



# 杭州余杭城市发展投资集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1225 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	杭州余杭城市发展投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 余创债/ 22 余创债”	AAA

### 评级观点

中诚信国际将杭州余杭城市发展投资集团有限公司（以下简称“余杭城投”或“公司”）主体信用等级由 AA+调升至 AAA，并将“22 余创债/ 22 余创债”的债项级别由 AA+调升至 AAA。本次跟踪级别调整主要基于下述理由：1、公司地位及重要性进一步提升，跟踪期内，公司作业范围从未来科技城拓展至全区，同时实际管理由未来科技城管委会调整为余杭区国资办，业务范围及行政地位持续提升；2、持续获得政府大力支持，2022 年，公司收到财政局拨款 20.00 亿元，资本实力不断夯实。余杭区交通区位优势及产业基础能够为其经济的发展提供广阔的空间，近年来经济财政实力持续增长；公司地位提升后，作为余杭区重要的开发建设及国有资产运营主体，与政府维持更为紧密的关系。同时，中诚信国际也关注到公司债务规模持续增长、资本支出压力较大及资产流动性较弱对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，杭州余杭城市发展投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

### 正面

- **区域发展环境较好。**跟踪期内，余杭区经济财政实力在杭州市均排名首位；未来科技城作为余杭区核心及重点发展区域，跟踪期内快速发展，区域经济的快速增长为公司未来稳定运营提供了基础。
- **业务具有区域垄断性。**公司是未来科技城内唯一的土整、基建项目建设主体，且随着公司定位的调整，后续作业将从未来科技城拓展到全区，作业范围有所扩大，公司在建及拟建项目较多，具备较强的区域垄断性和可持续性。

### 关注

- **债务规模持续增长。**随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模逐年上升，需关注未来债务增长情况。
- **资本支出压力较大。**公司在建的土地整理及基础设施项目较多，尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。
- **资产流动性较弱。**公司资产中存货占比较大，截至2022年末，存货占总资产的比重达69.23%，存货系土整和基建项目投入，结算进度较慢，一定程度上影响了资产的流动性。

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤爱萍 aptang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

## 财务概况

余杭城投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	923.87	1,091.44	1,204.92
经调整的所有者权益合计（亿元）	290.83	312.87	342.38
负债合计（亿元）	633.05	778.57	832.54
总债务（亿元）	513.60	604.59	748.50
营业总收入（亿元）	76.87	62.88	46.82
经营性业务利润（亿元）	9.21	11.80	8.86
净利润（亿元）	11.64	11.83	9.51
EBITDA（亿元）	10.06	17.39	16.57
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-95.08	-41.55	-80.79
总资本化比率(%)	63.85	65.90	68.61
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.42	0.55	0.58

注：1、中诚信国际根据余杭城投提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

## 评级历史关键信息

杭州余杭城市发展投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	22 余创债/22 余创债 (AA+)	2022/06/27	江林燕、王慧	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 (C250000 2019 02)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	22 余创债/22 余创债 (AA+)	2022/03/10	江林燕、王慧	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 (C250000 2019 02)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径。

## 同行业比较

项目	余杭城投	扬子国资	江宁经开
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	杭州市-余杭区	南京市-江北新区	南京市-江宁经开区
GDP（亿元）	2,651.25	2,628.47	1,900.00
一般公共预算收入（亿元）	352.93	145.14	168.90
经调整的所有者权益合计（亿元）	342.38	823.36	264.84
总资本化比率（%）	68.61	72.97	75.92
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.58	0.45	0.57

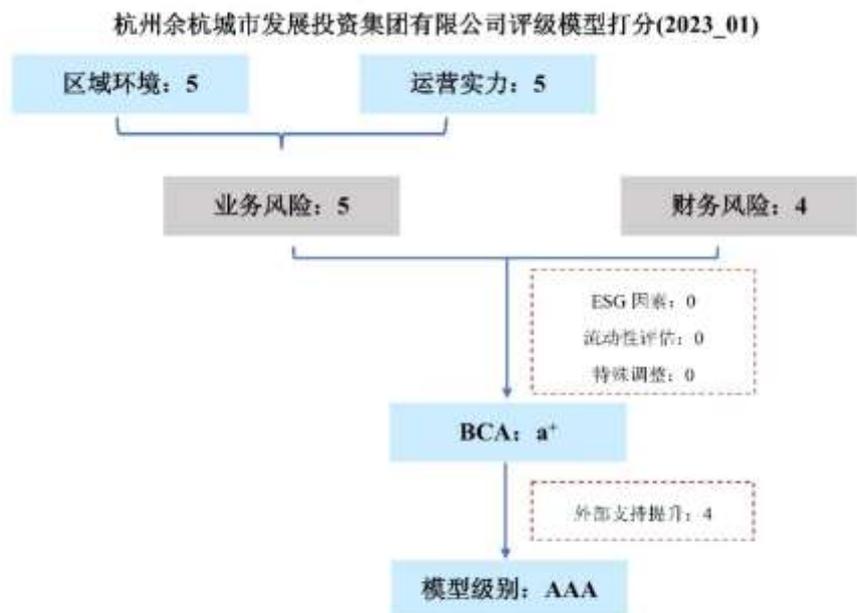
注：“扬子国资”系“南京扬子国资投资集团有限责任公司”的简称；江宁经开系“南京江宁经济技术开发区集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿 元)	存续期	特殊条款
22 余创债/22 余创债	AAA	AA+	2022/06/27	5.00	5.00	2022/4/15~2029/4/15	调整票面利率， 回售条款

