

2018 年杭州市钱江新城投资集团有限公司

城市停车场建设专项债券

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[2018]100533】

评级对象： 2018 年杭州市钱江新城投资集团有限公司城市停车场建设专项债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AAA	稳定	AAA	2018 年 6 月 27 日
首次评级：	AAA	稳定	AAA	2017 年 8 月 29 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	14.89	19.22	20.47
刚性债务	0.30	6.00	55.79
所有者权益	139.29	149.74	161.91
经营性现金净流入量	-8.48	-2.41	0.06
发行人合并数据及指标：			
总资产	347.60	359.43	444.97
总负债	204.35	205.91	279.12
刚性债务	176.00	180.24	251.07
所有者权益	143.25	153.52	165.85
营业收入	7.90	7.42	7.98
净利润	8.78	10.31	6.58
经营性现金净流入量	5.96	-10.43	-8.53
EBITDA	12.39	13.51	9.93
资产负债率[%]	58.79	57.29	62.73
长短期债务比[%]	224.82	232.27	397.76
权益资本与刚性债务比率[%]	81.39	85.17	66.06
流动比率[%]	350.92	381.60	389.19
现金比率[%]	40.63	44.69	66.72
利息保障倍数[倍]	1.52	1.66	0.85
EBITDA/利息支出[倍]	1.89	1.95	1.03
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.08	0.05

注：发行人数据根据钱投集团经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

李叶 liye@shxsj.com
 陈茜 cx@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）对杭州市钱江新城投资集团有限公司（简称钱投集团、发行人、该公司或公司）及其发行的 18 钱投停车债的跟踪评级反映了 2017 年以来钱投集团在外环境、业务地位及资产质量等方面继续保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、投融资及资金回笼等方面继续面临压力。

主要优势：

- **较好的外部环境。**杭州市是长江三角洲中心城市之一，区位优势突出。在信息经济高速发展的助力下，近年来全市产业结构不断优化，综合经济和财政实力稳步增长，为钱投集团的发展提供了较好的外部环境。
- **政府支持力度大。**“城市东扩”是杭州市重要的城市发展战略之一，钱投集团作为该战略的重要实施主体，能够在业务开展上获得当地政府的持续有力支持。
- **业务区域专营优势。**钱投集团是杭州市钱江新城核心区域以外区块及城东新城区块唯一的做地主体，具区域专营优势，可享有持续的土地开发投资收益。
- **较优质的经营性资产。**钱投集团拥有一定规模的可供租赁物业、酒店和停车场资产，整体盈利性较好，可为公司提供持续的现金流入。

主要风险：

- **投融资压力大。**钱投集团承担了杭州市钱江新城核心区域以外区域和城东新城的区域开发建设任务，未来投融资压力大。
- **债务规模快速扩张。**近年来钱投集团刚性债务规模扩张快速，目前负债经营程度处于相对较高水平，面临一定的债务偿付压力。

- 资金回笼存在不确定性。钱投集团资金平衡主要依赖于区域内开发土地出让，但计划出让的土地受杭州市城市建设规划、土地使用规划及房地产市场行情等因素影响，资金回笼时点存在不确定性。

➤ 未来展望

通过对钱投集团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 AAA 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极高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2018 年杭州市钱江新城投资集团有限公司

城市停车场建设专项债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2018 年杭州市钱江新城投资集团有限公司城市停车场建设专项债券（简称 18 钱投停车债）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据钱投集团提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对钱投集团的财务状况、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。

该公司于 2018 年 3 月公开发行了 49 亿元人民币停车场建设专项债券，期限为 7 年。债券采用固定利率形式，单利按年计息，票面年利率为 5.64%。本次债券每年付息一次，从第 3 个计息年度末开始偿还本金，于存续期内的第 3 至第 7 个计息年度末（即 2021 年至 2025 年每年的 3 月 19 日）分别偿付本金的 20%。公司拟将所募集资金中的 34 亿元用于城市停车场项目投资建设，其余 15 亿元用于补充公司营运资金。根据《杭州市钱江新城投资集团有限公司城市停车场建设专项债券年度报告（2017 年）》，截至 2018 年 4 月 28 日，募集资金已按募集说明书的约定使用。

截至目前，除上述债券外，该公司无其它已发行债券。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济

复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构

性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地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。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。

2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。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，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。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 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

