

2013 年杭州余杭创新投资有限公司

**公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【598】号 01

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：
2020 年 3 月 18 日

债券偿还方式：每年付
息，自第 3 年末每年偿
还本金的 20%

分析师

姓名：
田珊 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
tiansh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2013 年杭州余杭创新投资有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 6 月 26 日	2016 年 6 月 3 日

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对杭州余杭创新投资有限公司（以下简称“余杭创投”或“公司”）及其 2013 年 03 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2016 年余杭区经济总量保持较快增长，地方综合财力大幅增长；地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予公司大力支持；土地开发业务持续性较好。同时我们也关注到公司整体资产流动性一般；学费收入具有不可持续性；经营活动现金流表现较差，有息债务规模较大，存在较大的短期偿付压力以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 余杭区经济总量保持较快增长，地方综合财力大幅增强。2016 年余杭区实现生产总值 1,411.62 亿元，同比增长 12.2%，经济总量保持较快增长；地方综合财力为 456.17 亿元，同比增加 41.02%，财政实力大幅增强。
- 地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予大力支持。资产注入方面，2016 年公司收到财政拨款金额为 6.71 亿元，计入资本公积，增强了资本实力；财政补贴方面，公司收到 7.87 亿元财政补贴，提升了公司利润水平。
- 公司土地开发业务持续性较好。截至 2016 年底，公司在开发的土地面积接近 1 万亩，2017-2018 年公司计划出让土地的合计面积为 1,400 亩，若未来开发的土地实现出让，将会实现较大规模的收入。

关注：

- **整体资产流动性一般。**截至 2016 年底，公司资产中存货和其他应收款合计账面价值为 267.02 亿元，占资产总额的比重为 72.52%，其中存货变现能力不强，其他应收款回款时间具有一定不确定性，整体资产流动性一般。
- **学费收入具有不可持续性。**2016 年公司取得联合办学分成的学费收入为 0.35 亿元，但浙江理工大学科技与技术学院计划于 2018 年前搬离，公司将不再享有学费收入分成，该项未来不具有可持续性。
- **经营活动现金流表现较差，有息债务规模较大，存在较大的短期偿付压力。**2016 年度，公司经营活动现金净流出规模为 11.86 亿元，表现较差；截至 2016 年底，有息债务规模为 176.86 亿元，规模较大，且较上年大幅增长，其中 2017 年需偿付的有息负债规模为 21.88 亿元，存在较大的短期偿债压力。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保金额总计 46.06 亿元，占所有者权益的 31.03%，规模较大，对外担保对象主要为地方国有企业，无反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	3,681,859.19	2,918,201.86	2,332,901.70
所有者权益合计（万元）	1,484,378.59	1,252,834.26	1,058,245.88
有息债务（万元）	1,768,566.74	1,244,962.75	1,027,675.00
资产负债率	59.68%	57.07%	54.64%
流动比率	4.83	4.52	4.69
营业收入（万元）	254,098.75	239,759.44	197,890.94
政府补助（万元）	78,721.46	58.80	23,147.42
利润总额（万元）	190,725.16	43,818.17	72,358.75
综合毛利率	77.32%	49.79%	45.52%
EBITDA（万元）	280,705.49	101,363.64	96,874.36
EBITDA 利息保障倍数	2.14	1.14	2.57
经营活动现金流净额（万元）	-118,597.84	-261,567.72	-237,060.08

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《关于浙江杭州余杭创新投资有限公司发行 2013 年公司债券核准的批复》（发改财金【2013】449 号字），公司于 2013 年 3 月 18 日公开发行 12 亿元公司债券。截至 2017 年 5 月 31 日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016 年度，公司注册资本与实收资本、经营业务范围，控股股东与实际控制人以及合并业务范围未发生变化，实际控制人仍为余杭区国有资产管理领导小组办公室。

截至 2016 年底，公司资产总额为 368.19 亿元，所有者权益为 148.44 亿元，资产负债率为 59.68%；2016 年度，公司实现营业收入 25.41 亿元，利润总额 19.07 亿元，经营活动现金净流出 11.86 亿元。

三、地方经济与财政实力

杭州市经济实力雄厚，总量保持增长，第三产业增长迅速，但整体经济增速有所放缓

2016 年，杭州市实现地区生产总值 11,050.49 亿元，同比增长 9.5%。分产业看，第一产业增加值 304.84 亿元，第二产业增加值 3,977.39 亿元，第三产业增加值 6,768.26 亿元，分别同比增长 1.9%、4.7% 和 13.0%，三次产业结构由上年的 2.9: 38.9: 58.2 调整为 2016 年的 2.8: 36.0: 61.2。第三产业占比不断上升。杭州市人均地区生产总值 121,394 元（按常住人口计算），为全国人均 GDP 的 2.25 倍，经济发展水平较高。

