

2014 年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券

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[2020]100428】

评级对象： 2014年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AA	2020年6月24日
前次跟踪	AA	稳定	AA	2019年6月18日
首次评级	AA	稳定	AA	2014年6月27日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	4.51	11.84	6.60	19.68
刚性债务	33.47	48.18	41.76	51.97
所有者权益	31.31	38.17	43.53	43.46
经营性现金净流入量	6.84	-11.08	3.66	4.12
发行人合并数据及指标：				
总资产	129.00	154.14	154.42	164.31
总负债	95.31	109.71	103.43	113.56
刚性债务	81.14	104.87	99.01	109.14
所有者权益	33.69	44.43	51.00	50.75
营业收入	12.51	33.60	42.65	0.22
净利润	1.38	3.77	3.70	-0.25
经营性现金净流入量	-42.95	-13.30	11.07	4.86
EBITDA	2.35	4.83	4.67	—
资产负债率[%]	73.89	71.18	66.98	69.11
长短期债务比[%]	443.47	925.25	650.20	711.98
营业利润率[%]	13.33	12.25	9.60	-92.85
短期刚性债务现金覆盖率[%]	128.69	224.34	110.75	218.43
营业收入现金率[%]	100.08	56.42	58.97	2584.15
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-77.01	-15.76	4.48	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.03	0.87	0.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.05	0.05	—

注：根据拱墅经发经审计的2017-2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

莫燕华 myh@shxsj.com
刘思静 liusijing@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”）对杭州市拱墅区经济发展投资有限公司（简称“拱墅经发”、“该公司”或“公司”）及其发行的2014年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券的跟踪评级反映了2019年以来拱墅经发在区域地位、政府支持等方面保持优势，同时也反映了公司在市场波动、债务偿付及资产流动性等方面继续面临压力与风险。

主要优势：

- **外部发展环境良好。**拱墅区经济发展良好，地方财政实力较强，为区内企业经营发展提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度较大。**拱墅经发持续得到地方政府支持，2019年公司获得拱墅区财政局2.70亿元增资款，资本实力进一步增强。同时公司获得的大额土地出让金返还可为其项目建设及资金周转提供重要支撑。
- **营收规模增长。**跟踪期内，受益于土地出让增加，拱墅经发营收规模增长。且公司土地储备量较为充足，未来存量土地的变现可为公司债务的偿付提供一定保障。

主要风险：

- **受市场环境影响较大。**土地出让市场波动和控制性规划调控在一定程度上影响拱墅经发土地平整出让进度，使得公司收入水平波动大。
- **债务规模较大。**拱墅经发近年来承担的土地开发和基建项目规模较大，公司已积累了较大的债务规模。公司土地整理以及基础设施等项目后续资金需求量大，公司持续面临投融资压力。

- 基建项目及保障房项目资金回笼进度慢。拱墅区政府计划对拱墅经发负责建设的部分市政公益性资产进行回购，但回购时间不确定。加之公司保障房项目投资规模大，去化慢，公司资金回笼受到一定影响。
- 流动性压力。拱墅经发存货在流动资产中占比高，存货主要为土地开发成本，变现进度受当地土地及房地产市场影响较大，公司实际资产流动性较弱。

➤ 未来展望

通过对拱墅经发及其发行的本次债券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；认为本次债券还本付息安全性很强，并维持本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券（简称“14 杭拱墅债”）的跟踪评级安排，本评级机构根据拱墅经发提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对拱墅经发的财务状况、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。

该公司先后于 2017 年 6 月和 2018 年 5 月发行本金额度均为 6.00 亿元，期限均为 3 年的中期票据（即“17 拱墅经投 MTN001”和“18 拱墅经投 MTN001”），上述债券募集资金均用于偿还银行借款。截至 2020 年 3 月末，公司待偿还债券本金余额为 29.40 亿元。

图表 1. 截至 2020 年 3 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	待偿金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
20 拱墅经投 PPN001	10.00	10.00	3	3.67	2020.03.11	尚未开始付息
18 拱墅经投 MTN001	6.00	6.00	3	5.95	2018.05.02	正常付息
18 拱墅经投 PPN001	5.00	5.00	3	6.60	2018.01.29	正常付息
17 拱墅经投 MTN001	6.00	6.00	3	5.18	2017.06.21	正常付息
14 杭拱墅债	6.00	2.40	7	6.90	2014.07.18	正常付息
合计	33.00	29.40	—	—	—	—

资料来源：拱墅经发

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期

还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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》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，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。2019年末，我国城镇化率为60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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，依法依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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能

力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

拱墅区地处杭州中心城区，近年来区内产业结构逐步完善升级，第三产业占有绝对比重。2019年在高新技术产业的拉动下，拱墅区GDP实现较快增长。

拱墅区位于京杭大运河的最南端，是杭州市委、市政府所在地。拱墅区下辖10个街道，40个（村）经济合作社，99个社区，面积共计69.21平方公里。2019年末，拱墅区常住人口57.90万人。

拱墅区曾是杭州市传统重化工业集聚区，辖区拥有杭钢、半山电厂、中石化炼油厂、浙麻、杭丝联等众多大中型国有企业。随着经济社会发展，近年来拱墅区正逐步实施城郊经济向都市经济发展，重化工业向高新技术产业转型的发展道路。目前区内建有杭州北部软件园、石祥路汽车贸易区、运河天地文化创意园及杭州运河国家广告产业园等产业园区，形成了以服务经济为主导的现代产业体系。

2019年，拱墅区实现地区总产值662.16亿元，同比增长8.3%，经济增速较快。同期第二产业增加值139.56亿元，同比增长11.0%；第三产业增加值522.60亿元，同比增长7.5%；三次产业结构从上年的0:18.6:81.4调整为0:21.1:78.9，第二产业比重上升2.5个百分点。但相较于杭州市其他各区，拱墅区的GDP贡献相对较弱。

图表 2. 2017-2019年杭州市拱墅区主要经济指标及增速(单位: %)

指标	2017年		2018年		2019年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值(亿元)	525.41	7.1	581.80	4.2	662.16	8.3
规模以上工业增加值(亿元)	--	11.3	--	11.2	103.74	17.7
第一产业增加值(亿元)	--	--	--	--	--	--
第二产业增加值(亿元)	91.64	4.9	108.04	9.3	139.56	11.0
第三产业增加值(亿元)	433.77	7.6	473.76	3.0	522.60	7.5
全社会固定资产投资(亿元)	332.73	-24.8	--	21.2	--	25.8
社会消费品零售总额(亿元)	556.19	9.5	565.44	8.7	620.73	8.3
进出口总额(亿元)	116.36	-18.0	117.24	-4.2	129.19	10.9

资料来源：2017-2019年杭州市拱墅区国民经济和社会发展统计公报

从工业方面来看，在高新技术产业的拉动下，拱墅区工业产值呈恢复性增长，2019年规模以上工业企业实现工业增加值103.74亿元，同比增长17.7%，其中高新技术产业实现增加值83.89亿元，同比增长21.7%，占全区规模以上工业增加值比重达80.9%。2019年拱墅区规模以上工业实现营业收入267.77亿元，同比增长18.5%，实现利税总额52.62亿元，同比增长1.6%，其中实现利润总额35.53亿元，同比增长6.2%。近年来，拱墅区致力于从重化工业

区到高新技术产业区的转型，重点打造北部软件园、智慧网谷、运河财富小镇、汽车互联网小镇、工业设计小镇、申花产业集聚区等多个项目，其中北部软件园试点建设杭州国际人才创业创新园，智慧网谷小镇围市级特色小镇创建名单，上述 2 个项目为该公司目前主要投资项目。

从固定资产投资方面来看，2019 年拱墅区固定资产投资同比增长 25.8%。其中生态环境和公共设施投资同比增长 11.5%，高新技术产业投资同比增长 47.0%，民间项目投资同比增长 11.8%，工业投资同比增长 67.3%，交通投资同比下降 24.2%，投资结构进一步优化。

土地市场方面，2019 年拱墅区土地成交面积同比下降，不同类型土地的成交均价呈现出不同波动趋势。2019 年拱墅区成交土地 24 宗，成交面积 57.13 万平方米，同比下降 22.25%；土地成交总价共 175.69 亿元，同比下降 32.56%；平均溢价率 20.82%，成交土地均价 30753.12 元/平方米，同比下降 13.26%。2019 年商服用地和工业用地成交均价同比下降 9.42%和 30.14%，住宅用地成交均价同比上升 10.16%至 60536.66 元/平方米。

图表 3. 2017 年以来杭州市拱墅区土地市场情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
土地成交面积（万平方米）	39.24	73.48	57.13
其中：住宅用地	30.97	43.00	23.62
商服用地	7.72	5.78	12.92
工业用地	0.55	24.70	20.59
其他用地	--	--	--
土地成交金额（亿元）	241.66	260.52	175.69
其中：住宅用地	223.23	236.30	142.99
商服用地	18.35	12.90	26.12
工业用地	0.07	11.31	6.59
其他用地	--	--	--
土地成交均价（元/平方米）	61585.12	35454.55	30753.12
其中：住宅用地	72079.43	54953.49	60536.66
商服用地	23769.43	22318.34	20215.33
工业用地	1272.73	4578.95	3199.03
其他用地	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

2. 业务运营

作为拱墅区重要的国有独资企业，该公司主要负责拱墅区祥符东单元和铁路北站单元土地开发整理、基础设施建设和保障性住房建设工作以及杭州北部软件园的开发工作。2019 年受益于较多地块实现出让，公司土地平整业务收入增加，资产管理业务收入随着厂房可出租单价提高而有所增长。2020 年第一季度，受土地出让结算进度影响公司未确认土地平整业务收入，此外公司对承租企业减免租金导致资产管理业务收入较上年同期下降。公司负责

的土地整理以及基础设施建设等项目资金需求量较大，持续面临较大的投融资压力。

该公司主要在杭州市拱墅区科技工业功能区管委会（拱墅市人民政府派出机构，简称“拱墅区管委会”）的指导下从事工业功能区的产业园开发与经营管理。根据《关于明确祥符二期（祥符东单元）（GS11）区块实施主体的通知（拱政办【2008】8号）》、《关于同意拱墅区新文村城中村改造计划的批复》（拱发改【2016】194号）和《关于智慧网谷小镇土地开发架构与政策的汇报》，公司负责拱墅区祥符东单元区块和铁路北站单元的土地一级开发及配套基础设施建设。祥符东单元区块东至巨州路、南至石祥路、西至西塘河、北至拱墅区祥符科技工业功能区一期界线及区界，规划用地面积 3165 亩。新文村城中村改造项目位于杭州市拱墅区祥符东单元地块内，东至祥兴路，南至祥园路，西至西塘河，北至上城科技园，规划用地面积 499 亩。铁路北站单元东至上塘河、南至石祥路、西至拱康路、北至北秀街及金昌路，规划用地面积 2700 余亩。

2019 年该公司实现营业收入为 42.65 亿元，同比增长 26.93%。同期土地平整业务和资产管理（物业出租）业务收入分别为 41.13 亿元和 1.50 亿元，系公司主要收入来源，分别占营业收入的 96.44%和 3.51%。2019 年营业收入较上年增长主要系出让较多地块以及厂房可出租单价提高，土地平整和资产管理业务收入增长所致，但由于毛利率水平较低的土地平整业务收入比重增加以及园区综合管理费增多，导致综合毛利率较上年下滑 1.65 个百分点。2020 年第一季度，受土地出让结算进度影响公司未确认土地平整业务收入，此外，为缓解疫情对租户的经营冲击，公司对承租企业减免 2 个月租金导致当期资产管理（物业出租）业务收入同比下降 47.62%至 0.22 亿元，同时园区综合管理费增加，导致毛利率同比减少 19.00 个百分点。

图表 4. 近年来公司营业收入及毛利率概况（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地平整业务	11.21	9.09	32.04	9.09	41.13	9.09	—	—
资产管理业务	0.93	93.55	1.18	95.83	1.50	76.62	0.22	75.52
其他业务	0.37	100.00	0.38	100.00	0.02	100.00	—	—
合计	12.51	18.08	33.60	13.15	42.65	11.50	0.22	75.52

资料来源：拱墅经发，部分合计数与加总数不一致系四舍五入所致。

（1）土地平整业务

该公司主要负责拱墅区祥符东单元和铁路北站单元区块的土地一级开发，根据杭州市政府规定，拱墅区政府无土地收储及出让职能，公司进行土地开发任务均需与杭州市土地储备中心签订委托开发协议。根据协议规定，公司在完成土地拆迁、平整工作后，由杭州市土地储备中心进行土地收储并出让，土地出让金的 45%作为公司拆迁整理成本由土地储备中心直接支付给公司，

另外 55%的部分在扣除相关税费后全额由拱墅区政府返还给公司，返还方式主要包括实现土地平整收入、股东注资和政府补贴等形式，但近年来主要通过确认土地平整收入进行返还。2019 年公司整治的较多土地实现出让，土地平整业务收入较上年增长 28.37%。由于公司土地平整业务均按照成本加成（10%）模式确认收入，故该业务毛利率保持在 9.09%。

从土地出让情况来看，2019 年该公司先后将祥符东单元 GS0806-R21-16、17 地块、祥符东单元 GS0804-R21-02 等多个地块进行出让，累计出让面积 340.42 亩（其中商住用地 160.00 亩，创新型用地 180.42 亩），出让土地总价为 69.60 亿元，应返还土地平整收入 44.42 亿元，截至 2020 年 3 月末已返还 33.07 亿元。2020 年第一季度，公司未出让土地。

图表 5. 近年来公司土地出让情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
土地出让面积 (亩)	工业用地	—	—	—	—
	商住用地	93.70	110.81	160.00	—
	创新型用地 ¹	—	330.98	180.42	—
土地出让均价 (亿元/亩)	工业用地	—	—	—	—
	商住用地	0.43	0.20	0.40	—
	创新型用地	—	0.03	0.03	—
土地出让收入 (亿元)	工业用地	—	—	—	—
	商住用地	40.20	33.91	64.17	—
	创新型用地	—	9.93	5.43	—
土地出让收入应返还 金额 ² (亿元)	工业用地	—	—	—	—
	商住用地	26.73	22.52	41.71	—
	创新型用地	—	5.44	2.71	—

资料来源：拱墅经发（因四舍五入存在尾差）

该公司前期土地平整收入均来源于祥符东单元区块的土地出让，铁路北站单元地块受控制性规划调控影响，2017 年 1 月获得出让批复。截至 2020 年 3 月末，公司未出让地块面积合计 751.32 亩，其中祥符东单元可出让土地面积为 118.15 亩，包括 43 亩住宅用地以及 75.15 亩创新型产业用地；网谷区（铁路北站单元）可出让地块 633.17 亩，均为创新性用地。上述可出让地块预计出让总价为 36.00 亿元，预计可获得出让返还金 18.00 亿元。