## ● 评级模型



## ● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，余杭区整体经济财政实力很强，区域环境风险很低。公司在区域内业务重要性突出，在建拟建项目规模大，具备很强的业务稳定性和持续性。但是，余杭城投在建及拟建项目较多，面临一定的资本支出压力；且大规模土整及基建项目投入沉淀于存货中，影响资产流动性。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，余杭城投所有者权益持续增长，资本实力较强；但债务规模快速增长，债务压力加大；债务规模增长带动利息支出持续攀升，EBITDA 对利息的保障程度较弱。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对余杭城投个体基础信用等级无影响，余杭城投具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

诚信国际认为，余杭区政府支持能力很强，并对公司有强的支持意愿，主要体现在余杭区的区域地位，以及强劲的经济财政实力和增长能力；余杭城投系未来科技城区域内唯一开发建设主体，跟踪期内作业范围有所扩大，成立以来持续获得政府在财政拨款、政府补助等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“22 余创债/22 余创债”发行期限为 7（5+2）年，募集资金总额为 5 亿元，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至 2022 年末，募集资金已使用完毕，其中 3 亿元用于杭州未来科技城公租房项目，2 亿元用于补充营运资金，债项的募集资金使用与募集说明书承诺的用途及使用计划一致。同期末，募投项目杭州未来科技城公租房项目已完工。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中

央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

余杭区是良渚文化的发祥地，2001 年 2 月，经国务院批准，撤销余杭市并设立杭州市余杭区。余杭区位于杭嘉湖平原南端，西依天目山，南濒钱塘江，中贯东苕溪和大运河，从东、北、西三面成弧型拱卫杭州中心城区，是长江三角洲的圆心地，也是杭州通往沪、苏、皖的门户。余杭区交通便利，两条高铁（沪杭高铁、杭宁高铁）、两条铁路（沪杭铁路、宣杭铁路）、两条国道（320、104 国道）、七条高速公路、五条省道、两条主要河流穿境而过。

根据浙江省人民政府 2021 年 3 月 11 日印发的《浙江省人民政府关于调整杭州市部分行政区划的通知》（浙政发[2021]7 号），撤销杭州市余杭区，设立新的杭州市余杭区，以原余杭区的余杭街道、仓前街道、闲林街道、五常街道、中泰街道、仁和街道、良渚街道、瓶窑镇、径山镇、黄湖镇、鸬鸟镇、百丈镇的行政区域为新的余杭区的行政区域，余杭区人民政府暂驻仓前街道文一西路 1500 号。另设立杭州市临平区，以原余杭区的临平街道、东湖街道、南苑街道、星桥街道、运河街道、乔司街道、崇贤街道、塘栖镇的行政区域为临平区的行政区域，临平区人民政府驻临平街道西大街 33 号。新区划分之后，余杭区的行政区划面积由原来的 1,222 平方公里减小至 942 平方公里，下辖 7 个街道、5 个镇，截至 2022 年末，全区常住人口 136.4 万人。

依托于良好的地理位置，余杭区维持着良好的经济优势，各项经济指标均排在浙江省上游。2022 年，余杭区实现地区生产总值 2,651.25 亿元，在杭州市 13 个区县中排名第一，可比价增长 1.0%，。余杭区数字经济总体水平全省领先。余杭区重点发展包括电子商务、云计算与大数据、物联网、数字内容、信息软件、电子信息制造、集成电路和机器人在内的数字经济核心产业。2022 年全区数字经济核心产业实现增加值 1,698.7 亿元，占生产总值比重为 64.1%。

表 1：2022 年杭州市下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
杭州全市	18,753.07	-	15.26	-	2,450.61	-
<b>余杭区</b>	<b>2,651.25</b>	<b>1</b>	<b>19.44</b>	<b>2</b>	<b>352.93</b>	<b>1</b>
上城区	2,560.53	2	18.92	3	210.56	5
滨江区	2,184.80	3	41.42	1	214.65	4
萧山区	2,063.95	4	9.91	9	318.31	2

拱墅区	2,003.32	5	17.26	4	184.29	6
西湖区	1,970.10	6	17.24	5	233.49	3
钱塘区	1,226.03	7	15.42	6	116.63	8
临平区	1,006.68	8	8.76	11	135.57	7
富阳区	917.40	9	13.17	7	91.74	9
临安区	672.34	10	10.42	8	83.99	10
建德市	433.54	11	8.56	12	52.02	11
桐庐县	431.41	12	9.42	10	41.49	12
淳安县	269.51	13	8.25	13	23.92	13

