

2013 年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司

公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100726】

**评级对象:** 2013年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪</b>	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2019年6月27日
<b>前次跟踪:</b>	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2018年6月27日
<b>首次评级:</b>	AA级	稳定	AA级	2012年3月19日

### 主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	0.73	9.87	0.93
刚性债务	20.93	28.77	18.75
所有者权益	41.82	43.83	51.64
经营性现金净流入量	3.14	1.74	2.73
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	115.01	135.04	111.88
总负债	66.63	80.23	57.35
刚性债务	27.35	30.02	19.55
所有者权益	48.38	54.81	54.53
营业收入	4.78	6.64	6.26
净利润	0.41	0.64	0.33
经营性现金净流入量	2.91	2.50	2.76
EBITDA	3.13	3.48	2.73
资产负债率[%]	57.93	59.41	51.26
长短期债务比[%]	270.86	178.47	634.71
权益资本与刚性债务比率[%]	176.86	182.57	278.93
流动比率[%]	102.50	113.28	93.41
现金比率[%]	28.47	44.39	65.62
利息保障倍数[倍]	1.27	1.48	1.39
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	2.35	2.66
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.11

注:根据杭高新经审计的2016-2018年财务数据整理、计算。

### 分析师

邵一静 syj@shxsj.com  
何敬岩 hjy@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司(简称杭高新、发行人、该公司或公司)及其发行的13杭高新债的跟踪评级反映了2018年以来杭高新在区域经济、股东支持、财务弹性等方面继续保持优势,同时也反映了公司在子公司划转、资产流动性、期间费用控制能力等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **区域经济发展良好。**2018年杭州高新区经济保持较快增长,新兴产业进一步发展,杭高新面临的外部环境较好。
- **股东支持力度大。**杭高新作为杭州高新区的主要国有资产运营载体,能够得到股东杭州高新区财政局在资产划拨、资金及项目资源方面的有力支持。
- **财务弹性尚可。**跟踪期内,杭高新刚性债务规模显著下降,财务杠杆水平趋于合理,整体财务弹性尚可。

#### 主要风险:

- **子公司划转带来一定不利影响。**2018年,杭高新子公司滨江城建划出,未来不再经营保障房业务,短期内对抗高新资产规模、经营业绩等方面带来一定不利影响。
- **资产变现能力欠佳。**杭高新以非流动资产为主,且包含部分待置换回购的道路、学校资产以及大量财政委托代建基础设施资产,资产流动性欠佳。
- **期间费用控制能力有待提升。**杭高新期间费用支出规模较大,一定程度上侵蚀了公司利润空

间。

### ➤ 未来展望

通过对杭高新及其发行的 13 杭高新债主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2013 年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司 公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2013 年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券（简称“13 杭高新债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据杭高新提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对杭高新的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据国家发展和改革委员会发改财金【2013】10 号文件批准，该公司于 2013 年 1 月 28 日发行了 5 亿元的公司债券，即 13 杭高新债，发行利率为 6.45%，期限为 7 年。公司将 13 杭高新债募集资金用于西兴区块人才租赁住房（公共租赁住房）项目和浦沿区块人才专项用房（保障性用房）项目，募投项目已基本完工，募集资金已全部使用完毕。根据提前偿还条款，13 杭高新债自第 3 年起每年偿还本金的 20%，截至 2019 年 5 月末，13 杭高新债本金余额为 1 亿元。

**图表 1. 截至 2018 年末募投资金使用情况（单位：亿元）**

项目	项目计划总投资	已完成投资	募集资金使用额度	已使用募集资金金额
西兴区块人才租赁住房（公共租赁住房）项目	5.16	4.19	2.00	2.00
浦沿区块人才专项用房（保障性用房）项目	9.56	6.62	3.00	3.00
<b>合计</b>	<b>14.72</b>	<b>10.81</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>

资料来源：杭高新

此外，该公司于 2017 年 4 月 21 日非公开发行了 12 亿元的 17 杭高新，期限为 6（3+3）年，发行利率为 4.90%，募集资金用于偿还公司债务和补充营运资金。截至 2019 年 5 月末，公司待偿还债券本金余额 13 亿元，本息兑付情况正常。

**图表 2. 公司已发行债券概况**

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
11 杭高新债	9.50	7（4+3）	6.10	2011-5-4	已兑付
13 杭高新债/PR 杭高新	5.00	7	6.45	2013-1-28	正常付息，本金已兑付 4 亿元
17 杭高新	12.00	6（3+3）	4.90	2017-4-21	正常付息

资料来源：Wind 资讯

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2019年一季度的全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳

增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建

设“十三五”规划》(简称“《规划》”) 对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求, 其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体, 各级政府需确保必要投入, 强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障; 充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用; 大力推广政府和社会资本合作 (PPP), 推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道, 形成政府投资和社会资本的有效合力; 推进价格机制改革, 统筹运用税收、费价政策, 按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则, 清晰界定政府、企业和用户的权利义务, 建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末, 我国城镇化率为 59.58%, 与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间, 在未来一段时间内, 城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务, 而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛, 包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设, 以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中, 城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用, 但债务规模也不断增大, 风险有所积聚。为规范政府举债行为, 监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月, 国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43 号, 简称“43 号文”), 明确提出政府债务不得通过企业举借, 剥离城投企业的融资职能。10 月, 财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351 号), 对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年, 新预算法实施, 地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年, 国务院、财政部等部委陆续出台多项政策, 从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展, 进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年, 随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为, 以及一系列地方融资监管政策的密集出台, 行业监管力度显著趋严, “疏堵结合” 的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月, 财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号), 加强融资平台公司融资管理。5 月, 财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号), 严格规范政府购买服务预算管理, 明确列示政府购买服务负面清单。6 月, 财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券, 进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来, 切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之, 但与此同时, 扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措, 城投企业合理融资需求仍需保障。2 月, 国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号), 对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止, 进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月, 财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号), 明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外, 不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,

不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

**杭州市高新区已形成通信网络、电子商务、智慧互联、智慧物联为代表的产业集群，2018年杭州高新区经济保持较快增长，新兴产业持续发展。**

近年来，杭州市高新区（滨江）（简称“高新区”）经济总体保持稳步增长态势，在工业强县（市、区）综合评价、“两化融合”指数、首次37个创新型试点县（市、区）等各综合测评位列浙江省首位，在科技部火炬中心2018年12月公布的157个国家高新区综合排名中继续位列第三名。2018年全区地区生产总值1350.66亿元，同比增长11.0%，其中工业增加值663.39亿元，同比增长17.1%，第三产业增加值677.66亿元，同比增长5.7%。同时产业结构持续优化，高新区已形成通信网络、电子商务、智慧互联、智慧物联为代表的产业集群，涌现了阿里巴巴、华三通信、海康威视、浙江中控、聚光科技等一大批行业领军企业，电子商务、数字视频监控、宽带接入设备、集成电路设计产业、软件产业、动漫制作的整体水平居国内领先。截至2018年末，规模以上工业企业189家，当年实现增加值573.63亿元，同比增长17.3%，其中高新技术产业增加值557.17亿元，同比增长18.3%；规模以上服务业企业543家，当年实现收入1993.90亿元，同比增长18.9%，其中信息传输、软件和信息技术服务业实现收入1557.56亿元，同比增长



20.8%。从前十大纳税企业来看，网易（杭州）网络有限公司、阿里巴巴（中国）网络技术有限公司、新华三技术有限公司、杭州海康威视数字技术股份有限公司等企业对新城区税收贡献较大。

投资方面，2018年高新区完成固定资产投资同比增长16.8%。当年新引进世界500强投资项目1个，大华等6个产业项目开工、阿里巴巴等13个产业项目竣工。实际利用外资8.5亿美元、浙商创业创新到位资金82.8亿元。新设外资企业117家，投资总额1000万美元以上项目30个。完成境外投资项目61个，中方投资额44.89亿美元。此外，高新区实现自营出口401.63亿元，同比增长14.9%，社会消费品零售总额179.58亿元，同比增长10.0%。

人才引进方面，2018年高新区推出人才新政30条，新引进各类人才3.06万人，增长15.1%，其中硕博人才7948人（列全市第一），诺奖、海外院士2名，博士后研究人员35名，人才引进总量和增幅创历史新高。在全市率先实施外籍高层次人才申请永久居留工作，办理在华永久居留推荐53人，列全市第一。

房地产市场方面，继G20峰会后，杭州楼市持续火热，经历了2016年高速增长后，杭州楼市政策持续从严，在限购升级的背景下，2018年杭州楼市整体呈现“量跌价升”的状态。当年高新区商品房销售面积44.87万平方米，同比下降15.7%，其中商品住宅成交面积23.55万平方米，同比增长59.0%；房地产销售额189.82亿元，同比增长27.8%，其中商品住宅成交额113.56亿元，同比增长90.4%。

土地市场方面，受楼市严限购政策持续影响，2018年高新区土地出让总面积继续呈下降态势，但土地价格大幅走高。当年高新区出让土地8宗，出让土地面积20.15万平方米，同比下降31.97%；土地出让金额为133.27亿元，同比增长35.47%；溢价率为36.45%，较上年下降了11.34个百分点，土地出让均价6.61万元/平方米，较上年提升了3.29万元/平方米。其中，住宅用地出让5宗，出让面积16.31万平方米，同比增长89.21%；出让总价为127.79亿元，同比增长65.47%；溢价率38.61%，同比下降31.39个百分点。

根据《杭州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间，杭州市将以建设国家自主创新示范区为引领，拓展发展新平台。坚持“整合协同、联动发展”，支持高新区建设世界一流高科技园区，在促进全市产业转型升级中发挥“大孵化器”功能和辐射带动作用。以高新区、临江国家高新区为核心，力争国家自主创新示范区建设实现“一区十片，多园多点”市域全覆盖。坚持创新、产业、生态、景观、人文于一体，突出产业特色，增强集聚功能，优化市域产业一体化规划空间布局，大力建设“两廊两带+特色小镇”等重点平台。加快推进各级各类园区整合提升，探索建立跨区域协作模式和利益共享机制，实现集约联动共赢发展。

高新区内的杭州国家软件产业基地、滨江电子商务集聚区、物联网经济滨江示范区和杭州国家动画产业基地等将作为重点发展的产业集聚区，在融资、用地、税收和财政投入等方面将得到政府的全面支持，这将加快高新区内服务业、高新技术产业及创意产业的发展，进一步提高高新区的经济实力。

## 2. 业务运营

该公司是高新区重要的国有资产运营载体，经营情况基本保持稳定，其中房屋租赁业务是公司营业收入的主要来源，可为公司提供稳定的收入和现金流；公司代建的基础设施业务资金来源于财政拨款，不构成公司资金压力；受子公司划出影响，公司房地产开发业务收入大幅下降；此外，公司物联网产业孵化器项目仍需一定资金投入。

该公司是杭州高新区重要的房产开发出租、基础设施及保障性住房项目投融资建设的国有资产经营管理平台。公司成立以来，主要围绕高新区的发展开展各项业务。跟踪期内，房屋出租业务仍是该公司主要收入来源，2018 年实现房屋出租收入 3.36 亿元，占营业收入的比例为 53.71%；房地产开发收入 0.20 亿元，同比下降 86.11%，主要系子公司划出所致。此外，与公司主营业务相关的物业管理、安保服务、能耗费收入均有所增长，2018 年合计占营业收入的比例为 37.33%。其他业务收入包括代建管理费、河道清理等收入，规模较小。

**图表 3. 2017-2018 年该公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
房屋出租	3.22	48.49	3.36	53.71
房产开发	1.44	21.69	0.20	3.13
能耗费	0.41	6.17	0.75	11.95
物业管理	0.72	10.84	0.91	14.58
安保服务	0.54	8.12	0.68	10.80
其他	0.31	4.67	0.37	5.84
<b>合计</b>	<b>6.64</b>	<b>100.00</b>	<b>6.26</b>	<b>100.00</b>

资料来源：杭高新

根据杭州高新区（滨江）财政局《关于调整杭州滨江城建发展有限公司出资人关系的通知》（区财资产〔2018〕159 号），杭州滨江城建发展有限公司<sup>1</sup>（简称“滨江城建”）的出资人由杭高新调整为杭州市滨江区财政局，调整基准日为 2018 年 11 月 30 日。滨江城建主要负责保障性住房建设业务，该公司房产开发收入全部来自滨江城建。截至 2018 年 11 月 30 日，滨江城建资产总额 21.64 亿元，净资产 8.29 亿元，当期实现营业收入 0.52 亿元，主要包括不动产销售收入 0.20 亿元，房屋出租收入 0.30 亿元。此外根据杭州高新区（滨江）财政局《关于增加杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司资本公积的通知》（区财资产【2018】160 号），将滨江区北塘河畔公共文化配套服务设施项目一期资产（按财政账面价值 2.59 亿元注入公司资本公积）<sup>2</sup>注入公司并将原本对公司的 5.20 亿元债权（包括 2.33 亿元项目拨款和 2.87 亿元公司其他应付款<sup>3</sup>）转增公司资本

<sup>1</sup> 原名为杭州滨兴房地产开发有限公司，2018 年 8 月 1 日更为现名。

<sup>2</sup> 该项目包括北塘河畔 8 幢建筑物、江一公园茶社等地面建筑物和地下建筑物，项目土地面积 1.87 万平方米，建筑面积（不含架空层）0.87 万平方米，地下停车位共 327 个，其中地上建筑物全部用于对外出租，项目收入包括租金收入、物业管理费收入和停车费收入，年收入约 250 万元。

<sup>3</sup> 原计划将其他应付款中 3.50 亿元财政借款转增资本公积，但根据区资产[2019]13 号《关于转增资本公积有关事项的请示》，考虑到高新区财政局尚有 6350 万元补贴尚未拨付杭高新，建议将公司对财政的其他应付款 3.50 亿元优先抵扣 6350 万元补贴，剩余的 28650 万元再转增公司资本公积。

(计入资本公积)，以置换上述划出资产。整体来说，此次资产置换对公司不构成重大负面影响。

此外，该公司 13 杭高新债募投项目西兴区块人才租赁用房（公共租赁房）项目和浦沿区块人才专项用房（保障性用房）项目均由滨江城建负责建设，计划总投资为 14.72 亿元，截至 2018 年末累计投资 10.81 亿元，两个项目已基本完工。滨江城建划转后，募投项目的经营理由滨江城建负责，但 13 杭高新的偿付仍由公司承担。

**图表 4. 滨江城建财务情况（单位：亿元）**

财务指标	处置日
资产总额	21.64
负债总额	13.34
净资产	8.29
营业收入	0.52
净利润	0.04

资料来源：杭高新

#### ► 房屋出租业务

该公司房屋出租业务以商业物业出租为主，主要由公司本部运营，公司通过资产划拨或者投资建设的方式取得相应物业，出租的对象为符合高新区产业规划的企业，每三个月或者半年向租户收取一次租金，租金价格由政府参考周边楼盘、商圈给予统一指导定价。公司一般按照政府指导定价确定租金价格。园区物业管理委托浙江耀江物业管理有限公司、绿城物业服务集团有限公司和子公司杭州高新物业管理有限公司负责。园区、写字楼合同期限一般为 1-2 年，根据实际运营情况合同到期后大部分租户都会续租。2018 年公司房屋出租收入 3.36 亿元，同比增长 4.35%。截至 2018 年末，公司名下的 15 宗房产总建筑面积 88.42 万平方米，可出租面积合计 65.91 万平方米，平均出租率达 92%。此外，2018 年从房屋出租业务衍生出的物业管理费收入、保安服务收入和能耗费收入分别为 0.91 亿元、0.68 亿元和 0.75 亿元，均较上年有所增长。

跟踪期内，该公司加大对区内物业的收购力度，2019 年公司从东冠集团有限公司以 1.94 亿元收购了东冠创业大厦。该大厦总建筑面积 1.34 万平方米，其中 1471.02 平方米已出租给平安银行，其他部分仍在招租中。

此外，该公司 2015 年底开工建设物联网产业孵化器项目，该项目计划总投资 5.91 亿元，截至 2018 年末已完成投资 4.01 亿元。该项目完工后，预计可为高新区新增 6000 多家科技企业，同时为公司每年带来超过 5000 万元租金收入。

#### ► 城市基础设施业务

该公司城市基础设施建设业务主要为高新区代建城市基础设施项目，主要由子公司杭州高新技术产业开发区总公司（简称“开发总公司”）负责具体的运营和管理，开发总公司承揽政府代建的项目后，不负责项目建设的资金筹集和资金垫付，相关基础设施建设的资金根据各项目实际工程进度上报财政支付审批，由杭州高新区财政局直接通过专户支付给项目建设施工方。在会计处理上，基础设施项目投入反映在“在建工程”科目，杭州高新区财政局支付的施工款反映在“专项应付款”科目，待项目竣工验收结算后，

双方科目核销。截至 2018 年末，“在建工程”和“专项应付款”中反映基础设施项目的金额分别为 33.25 亿元和 33.33 亿元。开发总公司每年可获得一定代建管理费收入，2018 年为 655.43 万元。截至 2018 年末，公司在建的基础设施项目主要包括滨江区文化中心、浦沿路、西浦路、北塘河工程等多个项目，截至 2018 年末已完成投资 35.31 亿元，资金均来自财政拨款。总体来说，城市基础设施业务对公司不构成资金压力。

**图表 5. 截至 2018 年末公司主要在建基础设施项目（单位：万元）**

项目名称	计划总投资额	已投入资金
北塘河工程	31082	49695.44
滨江区文化中心工程	47832	40979.40
浦沿路改造工程	97655	39289.86
冠山河工程	16717	25594.80
西浦路工程（镇前-龙山）	14427	12480.37
永久河工程	19414	15995.27
西浦路（滨文路-镇前路）工程	20218	20979.73
汤家河河道整治工程	15239	14065.54
华家河综合整治工程	6453	4993.57
闻涛路景观改造整治工程二期	9484	12554.38
官河整治工程	16381	4860.32
平乐路（闻涛路—建业路）工程	9524	9149.27
永久铁路箱涵改造工程	4500	4022.44
建业路工程	3170	11305.11
其他工程	--	87129.39
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>353094.89</b>

资料来源：杭高新

### ➤ 其他

2018 年 7 月，该公司设立子公司杭州滨江区留用地开发经营有限公司（简称“留用地公司”），负责代建滨江区长河街道六社区留用地统筹开发项目。该项目总用地面积为 3.33 万平方米，总建筑面积为 23.90 万平方米，结合长河街道长河、山一、张家村、汤家井、塘子堰、傅家峙等六个社区，统筹开发建设六栋高层商业办公建筑，建成后的物业产权归属长河街道的六个社区所有，由留用地公司代为运营管理。该项目计划总投资 13.36 亿元，截至 2019 年 3 月末已完成投资 1.07 亿元。根据留用地公司与长河街道办事处签订的《滨江区长河街道六社区留用地统筹开发项目建设资金转拨使用协议》，长河街道负责向高新区财政局申请项目建设资金，再转拨至留用地公司，需持续关注建设资金拨付的及时性。截至 2019 年 3 月末，已收到长河街道拨付的资金 2.00 亿元。

## ► 未来发展规划

未来几年内，作为杭州高新技术产业开发区的国有资产运营实体，该公司将继续围绕着以建设和服务“天堂硅谷”的国家级高新区的中心任务，进一步完善商业地产各方面的内容，加快推进城市基础建设，提高和加强主营业务的管理和运营。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，管理制度、法人治理结构等方面无重大变化。**

截至 2018 年末，杭州高新区财政局仍为该公司唯一出资人，持有公司 100% 的股权。跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度、机构设置等方面无重大变化。

根据该公司提供的本部 2019 年 6 月 17 日及子公司杭州高新物业管理有限公司（简称“高新物业”）2019 年 6 月 13 日的《企业信用报告》，公司本部及高新物业信用记录正常，无银行借款逾期、欠息情况。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2019 年 6 月 21 日信息查询结果，公司本部近三年无不良行为记录；子公司开发总公司存在一条<sup>4</sup>2016 年的行政处罚记录。

## 财务

**跟踪期内，受子公司划出影响，该公司资产规模有所下降，但受益于资产划拨及债务转增资本，公司所有者权益基本维持稳定；随着公司部分到期债务的偿还，刚性债务规模显著下降，财务杠杆水平趋于合理。公司资产以非流动资产为主，包含部分待置换或回购的道路、学校资产及大量代建资产，资产流动性欠佳，但公司营业收入主要来源于房屋租赁业务，可提供稳定的业绩和现金流，可对公司债务偿付提供一定支撑。**

### 1. 公司财务质量

天健会计师事务所对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表。此项会计政策变更采用追溯调整法。

---

<sup>4</sup> 根据杭地税稽罚[2016]45 号，1、违法事实：2013 年 1-12 月共计发放驾驶员安全奖 14400 元，2013 年 7 月发放高温补贴 76700 元。2014 年 1-12 月共计发放驾驶员安全奖 9000 元，2014 年 7 月发放高温补贴 74550 元。上述均未按规定并计当月工资薪金按规定代扣代缴个人所得税。以上责成补扣个人所得税 16798.63 元。2、处罚决定 根据《中华人民共和国税收征收管理法》第六十九条的规定，对应扣未扣的个人所得税处以百分之五十的罚款 8399.32 元。

2018 年末，该公司新纳入合并范围的子公司为留用地公司，注册资本 1000 万元；此外，滨江城建出资人变更，年末不再纳入公司合并范围。截至 2018 年末，公司纳入合并范围子公司为 8 家，其中二级子公司 7 家。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

2018 年末该公司所有者权益 54.53 亿元，同比下降 0.50%，主要系资本公积<sup>5</sup>略有下降所致；当年末实收资本、资本公积、盈余公积在所有者权益中合计占比为 87.71%，公司资本稳定性较好。

2018 年末，该公司负债总额为 57.35 亿元，同比下降 28.52%，主要系刚性债务和其他应付款减少所致。年末公司资产负债率为 51.26%，较上年末下降 8.15 个百分点。公司负债主要由刚性负债、其他应付款和长期应付款构成，占负债总额的比例分别为 34.09%、4.10% 和 58.80%。其中，其他应付款余额为 2.35 亿元<sup>6</sup>，同比下降 84.39%，主要系股东杭州高新区财政局 2.87 亿元借款转入资本公积所致，剩余其他应付款主要系长河街道办事处拨付的项目建设资金 1.40 亿元及押金保证金；长期应付款余额为 33.72 亿元，全部为专项应付款，同比下降 6.66%，主要系部分资金与“在建工程”科目核销所致，年末专项应付款主要为滨江财政局基建拨款 33.33 亿元。

2018 年末，该公司刚性债务余额为 19.55 亿元，同比下降 34.88%，主要系当年偿还 9.50 亿元“11 杭高新债”及当年 5.20 亿元财政借款转为权益所致；刚性债务中短期刚性债务 3.80 亿元。当年末刚性债务主要包括 5.00 亿元银行借款（包括短期借款 2.20 亿元和长期借款 2.80 亿元）和 13.95 亿元债券（含一年内到期债券 1.00 亿元），其中银行借款以保证及信用借款为主，贷款利率处于 4.35%-4.90% 区间，1 年内到期和 5 年以上到期分别为 2.20 亿元和 2.80 亿元；应付债券包括 13 杭高新债和 17 杭高新，13 杭高新债和 17 杭高新债发行利率分别为 6.45% 和 4.90%，期限分别为 7 年和 6 年，其中 13 杭高新债自第 3 年起每年偿还本金 20%；17 杭高新附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。总体来说，公司刚性债务期限结构较为合理，融资成本尚属适中，但 12 亿元 17 杭高新行权日为 2020 年 4 月，如果面临回售，将加重公司资金压力。

或有负债方面，截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 5.00 亿元，担保比率为 9.16%。包括对杭州高新（滨江）水务有限公司（简称“高新水务”）的银行借款担保 1.75 亿元和对滨江城建的银行借款担保 3.25 亿元，高新水务和滨江城建均为滨江区财政局全资控股企业。整体来看，公司或有损失风险可控。

**图表 6. 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保单位	担保余额	担保到期日
杭州高新（滨江）水务有限公司	7500.00	2019.12.31
	5000.00	2019.07.23

<sup>5</sup> 该公司 2018 年末资本公积 29.30 亿元，同比下降 1.49%，变动原因主要系滨江城建出资人调整为滨江区财政局，冲减资本公积 8.29 亿元，同时根据区财资产[2018]160 号文件，杭州高新区财政局通过资产划拨及将以前年度拨付的专门款项转为资本公积等方式增加资本公积 7.78 亿元。

<sup>6</sup> 不含应付利息，应付利息已计入刚性债务核算。

被担保单位	担保余额	担保到期日
	5000.00	2019.09.06
杭州滨江城建发展有限公司	12450.00	2019.05.13
	20000.00	2021.04.26
合计	<b>49950.00</b>	--

资料来源：杭高新

## (2) 现金流分析

2018年，该公司营业收入现金率为110.51%，得益于房屋租赁业务占比较大，公司现金回笼能力一直处于较好水平，加之股东在项目资金上的支持，近年来公司经营性现金流一直呈现净流入状态，当年公司经营性净现金流为2.76亿元，同比增长10.29%；受公司收回9.53亿元定期存款影响，2018年投资活动现金实现净流入4.00亿元；当年由于公司新增借款较上年大幅下降，同时偿付到期债务较多，筹资活动现金净流出4.89亿元。考虑到后续孵化器项目等仍在继续建设及部分债务的到期偿还，预计未来仍需筹集一定规模的资金。

## (3) 资产质量分析

该公司资产以非流动资产为主，符合公司资产运营的业务特点。2018年末，公司资产总额为111.88亿元，同比下降17.15%，主要受滨江城建不再纳入合并范围影响。公司非流动资产为104.59亿元，占资产总额的比例为93.48%。其中固定资产28.83亿元，主要为道路产权和房产等，2018年同比增长10.25%，主要系高新区财政局划入北塘河畔公共文化配套项目账面价值2.59亿元，年末固定资产中包含道路资产21.72亿元及3.50亿元学校资产<sup>7</sup>；在建工程37.76亿元，主要为财政委托代建工程35.31亿元及物联网孵化器项目3.32亿元，其中财政委托代建工程项目待工程竣工结算后，作核销处理；投资性房地产33.36亿元，主要系用于租赁的商业地产和相应的土地使用权。此外2018年末公司可供出售金融资产增长38.71%，主要系对杭州临江环境能源有限公司增加投资0.70亿元，公司可供出售金融资产主要系根据高新区政府要求对外进行的投资或为促进招商引资而对外投资的企业；其他非流动资产增加1.22亿元，主要系预付的长期资产购置款1.16亿元，用于收购东冠创业大厦。

2018年末，该公司流动资产为7.29亿元，同比下降77.66%，主要系货币资金和存货大幅减少，其中因滨江城建不再纳入合并范围，存货由18.43亿元下降至19.53万元。公司流动资产主要包括货币资金5.12亿元和其他应收款1.95亿元，其中由于当年偿债债务较多，货币资金同比下降59.95%；其他应收款主要为与滨江城建、杭州二中白马湖学校（联营企业）之间往来款，同比增长100.90%，增量主要系与滨江城建的往来款。

<sup>7</sup> 根据高新区人民政府相关文件，道路资产和学校资产日后均将根据区财政资金情况，以不低于账面价值的金额，采取置换、回购等合适的方式进行处置，处置时间尚不确定。

#### (4) 流动性/短期因素

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 93.41% 和 93.21%，因存货规模同比大幅下降，流动比率较上年有所下降，同时速动比率大幅提高；现金比率为 65.62%，较上年末有所提高。但公司资产主要集中于非流动性资产，包含 25.22 亿元道路、学校资产及 35.31 亿元代建基础设施资产，其中道路及学校资产政府回购或置换进度不确定，代建基础设施资产无法产生经营性收益；公司用于租赁的商业地产土地性质大部分为工业用地<sup>8</sup>，且部分尚未办妥产证，变现存在难度。此外当年末公司货币资金存量同比减少较多，实际资产流动性一般。

2018 年末，该公司无受限资产。

### 3. 公司盈利能力

2018 年该公司实现营业收入 6.26 亿元，同比下降 5.60%；实现营业毛利 2.97 亿元，综合毛利率为 47.37%，较上年基本持平。但公司期间费用水平较高，侵蚀了公司部分利润空间，当年公司期间费用合计 2.05 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，期间费用率为 32.67%，仍处于较高水平。当年公司投资收益为-0.02 亿元，主要系纳入长期股权投资核算的杭州二中白马湖学校<sup>9</sup>亏损所致。公司获得政府补助 393.42 万元，实现利润总额和净利润分别 0.43 亿元和 0.33 亿元，同比分别下降 45.24% 和 48.24%。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是杭州高新区重要的国有资产运营载体，公司经营情况基本保持稳定，其中房屋租赁业务是公司营业收入的主要来源，可为公司提供稳定的收入和现金流，同时跟踪期内，公司刚性债务规模显著下降，财务杠杆水平趋于合理，债务偿付压力可控。

### 2. 外部支持因素

作为杭州高新区主要的国有资产运营载体，该公司能够得到杭州高新区财政局在资产划拨、政策、资金及项目资源方面的有力支持。此外，公司与多家商业银行保持了良好合作关系，截至 2018 年末，公司银行授信额度为 13.20 亿元，尚未使用额度为 8.20 亿元。

## 跟踪评级结论

杭州市高新区已形成通信网络、电子商务、智慧互联、智慧物联为代表的产业集群，2018 年杭州高新区经济保持较快增长，新兴产业持续发展，为该公司发展提供良好的外

<sup>8</sup> 大产证，需整栋出售。

<sup>9</sup> 由该公司全资持股，但不具有实质控制权，故纳入长期股权投资核算。



部环境。公司是高新区重要的国有资产运营载体，经营情况基本保持稳定，其中房屋租赁业务是公司营业收入的主要来源，可为公司提供稳定的收入和现金流；公司代建的基础设施业务资金来源于财政拨款，不构成公司资金压力；受子公司划出影响，公司房产开发业务收入大幅下降；此外，公司物联网产业孵化器项目仍需一定资金投入。

跟踪期内，受子公司划出影响，该公司资产规模有所下降，但受益于资产划拨及债务转增资本，公司所有者权益基本维持稳定；随着公司部分到期债务的偿还，刚性债务规模显著下降，财务杠杆水平趋于合理。公司资产以非流动资产为主，包含部分待置换或回购的道路、学校资产及大量代建资产，资产流动性欠佳，但公司营业收入主要来源于房屋租赁业务，可提供稳定的业绩和现金流，可对公司债务偿付提供一定支撑。

本评级机构仍将关注：（1）外部融资环境变化对该公司的影响；（2）股东的支持力度；（3）长河街道六社区留用地统筹开发项目资金到位情况及建设进展；（4）孵化器项目的建设进展、资金落实及收益回报情况；（5）到期债务的偿付情况。

附录一：

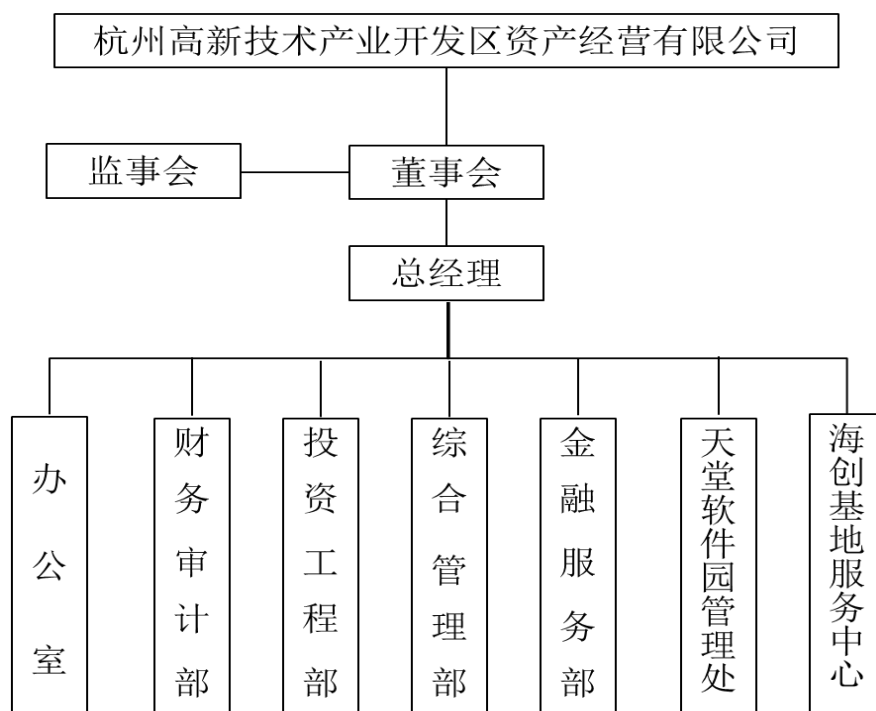
公司与实际控制人关系图



注：根据杭高新公司提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭高新提供的资料绘制（截至 2018 年末）

## 附录三：

## 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	115.01	135.04	111.88
货币资金 [亿元]	5.12	12.79	5.12
刚性债务[亿元]	27.35	30.02	19.55
所有者权益 [亿元]	48.38	54.81	54.53
营业收入[亿元]	4.78	6.64	6.26
净利润 [亿元]	0.41	0.64	0.33
EBITDA[亿元]	3.11	3.48	2.73
经营性现金净流入量[亿元]	2.91	2.50	2.76
投资性现金净流入量[亿元]	-3.32	-11.31	4.00
资产负债率[%]	57.93	59.41	51.26
长短期债务比[%]	270.86	178.47	634.71
权益资本与刚性债务比率[%]	176.86	182.57	278.93
流动比率[%]	102.50	113.28	93.41
速动比率 [%]	34.76	49.23	93.21
现金比率[%]	28.47	44.39	65.62
利息保障倍数[倍]	1.27	1.48	1.39
有形净值债务率[%]	138.26	147.02	105.62
担保比率[%]	54.58	—	9.16
毛利率[%]	48.04	47.96	47.37
营业利润率[%]	9.19	11.67	7.13
总资产报酬率[%]	1.64	1.76	1.16
净资产收益率[%]	0.86	1.25	0.61
净资产收益率*[%]	0.86	1.33	0.70
营业收入现金率[%]	103.48	102.47	110.51
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.90	10.68	15.05
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.39	3.40	4.01
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.20	-37.67	36.89
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.61	-12.00	9.82
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	2.35	2.66
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.11

注：表中数据依据杭高新经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

## 附录四：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。