



杭州良渚文化城集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 1249 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 25 日

| | | |
|---------------------|--|---------------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 杭州良渚文化城集团有限公司 | AA ⁺ /稳定 |
| 本次跟踪债项及评级结果 | “18 良渚停车场专项债/PR 良渚债”、“20 良渚文化 MTN001”和“22 良渚债/22 良渚文化债” | |
| 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。 | |
| 评级观点 | <p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为余杭区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；杭州良渚文化城集团有限公司（以下简称“良渚文化城”或“公司”）是区域内良渚新城重要的基础设施建设及运营主体，承担了区域开发建设、安置房建设等任务，与政府维持较为紧密的关系。良渚文化城资产规模将保持增长，能持续获得政府的有力支持；但需关注公司资金需求较大、资产流动性不足及债务规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p> | |
| 评级展望 | 中诚信国际认为，杭州良渚文化城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 | <p>可能触发评级上调因素：公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。</p> <p>可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及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。</p> | |

正面

- **区域的快速发展为公司未来稳定运营提供了基础。**近年来，余杭区经济财政实力在杭州市均排名首位；良渚新城作为余杭区推动现代工业企业转型发展、打造杭州服务业发展副中心及挖掘文化创意业新蓝海的重要阵地，近年来快速发展。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。**公司是良渚新城唯一的土地开发整理主体，良渚新城范围内待开发土地较为充足，公司该项业务具备区域垄断性和可持续性。

关注

- **公司在建项目较多，资金需求较大。**截至2024年3月末，公司主营业务中在建项目尚需投资额较大，未来面临较大资金需求。
- **公司资产流动性不足。**公司资产以存货为主，资产流动性受存货中开发土地和开发产品的变现能力影响较大，资产流动性不足。
- **公司债务规模较高。**公司总债务规模较大，且近年来债务增长较快，公司财务杠杆水平随之升高，需关注公司未来偿债资金安排。

项目负责人：夏 敏 mxia@ccxi.com.cn

项目组成员：罗医蜀 yshluo@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

| 良渚文化城（合并口径） | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1-3 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 566.22 | 641.13 | 752.16 | 778.69 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 222.69 | 233.23 | 244.87 | 244.68 |
| 负债合计（亿元） | 343.53 | 407.89 | 507.29 | 534.00 |
| 总债务（亿元） | 304.96 | 351.05 | 418.78 | 437.27 |
| 营业总收入（亿元） | 22.58 | 39.65 | 43.98 | 7.57 |
| 经营性业务利润（亿元） | 3.68 | 4.81 | 6.06 | -0.14 |
| 净利润（亿元） | 3.75 | 4.83 | 5.69 | -0.19 |
| EBITDA（亿元） | 7.61 | 9.76 | 10.35 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | -42.89 | -52.84 | -29.95 | -20.91 |
| 总资本化比率（%） | 57.80 | 60.08 | 63.10 | 64.12 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 0.54 | 0.63 | 0.66 | -- |

注：1、中诚信国际根据良渚文化城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 2021~2023 年度审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表整理。其中，2021、2022 年采用下年期初数，2023 年采用期末数；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中带息部分计入短期债务，将长期应付款中的带息债务计入长期债务；EBIT 及 EBITDA 相关指标剔除了公允价值变动损益、营业外收支及资产处置收益等非经常性损益的影响。3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

同行业比较（2023 年数据）

| 项目 | 良渚文化城 | 金城投资 | 钱江世纪城开发公司 |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 最新主体信用等级 | AA ⁺ | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 地区 | 杭州市-余杭区 | 苏州市-张家港市 | 杭州市-萧山区 |
| GDP（亿元） | 2,936.43 | 3,365.80 | 2,063.95 |
| 一般公共预算收入（亿元） | 416.68 | 237.07 | 318.31 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 244.87 | 285.43 | 324.38 |
| 总资本化比率（%） | 63.10 | 59.30 | 40.72 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 0.66 | 0.71 | 1.13 |

中诚信国际认为，余杭区与张家港市、萧山区行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，业务运营实力相当；公司权益规模低于比较组平均水平，总体资本实力一般，利息覆盖能力一般、财务杠杆偏高，整体来看财务融资能力相近。同时，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。

注：“金城投资”系“张家港市金城投资发展集团有限公司”的简称；“钱江世纪城开发公司”系“杭州萧山钱江世纪城开发建设有限责任公司”的简称；钱江世纪城开发公司系 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

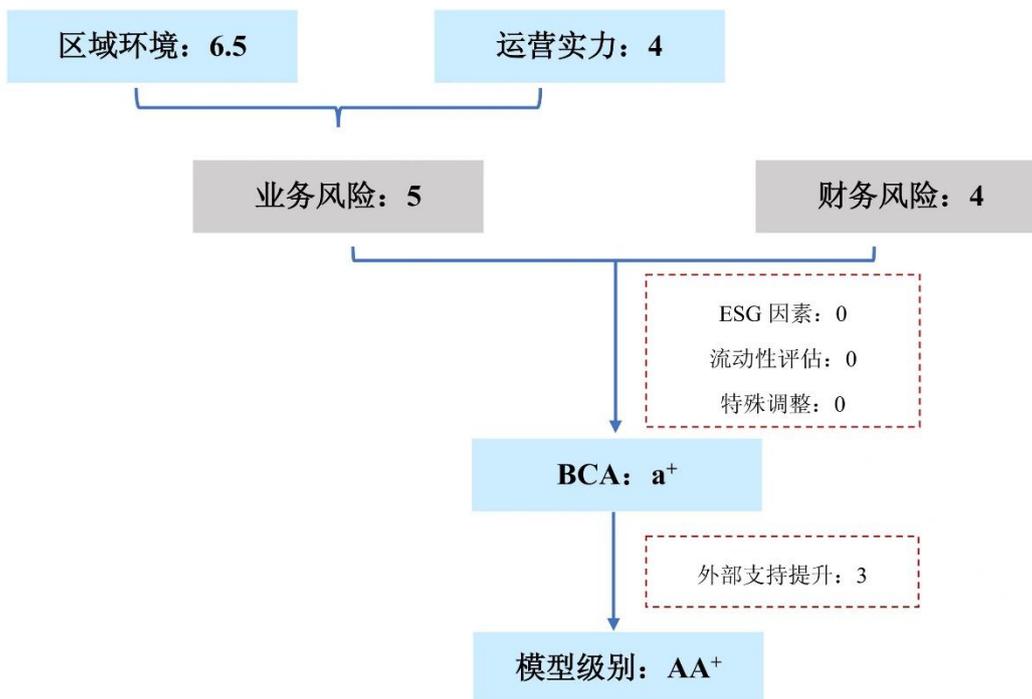
本次跟踪情况

| 债项简称 | 本次债项 评级结果 | 上次债项 评级结果 | 上次评级 有效期 | 发行金额/债项余额 (亿元) | 存续期 | 特殊条款 |
|--------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-------------------|-----------------------|---------------|
| 18 良渚停车场专项债/PR 良渚债 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2023/06/27 至本报告出具日 | 15/6 | 2018/8/23~2025/8/23 | 提前还款 |
| 20 良渚文化 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2023/06/27 至本报告出具日 | 2/2 | 2020/3/12~2025/3/12 | 利率选择权、回售、交叉违约 |
| 22 良渚债/22 良渚文化债 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2023/06/27 至本报告出具日 | 6.5/6.5 | 2022/10/21~2029/10/21 | 提前还款 |

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期 |
|-------|---------------------|---------------------|--------------------|
| 良渚文化城 | AA ⁺ /稳定 | AA ⁺ /稳定 | 2023/06/27 至本报告出具日 |

● 评级模型

杭州良渚文化城集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

个体信用状况 (BCA) : 中诚信国际认为, 受区域环境持续向好的影响, 公司个体信用状况由 a 调整至 a⁺。

外部支持: 中诚信国际认为, 余杭区政府具备很强的支持能力, 同时对公司有较强的支持意愿, 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; 同时, 良渚文化城持续获得政府在财政拨款及运营补贴等方面的大力支持, 具备较强的区域重要性, 股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。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。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基建行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基建企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，余杭区区位优势明显，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力较好，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

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。2023 年，余杭区实现地区生产总值 2,936.43 亿元，在杭州市 13 个区县中排名第一。同时余杭区大力实施数字经济创新提质“一号发展工程”，数字经济总量水平位居全省第一。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。再融资环境方面，余杭区广义债务率处于全省下游水平，同时区内城投企业债券市场发行利差位于全国下游水平，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 1：近年来余杭区地方经济财政实力

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------|----------|----------|----------|
| GDP (亿元) | 2,502.20 | 2,651.25 | 2,936.43 |
| GDP 增速 (%) | 7.5 | 1.0 | 8.5 |
| 人均 GDP (万元) | 19.69 | 19.44 | 20.90 |
| 固定资产投资增速 (%) | 4.9 | 9.7 | 7.6 |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 375.69 | 352.93 | 416.68 |
| 政府性基金收入 (亿元) | 244.44 | 525.37 | 348.76 |
| 税收收入占比 (%) | 97.15 | 95.25 | 95.70 |
| 公共财政平衡率 (%) | 112.45 | 105.51 | 118.58 |

注：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：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，良渚文化城的业务状况较好，作为良渚新城主要的建设开发平台，承担了良渚新城内重要的土地整理、基础设施建设及安置房建设等业务，具有区域专营性；同时，公司项目储备较为充足，业务稳定性和可持续性较强。值得注意的是，公司存货占资产比重超过 80%，且多为在建项目开发成本，结转速度较慢，对资金形成占压；同时在建项目尚需投资规模大，面临较大的融资需求。

表 2：近三年一期公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3 |
|----|------|------|------|----------|
|----|------|------|------|----------|

| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|---------------|--------------|
| 土地开发收入 | 11.26 | 49.88 | 15.25 | 23.18 | 58.45 | 15.25 | 29.70 | 67.52 | 15.25 | 5.93 | 78.34 | 15.25 |
| 成品油销售 | 3.76 | 16.65 | 9.45 | 3.19 | 8.04 | 9.10 | 3.62 | 8.22 | 10.10 | 0.79 | 10.40 | 8.63 |
| 农副物流 | 1.61 | 7.12 | 34.11 | 2.45 | 6.19 | 18.97 | 2.74 | 6.23 | 31.57 | 0.53 | 7.00 | -4.53 |
| 房地产销售 | 2.17 | 9.63 | 77.52 | -- | -- | -- | 0.64 | 1.46 | 68.14 | -- | -- | -- |
| 代建收入 | 3.71 | 16.45 | 9.32 | 10.81 | 27.26 | 8.67 | 7.27 | 16.53 | 9.09 | -- | -- | -- |
| 其他 | 0.06 | 0.28 | 85.33 | 0.02 | 0.06 | 33.47 | 0.01 | 0.03 | -137.01 | 0.32 | 4.26 | 7.42 |
| 合计 | 22.58 | 100.00 | 20.84 | 39.65 | 100.00 | 13.18 | 43.98 | 100.00 | 15.55 | 7.57 | 100.00 | 12.85 |