注：部分区县的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

随着经济规模的逐步提升，余杭区财政实力进一步增强，一般公共预算收入维持高位，且自给度较高，近年来维持在 100% 以上，税收收入占比高，整体维持在 95% 以上；政府性基金收入是余杭区地方政府财力的重要补充，地理优势为余杭区的土地出让市场提供保障。再融资环境方面，余杭区广义债务率处于全省下游水平，区域内存量城投平台债务规模相对适中，同时区内城投企业债券市场发行利差位于全国下游水平，净融资额仍呈现净流入趋势，城投类发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来余杭区地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022
GDP (亿元)	2,824.02	3,051.61	2,502.20	2,651.25
GDP 增速 (%)	8.6	5.3	7.5	1.00
人均 GDP (元)	161,650.00	130,049.99	196,869.00	194,373.17
一般公共预算收入 (亿元)	391.45	441.06	375.69	352.93
政府性基金收入 (亿元)	391.94	667.54	244.44	525.37
税收收入占比 (%)	95.48	98.20	97.15	95.25
公共财政平衡率 (%)	103.91	106.63	112.45	105.51

注：2019~2020 年数据为老余杭数据，2021 年及以后数据均为新余杭区数据；税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：余杭区财政局，中诚信国际整理

杭州未来科技城（海创园）于 2011 年正式挂牌成立，总面积 128.3 平方公里，位于杭州市中心西侧，毗邻杭州西溪国家湿地公园和浙江大学，区域位置优越。

杭州未来科技城是浙江省高端人才集聚区、自主创新示范区和科学发展新城区，被中组部、国务院国资委列为全国四大未来科技城之一。杭州未来科技城获批全国首批双创示范基地，是浙江省重点打造的杭州城西科创大走廊的核心区、示范区、引领区，是余杭区的未来科技策源地、未来产业引领地、未来城市样板地。

杭州未来科技城围绕电子信息产业、生物医药研发、新能源新材料研发、装备制造研发、软件与创意设计、金融中介及生产性服务业等门类，推进“人才引领、创新驱动、产城融合”发展战略，目前已落户的项目有阿里巴巴淘宝城、中国移动 4G 研究院、南方水泥、奥克斯研究院、同花顺、新坐标等。2022 年，未来科技城规模企业实现营收 8,874.2 亿元，完成税收总收入 506.2 亿元。

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为未来科技城内唯一开发建设主体，且作业区域有所扩大，业务具有较强的区域专营性；公司在建项目较多，同时持有较大规模的优质租赁资产，可贡献可观的租赁收入，业务稳定性和可持续性很强。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	68.85	89.57	15.25	52.47	83.45	15.25	34.63	73.95	15.25
代建业务	1.14	1.48	-27.08	3.00	4.76	1.58	2.76	5.89	2.83
租赁业务	5.41	7.04	29.29	7.39	11.76	43.35	8.35	17.83	36.07
其他业务	1.47	1.91	8.13	0.02	0.02	46.88	1.09	2.32	-40.62
合计	76.87	100.00	15.48	62.88	100.00	17.91	46.82	100.00	16.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地开发业务

跟踪期内，公司土地开发区域由未来科技城拓展至全区，在整理项目充足，业务可持续性较强；但大量资金投入沉淀于存货中，需关注未来区域内土地出让情况。

跟踪期内，根据《关于印发区属国有企业“三定”方案的通知》余国资办【2022】127 号，公司土地开发范围由余杭区未来科技城拓展为余杭区全境，业务模式及资金结算模式未发生变化。公司负责协议地块开发整理资金的筹措，余杭区财政局根据地块具体情况也可以安排部分资金给公司用于地块前期开发整理。待地块整理完成，经土储中心验收合格后报余杭区财政局，余杭区财政局委托未来科技城管委会与公司结算项目平整资金。未来科技城管委会按实际投资总额（含前期投入资金、配套项目建设资金、融资费用、应缴税费等各项支出）\*（1+18%）与公司结算，公司据此确认收入。回款方面，宗地出让合同签订后一个月内，余杭区财政局根据上述确认手续拨付公司实际投资总额及加成收入的 50%，余款在宗地出让金缴清后结算。

从业务开展情况来看，跟踪期内，公司整理的土地出让数量与上年持平，结算面积有所减少，当年确认的土地开发收入为 34.63 亿元。由于采用成本加成模式确认收入，毛利率水平保持稳定。

在建项目方面，截至 2022 年末，公司在建的土地开发项目较为充足，且账上土地开发投入余额超 500 亿元，需关注后续区域内土地出让情况对该业务的影响。

表 4：公司土地整理业务运营情况

项目名称	2020	2021	2022
出让数量（宗）	14	9	9
土地结算面积（亩）	760.89	485.45	336.25
结转土地开发成本（亿元）	58.35	44.47	29.34
确认土地一级开发收入（亿元）	68.85	52.47	34.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司主要在建土地开发项目情况（亿元、亩）

项目名称	计划总投资	已投资	土地开发总面积	建设周期	是否签订协议
五常街道区块	136.97	118.45	3,000.00	2018~2024	是
仓前街道区块	170.18	167.15	3,500.00	2017~2024	是
余杭街道区块	172.55	162.65	2,600.00	2018~2024	是
闲林街道区块	95.76	88.54	2,500.00	2019~2024	是
中泰街道区块	19.81	11.62	406.00	2021~2024	是
合计	595.27	548.71	12,006.00	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设业务