从工业运行表现来看，2016 年，杭州市全市实现工业增加值 3,578.67 亿元，同比增长 5.2%，其中规模以上工业增加值 2,983.91 亿元，同比增长 5.6%。规模以上工业中，战略性新兴产业、装备制造业、高新技术产业分别实现增加值 812.07 亿元、1,249.59 亿元和 1,372.92 亿元，同比增长 11.6%、14.6% 和 12.5%。固定资产投资方面，2016 年，杭州市全市完成固定资产投资 5,842.42 亿元，同比增长 5.1%，增速较上年下降 7.1 个百分点，为 2011 年以来最低值，其中民间投资 3,006.78 亿元，同比增长 1.0%，占固定资产投资的 51.5%。第三产业投资 4,916.16 亿元，同比增长 7.0%，是拉动投资需求的主要动力。整体来看，杭州市工业经济运行总体表现较好，但固定资产投资增速明显放缓。

表 1 2015-2016 年杭州市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	11,050.49	9.5%	10,053.58	10.2%
第一产业增加值	304.84	1.9%	287.69	1.8%
第二产业增加值	3,977.39	4.7%	3,910.60	5.6%
第三产业增加值	6,768.26	13.0%	5,855.29	14.6%
工业增加值	3,578.67	5.2%	3,497.92	5.5%
固定资产投资	5,842.42	5.1%	5,556.32	12.2%
社会消费品零售总额	5,176.20	10.5%	4,697.23	11.8%
进出口总额	4,485.97	8.7%	665.66(亿美元)	-2.1%
存款余额	33,386.04	11.8%	29,863.83	13.9%
贷款余额	26,169.00	12.2%	23,327.95	9.3%
人均GDP(元)		121,394		112,268
人均GDP/全国人均GDP		2.25		2.55

资料来源：2015-2016年杭州市国民经济和社会发展统计公报

余杭区经济总量继续提升，增长速度较快

2016年，余杭区经济继续保持增长，全区实现生产总1,411.62亿元，同比增长12.2%，从地方生产总值的构成看，第一产业实现增加值50.04亿元，同比增长1.5%；第二产业实现增加值477.86亿元，同比增长4.1%；第三产业实现增加值883.72亿元，同比增长18.1%。三次产业结构比例由上年的3.8：36.8：59.4调整为3.5：33.9：62.6，第三产业占比不断上升，余杭区人均地区生产总值12.07万元（按常住人口计算），为全国人均GDP的2.28倍，经济发展水平较高。总体来看，余杭区经济总量继续提升，增速有所提升。

工业经济方面，2016年余杭区全年实现工业增加值437.92亿元，同比增长4.6%。截至2016年年末，余杭区规模以上工业企业达到1,193家，实现增加值329.27亿元，同比增长5.0%，其中装备制造业、高新技术产业、战略性新兴产业增加值占规模以上工业增值的比重分别达49.0%、53.4%与23.9%。固定资产投资方面，2016年，余杭区完成固定资产投资1,040.32亿元，同比增长13.1%，继续保持较快的增长速度。总体来看，余杭区工业增加值继续增加，且增速加快，固定资产投资增速有所放缓。

表 2 2015-2016 年杭州市余杭区主要经济指标

项目	2016年		2015年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值(亿元)	1,411.62	12.2%	1,235.66	11.0%
第一产业增加值(亿元)	50.04	1.5%	47.07	1.4%
第二产业增加值(亿元)	477.86	4.1%	455.11	4.7%
第三产业增加值(亿元)	883.72	18.1%	733.47	17.1%

工业增加值（亿元）	437.92	4.6%	413.47	3.5%
固定资产投资（亿元）	1,040.32	13.1%	920.00	17.0%
社会消费品零售总额（亿元）	433.16	10.7%	391.21	12.0%
进出口总额（亿美元）	53.22	2.2%	54.33	-9.7%
存款余额（亿元）	2,331.10	17.3%	1,970.86	8.2%
贷款余额（亿元）	1,549.06	10.7%	1,399.17	7.2%
人均 GDP（万元）		12.07		10.56
人均 GDP/全国人均 GDP		2.28		2.16

资料来源：2015-2016 年杭州市余杭区国民经济和社会发展统计公报

杭州市财政收入继续增加，公共财政收入为其主要来源，财政自给率水平很高

2016年杭州市全年完成财政收入2,558.41亿元，比上年增长14.0%，增速较上年有所下降；其中公共财政收入1,402.38亿元，增长13.2%，占财政收入比重为54.81%，为其主要来源。2016年全市公共财政支出1,404.31亿元，增长16.4%，其中用于民生支出1,084.40亿元，同比增长17.4%，占财政支出的77.2%，公共财政支出具备一定的刚性。财政自给率方面，2016年杭州市财政自给率为99.86%，较上年略有降低，但公共财政收入与公共财政支出保障水平很高。

表 3 2015-2016 年杭州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	同比	金额	同比
财政收入	2,558.41	14.0%	2,313.85	25.0%
公共财政收入	1,402.38	13.2%	1,233.88	9.8%
公共财政支出	1,404.31	16.4%	1,205.48	15.6%
财政自给率	99.86%	-	102.36%	-

