



信用等级通知书

信评委函字[2018]Y025号

中诚信证券评估有限公司对杭州良渚文化城集团有限公司及其拟发行的“2018年杭州良渚文化城集团有限公司城市停车场建设专项债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，杭州良渚文化城集团有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；“2018年杭州良渚文化城集团有限公司城市停车场建设专项债券”的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年八月三十一日

2018年杭州良渚文化城集团有限公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	杭州良渚文化城集团有限公司
发行规模	不超过人民币15亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	在债券存续期的后五年分别按债券发行总额20%的比例偿还债券本金；最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付

概况数据

良渚文化城（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	129.95	168.93	257.79
所有者权益合计（亿元）	73.41	100.78	115.71
总负债（亿元）	56.54	68.15	142.08
总债务（亿元）	35.84	47.38	110.46
营业总收入（亿元）	15.17	6.83	19.45
经营性业务利润（亿元）	6.56	1.45	10.36
净利润（亿元）	6.53	2.71	10.70
EBIT（亿元）	7.07	3.15	11.36
EBITDA（亿元）	7.23	3.30	11.51
经营活动净现金流（亿元）	-9.40	-31.19	-58.51
收现比（X）	0.98	1.31	0.95
总资产收益率（%）	5.76	2.10	5.32
营业毛利率（%）	50.04	34.12	54.87
应收类款项/总资产（%）	11.02	11.54	3.51
资产负债率（%）	43.51	40.34	55.11
总资本化比率（%）	32.80	31.98	48.84
总债务/EBITDA（X）	4.96	14.36	9.59
EBITDA 利息倍数（X）	3.06	1.29	4.10

注：公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2018年杭州良渚文化城集团有限公司城市停车场建设专项债券”的信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定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”）主体信用级别为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了良渚文化城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。中诚信证评肯定了余杭区经济快速发展，经济实力不断提升、良渚新城良好的发展潜力、公司的业务具有区域垄断性及营业总收入和净利润增长迅速等因素对公司经营发展的积极作用；同时，中诚信证评也关注到公司债务规模快速上升、资产流动性一般以及经营活动净现金流缺口持续增大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- 余杭区经济快速发展，经济实力不断提升。2017年，余杭区实现生产总值1,695.13亿元，同比增长12.0%，余杭区较强的经济实力为公司的发展提供了较好的外部环境。
- 良渚新城良好的发展潜力。随着浙大创新科技园、良渚智谷和梦栖小镇等重点项目建设和良渚新城招商引资工作的逐步推进，良渚新城的经济及产业有望快速发展，良渚新城良好的发展潜力为公司未来的稳健发展提供保障。
- 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。
- 公司营业总收入和净利润增长迅速。2017年，公司营业总收入为19.45亿元，净利润为10.70亿元，均较2016年大幅增长。



分析师

张 卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘 铮 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年8月21日

关 注

- 公司债务规模快速上升，有一定偿债压力。2015~2017年末，公司总债务分别为35.84亿元、47.38亿元和110.46亿元，债务规模快速上升，未来面临一定的偿债压力。
- 公司资产流动性一般。截至2017年末，公司资产中开发土地179.22亿元、开发成本27.36亿元，存货变现能力受土地出让市场和政府资金返还的及时性影响较大。
- 公司经营活动净现金流缺口持续增大。2015~2017年，公司经营活动净现金流缺口分别为-9.40亿元、-31.19亿元和-58.51亿元，经营活动净现金流缺口逐年增大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对杭州良渚文化城集团有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

杭州良渚文化城集团有限公司原名杭州余杭良渚组团投资有限公司，系 2010 年 2 月 8 日由余杭区国有资产管理办公室¹（以下简称“余杭区国资办”）出资成立，公司设立时注册资本 1.00 亿元。2016 年 7 月，公司更名为杭州良渚文化城投资有限公司。为提高国有资产使用效率和监督力度，根据杭州余杭区人民政府办公室于 2016 年 141 号抄告单对良渚新城管委会的《关于要求对杭州良渚新城管委会下属公司进行重组的请示》（杭良新管[2016]67 号）和《关于杭州良渚新城管委会所属公司资产重组方案的请示》（杭良新管[2016]88 号）的批复，良渚新城管委会以杭州良渚文化城投资有限公司母公司进行资产重组，组建杭州良渚文化城集团有限公司，为杭州良渚新城下属唯一区级平台。2016 年 11 月，公司更名为现名。截至 2016 年末，公司实收资本为 7.32 亿元；截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为 7.00 亿元，较 2016 年末下降系归还国开发展基金有限公司以股权形式投入债权 0.32 亿元。公司由余杭区国资办 100% 控股，为公司的实际控制人，良渚新城管委会为公司的监管主体。

截至 2017 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共计 4 家，分别为杭州农副物流管理有限公司（以下简称“农副物流公司”）、杭州良渚新城交通投资有限公司（以下简称“良渚新城交投”）、杭州良渚新城经济发展有限公司（以下简称“良渚新城经济发展公司”）和杭州良渚新城旅游投资有限公司（以下简称“良渚旅投”），其中良渚旅投于 2016 年 10 月 31 日注册成立，计划负责良渚新城范围内的旅游项目投资、开发建设和经营管理，截至 2017 年末暂未开展实际业务。

公司的经营范围包括：在良渚新城范围内的农村新社区农民多高层公寓建设；余杭区人民政府授

权范围内的国有资产经营管理，经余杭区人民政府授权从事良渚新城范围内的土地开发与整理，道路工程建设，基础设施配套建设，公共设施养护和维护；实业投资，对外投资咨询服务，土地、房屋及设备租赁。

截至 2017 年末，公司总资产为 257.79 亿元，所有者权益合计为 115.71 亿元，资产负债率为 55.11%；2017 年，公司实现营业总收入 19.45 亿元，净利润 10.70 亿元，经营活动净现金流-58.51 亿元。

募集资金概况

本期债券发行总额不超过（含）人民币 15 亿元，为 7 年期固定利率债券，设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券的最终基本利差和最终票面年利率将根据簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案。在本期债券存续期内固定不变。

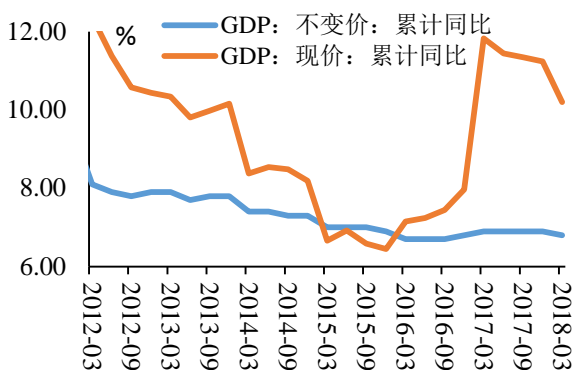
本期债券拟募集资金 15 亿元，其中 12 亿元用于杭州良渚新城杜甫三期等七个配套停车场建设项目，其余 3 亿元用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

¹ 2012 年 3 月，原余杭区国有资产管理办公室不再保留，并成立余杭区国有资产管理领导小组，下设余杭区国有资产管理领导小组办公室，公司股东名称相应变更为余杭区国有资产管理领导小组办公室。

图 1: 中国 GDP 增速



资料来源: 国家统计局

一季度, GDP 同比增长 6.8%, 与去年三、四季度持平, 但低于去年同期 0.1 个百分点; 名义 GDP 同比增长 10.2%, 较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看, 规模以上工业与制造业增长走势分化, 采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升, 制造业同比走弱。从需求端来看, 基建投资增速同比回落超过 10 个百分点, 制造业投资持续低迷, 房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势; 以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期; 进口虽然平稳但出口在 3 月份再现负增长, 带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间; 新增社融较去年同期出现明显收缩, 实体经济融资需求现走弱迹象, 但一季度资金面较为宽松, 债券融资回暖带动直接融资回升, 宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩, 居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看, CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落, PPI 涨幅持续收缩, 通胀担忧减弱。总而言之, 一季度经济开局平稳中隐忧已现, 其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升, 终端需求回暖存疑, 后续工业增长依然存在不确定性; 二是投资面临多重制约: 地方政府债务监管趋严加压基建投资, 制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣, 主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升

级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年, 中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看, 地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看, 一方面, 世界经济复苏势头减弱, 贸易摩擦升级, 外部需求下滑, 前期外需的改善难以为继; 另一方面, 全球资产泡沫同步化, 国际金融风险加大。但值得一提的是, 当前我国经济运行中, 民间投资回暖势头明显, 新动能持续保持较快增长, 经济增长韧性仍存, 中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化, 宏观调控政策有所微调, 在货币政策稳健中性基调下, 今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变, 宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需, 以保持宏观经济平稳运行, 为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境; 此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展, 同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路, 将地方政府和国有企业去杠杆作为重点, 防风险继续走向纵深, 思路进一步清晰; 此外, 支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号, 对外开放有望获得进一步推进。

中诚信证评认为, 2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破, 社会资源配置将进一步优化, 中国经济增长质量有望得到进一步提升。

余杭区经济概况

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、西三面成弧形拱卫杭州中心城区, 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。

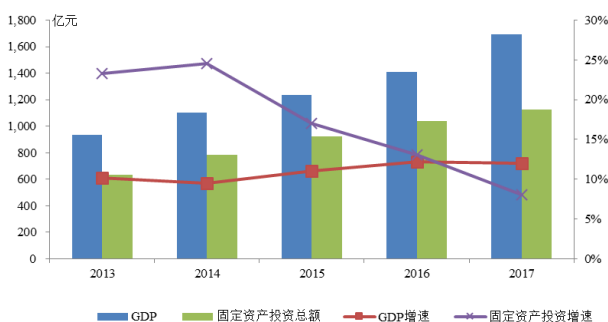
余杭区总面积 1,228.23 平方公里，截至 2017 年末，全区户籍人口 104.05 万人，比上年末增加 5.59 万人。

近年来余杭区地区生产总值 (GDP) 稳步增长，经济增幅维持在较好水平，且高于全国同期 GDP 增速水平。2015~2017 年，余杭区实现生产总值 1,235.66 亿元、1,411.62 亿元和 1,695.13 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 11.0%、12.2% 和 12.0%。从 GDP 构成来看，2017 年余杭区第一产业实现增加值 50.45 亿元，增长 1.2%；第二产业实现增加值 551.41 亿元，增长 5.4%；第三产业实现增加值 1,093.27 亿元，增长 16.2%。三次产业结构比例由 2015 年的 3.8:36.8:59.4 调整为 2017 年的 3.0:32.5:64.5，第三产业对经济增长的贡献显著，产业结构持续优化。按户籍人口计算，2017 年余杭区人均 GDP 为 16.74 万元，同比增长 7.1%。

2017 年，余杭区信息经济 (智慧经济) 实现增加值 929.51 亿元，较上年增长 30.6%，占 GDP 比重为 54.8%，总量位居全杭州市首位；全区 284 家规模以上信息经济单位共实现主营业务收入 (剔除重复) 3,174.68 亿元，同比增长 46.7%。

固定资产投资方面，2015~2017 年，余杭区完成固定资产投资 920.00 亿元、1,040.32 亿元和 1,123.30 亿元，分别同比增长 17.0%、13.1% 和 8.0%。2017 年，余杭区第二产业完成投资 115.27 亿元，同比增长 15.9%，第三产业完成投资 1,008.03 亿元，同比增长 7.1%。按投资构成看，项目投资 536.31 亿元，同比增长 18.3%，房地产开发投资 586.99 亿元，总量与上年持平。按投资主体看，民间投资 647.71 亿元，增长 4.5%，占总投资的比重为 57.7%。

图 2：2013~2017 年杭州市余杭区经济情况



资料来源：统计公报，中诚信证评整理

根据余杭区“十三五”发展规划，未来其将继续重点发展信息经济、高端装备、节能环保、时尚、文化创意、智慧物流、金融服务等产业，力争到 2020 年信息经济增加值和装备制造业产值均达到千亿级，服务业占 GDP 比重达 65% 以上。在创新发展现代服务业方面，余杭区将构筑五大服务业特色基地，信息产业基地中以临平新城和良渚新城为重点的“互联网+”业态带，文化产业基地中“良渚梦栖设计服务核”、“生态旅游文创产业带”梦栖小镇，现代物流基地中“北部智慧物流中心”，旅游休闲基地中“良渚文化休闲度假区”，电子商务基地中“良渚企业汽配集聚区”等将为良渚新城经济与社会发展带来极大机遇。创新平台建设方面，余杭区将继续做强余杭经济技术开发区和仁和先进制造业基地，将其打造成为杭州城东智造大走廊的优势增长极。

总体来看，余杭区经济快速发展，经济实力不断提升，具备较强经济发展潜力，产业结构持续优化，重点产业对全区的整体经济发展支撑作用明显。未来，随着产业集群集聚集约发展以及创新平台建设的推进，预计余杭区经济总量将保持良好增长态势，为公司未来的发展提供了良好的外部环境。

杭州良渚新城概况

良渚新城²位于杭州主城区北部，余杭区中部，东邻京杭大运河，南与拱墅、西湖区无缝对接。良渚新城党工委、管委会于 2015 年 3 月正式挂牌成立，与良渚街道实行“管街合一”，下辖 23 个建制村、12 个社区。良渚新城区域面积 110.2 平方公里，其中遗址保护区 65 平方公里，建设区 45 平方公里，绕城高速公路以内 26 平方公里纳入杭州市城市规划。

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，良渚新城将以余杭区五大服务业特色基地建设为契机，围绕创意设计、会展经济、生态旅游文创、智慧物流和电子商务等，创新发展绿色发展。

² 2015 年起，良渚新城范围等同于良渚街道范围。

交通方面，良渚新城与主城区无缝对接，104国道、古墩路、杭行路、上塘高架畅达主城区，杭州绕城高速、杭宁高速、杭长高速在此汇聚，可实现2小时到达上海、苏州和宁波等长三角重要城市。杭州地铁2号线已于2017年12月27日正式运营，规划中的4号线和10号线也将于2020年亚运会前建成开通，其中2号线、4号线交叉点以及4号线和10号线交叉点规划在良渚新城；十三五期间，良渚新城将通过留祥快速路提升、320国道北移动等建设进一步加强与杭州主城区的融合，通过仁和大道、莫干山路、东西大道等道路形成“一环六横七纵”城市骨架网络，区位优势更加明显。

配套建设方面，良渚新城内已经建成万达广场、博物馆和万科高品质商住楼盘；浙江省省级特色小镇“梦栖小镇”也在建设之中，“梦栖小镇”以“国际设计中心”为发展目标，集创业、艺术和休闲于一体，是余杭区“三核三带多平台”文化创意空间格局重要组成部分，是良渚新城“十三五”重点建设项目。

此外，良渚新城内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之一，有显著的经济辐射效应。

总体来看，良渚新城是余杭区全面提升工业发展质量、创新发展现代服务业及持续提升经济发展效益的重要着力点，依托政府给予的良好政策和较好的区位优势，未来良渚新城发展潜力向好，为公司未来的稳健发展提供保障。

竞争实力

公司是由余杭区国资办实际控制、受良渚新城管委会监管、在良渚新城范围内展业的唯一平台，主要从事良渚新城范围内的土地开发和整理、街道工程建设、基础设施配套建设、公共设施养护和维护和余杭区人民政府授权范围内的国有资产经营管理。良渚新城位于杭州主城区北部、余杭区中部，距杭州市中心约10公里，与杭州主城区无缝接轨，处于长三角重要城市（上海、苏州、宁波）2小时经济圈内，随着环浙大创新科技园、良渚智谷和梦栖小镇等重点项目建设和良渚新城招商引资工作

的逐步推进，良渚新城的经济及产业有望快速发展，为公司未来的稳健发展提供保障。此外，公司的成品油销售业务每年为公司贡献了较为稳定的收入来源，2015~2017年公司分别实现成品油销售收入2.58亿元、2.41亿元和3.20亿元。

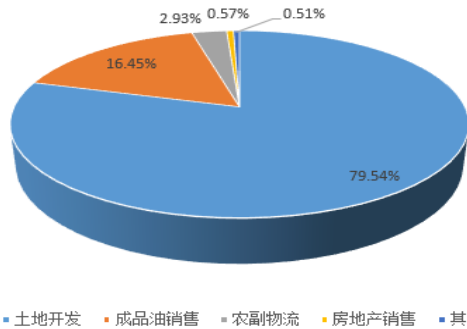
同时，余杭区国资办、余杭区财政局及良渚新城管委会等单位，连续多年给予公司拨款、补助和资产划转等。拨款及补贴方面，2016年和2017年，公司分别获得计入资本公积科目拨款4.09亿元和4.89亿元；2015~2017年，公司分别获得政府补助0.02亿元、1.30亿元和1.41亿元。此外，根据余杭区人民政府办公室2016年第141号抄告单及良渚新城管委会制定的重组方案，2016年公司获得无偿划入的良渚新城经济发展公司和农副物流公司的全部股权。

总体来看，公司作为良渚新城管委会下属的唯一区级平台，区位优势明显，发展潜力很大，拥有优质的农副物流资产，而且获得了余杭区区级单位和良渚新城管委会的拨款、补助和资产划转等，具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司主营业务覆盖土地开发业务、成品油销售业务和农副物流业务等三大板块。2015~2017年，公司分别实现营业总收入15.17亿元、6.83亿元和19.45亿元。2017年，公司实现土地开发业务收入15.47亿元、成品油销售业务收入3.20亿元、农副物流业务收入0.57亿元、房地产销售收入0.11亿元和其他业务收入0.10亿元；同期，上述业务收入占营业总收入的比重分别为79.54%、16.45%、2.93%、0.57%和0.51%。

图 3：2017 年公司营业总收入构成



注：中诚信证评将农副产品销售收入、租赁收入、中转收入、仓储租金收入和物业管理费收入统一纳入农副物流业务板块，将主营业务中的其他业务收入纳入公司的其他业务收入，土地出让业务收入即土地开发业务收入。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

土地开发业务

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母公司负责运营。

业务模式方面，公司负责前期的土地开发整理并用自有资金垫付成本，土地开发完成后由余杭区国土局进行挂牌出让，土地出让金收入统一缴纳到余杭区国土局，再统一划入余杭区财政局，余杭区财政局再按余杭区人民政府相关文件规定的比例经由良渚新城管委会返还给公司。

2015 年 1 月 1 日前，根据余杭区人民政府《关于调整土地出让金收入分配办法的通知》（余政发[2012]87 号）文件，公司的土地出让金收入，区本级与公司按收入总额的 30%：70% 分配。在以后的政策调整中若确定核心区块的，在核心区块范围内前三年的土地出让金收入扣除规费及政府专项提存后全额返还公司，第四年起区本级与公司按收入总额的 30%：70% 分配；核心区块范围外，对于新增建设用地的出让金收入，区本级与公司按收入总额的 50%：50% 分配，存量建设用地的出让金收入经区政府发文同意后，区本级与公司按收入总额的 20%：80% 分配；工业用地出让金收入扣除规费及政府专项提存后全额返还。2015 年 1 月 1 日以后，根据《杭州市余杭区人民政府办公室关于调整和完善土地出让金收入分配办法的补充通知》（余政办[2015]124 号）文件，良渚新城经营性用地扣除相

关税费及中央、省规定政府专项提存后，属于绕城高速公路以内 26 平方公里范围内的土地出让金收入，区本级与公司按收入总额的 30%：70% 分配，其他范围的土地出让金收入，区本级与公司按收入总额的 50%：50% 分配；工业用地出让金收入扣除规费及中央、省规定政府专项提存后全额返还。

收入确认方面，在区分地块性质的情况下，出让金金额按上述规定由余杭区财政局返还至良渚新城管委会，再由良渚新城管委会拨入公司，公司收到良渚新城拨付的土地出让金后计入预收账款，并于实际交地时，结转相应的土地开发收入和土地整理成本。

施工建设方面，公司土地整理业务由母公司委托良渚街道办事处下属全资子公司杭州良渚新城资产经营有限公司负责具体实施，按照征地拆迁土地整理进度实时拨付资金，不存在垫资情况。

2015~2017 年，公司分别完成土地开发 2,119 亩、1,686 亩和 3,077 亩，同期，平均土地开发成本分别为 73.62 万元/亩、135.27 万元/亩和 184.28 万元/亩，其中 2015 年公司平均土地开发成本较低，主要系当年良渚新城管委会体制调整，一部分征迁支出由良渚街道办事处代为支付所致。2017 年，土地征迁费用较高，使得平均土地开发成本较 2016 年有所增长。土地出让方面，2015~2017 年，经公司开发完成后出让的土地面积分别为 281.81 亩、333.91 亩和 516.30 亩，平均出让单价分别为 620.35 万元/亩、1,138.22 万元/亩和 1,969.01 万元/亩，平均出让单价逐年提升。同期，公司分别实现土地开发收入 11.31 亿元、3.52 亿元和 15.47 亿元，2016 年较 2015 年下降幅度较大，主要系 2016 年上半年土地出让市场行情不佳，公司减缓土地出让的速度和面积，同时，按照财务口径，以实际交地时间确认收入，较成交时间有一定的滞后性。2016 年 11 月 2 日公司整理后出让的余政储出[2016]40 号地块，土地成交价 26.26 亿元，于 2017 年确认相关土地开发收入 7.88 亿元。2017 年，公司 2016 年部分土地出让收入得到确认，以及受 G20 等重大国际赛事影响，余杭区土地市场回暖，公司加快了土地开发及出让进度，土地开发收入大幅增长。

表 1：2015-2017 年土地开发业务情况

项目名称	2015	2016	2017
土地开发面积（亩）	2,119	1,686	3,077
平均土地开发成本（万元/亩）	73.62	135.27	184.28
土地开发总投入（亿元）	15.60	22.81	56.70
土地出让宗数	7	3	6
土地出让面积（亩）	281.81	333.91	516.30
平均出让单价（万元/亩）	620.35	1,138.22	1,969.01
土地成交总额（亿元）	17.48	38.01	101.66
土地开发收入（亿元）	11.31	3.52	15.47

注：表内土地开发总投入指当年公司完成土地开发对应的成本，不是根据当年获得收入情况实际结转的成本，不包含地块周边配套基础设施建设成本。

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2017 年末，良渚新城范围内土地面积约为 165,000 亩，已经完成的土地开发有 30,913 亩，尚有 25,732 亩可供公司开发，余下不能开发的主要是基本农田、一般农田、林地、水面及遗址等。截至 2017 年末，公司前五大土地一级开发项目地块分别为绕城高速内做地区块、北部新城做地区块、运河新城项目、梦栖小镇做地区块和勾庄做地区块，计划投资总额为 157.00 亿元，累计已投入 73.70 亿元，公司将土地的相关整理成本计入存货中的开发土地科目，不对整理的土地办理权证，整理后交由余杭区国土局进行挂牌出让。土地出让计划方面，公司 2018~2019 年分别计划出让土地 347 亩和 493 亩，预计分别实现土地开发收入 19.50 亿元和 26.28 亿元。

公司同时还承担了良渚新城范围内土地周边配套的道路建设、河道整治和绿化改造等基础设施建设业务。基础设施建设业务主要由母公司负责运营，建成后拟由公司继续持有和维护，资金主要来源于土地出让金返还和自筹资金，未与余杭区人民政府签订回购协议。公司基础设施建设业务的相关成本并入土地开发成本，不单独确认收入。截至 2017 年末，公司暂无重大基础设施在建项目。

总体来看，公司作为良渚新城唯一的土地开发整理主体，拥有充足的土地储备，随着良渚新城城市建设的进一步推进，充足的土地储备将为公司的收入提供可靠保障。同时，中诚信证评也关注到，公司的收入情况易受到土地出让计划和市场波动

及余杭区财政土地出让金收入返还进度的影响，存在一定的波动，并且公司还承担着土地周边配套的基础设施建设工作，未来可能面临一定的资本支出压力。

成品油销售业务

公司的成品油销售业务主要由下属二级子公司杭州农副物流加油站有限公司负责运营，该业务为公司贡献了较为稳定的收入来源。2015~2017 年，公司分别实现成品油销售业务收入 2.58 亿元、2.41 亿元和 3.20 亿元。

公司的成品油销售业务的主要运营模式为外包，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“中石化浙江石油分公司”），公司一年与中石化浙江石油分公司签订一次采购合同，按市场情况确定价格，2015~2017 年，公司分别采购成品油 3.99 万吨、3.82 万吨和 4.97 万吨，平均采购价格分别为 7,210 元/吨、7,160 元/吨和 5,770 元/吨。2017 年公司成品油采购价格大幅下降，主要系执行发改委成品油指导价价格所致。

表 2：公司 2015-2017 年成品油采购情况

项目名称	2015	2016	2017
采购数量（万吨）	3.99	3.82	4.97
平均采购价格（元/吨）	7,210	7,160	5,770

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

截至 2017 年末，公司拥有加油站 2 座，分别位于南庄兜高速入城口两侧。2015~2017 年，公司分别实现成品油销售 3.37 万吨、3.24 万吨和 4.97 万吨，2017 年成品油销量大幅提升，主要系公司周边物流环境向好，成品油需求增多及公司 2017 年促销活动较多所致；成品油平均销售价格分别为 7,637 元/吨、7,443 元/吨和 6,430 元/吨。2017 年，公司成品油销售价格下降，主要系执行发改委销售指导价价格所致。

表 3: 公司 2015~2017 年成品油销售情况

项目名称	2015	2016	2017
成品油零售量 (万吨)	3.37	3.24	4.97
加油站数 (座)	2	2	2
平均销售价格 (元/吨)	7,637	7,443	6,430

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。

资料来源: 公司提供

总体来看, 公司的成品油销售业务每年可为公司贡献较为稳定的收入, 同时, 中诚信证评也关注到公司的成品油销售情况易受到国内和国际成品油价格变动的影 响。

农副物流业务

公司的农副物流业务主要由公司下属子公司农副物流公司负责运营。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。公司的农副物流业务板块主要包括农副产品销售, 以及为保障杭州农副物流中心正常运营提供的一些管理类、服务类的业务, 如租赁业务、仓储业务、中转业务和物业管理等。

公司的农产品销售业务主要由三级子公司杭州农副产品物流网络科技有限公司运营, 主要销售农副产品种类包括蔬菜、肉类、家禽、蛋类、水产、调味品等。公司农产品销售业务的业务流程为客户在公司自有网站下订单, 供应商根据下单情况备货, 隔天清晨公司物流部门进行配货后由自有车队进行运输送货上门。定价模式有四种: 双方议价、供应商竞价、客户确定统一价、根据市场行情定价, 以根据市场行情定价为主。所下订单物流配送完成后确认收入。2017 年, 公司于当年度出售了杭州农副产品物流网络科技有限公司, 自 2017 年 9 月 30 日后失去对该公司及相关业务控制权。自 2017 年 10 月起, 杭州农副产品物流网络科技有限公司不再纳入发行人合并财务报表范围。未来公司将仅由杭州农副物流管理有限公司承担少量农产品销售业务, 总体来看, 公司农产品销售业务收入将逐步减少。

公司还针对杭州农副物流中心提供一些管理类、服务类的业务。公司的租赁业务由二级子公司杭州农副产品发展有限公司运营, 公司持有的可供

出租的不动产有商业街和亿丰时代大厦, 租金主要通过公开招投标确定, 单独招租, 无统一的租金标准, 主要租户为杭州逸程假日酒店管理有限公司、杭州海逸餐饮管理有限公司、杭州农副产品物流中心管理委员会和个人客户等, 租赁面积 7.74 万平方米。

公司的中转业务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运营, 运营模式为自营, 主要客户为中央储备粮杭州直属库、杭州牡丹面粉有限公司、杭州富义仓米业有限公司等, 中转费用按照杭农物流[2017]1 号文执行, 具体包括: 针对杭州粮港周边配套企业及长期合作、业务量较大的客户, 码头散粮中转价格调整为 10 元/吨, 其他零散客户仍旧参照 2016 年 12 元/吨的价格标准执行; 码头纸浆中转价格标准为大包装 7 元/吨; 铁路高边车货物 (粮食类、杂粮类) 中转价格标准为 60 吨车皮 1,260 元/车, 70 吨车皮 1,410 元/车等。

公司的仓储业务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运营, 持有仓储面积 2.50 万平方米, 仓储租金通过公开招投标确定, 合同金额为 180 万元/年, 主要客户为上海树凤物流有限公司。

此外, 截至 2017 年末, 杭州农副产品物流中心码头铁路物流有限公司在建杭州粮食物流码头建设项目, 项目计划总投资 1.23 亿元, 已投资 1.30 亿元, 码头设计年吞吐能力 98 万吨, 项目资金由公司自筹解决。

公司的物业管理业务由二级子公司杭州农副产品发展有限公司运营, 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 m^2 。

2015~2017 年, 公司分别实现农副物流业务收入 0.85 亿元、0.80 亿元和 0.57 亿元, 以农副产品销售业务收入和租赁业务收入为主。2015~2017 年, 公司分别实现农副产品销售业务收入 0.47 亿元、0.44 亿元和 0.27 亿元, 2017 年收入下降主要系公司于 2017 年 9 月出售杭州农副产品物流网络科技有限公司所致; 同期, 租赁业务收入分别为 0.27

亿元、0.27 亿元和 0.23 亿元。

表 4：2015~2017 年公司农副物流收入明细（亿元）

项目名称	2015	2016	2017
农副产品销售	0.47	0.44	0.27
租赁	0.27	0.27	0.23
中转	0.05	0.04	0.05
仓储租金	0.02	0.01	0.001
物业管理费	0.04	0.03	0.02
合计	0.85	0.80	0.57

资料来源：公司提供

总体来看，公司农副物流业务规模较小，主要围绕农副物流中心提供一些农副产品销售、租赁、仓储等业务，每年为公司提供较为稳定的收入来源。自 2017 年 10 月起，杭州农副产品物流网络科技有限公司不再纳入发行人合并财务报表范围，未来公司农副产品销售业务收入将逐步减少。

其他业务

除上述业务外，公司还经营房地产业务，分为商品房销售和拆迁安置房销售两部分。2015 年，公司确认房地产销售业务收入 0.31 亿元，全部来源于商品房销售收入；2016 年公司暂未确认房地产销售收入，主要系商品房尚待管委会统一安排，拆迁安置房均处于建设阶段；2017 年，公司实现房地产销售收入 0.11 亿元，主要系杭州逸居城小区项目（以下简称“逸居城项目”）的剩余房屋获得的销售收入。

公司的商品房销售业务主要由杭州农副产品发展有限公司逸居置业分公司运营，截至 2014 年末，该公司已注销，不再经营房地产开发业务。公司的房地产开发项目主要为逸居城项目，已全部于 2015 年完工，自 2016 年起，剩余部分房屋按良渚新城管委会统一规划调整为安置房，待后续统一安排，当年未实现销售。2017 年，公司出售 13 套上述安置房产。公司的拆迁安置房项目的建设采用公开招标模式，拆迁安置房的销售价格经物价监审后由政府最终确定。业务模式方面，项目前期建设资金主要由公司筹集，建设完成后通过安置房销售实现资金回流。截至 2017 年末，公司主要在建安置房项目包括杜甫农民多高层公寓三期项目、勾庄农民高层公寓项目和运河新城农民高层公寓

一期项目等 9 个项目，共计总投资 55.51 亿元，已投资 26.03 亿元；其中 7 个安置房项目配建的停车场为本期公司募投项目，预计总投资 17.14 亿元。同期，公司主要拟建安置房项目 3 个，主要为小洋坝农居点一期、小洋坝农居点二期和运河村农民多高层公寓四期，预计总投资 58.00 亿元，未来存在较大的投资压力。

表 5：截至 2017 年末，公司主要拟建安置房项目情况（亿元）

序号	项目名称	总投资
1	小洋坝农居点一期	23.00
2	小洋坝农居点二期	11.00
3	运河村农民多高层公寓四期	24.00
合计	--	58.00

资料来源：公司提供

总体来看，公司作为良渚新城范围内的唯一土地开发整理运营主体，具有区域垄断地位，业务构成以土地开发业务为主，成品油销售业务和农副物流业务为辅，同时承担了良渚新城范围内的基础设施和安置房建设任务。此外，中诚信证评也关注到，公司的土地开发业务收入易受到土地出让市场波动的影响，土地开发业务和安置房建设业务未来面临较大的投资压力。

战略规划

随着余杭区“十三五规划”的持续推进、落实，良渚新城经济与社会发展迎来重大机遇，公司作为良渚新城重要的基础设施建设投融资主体，将助力良渚新城现代服务业发展。

整体布局方面，以余杭区建设五大服务业特色基地为契机，配合良渚新城建设“良渚梦栖设计服务核”、“生态旅游文创带”、“梦栖小镇”和“互联网+”新业态等重大战略布局，公司深化重组、优化管理，将进一步整合国有资产，做大做强，继续履行良渚新城的基础设施建设职能，以市场化的手段提高杭州农副物流中心管理和码头铁路营运。

重点项目方面，良渚新城交投将重点推进“梦栖小镇”的建设，在土地开发整理、配套基础设施建设和招商引资方面发挥重要作用，积极配合“梦栖小镇”产业、文化、旅游“三位一体”的产业定位；农副物流中心作为华东最大农副产品集散地，是公

司拥有的优质资产，农副物流公司将继续发挥市场管理职能，提升管理效率促进国有资产保值增值。

同时，公司成立良渚新城旅游投资公司，待实质营运后负责公司旅游文化相关业务，充分发挥良渚新城的旅游文化资源；为引导社会资本积极参与良渚新城的发展，公司计划成立产业引导基金，充分利用社会资本开发建设良渚新城。

公司治理和管理

产权结构

公司由余杭区国资办于 2010 年出资设立，初始注册资本 1.00 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本及实收资本均为 7.00 亿元，余杭区国资办持股比例为 100%，是公司的实际控制人，公司的监管主体为良渚新城管委会。

法人治理结构

根据公司章程，公司不设股东会，由余杭区国资办行使股东会职权。公司设立董事会、监事会和经营层。公司董事会由 5 人组成，其中非职工代表董事 3 人，由余杭区国资办委派，职工代表董事 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。公司设董事长 1 人，由余杭区国资办从董事会成员中指定，公司的法定代表人由董事长担任。公司监事会由 5 人组成，其中非职工代表 2 人，由余杭区国资办委派，职工代表 3 人，由职工代表大会民主选举产生，设监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。

目前，公司设经理，由董事会决定聘任或解聘，经理对董事会负责。本着“精简高效”的原则，公司下设办公室、财务部、人力资源部和项目管理部 4 个部室。

管理水平

公司在财务管理、投融资、对外担保及子公司管理等方面已建立起必要的组织机构和规章制度，可为其履行业务运营和发展提供必要的保障。组织机构方面，公司机构建设办公室、人力资源部、财务部和项目管理部等。

财务管理制度方面，为加强公司财务管理，保证财务工作的规范性，合理筹集和使用资金，公司

严格按照《会计法》、《企业会计制度》以及《企业会计准则》等政策及相关法规制度的规定处理会计事项，公司制订了《杭州良渚文化城集团有限公司财务制度》，有效规范了预算管理和开支审批权限，保证了各项资金的规范运作。

投融资制度方面，公司制定了《重大投融资制度》，明确由公司统一对外融资，子公司需要外部借款的必须经董事会批准。明确由公司本部根据发行人的战略规划、制度项目融资的投融资战略，筹划近期和远期融资战略；根据公司年度融资认为制度年度融资计划并负责组织实施。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，规范了公司对内部各子公司和对外部公司担保的操作方式，明确了相关的审批流程。公司对外担保必须经董事会研究并上报上级机关批准方可实施，各子公司原则上不允许对外做任何担保，因工作需要必须担保的事项，应经公司董事会审议通过后方可担保，并履行国家规定的审批授信。

子公司管理方面，公司下属子公司负责人均由公司任命和考核。考核的具体实施由公司办公室负责牵头协调，考核采取业绩考核和民主评议相结合的方式，其中，业界考核的内容涉及经营目标任务考核、工程建设管理考核和内部考核等。

总体上看，公司在财务管理、投融资、对外担保及子公司管理等方面建立了较为完善的管理制度，为公司业务运营和发展提供了必要的制度保障。

财务分析

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年三年连审财务报告。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着公司土地开发业务的开展和资产重组的完成，公司总资产规模快速增长，2015~2017 年末分别为 129.95 亿元、168.93 亿元和 257.79 亿元。2017 年末，公司总资产大幅增长，主要系存货和货币资金大幅增长。

从资产结构看，2015~2017 年末，流动资产在总资产中占比分别为 88.26%、89.76%和 93.15%。流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。2015~2017 年末，公司存货分别 92.78 亿元、123.39 亿元和 216.43 亿元。截至 2017 年末，公司存货中主要包含开发土地 179.22 亿元和开发成本 27.36 亿元。2016 年末，公司存货较 2015 年末增加主要系土地征迁、配套基础设施建设形成的开发土地和农民多高层公寓建设形成的开发成本增加较多所致；2017 年末公司存货较 2016 年末大幅增加主要系公司加快土地开发进度，同时周边配套基础设施建设投资增加，致使存货中的开发土地和开发成本大幅增长所致。2015~2017 年末，公司其他应收款分别为 14.28 亿元、19.46 亿元和 9.03 亿元，其中 2017 年末应收前五大应收对象的款项合计 8.49 亿元，主要为应收仁和先进制造业基地指挥部和杭州良渚新城城建投资有限公司等的往来款，其中仁和先进制造业基地指挥部为余杭区国资办投资企业，应收款项为 7.02 亿元，该款项占其他应收款期末余额的比例为 76.90%，尚未计提坏账准备。2015~2016 年，公司将委托杭州余杭良渚街道集体资产经营有限公司和杭州市余杭区良渚街道财政所支付的土地拆迁款计入其他应收款，2016 年公司委托支付的土地拆迁款增加使得其他应收款大幅增长。2017 年末，公司其他应收款减少主要系公司将上述款项转入存货所致。2015~2017 年末，公司货币资金分别为 7.14 亿元、8.63 亿元和 14.25 亿元，呈增长趋势，主要系融资活动增强导致的银行存款增加。2017 年末，公司受限货币资金余额为 2.60 亿元。

表 6：2017 年末公司前五大其他应收款（亿元）

欠款单位	账面余额
仁和先进制造业基地指挥部	7.02
杭州良渚新城城建投资有限公司	1.00
杭州美丽洲实业有限公司	0.20
杭州市余杭区瓶窑镇财政所	0.20
杭州市余杭区土地储备发展中心	0.07
合计	8.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 15.25

亿元、17.30 亿元和 17.65 亿元，非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和可供出售金融资产构成。2015~2017 年末，公司投资性房地产分别为 9.95 亿元、11.79 亿元和 12.13 亿元，公司投资性房地产全部为房屋和建筑物，主要是公司下属子公司杭州农副产品发展有限公司持有的用于租赁的不动产。2015~2017 年末，公司固定资产分别为 2.55 亿元、2.39 亿元和 2.30 亿元，主要是房屋、建筑物和机械设备等；2015~2017 年末，可供出售金融资产分别为 1.47 亿元、1.84 亿元和 2.02 亿元，呈增长趋势，主要系对浙江浙商产业投资基金合伙企业（有限合伙）的增加投资所致。

随着资产规模的上升，公司负债规模也不断增长，2015~2017 末，总负债分别为 56.54 亿元、68.15 亿元和 142.08 亿元。公司负债以非流动负债为主，2015~2017 年末，公司非流动负债分别为 33.41 亿元、40.79 亿元和 91.21 亿元，占总负债的比重分别为 59.10%、59.85%和 64.20%。

公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，2015~2017 末，公司长期借款分别为 30.69 亿元、37.91 亿元和 70.46 亿元，2016 年末公司长期借款较上年末增加 7.22 亿元，主要是新增政府债券置换 4.88 亿元和保证借款 1.13 亿元；2017 年末公司长期借款较 2016 年末大幅增加，主要系公司增加融资规模及新增政府债券置换所致。2015~2016 年末，公司无应付债券，2017 年末，公司应付债券为 17.95 亿元，系 2017 年 8 月发行的“17 良渚文化 PPN001”和“17 良渚文化 PPN002”，期限均为 3 年。

流动负债方面，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 23.13 亿元、27.36 亿元和 50.86 亿元，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、应付账款和预收款项构成。2015~2017 年末，公司其他应付款分别为 12.29 亿元、9.12 亿元和 12.43 亿元，主要系应付良渚新城管委会和杭州良渚新城城建投资有限公司的往来款。2017 年末，公司将其他应付款中拆迁安置款 6.26 亿元转入应付账款，同期公司与良渚新城管委会和杭州良渚新城城建投资有限公司的往来款分别增加 5.25 亿元和 2.65 亿元。2015~2017 年末，公司一年内到期的非流动负债分

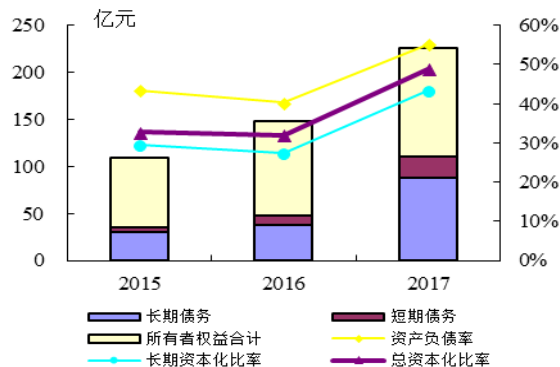
别为 5.15 亿元、9.47 亿元和 19.65 亿元，均为一年内到期的长期借款。2015~2017 年末，公司应付账款分别为 4.98 亿元、6.34 亿元和 14.39 亿元，应付账款主要为应付的拆迁安置款。2017 年末，公司应付账款大幅增加主要系公司将计入其他应付款的拆迁安置款转入应付账款所致。2015~2017 年末，公司预收款项分别为 0.47 亿元、2.16 亿元和 0.64 亿元，主要为预收良渚新城管理委员会土地出让金，其中 2016 年末预收良渚新城管理委员会土地出让金 1.73 亿元³，占预收账款的 81.22%，使得 2016 年末公司预收款项较高；2017 年，公司未获得预收土地出让金，预收款项回落。

所有者权益方面，2015~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 73.41 亿元、100.78 亿元和 115.71 亿元，增长较快，主要由于资本公积和未分配利润逐年增加所致。公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，2015~2017 年末，资本公积分别为 31.56 亿元、46.10 亿元和 50.67 亿元。2015 年末，受良渚新城经济发展公司资本公积增加的影响，按持股比例计算增加公司资本公积 0.02 亿元；2016 年末，余杭区财政局及其他相关部门拨款增加资本公积 4.09 亿元，上海兴瀚资产管理有限公司投入资本增加资本公积 10.13 亿元；2017 年末，公司归还计入资本公积的国开发展基金有限公司以股权形式投入债权 0.31 亿元，此外，财政局拨款增加资本公积 4.89 亿元。2015~2017 年末，公司未分配利润分别为 30.47 亿元、32.82 亿元和 43.12 亿元，逐年增加。2015~2017 年，公司实收资本分别为 7.00 亿元、7.32 亿元和 7.00 亿元，2016 年，公司实收资本增加主要系公司将国开发展基金有限公司以股权形式投入债权的 0.32 亿元计入实收资本，2017 年，公司将该笔款项归还。同期，公司少数股东权益分别为 1.64 亿元、11.52 亿元和 11.33 亿元，其中 2016 年末少数股东权益较上年末增加 9.88 亿元，主要系下属子公司杭州梦栖建设有限公司收到上海兴瀚资产管理有限公司投资致使净资产大幅增

³ 公司的土地出让收入及成本结转以实际交地时间为准，截至 2016 年底尚有已出让但尚未交地的地块存在，所以存在预收土地出让金。

加所致。

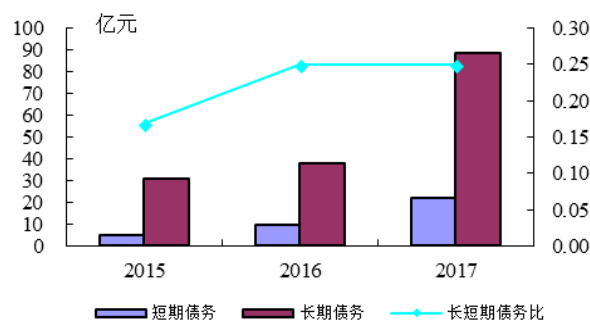
图 4：2015~2017 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表

债务结构方面，公司债务以长期债务为主且呈逐年递增趋势，2015~2017 年末，公司长期债务分别为 30.69 亿元、37.91 亿元和 88.41 亿元。同期，公司总债务分别为 35.84 亿元、47.38 亿元和 110.46 亿元，公司总债务规模快速上升。2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.17 倍、0.25 倍和 0.25 倍，公司债务以长期债务为主，与公司土地开发业务周期较长且回款进度较慢一致。

图 5：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报表

总体来看，近年来公司资产规模及负债规模呈增长态势，但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。同时，中诚信证评关注到公司总债务规模快速增长，公司土地出让计划易受土地出让市场波动等给公司带来的影响。

盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入分别为 15.17

亿元、6.83 亿元和 19.45 亿元，呈现波动。公司收入主要来自于土地开发收入、成品油销售和农副物流业务，2017 年，上述三项收入分别占营业总收入的 79.54%、16.45% 和 2.93%。2015~2017 年，公司土地出让收入分别为 11.31 亿元、3.52 亿元和 15.47 亿元，由于 2016 年上半年土地出让市场行情低落，公司土地出让的速度和面积有所回落，下半年出让土地较多，但由于财务确认收入的时间滞后于土地出让成交的时间，部分收入于 2017 年确认，导致 2016 年公司土地出让收入较 2015 年下降 68.84%；2017 年，受 G20 等国际会事影响杭州土地市场行情转暖及 2016 年部分土地出让收入得到确认，公司土地出让收入大幅回升。2015~2017 年，公司成品油销售收入分别为 2.58 亿元、2.41 亿元和 3.20 亿元，2017 年，公司成品油销售收入小幅上升，主要系销量大幅增长所致；2015~2017 年，农副物流业务收入分别为 0.85 亿元、0.80 亿元和 0.57 亿元，2017 年，公司出售了杭州农副产品物流网络科技有限公司，农副物流业务收入有所下降。

毛利率方面，2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 50.04%、34.12% 和 54.87%，有所波动，主要受收入占比最大的土地出让业务收入和毛利率波动影响。2015~2017 年，公司土地出让收入毛利率分别为 61.94%、47.81% 和 64.82%，2016 年公司土地出让业务毛利率较低主要系当年土地征迁费用较多导致土地开发平均成本上升及部分土地出让收入于 2017 年确认所致；2017 年，公司确认部分 2016 年土地出让收入及土地出让价格上升使得土地毛利率增加。2015~2017 年，公司农副物流毛利率分别为 17.59%、37.91% 和 33.83%。2016 年，农副物流业务综合毛利率增至 37.91%，主要原因系物业管理业务毛利率较 2015 年大幅提高至 91.03% 所致，2015 年，公司物业管理业务中包含承担市政物业管理业务导致毛利率偏低；2016 年起公司不再承担市政物业管理职能，物业管理业务毛利率大幅增长，使得农副物流业务毛利率上升。2017 年，公司农副物流业务收入有所下降，使得毛利率较 2016 年有所降低。

表 7：2015~2017 年公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地出让收入	11.31	61.94	3.52	47.81	15.47	64.82
成品油销售	2.58	8.00	2.41	11.13	3.20	10.34
农副物流	0.85	17.59	0.80	37.91	0.57	33.83
房地产销售	0.31	44.34	--	--	0.11	18.18
其他	0.13	74.06	0.09	77.61	0.10	99.70
合计/综合	15.17	50.04	6.83	34.12	19.45	54.87

注：1、中诚信证评将农副产品销售收入、租赁收入、中转收入、仓储租金收入和物业管理费收入统一纳入农副物流业务板块，将主营业务中的其他业务收入纳入公司的其他业务收入，土地出让业务收入即土地开发业务收入；2、2016 年未产生房地产销售收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017 年，公司三费合计分别为 0.92 亿元、0.84 亿元和 1.65 亿元，2017 年大幅增长，主要系管理费用增加所致。同期，三费收入占比分别为 6.08%、12.35% 和 8.50%，2016 年受营业收入大幅下降的影响，公司三费收入占比大幅增加。2017 年，公司营业收入大幅增长使得三费收入占比有所下降。2015~2017 年，公司财务费用分别为 0.41 亿元、0.35 亿元和 0.42 亿元，有所波动，主要系利息支出波动所致。同期，公司销售费用分别为 0.16 亿元、0.12 亿元和 0.19 亿元，2016

年公司销售费用下降主要系不再有商品房销售业务所致；2017 年，公司销售费用增加主要系广告费用和加油站相关费用增加所致。2016 年，公司进行了资产重组，导致公司管理费用增加 4.97%；2017 年，管理费用增至 1.04 亿元，主要系公司子公司杭州良渚新城旅游投资有限公司按照审计意见将土地流转费用调整至管理费用，及下属子公司杭州梦栖建设有限公司通过发放创业入住奖励、装修补贴、开办补助等方式引入创新设计企业所致。总体来看，公司期间费用处于合理水平。

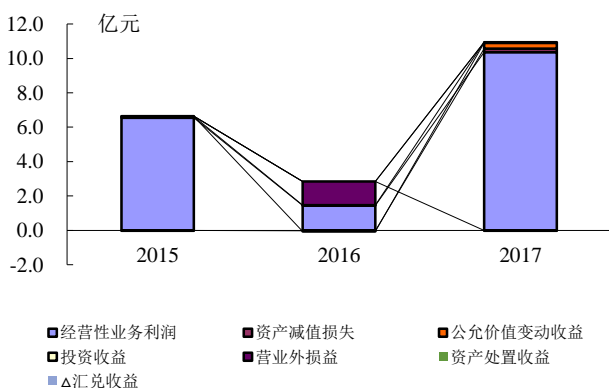
表 8: 2015~2017 年期间费用分析

项目名称	2015	2016	2017
销售费用 (亿元)	0.16	0.12	0.19
管理费用 (亿元)	0.36	0.38	1.04
财务费用 (亿元)	0.41	0.35	0.42
三费合计 (亿元)	0.92	0.84	1.65
营业总收入 (亿元)	15.17	6.83	19.45
三费收入占比 (%)	6.08	12.35	8.50

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2015~2017 年, 公司利润总额分别为 6.64 亿元、2.78 亿元和 10.95 亿元, 其中, 经营性业务利润是其主要构成, 同期分别为 6.56 亿元、1.45 亿元和 10.36 亿元。2016 年, 公司经营性业务利润较上年下降 5.11 亿元, 主要系当年土地出让收入下降较多所致。2017 年, 公司土地出让收入大幅增长, 利润总额大幅增加。2015~2017 年, 公司营业外损益分别为 0.02 亿元、1.36 亿元和 -9.86 万元, 2016 年营业外损益增加较多主要系余杭区财政局拨入的财政补贴 1.00 亿元和良渚新城管委会财政补助 0.30 亿元所致。2017 年, 根据相关会计准则调整, 公司将与公司经营活动有关的政府补助 1.41 亿元计入其他收益, 营业外损益大幅下降。

图 6: 2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告

总体来看, 公司土地开发业务具有一定规模和盈利空间, 该项业务为公司的主要利润来源, 但该业务板块收入规模受政府政策及区域房地产市场影响较大, 面临一定不确定性。公司农副产品销售和成品油销售业务较为成熟, 每年可贡献稳定的利润。另外, 政府每年给予公司的用于城市基础设施建设的补贴收入也是利润总额的重要补充。

偿债能力

2015~2017 年末, 公司总债务快速增长, 分别为 35.84 亿元、47.38 亿元和 110.46 亿元, 以长期债务为主。2015~2017 年, EBITDA 有所波动, 分别为 7.23 亿元、3.30 亿元和 11.51 亿元; 同期, 总债务/EBITDA 分别为 4.96 倍、14.36 倍和 9.59 倍, 无法覆盖债务; 2015~2017 年, 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.06 倍、1.29 倍和 4.10 倍, 尽管有所波动, EBITDA 可以有效覆盖利息支出。2015~2017 年, 公司经营活动净现金流持续为负, 无法有效覆盖债务本息。

表 9: 2015~2017 年公司长期偿债能力指标

项目名称	2015	2016	2017
长期债务 (亿元)	30.69	37.91	88.41
总债务 (亿元)	35.84	47.38	110.46
EBITDA (亿元)	7.23	3.30	11.51
经营活动净现金流 (亿元)	-9.40	-31.19	-58.51
EBITDA 利息倍数 (X)	3.06	1.29	4.10
总债务/EBITDA (X)	4.96	14.36	9.59
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-3.98	-12.22	-20.84
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.26	-0.66	-0.53

资料来源: 公司财务报表, 中诚信证评整理

从债务到期分布情况来看, 截至 2017 年末, 公司存量债务为 110.46 亿元, 其中 2018~2020 年, 公司的到期债务分别为 22.05 亿元、13.29 亿元和 45.86 亿元, 2020 年偿债压力较大。中诚信证评将持续关注公司债务偿付情况。

表 10: 截至 2017 年末, 公司未来到期债务分布 (亿元)

到期年份	2018	2019	2020	2021	2022 及以后
到期金额	22.05	13.29	45.86	11.44	17.82

资料来源: 公司提供

2017 年, 公司共获得地方政府置换债券 19.87 亿元, 2018 年公司预计置换债券 7.00 亿元。

截至 2017 年末, 公司获得的银行授信总额为 162.70 亿元, 其中未使用授信额度 24.44 亿元, 为公司提供一定备用流动性支持。

受限资产方面, 截至 2017 年末, 公司抵质押资产账面价值合计 19.39 亿元, 占总资产比例为 7.52%。

对外担保方面, 截至 2017 年末, 公司对外担

保金额为 18.85 亿元，占净资产比例为 16.29%，被担保单位主要为余杭区内国有企业，担保风险相对较小。

中诚信证评肯定了余杭区经济快速发展，经济实力不断提升、良渚新城良好的发展潜力、公司的业务具有区域垄断性及营业总收入和净利润增长迅速等因素对公司经营发展的积极作用；同时，中诚信证评关注到公司债务规模快速上升、资产流动性一般以及经营活动净现金流缺口持续增大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

结 论

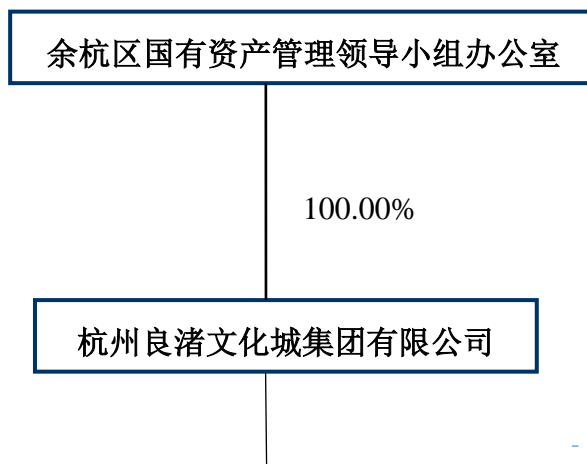
综上，中诚信证评评定杭州良渚文化城集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“2018 年杭州良渚文化城集团有限公司城市停车场建设专项债券”债项的信用等级为 **AA⁺**。

关于2018年杭州良渚文化城集团有限公司 城市停车场建设专项债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

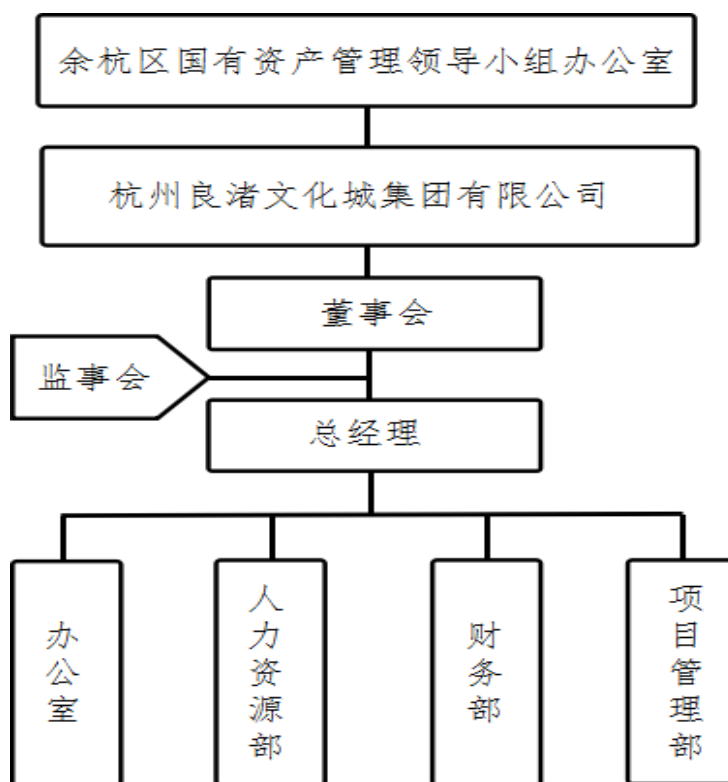
附一：杭州良渚文化城集团有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



一级子公司	持股比例 (%)
杭州农副物流管理有限公司	100.00
杭州良渚新城交通投资有限公司	100.00
杭州良渚新城经济发展有限公司	100.00
杭州良渚新城旅游投资有限公司	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组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：杭州良渚文化城集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	71,385.13	86,338.26	142,507.23
应收账款	382.93	379.96	252.27
其他应收款	142,831.53	194,640.06	90,298.12
存货	927,820.46	1,233,896.10	2,164,305.63
可供出售金融资产	14,671.57	18,415.10	20,190.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,957.38	2,226.68	2,257.92
无形资产	10,082.48	9,801.45	9,522.72
总资产	1,299,459.57	1,689,314.25	2,577,917.16
其他应付款	122,901.97	91,188.95	124,263.44
短期债务	51,500.00	94,680.00	220,500.00
长期债务	306,862.78	379,082.78	884,107.48
总债务	358,362.78	473,762.78	1,104,607.48
总负债	565,357.86	681,533.29	1,420,767.40
费用化利息支出	4,253.93	3,641.76	4,134.02
资本化利息支出	19,380.83	21,886.76	23,943.43
实收资本	70,000.00	73,153.00	70,000.00
少数股东权益	16,379.83	115,197.98	113,285.04
所有者权益合计	734,101.70	1,007,780.96	1,157,149.76
营业总收入	151,730.45	68,277.12	194,489.75
经营性业务利润	65,563.80	14,475.00	103,641.04
投资收益	0.00	288.00	386.15
营业外收入	232.49	13,673.10	3.03
净利润	65,346.21	27,096.10	106,955.51
EBIT	70,696.81	31,454.61	113,596.47
EBITDA	72,265.20	32,989.54	115,142.50
销售商品、提供劳务收到的现金	148,113.86	89,160.84	185,333.22
收到其他与经营活动有关的现金	78,172.50	51,377.23	172,898.13
购买商品、接受劳务支付的现金	262,378.46	325,082.25	910,445.22
支付其他与经营活动有关的现金	46,218.82	122,768.25	28,346.10
吸收投资收到的现金	0.00	206,326.39	181.60
资本支出	733.98	17,962.97	395.20
经营活动产生现金净流量	-93,983.55	-311,874.47	-585,132.67
投资活动产生现金净流量	58,257.70	-15,830.05	-2,331.12
筹资活动产生现金净流量	46,240.81	342,657.65	617,632.76

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	50.04	34.12	54.87
三费收入比 (%)	6.08	12.35	8.50
应收类款项/总资产 (%)	11.02	11.54	3.51
收现比 (X)	0.98	1.31	0.95
总资产收益率 (%)	5.76	2.10	5.32
流动比率 (X)	4.96	5.54	4.72
速动比率 (X)	0.95	1.03	0.47
资产负债率 (%)	43.51	40.34	55.11
总资本化比率 (%)	32.80	31.98	48.84
长短期债务比 (X)	0.17	0.25	0.25
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.26	-0.66	-0.53
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-1.82	-3.29	-2.65
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-3.98	-12.22	-20.84
总债务/EBITDA (X)	4.96	14.36	9.59
EBITDA/短期债务 (X)	1.40	0.35	0.52
货币资金/短期债务 (X)	1.39	0.91	0.65
EBITDA 利息倍数 (X)	3.06	1.29	4.10

注：公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

附四：基本财务指标的计算公式

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+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。