

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[2021]100377】

**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

14杭拱墅债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2021年6月22日  
**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2020年6月24日  
**首次评级:** AA/稳定/AA/2014年6月27日

### 主要财务数据

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
<b>金额单位:人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	11.84	6.60	10.40	7.59
刚性债务	48.18	41.76	50.80	45.49
所有者权益	38.17	43.53	43.49	43.38
经营性现金净流入量	-11.08	3.66	-0.67	3.58
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	154.14	154.42	187.97	187.96
总负债	109.71	103.43	104.37	104.52
刚性债务	104.87	99.01	100.73	100.75
所有者权益	44.43	51.00	83.60	83.44
营业收入	33.60	42.65	15.46	0.38
净利润	3.77	3.70	0.89	-0.15
经营性现金净流入量	-13.30	11.07	12.53	-6.25
EBITDA	4.83	4.67	1.56	—
资产负债率[%]	71.18	66.98	55.53	55.61
长短期债务比[%]	925.25	650.20	482.65	690.62
营业利润率[%]	12.25	9.60	7.29	-26.66
短期刚性债务现金覆盖率[%]	224.34	110.75	112.75	90.34
营业收入现金率[%]	56.42	58.97	103.23	113.98
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.76	4.48	9.51	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.87	0.82	0.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.02	—

注:发行人数据根据拱墅经发经审计的2018-2020年及未经审计的2021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14杭拱墅债的跟踪评级反映了2020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,2020年公司获得拱墅区人民政府31.71亿元经营性房产注入,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。
- **持有一定土地储备。**拱墅经发持有一定的土地储备,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:

- **受市场环境的影响较大。**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出让进度,使得公司收入水平波动大。跟踪期内,由于出让土地减少,公司营业收入降幅较大。
- **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。
- **资产流动性较弱。**拱墅经发应收账款规模较大，回收期限具有一定不确定性；存货在流动资产中占比高，且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。

### 评级关注：

- **杭州市部分行政区划调整。**2021年4月，杭州市政府对部分行政区划进行调整，撤销下城区、拱墅区，设立新的拱墅区，以原下城区、拱墅区的行政区域为新的拱墅区的行政区域。关注行政区划调整对区域经济及财政实力、拱墅经发区域地位、经营和财务状况的影响。

### ➤ 未来展望

通过对拱墅经发及其发行的上述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；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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。

经国家发展和改革委员会批准，该公司于 2014 年 7 月公开发行了 7 年期固定利率的 6.00 亿元公司债券。本次债券募集资金全部用于祥符镇星桥村农居公寓项目、祥符镇吉如村农转居公寓项目、热电厂综合体 R21-02、R21-03 地块农转非居民拆迁安置房工程项目，项目总投资 23.24 亿元，截至 2021 年 3 月末已累计投资 39.71 亿元，其中 6.00 亿元募集资金已全部使用完毕。“14 杭拱墅债”设置本金提前偿付条款，按照约定，公司需在 2017 年至 2021 年每年的 7 月 21 日分别按照发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，截至 2021 年 3 月末“14 杭拱墅债”债券余额为 1.20 亿元。

截至 2021 年 4 月末，该公司待偿还债券本金余额为 26.20 亿元。

**图表 1. 截至 2021 年 4 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 (%)	发行日	本息兑付情况
14 杭拱墅债	6.00	1.20	7	6.90	2014-07-18	正常付息
20 拱墅经投 PPN001	10.00	10.00	3	3.67	2020-03-11	正常付息
20 拱墅经投 PPN002	7.50	7.50	3	4.50	2020-10-29	尚未开始付息
21 拱墅经投 PPN001	7.50	7.50	3	4.00	2021-04-21	尚未开始付息
合计	31.00	26.20	—	—	—	—

资料来源：拱墅经发

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项

重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动

作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## （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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

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，全国各地区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。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，该领域的建设及融资模式也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一定保障。

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年至2018年上半年，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。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），进一步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。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，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，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间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，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

### （3）区域环境

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。2020年受疫情影响，拱墅区经济增速放缓，但在第三产业的拉动下依然实现正增长。2021年杭州市人民政府撤销下城区、拱墅区，设立新的拱墅区，以原下城区、

拱墅区的行政区域为新的拱墅区的行政区域，需关注行政区划调整对区域经济和财政实力、该公司业务运营等方面的影响。

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。2020 年末，拱墅区公安部门登记户籍人口 41.39 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。

受疫情影响，2020 年拱墅区经济增速放缓，当年拱墅区实现地区总产值 668.60 亿元，按可比价计算，同比增长 0.1%，增速较上年回落 8.2 个百分点。其中，第二产业增加值 125.40 亿元，同比下降 4.5%；第三产业增加值 543.20 亿元，同比增长 1.6%；三次产业结构从上年的 0:21.1:78.9 调整为 0:18.8:81.2。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. 2018-2020 年杭州市拱墅区主要经济指标及增速(单位：%)**

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	581.80	4.2	662.16	8.3	668.60	0.1
规模以上工业增加值（亿元）	--	11.2	103.74	17.7	86.31	-7.0
第一产业增加值（亿元）	--	--	--	--	--	--
第二产业增加值（亿元）	108.04	9.3	139.56	11.0	125.40	-4.5
第三产业增加值（亿元）	473.76	3.0	522.60	7.5	543.20	1.6
全社会固定资产投资（亿元）	--	21.2	--	25.8	--	-12.6
社会消费品零售总额（亿元）	565.44	8.7	620.73	8.3	609	-1.9
进出口总额（亿元）	117.24	-4.2	129.19	10.9	152.53	11.3

资料来源：2018-2020 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，受疫情冲击，2020 年拱墅区规模以上工业实现工业增加值 86.31 亿元，同比下降 7.0%，其中高新技术产业实现增加值 69.88 亿元，同比下降 7.6%，占全区规模以上工业增加值比重为 81.0%；高端装备制造业增加值 13.0 亿元，同比增长 8.0%。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，2020 年拱墅区固定资产投资同比下降 12.6%。其中，交通投资增长 44.6%；生态环保、城市更新和水利设施投资同比下降 14.5%；高新产业投资同比增长 59.5%；民间项目投资同比增长 34.0%；工业投资同比增长 4.5%，投资结构进一步优化。

土地市场方面，2020年拱墅区成交土地39宗，成交土地面积94.73万平方米，同比增长9.15%；土地成交总价共401.40亿元，同比增长18.53%；平均溢价率20.29%，成交土地均价42371.92元/平方米，同比增长8.59%。

**图表 3. 2018年以来杭州市拱墅区土地成交情况**

项目	2018年	2019年	2020年
<b>建设用地面积（万平方米）</b>	<b>88.26</b>	<b>86.79</b>	<b>94.73</b>
其中：住宅用地	43.00	43.64	68.64
商业/办公用地	20.56	22.35	18.40
工业用地	24.70	20.59	6.04
其他用地	---	0.21	1.65
<b>土地出让金（亿元）</b>	<b>421.10</b>	<b>338.65</b>	<b>401.40</b>
其中：住宅用地	236.30	272.77	365.38
商服用地	173.49	59.21	34.19
工业用地	11.31	6.59	1.35
其他用地	---	0.08	0.48
<b>土地成交均价（元/平方米）</b>	<b>47713.66</b>	<b>39018.30</b>	<b>42371.92</b>
其中：住宅用地	54956.39	62502.80	53228.98
商服用地	84392.15	26494.63	18582.73
工业用地	4580.09	3199.32	2229.46
其他用地	---	3841.49	2905.63

资料来源：中指数据

2021年4月9日，杭州市人民政府官网发布《杭州市人民政府关于调整杭州市部分行政区划的通知》（简称“通知”）。根据通知内容，杭州市撤销下城区、拱墅区，设立新的拱墅区，以原下城区、拱墅区的行政区域为新的拱墅区的行政区域。新世纪评级将密切关注杭州市行政区划调整对拱墅区财政实力、该公司区域地位、经营和财务状况的影响。

## 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。2020年公司土地出让减少，使得土地平整业务收入大幅下降，资产管理业务收入因疫情期间公司对承租企业减免租金而有所下降。2021年第一季度公司未确认土地整理平整业务收入，受益于厂房出租率提高，资产管理业务收入较上年同期增长。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。目前公司主要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。

2020 年该公司实现营业收入为 15.46 亿元，同比下降 63.76%，主要是因为当年土地出让减少，同时疫情期间减免 3 个月租金所致。同期土地平整业务和资产管理（物业出租）业务收入分别为 14.23 亿元和 1.21 亿元，系公司主要收入来源，分别占营业收入的 92.09%和 7.84%。2020 年综合毛利率为 14.47%，较上年上升 2.97 个百分点。2021 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，当期资产管理（物业出租）业务收入同比增长 75.44%至 0.38 亿元，主要是 2020 年第一季度公司对承租企业减免 3 个月租金所致。

**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	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	32.04	9.09	41.13	9.09	14.23	9.09	—	—
资产管理业务	1.18	95.83	1.50	76.62	1.21	76.78	0.38	94.77
其他业务	0.38	100.00	0.02	100.00	0.01	100.00	—	—
<b>合计</b>	<b>33.60</b>	<b>13.15</b>	<b>42.65</b>	<b>11.50</b>	<b>15.46</b>	<b>14.47</b>	<b>0.38</b>	<b>94.77</b>

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。2020 年由于土地整理工作进入收尾阶段，土地出让减少，土地平整业务收入较上年下降 65.40%至 14.23 亿元。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，2020 年该公司将祥符东单元 GS0802-R21-08 地块、铁路北站单元 GS1103-03-01 等地块出让，累计出让面积 90.85 亩，出让土地总价为 17.07 亿元，应返还土地平整收入 11.19 亿元，截至 2021 年 3 月末已返还 10.73 亿元。2021 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		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
土地出让面积 (亩)	工业用地	—	—	17.07	—
	商住用地	110.81	160.00	43.92	—
	创新型用地 <sup>1</sup>	330.98	180.42	29.86	—
土地出让均价 (亿元/亩)	工业用地	—	—	0.0075	—
	商住用地	0.20	0.40	0.37	—
	创新型用地	0.03	0.03	0.03	—

<sup>1</sup> 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。

项目		2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
土地出让收入 (亿元)	工业用地	—	—	0.13	—
	商住用地	33.91	64.17	16.18	—
	创新型用地	9.93	5.43	0.89	—
土地出让收入应返还金额 <sup>2</sup> (亿元)	工业用地	—	—	0.065	—
	商住用地	22.52	41.71	10.67	—
	创新型用地	5.44	2.71	0.45	—

资料来源：拱墅经发（因四舍五入存在尾差）

截至2021年3月末，该公司未出让地块面积合计757.58亩，其中祥符东单元可出让土地面积为147.40亩（包括31.20亩住宅用地、75.09亩创新型产业用地和41.11亩工业用地）；网谷区（铁路北站单元）可出让土地面积为610.18亩（均为创新性用地）。2021年公司拟将祥符东单元88.47亩土地和铁路北站单元166.11亩土地进行出让，出让总价预计为30.50亿元，预计可获得出让返还14.70亿元。

图表6. 截至2021年3月末公司未出让地块概况及出让计划

地块名称	面积(亩)	容积率	用途	出让计划
祥符东(含康桥)单元	29.52	4	创新性产业用地	2021
	26.67	4	创新性产业用地	2021
	11.10	2.5	创新性产业用地	2021
	7.80	2.5	创新性产业用地	2022
	11.18	3	工业	2021
	10.00	3	工业	2021
	31.20	2.5	住宅	准备拆迁, 出让计划待定
	8.53	/	工业	控规调整, 出让计划待定
	7.40	/	工业	控规调整, 出让计划待定
	4.00	/	工业	控规调整, 出让计划待定
网谷区(铁路北站单元)	14.10	3.5	创新性产业用地	2021
	8.25	3.5	创新性产业用地	2021
	17.52	3	创新性产业用地	2021
	27.15	3	创新性产业用地	2023
	15.00	3	创新性产业用地	2023
	56.63	3.5	创新性产业用地	2021
	23.55	2.5	创新性产业用地	2022
	17.17	2.5	创新性产业用地	涉铁地块, 出让计划待定
	15.00	3	创新性产业用地	2022
	15.00	3	创新性产业用地	2022
	16.95	3	创新性产业用地	2021
	15.15	3	创新性产业用地	2021
	12.75	3	创新性产业用地	涉铁地块, 出让计划待定

<sup>2</sup> 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。

地块名称	面积（亩）	容积率	用途	出让计划
	12.45	3	创新性产业用地	2021
	11.70	3	创新性产业用地	涉铁地块，出让计划待定
	25.06	3	创新性产业用地	2021
	48.60	3	创新性产业用地	2022
	36.30	3	创新性产业用地	运贸拆迁地块，出让计划待定
	20.70	3	创新性产业用地	涉铁地块，出让计划待定
	78.60	3	创新性产业用地	涉铁地块，出让计划待定
	38.10	3	创新性产业用地	涉铁地块，出让计划待定
	28.65	3	创新性产业用地	涉铁地块，出让计划待定
	55.80	3	创新性产业用地	涉铁地块，出让计划待定
<b>合计</b>	<b>757.58</b>	-	-	-

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两个土地开发项目。

智慧网谷小镇系拱墅区政府规划建设以打造“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（含土地拆迁补偿成本），建设内容包括征地拆迁、网谷小镇客厅和道路等工程。截至2021年3月末，公司已完成所有农户拆迁工作，园区配套工程建设和农户过渡费及村集体拆迁尾款累计已投入69.46亿元<sup>3</sup>，2021年预计还将投入资金25.85亿元。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。智慧网谷小镇自2019年起有企业陆续入驻，2020年税费返还为0.48亿元。

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》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<sup>4</sup>（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。该项目由公司负责的部分计

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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%。

划总投资 35.55 亿元<sup>5</sup>，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 2021 年 3 月末，该项目累计已投资 41.43 亿元，其中公司负责的部分累计已投资 35.40 亿元，2021 年公司预计还将投入资金 0.50 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 2021 年 3 月末，该公司土地整理累计投入 167.58 亿元（含智慧网谷小镇和新文村城中村改造项目投入），其中 2020 年投入资金为 3.99 亿元，2021 年计划投入资金 13.90 亿元，后续投融资压力大。

## (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。截至 2020 年末和 2021 年 3 月末北软四期厂房出租率分别为 74.86%和 76.70%。此外万融城自 2020 年 12 月起已整租给浙江智新泽地科技发展有限公司，租金为 523 万元/年，租期 5 年。2020 年及 2021 年第一季度公司实现资产管理业务收入分别为 1.21 亿元和 0.38 亿元，2020 年该业务收入较上年有所下降主要系疫情期间对承租企业减免 3 个月租金，收入减少约 0.30 亿元所致。

图表 7. 截至 2021 年 3 月末公司厂房及万融城出租情况

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	1.98	2010.06	2012.12	1.62
北软新建厂房二期	14.89	7.30	2011.10	2015.07	5.65
北软新建厂房三期	14.67	7.63	2012.01	2015.11	5.78
北软新建厂房四期	4.82	2.06	2012.08	2015.07	1.82
万融城	1.66	1.66	—	—	4.30
合计	41.54	20.63	—	—	19.17

资料来源：拱墅经发

图表 8. 近年来公司厂房出租情况

指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
工业厂房可出租面积（万平方米）	25.80	25.80	25.80	25.80
工业厂房可出租单价（元/日/平方米）	2.00-2.20	2.00-2.30	2.00-2.35	2.00-2.35
工业厂房出租率（%）	70.00	69.78	74.86	76.70

资料来源：拱墅经发

## (3) 配套安置房建设

图表 9. 截至 2021 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	2021 年 4-12 月计 划投资
祥符镇星桥村安居公	24.16	2010.10	2020.11	17.32	15.62	2.09	0.80

<sup>5</sup> 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。

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	2021年 4-12月计 划投资
寓 祥符镇吉如村农转居 公寓	36.10	2012.08	2015.07	15.40	11.84	5.46	0.00
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	12.25	5.83	0.00
<b>合计</b>	<b>88.08</b>	—	—	<b>42.06</b>	<b>39.71</b>	<b>13.38</b>	<b>0.80</b>

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 2021 年 3 月末该公司已投资 39.71 亿元，回笼资金 13.38 亿元，2021 年 4-12 月公司预计将投入 0.80 亿元用于支付祥符镇星桥村农居公寓工程尾款。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% 的施工款，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。2020 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 6.81 亿元和 11.27 亿元，北部软件园配套工程投资额分别为 1.06 亿元和 0.35 亿元，累计已投资 19.49 亿元，2021 年计划投资 6.90 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原持有万融置业 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。北软公司已将上述购置的房产整租给浙江智新泽地科技发展有限公司，租期 5 年，租金为 523 万元/年。

## 管理

跟踪期内，该公司股权结构稳定，杭州市拱墅区财政局仍为其唯一股东。此外，公司获得拱墅区人民政府 31.71 亿元经营性房产注入，资本实力进一步提升。为加强管理，公司对部分高管人员进行了调整。

跟踪期内，该公司产权状况未变化，杭州市拱墅区财政局仍是公司唯一股东及实际控制人。为优化资产、资源配置，提高资产收益率，根据杭州市拱墅区人民政府办公室《关于完善拱墅区政府融资平台公司市场化转型的实施意见》（拱政办发[2020]10 号）以及杭州市拱墅区财政局《拱墅区国有资产处置批复书》拱财资（2020）87 号），拱墅区人民政府将大关等十个街道的经营性房产（后经整理实际价值 31.71 亿元）无偿划转至公司下属子公司杭州智慧网谷经济发展有限公司（简称“网谷经济公司”），增加资本公积 31.71 亿元。其中价值 10.32 亿元的房产计入投资性房地产，价值 19.40 亿元的房产计入存货，价值 1.99 亿元的房产计入其他非流动资产，根据实际用途计入不同科目。上述经营性房产可获得租金约 8000 万元/年。

图表 10. 划入资产情况

序号	街道	房产面积（万平方米）	房产项数	价值（亿元）
1	上塘街道	0.86	23	1.76
2	半山街道	1.43	25	1.72
3	康桥街道	2.64	15	2.55

序号	街道	房产面积（万平方米）	房产项数	价值（亿元）
4	祥符街道	5.16	222	8.57
5	米市巷街道	1.65	89	2.86
6	湖墅街道	0.70	152	1.36
7	大关街道	1.33	111	3.17
8	小河街道	2.56	137	5.23
9	和睦街道	0.74	44	1.17
10	拱宸桥街道	1.91	106	3.31
<b>合计</b>	--	<b>18.97</b>	<b>924</b>	<b>31.71</b>

资料来源：拱墅经发

根据《公司法》和该公司章程的有关规定，2020 年为进一步加强管理，公司对董事、监事作出调整，免去上一届董事、监事人员；任命张慧琴、梅圆、康芳为董事，其中张慧琴仍为公司董事长、法定代表人兼总经理；任命熊凯、杨小明、赵颖、刘明、沈亚芬为监事。跟踪期内，公司组织架构无变化。

根据该公司提供的本部《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 10 日，公司本部无违约记录。此外，截至 2021 年 6 月 8 日公司本部及其子公司北软公司因破产债权纠纷、房屋拆迁安置补偿合同纠纷等涉及诉讼，但涉诉金额较小。

**图表 11. 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	2021.5.10	不涉及	无	无	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2021.6.8	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	2021.6.8	无	涉及 <sup>6</sup>	涉及 <sup>7</sup>	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2021.6.8	无	无	无	无
质量	国家工商总局企业信息公示系统	2021.6.8	无	无	无	无
安全	国家工商总局企业信息公示系统	2021.6.8	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，随着土地整理及基础设施项目建设的持续投入，该公司负债规模略有增长，但得益于街道经营性房产的无偿划转，负债经营程度有所下降。2020 年公司出让土地规模下降同时对承租企业减免 3 个月租金，营业收入随之下降，毛利率较上年略有

<sup>6</sup> 因房屋拆迁安置补偿合同纠纷等涉诉，但涉诉金额较小。

<sup>7</sup> 因破产有关纠纷等涉诉，但涉诉金额较小。

提升。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，存量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

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 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）及其补充规定。

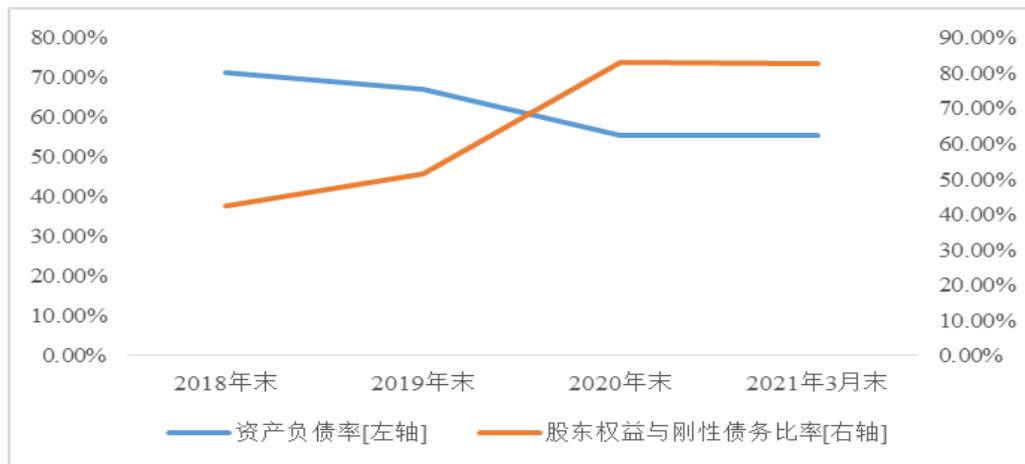
2019 年 12 月 10 日，财政部发布的《关于印发《企业会计准则解释第 13 号》的通知》（财会【2019】21 号），根据要求，该公司对 2020 年 1 月 1 日至执行日之间的关联方判断和业务判断根据该准则进行调整，对 2020 年 1 月 1 日之前关联方判断和业务判断，不进行追溯调整。公司于 2020 年 1 月 1 日起执行该准则。

2020 年末该公司合并报表范围较上年末增加 1 家，为 2020 年新设立的杭州智慧网谷数据科技有限公司。截至 2021 年 3 月末，公司无偿收购新浪集富科技发展（杭州）有限公司，将其纳入合并报表范围。

## 2. 公司偿债能力

### （1）债务分析

图表 12. 公司财务杠杆水平与债务结构变动趋势



资料来源：根据拱墅经发提供资料整理、绘制

2020 年末及 2021 年 3 月末该公司所有者权益分别为 83.60 亿元和 83.44 亿元，2020 年末所有者权益较上年末增长 63.92%，主要系拱墅区人民政府将大关等十个街道的经营性房产无偿划转至下属子公司网谷经济公司增加了资本公积，加之经营积累增加所致。

跟踪期内，随着土地平整及基础设施项目的持续投入，该公司债务规模略有上升。2020 年末及 2021 年 3 月末负债总额分别增至 104.37 亿元和 104.52 亿元，资产负债率分别为 55.53%和 55.61%。得益于街道经营性房产的无偿划转，2020 年末资产负债率较上年末下降 11.45 个百分点。

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、发行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。2020年末及2021年3月末公司长短期债务比分别为482.65%和690.62%，2020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。

从债务具体构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务，2020年末刚性债务为100.73亿元，占负债总额的96.52%，较上年末增长1.74%。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88.29%。除刚性债务以外，2020年末公司负债主要还包括0.90亿元其他应付款（不含应付利息）和2.25亿元递延所得税负债。其他应付款主要为与拱墅区建设局、杭州长运实业有限公司、拱墅区河道建设指挥中心、等单位的往来款，具有一定支付弹性；递延所得税负债主要系投资性房地产公允价值变动导致的应纳税暂时性差异，较上年末增长11.59%。2021年3月末公司刚性债务略增至100.75亿元，负债结构较上年末无重大变化。

**图表 13. 公司刚性债务构成（单位：亿元）**

刚性债务种类	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
<b>刚性债务合计</b>	<b>104.87</b>	<b>99.01</b>	<b>100.73</b>	<b>100.75</b>
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>7.56</b>	<b>11.42</b>	<b>16.57</b>	<b>11.80</b>
其中：短期借款	—	—	—	—
一年内到期的长期借款	3.86	1.80	1.80	2.34
其他短期刚性债务	3.70	9.62	14.77	9.46
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>97.32</b>	<b>87.59</b>	<b>84.17</b>	<b>88.95</b>
其中：长期借款	61.41	53.50	46.20	50.99
应付债券	19.36	12.19	17.50	17.50
其他中长期刚性债务	16.55	21.89	20.47	20.47

资料来源：根据拱墅经发提供资料整理（部分加总数与合计数不一致系四舍五入所致）

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进行融资。2020年末，长期借款（含一年内到期）合计为48亿元（年利率区间介于4.41%-5.50%），其中信用借款为43.20亿元（含一年内到期），剩余部分主要为抵质押借款。同期末公司应付债券为17.50亿元，发行利率区间介于3.67%-6.90%。2020年末公司长期应付款为20.47亿元，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9.92亿元<sup>8</sup>（年利率5.60%，期限10年）以及土地储备专项债券借款8.00亿元和政府债券借款2.55亿元（年利率3.33%-3.81%，期限5-10年）等。

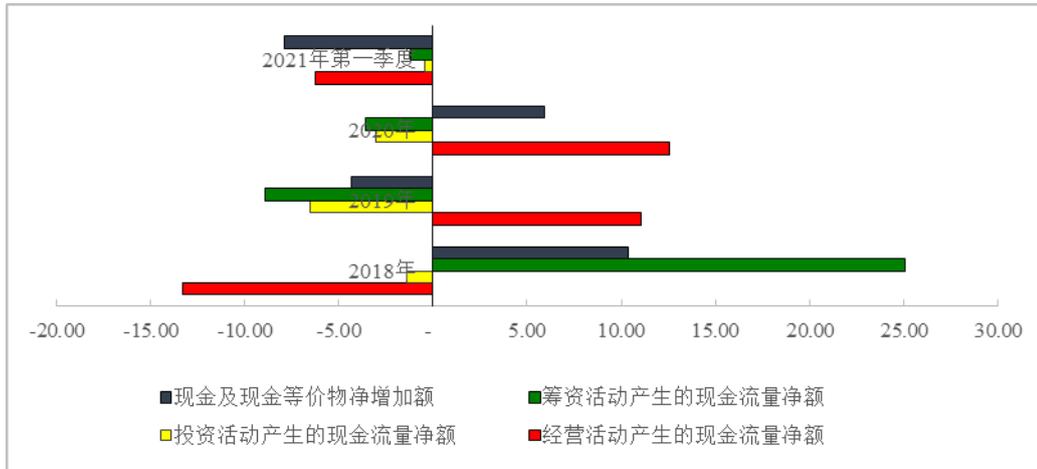
2020年末该公司短期刚性债务合计16.57亿元，包括1.15亿元应付利息及15.42亿元一年内到期的非流动负债，公司一年内到期的有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。

截至2021年3月末，该公司未对并表范围外企业提供担保。

<sup>8</sup> 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2020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。

## (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：根据拱墅经发提供资料整理、绘制

2020 年及 2021 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 103.23%和 113.98%，2020 年较上年大幅增长主要系收回部分土地平整收入所致。由于土地整理投入大幅减少，2020 年经营活动现金净流入增至 12.53 亿元。2021 年第一季度，由于未收到土地出让金返还，当期经营性现金净流出 6.25 亿元。

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，2020 年及 2021 年第一季度该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.03 亿元和-0.45 亿元。由于土地开发和基础设施建设资金需求量较大，公司通过银行借款和发行债券等方式融资，2020 年及 2021 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.59 亿元和-1.21 亿元，由于偿还到期债务规模较大，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

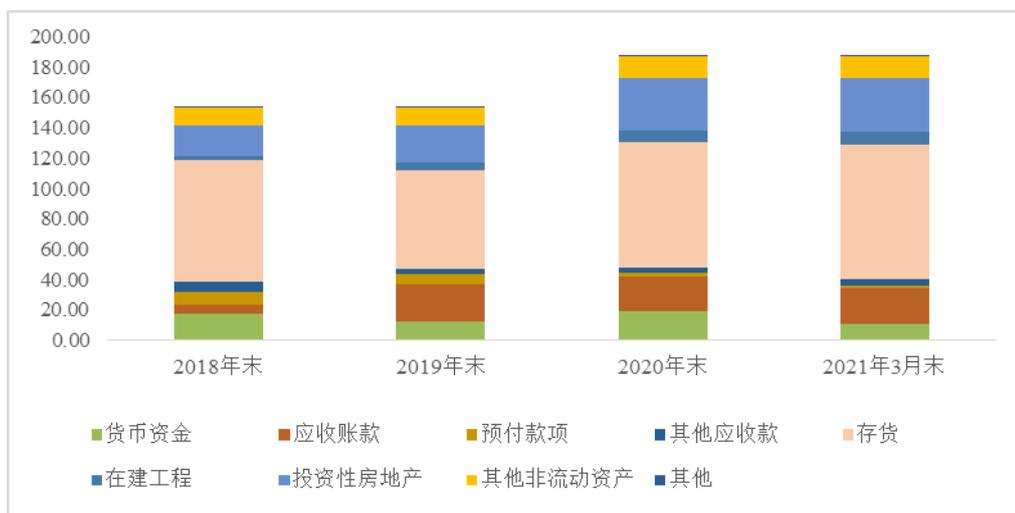
指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.87	0.82	0.30
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.05	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-94.22	90.38	79.09
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-14.27	10.86	12.55
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-104.07	37.32	59.94
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-15.76	4.48	9.51

资料来源：根据拱墅经发提供资料整理

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，2018-2020 年 EBITDA 分别为 4.83 亿元、4.67 亿元和 1.56 亿元，2020 年公司土地出让规模下降，利润总额下滑，EBITDA 对利息支出的保障能力有所下降。

### (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：根据拱墅经发提供资料整理、绘制

2020 年末及 2021 年 3 月末该公司资产总额分别为 187.97 亿元和 187.96 亿元。由于公司获得十个街道经营性房产的注入，2020 年末资产总额较上年末增长 21.72%。2020 年末，流动资产和非流动资产分别为 130.79 亿元和 57.18 亿元，分别占总资产的 69.58% 和 30.42%。

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。2020 年末，货币资金为 18.68 亿元，较上年末增长 47.64%，主要系发行 17.50 亿元 PPN，同时拆迁支出、安置房建设支出等减少所致，年末货币资金为 0.11 亿元；应收账款为 23.37 亿元，主要为尚未收回的土地款，土地款返还款先支付给管委会，再由管委会支付给公司；预付款项为 2.00 亿元，较上年末下降 70.05%，主要系预付安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 3.96 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 1.51 亿元往来款；存货为 82.17 亿元，较上年末增长 26.71%主要系拱墅区财政局无偿划拨的价值 19.40 亿元的房产计入存货所致。2021 年 3 月末，公司货币资金较上年末下降 42.94%至 10.66 亿元，主要系使用货币资金偿还部分到期债务所致。

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。2020 年末投资性房地产为 34.83 亿元，主要系出租的房产。2020 年末投资性房地产较上年末增长 41.81%，主要系拱墅区财政局无偿划拨的价值 10.32 亿元的房产计入投资性房地产所致；在建工程为 7.87 亿元，较上年末增长 40.66%，主要系祥符东单元二期内市政工程投入增加所致；其他非流动资产为 13.86 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。2021 年 3 月末，公司非流动资产结构较上年末无重大变化。

### (4) 流动性/短期因素

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 730.15%和 981.85%，指标显示流动资产对流动负债的覆盖程度较好，但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。

**图表 17. 公司流动性指标（单位：%）**

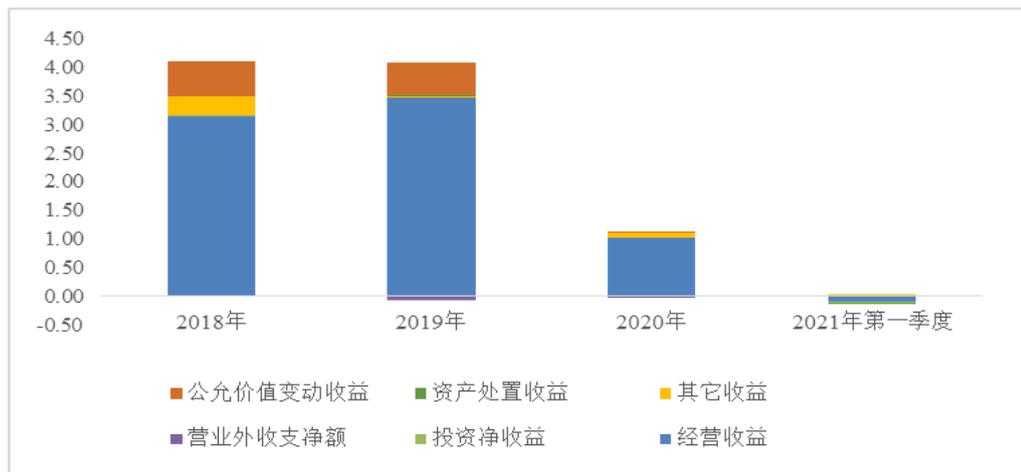
主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率	1110.73	814.21	730.15	981.85
速动比率	281.29	295.37	260.26	292.28
现金比率	158.43	91.76	104.26	80.61
短期刚性债务现金覆盖率	224.34	110.75	112.75	90.34

资料来源：根据拱墅经发提供资料整理

2021 年 3 月末，该公司受限资产账面价值为 10.43 亿元，占当期末资产总额比重为 5.55%。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所致。

### 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：根据拱墅经发提供资料整理、绘制

该公司营业收入主要来自土地平整收入和资产管理（出租物业）收入。2020 年及 2021 年第一季度营业收入分别为 15.46 亿元和 0.38 亿元，综合毛利率分别为 14.47%和 94.77%。2020 年由于公司出让的土地规模下降，当年营业收入下降 63.76%。2021 年第一季度公司未确认土地平整业务收入，当期营业收入均来自资产管理（出租物业）收入，因出租的房产采用公允价值计量，不计提折旧摊销，加之拱墅区政府划入的街道房屋毛利润空间较高，综合毛利率增幅明显。

该公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2020 年及 2021 年第一季度期间费用分别为 0.95 亿元和 0.40 亿元。2020 年由于北软公司提前归还建设银行贷款，利息费用支出下降，财务费用同比下降 33.75%至 0.43 亿元。2020 年管理费用较上年增长 24.03%，主要系部分工程结束后招标代理费、工程维修费用等计入管理费用所致。

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。受益于北软四期厂房和祥符镇祥园路 33 号、35 号物业增值，2020 年公司确认公允价值变动收益 0.02

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，2020 年其他收益为 0.10 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。2020 年及 2021 年第一季度公司实现净利润分别为 0.89 亿元和-0.15 亿元，2020 年由于土地平整收入降幅较大，当年净利润同比下降 75.82%。

## 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，2018-2020 年政府补贴分别为 0.34 亿元、0.03 亿元和 0.10 亿元。此外，2020 年拱墅区人民政府将大关等十个街道的经营性房产（实际价值 31.71 亿元）无偿划转至公司下属子公司网谷经济公司。

### 3. 待出让土地较多

截至 2021 年 3 月末，该公司未出让地块面积合计 757.58 亩，其中祥符东单元可出让土地面积为 147.40 亩（包括 31.20 亩住宅用地、75.09 亩创新型产业用地和 41.11 亩工业用地）；网谷区（铁路北站单元）可出让土地面积为 610.18 亩（均为创新性用地）。2021 年公司拟将祥符东单元 88.47 亩土地和铁路北站单元 166.11 亩土地进行出让，出让总价预计为 30.50 亿元，预计可获得出让返还 14.70 亿元。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构稳定，杭州市拱墅区财政局仍为其唯一股东。此外，公司获得拱墅区人民政府 31.71 亿元经营性房产注入，资本实力进一步提升。为加强管理，公司对部分高管人员进行了调整。

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。2020 年公司土地出让减少，使得土地平整业务收入大幅下降，资产管理业务收入因疫情期间公司对承租企业减免租金而有所下降。2021 年第一季度公司未确认土地整理平整业务收入，受益于厂房出租率提高，资产管理业务收入较上年同期增长。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，随着土地整理及基础设施项目建设的持续投入，该公司负债规模略有增长，但得益于街道经营性房产的无偿划转，负债经营程度有所下降。2020 年公司出让土地规模下降同时对承租企业减免 3 个月租金，营业收入随之下降，毛利率较上年略有提升。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，存量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）杭州市行政区划调整对拱墅区经济财政实力、该公司区域地位及业务运营等方面影响；（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往来款的回收状况。

附录一：

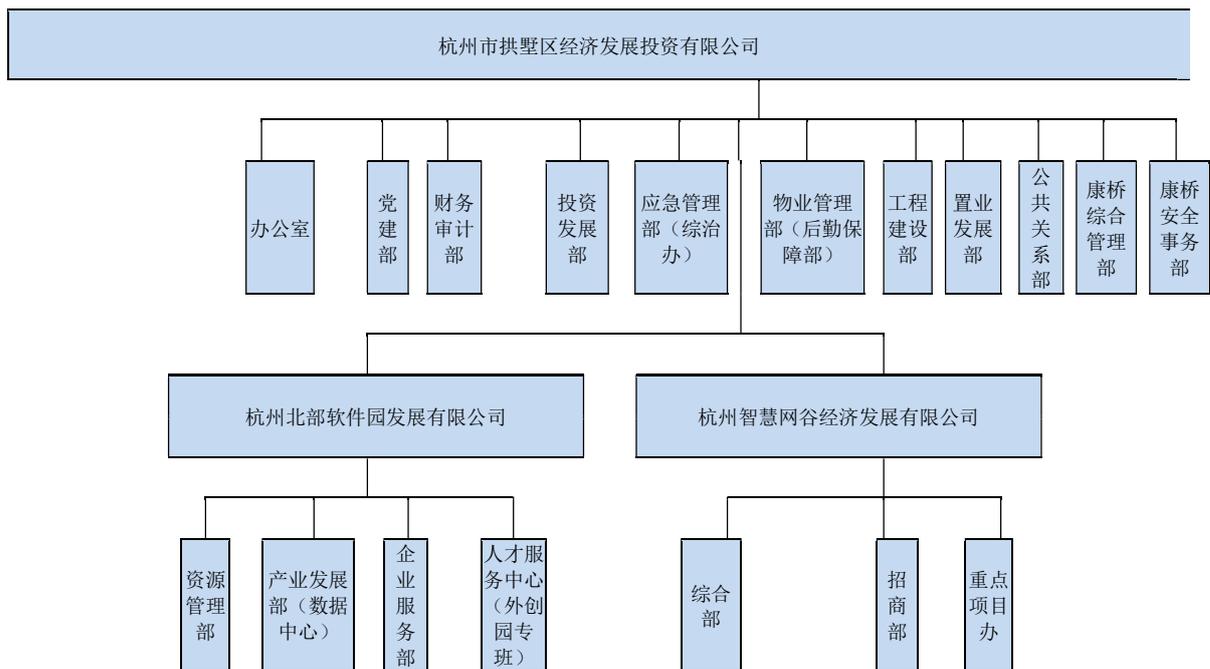
公司股权结构图



注：根据拱墅经发提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
杭州市拱墅区经济发展投资有限公司	拱墅经发	--	土地一级开发、厂房租赁、营运管理等	50.80	43.49	3.85	-0.04	-0.67	本部口径
杭州北部软件园发展有限公司	北软公司	100.00%	土地一级开发、基础设施建设、厂房租赁等	48.09	22.15	11.60	0.98	13.20	
杭州智慧网谷经济发展有限公司	智谷经发	100.00%	营运管理等	--	49.83	--	-0.05	0.00	

注：根据拱墅经发提供资料整理

附录四：

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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	154.14	154.42	187.97	187.96
货币资金 [亿元]	16.95	12.65	18.68	10.66
刚性债务[亿元]	104.87	99.01	100.73	100.75
所有者权益 [亿元]	44.43	51.00	83.60	83.44
营业收入[亿元]	33.60	42.65	15.46	0.38
净利润 [亿元]	3.77	3.70	0.89	-0.15
EBITDA[亿元]	4.83	4.67	1.56	—
经营性现金净流入量[亿元]	-13.30	11.07	12.53	-6.25
投资性现金净流入量[亿元]	-1.39	-6.50	-3.03	-0.45
资产负债率[%]	71.18	66.98	55.53	55.61
长短期债务比[%]	925.25	650.20	482.65	690.62
权益资本与刚性债务比率[%]	42.36	51.51	82.99	82.82
流动比率[%]	1110.73	814.21	730.15	981.85
速动比率[%]	281.29	295.37	260.26	292.28
现金比率[%]	158.43	91.76	104.26	80.61
短期刚性债务现金覆盖率[%]	224.34	110.75	112.75	90.34
利息保障倍数[倍]	0.85	0.81	0.30	—
有形净值债务率[%]	247.01	202.84	124.90	125.30
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	13.15	11.50	14.47	94.77
营业利润率[%]	12.25	9.60	7.29	-26.66
总资产报酬率[%]	3.31	3.02	0.91	—
净资产收益率[%]	9.65	7.75	1.33	—
净资产收益率*[%]	9.65	7.75	1.33	—
营业收入现金率[%]	56.42	58.97	103.23	113.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-94.22	90.38	79.09	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-14.27	10.86	12.55	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-104.07	37.32	59.94	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.76	4.48	9.51	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.87	0.82	0.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.02	—

注：表中数据依据拱墅经发经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	5
		流动性	4
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2014年6月27日	AA/稳定	叶晓明、程隆	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月24日	AA/稳定	莫燕华、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA/稳定	莫燕华、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (14杭拱墅债)	历史首次评级	2014年6月27日	AA	叶晓明、程隆	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月24日	AA	莫燕华、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA	莫燕华、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

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

附录八：

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

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。