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出，下同。

资料来源：2015-2016 年杭州市国民经济和社会发展统计公报

余杭区地方综合财力继续提升，公共财政收入有所增加，且质量较好，但政府性基金收入规模未来存在不确定性

2016 年余杭区地方综合财力为 456.17 亿元，同比增加 41.02%，从地方综合财力构成来看，公共财政收入和政府性基金收入仍是余杭区财政收入的主要来源，分别占其比重为 53.55% 和 37.13%。

得益于区域经济持续增长，余杭区公共财政收入为 244.29 亿元，同比增加 30.18%，其中税收收入 226.78 亿元，同比增加 30.69%，税收收入占公共财政收入的比重为 92.83%，公共财政收入质量好。

上级补助方面，余杭区继续获得上级政府的大力支持，当年获得上级补助收入为 42.53 亿元，较上年增长 54.57%，主要系返还性收入和一般性转移支付收入增加所致，2016 年

度一般性转移支付收入为 15.78 亿元，其可支配性较强，有利于缓解财政支出资金压力。

政府性基金收入方面，余杭区政府性基金收入主要来自于国有土地使用权出让收入，受杭州区域房地产市场及土地交易市场景气度的提升，2016 年政府性基金收入为 169.36 亿元，同比增加 56.35%，其中国有土地使用权出让收入占政府性基金收入比重为 89.06%，考虑到国有土地使用权出让金收入易受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响，未来政府性基金收入规模存在一定的不确定性。

表 4 2015-2016 年余杭区财政收支情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	4,561,704	3,234,795
（一）公共财政收入	2,442,888	1,876,477
其中：税收收入	2,267,761	1,735,235
非税收入	175,127	141,242
（二）上级补助收入	425,206	275,094
其中：返还性收入	153,000	66,920
一般性转移支付收入	157,813	97,672
专项转移支付	114,393	110,502
（三）政府基金收入	1,693,610	1,083,224
其中：国有土地使用权出让收入	1,508,277	972,059
财政支出	3,923,651	2,750,062
（一）公共财政支出	2,214,988	1,677,326
（二）政府基金支出	1,708,663	1,072,736
财政自给率	110.29%	118.73%

资料来源：杭州市余杭区财政局，鹏元整理

财政支出方面，2016 年余杭区公共财政支出规模为 221.50 亿元，同比增加 32.05%，公共财政支出主要集中于一般公共服务、交通运输、城乡社区、社会保障和就业、教育和公共安全等刚性支出方面。2016 年余杭区财政自给率为 110.29%，较上年略有降低，但公共财政收入对于公共财政支出的保障水平仍很高。

四、经营与竞争

2016 年，公司实现营业收入规模为 25.41 亿元，同比略有增加，其中土地开发与租赁业务收入为其主要来源，土地开发收入为 23.03 亿元，租赁业务收入为 1.38 亿元，房产销售收入与学费收入规模不大，但对营业收入构成一定补充。毛利率方面，得益于土地开发业务毛利率提升且收入规模扩大，2016 年公司的综合毛利率达到 77.32%，盈利能力很强，但房产销售业务继续处于亏损状态，主要系部分房产销售对象为引进的高新技术企业或者高

层次人才等，销售价格相对较低所致。

表 5 2015-2016 年公司营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发收入	230,280.40	87.85%	178,371.70	71.86%
租赁收入	13,846.36	-15.94%	10,707.73	15.61%
房产销售收入	5,942.58	-19.81%	47,380.35	-25.34%
学费收入	3,517.89	100.00%	3,299.65	100.00%
其他	511.52	-3.42%	-	-
合计	254,098.75	77.32%	239,759.44	50.52%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

土地开发收入有所增加，盈利能力进一步增强，且水平较高；在开发土地规模较大，业务持续性较好，但土地开发收入和毛利率可能存在一定的波动

根据余杭区人民政府、杭州市国土资源局余杭分局和公司签订的三方《委托合作开发协议》（以下简称“开发协议”），余杭区人民政府与杭州市国土资源局余杭分局共同委托公司进行未来科技城重点建设区域内一级土地开发事宜，包括农用转用、征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等，待土地开发完成且验收合格后，由余杭区土地储备中心进行公开出让，经营性用地按照土地出让金的一定比例（不扣除相关规费）返还，工业用地按照土地出让合同金额返还，公司依据实际收到款项确认收入。2016 年度公司主要在五常街道、仓前街道和闲林街道范围内开展土地开发业务，当年出让面积为 537.95 亩，商务用地出让面积为 92.98 亩，工业用地出让面积为 162.75 亩，住宅用地出让面积为 282.22 亩，实现土地出让收入 23.03 亿元，因不同地块开发成本存在差异以及出让土地的构成变动，当年毛利率进一步提升，水平达到 87.85%，盈利能力很强。

