

杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司  
及其发行的 21 杭州运河 MTN001 与 21 杭州运河 MTN002  
跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2021]101062】

**评级对象：** 杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司及其发行的 21 杭州运河 MTN001 与 21 杭州运河 MTN002

**21 杭州运河 MTN001**

**21 杭州运河 MTN002**

**主体/展望/债项/评级时间**

**主体/展望/债项/评级时间**

**本次跟踪：** AA+/稳定/AA+/2021 年 7 月 14 日

AA+/稳定/AA+/2021 年 7 月 14 日

**首次评级** AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 18 日

AA+/稳定/AA+/2021 年 4 月 1 日

### 主要财务数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据：</b>				
货币资金	21.59	27.56	12.42	49.04
刚性债务	96.07	53.95	68.85	75.38
所有者权益	164.90	186.45	198.00	202.65
经营性现金净流入量	-31.94	70.70	-2.61	34.59
<b>发行人合并数据及指标：</b>				
总资产	338.21	439.00	480.48	503.22
总负债	171.93	249.83	279.22	297.15
刚性债务	125.38	83.65	104.46	112.22
所有者权益	166.29	189.18	201.26	206.07
营业收入	15.71	34.83	21.26	32.66
净利润	2.71	4.35	2.29	4.81
经营性现金净流入量	-56.21	71.33	1.72	21.56
EBITDA	11.07	12.24	11.71	—
资产负债率[%]	50.83	56.91	58.11	59.05
长短期债务比[%]	601.05	84.81	152.85	180.39
营业利润率[%]	18.64	13.05	13.58	15.00
短期刚性债务现金覆盖率[%]	230.96	163.25	123.00	290.51
营业收入现金率[%]	63.63	233.28	109.58	97.85
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-63.13	-1.93	-39.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.99	2.24	1.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.12	—

注：发行人数据根据杭州运河经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算

### 分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com  
龚春云 gcy@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（以下简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司（以下简称“杭州运河”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 21 杭州运河 MTN001 及与 21 杭州运河 MTN002 跟踪评级反映了 2020 年以来杭州运河在外部环境、业务地位及业务区域专营等方面保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、投融资、资金回笼及资产流动性等方面继续面临压力和风险。

#### 主要优势：

- **外部环境良好。**杭州市是长江三角洲中心城市之一，区位优势突出。跟踪期内，全市产业结构不断优化，综合经济实力稳步增长，为杭州运河提供了良好的外部发展环境。
- **业务地位突出。**跟踪期内，杭州运河仍是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营核心主体，同时参与杭州市大城北核心区的开发建设，在杭州市城市建设中发挥重要作用，业务地位突出，能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。
- **业务区域专营优势。**跟踪期内，杭州运河可继续享有区域一级开发主导权，可开发土地规模较大，业务区域具备较高的开发价值。同时，公司作为杭州运河景区运营商，综合保护历史街区等相关资源由公司自主运营，并拥有码头岸线和水上旅游资源专营权，业务开展具备区域专营优势。

#### 主要风险：

- **债务偿付压力。**随着土地整理和基础设施建设的不断推进，跟踪期内杭州运河负债经营程度

持续推高，目前已积聚较大规模刚性债务，面临的债务偿付压力有所上升。

- **投融资压力。**运河新城及杭钢新城规划开发体量大，杭州运河中短期内有较大规模的投资支出安排，将面临一定投融资压力。
- **资金回笼存在不确定性。**后续较大规模的土地出让将为杭州运河带来较为可观的收益及现金回笼，但土地出让进度及收益空间受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等因素影响，资金回笼存在不确定性。
- **资产流动性较弱。**杭州运河资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱。

### ➤ 未来展望

通过对杭州运河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 AA<sup>+</sup> 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很强，并维持上述债券 AA<sup>+</sup> 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司 及其发行的 21 杭州运河 MTN001 与 21 杭州运河 MTN002

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司 2021 年度第一期中期票据与杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司 2021 年度第二期中期票据（分别简称“21 杭州运河 MTN001”及“21 杭州运河 MTN002”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据杭州运河提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对杭州运河的财务状况、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。

该公司分别于 2021 年 1 月及 2021 年 4 月发行了 10.00 亿元 21 杭州运河 MTN001 和 10.00 亿元 21 杭州运河 MTN002，期限均为 3 年；票面利率分别为 3.85% 和 3.65%；募集资金全部用于偿还公司有息债务。截至 2021 年 4 月末，21 杭州运河 MTN001 及 21 杭州运河 MTN002 已按约定用途分别使用了 9.44 亿元和 4.39 亿元。

截至 2021 年 4 月末，该公司待偿还债券本金余额为 36.00 亿元。目前公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

**图表 1. 截至 2021 年 4 月末公司已发行待偿债券概况**

债项名称	发行金额	期限	票面利率	债券余额	发行时间	本息兑付情况
16 杭运河专项债	10.00	7 年	3.40	6.00	2016.10.17	正常
20 杭州运河 PPN001	10.00	3 年	3.98	10.00	2020.09.22	正常
21 杭州运河 MTN001	10.00	3 年	3.85	10.00	2021.01.27	正常
21 杭州运河 MTN002	10.00	3 年	3.65	10.00	2021.04.13	正常
合计	40.00	--	--	36.00	--	--

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2021 年以来，随着疫苗接种持续推进，全球经济不断恢复，发达与新兴国家间表现分化，全球的通胀风险明显上升；部分新兴经济体率先加息、美联储货币政策宽松力

度减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续平稳恢复，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，在疫苗接种持续推进及宽松政策的支持下，全球经济不断恢复，发达经济体修复节奏明显快于大多数新兴经济体，全球的通胀风险明显上升。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下加息，美联储货币政策宽松力度也有所减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持平稳恢复，内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。规模以上工业企业增加值保持较快增长且高技术制造业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但面临的成本上升压力较大，而小型企业及部分消费品行业生产活动仍有待加强。消费增速离正常水平的差距进一步缩小，消费升级类商品零售增长相对较快，餐饮消费依然偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资温和增长，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势的同时增速有所回落。人民币汇率在经历大幅升值后逐步调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行实行灵活精准的稳健货币政策，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，推进绿色金融发展和坚持发展普惠金融，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续平稳恢复；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望持续恢



复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落将导致房地产开发投资增速放缓但韧性不减，基建投资表现预计平稳；在外需恢复的支持下出口贸易延续强势表现但持续的时间将取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## （2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

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。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，该领域的建设及融资模式也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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政

府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，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 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），进一步明确提出要对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020 年 12 月，中央经济工作会议指出 2021 年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021 年 3 月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021 年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

### （3）区域经济环境

杭州市是浙江省省会、长江三角洲中心城市之一，区位优势突出，跟踪期内全市综合经济实力稳步增长。受益于 G20 峰会和亚运会，城市基建进一步完善，同时各类人才政策等的出台为区域房地产市场带来一定向好预期，近年来杭州市整体土地市场热度较高，2020 年商品房销售情况有所回暖。

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部、地处长江三角洲南翼、杭州湾西端、钱塘江下游、京杭大运河南段，是浙江省省会和经济、文化、金融、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 1.69 万平方公里，市区面积为 0.83 万平方公里，现辖 10 个区、1 个县级市和 2 个县。根据第七次人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日零时，全市常住人口为 1193.60 万人，人口城镇化率为 83.29%。

近年来，依托于优越的地理环境和良好的经济基础，杭州市经济保持增长，以数字经济为引领、服务业为主导、现代制造业为支撑的产业格局不断巩固，产业结构进一步优化。2020 年，全市实现地区生产总值 16106 亿元，同比增长 3.9%，增速高于全国水平 1.6 个百分点，高于浙江省 0.3 个百分点。分产业看，2020 年第一产业增加值为 326 亿元，同比下降 1.1%；第二产业增加值为 4821 亿元，同比增长 2.3%；第三产业增加值为 10959 亿元，同比增长 5.0%；三次产业结构由 2019 年的 2.1:31.7:66.2 调整为 2.0:29.9:68.1，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。2021 年第一季度，杭州市实现地区生产总值 4198 亿元，同比增长 18.3%。

**图表 2. 2018 年以来杭州市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）**

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	14307	6.7	15373	6.8	16106	3.9
第一产业增加值	306	1.8	326	1.9	326	-1.1
第二产业增加值	4694	5.8	4875	5.0	4821	2.3
第三产业增加值	9307	7.5	10172	8.0	10959	5.0
三次产业结构	2.1:32.8:65.1		2.1:31.7:66.2		2.0:29.9:68.1	
人均生产总值（万元）	14.85	3.3	15.25	2.0	--	--
全社会固定资产投资	--	10.8	--	11.6	--	6.8
社会消费品零售总额	5690	9.0	6188	8.8	5973	-3.5
进出口总额	5245	3.1	5597	6.7	5934	5.9

资料来源：杭州市统计年鉴、2020 年杭州市国民经济和社会发展统计公报

近年来，杭州市围绕构建“1+6”产业体系，加快打造“全国数字经济第一城”，深入实施“新制造业”计划，培育数字经济与新制造业“双引擎”。其中，2020 年全市文化、金融、健康、旅游休闲、高端装备和时尚六大主导产业增加值分别占 GDP 的比重为 14.2%、12.7%、7.2%、6.2%、4.9%和 1.8%；阿里巴巴、海康威视等龙头企业对数字经济的带动效应显著，2020 年全市数字经济核心产业实现增加值 4290 亿元，同比增长 13.3%，占 GDP 的比重进一步提升至 26.6%；智能制造、高端制造实现较快发展，2020 年全市高新技术产业、战略性新兴产业增加值分别达到 2448 亿元和 1415 亿元，占规上工业增加值的比重分别为 67.4%和 38.9%，同比增速分别为 8.6%和 8.1%。“十四五”时期，杭州市将坚持数字赋能产业变革，力争数字经济核心产业增加值突破 7000 亿元。

2020 年，杭州市全社会固定资产投资额同比增长 6.8%，其中基础设施投资及房地产开发投资增速分别为 7.7%和 5.3%。当年全市社会消费品零售总额为 5973 亿元，同比下降 3.5%。出口方面，当年全市实现货物出口额 3693 亿元，同比小幅增长；服务贸易、跨境电商快速发展，2020 年服务贸易出口 138.4 亿美元，同比增长 10.8%；跨境电商进出口总额 1084.2 亿元，同比增长 13.9%。



为维护区域房地产市场平稳健康发展，近年来杭州市政府相继出台了一系列房地产及土地调控政策，并于 2019 年首次出台土地双限政策，整体调控基调稳中趋紧。但受益于 G20 峰会和亚运会，杭州市城市基建进一步完善，叠加 2019 年以来出台的各类人才政策等，为区域房地产市场带来一定向好预期，2020 年商品房销售情况回暖，全市商品房销售面积为 1699 万平方米，同比增长 12.3%；商品房销售额为 4595 亿元，同比增长 17.1%。

**图表 3. 2018-2020 年杭州市房屋建设、销售情况（单位：%）**

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资（亿元）	3069	12.2	3397	10.7	3575	5.3
房屋施工面积（万平方米）	11750	2.0	11996	2.1	13310	11.0
房屋竣工面积（万平方米）	1637	-21.5	1728	5.5	1799	4.1
商品房销售面积（万平方米）	1675	-18.4	1514	-9.7	1699	12.3
商品房销售额（亿元）	4008	-4.1	3924	-2.1	4595	17.1

资料来源：杭州市统计年鉴、杭州市统计局

近年来，杭州市整体土地市场热度仍较高。2020 年全市土地出让总面积为 1767.91 万平方米，较上年下降 9.37%；实现土地出让收入 2670.01 亿元，较上年下降 6.00%；受出让土地区位及用地性质差异、土地限价政策等因素影响，2020 年土地出让均价为 1.51 万元/平方米，较上年增长 3.42%。其中，住宅用地出让均价为 3.19 万元/平方米，较上年增长 3.24%。2021 年第一季度，杭州市出让土地 358.31 万平方米，土地出让金为 780.59 亿元。

**图表 4. 2018 年以来杭州市土地交易情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
<b>建设用地面积</b>	<b>1539.93</b>	<b>1950.74</b>	<b>1767.91</b>	<b>358.31</b>
其中：住宅用地	609.75	757.29	732.32	178.16
商业/办公用地	235.59	256.64	234.00	94.53
工业用地	655.97	890.12	777.54	75.69
其它用地	38.62	46.69	24.05	9.93
<b>土地出让金</b>	<b>2501.08</b>	<b>2840.41</b>	<b>2670.01</b>	<b>780.59</b>
其中：住宅用地	2062.86	2341.90	2337.76	566.64
商业/办公用地	386.35	402.28	254.36	203.08
工业用地	46.67	81.54	74.02	6.65
其它用地	5.20	14.69	3.88	4.23
<b>成交土地均价</b>	<b>1.62</b>	<b>1.46</b>	<b>1.51</b>	<b>2.18</b>
其中：住宅用地	3.38	3.09	3.19	3.18
商业/办公用地	1.64	1.57	1.09	2.15
工业用地	0.07	0.09	0.10	0.09
其它用地	0.13	0.31	0.16	0.43

资料来源：CREIS 中指数据（数据提取日：2021 年 5 月 19 日）

该公司是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营的核心主体，同时参与杭州市大城北核心区的开发建设，在杭州市城市建设中发挥重要作用，业务地位突出，能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。

京杭大运河南起杭州，北至北京，途经浙苏鲁冀津京 6 个省市，全长约 1794 公里，

作为中国大运河项目之一，于 2014 年入选世界文化遗产名录。2019 年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《大运河文化保护传承利用规划纲要》，中国大运河文化带建设上升为国家战略。

京杭运河杭州段南起钱塘江三堡船闸，北至杭州余杭区塘栖镇水北地区，全长约 39 公里，分为主城区段和郊区段。其中，主城区段南起三堡船闸，北至石祥路，长约 14 公里，流经江干、下城、拱墅三区，两岸用地横向至第一条城市主干道，每侧平均约 500 米，规划用地面积约 21.1 平方公里，开发主体为该公司。郊区段从石祥路至余杭区塘栖镇水北地区，长约 25 千米，流经拱墅、余杭两区，两岸横向用地每侧控制在约 1000 米，规划用地面积约 50 平方公里。郊区段开发主体包括该公司和杭州余杭运河综保资产管理有限公司（以下简称“余杭运河公司”）。其中，公司主要负责范围为东至拱康路，南至石祥路，西至京杭大运河、通益路，北至拱墅区界，规划用地面积约 7.20 平方公里，亦称为运河新城<sup>1</sup>；余杭运河公司负责余杭界内的综合治理和开发保护工作。

2018 年 8 月，杭州市发布大城北地区规划建设三年行动计划（2018—2020 年）。该公司负责开发的运河新城纳入大城北地区规划，定位为大城北核心区的中部组团、城北城市副中心的重要组成部分。同年 9 月，根据府办简复（第 B20181614 号）公文，杭州市政府同意公司作为大城北地区-杭钢新城的做地主体，公司开发范围进一步拓展。杭钢新城东至 320 国道，南至金昌路，西至杭宁高铁、沿山港，北至拱墅区界，规划用地面积约 5.66 平方公里，是大城北核心区的东部组团，定位为以工业遗产活化利用为特色的新标志性区域。《杭州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》对大城北核心区及示范区板块建设作了规划，在十四五期间将重点打造京杭大运河博物院、大运河杭钢工业遗址公园、大城北中央景观大道、大运河未来艺术科技中心、大运河滨水公共空间、运河湾国际旅游休闲综合体、大运河生态艺术岛、北景园生态公园、武林美术馆等标杆项目，带动区域全面崛起。

整体看，该公司在京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营、杭州市大城北核心区开发建设中发挥重要作用，业务地位突出。

## 2. 业务运营

该公司作为京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营的核心主体，主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，2018 年末开发范围进一步拓展至大城北区域-杭钢新城。跟踪期内，公司收入仍主要来源于土地开发，同时不动产租赁对收入形成有益补充；运河新城及杭钢新城规划开发体量大，公司中短期内有较大规模的投资支出安排，将面临一定投融资压力，同时公司享有区域一级开发主导权，较大规模的待出让、在整理土地逐步出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但易受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等影响。

<sup>1</sup> 杭州市政府关于《杭州市运河新城单元（GS10）控制性详细规划（2020 版）》和《杭州市杭钢单元（GS13）控制性详细规划（2020 版）》批复中明确了运河新城的规划范围。

该公司主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，并参与杭州市大城北核心区的开发建设，拥有区域一级开发主导权，可持续享有业务区域内土地开发投资收益。同时，公司作为杭州运河景区运营商，综合保护的历史街区等相关资产由公司自主经营，并拥有码头岸线和水上旅游资源专营权，业务开展具备区域专营优势。

2020 年该公司实现营业收入 21.26 亿元，同比下降 38.97%。从具体构成看，公司收入主要来源于土地开发业务，当年该业务实现收入 17.19 亿元，对营业收入的贡献为 80.87%，因土地出让规模下降导致该业务收入同比大幅下滑；不动产租赁业务收入实现收入 3.22 亿元，主要得益于码头重新出租，该收入同比大幅增长，对营业收入的贡献为 15.16%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 32.66 亿元，其中土地开发及不动产租赁收入分别为 31.53 亿元和 0.83 亿元；因当期出让地块较多，导致营业收入较上年同期大幅增加 31.97 亿元。

**图表 5. 2018 年以来公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元，%）<sup>2</sup>**

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入	15.71	100.00	34.83	100.00	21.26	100.00	32.66	100.00
开发土地	13.27	84.47	32.06	92.04	17.19	80.87	31.53	96.53
不动产租赁	1.63	10.35	1.90	5.47	3.22	15.16	0.83	2.54
酒店经营	0.50	3.21	0.45	1.30	0.35	1.65	0.12	0.36
其他	0.31	1.97	0.41	1.18	0.49	2.32	0.19	0.57
毛利率	70.29		36.14		55.12		21.58	
开发土地	72.59		34.65		52.56		20.11	
不动产租赁	70.88		69.94		83.93		88.11	
酒店经营	76.49		39.17		23.46		46.81	
其他	-41.69		-7.03		-21.32		-43.45	

资料来源：杭州运河

### （1）运河综合保护及杭钢城开发

该公司依照市政府要求承担京杭运河杭州主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）综合整治、沿岸土地开发整理和基础设施建设职责；2018 年末新增杭钢新城的土地整理及基础设施建设职能。运营模式方面，根据杭州市政府纪要【2004】44 号《关于京杭运河（杭州段）综合整治和保护开发问题的专题会议纪要》的规定，《京杭运河（杭州段）综合整治和保护开发战略规划》范围内的全部土地出让金及拱墅区土地出让收益上缴市的 30%用于运河整治和保护开发，其中杭州市财政局将出让土地的土地出让金 55%部分和拱墅区土地出让收益上缴市的 30%作为公司运河两岸景点建设、基础设施建设等的专项资金直接划付公司，计入“专项应付款”；市财政土地出让金剩余的 45%部分划拨至杭州市土地储备中心，由其与公司结算，公司将返还的土地开发补偿费确认为土地开发收入。杭钢新城沿用运河的运营模式，公司可持续享有区域内土地开发投资收益。

<sup>2</sup> 表内合计数略有差额系“四舍五入”所致，下同。

从区域开发及投资进展看，现阶段该公司开发重点为运河新城和杭钢新城。其中，运河新城整体投资规模预计约 445 亿元，前期土地整理已基本完成，截至 2020 年末累计已投资约 218 亿元，尚需投资约 227 亿元；杭钢新城整体投资规模预计约 320 亿元，包括征地拆迁 120 亿元和基建投资 200 亿元，截至 2020 年末杭钢新城累计已投资约 80.5 亿元，尚需投资约 240 亿元。整体看，公司尚需在运河新城和杭钢新城投资近 500 亿元。

主要投建项目方面，截至 2020 年末，该公司主要在建项目计划总投资合计 157.05 亿元，已投资 35.53 亿元；主要拟建项目计划总投资合计 137.64 亿元，未来三年公司有较大规模的投资支出安排，面临一定的投融资压力。

**图表 6. 截至 2020 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）<sup>3</sup>**

项目名称	计划总投资	已投资	计划工期
中国京杭大运河博物院	31.93	0.50	2020-2024 年
香积寺路西延（莫干山路西侧-上塘路东侧）	23.60	10.29	2016-2020 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-08 地块文体设施	19.87	0.09	2020-2023 年
大运河杭钢工业遗址综保项目 GS1303-14 地块公园绿地	16.13	0.87	2020-2023 年
小河公园	13.07	0.16	2020-2022 年
杭钢河景观带（康贤路—吴家角港）	11.83	0.07	2020-2021 年
丽水路（石祥路-金昌路）	10.47	9.17	2017-2021 年
三里亭单元 JG0906-R21-18 地块拆迁安置房	9.27	3.80	2020-2024 年
三里亭单元 JG0906-R21-10 地块拆迁安置房	8.49	4.93	2019-2022 年
运河新城单元 GS1202-A33-30 地块 36 班初中	6.79	2.69	2020-2023 年
三里亭单元 JG0906-R21-20 地块拆迁安置房	5.60	2.96	2020-2024 年
<b>在建项目小计</b>	<b>157.05</b>	<b>35.53</b>	<b>--</b>
大运河未来艺术科技中心	43.24	--	2022-2025 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-07 地块文化设施	28.26	--	2021-2023 年
运河新城 GS1001-02 地块公租房	11.21	--	2021-2024 年
康园路（康桥路-金昌路）	9.58	--	2021-2023 年
运河新城单元 GS1002-15 地块 48 班初中	9.04	--	2022-2025 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-05 地块文化设施	8.58	--	2021-2023 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-06 地块文化设施	7.53	--	2021-2023 年
丽水路（三里洋路-康桥路）	7.33	--	2021-2023 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-12 地块文化设施	6.44	--	2021-2023 年
大运河杭钢工业旧址综保项目 GS1303-04 地块文化设施	6.43	--	2021-2023 年
<b>拟建项目小计</b>	<b>137.64</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：杭州运河

从资金平衡情况看，该公司开发建设资金平衡主要依赖于区域内土地开发补偿，部分项目已获得中央预算内投资资金<sup>4</sup>。近年来公司整理的运河新城单元 GS1202-R21-39 地块、运河新城单元 C-R21-02 地块、运河新城单元 B-R21-03 地块等陆续实现出让，形成大规模的资金回笼。2020 年及 2021 年第一季度，公司分别确认土地开发收入 17.19 亿元和 31.53 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司土地开发投入余额 84.63 亿元、基础设施建设投入余额 163.46 亿元，应收杭州市土地储备中心土地开发相关款项 6.12 亿元，杭州

<sup>3</sup> 仅列示主要投建项目；表内项目已投资数据口径不含建设用地费用，故部分项目已投资数据小于前次披露数据。

<sup>4</sup> 该公司的大运河杭钢工业旧址综保项目、中国京杭大运河博物院、大运河未来艺术科技中心等 6 个项目被列入国家大运河文化公园标志性工程名录；运河文化公园（GS1201-36 地块）工程已获得 2020 年中央预算内投资 2000 万元；大运河杭钢工业遗址综保项目已获批 2021 年中央预算内投资 8000 万元。

市财政拨付待结转的运河两岸景点建设、基础设施建设等专项资金 96.07 亿元。同期末，公司已完成整理待出让的土地约 267.48 亩，以住宅用地和商服用地为主，计划全部于 2021 年出让；在整理土地面积 2000 余亩，集中于运河新城和杭钢新城。公司有较大规模的待出让、在整理土地，后续土地出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但土地出让进度及收益空间受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等因素影响，存在不确定性。

此外，2018 年 9 月，该公司与杭州市下辖县级市建德市政府的直属国有企业建德市资产经营投资有限公司合作成立子公司杭州运河集团严州古城（梅城）综合保护开发有限公司（以下简称“严州古城综保”），注册资本为 3.00 亿元，公司持有严州古城综保 70% 的股权。严州古城综保主要负责严州古城的保护、开发和利用以及平衡区块的一级土地开发，实施范围为富春江、新安江梅城段两岸约 20 平方公里。目前严州古城（梅城）综合保护开发项目已基本完工，2020 年末在建工程余额为 1.70 亿元。

## （2）不动产开发及运营

该公司还在开发区域内进行不动产项目开发和运营。截至 2020 年末，公司在建不动产项目主要为夏衍项目、人才公寓项目，拟建项目主要为杭政储出【2020】9、10、11、12 号项目，计划总投资 40.79 亿元，累计已投资 19.42 亿元。其中，夏衍项目为经营性的商业街区，建筑面积 6.10 万平方米，预计于 2021 年 4 月开街，拟通过租金收入和小剧场表演实现资金平衡；人才公寓项目为配合政府人才扶持政策建设的住宅项目，建筑面积 10.88 万平方米，未来主要以租金收入实现资金平衡，政府或会适当予以补助；杭政储出【2020】9、10、11、12 号项目，主要打造商业特色街区，建筑面积合计 19.48 万平方米，未来主要以物业租售及运营收入实现资金平衡，已投资额主要系支付的土地款。

**图表 7. 截至 2020 年末公司在建及拟建房地产项目（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	计划工期
夏衍项目 <sup>5</sup>	13.85	9.10	2021 年 4 月开街
人才公寓项目	7.27	3.56	2021 年 12 月竣工
<b>在建项目小计</b>	<b>21.12</b>	<b>12.66</b>	--
杭政储出【2020】9 号项目	2.72	1.00	2023 年 12 月建成
杭政储出【2020】10 号项目	2.38	0.88	2023 年 12 月建成
杭政储出【2020】11 号项目	6.20	1.98	2025 年 12 月建成
杭政储出【2020】12 号项目	8.37	2.90	2025 年 12 月建成
<b>拟建项目小计</b>	<b>19.67</b>	<b>6.76</b>	--
<b>合计</b>	<b>40.79</b>	<b>19.42</b>	--

资料来源：杭州运河

2020 年，该公司实现不动产销售业务收入 113.33 万元，全部来自天城国际房地产项目，随着天城国际销售进入尾期，近年来公司不动产销售收入规模很小。2021 年第一季度，公司未实现不动产销售收入。天城国际系集酒店、住宅、商业为一体的建筑综合体，分为西侧塔楼和东侧塔楼两部分，总投资 15.58 亿元，总建筑面积为 13.60 万平方米。其中，西侧塔楼为办公写字楼及相应配套，写字楼共 107 套，部分由公司自持及对外出租，

<sup>5</sup> 夏衍项目总投资为初步设计批复上的计划总投资。



部分对外销售；东侧塔楼为住宅，建筑面积为 3.00 万平方米，共 256 套商品房，全部对外销售。截至 2020 年末，天城国际已基本完成销售，累计确认销售收入 11.00 亿元。

该公司不动产租赁业务主要系天城国际、大兜路历史街区、拱宸桥桥西历史街区、运河天地等自持物业和运河码头的出租，随着出租物业面积的不断增加以及码头重新出租，该业务收入持续上升。2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现不动产租赁收入 3.22 亿元和 0.83 亿元，其中 2020 年该业务收入同比增长 69.47%，主要系路河码头重新招标，当年实现 1.50 亿元租金收入所致。此外，公司将历史文化街区中的老厂房改建为酒店，由子公司杭州祈利酒店管理有限公司实际运营，2020 年及 2021 年第一季度，公司酒店经营分别实现收入 0.35 亿元和 0.12 亿元。

**图表 8. 截至 2021 年 3 月末公司主要不动产租赁情况**

名称	出租总价（亿元）			出租率（%）	出租面积（平方米）
	2019 年	2020 年 <sup>6</sup>	2021 年第一季度		
天城国际	0.46	0.40	0.06	100.00	46639.21
大兜路历史街区	0.25	0.19	0.05	93.95	24796.30
运河天地	0.15	0.09	0.02	84.70	25132.35
拱宸桥桥西历史街区	0.15	0.12	0.03	92.81	15185.88
小河直街	0.10	0.08	0.03	100.00	10389.30
坤和中心	0.08	0.06	0.02	82.44	2661.17
湖墅大厦	0.07	0.07	0.02	100.00	17068.52
运河艺术园区	0.06	0.05	0.02	95.34	6781.43
安置房底商	0.05	0.04	0.01	94.90	16650.76
运河码头 <sup>7</sup>	0.27	1.95	0.54	100.00	--
<b>合计</b>	<b>1.64</b>	<b>3.05</b>	<b>0.80</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：杭州运河

## 管理

跟踪期内，该公司股权结构发生变动，章程、组织架构和重要管理制度亦有更新，公司控股股东及实际控制人仍为杭州市人民政府；公司偿债记录良好，跟踪期内未发现公司本部存在重大异常情况。

跟踪期内，该公司股权结构发生变动。2020 年 11 月，杭州市人民政府将其持有的公司 9.367% 股权无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司（以下简称“省财开公司”）。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，杭州市人民政府、省财开公司、拱墅区人民政府、江干区人民政府、杭州市交通投资集团有限公司<sup>8</sup>和下城区人民政府分别持有公司 84.303%、9.873%、2.277%、1.71%、1.27% 和 0.567% 的股份，杭州市人民政府仍为公司控股股东及实际控制人。

<sup>6</sup> 该公司租赁业务产生的收入计入不动产租赁收入和其他业务收入。2020 年因受疫情影响，部分物业资产涉及免租。

<sup>7</sup> 运河码头包括城东粮库和路河码头，2020 年该公司对路河码头重新招标，2020 年租金为 1.50 亿元。

<sup>8</sup> 原名为“杭州市交通资产经营有限公司”，由杭州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）持股 90%，省财开公司持股 10%。

该公司章程亦有更新。根据 2020 年 11 月 4 日的最新章程，公司设股东会，股东会由全体股东组成，股东会是公司的权力机构，公司存续期间，杭州市人民政府授权杭州市国资委履行股东职责，其余股东授权杭州市国资委代为行使股东会表决权。公司设董事会，董事会由 5 名董事组成，其中 4 名非职工代表董事由杭州市人民政府按有关程序派出，1 名职工代表董事由职工（代表）大会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，经出资人同意可以连任，职工董事可以连选连任。董事会设董事长、副董事长，董事长为公司法定代表人。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中 3 名非职工代表监事由出资人按有关程序委派，2 名职工代表监事由职工（代表）大会选举产生。监事每届任期三年，任期届满，非职工代表监事经批准可以连任，职工代表监事连选可以连任。公司设总经理 1 名，副总经理等其他高级管理人员若干名；总经理由杭州市人民政府推荐，董事会聘任或者解聘；总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。目前，公司董事缺位 1 名，监事缺位 3 名，上述缺位高管人员任命尚未确定。

2020 年，该公司组织架构进一步优化，健全部室职能，新设投资发展部、项目管理部、品牌公关部和科技信息部，部室从 7 个调整为 11 个。此外，公司还对重要管理制度做了修订。在资金管理方面，公司制定了《市运河集团资金战略协同管理办法》，在银行账户的开立、变更和清理，资金集中管理，资金计划和信贷等方面作了规定，将集团公司及子公司在经营管理过程中取得的自有资金、贷款资金、保证金、预收款、专项资金等实施战略协同管理。对子公司管理方面，公司制定了《市运河集团全资及控股子公司重大事项管理办法》、《市运河集团全资及控股子公司重大事项管理办法操作指引》，针对子公司的重大事项分为三类进行管理，第一类上报集团公司决策，包括会议决策、日常审批、报告；第二类由子公司自行决策，报集团公司备案；第三类由子公司自行决策；并对会议决策、日常审批、报告和备案事项进行了规定。在项目招标及建设管理方面，公司制定了《市运河集团招标采购工作管理办法》，规定审计法务部为招标采购管理部门；招标采购项目资金按费用类别实行预算管理，超预算项目，须按集团公司全面预算管理办法履行相应的决策程序或审批手续后方可实施招标采购；并对须经集团公司党委审议决策的招标方案作了明确、对招标采购工作相关流程作了规范说明。

根据该公司提供的公司本部 2021 年 5 月 12 日、子公司杭州运河集团投资发展有限公司（以下简称“运河投发”）2021 年 5 月 13 日、杭州运河集团建设管理有限公司（以下简称“运河建管”）2021 年 5 月 11 日《企业信用报告》，近三年公司本部及主要子公司均无未结清欠息、关注类借款等征信异常记录。根据国家企业信用信息公示系统，2020 年 4 月，公司因涉嫌未办理处置手续处置工程渣土，被拱墅区综合行政执法局处以罚款 5500 元。除上述事项外，根据中国执行信息公开网、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2021 年 5 月 21 日信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

## 财务

跟踪期内，随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司负债总额整体呈上升趋势，负债经营程度持续推高，但尚处于适中水平；公司现金类资产对即期债务偿付保障力度较好，但资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱，

未来债务偿付仍主要依赖于土地开发补偿费返还。公司营业毛利主要由土地开发和不动产租赁业务贡献，期间费用对营业利润形成较大侵蚀，公司资产获利能力较弱。

## 1. 公司财务质量

上会会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 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。公司编制财务报表的基础为《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定。

截至 2020 年末，该公司纳入合并范围的子公司为 23 家，其中一级子公司 9 家。2020 年，公司新设立 9 家子公司，其中一级子公司 4 家，分别为杭州运河辰祥工业遗址综合保护开发有限公司、杭州水上发展集团有限公司、杭州运河辰和博物院有限公司和杭州运河集团文化资源综合保护建设有限公司，分别从事文物文化遗址保护服务，旅游、港口经营及水路运输业务，文化场馆管理，以及文物保护工程施工、设计等业务。2021 年第一季度，公司合并范围新增一家子公司，系杭州运河复艺仓文化有限公司。

## 2. 公司偿债能力

### （1）债务分析

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司负债总额分别为 279.22 亿元和 297.15 亿元，较上年末分别增长 11.77% 和 6.42%；同期末资产负债率分别为 58.11% 和 59.05%，分别较上年末上升 1.21 和 0.94 个百分点，负债经营程度持续推高，尚处于适中水平。

从债务期限结构看，2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 152.85% 和 180.39%，其中，受公司长期刚性债务以及财政拨付的基建资金持续增加影响，2020 年以来公司负债转以非流动负债为主。从具体构成看，公司负债主要由刚性债务、预收账款和专项应付款构成。2020 年末，公司刚性债务余额 104.46 亿元，较上年末增加 20.81 亿元；预收账款余额 80.43 亿元，与上年末基本持平，主要为预收杭州市土地储备中心土地整理款 79.00 亿元<sup>9</sup>；专项应付款余额 86.70 亿元，较上年末增长 55.97%，主要系杭州市财政局拨付的运河景区公共配套基建资金增加所致，待相关项目完工形成固定资产后，结转至资本公积。此外，当年末应付账款余额 2.63 亿元，主要为应付工程款，较上年末下降 80.27%，主要系工程款结算所致；其他应付款余额 3.79 亿元，较上年末下降 76.59%，主要系应付安置房购房款<sup>10</sup>结算所致。

2021 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 6.42% 至 297.15 亿元，增量主要来源于专项应付款和刚性债务。其中，专项应付款余额较上年末增加 9.37 亿元至 96.07 亿元，主要系杭州市财政局拨付的运河景区公共配套基建资金增加所致；刚性债务较上年末增加 7.76 亿元至 112.22 亿元，主要系当期发行 10 亿元中期票据（21 杭州运河 MTN001）所致。除此之外，公司其他主要负债科目较上年末变化不大。

<sup>9</sup> 根据杭州市财政局印发的《关于印发市运河集团市场化转型具体措施的通知》杭财综（2019）29 号，自 2019 年起，将该公司向杭州市土地储备中心的借款 8 亿元以及应支付其的土储专项债 21 亿元转为预拨做地款，将公司地方政府债券 16.51 亿元，通过债务转资本等措施化解。

<sup>10</sup> 该安置房购房款系收到安置户超面的款项及调拨其他做地主体安置房收到的款项，暂挂其他应付款，待安置房决算时冲减安置房建设成本。该公司代政府建设并分配安置房，通过土地补偿款实现资金平衡。

该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券等构成，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 104.46 亿元和 112.22 亿元，占负债总额的比重分别为 37.41% 和 37.76%；股东权益与刚性债务的比率分别为 192.66% 和 183.64%，股东权益仍能对刚性债务形成覆盖。同期末，公司短期刚性债务分别为 22.80 亿元和 17.59 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 123.00% 和 290.51%，现金类资产对短期刚性债务偿付保障力度较好。

2021 年 3 月末，该公司银行借款余额为 63.62 亿元（不含地方政府债券 17.00 亿元），其中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款余额分别为 9.52 亿元、0.46 亿元和 53.64 亿元；借款方式以信用借款、保证借款、抵押并保证借款为主，担保主要为公司并表范围内的担保，抵押物主要为土地及商铺。从借款主体看，公司本部 26.79 亿元、子公司运河投发 19.98 亿元、运河建管 16.83 亿元。从融资成本看，公司银行借款利率在 3.85%-5.24% 之间。此外，截至 2021 年 4 月 30 日，公司应付债券余额为 36.00 亿元。根据公司提供的到期债务期限分布情况，2021-2023 年，公司到期债务规模分别为 16.36 亿元、2.49 亿元和 47.11 亿元，2021 年及 2023 年公司面临一定偿付压力。

截至 2021 年 3 月末，该公司对合并范围外企业担保余额为 5.71 亿元，担保比率为 2.77%，系对杭州奥体博览中心建设投资有限公司<sup>11</sup>的担保 5.71 亿元，担保期限至 2030 年 9 月。公司担保对象经营情况正常，担保代偿风险相对可控。

## （2）现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映公司土地开发整理业务、不动产租赁和不动产销售业务的现金收支及往来情况。2020 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 23.29 亿元，营业收入现金率为 109.58%，同比下降 123.70 个百分点，受土地出让及财政资金拨付进度影响，公司收现情况有所波动。同时，公司与企事业单位存在较大规模的资金往来，也对经营活动现金流情况产生一定影响，2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.72 亿元。投资活动现金流方面，2020 年公司因转让杭政储出【2020】43 号、44 号地块项目公司股权及债权收到现金净额 7.55 亿元，但受基础设施建设项目投入规模较大影响，公司投资性现金流仍呈净流出状态，2020 年流出量为 39.24 亿元。此外，2020 年公司因取得借款及发行债券收到的现金规模较大，筹资活动产生的现金流量净额为 25.36 亿元。

2021 年第一季度，该公司营业收入现金率为 97.85%，主要得益于大额的业务回款，当期公司经营活动现金净流入规模较大，为 21.56 亿元；投资活动现金流量净额为 -13.66 亿元，主要系运河景区公共配套基础设施工程持续投入所致；筹资活动现金流量净额为 15.16 亿元，其中外部融资取得借款现金 36.22 亿元，偿还债务支付现金 19.37 亿元。

## （3）资产质量分析

2020 年末，该公司所有者权益为 201.26 亿元，较上年末增长 6.38%，主要由实收资本和资本公积构成。其中，实收资本为 50.00 亿元，较上年末无变化；资本公积为 136.55

<sup>11</sup> 杭州奥体博览中心建设投资有限公司成立于 2008 年 8 月，注册资本 10.69 亿元，国开发展基金有限公司、杭州市财政局、杭州市萧山区财政局、杭州市滨江区财政局和交银施罗德资产管理有限公司分别持有其 39.22%、28.05%、18.70%、9.35% 和 4.68% 的股权。



亿元，较上年末增长 8.18%，主要系杭州市实业集团有限公司将其拥有的杭州新天地集团有限公司（以下简称“新天地集团”）10%股权无偿划转至公司，导致公司增加资本公积 9.83 亿元，以及财政预算补充资本金 0.50 亿元所致。2021 年 3 月末，公司所有者权益为 206.07 亿元，较上年末增长 2.39%；实收资本与资本公积较上年末均无变化，合计占所有者权益的比重为 90.53%，资本结构稳定性强。

2020 年末，公司资产总额为 480.48 亿元，较上年末增长 9.45%。其中，2020 年末公司非流动资产余额为 312.64 亿元，主要由在建工程、固定资产、投资性房地产和可供出售金融资产构成。其中，在建工程余额 158.13 亿元，主要系运河公共配套基础设施成本 149.86 亿元、杭政储出【2020】11 号和 12 号项目开发成本 4.87 亿元等，较上年末下降 7.72%，主要系将杭钢新城已支付的征地拆迁包干资金及资本化利息分摊，导致部分杭钢地块开发成本重分类至存货科目所致；固定资产余额 120.18 亿元，其中 115.89 亿元为公共配套基础设施，主要为道路、河道、公园和安置房等资产，固定资产余额较上年末增长 6.78%，主要为在建工程转入的公配基建；投资性房地产余额 17.93 亿元，较上年末增长 6.07%，包括经营性房屋、建筑物 11.86 亿元和土地使用权 6.08 亿元，主要为公司自持的历史建筑物及历史街区等，其中账面价值 11.33 亿元的房产尚未办妥产权证书；可供出售金融资产余额 9.85 亿元，较上年末增加 9.83 亿元，主要系当年新增的新天地集团 10%股权投资。此外，公司因购置土地导致无形资产余额较上年末增加 3.75 亿元至 4.73 亿元。

2020 年末该公司流动资产余额为 167.84 亿元，主要由存货、货币资金和其他应收款构成。其中，存货余额 117.05 亿元，主要为土地开发成本余额 107.90 亿元和开发产品余额 9.13 亿元，较上年末增长 38.62%，主要系部分杭钢地块开发成本重分类，以及运河新城地块等持续开发投入所致；货币资金余额为 28.04 亿元，较上年末下降 30.25%，受限资金 0.02 亿元，受限程度较小；其他应收款余额 20.23 亿元，较上年末增加 16.01 亿元，主要系新增应收杭州市拱墅区城中村改造指挥部康桥分指挥部 9.97 亿元、半山分指挥部 5.61 亿元往来款，以及应收杭州市佛教协会 1.67 亿元工程款所致。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 503.22 亿元，较上年末增长 4.73%。其中，货币资金余额较上年末增长 82.24%至 51.10 亿元，受限资金 0.02 亿元；应收账款余额较上年末增加 5.22 亿元至 6.50 亿元，增量主要为应收杭州市土地储备中心的土地开发相关款项；在建工程余额较上年末增长 8.80%至 172.05 亿元，主要系运河景区公共配套基础设施持续投入所致。因当期出让多宗地块，导致 2021 年 3 月末存货余额较上年末下降 18.87%至 94.97 亿元。除此之外，公司其他主要资产科目较 2020 年末相比变化不大。

#### （4）流动性/短期因素

截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产账面金额为 12.81 亿元，占同期末资产总额的 2.55%，受限资产主要为借款抵押而受限的投资性房地产和存货。总体看，公司资产受限程度较低。

2020 年末和 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 151.99%和 167.18%；短期刚性债务现金覆盖率分别为 123.00%和 290.51%，公司现金类资产对短期刚性债务的保障程度较高，但公司资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱。



**图表 9. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	433.32	100.33	151.99	167.18
现金比率（%）	104.33	29.74	25.39	48.22
短期刚性债务现金覆盖率（%）	230.96	163.25	123.00	290.51

资料来源：杭州运河

### 3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来自土地开发业务，2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现营业毛利 11.72 亿元和 7.05 亿元，其中土地开发业务毛利贡献率分别为 77.12%和 89.98%；同期，公司综合毛利率分别为 55.12%和 21.58%。分业务看，2020 年及 2021 年第一季度公司土地开发业务毛利率分别为 52.56%和 20.11%，受地块出让均价差异及拆迁成本相对稳定影响，近年来毛利率波动较大；不动产租赁业务的毛利率分别为 83.93%和 88.11%，仍保持在相对较高水平。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司期间费用分别为 8.92 亿元和 2.13 亿元，主要由管理费用和财务费用构成；期间费用率分别为 41.95%和 6.54%。同期，公司管理费用分别为 3.95 亿元和 1.02 亿元，主要为固定资产折旧及职工薪酬等；财务费用分别为 4.55 亿元和 1.02 亿元，主要为费用化的利息支出。总体看，由于资产折旧摊销及利息支出规模较大，公司期间费用水平较高，对盈利吞噬较大。

该公司盈利主要来源于营业毛利，投资净收益和政府补助可对盈利形成一定补充。2020 年公司投资净收益为 0.13 亿元，主要为处置 2 宗地块所对应的项目公司股权及债权所确认的收益；收到政府补助 0.18 亿元，实现净利润 2.29 亿元。从获利能力看，2020 年公司总资产报酬率为 1.84%，净资产收益率为 1.17%，公司资产获利能力较弱。2021 年第一季度，公司收到政府补助 0.03 亿元，实现净利润 4.81 亿元。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司作为京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营的核心主体，主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，2018 年末开发范围进一步拓展至大城北区域-杭钢新城。运河新城及杭钢新城规划开发体量大，公司中短期内有较大规模的投资支出安排，将面临一定投融资压力，同时公司享有区域一级开发主导权，较大规模的待出让、在整理土地逐步出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但易受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等影响。

跟踪期内，随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司负债总额整体呈上升趋势，负债经营程度持续推高，但尚处于适中水平；公司现金类资产对即期债务偿付保障力度较好，但资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱，未来债务偿付仍主要依赖于土地开发补偿费返还。公司营业毛利主要由土地开发和不动产

租赁业务贡献，近年来综合毛利率受地块出让均价差异影响，波动较大，同时期间费用对营业利润形成较大侵蚀，公司资产获利能力较弱。

## 2. 外部支持因素

该公司是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营的核心主体，同时参与杭州市大城北核心区的开发建设，在杭州市城市建设中发挥重要作用，业务地位突出，能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。具体而言，公司享有区域一级开发主导权，后续运河新城和杭钢新城较大规模的土地出让将对公司收益实现及现金回笼形成支撑，同时部分项目已获得（获批）中央预算内投资资金；公司作为杭州运河景区运营商，综合保护历史街区等相关资源由公司自主运营，并拥有码头岸线和水上旅游资源专营权，2020 年码头租金对公司营收形成有益补充。2020 年，公司收到财政预算补充资本金 0.50 亿元和新天地集团 10% 股权，使得权益资本进一步增长，有利于提升公司外部融资和经营能力。2020 年及 2021 年第一季度，公司收到政府补助 0.18 亿元和 0.03 亿元，对盈利形成一定补充。

此外，该公司与多家商业银行存在长期合作关系，获得资金周转与补充的能力较强。截至 2021 年 3 月末，公司合并口径银行授信额度为 107.10 亿元，尚未使用的授信额度为 54.43 亿元。

## 跟踪评级结论

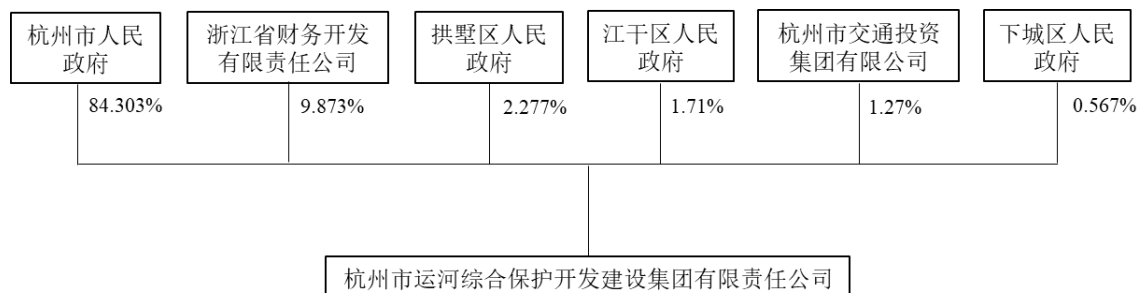
杭州市是浙江省省会、长江三角洲中心城市之一，区位优势突出，跟踪期内全市综合经济实力稳步增长。受益于 G20 峰会和亚运会，城市基建进一步完善，同时各类人才政策等的出台为区域房地产市场带来一定向好预期，近年来杭州市整体土地市场热度较高，2020 年商品房销售情况有所回暖。

该公司是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营的核心主体，同时参与杭州市大城北核心区的开发建设，在杭州市城市建设中发挥重要作用，业务地位突出，能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。跟踪期内，公司收入仍主要来源于土地开发，同时不动产租赁对收入形成有益补充；运河新城及杭钢新城规划开发体量大，公司中短期内有较大规模的投资支出安排，将面临一定投融资压力，同时公司享有区域一级开发主导权，较大规模的待出让、在整理土地逐步出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但易受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等影响。

跟踪期内，随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司负债总额整体呈上升趋势，负债经营程度持续推高，但尚处于适中水平；公司现金类资产对即期债务偿付保障力度较好，但资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱，未来债务偿付仍主要依赖于土地开发补偿费返还。公司营业毛利主要由土地开发和不动产租赁业务贡献，期间费用对营业利润形成较大侵蚀，公司资产获利能力较弱。

附录一：

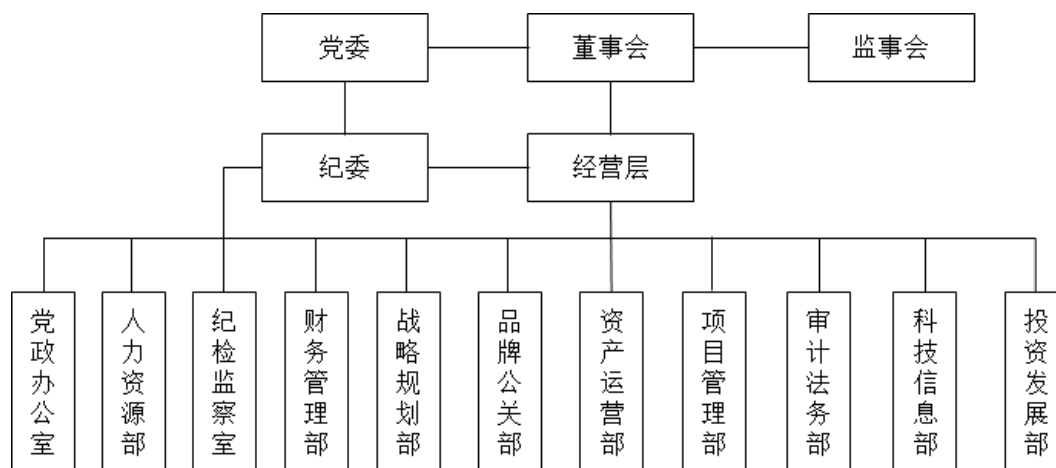
公司与实际控制人关系图



注：根据杭州运河提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭州运河提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
杭州市运河综合保护开发建设集团有限 责任公司	杭州运河	--	京杭运河（杭州段）及两岸工程 建设、开发、经营、管理等	68.85	198.00	17.43	1.69	-2.61	--
杭州运河集团投资发展有限公司	运河投发	100.00	房地产开发、经营；实业投资， 受托资产管理；自有房屋出租， 物业管理，酒店管理等	21.76	13.08	3.05	0.77	4.56	--
杭州运河集团文化旅游有限公司	运河文旅	100.00	国内旅游业务；旅游项目规划设 计；酒店管理；物业管理；自有 房屋出租；会展服务等	0.00	10.04	0.86	0.09	0.40	--
杭州运河集团建设管理有限公司	运河建管	100.00	建设工程项目管理；建筑工程、 市政工程、园林绿化工程的设计、 施工；工程咨询，工程监理；自 有房屋租赁等	13.85	6.66	0.28	0.07	-2.43	--
杭州运河集团资本管理有限公司	运河资管	100.00	资产管理	0.00	1.08	0.61	0.23	0.12	--

注：根据杭州运河提供资料整理

**附录四：**
**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]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
资产总额 [亿元]	338.21	439.00	480.48	503.22
货币资金 [亿元]	25.59	40.20	28.04	51.10
刚性债务[亿元]	125.38	83.65	104.46	112.22
所有者权益 [亿元]	166.29	189.18	201.26	206.07
营业收入[亿元]	15.71	34.83	21.26	32.66
净利润 [亿元]	2.71	4.35	2.29	4.81
EBITDA[亿元]	11.07	12.24	11.71	—
经营性现金净流入量[亿元]	-56.21	71.33	1.72	21.56
投资性现金净流入量[亿元]	-5.37	-73.35	-39.24	-13.66
资产负债率[%]	50.83	56.91	58.11	59.05
长短期债务比[%]	601.05	84.81	152.85	180.39
权益资本与刚性债务比率[%]	132.62	226.14	192.66	183.64
流动比率[%]	433.32	100.33	151.99	167.18
速动比率[%]	131.53	36.10	45.07	76.41
现金比率[%]	104.33	29.74	25.39	48.22
短期刚性债务现金覆盖率[%]	230.96	163.25	123.00	290.51
利息保障倍数[倍]	1.52	1.71	1.10	—
有形净值债务率[%]	104.14	132.91	142.32	147.91
担保比率[%]	6.44	5.66	2.84	2.77
毛利率[%]	70.29	36.14	55.12	21.58
营业利润率[%]	18.64	13.05	13.58	15.00
总资产报酬率[%]	2.64	2.41	1.84	—
净资产收益率[%]	1.65	2.45	1.17	—
净资产收益率*[%]	1.65	2.48	1.20	—
营业收入现金率[%]	63.63	233.28	109.58	97.85
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-137.27	89.32	1.40	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-57.63	68.24	1.83	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-150.38	-2.53	-30.55	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-63.13	-1.93	-39.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.99	2.24	1.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.12	—

注：表中数据依据杭州运河经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。



**附录五：**
**发行人本次评级模型分析表及结果**

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	5
		盈利能力	6
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA <sup>+</sup>

**附录六：**
**发行人历史评级情况**

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2020年6月18日	AA <sup>+</sup> /稳定	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年4月1日	AA <sup>+</sup> /稳定	陆奕璇、龚春云		<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年7月14日	AA <sup>+</sup> /稳定	陆奕璇、龚春云		-
21 杭州运河 MTN001	历史首次评级	2020年6月18日	AA <sup>+</sup>	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年7月14日	AA <sup>+</sup>	陆奕璇、龚春云		-
21 杭州运河 MTN002	历史首次评级	2021年4月1日	AA <sup>+</sup>	陆奕璇、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年7月14日	AA <sup>+</sup>	陆奕璇、龚春云		-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

**附录七：**
**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+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×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%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

## 附录八：

### 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。