**跟踪期内，公司基础设施建设业务作业区域有所拓展，在建基建项目较多，业务可持续很强，但面临一定的资本支出压力。**

跟踪期内，根据《关于印发区属国有企业“三定”方案的通知》余国资办【2022】127号，公司基础设施建设范围由余杭区未来科技城拓展为余杭区全境，公司仍是余杭区重要的基础设施建设主体，具有很强的区域专营优势。业务模式方面，公司继续采用委托代建模式开展该类业务，未来科技城管委会与公司签订委托代建协议书，协议书约定，项目建设资金由公司自筹，项目完工后，未来科技城管委会按工程投资成本加成一定比例的代建管理费（一般为3%）与公司结算，公司据此确认收入。

从业务开展情况来看，2022年，公司结算的基础设施项目包括万和路（文一西路-绿汀路）项目、海曙路（荆长路-绕城高速）项目和未来科技城非主干道路-高桥畈路项目，当年实现基础设施业务收入2.76亿元，同比减少7.87%。

在建项目方面，截至2022年末，公司在建及拟建的基建项目较多，尚需投资规模较大，且建设资金主要来自于自筹，未来面临较大的投融资压力，同时需关注基建项目完工及结算进度情况。

**表 6：截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）**

项目名称	概算投资	已完成投资	建设周期
五常大道提升改造	5.93	4.58	2021~2026
浙江人才大厦	46.39	13.62	2022~2026
余杭塘路西延工程	1.64	0.01	2022~2024
文一西路西延工程	99.80	3.48	2021~2025
未来科技城第六小学	6.75	0.90	2022~2024
未来科技城第八小学	6.48	0.79	2022~2024
未来科技城 195 号地块	30.87	10.31	2022~2024
中法文化村项目	1.97	1.26	2021~2023
<b>合计</b>	<b>199.84</b>	<b>34.95</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：截至 2022 年末公司主要拟建基础设施项目情况（亿元）**

项目名称	计划投资	建设周期
科技文化中心-国际体育中心	88.40	48 个月
科技文化中心-科技馆	11.10	48 个月
天元公学和睦校区建设项目	27.80	72 个月
余杭街道宝塔高层公寓	9.60	72 个月
<b>合计</b>	<b>136.90</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 租赁业务

**公司持有的物业资产地理位置优越，规模较大；跟踪期内，租赁业务收入稳步增长。**

跟踪期内，公司租赁业务模式仍分为自持房屋租赁和返租租赁两种业务模式。自持房屋租赁模式

下，公司通过自建办公楼、人才公寓等，出租给入驻企业使用取得租赁收入及物业管理服务收入；返租租赁模式下，公司租赁外部办公楼后返租给其他租赁人，收取返租租金收入。

公司租赁对象主要系海外高层次人才创业、人工智能、软件信息、物联网与集成电路以及生物技术等高科技公司，目前承租企业主要包括南方水泥有限公司、北京大学工学院杭州未来科技城研究院、中国移动通信有限公司研究院综合部、绿城传媒等。

公司物业资产均在未来科技城范围内，位置较为优越。截至 2023 年 5 月末，公司主要在管租赁总建筑面积共 153.37 万平方米，可供出租面积共 110.08 万平方米，已出租面积为 78.13 万平方米，出租率为 70.98%。2022 年，公司实现租赁收入 8.35 亿元，较上年增长 12.90%。

表 8：截至 2023 年 5 月末公司主要租赁资产情况（元/平方米、万平方米）

项目名称	自持/返租	月出租单价	总建筑面积	可出租面积	已出租面积
海创园	自持+返租	58/70/100/120	35.00	19.29	14.60
梦想小镇	自持	52/75	23.57	16.68	12.67
科创中心（一期和二期）	自持	48/75	15.46	10.83	10.83
AI 产业园(原鲲鹏产业园)	自持	24/33	5.53	5.78	3.83
人才公寓二期	自持	30/50	10.33	7.19	4.10
创鑫时代广场 2 号楼	自持	50	2.02	2.01	0.78
创鑫时代广场 3 号楼	返租	50	0.78	0.78	0.42
人工智能小镇	返租	60/75	18.68	17.60	10.29
5G 创新园	返租	50	6.52	8.51	4.57
西溪艺术集合村	返租	88	1.77	1.77	1.28
国际人才园	返租	66/78	1.73	1.37	0.80
腾飞商务楼	返租	1000/1200/3600*	0.37	333*	102*
数字-健康小镇	返租	57	8.22	6.16	3.59
人才公寓一期	返租	27/45	4.51	4.11	2.64
人才公寓三期	返租	27/45	2.99	2.99	2.72
未来科技城公租房	自持	--	10.88	--	--
西溪八方城	返租	93/105	5.01	5.01	5.01
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>153.37</b>	<b>110.08</b>	<b>78.13</b>

注：\*数据的单位为：元/工位/月、工位及工位

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司在建的物业资产项目有两个，尚需投资规模较大，需关注物业资产的建设进度与后续运营情况。