表 6 2016 年公司土地开发业务情况（单位：万元）

出让面积	开发成本	开发收入
商务用地出让面积为 92.98 亩，工业用地出让面积为 162.75 亩，住宅用地出让面积为 282.22 亩	27,973.30	230,280.40

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司正在开发的土地接近 1 万亩，2017-2018 年公司合计计划出让土地的面积 1,400 亩，考虑到公司在开发的土地规模较大，未来业务收入较有保障，但需关注收入实现规模取决于政府出让计划以及区域土地市场行情，未来规模存在不确定性。

租赁业务收入继续增加，但经营处于亏损状态；学费收入规模较小，未来无持续性

公司租赁业务收入系科创中心（一期、二期）、海创园首期项目、梦想小镇项目以及人才公寓一期贡献，其中科创中心可供租赁的面积合计为 13.88 万平方米；海创园首期项

目总建筑面积 37.05 万平方米，经营模式为租售结合方式；人才公寓一期可供租赁面积为 8.78 万平方米；梦想小镇可供租赁面积为 17 万平方米。2016 年公司新增部分物业并实现对外租赁，实现租赁收入为 1.38 亿元，受当年计提房产折旧使得租赁业务成本增加，租赁业务经营亏损。

截至2016年末，公司在建房地产项目主要为人才公寓二期，总建筑面积为1.93万平方米，未来拟用于出租；科创中心、海创园首期、梦想小镇项目以及人才公寓一期房产物业合计可租赁面积为76.71万平方米，但公司物业租赁情况取决于区域房产租赁市场情况，存在一定不确定性。

表 7 截至 2016 年末公司租赁收入构成情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

项目名称	租赁面积	出租率	租赁单价
海创园首期	6.87	-	45-120
梦想小镇	13.70	80.59%	45-120
科创中心（一期、二期）	9.20	66.29%	30-60
人才公寓一期	8.06	91.80%	24

注：海创园首期采取租售结合方式，目前租售比例尚未确定。

资料来源：公司提供

公司学费收入系子公司浙江联大教育投资有限公司（以下简称“联大教育”）贡献，联大教育与浙江理工大学合作创办浙江理工大学科技与技术学院，联大教育为学校提供教育场地与相关的教学器材配套，浙江理工大学负责提供师资、招生及相关管理服务，联大教育获得 1/3 的学费和 3/4 的住宿费作为其收益。2016 年公司实现学费收入 0.35 亿元，学费收入对公司利润提供一定补充，但该校计划于 2018 年前搬离，搬迁后公司将不再享有学费和住宿费分成，因此该项收入未来不具有可持续性。

公司已完工的基础设施项目较多，但尚未签订具体回购协议，收入实现存在不确定性

公司承担余杭创新基地范围内基础设施建设任务，根据杭科（创）管【2012】31号文件，未来科技城（海创园）管委会（以下简称“管委会”）规划建设局代表管委会授予公司对“未来科技城39平方公里核心区块的基础设施建设”项目BT运作的所有权益，并根据实际情况分具体项目进行结算，项目资本金及回购资金由未来科技城（海创园）管委会财政局负责从财政资金中安排解决。2016年度，因公司与委托单位尚未签订具体项目的回购协议，未有项目完成回购，当年未实现基础设施建设收入。截至2016年12月31日，公司承担已完工的基础设施工程项目主要包括文一西路工程、临余公路工程与海曙路工程等，形成的账面价值为67.86亿元，计入存货委托代建项目科目需关注公司目前尚未与委托单位签订回购协议，未来收入实现存在不确定性。

表 8 截至 2016 年末公司已完工但尚未回购的基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	账面价值
文一西路工程	140,000.00
中都工程	70,000.00
临余公路工程	93,800.00
良睦路工程	40,000.00
闲祝公路工程	48,000.00
海曙路工程	78,000.00
核心区块工程	23,000.00
常二路工程	17,510.00
生态核心公园工程	40,000.00
未来科技城第一小学	24,728.00
文二西路工程（上仓路至荆长大道）	88,692.00
文二西路（荆长公路至上仓路）两侧整治	20,508.00
上仓路（文一西路至 02 省道）	16,715.00
公交 BRT6 号线配套工程	14,000.00
合计	678,574.00

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司在建、拟建项目主要包括创远路（余杭塘河南路至灵长路）、金星二路（余杭塘河南路至15省道）以及汪桥港（文一西路至何过港）河道整治，合计总投资3.62亿元，规模不大，面临资金压力较小。

地方政府继续在资产注入与财政补贴方式给予大力支持，提升了公司资本实力与利润水平

公司承担余杭区基础设施建设与土地开发业务，为支持其业务发展，地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予支持。资产注入方面，2016年根据浙江杭州未来科技城（海创园）管委会财政局文件《于同意财政安排的财政拨款作为公司资本公积的决定》，公司收到财政拨款金额为6.71亿元，增强了资本实力。财政补贴方面，根据杭州未来科技城（海创园）管委会财政局“关于同意财政安排的财政拨款作为你公司营业外收入的批复”文件等，公司收到财政补贴金额为7.87亿元，提升了利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2016 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016 年度公司合并范围

无变化。

财务分析

资产结构与质量

公司资产规模进一步增加，其他应收款、存货以及投资性房地产占比较大，整体资产流动性一般

截至 2016 年底，公司资产规模增至 368.19 亿元，同比增长 26.17%，从资产结构来看，流动资产占比资产总额的比重为 84.88%，为其主要构成。

截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款与存货构成。货币资金为银行存款，账面价值为 30.51 亿元，无资金受限情况；预付款项主要为预付拆迁款与工程款，规模为 12.57 亿元，同比略有降低，前五大预付对象分别为杭州余杭经济开发建设有限公司、杭州余杭仓前建设开发有限公司、杭州余杭经济开发建设有限公司、杭州南湖建设开发有限公司与杭州顺帆实业有限公司，合计账面价值为 12.41 亿元，占预付账款的比重为 98.73%，其中预付于上述对象的款项账龄主要集中在 1-2 年与 2-3 年，需关注预付账款对营运资金的占用情况；其他应收款主要为往来款，规模达到 23.12 亿元，与上年大体持平，前五大应收对象为杭州余杭经济开发建设有限公司、杭州市余杭区闲林街道财政所、杭州南湖建设开发有限公司、杭州余杭经济技术开发区管委会与浙江杭州未来科技城市管理委员会，上述对象合计欠款为 18.84 亿元，占其他应收款比重为 81.36%，考虑到其他应收款应收对象主要为地方国有企业与政府单位，回收风险相对较小，但其他应付款规模较大，对营运资金形成较大占用；随着土地开发、房产与基础设施建设业务的持续投入，存货账面价值增至 243.90 亿元，从存货构成来看，开发成本、开发产品与受托代建项目为其主要构成，开发成本账面价值 149.46 亿元，较上年增长 31.51%，开发产品账面价值为 25.00 亿元，委托代建项目账面价值为 69.43 亿元，其中开发成本主要为土地开发投入形成，开发产品主要为房产项目，委托代建项目系基础设施代建投入，当年用于借款抵押的存货账面价值为 14.37 亿元，占存货的比重为 5.90%，总体看来，开发成本变现取决于开发进度与政府出让计划；开发产品变现受区域物业租赁市场景气度影响较大；委托代建项目变现则主要取决于政府回购计划与款项支付安排，且存货中部分资产已抵押，整体变现能力不强。

公司非流动资产主要由投资性房地产与可供出售金融资产组成。截至2016年底，可供出售金融资产账面价值为13.60亿元，同比大幅增加，主要系公司对杭州创新中心有限公

司与浙物瞰澜（杭州）投资合伙企业（有限合伙）等增资所致，期末可供出售金融资产主要投资对象为杭州余杭创晖投资管理合伙企业（有限合伙）与杭州通来创新投资合伙企业（有限合伙）等企业，但当期未取得现金红利，考虑到可供出售金融资产处置收益取决于被投资单位的经营情况，存在一定的不确定性。投资性房地产主要为公司持有的用于出租的房产物业项目，账面价值达到22.37亿元，较上年增加52.62%，主要系部分物业房产项目完工由存货转入投资性房地产所致。

表 9 2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	305,087.16	8.29%	167,043.97	5.72%
预付款项	125,703.50	3.41%	134,286.54	4.60%
其他应收款	231,229.48	6.28%	236,371.86	8.10%
存货	2,438,960.37	66.24%	1,930,341.62	66.15%
流动资产合计	3,125,257.71	84.88%	2,569,367.39	88.05%
可供出售金融资产	135,978.28	3.69%	53,675.01	1.84%
投资性房地产	223,689.81	6.08%	146,562.34	5.02%
非流动资产合计	556,601.48	15.12%	348,834.47	11.95%
资产总计	3,681,859.19	100.00%	2,918,201.86	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

整体来看，公司资产规模进一步增长，但存货和其他应收款占比较大，其中存货变现能力不强，其他应收款回款时间具有一定不确定性，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入有所增加，利润规模大幅增长，未来业务收入持续性较好

2016 年度，公司营业收入增至 25.41 亿元，同比增加 5.98%，其中土地开发与租赁业务收入为主要来源，截至 2016 年底，公司在开发的土地面积接近 1 万亩，2017-2018 年公司合计计划出让土地的面积 1,400 亩；在建的房产物业项目总建筑面积为 1.93 万平方米，在出租的房产物业合计可租赁面积为 76.71 万平方米；已完工的基础设施工程项目的账面价值为 67.86 亿元，若未来开发的土地实现出让，将会实现较大规模的收入，业务持续性较好。毛利率方面，2016 年得益于土地开发业务盈利能力大幅提升的共享，当年公司综合毛利率提升至 77.32%，盈利能力很强，考虑到土地开发业务毛利率水平主要取决于地块开发成本与政府返还比例，未来盈利能力存在不确定性。利润方面，2016 年公司利润总额为 19.07 亿元，其中政府补助金额为 7.87 亿元，占利润总额的比重为 41.27%。

表 10 2015-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	254,098.75	239,759.44
营业利润	112,207.35	44,042.01
政府补助	78,721.46	58.80
利润总额	190,725.16	43,818.17
综合毛利率	77.32%	49.79%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动回款情况大幅改善，但经营活动现金流与投资活动现金流表现较差，需关注资金支出压力

2016 年度，公司土地开发业务收入确认主要依据实际收到政府返还的款项，租赁业务与房产销售上年度结算款项本年实现回款，使得公司收现比达到 1.26，经营活动回款表现有所改善。随着土地开发与房产建设等不断投入以及支付往来款规模较大，2016 年经营活动现金表现为净流出，但净流出规模有所缩减，经营活动现金流表现较差。

投资活动方面，2016 年公司对部分股权投资企业进行增资以及购置理财产品，使得当年投资活动现金流表现为净流出，规模达到 16.03 亿元，考虑到投资活动现金流表现取决于股权投资计划等，存在不确定性。公司经营活动与投资活动现金流均为净流出，为满足经营活动与投资活动资金缺口，公司主要依赖银行借款等渠道筹集资金，2016 年筹资活动现金净流入规模为 41.70 亿元，规模较大。截至 2016 年底，公司在开发的土地规模接近 1 万亩，尚需投入资金，需关注资金支出压力。

表 11 2015-2016 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	1.26	0.74
销售商品、提供劳务收到的现金	319,939.86	178,382.24
收到的其他与经营活动有关的现金	211,276.83	291,169.63
经营活动现金流入小计	531,244.86	469,610.66
购买商品、接受劳务支付的现金	478,419.59	418,295.27
支付的其他与经营活动有关的现金	160,041.15	1,727.26
经营活动现金流出小计	649,842.70	731,178.38
经营活动产生的现金流量净额	-118,597.84	-261,567.72
投资活动产生的现金流量净额	-160,323.17	49,678.27
筹资活动产生的现金流量净额	416,964.20	277,403.26
现金及现金等价物净增加额	138,043.19	65,513.81

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模继续增加，有息负债规模较大，存在较大的短期偿债压力

得益于持续经营的积累与地方政府的支持等，截至 2016 年底，公司所有者权益增至 148.44 亿元。为满足经营活动与投资活动资金需求，2016 年公司债务融资规模继续增加，产权比率增至 148.04%，净资产对于负债总额的保障程度有所降低，且水平较低。

表 12 2015-2016 年公司偿债能力指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
负债总额	2,197,480.60	1,665,367.60
所有者权益	1,484,378.59	1,252,834.26
产权比率	148.04%	132.93%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年底，公司负债主要以非流动负债为主，非流动负债占其比重为 70.53%。流动负债主要包括应付账款、其他应付款与一年内到期的非流动负债构成，应付账款主要为工程款，前五大应付对象为中国联合工程公司、浙江振丰建设有限公司、浙江华临建设集团有限公司、浙江贝利建设集团有限公司与浙江花园建设有限公司，合计应付金额为 4.93 亿元，占应付账款的比重为 75.39%；其他应付款主要为应付上海兴瀚资产管理有限公司、杭州市余杭区五常街道农民多层公寓建设管理中心、杭州余杭五常经济发展有限公司以及杭州余杭惠农投资建设有限公司的往来款，规模达到 33.55 亿元，其他应付款偿付期限未约定，短期集中偿付可能性较小，有利于缓解营运资金压力。一年内到期的非流动负债主要系长期借款与应付债券结转所致，规模达到 20.68 亿元，存在较大的短期偿付压力。

非流动负债主要是长期借款、应付债券与长期应付款构成，长期借款规模为 95.94 亿元，主要为保证借款、质押与保证借款、质押借款以及地方政府债券，规模达 95.94 亿元；应付债券主要为本期债券与 2015 年与 2016 年发行的中期票据，账面余额为 28.15 亿元；长期应付款为应付杭州通来建设工程有限公司与杭州民创建设有限公司款项，应付余额为 30.89 亿元。截至 2016 年底，公司有息债务规模为 176.86 亿元，较上年大幅增长，规模较大，其中 2017 年需偿付的短期有息负债规模为 21.88 亿元，存在较大的短期偿债压力。

表 13 2015-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	65,419.54	2.98%	46,316.12	2.78%
其他应付款	335,535.32	15.27%	348,993.78	20.96%
一年内到期的非流动负债	206,780.20	9.41%	132,644.00	7.96%

流动负债合计	647,694.06	29.47%	567,848.85	34.10%
长期借款	959,420.74	43.66%	857,518.75	51.49%
应付债券	281,473.00	12.81%	220,000.00	13.21%
长期应付款	308,892.80	14.06%	20,000.00	1.20%
非流动负债合计	1,549,786.54	70.53%	1,097,518.75	65.90%
负债合计	2,197,480.60	100.00%	1,665,367.60	100.00%
其中：有息债务	1,768,566.74	80.48%	1,244,962.75	74.76%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

偿债指标方面，随着债务融资规模的扩大，公司资产负债率继续提高，截至 2016 年末，资产负债率为 59.68%，负债经营程度有所增加；流动比率和速动比率较上年变动不大，流动资产对流动负债的保障程度一般。得益于盈利能力的改善以及政府补助规模的增加，2016 年公司 EBITDA 大幅增加，相应地息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度有所提升。

表 14 2015-2016 年公司偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	59.68%	57.07%
流动比率	4.83	4.52
速动比率	1.06	1.13
EBITDA（万元）	280,705.49	101,363.64
EBITDA 利息保障倍数	2.14	1.14

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保金额总计46.06亿元，占所有者权益的31.03%，规模较大，对外担保对象主要为地方国有企业，无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保期限
杭州余杭良渚组团投资有限公司	33,000	2015.03-2020.03
杭州余杭良渚组团投资有限公司	47,000	2015.08-2017.08
杭州余杭良渚组团投资有限公司	9,760	2014.12-2017.12
杭州余杭良渚组团投资有限公司	24,000	2016.03-2021.03
杭州余杭良渚组团投资有限公司	30,000	2014.12-2019.12
杭州余杭良渚文化城投资有限公司	25,000	2016.08.17-2019.08.17
杭州余杭中泰城建设开发有限公司	4,950	2015.12.25-2018.12.19
杭州余杭中泰城建设开发有限公司	5,000	2016.05.31-2019.04.30
杭州市余杭区仓前街道农民多高层公寓建设中心	10,000	2015.02-2017.11.15

杭州市余杭区仓前街道农民多高层公寓建设中心	20,000	2015.06.25-2017.6.23
杭州余杭区粮食收储有限责任公司	3,000	2014.07-2019.07
杭州余杭新农村建设有限公司	36,100	2014.12-2024.10
杭州余杭超山风景名胜区旅游度假有限公司	15,000	2014.12-2017.12
杭州美丽洲实业有限公司	20,000	2015.8-2018.8
杭州余杭旅游集团有限公司	13,333.33	2015.12.28-2018.12.27
杭州余杭五常经济发展有限公司	19,500	2015.11-2017.1
杭州禹航城乡开发有限公司	5,000	2016.10-2017.11
杭州禹航城乡开发有限公司	5,950	2015.12.25-2018.12.19
杭州禹航城乡开发有限公司	5,000	2016.12.-2019.12
杭州临平新城开发建设有限公司	50,000	2016.03-2021.02
杭州余杭径山旅游度假有限公司	10,000	2016.12-2019.12
杭州余杭径山旅游度假有限公司	26,000	2016.10-2028.10
杭州余杭良渚组团投资有限公司	30,000	2014.06-2019.06
杭州余杭城西城乡建设投资有限公司	5,000	2016.08-2017.08
杭州余杭超山新农村建设有限公司	8,000	2016.04-2018.04
合计	460,593.33	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

七、评级结论

2016 年度，余杭区经济总量保持较快增长，地方综合财力大幅增强，地方政府继续在财政补贴与资产注入方面给予支持，当年公司营业收入小幅增加，盈利能力很强，整体经营情况较好，考虑到土地开发业务持续性较好，未来收入较有保障。

但我们也关注到，有息债务规模较大，对外担保金额较大，但整体资产流动性一般，且经营活动现金流表现较差，学费收入将不具备持续性，整体短期偿债压力较大；对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA+，将本期债券信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	305,087.16	167,043.97	101,530.15
应收账款	12,815.69	71,313.40	14,540.03
预付款项	125,703.50	134,286.54	949,357.71
其他应收款	231,229.48	236,371.86	183,054.70
存货	2,438,960.37	1,930,341.62	692,865.25
其他流动资产	11,461.52	30,010.00	187,950.00
流动资产合计	3,125,257.71	2,569,367.39	2,129,297.84
可供出售金融资产	135,978.28	53,675.01	2,800.00
长期应收款	23,500.00	8,600.00	-
长期股权投资	50,674.25	23,000.00	23,000.00
投资性房地产	223,689.81	146,562.34	-
固定资产	107,944.10	102,742.57	108,933.42
在建工程	-	-	56,082.57
无形资产	146.54	179.71	212.89
商誉	785.80	785.80	785.80
长期待摊费用	13,681.37	13,055.89	11,587.70
递延所得税资产	201.33	233.14	201.49
非流动资产合计	556,601.48	348,834.47	203,603.87
资产总计	3,681,859.19	2,918,201.86	2,332,901.70
短期借款	12,000.00	14,800.00	151,675.00
应付账款	65,419.54	46,316.12	41,417.01
预收款项	13,431.80	8,270.38	6,670.23
应付职工薪酬	-	-	0.81
应交税费	1,986.25	7,087.55	2,245.83
应付利息	12,540.95	9,737.01	9,581.74
其他应付款	335,535.32	348,993.78	187,065.19
一年内到期的非流动负债	206,780.20	132,644.00	55,100.00
流动负债合计	647,694.06	567,848.85	453,755.82
长期借款	959,420.74	857,518.75	700,900.00
应付债券	281,473.00	220,000.00	120,000.00
长期应付款	308,892.80	20,000.00	-
非流动负债合计	1,549,786.54	1,097,518.75	820,900.00
负债合计	2,197,480.60	1,665,367.60	1,274,655.82
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	855,211.57	805,778.14	748,735.82
盈余公积	37,852.26	37,852.26	25,877.56

