.70 亿元用于补充营运资金，14 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完毕。

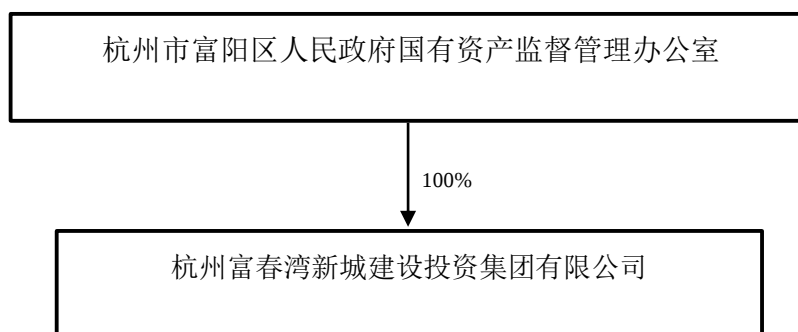
“21 富湾 04/21 富湾债 01”和“22 富湾债/22 富湾债”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，整体业务持续性和稳定性较强，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

³ 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。

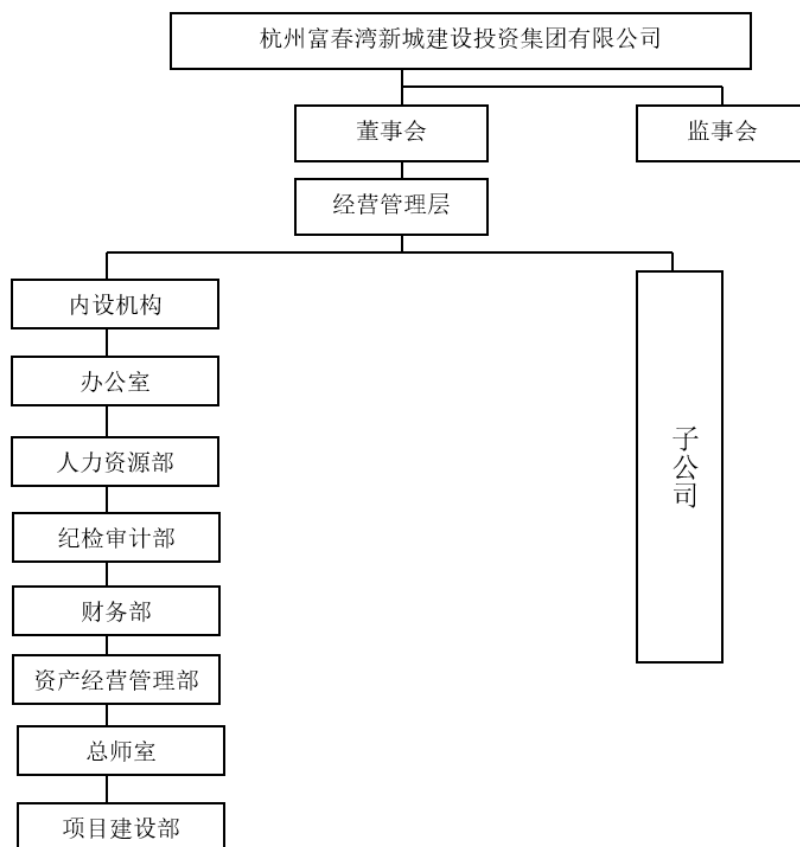
评级结论

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⁺**，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⁺**。

