



杭州良渚文化城集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1517 号

声 明

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

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 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”、“18 良渚文化 MTN001”、
“19 良渚文化 MTN001”、“20 良渚文化 MTN001”和“22 良
渚债/22 良渚文化债” AA+**评级观点**

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交通区位优势及产业基础能够为其经济的发展提供广阔的空间，近年来经济财政实力持续增长；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。同时，中诚信国际预计，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；同时，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。

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

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司地位提升，资本实力显著扩充，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，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **区域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2023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。**截至2023年3月末，公司总债务391.04亿元，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。

项目负责人：吴江珊 jshwu@ccxi.com.cn

项目组成员：汤爱萍 aptang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

良渚文化城（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	475.76	566.22	641.15	690.71
经调整的所有者权益合计（亿元）	203.08	222.69	233.29	232.11
总负债（亿元）	272.68	343.53	407.86	458.60
总债务（亿元）	227.94	304.96	351.55	391.04
营业总收入（亿元）	21.06	22.58	39.65	2.08
经营性业务利润（亿元）	2.59	3.68	4.81	-1.38
净利润（亿元）	4.15	3.75	4.76	-1.45
EBITDA（亿元）	4.78	7.11	9.76	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-55.97	-42.89	-52.84	-5.28
总资本化比率(%)	52.88	57.80	60.11	62.75
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.40	0.52	0.63	--

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、2022 年度审计报告及 2023 年 1~3 月未经审计的合并财务报表整理。其中，2020、2021 年采用下年期初数，2022 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。

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 良渚债/22 良渚文化债 (AA+)	2022/10/13	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+) 19 良渚文化 MTN001 (AA+) 18 良渚文化 MTN001 (AA+) 18 良渚停车场专项债/PR 良渚债 (AA+)	2022/6/14	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+)	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/PR 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（2022 年数据）

项目	良渚文化城	梅山岛开发	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	宁波市北仑区	杭州市萧山区
GDP（亿元）	2,651.25	2,630.84	2,063.95
一般公共预算收入（亿元）	352.93	424.13	318.31
经调整的所有者权益合计（亿元）	233.29	91.51	324.38
总资本化比率（%）	60.11	51.72	40.72
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.63	0.49	1.13

注：“梅山岛开发”系“宁波梅山岛开发投资有限公司”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。

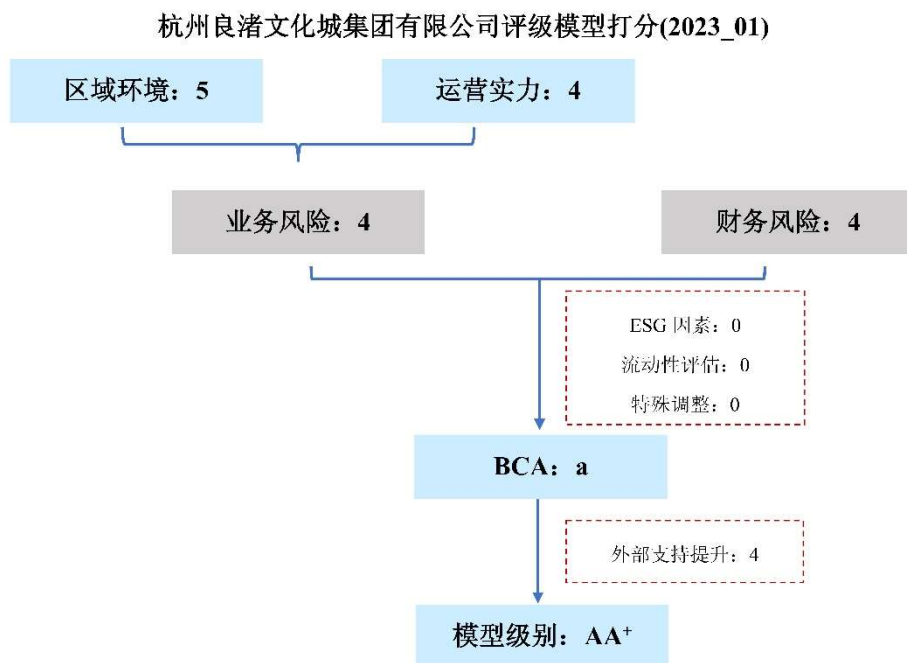
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项信用等级	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 ⁺	2022/6/14	15.00	9.00	2018/8/23~2025/8/23	提前还 款
18 良渚文化 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/14	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 ⁺	2022/6/14	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 ⁺	2022/6/14	2.00	2.00	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 ⁺	2022/10/13	6.50	6.50	2022/10/21~2029/10/21	提前还 款

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，余杭区整体经济财政实力很强，区域环境风险很低。公司在区域内业务重要性突出，在建拟建项目规模大，具备较强的业务稳定性和持续性。公司资产主要由项目建设形成的存货构成，流动性和收益性均较弱。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，良渚文化城资产规模及所有者权益持续增长，自有资本实力持续增强；但债务规模持续快速增长，债务压力加大，且公司 EBITDA 对债务利息保障程度较弱。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对良渚文化城个体基础信用等级无影响，良渚文化城具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，余杭区政府支持能力很强，对公司的支持意愿较强，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，具备较高的职能重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“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 2023 年 4 月末，该募投项目均已完工。

“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 2023 年 4 月末，募集资金已使用 6.05 亿元，剩余 0.45 亿元。

谢村三期位于余杭区良渚街道谢村村，上塘高架以北，储运路以东，谢村一期以南。主要建设内容包括农民高层公寓、社区服务及商业配套用房、物业用房、地下停车库、地下设备用房、地上停车位、道路、绿化、广告位等配套建设。总用地面积约 24,307 平方米（约 36.45 亩），总建筑面积约 86,300 平方米，地上建筑面积约 58,965 平方米（其中，农民高层公寓建筑面积约 54,440 平方米，物业用房建筑面积约 410 平方米，社区服务及商业配套用房建筑面积约 4,115 平方米），其中地下建筑面积约 27,335 平方米。杜甫四期位于良渚街道网周路以西，立新路以东，孤墩漾以南，东西大道以北，由三个地块组成。主要建设内容包括高层住宅、物业管理用房、社区服务用房及商业配套用房、地下停车库、地下设备用房、地上停车位、道路、绿化及相关配套设施等。本项目总用地面积约 137,893 平方米（约 206.840 亩），总建筑面积约 517,812 平方米，地上建筑面积约 350,981 平方米（高层住宅面积约 302,040 平方米，物业管理用房建筑面积约 2,900 平方米，社区服务用房及商业配套用房建筑面积约 35,845 平方米），地下建筑面积约 166,831 平方米。

项目进度方面，截至 2023 年 3 月末，谢村三期已进入收尾阶段。杜甫四期项目正在进行室外附属施工和配套用房施工。

近期关注

宏观经济与行业政策

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

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，

居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

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

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

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

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

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

根据浙江省人民政府 2021 年 3 月 11 日印发的《浙江省人民政府关于调整杭州市部分行政区划的通知》（浙政发[2021]7 号），撤销杭州市余杭区，设立新的杭州市余杭区，以原余杭区的余杭街道、仓前街道、闲林街道、五常街道、中泰街道、仁和街道、良渚街道、瓶窑镇、径山镇、黄湖镇、鸬鸟镇、百丈镇的行政区域为新的余杭区的行政区域，余杭区人民政府暂驻仓前街道文一

西路 1500 号。另设立杭州市临平区，以原余杭区的临平街道、东湖街道、南苑街道、星桥街道、运河街道、乔司街道、崇贤街道、塘栖镇的行政区域为临平区的行政区域，临平区人民政府驻临平街道西大街 33 号。新区划分之后，余杭区的行政区划面积由原来的 1,222 平方公里减小至 942 平方公里，下辖 7 个街道、5 个镇，截至 2022 年末，全区常住人口 136.4 万人。

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

表 1：2022 年杭州市下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
杭州全市	18,753.07	-	15.26	-	2,450.61	-
余杭区	2,651.25	1	19.44	2	352.93	1
上城区	2,560.53	2	18.92	3	210.56	5
滨江区	2,184.80	3	41.42	1	214.65	4
萧山区	2,063.95	4	9.91	9	318.31	2
拱墅区	2,003.32	5	17.26	4	184.29	6
西湖区	1,970.10	6	17.24	5	233.49	3
钱塘区	1,226.03	7	15.42	6	116.63	8
临平区	1,006.68	8	8.76	11	135.57	7
富阳区	917.40	9	13.17	7	91.74	9
临安区	672.34	10	10.42	8	83.99	10
建德市	433.54	11	8.56	12	52.02	11
桐庐县	431.41	12	9.42	10	41.49	12
淳安县	269.51	13	8.25	13	23.92	13

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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

表 2：近年来余杭区地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,824.02	3,051.61	2,502.20	2,651.25
GDP 增速（%）	8.6	5.3	7.5	1.00
人均 GDP（万元）	16.17	13.00	19.69	19.44
一般公共预算收入（亿元）	391.45	441.06	375.69	352.93
政府性基金收入（亿元）	391.94	667.54	244.44	525.37
税收收入占比（%）	95.48	98.20	97.15	95.25

公共财政平衡率(%) 103.91 106.63 112.45 105.51

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

资料来源：杭州市财政局，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”也在其中。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。

2023 年良渚新城共有 99 个项目，总投资 596.45 亿元，2023 年计划投资 65.20 亿元，其中政府投资项目 88 个，产业投资项目 11 个。

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 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020			2021			2022			2023.1~3		
	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	13.99	66.45	15.25	11.26	49.88	15.25	23.18	58.45	15.25	0.76	36.63	15.25
成品油销售	3.14	14.91	11.33	3.76	16.65	9.45	3.19	8.04	9.10	0.74	35.44	9.79
农副物流	0.51	2.43	68.55	1.61	7.12	34.11	2.45	6.19	18.97	0.56	0.27	13.64
房地产销售	1.17	5.54	70.66	2.17	9.63	77.52	-	-	-	-	-	-
代建收入	2.24	10.65	8.97	3.71	16.45	9.32	10.81	27.26	8.67	-	-	-
其他	0.005	0.03	-8.28	0.06	0.28	85.33	0.02	0.06	33.47	0.02	0.01	31.95
合计	21.06	100.00	18.36	22.58	100.00	20.84	39.65	100.00	13.18	2.08	100.00	13.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块

公司主要负责良渚新城的土地整理业务，业务竞争力强，该板块是公司收入最主要来源；公司拥

¹ 2015 年起，良渚新城范围等同于良渚街道范围。

有充足的土地储备，但土地开发易受土地出让计划、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，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司土地整理业务分别实现收入 13.99 亿元、11.26 亿元、23.18 亿元及 0.76 亿元，均已回款。具体看，受区域内规划进度影响，2022 年由于征迁土地中包含货币化安置部分，平均土地开发成本增幅较大。在建项目方面，截至 2023 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 414.90 亿元，开发面积共计 72,430 亩。公司土地储备充足，业务可持续性较好。

表 4：近年良渚文化城土地开发业务情况

分类	2020	2021	2022
土地开发面积（亩）	489.18	398.20	256.00
平均土地开发成本（万元/亩）	254.49	636.87	1,580.86
土地开发总投入（亿元）	12.45	25.36	40.47
土地出让宗数（宗）	9	4	9
土地出让面积（亩）	465.98	336.62	618.09
平均出让单价（万元/亩）	1,476.75	977.87	2,801.70
土地成交总额（亿元）	68.81	32.92	173.17
土地开发收入（亿元）	13.99	11.26	23.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代建业务板块

作为良渚文化城内重要的基础设施建设运营主体，公司代建业务具有区域专营性，业务竞争力较强；同时，在建项目储备充足，业务可持续性强。

公司代建业务板块由子公司杭州良渚新城城建投资有限公司、杭州良渚新城交通投资有限公司负责，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，2020~2022 年，公司代建业务收入分别为 2.24 亿元、3.71 亿元、10.81 亿元，收入规模整体稳定增长，均已实现回款。2023 年 1~3 月，公司暂未实现代建业务收入。2022 年，良渚文化城完工并确认收入的项目较多，主要包括杭行路及综合管廊下穿铁路工程、良渚新城二小项目、康良路道路工程等项目。

表 5：2022 年公司确认收入基础设施建设项目（亿元）

项目名称	总投资	已确认收入	已回款金额
杭行路及综合管廊下穿铁路工程	5.19	5.71	6.23
良渚新城二小项目	3.46	3.81	4.15
康良路道路工程	0.69	0.76	0.83
良渚三小（安溪小学）	0.16	0.18	0.20
良渚各学校暑期维修工程	0.20	0.21	0.23
其他	0.12	0.13	0.14
合计	9.83	10.81	11.78

注：以上回款金额为含税价款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建项目储备较多，主要包括金昌路、新甫路、良渚一小（石桥校区）等，主要在建代建项目计划总投资 10.04 亿元，已投资 8.38 亿元，业务可持续性较强。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 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建代建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
金昌路	2022.3-2022.12	1.51	1.83
良祥路北段	2018.5-2019.9	2.09	1.1
杭行路（区界-勾良路）	2021.11-2022.3	1.49	1.49
莫干山路（良渚港-美丽洲路）	2017.9-2018.4	0.31	0.10
新甫路	2021.10-2022.2	2.07	2.71
良渚一小（石桥校区）	2020.12-2023.12	2.57	1.15
合计	--	10.04	8.38

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、人才公寓为主，截至 2023 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 35.39 亿元，这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，但该类项目投资规模较大，中诚信国际对公司在建自营项目未来的业务模式和资金平衡方式持续关注。

表 7：截至 2023 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	63.86	20.22
良渚新城公共租赁住房	4.55	2.85
人才房	22.18	12.32
合计	90.59	35.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房产销售板块

公司作为良渚新城唯一的安置房建设主体，有一定区域专营性，业务竞争力很强。目前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，存在较大的投资压力。

公司的房产销售业务的运营主体为子公司良渚文化城，主要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区政府最终定价。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 年由于闲置的房屋未实现安置，公司将其进行拍卖。2020~2021 年，公司分别实现房地产销售收入 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 年至今未实现房屋销售。截至 2023 年 3 月末，逸居城小区剩余在售安置房共 38 套，剩余车位 356 个。除此之外，公司目前暂无其他商品房项目。截至 2023 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 24.12 亿元（为 2020 年之前销售回款）。截至 2023 年 3 月末，公司剩余未安置的安置房约 165 套。

在建项目方面，截至 2023 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 2023 年 3 月末，主要在建安置房计划总投资 156.79 亿元，已投资 107.92 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 2023 年 3 月末该项目已完工，现项目处于分项验收中。截至 2023 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。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 8：截至 2023 年 3 月末公司主要在建安置房项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
杜甫五期	33.68	22.01
东塘河、西塘河农民高层公寓	30.57	22.15
行宫塘、南庄兜农民高层公寓	21.69	16.05
勾庄二期农民多高层公寓	18.15	13.93
运河四期多高层公寓	24.23	16.70
杜甫四期	24.48	14.07
谢村三期多高层公寓	3.99	3.01
合计	156.79	107.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

商品销售业务主要为成品油销售，可为公司贡献较为稳定的收入来源；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，该业务为公司贡献了较为稳定的现金流。

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 2023 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。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司商品销售业务分别实现收入 3.14 亿元、3.76 亿元、3.19 亿元和 0.74 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 9：近年公司成品油采购情况

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
采购数量（万吨）	5.03	4.98	3.45	0.86
平均采购价格（元/吨）	5,511	6,825	8,385	7,715

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 10：近年公司成品油销售情况

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
成品油零售量（万吨）	5.04	5.00	3.46	0.86
平均销售价格（元/吨）	6,224	7,526	9,215	8,563

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

公司农副物流业务包括租赁、仓储、中转及物业管理业务，规模较小但发展平稳。

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。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现农副物流业务收入 0.51 亿元、1.61 亿元、2.45 亿元和 0.32 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 2023 年 3 月末已出租 7.54 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 2023 年 3 月末已对外出租 12.88 万平方米，2022 年及 2023 年 1~3 月分别实现租金收入 0.30 亿元和 0.24 亿元，收入规模较小，2022 年收到相应政府补助 0.56 亿元。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，租赁业务收入分别为 0.31 亿元、1.38 亿元、2.27 亿元和 0.29 亿元。

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。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现仓储租金收入 1,679.03 万元、2,197.67 万元、1,650.75 万元和 177.99 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，主要针对杭州农副产品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 11：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司农副物流收入明细（万元）

项目名称	2020	2021	2022	2023.Q1
租赁	3,078.73	13,832.15	22,696.50	2,848.55
中转	142.07	133.45	144.44	23.58
仓储租金	1,679.03	2,197.67	1,650.75	177.99
物业管理费	226.35	173.43	-	144.80
合计	5,126.18	16,336.70	24,491.69	3,194.92

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

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，受益于政府的持续支持，近年来公司资本实力不断增强；公司资产流动性和收益性较弱，整体资产价值较低；债务规模快速扩张，财务杠杆持续上升但仍处于适中水平，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱。

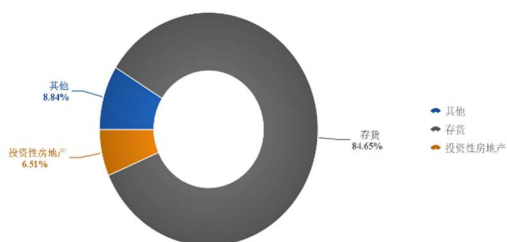
资本实力与结构

随着项目的不断开发，公司资产规模保持增长趋势；但公司资产主要包括项目投资成本等，资产流动性较弱；同时，公司拥有部分可供出租的房产，整体资产流动性和收益性较低。

近年来，随着公司土地开发业务的开展，公司总资产规模快速增长。公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产和使用权资产构成，且流动资产占比近 90%。公司账面上保有一定规模的货币资金，截至 2023 年 3 月末，货币资金中存在 4.00 万元的质押保证金，受限比例较小。其他应收款主要为应收良渚新城管委会的往来款，2023 年 3 月末占比达到 76.16%，集中

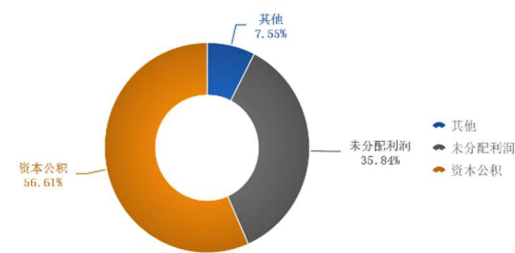
度较高，对公司资金形成一定占用。公司存货规模随着土地整理业务和安置房建设任务的推进而逐年扩大，截至 2023 年 3 月末，公司存货占总资产的比重达到 81.84%，其中包含开发成本 134.45 亿元以及合同履约成本 423.02 亿元，其中开发成本主要系安置房项目的投入，合同履约成本主要为土地开发成本和受托代建项目成本。近年来，公司加快土地开发进度，同时周边配套基础设施建设投资增加，致使存货持续增加。投资性房地产全部为房屋和建筑物，为公司下属子公司杭州农副产品发展有限公司持有的用于租赁的不动产，采取公允价值模式计量，2023 年 3 月末增加 17.46% 系公司收购房产日后出租所致。使用权资产为公司租入并租出的资产，整体波动不大。整体来看，公司资产流动性和收益性均较弱，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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，2022 年同比增长 4.71%，系公司收到良渚新城管委会的拨款 6.01 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。

虽然公司权益规模持续增长，但受债务规模快速增长的影响，财务杠杆水平呈持续上升趋势，但处于适当水平，未来尚有一定融资空间。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将进一步增长。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	475.76	566.22	641.15	690.71
流动资产占比	90.81	90.07	90.61	88.62
经调整的所有者权益合计	203.08	222.69	233.29	232.11
资产负债率	57.31	60.67	63.61	66.40
总资本化比率	52.88	57.80	55.73	58.79

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

受公司在建项目投资支出规模较大影响，公司经营性现金流持续呈净流出状态；公司投资活动需求较小，投资活动净现金流规模不大，2023 年公司布局产业基金使得投资活动现金流呈现净流出；公司经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

公司营业收入主要来源于土地整理、工程代建、成品油销售等业务，近三年公司收入稳定增长，回款进度尚可，2022 年开始收现比大于 1。公司基础设施代建及土地开发等建设项目建设支出规

模持续增加且维持较大规模，公司经营活动现金流呈持续净流出状态。

公司对外投资规模较小，投资活动现金需求不大。2023 年一季度，由于公司出资产业基金杭州综改余新企业管理合伙企业（有限合伙），投资活动现金流呈现较大缺口。

公司经营活动产生的资金缺口主要通过发行债券、银行借款等方式满足，有一定规模的非标融资，受益于余杭区较优的再融资环境和公司较强的再融资能力，公司资本市场表现活跃，基本可以覆盖资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	-55.97	-42.89	-52.84	-5.28
投资活动产生的现金流量净额	1.48	0.90	2.91	-19.15
筹资活动产生的现金流量净额	47.14	66.53	34.37	30.91
现金及现金等价物净增加额	-7.35	24.55	-15.56	6.47
收现比	0.45	1.15	1.07	3.56

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模持续快速增长，债务类型较为多元，且以长期债务为主；EBITDA 对利息的覆盖程度较弱；同时，公司经营活动净现金持续为负，无法对利息形成有效覆盖。

随着在建项目的持续推进，公司外部债务融资需求不断推升，近年债务规模持续快速增长。公司债务目前以银行借款和债券发行为主，同时有一定规模的非标融资，债务类型及渠道较多元；期限结构以长期债务为主，与公司业务类型相匹配。

表 14：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	成本	金额	2023.4~12	2024 年	2025 年	2026 年及以后
银行借款 信用借款/抵押借款/保证借款等	--	195.09	54.07	58.47	38.37	44.18
债券融资 普通债券	2.24~6.30%	171.50	26.00	53.50	42.30	49.70
非标融资 融资租赁及信托借款	--	7.56	2.66	2.30	2.10	0.50
合计	-	374.15	82.73	114.27	82.77	94.38

注：该数据不包括利息及租赁负债；公司暂未提供银行借款及非标融资借款成本。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 近年来呈现增长态势；同时受债务规模快速扩张影响，利息支出持续增加，近年公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较弱。此外，公司经营活动现金流持续净流出，无法对利息形成有效覆盖。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	227.94	304.96	351.55	391.04
短期债务占比	25.09	25.12	44.52	38.30
EBITDA	4.78	7.11	9.76	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.40	0.52	0.63	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-4.63	-3.17	-3.41	-1.07

注：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。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产余额 28.69 亿元，主要为抵押的房产，占当期末总资产的 4.15%，存在较大的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 48.17 亿元，占同期末净资产的比例为 20.75%，被担保单位主要系国有企业。公司不存在未决诉讼事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 6 月 5 日，公司近两年未发生违约事件，也不存在两年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍系良渚新城重要的建设开发主体，暂未有重大的资产划入和划出计划，合并范围口径基本保持稳定。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 50~60 亿元左右，主要为安置房项目和土地整理项目等投入。

——2023 年，公司债务规模将呈增长态势，新增债务类融资约 50~60 亿元。

预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	57.80	60.11	56.84~69.48
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.52	0.63	0.44~0.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

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

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

近年来公司经营活动净现金流持续为负，截至 2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 28.10 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 401.95 亿元，尚未使用授信额度为 156.15 亿元，备用流动性充足；此外，余杭区

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

经济基础好，区域内企业间有一定的临时拆借资金的空间；作为良渚新城重要的建设开发主体，可持续获得政府的财政拨款及资产注入支持；且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手发债批文较多，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于基础设施建设、土地开发、安置房建设等项目建设投资。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 150 亿元，此外 2022 年公司利息支出约 15 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。预计未来债务规模将持续增加。综上所述，公司流动性较弱，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析³

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

环境方面，公司的安置房开发等生产类业务可能会面临一定环境风险，截至目前，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚，整体来看，公司环境管理表现尚可。

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

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

外部支持

中诚信国际认为，余杭区的支持能力很强，主要体现在以下方面：

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

同时，余杭区对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司系余杭区良渚新城重要的建设开发平台，承担了余杭区重点区域的建设开发任务，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司由余杭区国资办直接监管与考核，业务开展均与区政府具有较高的实质关联性。

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

3) 过往支持力度较大：公司在获得项目建设专项资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2022 年公司共获得财政补贴 3.67 亿元，同时获得项目拨款约 6 亿元。

表 17：余杭区级主要平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
余杭国投	余杭区国资办 85%，杭州余杭财务开发公司 15%	主要承担良渚新城和杭州钱江经济开发区（以下简称“钱江开发区”）的建设及区委区政府赋予的产业政策资金引导管理	878.45	356.69	59.40	62.30	6.70	5.00
良渚文化城	余杭国投 90%	主要负责良渚新城区域内基础设施建设、土地开发整理等业务	641.15	233.29	63.61	39.65	4.76	175.50
钱江开投	余杭国投 100%	主要负责钱江开发区范围内基础设施建设、土地开发整理等业务	123.64	52.40	57.62	16.58	1.40	17.00
余杭城投	余杭区国资办 90% 浙江省财务开发有限责任公司 10%	主要负责未来科技城范围内基础设施建设、土地开发整理等业务	1,204.92	372.38	69.09	46.82	9.51	362.01
余杭交投	余杭区国资办 90% 浙江省财务开发有限责任公司 10%	余杭区交通基础设施开发建设业务	666.84	402.14	40.81	40.46	15.40	98.60
余杭文投	余杭区国资办 90.63%，浙江省财务开发有限责任公司 9.37%	主要负责余杭区旅游板块业务、余杭区农用地开发整理、农村土地整治及其他政府授权的经营性业务	135.55	64.15	52.68	8.50	0.55	22.00

注：钱江开投为“杭州钱江开发区投资发展有限公司”的简称，余杭城投为“杭州余杭城市发展投资集团有限公司”的简称，余杭交投为“杭州余杭交通投资集团有限公司”简称，余杭文投为“杭州余杭文化旅游投资集团有限公司”的简称；债券余额为截至 2023 年 6 月 8 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，余杭区政府具有很强的支持能力，对公司的支持意愿较强，可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，良渚文化城与梅山岛开发等可比公司的外部经营环境风险、业务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，杭州市余杭区与宁波市北仑区、萧山区的行政地位相当，区域经济实力极强，市场融资环境接近，能够给予当地平台企业很强的支持能力。良渚文化城与上述平台均为当地重要的基础设施建设运营主体，当地政府对它们均有较强的支持意愿。

其次，良渚文化城的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化。

然后，良渚文化城的财务风险在同业中处于适中水平。公司权益规模处于比较组平均水平，资本实力一般；财务杠杆率处于比较组较高水平，可用银行授信处于中间水平，备用流动性充足，在

融资能力较好。

表 18：2022 年同行业对比表

	良渚文化城	梅山岛开发	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	宁波市北仑区	杭州市萧山区
GDP（亿元）	2,651.25	2,630.84	2,063.95
GDP 增速（%）	1.0	4.2	1.2
人均 GDP（万元）	19.44	30.43	9.91
一般公共预算收入（亿元）	352.93	424.13	318.31
公共财政平衡率（%）	105.51	114.07	92.77
政府债务余额（亿元）	244.33	183.29	592.23
控股股东及持股比例	余杭国投 90%	宁波经济技术开发区 控股有限公司 60% （委托宁波市北仑区 国有资本运营有限公 司实际管理）	钱江世纪城国资公司 70%
职能及地位	余杭区良渚文化城 的建设开发平台	主要负责宁波梅山保 税港区的土地整理、 桥梁、道路、厂房、 市政基础设施建设等 业务	萧山区重要的开发建 设和投融资主体，主 要负责钱江世纪城 区域的土地开发、基 建和安置房建设等任 务
核心业务及收入占比	土地开发收入 58.45%、代建收入 27.26%、成品油销 售 8.04%、农副物 流 6.19%	土地整理与基础设施 建设 4.88%、大宗商 品销售 72.53%、委托 建设 7.58%、租赁业 务 7.43%	安置小区工程 36.15%、基建 26.75%、土地整理 23.09%、租赁 5.41%、销售混凝土 4.79%
总资产（亿元）	641.15	202.16	614.61
经调整的所有者权益合计（亿元）	233.29	91.51	324.38
总债务（亿元）	351.55	98.01	222.81
总资本化比率（%）	60.11	51.72	40.72
营业总收入（亿元）	39.65	12.05	30.43
净利润（亿元）	4.76	0.88	4.97
EBITDA（亿元）	9.76	1.77	10.01
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.63	0.49	1.13
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-52.84	-9.78	-41.22
可用银行授信余额（亿元）	156.15	5.30	174.96
债券融资余额（亿元）	175.50	50.00	110.00

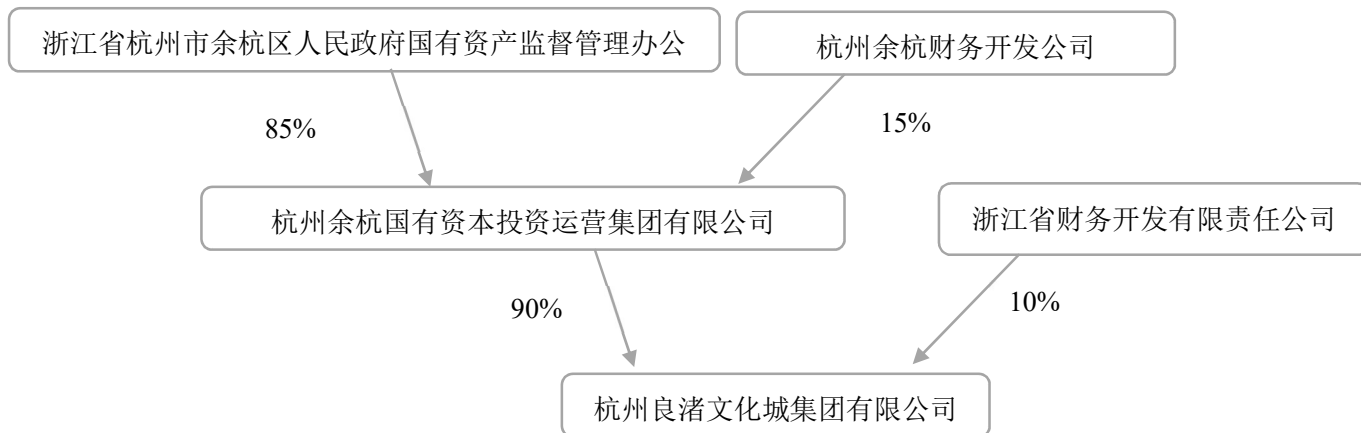
注：良渚文化城授信额度为截至 2023 年 3 月末数据；钱江世纪城开发公司可用银行授信余额为 2023 年 5 月初数据。债券余额为截至 2023 年 6 月 19 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

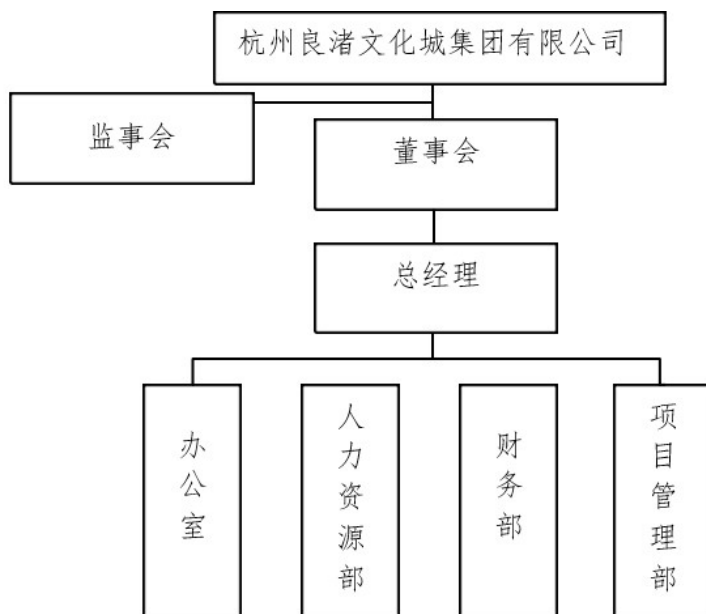
综上所述，中诚信国际维持杭州良渚文化城集团有限公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“18 良渚停车场专项债/PR 良渚债”、“18 良渚文化 MTN001”、“19 良渚文化 MTN001”、“20 良渚文化 MTN001”和“22 良渚债/22 良渚文化债”的债项信用等级为 AA⁺。

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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	126,336.69	371,821.06	216,245.42	280,986.92
非受限货币资金	126,334.29	371,818.66	216,243.12	280,982.92
应收账款	26,977.66	13,571.27	4,792.82	4,790.97
其他应收款	150,099.08	80,072.86	138,254.51	117,639.03
存货	4,011,908.71	4,622,369.09	5,427,313.45	5,652,457.87
长期投资	10,770.61	12,866.71	13,435.07	20,029.18
在建工程	--	--	15,417.26	121,110.47
无形资产	6,854.68	12,296.37	18,671.20	18,610.00
总资产	4,757,590.66	5,662,198.37	6,411,509.34	6,907,070.65
其他应付款	92,082.09	97,289.71	197,089.73	246,363.84
短期债务	571,973.55	765,983.60	1,564,954.70	1,497,525.95
长期债务	1,707,443.92	2,283,567.33	1,950,526.19	2,412,846.79
总债务	2,279,417.47	3,049,550.94	3,515,480.89	3,910,372.74
总负债	2,726,752.54	3,435,339.42	4,078,583.99	4,585,981.25
利息支出	120,842.57	135,454.76	154,763.01	49,503.29
经调整的所有者权益合计	2,030,838.12	2,226,858.96	2,332,925.35	2,321,089.41
营业总收入	210,589.89	225,809.82	396,519.85	20,760.26
经营性业务利润	25,937.13	36,803.88	48,109.44	-13,792.31
其他收益	18,161.77	30,160.00	36,661.26	20.14
投资收益	518.92	540.38	539.85	181.15
营业外收入	33.52	246.54	102.44	8.40
净利润	41,451.88	37,471.53	47,573.42	-14,536.71
EBIT	46,240.32	60,816.78	80,611.60	--
EBITDA	47,815.66	71,080.50	97,560.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金	95,092.48	258,682.20	425,030.88	73,840.99
收到其他与经营活动有关的现金	94,811.49	216,043.53	179,449.21	265,778.18
购买商品、接受劳务支付的现金	596,551.19	696,957.67	1,020,112.34	251,935.67
支付其他与经营活动有关的现金	145,659.68	189,802.12	102,736.38	137,202.19
吸收投资收到的现金	--	--	--	--
资本支出	801.13	13,369.95	29,266.09	184,830.73
经营活动产生的现金流量净额	-559,742.86	-428,850.19	-528,360.12	-52,798.19
投资活动产生的现金流量净额	14,832.50	8,989.33	29,085.41	-191,549.58
筹资活动产生的现金流量净额	471,438.90	665,345.23	343,699.17	309,091.17
现金及现金等价物净增加额	-73,471.46	245,484.37	-155,575.54	64,743.40
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	18.36	20.84	13.18	13.00
期间费用率(%)	13.60	17.16	10.08	77.56
应收类款项/总资产(%)	3.72	1.65	2.23	1.77
收现比(X)	0.45	1.15	1.07	3.56
资产负债率(%)	57.31	60.67	63.61	66.40
总资本化比率(%)	52.88	57.80	60.11	62.75
短期债务/总债务(%)	25.09	25.12	44.52	38.30
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-4.63	-3.17	-3.41	-1.07
总债务/EBITDA(X)	47.67	42.90	36.03	--
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.09	0.06	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.40	0.52	0.63	--

注：中诚信国际根据 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理；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；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。

附三：基本财务指标的计算公式

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

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

附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn