

杭州良渚文化城集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：吴江珊 jshwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 14 日

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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人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。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。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0574 号

杭州良渚文化城集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵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/18 良渚债”、“18 良渚文化 MTN001”、“19 良渚文化 MTN001”和“20 良渚文化 MTN001”的信用等级为 **AA+**；

维持“21 良渚文化 CP003”、“22 良渚文化 CP001”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十四日

评级观点：中诚信国际维持杭州良渚文化城集团有限公司（以下简称“良渚文化城”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 良渚停车场专项债/18 良渚债”、“18 良渚文化 MTN001”、“19 良渚文化 MTN001”和“20 良渚文化 MTN001”的债项信用等级为 **AA+**；维持“21 良渚文化 CP003”、“22 良渚文化 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了余杭区和良渚新城的快速发展为公司未来稳定运营提供了基础、业务具有区域垄断性、土地出让业务收入规模较大等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司在建项目较多资金需求大、资产流动性一般以及债务规模较高且增长较快等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

良渚文化城（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	419.28	475.76	566.22	618.38
所有者权益合计（亿元）	198.12	203.08	222.69	221.33
总负债（亿元）	221.16	272.68	343.53	397.04
总债务（亿元）	169.28	227.94	304.96	358.25
营业总收入（亿元）	34.06	21.06	22.58	1.22
经营性业务利润（亿元）	17.79	2.59	3.68	-1.46
净利润（亿元）	18.69	4.15	3.75	-1.35
EBITDA（亿元）	18.57	4.75	6.25	-
经营活动净现金流（亿元）	-13.61	-55.97	-42.89	-50.92
收现比(X)	1.30	0.45	1.15	1.89
营业毛利率(%)	54.01	18.36	20.84	-6.03
应收类款项/总资产(%)	3.21	3.72	1.65	3.67
资产负债率(%)	52.75	57.31	60.67	64.21
总资本化比率(%)	46.07	52.88	57.80	61.81
总债务/EBITDA(X)	9.12	48.04	48.78	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.17	0.39	0.46	-

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；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，将长期应付款项中的带息债务计入长期债务；计算 EBITDA 时剔除投资性房地产公允价值变动收益。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

杭州良渚文化城集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	6.18	10
	收现比(X)*	0.97	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.49	3
	受限资产占总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	222.69	8
	总资本化比率(X)	0.58	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a+
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **区域的快速发展为公司未来稳定运营提供了基础。**2021 年，余杭区实现生产总值 2,502.20 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.5%；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 2022 年 3 月末，公司主营业务中在建拟建安置房项目尚需投资额较大，未来面临较大资金需求。

■ **公司资产流动性一般。**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，资产流动性一般。

■ **公司债务规模较高。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务 358.25 亿元，规模较大，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。

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。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司偿债压力持续增加，财务指标出现明显恶化，流动性风险加重，再融资环境恶化等。

评级历史关键信息

杭州良渚文化城集团有限公司					
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 良渚文化 CP001 (A-1)	2022/3/10	江林燕、吴江珊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	-
AA+/稳定	21 良渚文化 CP003 (A-1)	2021/12/17	江林燕、吴江珊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	-
AA+/稳定	20 良渚文化 MTN001 (AA+) 19 良渚文化 MTN001 (AA+) 18 良渚文化 MTN001 (AA+) 18 良渚停车场专项债/18 良渚债 (AA+)	2021/6/28	江林燕、吴江珊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 良渚文化 MTN001 (AA+)	2020/01/15	赵珊迪、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 140000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 良渚文化 MTN001 (AA+) 18 良渚文化 MTN001 (AA+) 18 良渚停车场专项债/18 良渚债 (AA+)	2019/6/26	余茜、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	19 良渚文化 MTN001 (AA+)	2019/2/28	余茜、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	18 良渚文化 MTN001 (AA+)	2018/7/19	赵珊迪、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	18 良渚停车场专项债/18 良渚债 (AA+)	2018/7/13	赵珊迪、杨羽明	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文

同行业比较

2021 年余杭区部分基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
良渚文化城	566.22	222.69	60.67	22.58	3.75	-42.89
余杭创投	1,087.46	316.00	70.94	63.01	11.96	-41.55

注：“余杭创投”为“杭州余杭创新投资有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 良渚停车场专项债/18 良渚债	AA+	AA+	2021/6/28	15.00	15.00	2018/8/23~2025/8/23	提前还款
18 良渚文化 MTN001	AA+	AA+	2021/6/28	5.00	5.00	2018/7/31~2023/7/31	利率选择权、回售、交叉违约
19 良渚文化 MTN001	AA+	AA+	2021/6/28	7.00	7.00	2019/3/28~2024/3/28	利率选择权、回售、交叉违约
20 良渚文化 MTN001	AA+	AA+	2021/6/28	2.00	2.00	2020/3/12~2025/3/12	利率选择权、回售、交叉违约
21 良渚文化 CP003	A-1	A-1	2021/12/17	8.00	8.00	2021/12/20~2022/12/20	交叉违约
22 良渚文化 CP001	A-1	A-1	2022/3/10	6.00	6.00	2022/1/6~2023/1/6	交叉违约

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定期与不定期跟踪评级，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

“18 良渚停车场专项债/18 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 2022 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情影响扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并

为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

余杭区经济快速发展，经济实力不断提升，产业结构持续优化，2021年浙江省人民政府对余杭区行政区划进行了调整，调整后经济总量和财政收入仍保持在全省首位

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。

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2021年末，新余杭区户籍人口70.14万人。

近年来，原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。2019~2020年，原余杭区分别实现生产总值2,824.02亿元、3,051.61亿元，按可比价格计算，分别同比增长8.6%和5.3%。2021年，新余杭区实现生产总值2,502.20亿元，按可比价计算，同比增长7.5%，行政区域划分后总量仍保持在全省、全市第一位。从GDP构成看，第一产业增加值39.74亿元，增长1.7%；第二产业增加值336.98亿元，增长13.5%；第三产业增加值2125.48亿元，增长6.7%。全区三次产业结构由2020年的1.7：12.7：85.6调整为1.6：13.5：84.9。

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。2021年全区数字经济核心产业实现增加值1,605.70亿元，占生产总值比重为64.2%。

财政收支方面，2019~2020年，原余杭区分别实现公共财政预算收入391.45亿元和441.06亿元，2020年公共财政预算收入同比增长12.7%。同期，原余杭区分别实现公共财政预算支出376.73亿元和413.64亿元，财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为103.91%和106.63%，具有很强的财政自给能力。2019~2020年，原余杭区政府性基金收入分别为391.94亿元和667.54亿元，政府性基金支出分别为412.44亿元和616.18亿元。

2021年，新余杭区实现一般公共预算收入375.69亿元，比上年实绩增长14.01%，总量依然位居全市第一，其中税收收入364.97亿元，占比97.15%，财政收入质量较好。全区一般公共预算支出完成334.11亿元，财政平衡率为112.45%，财政

自给能力很强。政府性基金收入 244.44 亿元，政府性基金支出为 253.35 亿元。

表 1：近年来原余杭区/余杭区公共财政收支情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
公共财政预算收入	391.45	441.06	375.69
其中：税收收入	373.76	433.13	364.97
政府性基金收入	391.94	667.54	244.44
公共财政预算支出	376.73	413.64	334.11
政府性基金支出	412.44	616.18	253.35
财政平衡率	103.91%	106.63%	112.45%

注：2019~2020 年的财政数据为行政区划调整前原余杭区的数据；2021 年的财政数据为行政区划调整后余杭区的数据。

资料来源：余杭区财政局，中诚信国际整理

良渚新城¹位于杭州主城区北部，余杭区中部，东邻京杭大运河。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”。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大城北城市建设规划。交通方面，良渚新城与主城区无缝对接，4 号线和 10 号线也已于 2022 年 2 月分别开通二期和一期运营，2 号线、4 号线交叉点以及 4 号线和 10 号线交叉点均在良渚新城。

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，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。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。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。

2022 年良渚新城共有 95 个项目，总投资 755.60 亿元，2022 年计划投资 91.01 亿元，其中政府投资项目 68 个，产业投资项目 27 个。

¹ 2015 年起，良渚新城范围等同于良渚街道范围。

跟踪期内公司产权状况、治理结构未发生重大变化

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人仍为杭州市余杭区财政局（杭州市余杭区人民政府国有资产监督管理办公室）；公司组织架构及管理制度均未发生重大变化。

公司拥有充足的土地储备，为公司收入提供了可靠保障，但土地开发收入易受土地出让计划、市场波动等情况影响，存在一定不确定性

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 年以前，公司采用土地出让金返还模式进行土地开发，即，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。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。

2019~2021 年公司分别完成土地开发 668 亩、489 亩和 398.20 亩，平均土地开发成本分别为 230.38 万元/亩、254.49 万元/亩和 283.54 万元/亩，近年来土地征迁等费用逐年上升，使得平均土地开

发成本快速增长。土地出让方面，2019~2021年，经公司开发完成后出让的土地面积分别为428.65亩、465.98亩和336.62亩；成交总额分别为91.57亿元、68.81亿元和32.92亿元；平均出让单价分别为2,136.14万元/亩、1,476.75万元/亩和977.87万元/亩，其中2020年以来平均出让单价较低主要系出让工业土地较多为主。同期，公司分别实现土地开发收入27.47亿元、13.99亿元和11.26亿元，为公司收入主要构成。2022年1~3月公司未出让土地。

表 2：2019~2021 年及 2022 年一季度土地开发业务情况

项目名称	2019	2020	2021	2022.Q1
土地开发面积 (亩)	668	489	398.20	208
平均土地开发成本 (万元/亩)	230.38	254.49	283.54	303.37
土地开发总投入 (亿元)	15.39	12.45	11.29	6.31
土地出让宗数 (宗)	7	9	4	-
土地出让面积 (亩)	428.65	465.98	336.62	-
平均出让单价 (万元/亩)	2,136.14	1,476.75	977.87	-
土地成交总额 (亿元)	91.57	68.81	32.92	-
土地开发收入 (亿元)	27.47	13.99	11.26	-

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。

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司主要在开发土地有运河新城做地区块、通运路南做地区块、杭行路做地区块和勾庄做地区块等，公司账面上在整理土地累计投资额为370.41亿元，开发面积共计15,433亩，其中已整理待出让土地面积1,566亩，土地储备充足，业务可持续性较好。

在开展土地开发业务的同时，公司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配套设施建设业务。由公司本部负责运营，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。截至2022年3月末，公司在建配套基础设施项目较多，但暂无重

大在建项目，未与余杭区人民政府签订回购协议。公司配套设施建设业务的相关成本计入土地开发成本，不单独确认收入。

中诚信国际关注到，公司的收入情况易受到土地出让计划和市场波动的影响，存在一定的不确定性，并且公司还承担着土地周边配套的基础设施建设，未来可能面临一定的资本支出压力。此外，2020年起公司土地开发业务模式发生变更，中诚信国际将持续关注上述变化对公司带来的影响。

公司商品房销售业务基本结束，随着良渚新城的不断开发，安置房建设成为公司开发重点，项目储备较多，存在较大投资压力

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年由于闲置的房屋未实现安置，公司将其进行拍卖。2019~2021年，公司分别实现房地产销售收入0.005亿元、1.17亿元和2.17亿元，均为逸居城小区项目的剩余房屋及车位获得的销售收入。2022年1~3月未实现房屋销售。截至2022年3月末，逸居城小区剩余在售安置房共38套，剩余车位274余个。除此之外，公司目前暂无其他商品房项目。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。

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。

截至2022年3月末，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 17.13 亿元。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 2022 年 3 月末，主要在建安置房计划总投资 156.79 亿元，已投资 82.29 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 2022 年 3 月末该项目仍处于建设期，预计于 2022 年内完工。截至 2022 年 3 月末，公司拟建项目为良渚新城杜甫区块棚户区改造安置房，计划总投资约 11.31 亿元，计划建设周期 4 年。

表 3：截至 2022 年 3 月末公司在建安置房情况（亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
杜甫五期	33.68	19.03
东塘河、西塘河农民高层公寓	30.57	14.64
行宫塘、南庄兜农民高层公寓	21.69	12.16
勾庄二期农民多高层公寓	18.15	10.52
运河四期多高层公寓	24.23	12.63
杜甫四期	24.48	11.34
谢村三期多高层公寓	3.99	1.97
合计	156.79	82.29

资料来源：公司提供

公司对已完工的基础设施建设项目与良渚新城管委会签订代建协议，进行新城范围内的基础设施建设，代建收入对公司营收有一定补充；另有部分自营在建项目，未来预计以租金收入平衡资金

公司同时接受良渚新城管委会的委托，进行良渚新城基础设施项目的代建业务，由子公司杭州良渚新城城建投资有限公司负责。根据余杭区年度投资项目计划，公司对良渚新城范围内的基础设施项目开展建设，建设资金由公司自筹。

具体模式来看，公司与良渚新城管委会签订框架协议，约定本期项目建设内容及预计总投资、预计完工期等要素。项目建设完成后，公司再与良渚

新城管理委员会根据本次项目实际情况签订补充协议，明确本次项目竣工决算金额，同时约定投资收益（约为结算金额的 10%），公司按该决算金额及投资收益确认收入并结算成本。

2019 年公司确认委托代建收入系小洋坝小学项目完工移交结转收入，该项目总投资 1.70 亿元，确认收入 1.87 亿元，已全部实际回款到账。2020 年公司确认委托代建收入 2.24 亿元，合计 3 个项目，总投资 2.04 亿元，截至 2021 年末已回款 1.20 亿元。2021 年公司确认委托代建收入 3.71 亿元，总投资 3.37 亿元，截至 2021 年末已回款 4.05 亿元。

表 4：2021 年公司确认收入基础设施建设项目（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已确认收入	截至 2021 年末已回款金额
古墩路（毛家漾港一区界）提升改造工程	2019.8-2020.10	1.90	2.09	2.28
良渚新城古墩路幼儿园	2019.12-2021.6	1.22	1.34	1.46
谢村幼儿园	2019.1-2020.6	0.23	0.25	0.27
其他	-	0.02	0.03	0.03
合计	-	3.37	3.71	4.05

注：上述已回款金额系含税金额。

资料来源：公司提供

公司同时还有部分自营基础设施项目，以特色小镇、公租房、人才公寓为主，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目总投资为 90.59 亿元，已投资 32.99 亿元，该些项目暂未签署相关协议，预计采取自营租金收入来平衡前期投入，中诚信国际对公司在建基础设施建设项目未来的业务模式和资金平衡方式持续关注。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目（亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
梦栖小镇	63.86	20.20
良渚新城公共租赁住房	4.55	2.71
人才房	22.18	10.08
合计	90.59	32.99

资料来源：公司提供

成品油销售业务每年可为公司贡献较为稳定的收入，同时，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

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现金流。2019~2021年及2022年1~3月，公司分别实现成品油销售业务收入4.28亿元、3.14亿元、3.76亿元和0.87亿元。

截至2022年3月末，公司拥有加油站2座，分别位于南庄兜高速入口两侧。2016年起，公司委托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”）经营其加油站业务，并通过分成的形式获取收益。2019~2021年及2022年1~3月，公司分别采购成品油6.20万吨、5.03万吨、4.98万吨和1.02万吨，平均采购价格分别为6,203元/吨、5,511元/吨、6,825元/吨和7,887元/吨，采购价格根据市场情况有所波动。

表 6：公司 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月成品油采购情况

项目名称	2019	2020	2021	2022.Q1
采购数量（万吨）	6.20	5.03	4.98	1.02
平均采购价格（元/吨）	6,203	5,511	6,825	7,887

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

2019~2021年及2022年1~3月，公司分别实现成品油销售6.30万吨、5.04万吨、5.00万吨和1.02万吨，其中2020年由于疫情原因销售量有所下降。公司成品油销售价格主要以国家发改委的定价标准为依据，2019~2021年及2022年1~3月，成品油平均销售价格分别为6,822元/吨、6,224元/吨、7,526元/吨和8,541元/吨。

表 7：公司 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月成品油销售情况

项目名称	2019	2020	2021	2022.Q1
成品油零售量（万吨）	6.30	5.04	5.00	1.02
加油站数（座）	2	2	2	2
平均销售价格（元/吨）	6,822	6,224	7,526	8,541

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

公司农副物流业务规模较小但发展平稳，2021 年无疫情免租政策，租赁业务收入实现增长

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租赁业务、仓储业务、中转业务和物业管理等。2019~2021年及2022年1~3月，公司分别实现农副物流业务收入0.43亿元、0.51亿元、1.61亿元和0.33亿元。

公司的租赁业务由公司本部及二级子公司杭州农副产品发展有限公司（以下简称“农副产品发展公司”）运营，公司持有的可供出租的不动产有逸盛路商业街、时代大厦和亿丰时代大厦，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部分个人客户等，总建筑面积21.91万平方米，截至2022年3月末已出租7.87万平方米，出租率较低主要系时代大厦1~5层、亿丰家居建材城整体合计12.61万平方米留由政府统一招商使用。2021年公司本部新增一栋租入的办公楼平高创业城，出租总建筑面积为13.25万平方米，作为招商引资项目对外出租使用，截至2022年3月末暂未对外出租，由政府给予相应补助作为收入。2019~2021年及2022年1~3月，租赁业务收入分别为0.35亿元、0.31亿元、1.36亿元和0.29亿元，其中2021年由于无疫情免租政策以及收到政府拨付的租赁补助，租金大幅上涨340.53%。

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。2019~2021年及2022年1~3月，公司分别实现仓储租金收入82.52万元、1,679.03万元、2,197.67万元和415.03万元。

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，故2022年1~3月未确认管理费收入。

表 8：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司农副物流收入明细（万元）

项目名称	2019	2020	2021	2022.Q1
租赁	3,490.33	3,078.73	13,562.80	2,908.20
中转	557.62	142.07	133.45	23.58
仓储租金	82.52	1,679.03	2,197.67	415.03
物业管理费	183.90	226.35	173.43	-
合计	4,314.37	5,126.18	16,067.35	3,346.81

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

财务分析

以下分析基于公司提供的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2019年、2020年、2021年审计报告以及公司提供的未经审计的2022年一季度财务报表，各期数据

表 9：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发收入	27.47	64.05	13.99	15.25	11.26	15.25	-	-
成品油销售	4.28	9.11	3.14	11.33	3.76	9.45	0.87	8.09
农副物流	0.43	56.37	0.51	68.55	1.61	34.11	0.33	-43.43
房地产销售	0.005	19.72	1.17	70.66	2.17	77.52	-	-
代建收入	1.87	8.85	2.24	8.97	3.71	9.32	0.0045	-13.01
其他	0.006	27.46	0.006	-8.28	0.06	85.33	0.0092	16.54
合计/综合	34.06	54.01	21.06	18.36	22.58	20.84	1.22	-6.03

注：1、中诚信国际将租赁收入、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

均采用审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

公司收入及利润水平受土地开发业务和代建业务影响有所波动；同期公司期间费用不断上升，利润总额下降，且利润总额对政府补助依赖较大

2019~2021年及2022年1~3月，公司营业总收入呈现波动，主要来自于土地开发收入、成品油销售收入、房地产销售收入和代建收入，并受土地开发收入和代建收入影响较大。2021年公司土地出让数量较少，故土地开发业务收入同比下降19.52%；同期公司农副物流收入同比增长7.23%，主要系农副物流板块中租赁业务收入增长导致，其中租赁业务因当期不受免租政策影响以及收到租赁补助，收入大幅增长340.53%；成品油销售收入受疫情影响减弱及油价上涨影响，收入同比增加19.72%；2021年公司实现房屋销售收入较多，均系公司对外拍卖的逸居城小区闲置房屋以及车位。2022年1~3月，公司未出让土地，整体收入水平较低。

毛利率方面，近年来公司营业毛利率有所波动，主要受收入占比最大的土地出让业务收入以及房屋销售业务毛利率波动影响。2021年，公司土地开发业务模式未变，故成本加成比例未变；农副物流板块毛利率下降系租赁板块中平高创业城暂未实现出租，但成本已确认导致。2022年1~3月公司业务呈现亏损，主要系农副物流板块中未结算租金收入及物业管理费导致。

其他业务收入。

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。财务费用主要为融资形成的利息支出，随债务的推升而显著增加；管理费用主要为管理人员职工薪酬支出、租赁、水电、物业管理费、会议费和中介费等。2021年以来，期间费用收入占比逐步推升，公司对期间费用的控制能力有待提高。2022年1~3月，由于当期收入较少，期间费用占比升高。

表 10：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月期间费用分析（亿元、%）

项目名称	2019	2020	2021	2022.Q1
销售费用	0.30	0.23	0.24	0.03
管理费用	0.62	0.79	0.83	0.22
财务费用	0.78	1.84	2.80	1.13
期间费用合计	1.71	2.86	3.87	1.37
营业总收入	34.06	21.06	22.58	1.22
期间费用收入占比	5.01	13.60	17.16	112.37
利润总额	19.18	4.97	4.25	-1.33
经营业务利润	17.79	2.59	3.68	-1.46
其中：其他收益	1.27	1.82	3.02	-
公允价值变动损益	1.67	2.37	0.53	-
营业外损益	-0.10	-0.04	0.01	0.10

资料来源：公司年报、中诚信国际整理

利润总额近年来呈现波动，其中，经营性业务利润和公允价值变动损益为主要构成，2020年由于土地开发业务模式的调整毛利润大幅下滑，经营性业务利润下降 85.42%；2021 年公司经营性利润同比增长 41.90% 主要系当期收到其他收益较多所致，其他收益主要为与收益相关的政府补助，系城市基础设施建设补贴收入、创新活动补助、良渚文化推广项目补助等。2021 年公司确认公允价值变动收益 0.53 亿元，系投资性房地产公允价值上升所致。

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，资产流动性一般

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	19.98	12.63	37.18	38.24
其他应收款	13.44	15.01	8.01	21.33
存货	343.61	401.19	462.24	500.03

投资性房地产	35.34	39.55	41.61	41.61
固定资产	2.52	2.28	2.18	2.16
使用权资产	-	-	9.73	9.73
总资产	419.28	475.76	566.22	618.38

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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。从资产结构看，公司资产主要由流动资产构成，2019~2021 年及 2022 年 3 月末，流动资产在总资产中占比分别为 90.42%、90.81%、90.07% 和 90.91%。流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为银行存款，其中 2021 年末以来账面货币资金较多系公司发行的债券资金及收到化债资金较多所致，其中 2.40 万元作为 ETC 保证金受限。公司其他应收款主要系与良渚新城管委会的往来款、应收仁杭州良渚工业城发展有限公司和杭州良渚古城文旅集团有限公司的资金拆借款以及应收杭州市余杭区良渚街道区域发展与治理中心的往来款，2021 年末上述应收款占比达到 60.32%，其他应收款整体同比减少 46.56%。公司存货规模随着土地整理业务和安置房建设任务的推进而逐年扩大，2021 年末同比增长 15.22%，主要包含开发成本 91.76 亿元以及合同履约成本 366.49 亿元，其中开发成本主要系安置房项目的投入，合同履约成本主要为土地开发成本和受托代建项目成本。近年来，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，致使存货持续增加。

公司非流动资产主要由投资性房地产和使用权资产构成，其中投资性房地产全部为房屋和建筑物，为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，采取公允价值模式计量，2021 年末增加 5.23% 系公允价值变动。使用权资产为公司租入并租出的资产。

表 12：公司主要负债及所有者权益情况（亿元、%）

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	9.65	9.75	6.91	11.16
应付账款	19.86	24.34	17.00	16.79

预收账款	10.27	0.70	0.51	0.78
其他应付款	15.03	9.21	9.73	10.23
一年内到期的非流动负债	58.29	24.27	36.72	36.72
其他流动负债	-	23.18	32.97	32.97
长期借款	53.01	83.43	116.10	128.95
应付债券	46.72	82.50	99.05	135.45
长期应付款	2.41	7.22	9.41	8.97
总负债	221.16	272.68	343.53	397.04
实收资本	7.00	7.00	7.00	7.00
资本公积	101.14	101.14	126.11	126.11
未分配利润	71.60	75.61	78.92	77.56
所有者权益合计	198.12	203.08	222.69	221.33
短期债务	67.94	57.20	76.60	80.85
长期债务	101.34	170.74	228.36	277.40
总债务	169.28	227.94	304.96	358.25
资产负债率	52.75	57.31	60.67	64.21
总资本化比率	46.07	52.88	57.80	61.81

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着业务开展，公司负债规模也不断增长，2021 年负债仍以非流动负债为主。流动负债方面，2019~2021 年及 2022 年 3 月末，公司流动负债分别占总负债的 51.89%、34.62%、30.52%和 27.58%，主要由短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款 2021 年末同比减少 29.16%，多为保证借款，保证人以余杭区内国有企业为主，截至 2022 年 3 月末短期借款利率区间在 3.30%~5.00%。应付账款主要为应付的拆迁安置款，账期以 2 年以内为主，2021 年末同比减少 30.15%。预收账款主要为公司收到的土地出让金，待收到土地挂牌交易的通知书后再确认收入、结转成本，因此受土地交易进度影响有所波动。其他应付款均为往来款，2021 年末余额主要为应付余杭区财政局、良渚新城管委会和良渚街道财政所等的往来款。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，2021 年末同比增长 51.31%。其它流动负债系发行期限为一年及以内的直接融资工具，2021 年末同比增加 42.27%，利率在 2.78%~3.38% 之间。

2019~2021 年及 2022 年 3 月末，公司非流动负债占总负债的比重分别为 48.11%、65.38%、69.48%

和 72.42%，以长期借款、应付债券和长期应付款为主。公司长期借款主要系保证及信用借款，除部分建设项目贷款期限在 10 年以上外，长期流动贷款以 2-3 年为主，利率在 4.14%~6.00% 之间，2021 年末随公司融资需求增大同比增加 39.16%。同时，公司直融规模逐年增加，应付债券 2021 年末同比增长 16.70%，主要为公司发行的 PPN、中期票据、债权融资计划及私募公司债。公司长期应付款由融资租赁款和专项应付款构成，2021 年末融资租赁款余额 4.62 亿元，平均资金成本在 4.90%~5.00% 之间；专项应付款余额 4.80 亿元，系政府拨付的梦栖小镇产业园区市政基础设施配套工程专项债券资金、勾庄 110 千伏迁建工程资金、城镇保障性安居工程专项资金以及莫干山路提升改造工程款项等。

表 13：截至 2021 年末公司应付债券明细（亿元、年、%）

债券简称	发行规模	发行日	期限	票面利率
18 良渚停车场专项债	15	2018.8.23	7	6.30
19 农副 01	10	2019.2.10	3+2	4.50
19 良渚文化 MTN001	7	2019.3.28	5	4.06
19 浙良渚文化 ZR001	5	2019.7.30	3	5.70
19 良渚文化 PPN001	4.9	2020.1.2	3	4.19
良渚文化城 2019 年度第二期债权融资计划	5	2020.1.2	3	5.46
良渚文化城 2019 年度第三期债权融资计划	2	2020.1.2	3	5.46
良渚文化城 2020 年度第一期债权融资计划	3	2020.2.25	2	5.46
20 良渚文化 PPN001	4	2020.2.28	3	3.75
20 良渚文化 MTN001	2	2020.3.12	5	3.34
20 物流 01	10	2020.3.12	3+2	3.80
20 良渚 01	10	2020.4.13	5	4.17
2020 债权融资第三期	5	2020.6.12	3	5.10
21 良渚 01	5	2021.1.25	5	4.40
21 良渚 02	5	2021.8.5	5	3.90
2021 杭州农副 PPN001	7.5	2021.2.9	3	4.60
2021 杭州农副 PPN002	2	2021.11.5	3	3.90
合计	102.4	-	-	-

注：以上不包含一年及以内到期的债券

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

权益方面，公司所有者权益主要为实收资本、资本公积和未分配利润。实收资本近年来无股东增减资情况。资本公积主要为股东的拨款，2021 年同比增长 24.69%，系公司收到子公司杭州梦栖建设有

限公司剩余 49% 的股权，调增年末资本公积 9.62 亿元；同期公司收到杭州良渚新城管理委员会的拨款 15.34 亿元，计入资本公积。未分配利润呈现逐年增加趋势，使得公司权益规模稳步上升。

2021 年以来，由于融资规模的扩增，公司财务杠杆水平有所上升，2021 年末公司资产负债率和总资产资本化率分别上升至 60.67% 和 57.80%。

同时，公司总债务规模逐年增长，期限结构以长期债务为主，2019~2021 年及 2022 年 3 月末，长短期债务比分别为 0.67 倍、0.33 倍、0.34 倍和 0.29 倍，其中 2020 年以来公司发行长长期限债券较多，因此长短期债务比较低。

由于土地开发和安置房建设支出规模较大，公司经营净现金流持续为负，无法有效覆盖债务本息。EBITDA 受经营性业务利润影响，近年来波动较大

现金流方面，由于土地开发及安置房建设呈滚动开发模式，公司购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，导致经营活动净现金流持续为负，无法有效覆盖债务本息。

获现能力方面，公司 EBITDA 受利润总额、财务费用和公允价值变动损益影响较大，剔除公允价值变动损益后的 EBITDA 近年来呈现波动，2020 年以来因土地开发业务模式变动引起的收入下降，EBITDA 下滑 74.42%；2021 年由于财务费用支出较多，EBITDA 总体上升 31.74%。同时受债务规模推升影响，2021 年总债务/EBITDA 而有所升高，EBITDA 利息倍数有所上升，但仍无法覆盖当期利息支出。

表 14：2019~2021 年及 2022 年 3 月末公司偿债能力指标

项目名称	2019	2020	2021	2022.Q1
EBITDA(亿元)	18.57	4.75	6.25	-
经营活动净现金流(亿元)	-13.61	-55.97	-42.89	-50.92
EBITDA 利息倍数(X)	2.17	0.39	0.46	-
总债务/EBITDA(X)	9.12	48.04	48.78	-
经营活动净现金流	-1.59	-4.63	-3.17	-12.79

利息保障系数(X)				
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.08	-0.25	-0.14	-0.57
货币资金/短期债务(X)	0.29	0.22	0.49	0.47
收现比(X)	1.30	0.45	1.15	1.89

注：计算 EBITDA 时剔除投资性房地产公允价值变动收益。

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

从债务到期分布情况来看，截至 2022 年 3 月末，公司存量债务为 358.25 亿元，除租赁负债外，公司债务集中于 2022 年内及 2023 年到期，但账面货币资金及剩余授信额度充足，短期偿债压力不大。

表 15：截至 2022 年 3 月末公司未来到期债务分布（亿元）

到期年份	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	79.81	98.07	54.20	116.54

注：公司到期债务合中不包含一年内到期的租赁负债以及租赁负债。

资料来源：公司提供

公司剩余授信额度能够提供一定备用流动性支持，对外担保均为余杭区内国有企业，受限资产比例较小

截至 2022 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 350.54 亿元，其中未使用授信额度 144.05 亿元，为公司提供一定备用流动性支持。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司抵押资产账面价值合计 36.57 亿元，主要为贷款抵押的投资性房地产，占总资产比例为 5.91%。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 65.06 亿元，占净资产比例为 29.40%，被担保单位主要为余杭区内国有企业。

过往债务履约情况：根据公司提供的人民银行出具的《企业信用报告》资料显示，截至 2022 年 5 月 24 日，公司无已结清、未结清的不良信贷信息。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为良渚新城管委会下属的唯一区级平台，获

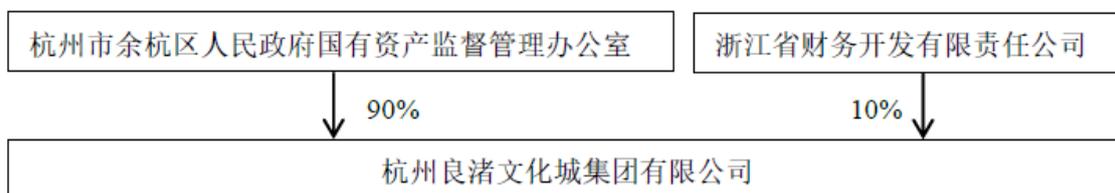
得了余杭区区级单位和良渚新城管委会的拨款、补助和股权划转等方面的支持

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。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、股权划转和补助等。2019年，公司获得计入资本公积科目拨款26.17亿元；2021年，获得计入资本公积的拨款15.34亿元，并获得政府无偿划转的杭州梦栖建设有限公司49%的股权，增加资本公积9.62亿元。2019~2021年，公司分别获得政府补助1.27亿元、1.82亿元和3.02亿元。

评级结论

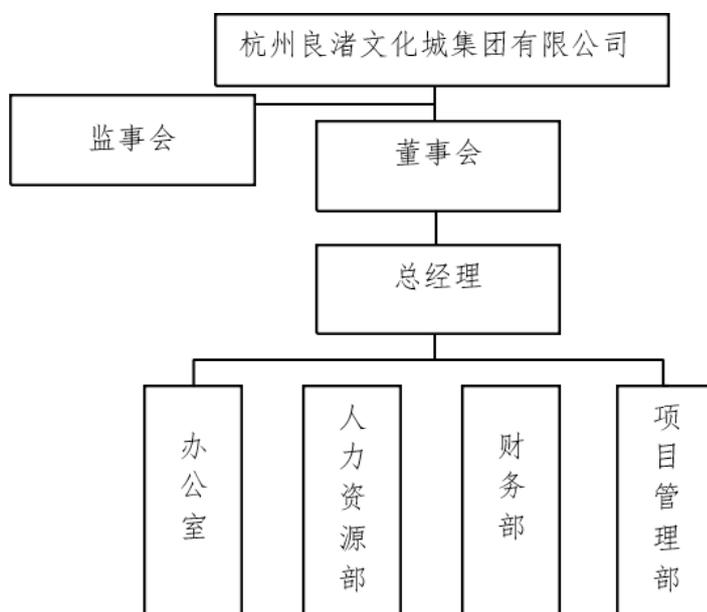
综上所述，中诚信国际维持杭州良渚文化城集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 良渚停车场专项债/18 良渚债”、“18 良渚文化 MTN001”、“19 良渚文化 MTN001”和“20 良渚文化 MTN001”的债项信用等级为 **AA+**，维持“21 良渚文化 CP003”、“22 良渚文化 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

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 2022 年 3 月末）



一级子公司	持股比例(%)
杭州农副物流管理有限公司	100.00
杭州良渚新城城建投资有限公司	100.00
杭州良渚新城资产经营有限公司	100.00
杭州良渚新城旅游投资有限公司	100.00

注：2020年8月5日，公司发布《关于杭州良渚文化城集团有限公司股东发生变更的公告》，公告称，根据公司实际控制人印发的《国有股划转通知》（余国资办[2020]77号），将良渚文化城10%股权无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司，本次股权划转已于2020年7月31日完成工商变更。



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	199,805.76	126,336.69	371,821.06	382,414.62
应收账款	92.76	26,977.66	13,571.27	13,531.01
其他应收款	134,365.27	150,099.08	80,072.86	213,274.76
存货	3,436,146.02	4,011,908.71	4,622,369.09	5,000,327.41
长期投资	9,841.65	10,770.61	12,866.71	12,706.86
在建工程	2,877.17	0.00	0.00	0.00
无形资产	9,603.87	6,854.68	12,296.37	12,412.79
总资产	4,192,805.57	4,757,590.66	5,662,198.37	6,183,762.41
其他应付款	165,456.76	115,688.53	97,289.71	102,277.61
短期债务	679,404.71	571,973.55	765,983.60	808,458.60
长期债务	1,013,412.02	1,707,443.92	2,283,567.33	2,774,036.40
总债务	1,692,816.73	2,279,417.47	3,049,550.94	3,582,495.00
总负债	2,211,569.45	2,726,752.54	3,435,339.42	3,970,433.62
费用化利息支出	8,935.32	19,839.28	23,709.58	10,882.95
资本化利息支出	76,746.50	101,003.29	111,745.17	28,923.00
实收资本	70,000.00	70,000.00	70,000.00	70,000.00
少数股东权益	113,565.13	115,095.79	20,210.54	20,330.97
所有者权益合计	1,981,236.13	2,030,838.12	2,226,858.96	2,213,328.79
营业总收入	340,618.36	210,589.89	225,809.82	12,228.95
经营性业务利润	177,852.83	25,937.13	36,803.88	-14,565.06
投资收益	360.00	518.92	540.38	253.09
净利润	186,917.77	41,451.88	37,471.53	-13,504.84
EBIT	200,693.75	69,560.95	66,166.49	-
EBITDA	185,676.91	47,450.75	62,510.69	-
销售商品、提供劳务收到的现金	443,444.58	95,092.48	258,682.20	23,119.68
收到其他与经营活动有关的现金	57,292.51	94,811.49	216,043.53	108,431.63
购买商品、接受劳务支付的现金	509,264.14	596,551.19	696,957.67	388,802.89
支付其他与经营活动有关的现金	119,951.43	145,659.68	189,802.12	251,996.74
吸收投资收到的现金	--	0.00	0.00	0.00
资本支出	9,501.62	801.13	13,369.95	0.00
经营活动产生现金净流量	-136,122.36	-559,742.86	-428,850.19	-509,233.81
投资活动产生现金净流量	5,075.84	14,832.50	8,989.33	-237.24
筹资活动产生现金净流量	195,444.92	471,438.90	665,345.23	520,064.61
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	54.01	18.36	20.84	-6.03
期间费用率(%)	5.01	13.60	17.16	112.37
应收类款项/总资产(%)	3.21	3.72	1.65	3.67
收现比(X)	1.30	0.45	1.15	1.89
总资产收益率(%)	5.09	1.55	1.27	-0.16*
资产负债率(%)	52.75	57.31	60.67	64.21
总资本化比率(%)	46.07	52.88	57.80	61.81
短期债务/总债务(X)	0.40	0.25	0.25	0.23
FFO/总债务(X)	0.11	0.02	0.02	-0.57
FFO利息倍数(X)	2.18	0.37	0.55	-12.79
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.59	-4.63	-3.17	-12.79
总债务/EBITDA(X)	9.12	48.04	48.78	-
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.08	0.08	-
货币资金/短期债务(X)	0.29	0.22	0.49	0.47
EBITDA利息覆盖倍数(X)	2.17	0.39	0.46	-

注：1、2022年一季报未经审计，带*指标已经年化处理；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的带息部分计入短期债务，将长期应付款中的带息部分计入长期债务；3、计算EBITDA时剔除投资性房地产公允价值变动收益。

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
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+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	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	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/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。