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 2023 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	杭州富春湾新城资产运营管理有限公司	100
5	杭州富阳南港建设管理有限公司	51.22
6	杭州富春湾新城房地产开发有限公司	100
7	富春湾国际（香港）有限公司	100
8	杭州富春湾光电科技有限公司	100
9	杭州富春湾新型建材有限公司	100
10	杭州富春湾信息科技有限公司	100
11	杭州富春湾生态农业科技有限公司	100
12	杭州仕喆科技有限公司	100
13	杭州富春湾智能安防科技有限公司	66.67
14	杭州富春湾生命健康科技有限公司	66.67
15	杭州宽鸿科技有限公司	100
16	杭州钦源科技有限公司	100
17	杭州瑞乘科技有限公司	100
18	杭州朗舜科技有限公司	100
19	西富芯（浙江）光电科技有限公司	100
20	源湾（杭州）光电器件制造有限公司	100
21	杭州赛频科技有限公司	100
22	杭州翱联科技有限公司	100
23	杭州大碛科技有限公司	100
24	杭州翱恒科技有限公司	100
25	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）	2021	2022	2023
货币资金	302,749.37	644,758.28	651,203.59
非受限货币资金	287,749.37	589,495.08	523,240.39
应收账款	376,193.66	648,277.15	852,412.90
其他应收款	302,862.13	69,143.40	218,267.41
存货	6,803,356.76	8,225,733.54	9,195,132.36
长期投资	115,858.14	148,393.86	95,411.99
在建工程	501.14	827.37	45,865.85
无形资产	22,957.44	16,005.64	24,931.43
总资产	8,110,489.77	10,007,114.60	11,273,853.81
其他应付款	147,064.77	683,311.89	329,688.19
短期债务	603,497.51	782,501.48	660,709.49
长期债务	3,654,167.74	4,904,497.69	6,357,931.59
总债务	4,257,665.25	5,686,999.17	7,018,641.07
总负债	4,921,212.52	6,889,570.54	7,602,501.56
利息支出	167,173.89	252,430.17	308,360.65
经调整的所有者权益合计	3,189,277.25	3,117,544.06	3,671,352.25
营业总收入	400,226.15	358,858.72	447,480.55
经营性业务利润	103,258.87	88,822.56	74,468.67
其他收益	10,742.28	37,134.09	46.74
投资收益	2,481.82	637.09	-3,161.47
营业外收入	350.16	425.21	262.66
净利润	102,450.01	92,718.34	66,725.51
EBIT	109,864.69	104,892.77	98,068.67
EBITDA	111,193.06	105,634.43	105,398.86
销售商品、提供劳务收到的现金	121,807.49	68,997.63	44,033.91
收到其他与经营活动有关的现金	119,901.20	515,581.59	3,304,228.43
购买商品、接受劳务支付的现金	1,104,542.24	1,323,362.36	300,373.76
支付其他与经营活动有关的现金	112,117.80	244,056.46	3,370,231.49
吸收投资收到的现金	0.00	266,000.00	600.00
资本支出	17,609.08	4,965.36	793,226.37
经营活动产生的现金流量净额	-974,657.08	-961,602.61	-329,403.86
投资活动产生的现金流量净额	220,042.83	-74,138.34	-704,009.49
筹资活动产生的现金流量净额	1,033,328.95	1,337,486.67	967,158.65
现金及现金等价物净增加额	278,714.70	301,745.71	-66,254.69
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	25.90	18.26	21.20
期间费用率(%)	2.65	3.62	4.33
应收类款项/总资产(%)	8.37	7.17	9.50
收现比(X)	0.30	0.19	0.10
资产负债率(%)	60.68	68.85	67.43
总资本化比率(%)	57.17	64.59	65.66
短期债务/总债务(%)	14.17	13.76	9.41
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-5.83	-3.81	-1.07
总债务/EBITDA(X)	38.29	53.84	66.59
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.13	0.16
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.67	0.42	0.34

注：中诚信国际根据 2021~2023 年审计报告整理；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：杭州富春湾新城建设投资集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额（亿元）
1	杭州富春山居集团有限公司	国企	5.04
2	杭州富春山居生态发展有限公司	国企	0.09
3	杭州富阳场口小城镇投资建设有限公司	国企	5.90
4	杭州富阳城建集团土地综合服务有限公司	国企	9.40
5	杭州富阳城市建设投资集团有限公司	国企	38.71
6	杭州富阳交通发展投资集团有限公司	国企	8.18
7	杭州富阳开发区产业投资有限公司	国企	9.45
8	杭州富阳开发区基础设施建设有限公司	国企	26.90
9	杭州富阳开发区建设投资集团有限公司	国企	4.57
10	杭州富阳清风实业发展有限公司	国企	0.09
11	杭州富阳三国圆旅游发展有限公司	国企	0.09
12	杭州富阳天泽摩安资产管理有限公司	--	1.00
合计		--	109.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	资产负债率	负债总额/资产总额
	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
盈利能力	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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。

附五：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