注：其他主要包括贸易、水电费收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块，跟踪期内，土地开发业务收入是公司最主要的收入来源。公司由余杭区人民政府授权，负责余杭区良渚新城范围内的土地开发整理工作。公司的土地开发业务主要由公司本部负责运营。业务模式方面，2020 年起，公司土地开发模式变更为成本加成模式。公司与余杭区土地储备中心（以下简称“余杭区土储中心”）就余杭区良渚街道管辖区内 110 平方公里土地（重点做地范围为绕城高速公路内 26 平方公里）签订《余杭区合作做地协议书》，公司前期自筹资金进行土地开发，同时余杭区财政局也可根据地块具体情况安排部分资金作为公司的前期开发整理资金。土地整理完成后，公司按土地实际投资总额的 118% 确认收入。宗地出让合同签订后一月内，余杭区财政局拨付公司实际投资总额及加成的 50%，余款则在宗地出让金缴清后结算。

从业务开展情况来看，2023 年及 2024 年 1~3 月，公司土地整理业务分别实现收入 29.70 亿元和 5.93 亿元，均已回款。具体看，2023 年公司土地开发面积均大幅增长，其中平均土地开发成本大幅下降，主要系受土地位置影响及当期开发的土地大多为工业用地所致。当年受土地市场及房地产市场结构性调整，土地出让面积有所增长。2024 年 1~3 月，平均土地开发成本的增加主要系公司以前整理完成的地块有 14.7 亿元征迁款在一季度支付。在建项目方面，截至 2024 年 3 月末，良渚文化城存货中的土地整理项目均未完工，主要在整理地块有绕城高速内做地区块、城中村改造项目、运河新城做地区块、中央商务区做地区块、农居点做地项目等，计划总投资 724.30 亿元，累积已投资 451.66 亿元，开发面积共计 72,430 亩，公司整体土地储备充足。

表 3：近年良渚文化城土地开发业务情况

| 分类 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 年 1~3 月 |
|----------------|--------|----------|----------|--------------|
| 土地开发面积（亩） | 398.20 | 256.00 | 1,352.25 | 24.59 |
| 平均土地开发成本（万元/亩） | 636.87 | 1,580.86 | 392.90 | 6,771.05 |
| 土地开发总投入（亿元） | 25.36 | 40.47 | 53.13 | 16.65 |
| 土地出让宗数（宗） | 4 | 9 | 14.00 | 2.00 |
| 土地出让面积（亩） | 336.62 | 618.09 | 751.38 | 142.62 |
| 平均出让单价（万元/亩） | 977.87 | 2,801.70 | 1,521.20 | 2,195.36 |
| 土地成交总额（亿元） | 32.92 | 173.17 | 114.30 | 31.31 |
| 土地开发收入（亿元） | 11.26 | 23.18 | 29.70 | 5.93 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代建业务板块，跟踪期内代建业务仍由子公司杭州良渚新城城建投资有限公司（以下简称“良渚城投”）、杭州良渚新城交通投资有限公司（以下简称“良渚交投”）负责，对良渚新城范围内的基础设施项目开展施工建设，具有较强的区域专营性。业务模式方面，公司与良渚新城管委会签订代建框架协议，约定本期项目建设内容及项目预计总投资、项目预计完工期等要素。项

目建设完成后，公司与良渚新城管理委员会根据项目实际情况签订项目补充协议，明确本次项目竣工决算金额，同时约定按照代建工程项目决算金额的 10%作为投资收益，良渚文化城以决算金额及投资收益确认代建业务收入。回款周期按照具体项目补充协议约定执行。

业务运营方面，跟踪期内，公司代建业务实现收入 7.27 亿元，均已实现回款，代建收入有一定下滑，主要系建设及项目结算进度所致。2023 年，良渚文化城完工并确认收入的项目有 8 个，主要包括西塘路（通运街-良运街）道路工程、张家坝港、下门坝港、杜甫港河道改道工程、健康驿站等项目。

在建项目方面，截至 2024 年 3 月末，公司在建项目主要包括金昌路、新甫路、良渚一小（石桥校区）等道路工程和学校，项目均为良渚文化城整理土地配套设施，需要待良渚文化城出让相应地块后，取得相应的代建收入。

表 4：截至 2024 年 3 月末公司主要在建及拟建代建项目情况（亿元）

| | 项目名称 | 建设周期 | 总投资 | 已投资 |
|------|-----------------------|-----------------|--------------|-------------|
| 在建项目 | 金昌路 | 2022.03-2022.12 | 1.51 | 1.53 |
| | 良祥路北段 | 2018.05-2019.09 | 2.09 | 1.12 |
| | 杭行路（区界-勾良路） | 2021.11-2022.03 | 1.49 | 0.39 |
| | 莫干山路（良渚港-美丽洲路） | 2017.09-2018.04 | 0.31 | 0.11 |
| | 新甫路 | 2021.10-2022.02 | 2.07 | 1.93 |
| | 良渚一小（石桥校区） | 2020.12-2023.12 | 2.57 | 1.32 |
| | 合计 | -- | 10.04 | 6.40 |
| 拟建项目 | 良渚新城勾阳路（良运街-裘家门港）新建工程 | 2024.11-2026.11 | 5.60 | -- |
| | 良渚新城北庄路（莫干山路-勾阳路）新建工程 | 2024.11-2026.11 | 3.85 | -- |
| | 金昌港（西塘河-吴家库港）及周边提升工程 | 2024.10-2027.10 | 5.00 | -- |
| | 合计 | -- | 14.45 | -- |

注：上述建设周期为合同周期，与实际进度有差异；总投资额为立项时预算数，部分项目实际投资额超过总投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公司还有部分自营基础设施项目，以特色小镇、公租房、人才公寓、工业厂房为主，截至 2024 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目总投资超过 130 亿元，已投资 35.52 亿元，尚需投资规模较大，同时项目未来预计采取自营租金收入来平衡前期投入，需持续关注公司自营项目未来实际运营情况和资金平衡能力。

表 5：截至 2024 年 3 月末公司主要在建自营建设项目（亿元）

| 项目名称 | 总投资额 | 已投资额 |
|----------------------------|---------------|--------------|
| 梦栖小镇 | 47.16 | 3.68 |
| 良渚新城公共租赁住房 | 4.55 | 3.17 |
| 人才房 | 22.18 | 18.27 |
| 良渚新城杜甫区块公共租赁住房 | 3.96 | 1.31 |
| 良渚新城东西塘河公共租赁住房 | 3.84 | 0.62 |
| 储运路北新华河西公共租赁住房 | 9.50 | 0.18 |
| 年产 500 万套红外热成像产品项目 | 17.00 | 2.06 |
| 年产 100 万套医疗试剂检测设备项目 | 12.00 | 4.86 |
| 年产智能充电站 10 万套、智能换电柜 5 万套项目 | 12.50 | 1.37 |
| 合计 | 132.69 | 35.52 |

注：梦栖小镇总投资额不包括土地征迁成本。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房产销售板块，跟踪期内，仍由子公司良渚城投负责对良渚新城范围内的安置房进行开发建设。业务模式方面，安置房具体模式方面，公司从事的拆迁安置房项目，项目资金来源均为公司自身经营收入、外部融资，建设采用公开招标模式，拆迁安置房的定价经物价监审后由政府最终定价。经营模式为公司通过建设并销售拆迁安置房等取得收入，销售定价受到政府限制。由于政府限价较低，公司将安排部分商品房和车位来平衡资金。

从业务开展情况来看，公司房地产业务分商品房销售和拆迁安置房两部分，其中商品房销售主要是逸居城小区项目。逸居城小区项目已于 2015 年完工，自 2016 年起，公司根据良渚新城管委会统一规划，将逸居城小区剩余的 238 套商品房转为拆迁安置房。2020 年起公司将安置剩余的闲置房屋进行市场化拍卖，受房地产市场行情影响，近年公司房屋销售收入有所波动，销售收入均来自逸居城小区项目的剩余房屋及车位的销售。截至 2023 年末，逸居城小区剩余在售安置房共 19 套，剩余车位 265 个。除此之外，公司目前暂无其他商品房项目。截至 2023 年末，公司已完工长桥村一期安置房、勾庄一期安置房、运河一期及二期多高层公寓、运河村农居点二期及三期、杜甫农居点三期，共计投资 49.84 亿元，已回款 24 亿元左右（为 2020 年之前销售回款）。截至 2023 年末，公司剩余未安置的安置房约 245 套。

在建项目方面，截至 2024 年 3 月末，公司在建安置房项目主要包括杜甫五期、东西塘河安置房、行宫塘南庄兜安置房等，主要通过外部融资及自有资金进行建设，截至 2024 年 3 月末，主要在建安置房计划总投资 168.31 亿元，已投资 133.42 亿元，投资规模较大，存在一定资本支出压力。公司另有在建小洋坝农居点一、二期工程，采用 PPP 模式，总投资额约 28.90 亿元，由社会资本方 100% 出资，项目建设期 4 年，运营期 6 年，公司作为政府资本方代表，待一期/二期竣工验收备案完成日起每六个月对工程进行考核并支付金额，截至 2024 年 3 月末该项目已完工，项目处于分项验收、逐步安置中。随着良渚新城城市开发进度的不断推进，安置房建设为良渚新城近年来的开发重点，公司作为良渚新城唯一的建设主体，投资规模和建设体量均较大。

表 6：截至 2024 年 3 月末公司主要在建及拟建安置房项目情况（亿元）

| | 项目名称 | 总投资额 | 已投资额 |
|------|---------------------|---------------|---------------|
| 在建项目 | 杜甫五期 | 33.68 | 26.88 |
| | 东塘河、西塘河农民高层公寓 | 30.57 | 26.93 |
| | 行宫塘、南庄兜农民高层公寓 | 21.69 | 18.29 |
| | 勾庄二期农民多高层公寓 | 18.15 | 15.59 |
| | 运河四期多高层公寓 | 24.23 | 21.17 |
| | 杜甫四期 | 24.48 | 17.26 |
| | 谢村三期多高层公寓 | 3.99 | 3.26 |
| | 杜甫区块棚户区改造安置房 | 11.52 | 4.04 |
| | 合计 | 168.31 | 133.42 |
| 拟建项目 | 良渚新城桥良路北储运路西安置房新建工程 | 4.39 | -- |
| | 良渚新城勾阳路东棕榈路南安置房新建工程 | 6.95 | -- |
| | 合计 | 11.34 | |

注：勾庄二期农民多高层公寓已完工。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块，跟踪期内，公司商品销售业务主要为成品油销售，由子公司杭州农副物流加油站有限公司负责运营。业务模式方面，公司主要以外包的形式运营成品油销售业务，每日采购

油品，按月确认销售收入。公司的成品油供应商为中国石化销售有限公司浙江石油分公司（以下简称“中石化销售浙江分公司”），公司于早期与中石化销售浙江分公司签订战略合作协议，每年签订一次采购合同，按市场情况确定采购价格。定价方面，公司的成品油销售价格依据国家发改委公布的价格确定，采购单价及销售单价系浮动价格。公司成品油销售客户群主要是零售，为加油站过往车辆，无固定前五大客户。业务运营方面，截至 2024 年 3 月末，公司加油站 2 座，分别位于南庄兜高速入城口两侧。2023 年及 2024 年 1~3 月，公司成品油销售业务分别实现收入 3.62 亿元和 0.79 亿元，为公司贡献了较为稳定的收入来源。近年公司采购及销售价格受到成品油市场影响有所波动。

表 7：近年公司成品油采购情况

| 项目名称 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 采购数量（万吨） | 4.98 | 3.45 | 4.16 | 0.91 |
| 平均采购价格（元/吨） | 6,825 | 8,385 | 7,791 | 7,885 |

注：表内成品油采购数量与平均采购价格之积与成品油销售成本差异主要系当年采购成品油不一定于当年销售并结转成本。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年公司成品油销售情况

| 项目名称 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 成品油零售量（万吨） | 5.00 | 3.46 | 4.17 | 0.91 |
| 平均销售价格（元/吨） | 7,526 | 9,215 | 8,665 | 8,627 |

注：表内成品油零售量与平均销售价格之积与成品油销售收入差异系四舍五入所致；加油站留有一定库存，故采购量小于销售量。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块，跟踪期内，公司的其他业务板块仍主要由公司下属子公司杭州农副物流管理有限公司（以下简称“农副物流公司”）负责运营，主要包括租赁业务、仓储业务、中转业务和物业管理等农副物流业务。良渚新城的杭州农副物流中心是华东最大农副物流中心和浙江省首批现代服务业集聚示范区。2023 年及 2024 年 1~3 月，公司分别实现农副物流业务收入 2.74 亿元和 0.53 亿元。

公司持有的可供出租的不动产有逸盛路商业街、洋帆中心、亿丰时代大厦和平高创业城，主要租户包括杭州星耀线科技有限公司、浙江兰亭润世企业管理有限公司等企业及个人租户，可出租面积 38.33 万平方米，截至 2024 年 3 月末已出租 24.94 万平方米，出租率较低主要亿丰时代大厦部分资产预留由政府统一招商使用。平高创业城系公司于 2021 年租入的资产，可出租面积为 13.25 万平方米，作为招商引资项目对外出租使用，截至 2024 年 3 月末已对外出租 12.38 万平方米，2023 年贡献租赁收入 1.04 亿元，是公司主要租赁收入来源。

公司的中转业务、仓储业务均由二级子公司杭州农副产品物流中心码头铁路物流有限公司（以下简称“码头铁路物流公司”）运营，主要系粮食中转、仓储租赁业务，公司持有仓储面积 2.34 万平方米，近年来由于中转业务较为单一，承接量较少，收入主要来自于仓储租金收入。2020 年以前均由码头铁路物流公司自营，2020 年及以后，码头铁路物流公司将上述业务公开拍租给通泰供应链管理有限公司进行统一经营管理，合同期为 10 年，年租金逐年递增。2023 年，公司实现仓储租金收入 2,201.48 万元。

公司的物业管理业务由二级子公司农副产品发展公司运营，运营模式具体为自营，主要针对杭州农副物流中心内的商业街租户、逸居城业主收取，持有物业面积 21.50 万平方米，收费标准为

0.1 元/天/平方米，一般在年末结转物业管理费，2022 年来因减租免租政策，该部分收入较小，物业管理费金额一并计入租赁收入。

表 9：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司农副物流收入明细（万元）

| 项目名称 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.Q1 |
|-------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 租赁 | 13,832.15 | 22,696.50 | 25,087.09 | 5,278.30 |
| 中转 | 133.45 | 144.44 | 118.19 | 23.58 |
| 仓储租金 | 2,197.67 | 1,650.75 | 2,201.48 | -- |
| 物业管理费 | 173.43 | -- | -- | -- |
| 合计 | 16,336.70 | 24,491.69 | 27,406.76 | 5,301.88 |

注：表中各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府持续支持，公司资本公积保持增长，具备较强的资本实力；但随着项目持续推进，公司债务规模不断扩大，财务杠杆水平攀升，资本结构有待优化，且经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

资本实力与结构

公司资产主要由传统基建、土整业务形成的存货资产构成，同时保有一定规模的货币资金供日常经营所需；此外，还有租赁业务形成的一定规模的投资性房地产和使用权资产。资产结构以流动资产为主，占比接近 90%。近年来公司匹配政府战略加快良渚新城建设，资产规模整体呈增长态势。跟踪期内，公司持续推进土地开发进度，同时周边配套基础设施建设投资增加，存货持续增加。随着 100 万套医疗试剂检测设备项目、年产 500 万套红外热成像产品项目及年产 10 万套智能充电站项目及 5 万套智能换电柜项目等建设的推进，公司在建工程增长较快。无形资产增长主要系公司购置工业储备用地。总体来看，公司资产收益性较弱，同时土整、基建项目等建设投入较大，流动性不足，整体资产质量较低。

跟踪期内，公司债务规模增长较快，短期债务占比有所下降，债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。跟踪期内受益于收到的良渚新城管委会 6 亿元拨款，叠加归母净利润的增长，公司经调整的所有者权益¹进一步增长。整体来看，跟踪期内公司财务杠杆水平有所攀升，处于较高水平。

表 10：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 类型 | | 金额 | 2024.4~2024.12 | 2025 | 2026 | 2027 及之后 |
|------|-----------------|--------|----------------|--------|--------|----------|
| 银行借款 | 保证、抵质押、信用借款等 | 266.38 | 80.48 | 58.42 | 46.81 | 97.16 |
| 债券融资 | 公司债、中票、PPN、超短融等 | 151.02 | 14.90 | 43.25 | 64.3 | 28.90 |
| 其他 | 融资租赁等 | 5.65 | 2.05 | 2.60 | 1.00 | 0.00 |
| 合计 | -- | 423.05 | 97.43 | 104.27 | 112.11 | 126.06 |

注：不包括租赁负债及计入一年内到期的非流动负债的应付利息。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流跟踪期内持续保持净流出态势，2023 年由于销售商品、提供劳务收到的

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

现金增长，净流出规模减少，但整体来看经营活动获现能力仍较为一般，无法保障利息的支出。投资活动净现金流跟踪期内保持较大规模的净流出，主要系购入投资性房地产以及年产 100 万套医疗试剂检测设备项目等在建工程的建设投入。近年来公司持续推进项目建设，主要依靠发行债券、银行借款等方式满足，筹资活动产生的现金流量呈现大规模净流入的态势。2023 年，公司业务毛利水平的上升带动 EBITDA 增加，对利息的保障能力有略微提高，但覆盖水平依然较低。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 392.22 亿元，尚未使用授信额度为 114.93 亿元，备用流动性较为充足；此外，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，截至 2024 年 5 月末，在手可用批文包括企业债 8.3 亿元、12 亿元公司债、超短融 40 亿元、定向工具 15 亿元。

表 11：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元）

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|---------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 货币资金 | 37.18 | 21.62 | 38.36 | 29.85 |
| 其他应收款 | 8.01 | 13.83 | 13.89 | 14.22 |
| 存货 | 462.24 | 542.73 | 619.26 | 651.46 |
| 在建工程 | 0.00 | 1.54 | 9.78 | 11.65 |
| 无形资产 | 1.23 | 1.87 | 4.60 | 4.58 |
| 投资性房地产 | 41.61 | 41.73 | 48.84 | 48.84 |
| 使用权资产 | 9.73 | 10.87 | 9.05 | 8.62 |
| 资产总计 | 566.22 | 641.13 | 752.16 | 778.69 |
| 经调整的所有者权益合计 | 222.69 | 233.23 | 244.87 | 244.68 |
| 总债务 | 304.96 | 351.05 | 418.78 | 437.27 |
| 短期债务占比 | 25.12 | 44.44 | 36.50 | 26.01 |
| 资产负债率 | 60.67 | 63.62 | 67.44 | 68.58 |
| 总资本化比率 | 57.80 | 60.08 | 63.10 | 64.12 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -42.89 | -52.84 | -29.95 | -20.91 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0.90 | 2.91 | -16.85 | -2.02 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 66.53 | 34.37 | 63.53 | 14.41 |
| 收现比 | 1.15 | 1.07 | 1.52 | 1.41 |
| EBITDA | 7.61 | 9.76 | 10.35 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.54 | 0.63 | 0.66 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | -3.05 | -3.41 | -1.92 | -4.22 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产规模为 42.96 亿元，占当期末总资产的 5.52%，主要为用于借款抵押的投资性房地产，存在一定的抵质押融资空间。此外，公司还有一定规模的项目收益权用于质押借款。

或有负债方面，公司对外担保金额占同期末净资产的比例为 26.58%²，需关注或有负债风险；同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

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 2024 年 4 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。

² 公司对外担保具体情况见附三。

外部支持

跟踪期内，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。公司维持区域重要性，实际控制人为余杭区国资办，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性，在获得资金拨付、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。2023 年公司获得政府拨付的资金和政府补助分别为 6 亿元和 3.02 亿元。综上，跟踪期内余杭区政府具备很强的支持能力，同时保持对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“18 良渚停车场专项债/PR 良渚债”募集资金 15 亿元，其中 12 亿元用于杭州良渚新城杜甫三期等七个配套停车场建设项目，其余 3 亿元用于补充流动资金。截至 2024 年 3 月末，该募投项目均已完工，募集资金按照用途使用完毕。

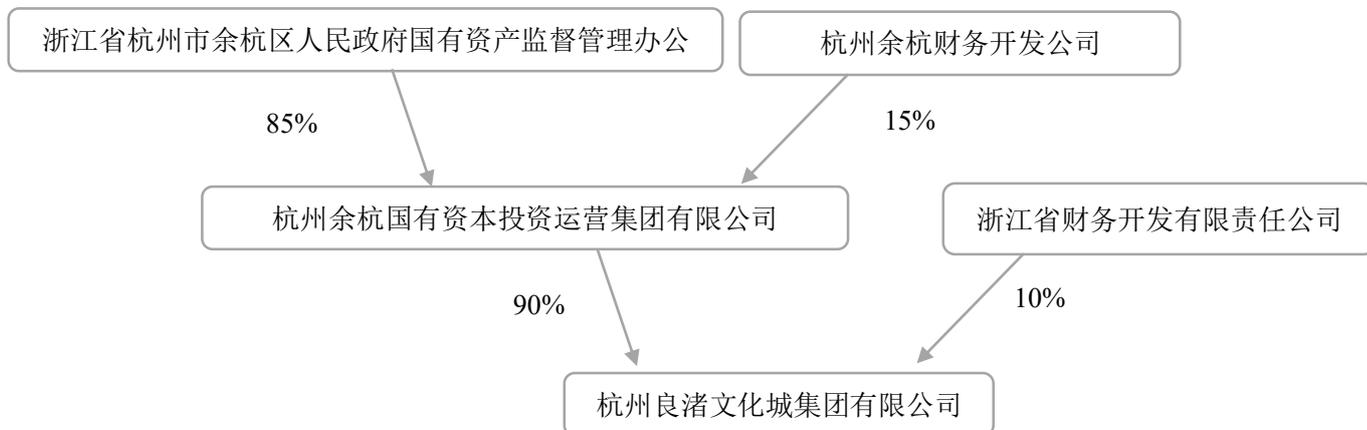
“22 良渚债/22 良渚文化债”募集资金总额 6.5 亿人民币，其中 2 亿元用于良渚新城谢村安置房三期的项目建设，1.9 亿元用于良渚新城杜甫村农民高层公寓四期的项目建设，2.6 亿元用于补充营运资金。截至 2024 年 3 月末，募集资金按照用途使用完毕。

“18 良渚停车场专项债/PR 良渚债”、“20 良渚文化 MTN001”和“22 良渚债/22 良渚文化债”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，整体业务持续性和稳定性较强，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

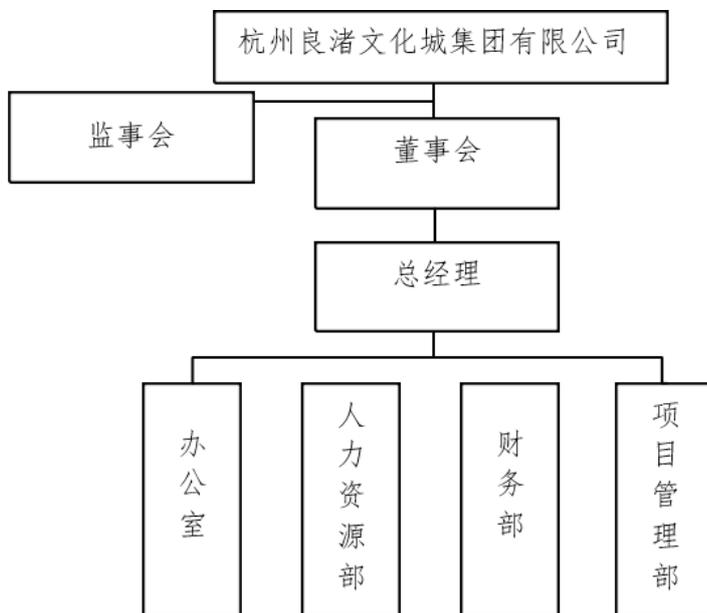
评级结论

综上所述，中诚信国际维持杭州良渚文化城集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“18 良渚停车场专项债/PR 良渚债”、“20 良渚文化 MTN001”、“22 良渚债/22 良渚文化债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：杭州良渚文化城集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



| 序号 | 主要子公司名称 | 注册资本（亿元） | 持股比例（%） |
|----|----------------|----------|---------|
| 1 | 杭州农副物流管理有限公司 | 3.15 | 100.00 |
| 2 | 杭州良渚新城城建投资有限公司 | 10.00 | 100.00 |
| 3 | 杭州良渚新城资产经营有限公司 | 1.90 | 100.00 |
| 4 | 杭州良渚新城旅游投资有限公司 | 0.10 | 100.00 |



资料来源：公司提供

附二：杭州良渚文化城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） | 2021 | 2021 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 371,821.06 | 216,245.42 | 383,614.00 | 298,462.80 |
| 非受限货币资金 | 371,818.66 | 216,243.12 | 383,611.70 | 298,460.50 |
| 应收账款 | 13,571.27 | 4,792.82 | 3,862.73 | 4,870.95 |
| 其他应收款 | 80,072.86 | 138,254.51 | 138,916.88 | 142,173.77 |
| 存货 | 4,622,369.09 | 5,427,313.45 | 6,192,597.88 | 6,514,597.59 |
| 长期投资 | 12,866.71 | 13,435.07 | 20,908.84 | 20,874.23 |
| 在建工程 | 0.00 | 15,417.26 | 97,843.62 | 116,533.59 |
| 无形资产 | 12,296.37 | 18,671.20 | 45,987.14 | 45,836.29 |
| 资产总计 | 5,662,198.37 | 6,411,268.13 | 7,521,621.71 | 7,786,876.05 |
| 其他应付款 | 97,289.71 | 197,089.73 | 224,927.97 | 248,317.97 |
| 短期债务 | 765,983.60 | 1,560,015.87 | 1,528,623.13 | 1,137,342.36 |
| 长期债务 | 2,283,567.33 | 1,950,526.19 | 2,659,222.33 | 3,235,397.80 |
| 总债务 | 3,049,550.94 | 3,510,542.06 | 4,187,845.46 | 4,372,740.16 |
| 负债合计 | 3,435,339.42 | 4,078,922.28 | 5,072,917.23 | 5,340,041.41 |
| 利息支出 | 140,521.77 | 154,763.01 | 156,035.32 | 49,532.41 |
| 经调整的所有者权益合计 | 2,226,858.96 | 2,332,345.85 | 2,448,704.48 | 2,446,834.64 |
| 营业总收入 | 225,809.82 | 396,519.85 | 439,811.71 | 75,694.61 |
| 经营性业务利润 | 36,803.88 | 48,109.44 | 60,590.74 | -1,387.52 |
| 其他收益 | 30,160.00 | 36,661.26 | 30,228.18 | 0.45 |
| 投资收益 | 540.38 | 539.85 | 316.77 | 0.00 |
| 营业外收入 | 246.54 | 102.44 | 146.68 | 51.95 |
| 净利润 | 37,471.53 | 48,262.34 | 56,882.69 | -1,869.84 |
| EBIT | 65,883.79 | 80,611.60 | 85,102.93 | -- |
| EBITDA | 76,147.51 | 97,560.10 | 103,543.47 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 258,682.20 | 425,030.88 | 667,942.22 | 106,949.50 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 216,043.53 | 179,449.21 | 74,652.06 | 47,156.97 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 696,957.67 | 1,020,112.34 | 993,490.41 | 289,998.30 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 189,802.12 | 102,736.38 | 33,477.62 | 67,802.38 |
| 吸收投资收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 13,369.95 | 29,266.09 | 175,117.74 | 20,461.09 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -428,850.19 | -528,360.12 | -299,451.85 | -209,080.81 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 8,989.33 | 29,085.41 | -168,457.51 | -20,176.47 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 665,345.23 | 343,699.17 | 635,277.94 | 144,106.09 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 245,484.37 | -155,575.54 | 167,368.58 | -85,151.20 |
| 财务指标 | 2021 | 2021 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
| 营业毛利率（%） | 20.84 | 13.18 | 15.55 | 12.85 |
| 期间费用率（%） | 17.16 | 10.08 | 8.27 | 14.07 |
| 应收类款项占比（%） | 1.65 | 2.23 | 1.90 | 1.89 |
| 收现比（X） | 1.15 | 1.07 | 1.52 | 1.41 |
| 资产负债率（%） | 60.67 | 63.62 | 67.44 | 68.58 |
| 总资本化比率（%） | 57.80 | 60.08 | 63.10 | 64.12 |
| 短期债务/总债务（%） | 25.12 | 44.44 | 36.50 | 26.01 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | -3.05 | -3.41 | -1.92 | -4.22 |
| 总债务/EBITDA（X） | 40.05 | 35.98 | 40.45 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.10 | 0.06 | 0.07 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 0.54 | 0.63 | 0.66 | -- |

注：1、中诚信国际根据 2021~2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；2、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：杭州良渚文化城集团有限公司对外担保明细（截至 2024 年 3 月末）

| 序号 | 被担保对象 | 企业性质 | 担保余额（万元） |
|-----------|------------------------------------|------|-------------------|
| 1 | 杭州钱江开发区科技发展有限公司 | 国企 | 9,500.00 |
| 2 | 杭州钱江开发区投资发展有限公司 | 国企 | 318,900.00 |
| 3 | 杭州仁和先进制造业投资有限公司 | 国企 | 145,300.00 |
| 4 | 杭州市开发投资有限公司 | 国企 | 13,000.00 |
| 5 | 杭州余杭宜居科创有限公司 | 国企 | 124,911.00 |
| 6 | 杭州余杭城市开发建设有限公司（杭州余杭运河综合保护开发集团有限公司） | 国企 | 13,600.00 |
| 7 | 杭州余杭交通投资集团有限公司 | 国企 | 20,000.00 |
| 8 | 杭州余杭旅游集团有限公司 | 国企 | 5,250.00 |
| 合计 | | -- | 650,461.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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 |
| | 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| | 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 |
| | 应收类款项占比 | (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额 |
| 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-非经常性损益调整项 |
| | EBIT (息税前盈余) | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| | 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 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：1、“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；2、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”；3、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，影响报表使用者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。

附五：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