根据出让计划，2020 年该公司拟将祥符东单元 118.15 亩地和铁路北站单元 239.73 亩地进行出让，出让总价预计约 20.00 亿元，预计可获得出让返还约 14.00 亿元。

¹ 创新型产业用地是指专门用于从第二产业中分离出来的以产品研发、核心技术产品生产试验为主的产业用地。

² 土地出让收入应返还金额需扣除相关税费，故各年返还比例有一定波动。

图表 6. 截至 2020 年 3 月末公司未出让地块概况及出让计划

地块名称	数量 (宗)	面积 (亩)	容积率	用途	出让计划
祥符东单元	1	43.00	2.5	住宅	2020 年 4 月
	1	56.25	4.0	创新型产业用地	2020 年 8 月
	1	11.10	2.5	创新型产业用地	2020 年 8 月
	1	7.80	2.5	创新型产业用地	2020 年 8 月
网谷区(铁路北 站单元)	1	52.35	3.0	创新型产业用地	2020 年 10 月
	2	44.70	4.0	创新型产业用地	2020 年 11 月
	1	31.50	3.5	创新型产业用地	2021 年
	1	15.00	3.5	创新型产业用地	2020 年 11 月
	1	56.63	3.5	创新型产业用地	2020 年 10 月
	1	23.55	2.5	创新型产业用地	2021 年
	1	31.05	3.0	创新型产业用地	2020 年 8 月
	1	40.00	3.0	创新型产业用地	2020 年 10 月
	1	14.10	3.5	创新型产业用地	2021 年
	1	11.70	3.0	创新型产业用地	2021 年
	1	28.60	3.5	创新型产业用地	2021 年
	1	20.70	3.0	创新型产业用地	2021 年
	1	55.80	3.5	创新型产业用地	2021 年
	1	78.60	3.0	创新型产业用地	2022 年
	1	38.00	3.0	创新型产业用地	2022 年
	1	25.06	3.5	创新型产业用地	2022-23 年
1	48.58	3.5	创新型产业用地	2022-23 年	
1	17.25	3.0	创新型产业用地	2022-23 年	
合计	23	751.32	—	—	—

资料来源：拱墅经发

2017 年该公司承接了智慧网谷小镇和新文村城中村改造项目。

智慧网谷小镇系拱墅区政府规划建设的以打造“信息电商”为核心的创新型小镇。该项目位于铁路北站单元内，东至储鑫路，南接石祥路，西临拱康路，北靠金昌路，东北至宣杭铁路，该公司子公司杭州北部软件园发展有限公司（简称“北软公司”）负责该项目土地一级开发及配套基础设施建设。项目预计总投资 62.32 亿元（含土地拆迁成本），建设内容包括征地拆迁、网谷小镇客厅和道路等工程。截至 2020 年 3 月末，公司已完成所有农户拆迁工作，安置房建设已经开工建设，园区配套工程建设持续投入，园区内拿地项目逐步进入集中开工阶段，同期末累计已投入 69.57 亿元³，2020 年预计还将投入资金 13.00 亿元。除土地出让收入返还外，该项目还通过获得税收返还平衡建设资金。根据杭州市拱墅区财政局文件（拱财[2019]19 号），智慧网谷

³ 杭州土地市场价格上升、拆迁政策变化（货币安置）、拆迁成本加大导致该项目累计投入已超过计划总投资。另外预计总投资额 62.32 亿元未包括资金成本。

小镇核定企业产生的税费收入全部返还给智慧网谷小镇，税收由财政返还到拱墅区管委会，再由拱墅区管委会拨付给北软公司。2017-2019 年及 2020 年第一季度税费返还分别为 0.39 亿元、0.60 亿元、0.56 亿元和 0.57 亿元。

2017 年 1 月，根据《关于明确新文村城中村改造 PPP 项目实施机构的请示》简复单（府办简复【2017】年 1 号），拱墅区管委会经拱墅区政府授权，作为新文村城中村改造项目的实施机构。同年 9 月，北软公司受拱墅区管委会委托，与杭州市城市建设投资集团有限公司（简称“城投公司”）、杭州市居住区发展中心有限公司、浙江新盛建设集团有限公司和杭州市市政工程集团有限公司共同出资设立杭州城投新文建设发展有限公司⁴（简称“新文建设公司”），作为该项目的投资建设主体。新文村城中村改造项目位于祥符东单元内（属新划拨地块，不占用该单元原规划用地），东至祥兴路，南至祥园路，西至西塘河，北至上城科技园，规划用地面积 499 亩，北软公司负责该项目土地一级开发，后期项目建设（安置房、小学、幼儿园、邻里中心、道路桥梁和绿地等工程）由新文建设公司负责，其中工程建设部分以 PPP 模式实施，项目投入与融资均由社会资本方完成，土地一级开发部分的投入与融资由公司自行负责。根据项目合同，从项目运营期开始（2021 年）由政府支付可行性缺口补助。该项目计划总投资 35.55 亿元⁵，协议合作周期共 15 年，其中建设期 4 年，经营期为 11 年，公司按持股比例对新文建设公司经营期获得的利润进行分成。截至 2020 年 3 月末，该项目累计已投资 36.32 亿元，其中公司累计已投资金额为 35.38 亿元，2020 年公司预计还将投入资金 0.03 亿元。目前拆迁工作已经全部完成，安置房正在建设中，安置工作尚未开展。

截至 2020 年 3 月末，该公司对智慧网谷小镇和新文村城中村改造项目累计投入资金 105.89 亿元（计入“存货”，出售后结转至“营业成本”），2020 年预计还将投入 13.03 亿元，公司短期内投融资压力大。截至 2020 年 3 月末，智慧网谷小镇和新文村城中村改造项目累计已分别回笼资金 6.67 亿元和 22.52 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司土地整理累计投入 163.59 亿元（含智慧网谷小镇和新文村城中村改造项目投入），2019 年投入资金为 21.04 亿元，2020 年计划投入资金 25.00 亿元，投融资压力大。

（2） 资产管理业务（厂房租赁）

该公司资产管理收入主要来自厂房租赁，由控股子公司北软公司负责运营。北部软件园新建厂房分四期建设，一期于 2012 年末完工招租，二、三、四期厂房于 2015 年末全部完工招租，全部四期北软新建厂房累计投资 14.87 亿元，其中 8.00 亿元系债务融资。

⁴ 北软公司以现金方式认缴 0.14 亿元，持股比例为 5.00%，首期出资额 0.03 亿元已于 2017 年 10 月 31 日前缴纳，剩余资金需于一年内缴足。城投公司、杭州市居住区发展中心有限公司、浙江新盛建设集团有限公司、杭州市市政工程集团有限公司持股比例分别为 63.00%、28.00%、2.00%和 2.00%。

⁵ 仅包括该公司预计投入部分，未包括社会资本方预计投入金额。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末公司厂房情况

项目名称	总建筑面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	开工时间	完工时间	已投资额 (亿元)
北软新建厂房一期	5.50	3.90	2010.06	2012.12	1.62
北软新建厂房二期	14.89	9.30	2011.10	2015.07	5.65
北软新建厂房三期	14.67	9.40	2012.01	2015.11	5.78
北软新建厂房四期	4.82	3.20	2012.08	2015.07	1.82
合计	39.88	25.80	—	—	14.87

资料来源：拱墅经发

2020 年 3 月末，北软四期厂房分别有 39 家、95 家、78 家和 17 家企业入驻。2019 年末厂房出租率为 69.78%，较上年末略有下降主要系部分 P2P 企业搬离所致。后续随着招租企业的入驻，2020 年 3 月末厂房出租率升至 77.79%。

图表 8. 近年来公司厂房出租情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
工业厂房可出租面积（万平方米）	25.70	25.80	25.80	25.80
工业厂房可出租单价（元/日/平方米）	1.80-1.95	2.00-2.20	2.00-2.30	2.00-2.35
工业厂房出租率（%）	67.00	70.00	69.78	77.79

资料来源：拱墅经发

2019 年受益于工业厂房可出租单价提高，该公司资产管理（物业出租）收入同比增长 28.37%至 1.50 亿元。但由于园区道路竣工移交后，北软公司承担园区综合管理费较多，导致该业务毛利率降至 76.62%。2020 年第一季度资产管理业务收入为 0.22 亿元，为缓解疫情对租户的经营冲击，公司对承租企业减免 2 个月租金导致当期资产管理业务收入同比下降 47.62%至 0.22 亿元，同时园区综合管理费增加，导致毛利率同比减少 19.00 个百分点。

（3） 配套安置房建设

图表 9. 截至 2020 年 3 月末公司安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	建筑面积 (万平方米)	项目开工 时间	(预计) 交付时间	规划总 投资额	累计已 投资额	已回笼 资金	2020 年 4-12 月 计划投 资
祥符镇星桥村农居公寓	24.16	2010.10	2020.11	17.32	15.14	1.12	2.18
祥符镇吉如村农转居公寓	36.10	2012.08	2015.07	15.40	11.74	5.46	0.10
热电厂综合体 R21-02、R21-03 地块农转非居民拆迁安置房	27.82	2011.08	2015.07	9.34	12.15	5.83	0.10
合计	88.08	—	—	42.06	39.03	12.41	2.38

资料来源：拱墅经发

注：已投资额超出预期主要系农户选择采用货币安置，导致拆迁安置成本增加所致。

该公司通过自筹资金进行土地出让配套安置房建设，目前负责的项目主要包括祥符镇星桥村农居公寓、祥符镇吉如村农转居公寓、热电厂综合体 R21-

02、R21-03 农转非居民拆迁安置房等项目。上述安置房将以优惠价格定向销售给农转非居民，其中农转非居民可按建安价购买人均建筑面积 44 平方米的住宅、按成本价购买人均建筑面积 11 平方米的住宅，超出部分经审批后按综合价购买，剩余住房将由杭州市政府统一调剂安排、销售给其他单位。该业务主要以安置农户为目的，资金回笼基本以覆盖投资成本为主，可实现利润较少。

上述 3 个项目计划总投资 42.06 亿元，截至 2020 年 3 月末，该公司已投资 39.03 亿元，回笼资金 12.41 亿元。其中星桥村农居公寓项目分两期开发建设，一期已竣工并完成安置，二期已于 2016 年 12 月开工，目前已经进入室外附属工程阶段，预计 2020 年 4-12 月将投入 2.18 亿元。2020 年 3 月末，祥符镇吉如村农转居公寓项目和热电厂综合体项目已全部竣工但仍未交付，大部分农户安置已完成，预计 2020 年仍需投入 0.20 亿元。由于安置房项目的结算是在全部安置完毕后进行，因此资金回笼较慢，近年来均未确认收入。

(4) 基础设施建设

拱墅区政府委托该公司作为拱墅区内祥符东单元 2 期市政工程和北部软件园配套工程开展建设的主体，负责完成道路、照明、绿化等基础设施和公共配套设施的建设及修缮，资金由公司自筹。

该公司通过公开招投标的方式，将基础设施建设项目外包给符合资质要求的专业建筑施工公司进行施工，并按照项目开发进度将资金分批、分次支付给外包建筑单位。工程施工启动后，按月支付上月完成工程量的 70% 的工程款，竣工验收交付后支付至工程总价的 85%，竣工结算审定后支付至总价的 95%，剩余 5% 为质保金。项目建设期间公司将投资额计入“在建工程”科目，完工后结转至“其他非流动资产”科目。2019 年末，公司“在建工程”及“其他非流动资产”科目中祥符东单元 2 期市政工程投资额分别为 4.88 亿元和 11.07 亿元，北部软件园配套工程投资额分别为 0.71 亿元和 0.35 亿元，累计已投资 17.01 亿元，后续投资将主要集中在企业拆迁、安置房建设、中学幼儿园建设等子项目，2020 年计划投资 6.70 亿元。资金回笼方面，根据拱墅区人民政府《关于同意对杭州市拱墅区经济发展投资有限公司的市政公益性资产回购承诺的批复》，拱墅区有关部门同意在适当时候按项目决算价及相应的投资回报回购公司上述市政公益性资产，但目前政府暂未明确回购安排。

(5) 其他业务

该公司其他业务收入主要系对浙江万融置业有限公司（简称“万融置业”）借款的利息收入。公司下属子公司北软公司参股万融置业 10% 的股份，作为股东借款 4.80 亿元给万融置业，用于城市综合体万融城的开发建设，该笔借款按年化 12% 的利率计收利息。根据《合伙协议书补充协议》，2016 年 12 月 21 日起，借款利率调整为 8.5%，由于万融置业已归还 0.30 亿元，故剩余借

款本金为 4.50 亿元。由于公司拆出的资金成本在财务费用中核算，不作为该板块营业成本，故该业务毛利率为 100.00%。

根据万融置业与北软公司签订的债务置换协议：鉴于 1) 截至 2018 年 12 月 20 日，万融置业尚未向北软公司归还的借款本金为 4.50 亿元，利息为 0.10 亿元。2) 北软公司向万融置业购买其所在拱墅区的万融城 5#楼的 13 层 03 至 06 房号及第 14 层至第 25 层写字楼共 148 套房屋（建筑面积 17422.49 平方米），同时北软公司向万融置业承租万融城 150 个车位，北软公司应向万融置业支付购买价款 4.10 亿元、物业维修基金 0.01 亿元、车位租金 2.70 万元。双方同意将北软公司应向万融置业支付的购房价款、物业维修基金及标的车位租金抵消万融置业借款本金 4.38 亿元，剩余的 0.22 亿元借款本金由万融置业以货币方式支付给北软公司，2019 年 3 月万融置业已支付剩余的借款利息 0.10 亿元。根据万融置业与北软公司后续签订的《补充协议》，由于万融置业资金紧张，剩余的 0.12 亿元借款本金将由万融置业自 2019 年 2 月 1 日起至 2019 年 7 月 31 日前全部付清并按年化 8.5% 的利率支付利息，首次结息日为 2019 年 6 月 21 日，息随本清，欠款逾期未支付的，从逾期之日起按逾期罚息（约定的利率 8.5% 上浮 50%），截至 2020 年 1 月末万融置业的剩余 0.12 亿元借款本金与罚息 73.10 万元已全部结清。北软公司购买的上述房产未来计划用于出租，目前尚未出租。

管理

跟踪期内，该公司获得股东 2.70 亿元增资，资本实力进一步提升。公司股权结构稳定，杭州市拱墅区财政局仍为其唯一股东。此外，跟踪期内公司对组织架构进行了优化调整。

跟踪期内，该公司产权状况未发生变动，控股股东及实际控制方均为杭州市拱墅区财政局。公司产权状况详见附录一。2018 年 12 月，根据拱墅区人民政府常务会议纪要[2018]14 号，拱墅区财政局对公司增加注册资本至 10.00 亿元。2019 年末受益于公司获得股东注入的 2.70 亿元增资款，实收资本由 7.30 亿元增至 10.00 亿元。根据《杭州市拱墅区人民政府办公室印发关于完善拱墅区政府融资平台市场化转型的实施意见的通知》（拱政办发[2020]10 号），为进一步整合优质资源，计划将大关等十个街道的经营性房产经过评估增值后划转至公司，资产、负债划转基准日为 2020 年 1 月 1 日，其中用于出租资产预计年租金收入为 0.80 亿元，目前划转资产的评估价值尚未最终确定。

跟踪期内，该公司根据业务发展需要调整了组织结构，撤销了动迁部、前期部等，增设了公共关系部、置业发展部、应急管理部和客户服务部等部门。公司组织架构详见附录二。

根据该公司提供的本部《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 16 日，公司本部无不良信用记录。此外，截至 2020 年 6 月 10 日公司及其子公司北软公司因确认合同无效、对外追收债权等纠纷涉及诉讼，但涉诉金额较小。

图表 10. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	拱墅区财政局	拱墅经发	北软公司	智慧网谷
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.4.16	不涉及	无	无	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2020.6.10	不涉及	正常	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2020.6.10	无	涉及 ⁶	涉及 ⁷	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2020.6.10	无	无	无	无
质量	国家工商总局企业信息公示系统	2020.6.10	无	无	无	无
安全	国家工商总局企业信息公示系统	2020.6.10	无	无	无	无

资料来源：根据拱墅经发所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，随着该公司土地整理及基础设施项目建设的投入，公司投融资需求大，公司负债保持较大规模，但得益于拱墅区财政局对公司进行增资，负债经营程度有所下降。2019 年土地平整业务收入比重增加以及综合园区管理费支出增加导致综合毛利率较上年下滑。2020 年第一季度为缓解疫情对租户的经营冲击，公司对承租企业减免 2 个月租金导致当期资产管理业务收入同比下降，同时园区综合管理费增加，导致毛利率同比下降。公司主业现金流受土地出让进度及政府拨付进度影响呈波动状态。公司未来待出让的地块较多，未来土地的变现可为公司债务的偿付提供一定保障。

1. 公司财务质量

跟踪期内，该公司变更了会计师事务所⁸，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

⁶ 因确认合同无效、对外追收债权等纠纷，该公司被起诉，但涉诉金额较小，目前尚未审结。

⁷ 因房屋租赁合同、对外追收债权等纠纷，北软公司作为原告或被告涉及诉讼，但涉诉金额较小，目前尚未审结。

⁸ 系原先利安达会计师事务所（特殊普通合伙）的审计团队变更事务所所致。

2019年4月财政部发布《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》(财会【2019】6号)，2019年9月财政部发布《关于印发《合并财务报表格式(2019版)》的通知》(财会【2019】16号)，该公司根据规定采用追溯调整法变更了相关财务报表列报。

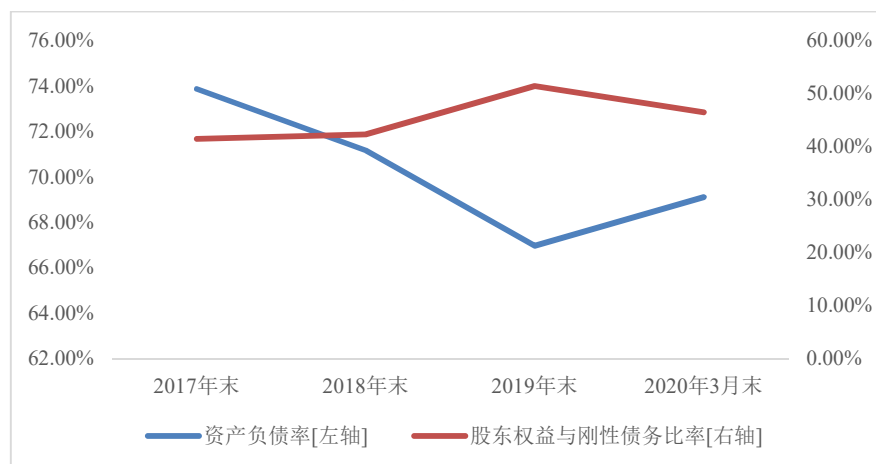
2019年5月财政部发布《企业会计准则第7号—非货币性资产交换》(财会【2019】8号)以及《企业会计准则第12号—债务重组》(财会【2019】9号)，该公司于2019年6月起执行上述准则。

跟踪期内，该公司合并财务报表范围无变动。截至2020年3月末，公司合并财务报表范围内子公司共2家，分别为北软公司和杭州智慧网谷经济发展有限公司⁹。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

图表 11. 公司财务杠杆水平与债务结构变动趋势



资料来源：拱墅经发

随着土地平整及基础设施项目的持续投入，该公司已积累了较大的债务规模。2019年末负债总额为103.43亿元，较上年末下降5.73%，主要系偿还部分到期债务所致；2020年3月末负债总额较上年末增长9.80%至113.56亿元，主要系公司新发行10亿元的20拱墅经投PPN001(期限3年，利率3.67%)所致。

2019年末及2020年3月末该公司所有者权益分别为51.00亿元和50.75亿元，2019年末所有者权益较上年末增长14.79%，主要系公司收到拱墅区财政局2.70亿元增资款以及经营积累增加所致。得益于股东增资及偿还部分债务，2019年末公司资产负债率较上年末下降4.2个百分点至66.98%。2020年3月末负债总额增加，导致资产负债率较上年末上升2.13个百分点至69.11%。

⁹ 原名为“杭州运河广告产业园发展有限公司”，2019年3月更名为现名。

从债务结构来看，为适应土地平整及基础设施建设等业务的资金需求，该公司主要以长期借款、中长期债券等方式进行融资，以匹配项目建设周期对长期资金的需求。2019 年末及 2020 年 3 月末公司长短期债务比分别为 650.20%和 711.98%，2019 年末长短期债务比较上年末下降主要系部分长期借款及应付债券转入一年内非流动负债所致；2020 年 3 月末长短期债务比较上年末上升主要系发行 20 拱墅经投 PPN001 所致。

从债务具体构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务，2019 年末刚性债务为 99.01 亿元，占负债总额的 95.73%，较上年末下降 5.59%，主要系偿还 14 杭拱墅债部分本金和到期长期借款所致。公司刚性债务以中长期为主，同期末中长期刚性债务占刚性债务的比重为 88.46%。除刚性债务以外，公司负债主要还包括其他应付款（不含应付利息）和递延所得税负债，2019 年末分别为 1.72 亿元和 2.02 亿元，占比分别为 1.67%和 1.95%。其他应付款（不含应付利息）以 3 年以上账龄为主，其中关联方往来款占比较大，公司分别应付杭州汽车物流中心管理委员会 0.93 亿元、拱墅区建设局 0.14 亿元，具有一定的支付弹性；递延所得税负债较上年末增长 23.45%，主要系投资性房地产公允价值变动导致应纳税暂时性差异调增所致。2020 年 3 月末由于公司发行 10 亿元的 20 拱墅经投 PPN001，刚性债务余额增至 109.14 亿元，其余负债结构较上年末无重大变化。

图表 12. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务合计	81.62	104.87	99.01	109.14
短期刚性债务合计	5.14	7.56	11.42	11.67
其中：短期借款	2.00	—	—	—
一年内到期非流动负债	2.67	6.48	10.41	10.42
应付利息	0.47	1.07	1.01	1.25
中长期刚性债务合计	76.48	97.32	87.59	97.47
其中：长期借款	46.33	61.41	53.50	53.43
应付债券	9.56	19.36	12.19	22.16
长期应付款	20.60	16.55	21.89	21.89
综合融资成本（年化，%）	4.02	5.96	5.62	—

资料来源：拱墅经发（部分加总数与合计数不一致系四舍五入所致）

注：综合融资成本=本年利息支出总额/[(期初刚性债务总额+期末刚性债务总额)/2]

该公司智慧网谷和新文村城中村改造项目前期土地一级开发投入资金量大，公司主要通过银行借款和发行债券等对外融资，2019 年末，长期借款（含一年内到期）合计为 55.30 亿元（利率区间为 4.41%-5.50%或基准利率上浮 10%），其中北软公司质押借款 44.40 亿元（质押物为政府购买服务权益），北软公司抵押及保证借款 5.50 亿元（保证单位系拱墅经发），北软公司抵押、质押及保证借款 5.40 亿元（抵押物为房屋建筑物，质押物为应收账款，保证单位系拱墅经发）；应付债券（含一年内到期）为 19.39 亿元，其中 7.19 亿元将

于一年内到期；长期应付款为 21.89 亿元，由于土地储备专项债、政府债券转贷资金从长期借款调整计入，使得长期应付款较上年末增长 32.29%，期末长期应付款主要包括公司对工银瑞信投资管理有限公司（简称“工银瑞信”）的借款余额 11.35 亿元¹⁰（利率 5.60%，期限 10 年）以及土地储备专项债券借款 8 亿元（利率 3.80%，期限 5 年）等。

2019 年末该公司短期刚性债务合计 11.42 亿元，包括 1.01 亿元应付利息及 10.41 亿元一年内到期的非流动负债（含一年内到期的 1.80 亿元长期借款、7.19 亿元应付债券和 1.42 亿元工银瑞信借款）。

图表 13. 2019 年末公司长短期借款明细（单位：亿元）

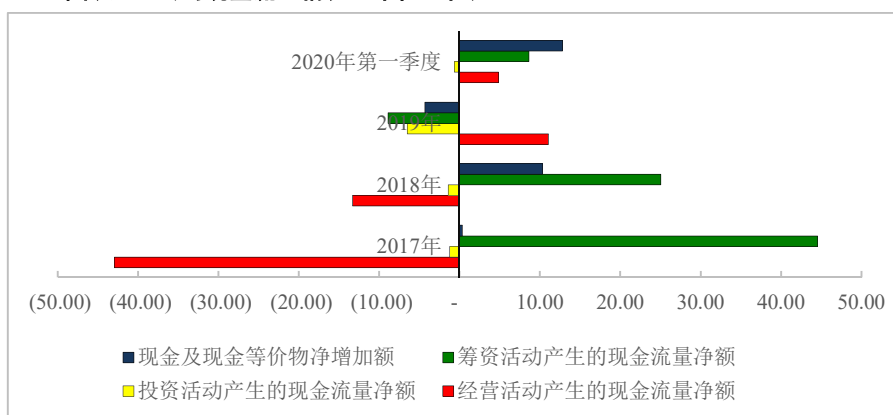
借款种类	短期借款	长期借款
质押借款	—	44.40
抵押及保证借款	—	5.50
抵押、质押及保证借款	—	5.40
合计	—	55.30

资料来源：拱墅经发

截至 2020 年 3 月末，该公司未对并表范围外企业提供担保。

(2) 现金流分析

图表 14. 公司现金流量情况（单位：亿元）



资料来源：拱墅经发

2019 年及 2020 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 58.97% 和 2584.15%，2020 年第一季度较上年同期大幅增长主要系收回部分土地平整收入以及营收规模缩减所致。由于 2019 年公司智慧网谷小镇和新文村城中村改造项目拆迁投入大幅减少，加之收到部分土地出让金返还以及收回万融置业借款 4.38 亿元，当年经营活动产生的现金流量净额为 11.07 亿元。2020 年第一季度受疫情影响公司延缓项目投入进度，同时收回部分土地平整收入，经营活动现金净流入 4.86 亿元。

¹⁰ 该公司与工银瑞信及北京融泽通远投资顾问有限公司的合伙协议共同出资成立杭州北软城市建设合伙企业（有限合伙），其中公司出资 2 亿元，作为劣后级有限合伙人；工银瑞信出资 18 亿元，作为优先级有限合伙人；北京融泽通远投资顾问有限公司出资 1000 元，执行合伙事务。截至 2019 年末，募集资金全部用于投资，其中对杭州智慧网谷经济发展有限公司出资 15.77 亿元，对杭州北部软件园发展有限公司出资 4.20 亿元。根据财产份额转让协议，自工银瑞信首笔投资资金划入起届满 3 年、4 年、5 年、6 年、7 年、8 年、9 年、10 年对应日及最后一期转让价款支付日，公司受让工银瑞信持有的合伙企业全部份额。

随着对北部软件园配套工程及祥符东单元 2 期内市政工程的持续投资，2019 年及 2020 年第一季度该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.50 亿元和-0.65 亿元，2019 年公司以 4.38 亿元购入万融城资产（计入投资性房地产）导致投资活动现金净流出较大。

由于土地开发和基础设施建设资金需求量较大，该公司通过银行借款和发行债券等方式融资，2019 年及 2020 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为-8.87 亿元和 8.63 亿元，2019 年公司收到股东注入的资本金 2.70 亿元，但由于偿还较多债务、新增债务规模较小，筹资活动现金流呈净流出状态。

图表 15. 公司现金流对债务的覆盖情况

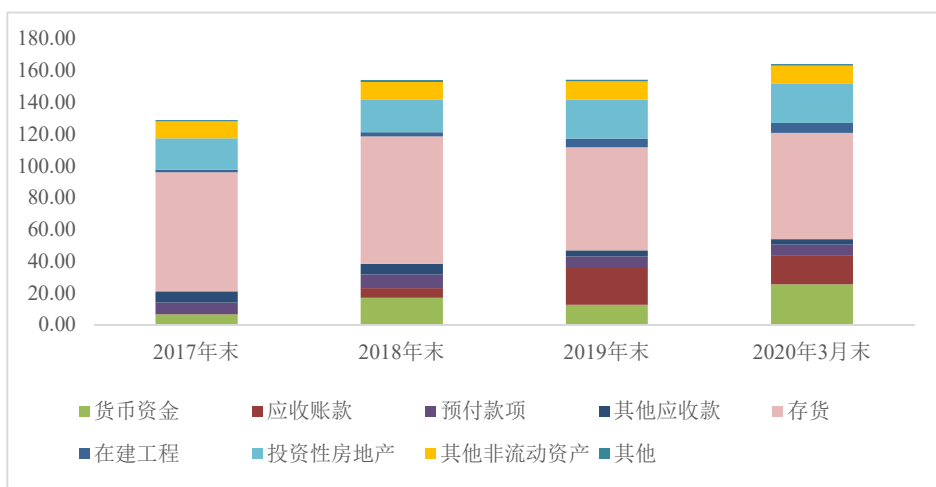
指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.03	0.87	0.82
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.05	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-293.81	-94.22	90.38
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-74.82	-14.27	10.86
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-302.41	-104.07	37.32
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-77.01	-15.76	4.48

资料来源：拱墅经发

该公司 EBITDA 主要由营业利润、列入财务费用的利息支出和无形资产及其它资产的摊销构成，2017-2019 年 EBITDA 分别为 2.35 亿元、4.83 亿元和 4.67 亿元，2019 年公司利润总额有所下降以及利息支出增加，导致 EBITDA 对利息支出的保障能力略有下降。

(3) 资产质量分析

图表 16. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）



资料来源：拱墅经发

随着土地开发和项目建设的推进，该公司资产规模不断扩大，2019 年末及 2020 年 3 月末资产总额分别为 154.42 亿元和 164.31 亿元，2020 年 3 月末

资产总额较上年末增长 6.40%，主要系发行定向债务融资工具使得货币资金增加所致。2019 年末，流动资产和非流动资产分别为 112.25 亿元和 42.17 亿元，分别占总资产的 72.69%和 27.31%。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2019 年末，货币资金为 12.65 亿元，较上年末下降 25.39%，主要系支付工程款和偿还债务所致，均未受限；应收账款为 23.80 亿元，较上年末大幅增长，主要系当期出让较多地块，土地出让金未全部收回所致；预付款项为 6.68 亿元，较上年末下降 22.91%，主要系预付农居公寓二期工程款和调剂安置房预付款在开票后结转所致；其他应收款为 3.76 亿元，主要系应收杭州市拱墅区城中村改造指挥部康桥分指挥部 2 亿元往来款及拱墅区管委会 1.07 亿元往来款，较上年末大幅下降主要系收回部分万融置业借款（已于 2020 年 1 月全部收回）所致；存货为 64.85 亿元，主要系土地开发成本，较上年末下降 19.03%主要系出让较多土地所致。2020 年 3 月末，货币资金较上年末大幅增长主要系收到 20 拱墅经投 PPN001 募集资金所致；应收账款较上年末下降 22.83%，主要系收回部分土地出让金所致。

该公司非流动资产以投资性房地产、在建工程和其他非流动资产为主。2019 年末投资性房地产为 24.56 亿元，较上年末增长 20.67%，主要系购入万融城部分资产所致；在建工程为 5.59 亿元，较上年末大幅增长主要系本期 42 班初级中学工程、园区道路建设、星澜小学扩建工程和智慧网谷小镇客厅项目支出金额较大所致；其他非流动资产为 11.42 亿元，为祥符东单元二期内市政工程和北软配套工程的投资成本，拱墅区政府将按照决算价及相应的投资回报在适当的时候回购上述市政基础工程项目。2020 年 3 月末，非流动资产结构较上年末无重大变化。

（4）流动性/短期因素

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 814.21%和 868.68%，2019 年末流动比率较上年末下降主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期非流动负债所致；2020 年 3 月末流动比率提高主要系收到发行 20 拱墅经投 PPN001 募集资金所致。公司流动资产中存货占比较大，存货主要系土地开发成本，变现进度受当地土地及房地产市场影响较大，实际资产流动性弱于账面表现，仍存在一定的流动性压力。

图表 17. 公司流动性指标

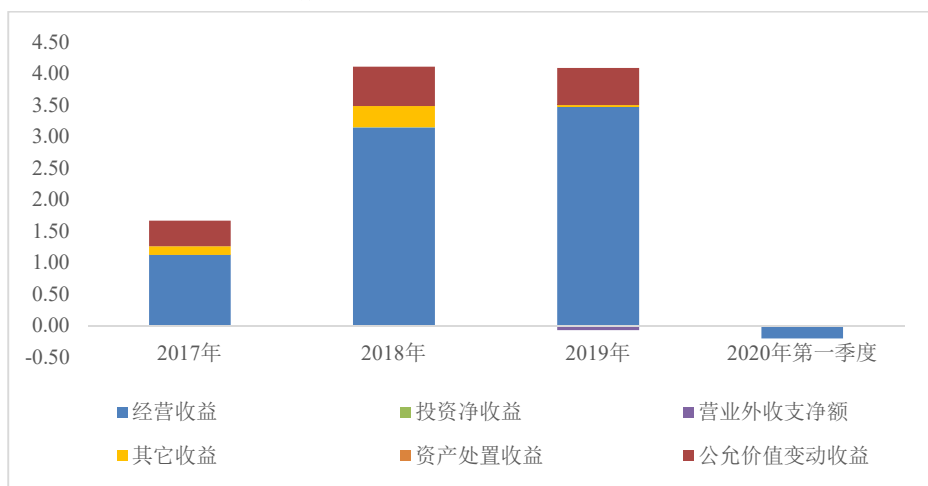
主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	548.64	1110.73	814.21	868.68
速动比率 (%)	78.92	281.29	295.37	341.56
现金比率 (%)	37.73	158.43	91.76	182.20
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	128.69	224.34	110.75	218.43

资料来源：拱墅经发

2020年3月末，该公司受限资产账面价值为19.24亿元，占资产总额比重为11.71%，受限资产均为投资性房地产，主要为公司将北软四期厂房用于经营性物业贷款抵押，受限资产规模较大，对公司资产流动性造成一定影响。

3. 公司盈利能力

图表 18. 公司盈利来源构成（单位：亿元）



资料来源：拱墅经发

该公司营业收入主要来自土地出让收入和资产管理（出租物业）收入。2019年及2020年第一季度营业收入分别为42.65亿元和0.22亿元，毛利率分别为11.50%和75.52%。2019年营业收入较上年增长主要系出让较多地块以及厂房租金上调，土地平整和资产管理业务收入增长所致，但由于毛利率水平较低的土地平整业务收入比重的增加以及综合园区管理费增加，综合毛利率较上年下滑1.65个百分点。2020年第一季度，受土地出让结算进度影响公司未确认土地平整业务收入，此外为缓解疫情对租户的经营冲击，公司对承租企业减免2个月租金导致当期资产管理业务收入同比下降47.62%至0.22亿元，同时园区综合管理费增加，导致毛利率同比减少19.00个百分点。

该公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2019年及2020年第一季度期间费用分别为1.07亿元和0.34亿元，期间费用率分别为2.50%和155.31%，2019年得益于营业收入逐年增长，期间费用率较上年略有下降。2020年第一季度营收规模缩减导致期间费用率大幅提升。

近年来公允价值变动收益和其他收益对该公司盈利形成一定补充。公司投资性房地产在资产总额中占有一定比重，2019年末投资性房地产所占比重为15.90%，受益于北软四期厂房和祥符镇祥园路33号、35号物业增值，2019年公司确认公允价值变动收益0.59亿元，但该类收益属于偶然性收益，受当地土地及房地产市场波动影响较大，不具有可持续性。此外公司因承担较多基建项目，可获得政府的一定资金支持，2019年其他收益为0.03亿元，主要

为华为软件开发云项目、众创空间补助经费等政府补贴。2019 年及 2020 年第一季度公司实现净利润分别为 3.70 亿元和-0.25 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 外部经营环境较好

近年来杭州市经济实现平稳较快发展，GDP 总值和增速在浙江省排名中均位于首位。受上级政府支持，拱墅区积极发展产业经济，打造高新技术产业园区，该公司外部经营环境较好。

2. 可获一定程度政府支持

作为杭州市拱墅区最主要的土地开发、基建投资和国有资产经营管理主体，该公司可以在资源配置、财政补贴等方面获得一定程度的政府支持，2017-2019 年政府补贴分别为 0.14 亿元、0.34 亿元和 0.03 亿元。此外，根据《杭州市拱墅区人民政府办公室印发关于完善拱墅区政府融资平台市场化转型的实施意见的通知》（拱政办发[2020]10 号），为进一步整合优质资源，计划将大关等十个街道的经营性房产经过评估增值后划转至公司。

3. 待出让土地较多

跟踪期内，受益于土地出让市场回暖，该公司较多土地实现出让，使得土地平整业务确认较多收入，2019 年营收规模持续增长。截至 2020 年 3 月末，公司未出让地块面积合计 751.32 亩，其中祥符东单元可出让土地面积为 118.15 亩，包括 43 亩住宅用地以及 75.15 亩创新型产业用地；网谷区（铁路北站单元）可出让地块 633.17 亩，均为创新性用地。上述可出让地块预计出让总价为 36.00 亿元，预计可获得出让返还金 18.00 亿元。

跟踪评级结论

该公司实际控制人为杭州市拱墅区财政局，近年来股权结构稳定，内控制度较为完善。公司在拱墅区管委会的指导下从事工业功能区的产业园开发与经营管理。公司目前主要负责拱墅区祥符东单元和铁路北站单元的土地一级开发及配套基础设施建设。

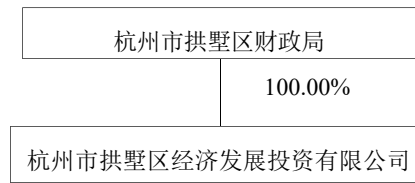
2019 年受益于较多地块实现出让，该公司土地平整业务收入增加，资产管理业务收入随着厂房可出租单价提高而有所增长。2020 年第一季度，受土地出让结算进度影响公司未确认土地平整业务收入，此外公司对承租企业减免租金导致资产管理业务收入较上年同期下降。公司负责的土地整理以及基础设施建设等项目资金需求量较大，持续面临较大的投融资压力。

跟踪期内，随着该公司土地整理及基础设施项目建设的投入，公司投融资需求大，公司负债保持较大规模，但得益于拱墅区财政局对公司进行增资，负债经营程度有所下降。2019 年土地平整业务收入比重增加以及综合园区管理费支出增加导致综合毛利率较上年下滑。2020 年第一季度为缓解疫情对租户的经营冲击，公司对承租企业减免 2 个月租金导致当期资产管理业务收入同比下降，同时园区综合管理费增加，导致毛利率同比下降。公司主业现金流受土地出让进度及政府拨付进度影响呈波动状态。公司未来待出让的地块较多，未来土地的变现可为公司债务的偿付提供一定保障。

同时，我们仍将持续关注（1）杭州市拱墅区经济发展状况以及财政状况；（2）我国城投类企业面临的信贷政策环境变化；（3）土地市场变化对该公司土地资产价值及上市交易进度的影响；（4）公司在建项目的投融资进展以及资金平衡情况；（5）公司土地出让金返还的及时性及时往来款的回收状况。

附录一：

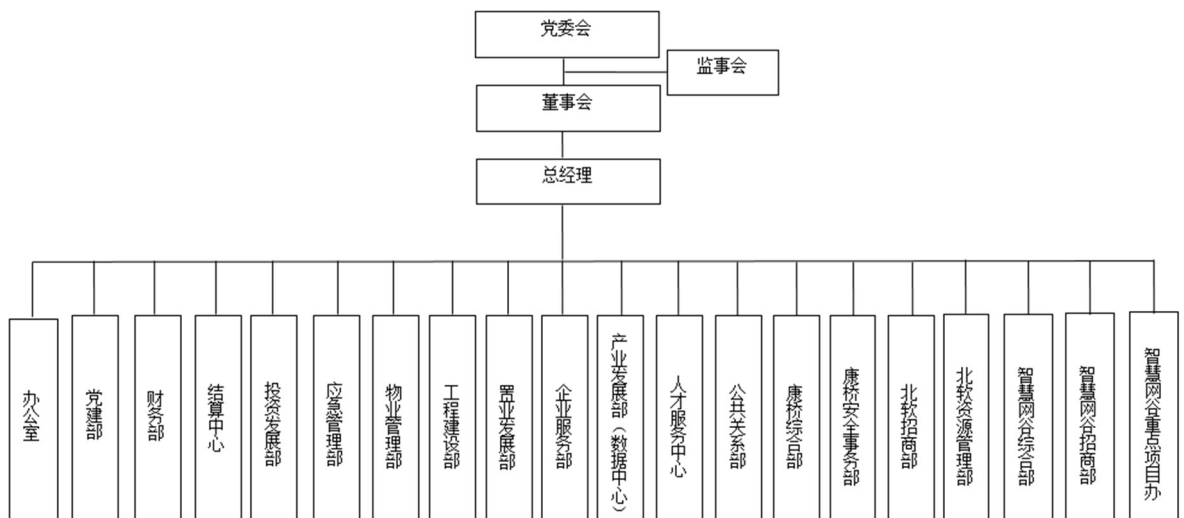
公司与实际控制人关系图



注：根据拱墅经发提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据拱墅经发提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	129.00	154.14	154.42	164.31
货币资金 [亿元]	6.62	16.95	12.65	25.48
刚性债务[亿元]	81.62	104.87	99.01	109.14
所有者权益 [亿元]	33.69	44.43	51.00	50.75
营业收入[亿元]	12.51	33.60	42.65	0.22
净利润 [亿元]	1.38	3.77	3.70	-0.25
EBITDA[亿元]	2.35	4.83	4.67	—
经营性现金净流量[亿元]	-42.95	-13.30	11.07	4.86
投资性现金净流量[亿元]	-1.26	-1.39	-6.50	-0.65
资产负债率[%]	73.89	71.18	66.98	69.11
长短期债务比[%]	443.47	925.25	650.20	711.98
权益资本与刚性债务比率[%]	41.28	42.36	51.51	46.50
流动比率[%]	548.64	1110.73	814.21	868.68
速动比率[%]	78.92	281.29	295.37	341.56
现金比率[%]	37.73	158.43	91.76	182.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	128.69	224.34	110.75	218.43
利息保障倍数[倍]	1.02	0.85	0.81	—
有形净值债务率[%]	282.96	247.01	202.84	223.80
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	18.08	13.15	11.50	75.52
营业利润率[%]	13.33	12.25	9.60	-92.85
总资产报酬率[%]	2.34	3.31	3.02	—
净资产收益率[%]	4.17	9.65	7.75	—
净资产收益率*[%]	4.17	9.65	7.75	—
营业收入现金率[%]	100.08	56.42	58.97	2584.15
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-293.81	-94.22	90.38	—
经营性现金净流量与刚性债务比率[%]	-74.82	-14.27	10.86	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-302.41	-104.07	37.32	—
非筹资性现金净流量与刚性债务比率[%]	-77.01	-15.76	4.48	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.03	0.87	0.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.05	0.05	—

注：表中数据依据拱墅经发经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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今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，并非是某种决策的结论、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）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。