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

（3）区域经济环境

杭州市是长江三角洲中心城市之一，区位优势明显，近年来在信息经济高速发展的助力下，产业结构不断优化，综合经济实力稳步增长。

杭州市位于浙江省北部、钱塘江下游、京杭大运河南端，是浙江省省会和经济、文化、科教中心，是长江三角洲中心城市之一，也是国家重点风景旅游和历史文化名城。全市总面积 1.66 万平方公里，市区面积为 0.49 万平方公里，现辖 9 个区、2 个县级市和 2 个县。截至 2017 年末，杭州市常住人口为 946.80 万人，其中城镇人口为 727.14 万人，城镇化率达 76.8%，较上年末提高 0.6 个百分点。

近年来，依托于优越的地理环境和良好的经济基础，杭州市经济稳步增长，经济总量已达到万亿级别。2015-2017 年，杭州市分别实现地区生产总值 10053.58 亿元、11050.49 亿元和 12556 亿元，同比分别增长 10.2%、9.5%和 8.0%，增速有所下降，但整体维持在较高水平，2017 年增速高于全国水平 1.1 个百分点，高于全省水平 0.2 个百分点。分产业看，2017 年，杭州市第一产业增加值为 312 亿元，同比增长 1.9%；第二产业增加值为 4387 亿元，同比增长 5.3%；第三产业增加值为 7857 亿元，同比增长 10.0%；三次产业结构由 2015 年的 2.9:38.9:58.2 调整为 2.5:34.9:62.6，产业结构不断优化，第三产业是杭州市经济发展的主要动力。

随着产业转型升级，杭州市工业经济保持增长，但增速有所下滑。2015-2017 年，杭州市分别实现工业增加值 3497.92 亿元、3578.67 亿元和 3982 亿元，同比增速分别为 5.5%、5.2%和 6.5%。杭州市工业经济增长主要由计算机通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业、电气机械和器材制造业、医药制造业等四大行业拉动，2017 年上述四大行业分别实现规上工业增加值 515 亿元、240 亿元、234 亿元和 204 亿元，同比分别增长 24.9%、6.0%、6.6%和 21.2%。

2014 年，杭州市市委十一届七次全会审议通过《关于加快发展信息经济的若干意见》，做出加快发展信息经济和智慧经济的总体部署。2015 年 3 月，杭州市获批设立首个中国（杭州）跨境电子商务综合试验区，2015 年 8 月，获批建设国家自主创新示范区，依托于政策红利、创新创业生态的优化完善和龙头企业的辐射带动，目前信息经济已发展成为杭州市经济增长的支撑点。2015-2017 年，杭州市信息经济分别实现增加值 2313.85 亿元、2688.00 亿元和 3216 亿元，同比增速分别为 25.0%、22.8%和 21.8%，信息经济持续高速增长。2017 年信息经济增加值占 GDP 的比重为 25.6%，较上年提高 1.3 个百分点，对 GDP 增长贡献率超过 50%，其中电子商务、云计算与大数据、数字内容、软件与信息服务、信息安全等五大产业增速均超过平均水平，分别为 36.6%、31.9%、28.5%、27.8%和 24.9%，电子商务产业已连续 7 年保持 30%以上的高增长，杭州市继续位居中国“电商百佳城市”首位。

图表 1. 2015-2017 年杭州市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	10053.58	10.2	11050.49	9.5	12556	8.0
第一产业增加值	287.69	1.8	304.84	1.9	312	1.9
第二产业增加值	3910.60	5.6	3977.39	4.7	4387	5.3
第三产业增加值	5855.29	14.6	6768.26	13.0	7857	10.0
三次产业结构	2.9:38.9:58.2		2.8:36.0:61.2		2.5:34.9:62.6	
人均生产总值（万元）	11.23	9.1	12.14	7.7	13.46	5.4
工业增加值	3497.92	5.5	3578.67	5.2	3982	6.5
全社会固定资产投资	5556.32	12.2	5842.42	5.1	5857	1.4
社会消费品零售总额	4697.23	11.8	5176.20	10.5	5717	10.5
进出口总额	4132.43	-1.0	4485.97	8.7	5085	13.3

资料来源：2015-2017 年杭州市国民经济和社会发展统计公报

近年来，杭州市固定资产投资规模保持增长，但增速持续下滑。2015-2017 年，杭州市全社会固定资产投资额分别为 5556.32 亿元、5842.42 亿元和 5857 亿元，同比分别

增长 12.2%、5.1% 和 1.4%，增速的下降主要系基础设施投资增速放缓所致。同期，杭州市基础设施建设投资分别为 1355.18 亿元、1630.53 亿元和 1597 亿元，同比增速分别为 34.8%、20.3% 和 -2.1%。

近三年，杭州市商品房销售面积分别为 1481.45 万平方米、2323.69 万平方米和 2054 万平方米，同比增速分别为 32.1%、57.1% 和 -11.7%，经历 2015 和 2016 年的大幅增长后，2017 年销售面积出现回落。2015-2016 年，全市商品房销售额分别为 2136.78 亿元、3665.48 亿元，同比增速分别为 37.1% 和 71.5%。为促进杭州市房地产市场平稳健康发展，杭州市政府相继出台了一系列的限购限贷政策，其中，杭州市住房保障和房产管理局于 2017 年 3 月 28 日发布《关于进一步完善住房限购及销售监管措施的通知》，调整公积金贷款政策，同时进一步调整杭州部分区域差别化住房信贷政策。截至 2017 年末，杭州市新建商品房可售面积为 1305 万平方米，较上年末下降 23.6%，去化周期下降至 7.6 个月；其中商品住宅可售面积为 539 万平方米，较上年末下降 37.6%，去化周期下降至 3.1 个月。整体看，杭州市房地产市场景气度高，去库存压力小。

土地市场方面，近年来杭州市土地出让规模持续扩大，并且受房地产市场升温的影响，土地出让均价呈上涨趋势。2015-2017 年，全市土地出让面积分别为 1047.20 万平方米、1125.89 万平方米和 1440.60 万平方米，分别实现土地出让收入 707.71 亿元、1670.64 亿元和 2297.58 亿元。近三年，杭州市土地出让均价分别为 6758.12 元/平方米、14838.39 元/平方米和 15948.77 元/平方米，其中住宅用地出让均价分别为 15938.67 元/平方米、29747.88 元/平方米和 30599.90 元/平方米。

2. 业务运营

该公司是钱江新城核心区域以外区块（上城区块、三堡及扩容区块）及城东新城区块唯一的做地主体，主要负责区域开发建设、资产经营管理以及履行杭州市铁路投资主体职能。公司区域开发建设业务投资需求大，利润来源主要为土地开发收益，得益于杭州市较好的土地市场行情，近年来公司土地开发收益较为可观。此外，公司可供租赁物业、酒店及停车场等资产盈利能力较强，可为公司提供持续的现金流入。

该公司主要负责钱江新城核心区域以外区块（上城区块、三堡及扩容区块）及城东新城区块的土地开发以及基础设施建设，并承担杭州市铁路投资责任主体职能，负责杭州市市级铁路建设资本金的筹集和划拨，履行出资人责任和义务。同时，公司还负责上述区域内办公楼、酒店及停车场等经营性资产的运营。2015-2017 年，公司分别实现主营业务收入 7.07 亿元、6.18 亿元和 7.00 亿元。从收入构成看，由于公司土地开发收益通过投资收益科目核算，因此公司营业收入主要来源于酒店业务、租赁业务以及建设管理费，2017 年上述三项收入占主营业务收入的比重分别为 34.29%、30.00% 和 19.43%。

图表 2. 2015 年以来主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	7.07	100.00	6.18	100.00	7.00	100.00
建设管理费	1.33	18.81	1.36	22.01	1.36	19.43
酒店业务	2.25	31.82	1.94	31.39	2.40	34.29

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁业务	2.45	34.65	1.83	29.61	2.10	30.00
停车场业务	0.35	4.95	0.38	6.15	0.39	5.57
其他	0.69	9.76	0.67	10.84	0.75	10.71
主营业务毛利率	50.35		49.35		60.63	
建设管理费	100.00		100.00		100.00	
酒店业务	61.95		62.23		56.21	
租赁业务	3.20		-5.14		51.19	
停车场业务	96.12		67.75		54.45	
其他	61.79		47.92		32.74	

资料来源：钱投集团

区域开发方面，2015-2017 年，该公司收到的土地开发投资回报分别为 64.42 亿元、42.27 亿元和 114.39 亿元，确认土地开发收益分别为 8.11 亿元、9.83 亿元和 5.56 亿元。同期，公司分别确认建设管理费收入 1.33 亿元、1.36 亿元和 1.36 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司土地开发业务累计投入成本合计约为 628.48 亿元¹，账面结存土地开发成本为 258.08 亿元。公司累计已出让土地面积 2345.83 亩，实现土地出让总价 514.62 亿元，按照约定的土地开发投资回报比例计算，公司可收到土地开发投资回报总计约 398.49 亿元。其中，2017 年土地出让共计 462.9 亩，实现土地出让总价 234.34 亿元，按照约定的土地开发投资回报比例计算，公司可收到土地开发投资回报 161.69 亿元，实际收到土地开发投资回报为 114.39 亿元²。

目前，该公司正在开发的土地主要为城东新城区块和三堡及扩容区块，土地开发总面积为 5233.63 亩，尚需投资约为 550 亿元，其中，上城区块尚需投资约 50 亿元；城东新城区块和三堡及扩容区块尚需投资约 500 亿元，公司区域开发业务未来投融资压力大。若上述地块后续能顺利出让，公司预计可实现土地出让总价 1009.80 亿元，按照约定的土地开发投资回报比例预计，公司可收到土地开发投资回报 767.91 亿元，但土地出让投资回报的实现受区域土地市场行情及政府土地出让安排影响，存在不确定性。

物业出租方面，该公司租赁业务收入主要来源于公司自有产权的妇女活动中心、波浪文化城、钱江苑商铺、火车东站等办公楼和商铺的出租、安置房配套底商出租以及市政府置换物业出租等。截至 2018 年 3 月末，公司上述主要可供租赁物业面积合计为 44.39 万平方米，目前已出租面积为 36.67 万平方米，整体出租率为 82.61%，其中，波浪文化城和钱江苑商铺已整体全部对外出租；安置房配套底商目前出租率较低，为 51.76%；火车东站东西广场方面，出于方便旅客考虑，公司和铁路部门合作，先对站内部属于铁路部门的商铺进行招商引资，再推进车站外部招商工作，2017 年随着招商工作的推进，火车站东西广场出租率较上年大幅提升 20.6 个百分点至 81.80%。2015-2017 年，公司分别实现租赁业务收入 2.45 亿元、1.83 亿元和 2.10 亿元。

¹ 包含相关的基础设施配套建设成本，且在钱投集团成立前，安置房成本及部分固定资产的成本也在土地开发成本科目中核算。

² 由于土地开发投资回报的拨付存在一定的滞后性，该公司当期收到的款项包含以前年度出让地块的投资回报，无法和当期应收款准确对应。

酒店经营方面，该公司持有在营的杭州国际会议中心洲际酒店（简称洲际酒店）和钱江新城假日酒店（简称假日酒店）于 2015-2017 年分别实现收入 2.25 亿元、1.94 亿元和 2.40 亿元。从收入来源来看，酒店业务收入主要为客房收入和餐饮收入，2017 年公司分别实现客房收入和餐饮收入 1.15 亿元和 1.04 亿元，其中洲际酒店当年平均入住率为 73.50%；假日酒店平均入住率为 80.70%；餐饮收入主要来源于洲际酒店餐厅供餐以及宴会餐饮。总体来看，随着酒店的持续运营，该业务能为公司提供较为稳定的现金流入。

铁路项目投资方面，该公司投资了沪杭客专、杭甬客专、杭长客专、杭黄客专以及杭州东站枢纽等“五线一枢纽”，未来将谋划关系杭州市“十三五发展”的江流汇城市综合体、彭埠入口综合交通改造以及空铁联运等重大项目。具体操作中，公司铁路投资项目的经营主体为下属子公司杭州市铁路投资集团有限公司（简称铁投公司），铁投公司代表杭州市政府出资，除杭黄铁路项目由财政拨款外，其他项目资金来源全部为公司自筹。目前，除杭州铁路枢纽建设有限公司为铁投公司直接持股外，其他由公司出资的铁路投资项目均以浙江省铁路投资集团有限公司（简称浙江省铁投）的名义，铁投公司与浙江省铁投签署委托持股协议书，浙江省铁投为名义持股人，铁投公司尚无股东身份。截至 2018 年 3 月末，公司累计投资铁路项目金额为 21.96 亿元，除已投项目外，目前公司尚无其他铁路投资项目计划。

停车场业务方面，截至 2018 年 3 月末，该公司已建成投入使用的停车场有 20 处，建筑面积合计为 94.61 万平方米，合计拥有 16961 个车位。收费标准方面，按 5-8 元/小时计费。目前，公司停车场使用率均较高，除东边西广场二期临时停车场使用率为 50%外，其他停车场的使用率均在 70%。2015-2017 年，公司停车场业务分别实现收入 0.35 亿元、0.38 亿元和 0.39 亿元，随着停车场数量的增加，收入规模逐年增大；同期，停车场业务毛利率分别为 96.12%、67.75%和 54.45%，2015 年起公司部分停车场采取代管的方式，停车场业务成本主要包括人工成本和物业管理成本，主要由于装修费一次性计入当年成本中，随着装修费支出增加及 2017 年公司支付了停车产库承包经营费，2016 年以来停车场业务毛利率下降幅度较大。

该公司目前在建及拟建的停车场共计 32 处，总投资 56.33 亿元，涵盖停车场面积 73.02 万平方米，选址包括杭州市区天城单元、彭埠单元、景芳三堡单元、四堡单元、七堡单元、紫阳南星单元、凯旋规划管理单元和下沙中心区单元等区域，计划建成一套智能停车场系统（Q-Parking）、停车位 18710 个、充电桩 1872 个。项目建设周期为 2-3 年，目前已陆续开工建设。该项目收入来源于车位使用权转让收入和运营收入，其中，运营收入包括停车费收入、配套商业出租收入、充电桩收入以及广告收入。根据项目收益测算报告，该项目可实现车位使用权转让收入 40.20 亿元。项目建成后，可实现运营收入为 2.66 亿元/年³，其中停车费收入 1.95 亿元/年、配套商业出租收入 0.05 亿元/年、充电桩收入 0.49 亿元/年以及广告收入 0.16 亿元/年。

³ 项目符合《杭州市人民政府办公厅关于印发鼓励和推进杭州市区公共停车场产业化发展实施办法的通知》（杭政办函〔2014〕58 号）中定义的“社会力量投资兴建的公共停车场”，其运营期限上可享受“经营期限原则不超过 40 年”的鼓励政策。出于谨慎性考虑，该公司在预测收益时暂将停车场运营期限确定为 35 年。

管理

跟踪期内，该公司仍是杭州市国资委下属国有企业，公司在治理结构、组织架构等方面无重大变化。

截至 2017 年末，该公司唯一股东和实际控制人仍为杭州市国有资产监督管理委员会（简称杭州市国资委），股权结构未发生变化。跟踪期内，公司在治理结构、组织架构、高管成员等方面均无重大变动。

根据该公司提供的 2018 年 4 月 24 日《企业信用报告》，报告期内公司无违约记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至本评级报告出具日公司无不良行为记录。

财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续扩张，已积累较大规模的刚性债务，目前负债经营程度处于相对较高水平。公司偿债现金流主要来源于片区内开发土地出让的投资回报，受区域土地市场行情和政府土地出让计划影响较大，目前公司土地开发投资沉淀资金规模较大，未来结转时点存在不确定性。鉴于片区开发投资需求大，近三年公司非筹资性现金流波动较大，对外部融资的依赖较大。但公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供支撑，且公司拥有较高市场价值的优质资产，若能成功变现可为债务偿付提供一定保障。

1. 公司财务质量

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 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。公司执行财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司共 6 家，其中，杭州市城东新城建设投资有限公司（简称城东公司）主要从事城东新城东站枢纽、钱江新城三堡及扩容区块的土地开发及基础设施建设；杭州市钱江新城建设开发有限公司（简称开发公司）主要从事钱江新城上城区块、三堡及扩容区块的土地开发及基础设施建设；杭州钱江新城资产经营管理投资有限公司（简称资产经营公司）主要从事集团内停车场、广告牌及其他物业的经营管理；铁投公司主要从事铁路项目的投资；杭州钱江新城金融投资有限公司（简称金融公司）主要从事公司的资本运作及投融资活动；杭州市会展旅业有限公司（简称会展公司）主要负责酒店管理以及承办会议、展览等业务。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

由于在区域开发方面投入大，近年来该公司刚性债务规模持续扩张，已积累较大规模的刚性债务，目前负债经营程度处于相对较高水平。2015-2017 年末，公司负债总额分别为 204.35 亿元、205.91 亿元和 279.12 亿元；资产负债率分别为 58.79%、57.29% 和 62.73%。同期末，公司刚性债务分别为 176.00 亿元、180.24 亿元和 251.07 亿元，刚性债务规模快速扩张，占负债总额中的比重高。同期末，股东权益与刚性债务比率分别为 81.39%、85.17% 和 66.06%，随着刚债规模逐年扩大，股东权益对刚性债务的覆盖程度趋弱。

该公司负债以长期负债为主，2015-2017 年末公司长短期债务比分别为 224.82%、232.27% 和 397.76%，负债结构与公司沉淀资金周期较长的业务模式较为匹配。从具体构成上看，公司负债主要为银行借款、应付账款和长期应付款。2017 年末，公司银行借款余额为 188.04 亿元，占负债总额的比重为 67.37%，其中一年期以上长期借款余额为 169.88 亿元、一年内到期的长期借款余额为 11.25 亿元、短期借款余额为 6.91 亿元；长期应付款余额为 52.96 亿元，全部为地方政府债券，其中地方政府置换债券余额为 50.46 亿元，在建项目地方政府债券余额为 2.50 亿元；应付账款余额为 11.99 亿元，主要为应付工程款。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，该公司对外担保余额为 16.29 亿元，担保比率为 9.82%，担保方式均为信用担保，担保对象均为杭州市地方国企，其中，浙江铁路枢纽建设有限公司为公司持股 24% 的铁路项目投资公司。公司对外担保对象的资本实力均较强，对外担保的代偿风险较小。

(2) 现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映物业出租、酒店运营、区域开发等主业现金收支以及往来款收支等情况。由于公司物业出租、酒店运营等主营业务主要以现金或银行转账等方式结算，且还存在小规模预收款项，公司主业获现能力较强。2015-2017 年公司营业收入现金率分别为 91.44%、91.51% 和 108.46%。同期，公司经营活动现金流量净额分别为 5.96 亿元、-10.43 亿元和 -8.53 亿元。2017 年以来，公司区域开发对应的现金流入和支出全部调整至投资活动产生的现金流量反映，主要由于子公司购地支出较大，2017 年以来公司经营活动现金流呈大额净流出状态。

该公司投资活动现金流主要反映土地开发、铁路投资项目、关联方资金出借及基金信托产品的收支情况，2015-2017 年公司投资活动现金流量净额分别为 -20.14 亿元、18.40 亿元和 -60.43 亿元。2017 年以来，公司区域开发对应的现金流入和支出全部调整至投资活动产生的现金流量反映，加之往来借款的投资与收回、长期股权投资收回等影响，公司 2017 年投资活动相关的收支额大幅增长。目前，公司主要通过银行借款和发行债券的方式来弥补经营与投资活动的资金缺口。2015-2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -14.40 亿元、-5.24 亿元和 78.45 亿元，2017 年以来公司外部融资规模显著增加。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成，2015-2017 年分别为 12.39 亿元、13.50 亿元和 9.93 亿元，主要随公司土地开发收益的波动而波动，近三年可覆盖利息支出；鉴于片区开发投资需求大，近三年公司非筹资性现金流波动较大，对债务形成有效保障存在一定难度。

图表 3. 2015-2017 年公司 EBITDA 及经营性现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.89	1.95	1.03
EBITDA/刚性债务(倍)	0.07	0.08	0.05
非筹资性现金净流入（亿元）	-14.18	7.97	-68.96
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-20.96	12.77	-116.84
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-6.76	3.89	-28.44

注：根据钱投集团经审计的 2015-2017 年财务数据绘制

(3) 资产质量分析

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 347.60 亿元、359.43 亿元和 444.97 亿元。2017 年末，公司流动资产余额为 218.23 亿元，占资产总额的比重为 49.04%，其中货币资金、预付账款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产占比较高，2017 年末上述科目占流动资产的比重分别为 17.14%、5.47%、67.74%和 5.90%。2017 年末，货币资金余额为 37.41 亿元，其中受限货币资金余额为 6.26 亿元，主要为用于质押的定期存款，当年末公司现金比率为 66.72%，对即期债务偿付的保障程度较高；预付款项余额为 11.93 亿元，主要为土地征迁预付款；一年内到期的非流动资产余额为 147.83 亿元，为土地一级开发项目投资款⁴；其他流动资产余额为 12.89 亿元，主要为公司购买的理财产品。

该公司非流动资产主要由长期应收款、可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成。2017 年末，公司非流动资产余额为 226.74 亿元，占资产总额的比重为 50.96%。其中，长期应收款余额为 110.06 亿元，为土地一级开发项目投资；可供出售金融资产 27.88 亿元，主要为铁投公司对外投资铁路项目以及公司对杭州市地铁集团有限责任公司投资，其中，对杭州铁路枢纽建设有限公司、杭州市杭黄铁路投资有限公司和宁杭铁路有限责任公司分别投资 16.04 亿元、2.66 亿元和 1.92 亿元，分别用于杭州东站扩建工程、杭黄铁路项目及南京至杭州铁路项目建设；投资性房地产余额为 35.79 亿元，主要为公司可供租赁物业；固定资产余额为 12.05 亿元，主要为公司自用房产；其他非流动资产余额为 35.42 亿元，主要为置业公司房产 30.06 亿元⁵及预付土地款 5.30 亿元。

⁴ 2017 年度该公司对土地一级开发业务财务报表列报进行了重分类，并在编制 2017/2016 年度比较报表时进行了追溯重述调整。2017 年，公司将土地一级开发投资成本由存货科目调整至长期应收款科目，并将未来一年内能收到土地开发回报的投资成本计入一年内到期的非流动资产科目列报。

⁵ 根据杭州市政府统筹，将置业公司拥有产权的市民中心房产使用权移交至杭州市机关事务管理局，期末余额为 30.06 亿元，由于目前房屋权属登记变更还未办理，该公司将该资产重分类到其他非流动资产科目中。

（4）流动性/短期因素

该公司资产中土地一级开发投资占比很高，受土地市场行情及政府土地出让计划影响，资金回笼时点存在一定的不确定性，但公司货币资金充裕，债务期限结构合理，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度较高，2018 年 3 月末，公司流动比率和速动比率⁶分别为 488.58% 和 191.97%。

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利来源较为分散。2015-2017 年，公司分别实现营业毛利 4.39 亿元、4.28 亿元和 5.12 亿元，其中建设管理费、酒店经营和物业出租等业务对公司营业毛利的贡献相对较大，2017 年上述三项业务毛利占营业毛利的比重分别为 26.62%、26.38% 和 20.94%。公司整体毛利率水平较高，2015-2017 年分别为 55.59%、57.72% 和 64.14%。从细分业务盈利性来看，由于建设管理费按照投入成本的固定比例确认收入，不确认成本，故该业务收入为纯利润。租赁业务方面，近三年该业务毛利率分别为 3.20%、-5.14% 和 51.19%，毛利率波动较大。近三年公司酒店业务毛利率分别为 61.95%、62.23% 和 56.21%，毛利率相对稳定且盈利水平较好。

该公司期间费用主要由管理费用构成，2015-2017 年期间费用分别为 2.95 亿元、3.21 亿元和 2.93 亿元。其中，管理费用分别为 1.93 亿元、2.09 亿元和 2.33 亿元。同期，公司期间费用率分别为 37.34%、43.32% 和 36.67%，处于较高水平，对营业利润侵蚀较严重。同时，由于公司土地开发收益确认为投资收益，因此公司投资收益规模较大，2015-2017 年分别为 8.30 亿元、9.93 亿元和 5.83 亿元，其中，土地开发收益分别为 8.11 亿元、9.83 亿元和 5.56 亿元，占投资收益总额的比重分别为 97.79%、99.03% 和 95.37%。同期，公司分别实现净利润 8.78 亿元、10.31 亿元和 6.58 亿元，土地开发投资收益对净利润的贡献大。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，杭州市经济稳步增长，为该公司的发展提供了较好的外部环境。作为杭州市钱江新城核心区域以外区块（上城区块、三堡及扩容区块）及城东新城区块唯一的做地主体，公司业务具有区域专营优势，预期可持续实现较大规模的土地开发投资收益。此外，公司经营性资产质量较好，截至 2018 年 3 月末，公司自有产权的可供租赁物业面积合计 44.39 万平方米，主要坐落于钱江新城核心区域和杭州火车东站东西广场，地理位置优越；同时，公司在钱江新城区域内拥有两家自营酒店，可为公司提供持续稳定的现金流入。此外，公司目前拥有 20 处停车场，合计建筑面积 94.61 万平方米，共 16961 个车位，随着公司城市停车场的建设，公司停车场资产规模将进一步扩大。

⁶ 此处计算速动比率时，速动资产中扣除了一年内到期的土地一级开发投资。

2. 外部支持因素

作为杭州市重要的基础设施投资建设和国有资产运营与管理主体，该公司持续获得了杭州市政府在资产划转、财政补贴等方面的有力支持。此外，公司信誉良好，与当地多家银行建立了良好的合作关系，融资能力较强。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信总额为 322.32 亿元，未使用授信额度为 147.00 亿元，公司仍有较大的融资空间。

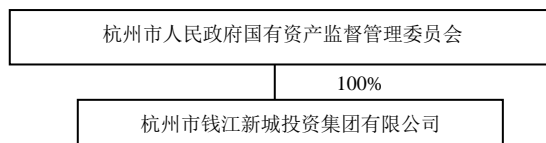
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍是钱江新城核心区域以外区块（上城区块、三堡及扩容区块）及城东新城区块唯一的做地主体，具有区域专营优势，主要负责区域开发建设、资产经营管理以及履行杭州市铁路投资主体职能。公司区域开发建设业务投资需求大，利润来源主要为土地开发收益，得益于杭州市较好的土地市场行情，近年来公司土地开发收益较为可观。此外，公司可供租赁物业、酒店及停车场等资产盈利能力较强，可为公司提供持续的现金流入。

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续扩张，已积累较大规模的刚性债务，目前负债经营程度处于相对较高水平。公司偿债现金流主要来源于片区内开发土地出让的投资回报，受区域土地市场行情和政府土地出让计划影响较大，目前公司土地开发投资沉淀资金规模较大，未来结转时点存在不确定性。鉴于片区开发投资需求大，近三年公司非筹资性现金流波动较大，对外部融资的依赖较大。但公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供支撑，且公司拥有较高市场价值的优质资产，若能成功变现可为债务偿付提供一定保障。

附录一：

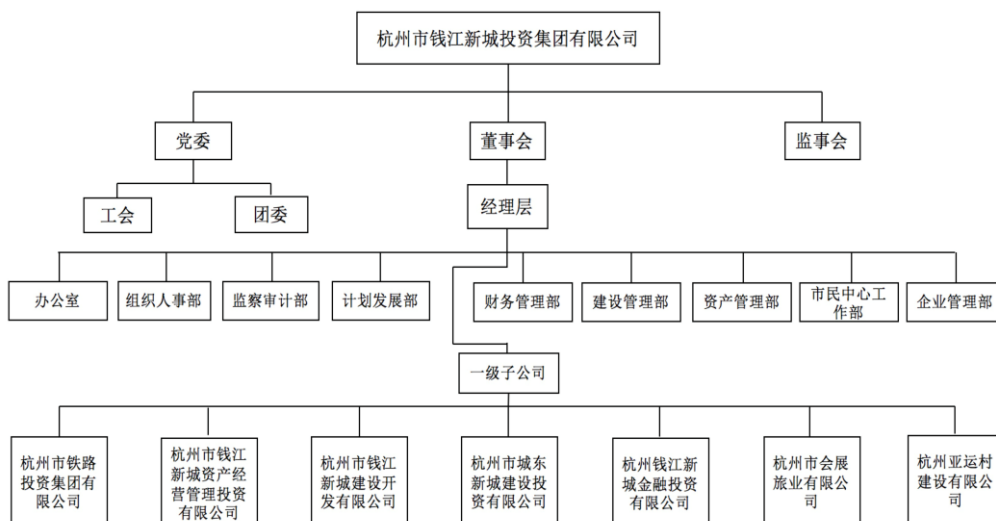
公司与实际控制人关系图



注：根据钱投集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据钱投集团提供的资料绘制（截至 2018 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]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	347.60	359.43	444.97
货币资金 [亿元]	25.56	27.70	37.41
刚性债务[亿元]	176.00	180.24	251.07
所有者权益 [亿元]	143.25	153.52	165.85
营业收入[亿元]	7.90	7.42	7.98
净利润 [亿元]	8.78	10.31	6.58
EBITDA[亿元]	12.39	13.51	9.93
经营性现金净流入量[亿元]	5.96	-10.43	-8.53
投资性现金净流入量[亿元]	-20.14	18.40	-60.43
资产负债率[%]	58.79	57.29	62.73
长短期债务比[%]	224.82	232.27	397.76
权益资本与刚性债务比率[%]	81.39	85.17	66.06
流动比率[%]	350.92	381.60	389.19
速动比率 [%]	106.02	112.37	367.70
现金比率[%]	40.63	44.69	66.72
利息保障倍数[倍]	1.52	1.66	0.85
有形净值债务率[%]	144.28	135.52	169.92
担保比率[%]	—	15.82	9.82
毛利率[%]	55.59	57.72	64.14
营业利润率[%]	113.59	141.20	93.93
总资产报酬率[%]	2.86	3.24	2.04
净资产收益率[%]	6.36	6.95	4.12
净资产收益率*[%]	6.36	6.95	4.12
营业收入现金率[%]	91.44	91.51	108.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.81	-16.70	-14.46
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.84	-5.08	-3.52
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-20.96	12.77	-116.84
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.76	3.89	-28.44
EBITDA/利息支出[倍]	1.89	1.95	1.03
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.08	0.05

注：表中数据依据根据钱投集团经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算，

附录四：
各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

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

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

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、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。