表 9：截至 2022 年末公司主要在建物业资产情况（亿元、万平方米）

项目名称	计划投资	已投资	总建筑面积（平方	建设周期
未来谷	30.87	2.62	25.06	2022-2025
法国村	1.69	2.40	2.86	2020-2023
<b>合计</b>	<b>32.56</b>	<b>5.02</b>	<b>27.92</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司物业项目以出租为主，但会根据余杭区国资办及科技城管委会的规划并考虑园区入驻企业的需求，出售部分物业资产。公司物业资产出售带有政策性，一般以成本价或低于成本价的

价格出售，盈利能力较弱。2022 年，公司实现房地产销售收入 1.08 亿元，系 AI 产业园的出售收入。

## 财务风险

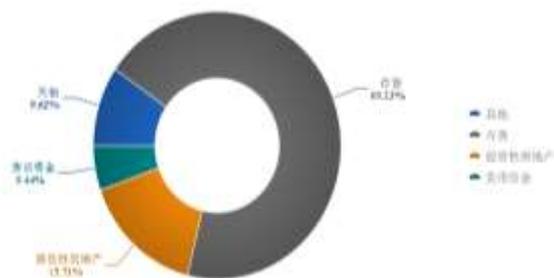
中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，跟踪期内，公司所有者权益持续增长，资本实力较强；随着建设项目的持续推进，债务规模快速扩张，财务杠杆维持在较高水平；公司经营获现能力有所改善，但 EBITDA 对利息的保障能力仍较弱。

## 资本实力与结构

跟踪期内，公司资产规模保持稳步增长趋势，资产以存货、投资性房地产为主，其中租赁房产位置优越，租金收入较为可观，具有一定的收益性；存货系土整和基建项目投入，流动性较弱，整体资产质量一般。

公司目前形成了土地开发、基础设施建设、房产出租三大业务板块，资产主要由上述业务形成的存货、投资性房地产构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 80%。公司存货主要系土地开发整理和代建业务形成的合同履约成本，近年来随着项目的持续投入，存货保持增长趋势。投资性房地产主要系公司的租赁资产，且所在位置较好，每年可带来一定规模的租赁收入，值得注意的是，该项资产中的之江实验室（账面价值约 40 亿元，总建筑面积 41.50 万平方米）系专门给之江实验室研究院使用，公司不收取租金，由管委会支付运营补贴。同时，公司保有一定规模的货币资金，且期末无受限情况。总体来看，公司资产具有一定收益性，但流动性不足，且需关注较大规模土地开发整理及基建项目的结算及回款情况，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司收到财政局拨款 20.00 亿元，带动公司经调整的所有者权益<sup>1</sup>稳步增长。公司资产负债率和总资本化比率仍维持在 60% 以上，财务杠杆水平较高。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将呈增长态势，公司财务杠杆率预计仍将有所抬升。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	923.87	1,091.44	1,204.92
流动资产占比	75.15	75.32	78.44
经调整的所有者权益合计	290.83	312.87	342.38

<sup>1</sup>经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其他权益工具中的永续债券（30.00 亿元）

资产负债率	68.52	71.33	69.09
总资本化比率	63.85	65.90	68.61

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**公司收入质量较好，经营活动净现金波动较大，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。**

公司收入主要来自土地开发整理、租赁业务，跟踪期内，公司土地开发整理业务回款约 50 亿元，加之租赁业务不会产生赊销，2022 年公司收现比提升至 1 以上，收入质量尚好。

公司经营活动净现金流受项目建设投入及及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年，公司仍维持大规模项目投入，加之往来款为净流出，经营活动产生的现金流量净额保持净流出态势，且净流出规模有所扩大。

投资活动方面，跟踪期内，公司追加对杭州市西站枢纽开发有限公司的投资 6 亿元，同时对有限合伙企业进行投资和退出，投资活动呈持续净流出态势，但净流出规模有所缩减。

如前所述，公司经营活动存在较大的资金缺口，加之债务偿还金额逐年增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-95.08	-41.55	-80.79
投资活动产生的现金流量净额	-33.01	-10.05	-2.21
筹资活动产生的现金流量净额	91.80	82.71	102.00
现金及现金等价物净增加额	-36.28	31.12	19.00
收现比	0.95	0.91	1.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模逐年增长，债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；近年来公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖程度较弱，整体保障能力有待提升。**

随着经营业务的持续发展，公司外部债务融资需求不断推升，近年来债务规模持续增长。公司债务以银行借款、债券发行为主，债务类型及渠道较多元；跟踪期内，公司短期债务占比有所下降，且债务以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 12：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
到期金额	155.00	168.26	204.87	192.67

注：债务分布不包括利息及租赁负债

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成，其中利润总额对政府补助的依赖性较大，2022 年计入其他收益的政府补助为 5.81 亿元，费用化利息支出随着债务规模的增长而有所提升。

跟踪期内，EBITDA 对利息的保障程度仍然较弱，此外，公司经营活动净现金持续净流出，无法覆盖利息。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	513.60	604.59	748.50
短期债务占比	24.42	27.07	22.27
EBITDA	10.06	17.39	16.57
EBITDA 利息覆盖倍数	0.42	0.55	0.58
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-3.94	-1.31	-2.83