未分配利润	424,805.06	239,471.79	191,339.35
归属于母公司所有者	1,337,868.89	1,103,102.20	985,952.72
少数股东权益	146,509.70	149,732.06	72,293.16
所有者权益	1,484,378.59	1,252,834.26	1,058,245.88
负债和所有者权益	3,681,859.19	2,918,201.86	2,332,901.70

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	254,098.75	239,759.44	197,890.94
其中：主营业务收入	254,098.75	239,759.44	197,890.94
二、营业总成本	142,515.97	195,883.62	148,641.88
其中：营业成本	57,632.01	120,376.67	107,806.94
投资收益	624.58	166.18	-
营业税金及附加	1,900.34	6,142.32	4,229.89
销售费用	117.38	244.76	1,536.00
管理费用	10,835.50	17,063.70	16,091.91
财务费用	72,157.99	51,929.56	18,231.98
资产减值损失	-127.25	126.60	745.16
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	112,207.35	44,042.01	49,249.06
加：营业外收入	78,741.82	114.04	23,151.46
减：营业外支出	224.01	337.87	41.78
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	190,725.16	43,818.17	72,358.75
减：所得税费用	47.50	-30.21	-186.29
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	190,677.66	43,848.38	72,545.04

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	319,939.86	178,382.24	189,507.92
收到的税费返还	28.17	58.80	
收到其他与经营活动有关的现金	211,276.83	291,169.63	211,724.11
经营活动现金流入小计	531,244.86	469,610.66	401,232.03
购买商品、接受劳务支付的现金	478,419.59	418,295.27	383,673.90
支付给职工以及为职工支付的现金	2,339.50	1,727.26	1,971.87
支付的各项税费	9,042.46	1,486.75	3,100.22
支付其他与经营活动有关的现金	160,041.15	309,669.10	249,546.11
经营活动现金流出小计	649,842.70	731,178.38	638,292.11
经营活动产生的现金流量净额	-118,597.84	-261,567.72	-237,060.08
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到现金	80,860.21	193,064.66	-
取得投资收益所收到的现金	0.12	166.21	-
投资活动现金流入小计	80,860.32	193,230.87	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	70,980.23	57,746.80	59,071.47
投资支付的现金	170,203.27	85,805.80	211,100.00
投资活动现金流出小计	241,183.49	143,552.60	270,171.47
投资活动产生的现金流量净额	-160,323.17	49,678.27	-270,171.47
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	4,000.00	150,740.00	127,015.00
取得借款收到的现金	846,291.18	716,700.00	516,675.00
收到其他与筹资活动有关的现金	92,791.29	20,000.00	10,441.18
筹资活动现金流入小计	943,082.47	887,440.00	654,131.18
偿还债务支付的现金	348,511.81	519,412.25	45,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	131,015.45	79,064.49	37,597.55
支付其他与筹资活动有关的现金	46,591.00	11,560.00	1,183.00
筹资活动现金流出小计	526,118.26	610,036.74	84,280.55
筹资活动产生的现金流量净额	416,964.20	277,403.26	569,850.63
现金及现金等价物净增加额	138,043.19	65,513.81	62,619.08

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	190,677.66	43,848.38	72,545.04
加：资产减值准备	-127.25	126.60	745.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物	16,242.76	10,384.77	7,032.61
无形资产摊销	33.18	33.18	26.64
长期待摊费用摊销	2,062.28	2,449.75	1,664.12
财务费用	73,233.11	44,434.77	16,645.15
投资损失	-624.58	-166.18	-
递延所得税资产减少	31.81	-31.65	-186.29
存货的减少	-442,441.47	-1,023,593.28	-247,026.88
经营性应收项目的减少	46,891.95	955,119.21	-315,531.29
经营性应付项目的增加	-4,577.30	-294,173.26	227,025.68
经营活动产生的现金流量净额	-118,597.84	-261,567.72	-237,060.08

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	1,768,566.74	1,252,834.26	1,027,675.00
资产负债率	59.68%	57.07%	54.64%
流动比率	4.83	4.52	4.69
综合毛利率	77.32%	49.79%	45.52%
EBITDA（万元）	280,705.49	101,363.64	96,874.36
EBITDA 利息保障倍数	2.14	1.14	2.57

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。