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产为 23.62 亿元，占当期末总资产的 1.96%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 2.70 亿元，占同期末净资产的比例为 0.73%，被担保单位为杭州钱江开发区投资发展有限公司，系余杭区国有企业，代偿风险较小。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，公司仍作为未来科技城及拓展区域的国有建设开发运营主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 95~115 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 50~70 亿元，权益类融资 20~40 亿元。

### 预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	65.90	68.61	61.56~75.24
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.55	0.58	0.51~0.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用等级无影响。

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

2022 年末公司可动用账面资金为 65.49 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 5 月末，公司银行授信总额为 659.36 亿元，尚未使用授信额度为 272.76 亿元，备用流动性充足。此外，余杭区经济基础好，区域内企业间有一定的临时拆借资金的空间；作为未来科技城唯一的国有建设开发运营主体，可持续获得政府的资金支持；且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于土地开发整理及基础设施建设，存在一定的资金需求。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务为 166.66 亿元。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司环境管理表现较好，同时积极履行社会责任，社会贡献表现尚可；公司战略规划清晰，治理结构及内部控制体系较好。**

环境方面，公司的土地开发及基础设施建设业务可能会面临一定环境风险，截至目前，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚，整体来看，公司环境管理表现尚可。

社会方面，公司积极履行社会责任，近年来公司未发生安全生产事故或产品质量事故；同时，公司在社会贡献等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。整体来看，公司战略定位清晰稳定，对下属子公司在发展规划、财务资金、投融资和对外担保等方面均实施集团层面的统一管理，公开市场中信息披露较为及时。

## 外部支持

**中诚信国际认为，余杭区政府支持能力很强，主要体现在以下方面：**

余杭区经济及财政实力位居杭州市下辖各区县首位。2022 年，余杭区一般公共预算收入达 352.93 亿元，其中税收收入 336.15 亿元，占比 95.25%，财政收入质量好。全区财政平衡率为 105.51%，财政自给能力很强。同时，余杭区债务余额位于杭州市中游水平，2022 年政府债务余额（244.33 亿元）居全市第五位，政府债务率远低于国际 100%警戒标准。虽然目前余杭区内融资平台较多，但整体融资规模适中，区域再融资环境较优。

**同时，余杭区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

1) 区域重要性较强：公司是余杭区未来科技城范围内重要的开发建设主体，跟踪期内，公司土整

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

及基建业务扩展至全区，区域重要性较强。

2) 与政府的关联度较高：公司由余杭区国资办直接监管与考核，业务开展均与区政府具有较高的实质关联性。

3) 过往支持力度较大：公司在获得项目建设专项资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2022 年公司获得财政拨款 20 亿元，同时获得政府补助 5.77 亿元。

表 15：2022 年余杭区级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
余杭国投	余杭区国资办 85%，杭州余杭财务开发公司 15%	主要承担良渚新城和杭州钱江经济开发区（以下简称“钱江开发区”）的建设及区委区政府赋予的产业政策资金引导管理	878.45	356.69	59.40	62.32	6.70	5.00
良渚文化城	余杭国投 100%	主要负责良渚新城区域内基础设施建设、土地开发整理等业务	641.15	233.29	63.61	39.65	4.76	175.50
钱江开投	余杭国投 100%	主要负责钱江开发区范围内基础设施建设、土地开发整理等业务	123.64	52.40	57.62	16.58	1.40	17.00
余杭城投	余杭区国资办 90% 浙江省财务开发有限责任公司 10%	主要负责全区范围内基础设施建设、土地开发整理等业务	1,204.92	372.38	69.09	46.82	9.51	374.72
余杭交投	余杭区国资办 90% 浙江省财务开发有限责任公司 10%	余杭区交通基础设施建设业务	666.84	402.14	39.69	40.46	15.40	55.00
余杭文投	余杭区国资办 90.63%，浙江省财务开发有限责任公司 9.37%	主要负责余杭区旅游板块业务、余杭区农用地开发整理、农村土地整治及其他政府授权的经营性业务	135.55	64.15	52.68	8.50	0.55	22.00

注：余杭国投为“杭州余杭国有资本投资运营集团有限公司”的简称；良渚文化城为“杭州良渚文化城集团有限公司”的简称；钱江开投为“杭州钱江开发区投资发展有限公司”的简称；余杭交投为“杭州余杭交通投资集团有限公司”简称，余杭文投为“杭州余杭文化旅游投资集团有限公司”的简称；债券余额为截至 2023 年 5 月末数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，余杭区政府支持能力很强，并对公司有强的支持意愿，可为公司带来强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，余杭城投与扬子国资、江宁经开等可比公司的外部经营环境风险、业务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有相近的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，杭州市余杭区与江北新区、江宁经开区区域经济实力均为极强，市场融资环境接近，能够给予当地平台企业很强的支持能力。余杭城投与上述平台均为当地重要的基础设施建设运营主体，当地政府对它们有相近的支持意愿。

其次，余杭城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府

对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化。

然后，余杭城投的财务风险在同业中处于适中水平。公司权益规模位于比较组平均水平，资本实力较强；财务杠杆率处于比较组较低水平，可用银行授信处于较高水平，备用流动性充足，在融资能力较好。

表 16: 2022 年同行业对比表

	余杭城投	扬子国资	江宁经开
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	杭州市-余杭区	南京市-江北新区	南京市-江宁经开区
GDP (亿元)	2,651.25	2,628.47	1,900.00
GDP 增速 (%)	1.0	1.80	2.00
人均 GDP (万元)	19.44	31.17	15.35
一般公共预算收入 (亿元)	352.93	145.14	168.90
公共财政平衡率 (%)	105.51	97.00	259.01
政府债务余额 (亿元)	244.33	339.80	141.34
控股股东及持股比例	余杭区国资办 90%	南京市江北新区管理委员会 100.00%	南京江宁经济技术开发区管理委员会 93.88%
职能及地位	未来科技城内唯一的国有建设开发运营主体	公司系江北新区重大项目投融资建设的主平台，承担江北新区重大功能项目投资和产业转型升级载体建设任务，以及股权管理和基金管理	江宁经开区最大的开发及投融资主体，工程代建业务区域进一步扩张至空港经济区江宁片区、软件园片区、空港新城片区和综合保税区
核心业务及收入占比	土地开发 73.95%、租赁业务 17.83%	保障房 26.73%、工程项目建设 30.44%、房屋租赁业务 11.66%、土地开发整理 6.08%	工程代建 75.35%、租赁及物业 5.94%、城市绿化及基础设施管养 5.19%、其他 13.52%
总资产 (亿元)	1,204.92	3,297.04	1,173.65
经调整的所有者权益合计 (亿元)	342.38	823.36	264.84
总债务 (亿元)	748.50	2,298.06	835.04
总资本化比率 (%)	68.61	72.94	75.92
营业总收入 (亿元)	46.82	102.21	59.05
净利润 (亿元)	9.51	6.78	1.11
EBITDA (亿元)	16.57	31.73	4.28
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.58	0.41	0.57
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-80.79	-134.22	-22.54
可用银行授信余额 (亿元)	272.76	1,841.00	361.20
债券融资余额 (亿元)	374.72	265.00	232.75

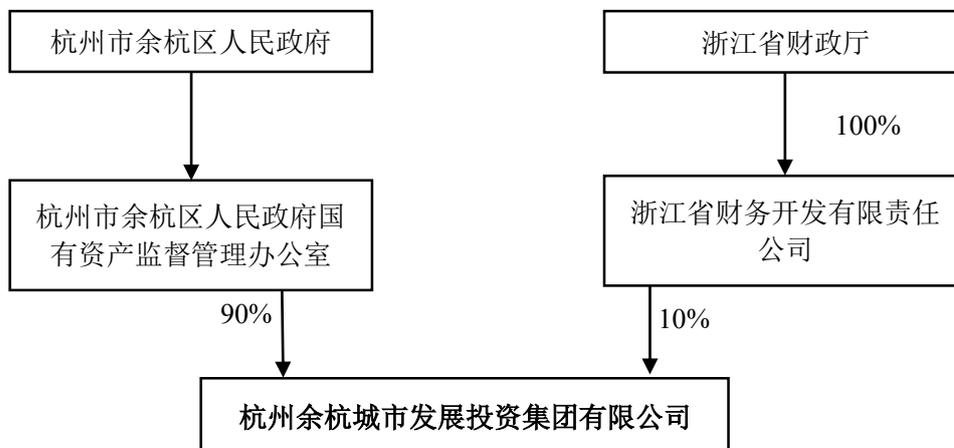
注：债券余额为截至 2023 年 5 月末；公司可用银行授信余额节点为 2023 年 5 月末，扬子国资和江宁经开可用银行授信余额节点为 2023 年 3 月末。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

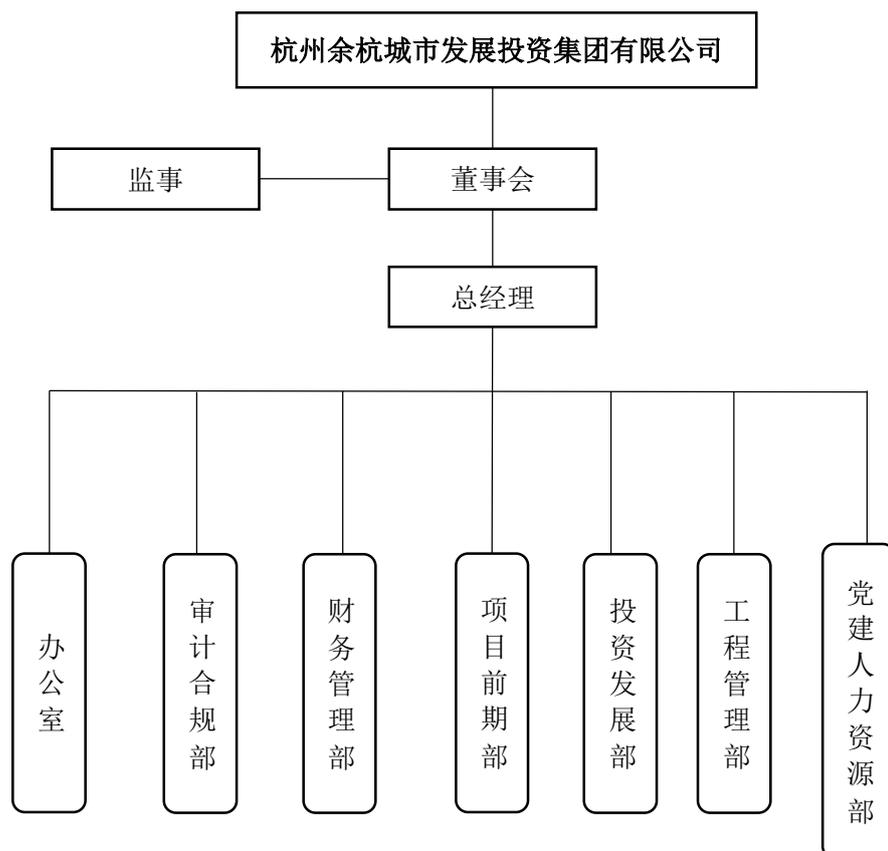
## 评级结论

综上所述，中诚信国际将杭州余杭城市发展投资集团有限公司主体信用等级由 AA<sup>+</sup>调升至 AAA，评级展望为稳定；将“22 余创债/22 余创债”的债项信用等级由 AA<sup>+</sup>调升至 AAA。

## 附一：杭州余杭城市发展投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	一级子公司名称	持股比例 (%)
1	杭州科创孵化器有限公司	100
2	杭州余杭市政公用建设有限公司	100
3	杭州余杭资产管理有限公司	100
4	杭州未来科技城城市发展有限公司	100
5	杭州南湖小镇投资开发有限公司	100
6	浙江梦想小镇投资发展有限公司	100
7	杭州南湖建设开发有限公司	100
8	杭州未来科技城商务秘书有限公司	100
9	杭州未来科技城产业发展有限公司	100
10	杭州未来科技城招商服务有限公司	100
11	杭州余杭置业有限公司	100



资料来源：公司提供

## 附二：杭州余杭城市发展投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	153,714.28	464,870.78	654,908.49
非受限货币资金	153,714.28	464,870.78	654,908.49
应收账款	219,914.47	282,441.27	124,340.91
其他应收款	263,166.15	117,504.68	189,748.44
存货	6,269,924.72	7,258,679.49	8,341,566.45
长期投资	522,040.84	559,977.19	501,729.05
在建工程	646,005.67	0.00	157.06
无形资产	39.65	13.37	89.33
总资产	9,238,726.30	10,914,380.82	12,049,202.30
其他应付款	230,230.91	188,007.41	49,227.57
短期债务	1,254,178.88	1,636,516.49	1,666,568.21
长期债务	3,881,863.18	4,409,391.95	5,818,463.00
总债务	5,136,042.06	6,045,908.44	7,485,031.21
总负债	6,330,471.67	7,785,673.08	8,325,382.81
利息支出	241,166.19	316,382.78	285,292.88
经调整的所有者权益合计	2,908,254.64	3,128,707.73	3,423,819.49
营业总收入	768,678.86	628,802.70	468,219.32
经营性业务利润	92,111.97	117,967.25	88,623.38
其他收益	1,745.56	47,352.45	58,135.88
投资收益	1,186.92	3,454.42	6,914.87
营业外收入	909.06	315.70	10,212.76
净利润	116,375.30	118,278.12	95,111.75
EBIT	98,461.07	141,690.88	121,870.45
EBITDA	100,552.93	173,918.33	165,713.94
销售商品、提供劳务收到的现金	733,427.21	571,056.61	633,556.98
收到其他与经营活动有关的现金	46,042.89	223,244.59	186,080.43
购买商品、接受劳务支付的现金	988,992.47	1,141,230.19	1,274,294.49
支付其他与经营活动有关的现金	733,336.06	56,038.79	336,902.48
吸收投资收到的现金		0.00	0.00
资本支出	333,033.42	68,250.47	8,446.04
经营活动产生的现金流量净额	-950,761.98	-415,478.10	-807,871.35
投资活动产生的现金流量净额	-330,078.29	-100,459.13	-22,130.04
筹资活动产生的现金流量净额	918,027.14	827,093.73	1,020,039.10
现金及现金等价物净增加额	-362,813.14	311,156.50	190,037.71
<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
营业毛利率(%)	15.48	17.91	16.94
期间费用率(%)	3.54	6.45	10.05
应收类款项/总资产(%)	5.33	3.66	2.61
收现比(X)	0.95	0.91	1.35
资产负债率(%)	68.52	71.33	69.09
总资本化比率(%)	63.85	65.90	68.61
短期债务/总债务(%)	24.42	27.07	22.27
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-3.94	-1.31	-2.83
总债务/EBITDA(X)	51.08	34.76	45.17
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.11	0.10
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.42	0.55	0.58

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年审计报告整理；其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，其他权益工具中的永续债券、长期应付款中的带息债务调入长期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn