

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

杭州钱塘新区产业发展集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025 年 9 月 24 日

到期日期：2026 年 9 月 23 日

项目负责人：

王可欣 010-65166033；Kexin.wang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

任映雪 010-65166037；Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准.....	5
三、个体信用状况	12
四、主体信用等级	15
附录	17

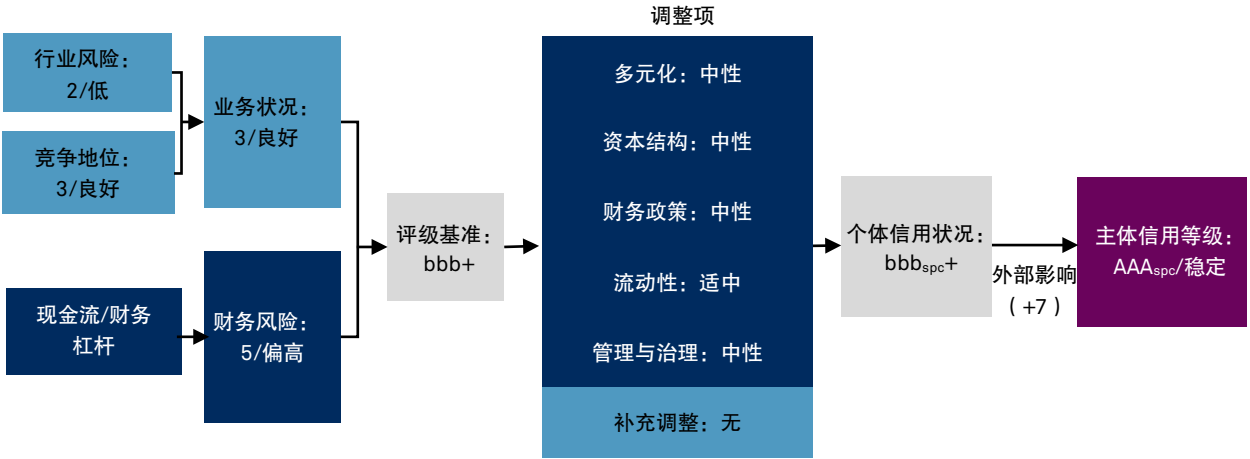
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
杭州钱塘新区产业发展集团有限公司	交通基础设施	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 9 月 24 日	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定杭州钱塘新区产业发展集团有限公司（以下简称“钱塘产业”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评肯定了杭州市和钱塘区强劲的经济财政实力和良好的工业基础，能够为区域内国企提供良好的外部环境和有力支持。标普信评认为，钱塘区是杭州市工业规模的领头羊，公司围绕“产业服务”开展产业园区建设运营及配套服务业务，职能定位清晰，业务可持续性良好。然而，受供需不平衡、市场竞争愈发激烈的影响，公司物业项目面临一定的去化压力。虽然公司杠杆水平高，EBITDA 对利息的覆盖能力偏弱，但是我们认为受益于钱塘区良好的融资环境，公司在资本市场认可度较高，与金融机构保持着良好的合作关系，再融资能力强。我们认为，杭州市政府对钱塘产业的外部支持为“高”，公司由杭州钱塘新区管理委员会（以下简称“钱塘新区管委会”）实际控制、直接管理，在钱塘区的经济增长和产业升级中发挥重要作用，不可替代性强。

主要优势与风险

优势	风险
杭州市经济财政实力位于全国前列，债务负担可控，钱塘区工业基础良好，能够为公司业务发展提供良好的外部环境和有力支持。	受经济形势、供给不断增加、市场竞争激烈等因素影响，公司的项目面临一定的去化压力。
公司在钱塘区产业园区建设运营及配套服务领域具有突出地位，业务可持续性良好。	随着在建产业园、商业物业项目的持续推进，公司杠杆率仍将维持高位。
公司的融资渠道畅通，再融资能力强。	

评级展望

钱塘产业的评级展望为稳定。我们认为稳定的展望反映了公司仍将围绕“产业服务”开展产业园区建设运营及配套服务业务，业务可持续性较强，将继续在区域招商引资、产业发展和产业升级等多个领域发挥重要作用，能够获得杭州市政府“高”的外部支持。我们认为，得益于杭州市和钱塘区良好的发展潜力、强劲的经济及财政实力，公司面临的外部环

境有望继续保持良好。虽然受到激烈市场竞争的影响，公司项目面临去化压力，但钱塘区优质的产业环境、公司高质量的项目和优秀的运营能力能够使得公司的项目持续具有吸引力。公司将持续享有良好的融资环境，再融资能力保持较强。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调钱塘产业的主体信用等级：公司受到的外部支持下降，这可能表现为：1）公司的职能定位明显弱化，如公司所持核心资产被大规模划出导致公司职能定位被削弱；2）公司股权结构发生变化，导致公司与政府的关联程度显著降低。

上调情形：不适用。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025年5月14日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年12月22日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn



项目负责人

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn



项目组成员

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn



一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，受益于大规模债务置换及专项债用途扩容，城投企业的流动性压力将有所缓解，2025 年下半年出现重大信用风险事件的可能性较低。2024 年 11 月，中央政府推出“十万亿”隐性债务置换政策；同年 12 月，国务院办公厅出台《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，扩大专项债券用作项目资本金范围；2025 年 3 月，自然资源部、财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，明确专项债用于土地回储的具体要求。这一系列政策的实施，有助于降低城投企业债务负担，缓解资金压力，盘活存量资产，推动城投利差持续下行。然而，2025 年下半年城投融资政策仍将延续偏紧态势。2025 年 3 月，交易所发布的新版债券审核指引体现了监管趋严的立场，这将进一步倒逼城投市场化转型。受此影响，城投债券融资已连续多月呈现净流出状态，预计这一趋势仍将持续。从基本面的角度来看，地方政府财政压力未见明显缓解，2025 年 1-5 月数据显示，地方政府性基金收入同比下滑 8.3%，而支出仍保持增长，这种收支矛盾将持续制约城投企业所能获得的资金支持。考虑到我国城镇化进程放缓，城投企业同质化严重，未来地方政府通过整合注销精简城投数量的可能性正在上升。事实上，2024 年城市建设类企业注销数量已同比增长 22%，预计这一趋势将进一步强化。长期来看，城投企业的市场化转型已是大势所趋。

杭州市的经济实力强劲，人民富裕程度高。杭州市是浙江省省会、全国副省级城市之一、长三角城市群的中心城市之一。2024 年，杭州市实现地区生产总值 21,860 亿元，同比增长 4.7%。按常住人口计算，2024 年全市人均地区生产总值 17.4 万元，远高于全国人均国内生产总值 9.6 万元。杭州市产业基础扎实，2024 年三次产业增加值结构为 1.7:25.3:73.0。杭州市“十四五规划”聚焦发展“5+3”重点产业，包括文化、旅游休闲、金融服务、生命健康、高端装备制造等五大支柱产业，和人工智能、云计算大数据、信息软件等三大先导产业。当地民营经济蓬勃发展，2024 年民营经济增加值预计占 GDP 的比重达 61.5%，36 家民营企业上榜中国民营企业 500 强。基于此，我们预计杭州市的经济基本面有望保持稳定，GDP 总量和人均 GDP 将处于全国较强水平。

杭州市的财政实力极强，税收贡献和财政自给程度高，债务压力可控。2024 年，杭州市实现一般公共预算收入 2,640 亿元，连续三年位居全国城市第四，同比增长 0.9%，其中税收收入占比 86.5%。同期，杭州市一般公共预算支出 2,690 亿元，财政平衡率位居全国前列。杭州市的债务率可控，2024 年全市地方政府债务余额 4,465 亿元。我们认为，杭州市良好的经济基本面能够提供扎实的税收基础，有利于维持极强的财政实力，支撑其偿债能力。此外，杭州市作为浙江省省会，对周边城市具有较强的虹吸效应，多年来维持人口净流入，2024 年末常住人口 1,262 万人，有利于增强杭州市在房地产下行周期中的韧性。2025 年 1-8 月，杭州市的成交土地总价为 1,434 亿元，在全国城市中处于领先地位。

杭州市钱塘区的工业基础良好，经济财政实力处于全国区县前列水平。杭州经济技术开发区（以下简称“杭州经开区”）是 1993 年 4 月经国务院批准设立的国家级开发区，集工业园区、高教园区、出口加工区于一体，委托管理下沙和白杨两个街道。大江东产业集聚区是 2010 年经浙江省人民政府批准的浙江省 15 个省级产业集聚区之一。2019 年，杭州经开区与杭州大江东产业集聚区合并成钱塘新区，两年后再由钱塘新区转变为钱塘（新）区，实现“区政合一”。钱塘区位于杭州市东北部，紧邻中心城区，与绍兴市接壤。2024 年钱塘区规模以上工业总产值突破 3,700 亿元，位列全市第一，制造业投资总量全省第五，聚焦发展汽车及智能装备、生物医药、集成电路、化工新材料、航空航天五大主导产业。2024 年，全区实现地区生产总值 1,417 亿元，按可比价计算，同比增长 5.1%，在全国区县中处于领先水平，三次产业结构为 0.9:57.7:41.4，分别拉动 GDP 增速-0.01、2.65 和 2.43 个百分点。2024 年全区人均生产总值 17.6 万元/人。钱塘区 2024 年实现一般公共预算收入 135 亿元，一般公共预算支出 140 亿元，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

我们预计，产业园项目租金与出租率双降的局面仍将延续，差异化、生态协同、多元服务成为产业园运营商的破局方式。根据克尔瑞产城数据，2024 年，重点城市研发办公出租率跌破 70%，平均租金同比下降 12%，工业厂房出租率跌至 79.8%，租金同比下降 10%。同年，长三角重点城市园区市场出租率约 60%-80%。根据世邦魏理仕数据，2025 年第二季度，北京和上海的商务园区空置率分别为 24.3%和 22.9%，租金较去年同期有所下滑。我们预计，产业园项目的出租率和租金仍将承压，这主要是由于供需失衡的状态仍将持续，且受重点城市虹吸效应的影响，低线城市的产业园将承受更大的压力。为应对压力，除了以价换量外，产业园运营商也可以通过打造专业园区、以招投一体模式招商、提供硬件及软件增值服务等方式打造差异化、具备产业服务能力的优质园区，从而加速产业培育、构建竞争壁垒。2024 年，

钱塘区启动“三年强园”行动计划，在“三年百园”持续推进的基础上，进一步加强要素集聚、提能造峰、规范管理、提质创星、数字赋能，全面推进钱塘区创新产业园的高质量发展。

二、评级基准

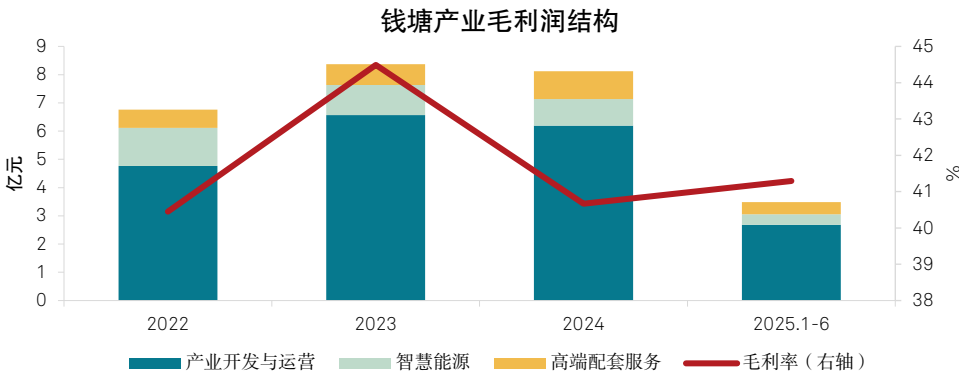
公司概况

杭州钱塘新区产业发展集团有限公司（以下简称“钱塘产业”或“公司”）成立于 1991 年，截至目前，公司的注册资本 22 亿元，杭州钱塘新区管理委员会（以下简称“钱塘新区管委会”）和浙江省财务开发有限责任公司分别持有公司 90%和 10%的股份，钱塘新区管委会是公司的控股股东和实际控制人。公司建立了包括董事会、监事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司围绕“产业服务”的发展定位，持续构建“一核四业”新发展格局，即以“新质生产力”为核心，深耕细作产业空间开发、产业金融投资、产业能源供应、产城融合服务四大业务，积极打造“研-建-运-投-金-服”价值链，全力打造国际领先、全国一流的以生物医药为特色的现代产业运营服务商。

截至 2024 年末，公司总资产 361 亿元，净资产 124 亿元，全年实现营业收入 20 亿元，净利润 1 亿元；截至 2025 年 6 月末，公司总资产 379 亿元，净资产 127 亿元，2025 年上半年实现营业收入 8 亿元，净利润 0.2 亿元。公司主要的业务板块包括产业开发与运营、智慧能源和高端配套服务，其中产业开发与运营是公司主要的收入及毛利润来源。

图1



资料来源：企业提供，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

产业开发与运营板块

该板块业务主要包括物业服务、物业租赁、园区平台销售及综合服务。公司建设配套厂房、高档办公场所及服务性公寓等物业，并向钱塘区内招商引资企业出租及销售。其中，物业出租部分收入计入物业租赁业务，物业出售收入部分计入园区平台销售业务。公司还负责区内部分住宅、厂房园区、写字楼、商业的日常物业管理。此外，公司旗下子公司还提供综合服务。

表1

产业园运营与开发板块收入及毛利率情况（单位：亿元，%）								
	2022		2023		2024		2025.1-6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物业租赁	5.0	79.3	7.1	78.9	7.1	69.4	3.1	71.9
物业服务	2.2	26.1	2.7	17.1	3.1	15.4	1.3	14.5
园区平台销售	0.1	44.8	0.6	42.6	1.4	35.8	0.2	39.0
物流服务	0.6	9.8	0.1	4.1	-	/	-	/

综合服务	0.6	19.5	0.6	48.1	0.7	44.9	0.4	38.1
合计	8.5	55.9	11.0	59.7	12.2	50.7	5.1	52.9

资料来源：公司提供，标普信评。

智慧能源板块

公司的子公司杭州和达能源有限公司为该板块的运营主体，主要为区域内的企事业单位提供能源服务，构建产业园区“1+3+N”综合供能体系，“1”即智慧能源综合管理平台，“3”即区域热网、售电业务、综合供能站及储能，“N”即其他多元化供能业务，包括压缩空气集中供应站、工业气体制备中心、生活热水集中供应站等。该板块主要收入及利润来源于热电销售业务，公司下属杭联热电有限公司（以下简称“杭联热电”）是杭州经开区范围内热电联产、集中供热的能源供应基础企业，供热价格采取煤热价格联动机制。

高端配套服务板块

该板块业务主要涵盖保安服务、酒店服务、代建及产业投资等，毛利润占比小于公司整体毛利润的 15%。其中，产业投资业务主要包括产业基金投资、风险投资等，投资对象主要为园区内资质优秀、发展前景广阔的高新企业，旨在为钱塘区和公司转型升级、城建设施配套建设、产业招引提供金融服务，发展成为钱塘区内集城市配套、产业平台、资产管理三大金融服务功能的区域性金融服务平台。

业务状况

标普信评认为，钱塘产业的业务状况“良好”。公司所在的杭州市和钱塘区经济财政实力强，工业基础良好，为公司的业务发展提供了良好的运营环境。公司作为钱塘区主要的国有资产运营公司之一，围绕“产业服务”开展业务，职能定位清晰，在钱塘区产业园区建设运营及配套服务领域具有突出地位。公司业务多元、覆盖范围较广，资产和收入规模尚可，业务可持续性良好。公司园区平台销售和物业租赁运行情况良好，能源服务和产业投资业务助力园区竞争力的提升，然而公司面临激烈的市场竞争，项目去化存在压力。

我们认为，杭州市和钱塘区的发展潜力较好，工业基础良好，经济财政实力在全国地级市、区县中均处于领先水平，为公司业务开展提供了良好的外部环境。杭州市是浙江省省会、副省级城市，作为长三角中心城市之一，产业基础扎实、民营经济发达，地区生产总值在全国城市中排名居前，人均地区生产总值远高于全国平均水平，税收基础较强，一般公共预算收支平衡情况在全国城市中也处于领先地位。杭州市未来的产业发展方向集中于人工智能、大数据等新兴高端产业，具有较强的发展潜力。钱塘区紧邻杭州市中心城区，接壤绍兴市，经济财政实力在全国区县中处于领先水平，2024 年实现地区生产总值 1,417 亿元、一般公共预算收入 135 亿元。钱塘区工业基础良好，聚焦“车药芯化航”五大主导产业，谋划实施“55830”新型工业化行动计划，产业结构持续优化，杭州经开区在国家级经济技术开发区综合发展水平考核评价中连续五年位列全国前十。2024 年，钱塘区实现规模以上工业总产值 3,757 亿元，同比增长 2.4%，规模以上工业总产值和制造业投资额位居全市第一，到 2027 年，全区力争实现规上工业总产值突破 5,000 亿元，规上工业增加值突破 1,050 亿元，规上工业企业研发费用占营业收入比重突破 3.2%，工业综合实力和制造业高端化智能化绿色化国际化水平显著提升。

我们认为，钱塘产业围绕“产业服务”开展业务，职能定位清晰。2019 年，伴随着两区合并，钱塘区将 61 家国有企业重组，按照城市开发、产业发展、城市服务三大功能属性，形成了“3+3”国资布局结构，由三大区属国企托管三家其他国企，三大区属国企主责主业明确，职能重合度较低。钱塘产业作为三大区属国企之一，在钱塘区产业园区建设运营及配套服务领域具有突出地位，不可替代性较强。从职能定位上来看，公司是三大区属国企中唯一以“产业服务”为发展定位的产业运营服务商，也是钱塘区唯一主责主业中包含产业金融和创业投资服务的国企。从业务开展角度，公司打造的园区产品已成为助力钱塘区产业发展的重要载体，例如公司建设并运营的和达药谷系列产品是杭州医药港内的核心园区，2017 年和达药谷一期建成投用，同年杭州医药港启动建设，公司接连建成并运营了和达药谷二至五期，不断推动区域产业发展，目前杭州医药港已经成为杭州市生物医药产业的重心，集聚数十家生命健康领域独角兽（准独角兽）企业。此外，公司还建设并运营和达芯谷、和达智谷、孵化器等专业化园区和创新平台。公司是三家区属国企中持有园区面积最大、数量最多的专业产业运营服务商，其他两家国企虽然也持有少量园区项目，但大多交予专业运营商运营。

表2

钱塘区三大区属国企情况（2024 年，亿元）					
企业名称	控股股东	企业定位	企业类型	总资产	营业总收入
杭州钱塘新区产业发展集团有限公司	钱塘新区管理委员会	公司围绕“服务产业”的发展定位，持续构建“一核四业”新发展格局，积极打造“研-建-运-投-金-服”价值链，全力打造国际领先、全国一流的以生物医药为特色的现代产业运营服务商。	竞争类	361	20
杭州钱塘新区建设投资集团有限公司	钱塘新区管理委员会	公司是以城市基础设施建设、产城开发、安居建设、建设投资四大主营业务版块和东部湾新城、江海之城两大区域开发平台为主要架构的综合性集团公司。	功能类	620	16
杭州钱塘新区城市发展集团有限公司	钱塘新区管理委员会	公司以“城市综合运营服务商”为定位，立足市政、安居、交通、环境、农业、商贸、科创、社会事业八大主营板块，做好支撑城市发展、保障城市运营、提升城市品位、增强城市功能等领域工作。	公共服务类	--	--

注：“--”表示数据不可得。
资料来源：公司提供，公开信息，标普信评。

我们认为，公司业务多元，业务可持续性良好。除了产业园区开发运营外，公司还为园区内企业提供能源服务，并通过产业投资赋能区域内企业发展。此外，公司还开展保安服务、酒店服务等产城融合业务。截至 2024 年末，公司总资产规模 361 亿元，2024 年实现收入 20 亿元，在全国范围内与同类企业相比处于中等水平。作为省市工业大区，2025 年-2027 年，钱塘区将大力实施“55830”计划，打造“车药芯化航”五大主导产业，实施 8 大行动共 30 项举措，构建以科技创新为引领的现代化产业体系。我们预计，钱塘产业将继续作为助力区域产业发展的主力军，立足钱塘区城市规划和产业布局，在产业园开发、产业运营招商、产业投资赋能等方面持续发力。截至 2025 年 6 月末，公司自建及代运营物业可租面积 210 万平方米，在建项目可租面积为 93 万平方米，预计能够有力支撑公司未来的业务开展。

表3

公司主要在建项目情况（截至 2025 年 6 月末，单位：亿元，万平方米）					
项目名称	建设期	预计总投资	累计已投资	可出租面积	计划销售面积
和达药谷六期	2022.12-2025.01	6.97	4.58	10.45	5.22
和达药谷七期	2023.08-2025.07	3.04	1.97	4.18	2.09
和达药谷八期	2024.12-2027.05	5.58	1.01	9.66	4.83
和达临碳科技城	2023.08-2026.01	23.47	11.64	43.69	21.85
前进 MAH 产业园	2024.02-2027.05	13.52	4.17	24.69	12.35
钱塘科学中心及南侧 78 亩地下社会停车场	2024.1-2027.2	25.80	14.21	/	/
合计		78.38	37.58	92.67	46.34

注：计划销售面积包含在可出租面积内，为可出租面积的一定比例。
资料来源：公司提供，标普信评。

我们认为，在钱塘区制造业的高质量快速发展与公司较强的运营能力的共同带动下，公司物业租赁和园区平台销售业务运行情况良好。公司的产业园区不仅具备优质的硬件设施，还能够为入驻企业提供政策、融资、产业链协同等服务，推动产业集群的形成，从而提升产业园招商效能、吸引更多优质企业落户。2024 年公司实现物业租赁收入 7 亿元，截至 2025 年 6 月末，公司园区、厂房、商业商务等项目超过 40 个，可租面积 210 万平方米。公司成熟物业¹的出租情况良好，出租率约 83.2%。然而，我们关注到，公司新投运的项目较多，目前尚处于运营初期的项目可租面积合计超过 40

¹ 2024 年租金收入大于 100 万元的项目。

万方，如和达芯谷、金沙中心等项目尚需要一定时间进行招商培育，出租率需要时间爬坡，目前招商工作正在有序进行中。公司截止 2025 年 6 月末的整体出租率约 72.0%，与截止 2024 年末的出租率持平。2022-2024 年，公司物业租赁业务平均毛利率 75.9%，处于行业中上水平。公司部分项目租售并举，截至 2025 年 6 月末，公司累计合同销售金额 39 亿元。

表4

公司主要已建成物业出租情况（截至 2025 年 6 月末，单位：亿元，万平方米）						
项目名称	类别	可租赁面积	已出租面积	2024 年 租金收入	2024 年 出租率	截至 2025 年 6 月末出租率
主要成熟物业项目						
药谷三期（和享科技中心）	园区	13.75	12.83	0.65	97%	93%
新雁公寓及文体中心	公寓配套	13.62	13.51	0.40	99%	99%
海聚中心	园区	12.19	8.78	0.62	75%	72%
孵化器	园区	11.74	7.57	0.47	67%	64%
和达药谷五期（和骥研发中心）	园区	11.30	4.72	0.19	53%	42%
出口加工区厂房	厂房	11.01	11.01	0.26	100%	100%
邻里中心项目	公寓配套	8.00	7.31	0.28	92%	91%
药谷一期	园区	7.22	6.79	0.32	92%	94%
东部国际商务中心	商业商务	6.45	6.02	0.51	92%	93%
远大工业厂房	厂房	6.44	6.44	0.12	100%	100%
和达供应链产业园	厂房	6.11	6.11	0.26	100%	100%
和茂大厦	商业商务	4.68	4.68	0.26	32%	100%
供应链产业园三期	园区、公寓配套	4.60	3.58	0.03	56%	78%
药谷二期（和科科技）	园区	4.31	4.19	0.20	97%	97%
湖畔中心（F1、F2 项目）	商业商务	4.24	3.71	0.41	90%	88%
创新服务中心项目	园区、公寓配套	4.23	2.35	0.18	67%	56%
大学城北配套房产（宝龙城市广场）	商业商务	3.90	3.90	0.16	100%	100%
伊莱克斯厂房项目	厂房	3.74	3.74	0.11	100%	100%
文创园项目	园区	3.42	2.22	0.11	64%	65%
和达生命科技中心项目	园区	3.31	2.38	0.16	72%	72%
海拓商厦	商业商务	3.27	1.32	0.10	76%	40%
尚处于运营初期的物业						
芯谷一期	厂房、公寓配套	20.16	2.15	0.00	不适用	11%
金沙中心	商业商务	14.74	8.98	-	不适用	61%
维亚项目	园区	5.79	2.17	-	不适用	37%
杭台项目	园区	3.72	0.14	-	不适用	4%

注：本表中只包含可租赁面积或可销售面积大于 3 万平方米的物业。
资料来源：公司提供，标普信评。

表5

公司主要已建成物业销售情况（截至 2025 年 6 月末，单位：亿元）				
项目名称	类别	累计销售金额	2023 年销售收入	2024 年销售收入
文泽和达城	商业商务	14.03	-	-
东部国际商务中心	商业商务	8.40	-	-

湖畔中心（F1、F2 项目）	商业商务	7.30	-	-
物流信息大厦（自由港）	园区	2.69	-	0.94
药谷三期（和享科技中心）	园区	2.15	-	-
远大工业厂房	厂房	1.40	-	-
和达药谷五期（和骥研发中心）	园区	1.30	0.63	0.34
药谷一期及园区伙伴公寓	园区、公寓配套	1.24	-	-
药谷二期（和科科技）	园区	0.86	-	0.09
合计		39.37	0.63	1.37

资料来源：公司提供，标普信评。

我们预计，受经济形势、供给不断增加等因素影响，公司面临的市场竞争愈发激烈，项目存在一定的去化压力。两区合并以来，伴随着钱塘区工业的快速发展，区域内产业园数量也在不断增加，2021 年钱塘启动“三年百园”行动，3 年间共累计规范创建各类创新产业园 100 个。未来 2-3 年钱塘区内新增产业空间规模仍较大，例如杭州医药港、杭州大创小镇核心区域、钱塘芯谷增量产业空间建筑面积分别超过 70、20 和 60 万方。我们认为，钱塘区优质的产业环境、公司高质量的项目和优秀的运营能力能够使得公司的项目持续具有吸引力，然而在需求偏弱、供给持续增加的背景下，公司将面临更为激烈的竞争，招商工作将面临挑战。公司对重点项目的招商情况密切关注，已经将运营招商作为 2025 年的工作重点之一，将通过载体升级、强化服务等方式提升产业运营招商效能，我们将持续关注公司项目的去化情况。

我们认为，公司的能源服务及产业投资业务能够帮助其提升产业园区的竞争力，在更好的实现招商引资的同时，发掘和培育创新企业，带动区域产业发展。公司为园区内企业提供包括供热、冷暖供应、工业供水及压缩空气等能源供应服务，已经形成多元的能源基础设施支撑体系。截至 2025 年 6 月末，公司有 5 台发电机组，装机容量 57MW，供热能力 550 吨/小时，供热管网长度 46.4 公里。公司的产业投资业务在招商引资及扶持园区入驻企业发展方面起到重要作用，截至 2025 年 6 月末，公司参与投资的基金数量超过 50 只，公司认缴规模 94 亿元。我们认为，随着投资经验的逐步累积，公司的投资能力不断增强，在管基金数量不断增加，2023 年公司成为浙江省“4+1”专项基金唯一的区县级国资管理人。然而，公司管理及投资的基金多为创投基金，其持续增长的投资规模考验公司的分析能力和风险管控能力。

我们预计，得益于杭州市和钱塘区良好的工业环境以及公司多年的项目运营经验和较强的运营能力，公司将保持良好的现金流产生能力和盈利能力。2022 年以来，公司的 EBITDA 规模持续增长，每年能够实现 2-4 亿元的营运现金流净流入，EBITDA 利润率保持在 25%以上。相较于以城市市政基础设施建设为主要职能的国有企业，公司在盈利能力和现金流创造能力方面具备相对优势。

财务风险

核心假设

- 2025-2026 年，公司整体出租率和平均租金面临一定挑战，但公司可租赁面积将持续增长，整体收入将保持平稳，EBITDA 利润率将维持 31%-36%的水平。
- 2025 年，公司的资本开支规模约 20-30 亿元，2026 年减少至 10-20 亿元，主要用于产业园、商业物业等项目建设。
- 2025-2026 年，公司每年基金及直投项目投资额约 13-18 亿元，其中大部分资金将由项目及基金退出满足，每年投资净流出约 0-2 亿元。

标普信评认为，钱塘产业的财务风险“偏高”，这主要反映了公司杠杆水平高，EBITDA 对利息的覆盖能力偏弱。我们预计，随着在建产业园、商业物业项目的持续推进，公司的债务规模将保持上涨，未来两年杆杆率水平将呈上升趋势，EBITDA 对利息的覆盖倍数走弱，但保持在 0.7 倍以上。受益于钱塘区良好的融资环境，公司在资本市场认可度较高，与金融机构保持着良好的合作关系，再融资能力强。

我们预计，2025-2026 年，公司的收入和 EBITDA 利润率均将维持相对稳定。随着在建产业园、商业物业等项目竣工，2025 年及 2026 年，公司可租赁面积将持续增长，每年新增可租赁面积超过 40 万平方米。然而这些不断投入运营的新园区需要一定时间培育，运营初期出租率较低，且受经济形势、区域供给不断增加、市场竞争加剧等因素影响，公司项目去化难度不断增大，我们预计整体出租率和平均租金均将承压。此外，受城市有机更新和阶段性需求不足的影响，公司热电业务的收入将有所下滑，但公司其他供能业务收入有望随着新园区建成而增长，智慧能源板块整体收入将维持稳

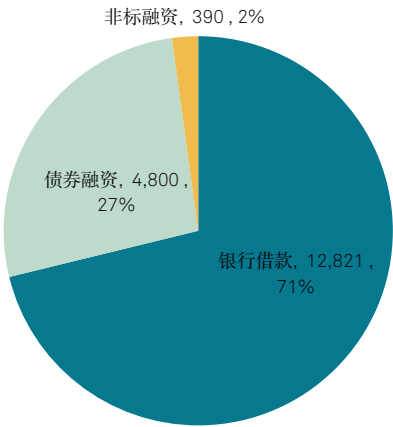
定。高端配套服务中毛利率较低的保安服务受业务调整影响收入将有所下滑。整体来看，公司的收入将维持平稳。我们预计，EBITDA 利润率将维持在 31%-36%的水平，虽然公司产业开发与运营板块的毛利率承压，但是该板块毛利率高于公司综合毛利率，随着该板块收入占比的提升，公司的整体毛利率维持稳定。

我们预计，公司的债务规模将保持上涨，利息支出随之上升，杠杆率和 EBITDA 利息覆盖倍数均将弱化。截至 2025 年 6 月末，公司在建项目尚需投资规模超过 50 亿元，预计 2025 年公司的资本开支规模约 20-30 亿元，2026 年减少至 10-20 亿元，资金来源包括自有资金、银行融资、专项债等。同时，2025-2026 年，公司产业投资业务预计每年的新增投资额约 13-18 亿元，资金来源主要为项目及基金退出，预计每年投资净流出 0-2 亿元。虽然公司营运现金流能够维持流入状态，但由于持有型物业项目及产业投资项目的回收期均较长，公司的债务规模将保持上升，杠杆率也将随之上升，EBITDA 利息覆盖倍数呈下降趋势，财务风险维持“偏高”水平。

我们认为，公司债务结构稳健，融资渠道畅通，再融资能力较强。公司的带息债务以银行借款为主，截至 2025 年 6 月末，公司的存量带息债务中银行借款、债券融资和非标融资的占比分别为 71.2%、26.7%和 2.2%，非标融资占比很低。公司的债务期限结构以长期为主，截至 2025 年 6 月末带息债务中长期债务占比超过 75%。杭州市和钱塘区经济财政实力强，区域融资环境良好，公司融资渠道多元，与金融机构关系良好，在资本市场认可度较高。截至 2025 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 280 亿元，未使用授信额度约 140 亿元，备用流动性充足。我们认为，目前的融资环境有利于公司降低债务融资成本、拉长融资期限，公司将保持较强的再融资能力。

图2

截止2025年6月末债务结构（百万元）



资料来源：公司提供，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表6

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	1,670	1,882	1,997	2025-2026 年，公司收入将保持平稳，EBITDA 利润率将维持 31%-36%的水平。	
EBITDA	425	684	708		
营运现金流	224	341	240	2025 年，公司的资本开支规模约 20-30 亿元，2026 年该值下滑至 10-20 亿元。	
资本开支	1,650	2,593	3,357		
利息支出	241	422	500	2025-2026 年，公司每年基金及直投项目投资额约 13-18 亿元，每年投资净流出约 0-2 亿元。	
经调整总债务	9,814	14,182	20,153		

调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	23.1	20.7	28.5	30-40	35-45
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.6	1.4	0.7-1.2	0.7-1.2
EBITDA 利润率（%）	25.5	36.4	35.5	31-36	31-36

注：1、以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。2、资本开支系公司“投资活动现金流出-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”金额。

资料来源：公司审计报告，公司提供，标普信评。

表7

截至 2024 年末关键财务数据调整（单位：百万元）					
	总债务	所有者权益合计	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	18,079	12,396	619	619	377
标普信评调整					
盈余现金	-623	-	-	-	-
对外担保和诉讼	2,697	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	54	54	-
利息及股利收入	-	-	-	85	-
当期所得税	-	-	-	-52	-
利息支出	-	-	-	-377	-
资本化利息	-	-	-	-123	123
其他调整	-	-	34	34	-
调整总额	2,074	-	88	-379	123
标普信评调整值					
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	20,153	12,396	708	240	500

注：总债务=长期债务+短期债务。财务数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评。

同业比较

我们选择了济南高新控股集团有限公司（以下简称“济高控股”）、烟台业达经济发展集团有限公司（以下简称“烟台业达”）和绍兴高新技术产业开发区投资发展集团有限公司（以下简称“绍兴高新”）作为钱塘产业的对比企业。这些企业分别是济南高新区、烟台经开区、绍兴高新区的主要平台公司，与钱塘产业在所处区域实力、平台定位及财务风险等方面具备可比性。

我们认为，钱塘区与济南高新区、烟台经开区的综合实力基本相当，均明显强于绍兴高新区。钱塘区与济南高新区、烟台经开区的一般公共预算收入规模相近，但地区生产总值相对较小；这三个园区在国家级经开区或高新区的综合排名均位居全国前列。钱塘区位于杭州市东部、钱塘江下游，依托空港与海港优势，是长三角地区重要的高新技术产业集聚区，主导产业包括生物医药、电子信息、高端装备制造等，综合实力长期位居全国经开区前列。济南高新区坐落于济南市东部，是山东省科技创新的重要载体和产业升级示范区，以大数据与新一代信息技术、智能制造、生物医药等产业为支柱，创新能力突出，集聚了大量高新技术企业和研发平台。烟台经济技术开发区位于烟台市区西部，是环渤海地区重要的现代化工业基地和对外开放窗口，依托深水良港优势，形成了机械制造、电子信息、化工新材料等主导产业，经济外向度

高、产业基础强。相比之下，绍兴高新区的综合实力相对较弱。作为绍兴市越城区的一部分，其所在区域的财政收入体量低于其他三个开发区，在国家级园区中的排名也较为靠后。

我们认为，钱塘产业和对比企业均为所在区域的重要国有企业，承担园区开发和资产运营职能，业务定位清晰。得益于存量园区物业运营较为成熟、可租面积较大，钱塘产业的物业租赁收入规模高于同业，且可租面积单位收入较高，对公司的利润与偿债现金流构成支撑。资产规模方面，钱塘产业和烟台业达的总资产较济高控股和绍兴高新更小，主要因后两家企业承担较大规模的基建代建、园区住宅开发及土地整理等业务。我们认为，资产规模的差异与公司所处区域的地理面积、基建开发的历史背景与节奏、职能划分等因素相关，需结合公司及园区的具体情况综合评估对业务状况的影响。

我们认为，钱塘产业和烟台业达的财务风险较济高控股和绍兴高新更低。得益于产业园租赁和热电供应等经营性业务的现金流贡献，前两家平台的 EBITDA 基本能够覆盖利息支出，其利息覆盖倍数高于另外两家对比企业。相比之下，由于承担了基础设施建设等业务，济高控股和绍兴高新的融资需求更大，导致带息债务规模和杠杆水平更高，EBITDA 利息覆盖倍数较弱。

我们认为，钱塘产业及对比企业可获得的外部支持存在一定差异。四家企业的实际控制人均为所在区或开发区的政府机构，在区域内职能定位清晰。其中，钱塘产业、济高控股及烟台业达所在区域的综合实力较强，并对所在城市的经济产业发展起到重要带动作用。相比之下，绍兴高新所在区域的综合实力较对比公司所在区域偏弱。此外，绍兴市开发区数量较多且发展水平存在分化，或对绍兴高新所能获得的外部支持力度构成一定影响。

表8

业务状况比较（2024 年，单位：亿元）				
	钱塘产业	济高控股	烟台业达	绍兴高新
运营区域	杭州钱塘区	济南高新区	烟台经开区	绍兴高新区（核心业务区域）
层级	国家级经开区	国家级高新区	国家级经开区	国家级高新区
区域排名	国家级经开区综合排名第 10 位	国家级高新区综合评级排名第 16 位	国家级经开区综合排名第 8 位	国家级高新区排名第 79 位
区域 GDP	1,417	2,054	2,356	1,414
区域一般公共预算收入	135	177	126	91
实际控制人	杭州钱塘新区管理委员会	济南高新技术产业开发区国有资产管理委员会	烟台经济技术开发区国有资产监督管理局	绍兴高新技术产业开发区管理委员会
公司定位	钱塘区主要的产业开发和运营主体	济南高新区最重要的基础设施建设和园区开发运营主体	烟台经开区重要的能源供应及园区开发运营主体	越城区重要的开发建设及资产运营主体，以绍兴高新区为核心业务区域
主营业务	物业租赁、物业服务、园区平台销售、物流服务等及综合服务	产业园区开发、园区住宅开发、园区配套服务等	热电供应、产业园开发和租赁、工程施工、担保、融资租赁等	基础设施及安置房建设、土地开发及物业租赁等
总收入	20	79	23	18
总资产	361	1,205	320	737
物业租赁收入	7.1	4.6	1.2	3.3
可租面积（万平方米）	210	150	63	--
单位可租面积收入（元/平方米/年）	338	307	190	--

注：1、绍兴高新区的区域排名取自 2024 年可查官方渠道的最新数据；其余企业的区域排名则依据商务部、工信部公布的 2024 年国家级经开区及高新区评价结果。2、绍兴高新所对应的区域 GDP 及一般公共预算收入数据为越城区数据。目前，绍兴高新区由越城区管理。3、绍兴高新的可租面积未具体披露。

资料来源：公开资料，ifind，标普信评。

表9

财务状况比较（2023-2024 两年平均，单位：百万元）				
	钱塘产业	济高控股	烟台业达	绍兴高新
营业收入	1,939	9,674	1,888	1,919
EBITDA	696	1,113	710	750
资本开支	2,975	551	3,260	500
经调整总债务	17,168	72,202	19,736	57,516
财务比率				
EBITDA 利润率（%）	35.9	11.1	40.9	39.4
经调整总债务/EBITDA（倍）	24.6	75.4	29.3	76.6
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.5	0.4	1.2	0.4

资料来源：各公司审计报告，Choice，标普信评。

三、个体信用状况

标普信评认为，钱塘产业 bbb_{spc} + 的个体信用状况主要反映了公司的业务状况良好，财务风险偏高。公司为杭州市钱塘区三大区属国企之一，凭借杭州市及钱塘区强劲的经济财政实力和良好的工业基础，享有良好的外部环境。公司围绕“产业服务”开展业务，在钱塘区产业园区建设运营及配套服务领域具有突出地位，业务可持续性良好。虽然公司的杠杆率高，EBITDA 对利息的覆盖能力偏弱，但受益于钱塘区良好的融资环境，公司在资本市场认可度较高，再融资能力强。

流动性状况

标普信评认为，钱塘产业的流动性水平适中。我们预计公司未来一年内的流动性来源对流动性需求的覆盖倍数能够超过 1.2 倍。

除偿付到期债务本息外，公司未来 12 个月主要的资金用途是资本开支和投资净支出，用于推进在建拟建项目建设及产业投资，流动性来源包括货币资金、融资、营运现金流等。截至 2025 年 6 月末，公司一年内到期的带息债务规模 40 亿元，其中债券融资 23 亿元，银行借款 15 亿元，占比分别为 57.8%和 38.7%，非标融资余额 1.4 亿元，占比仅为 3.5%。我们认为，公司与金融机构关系稳固，融资渠道多样，资本市场认可度较高，流动性状况将保持适中水平。

表10

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 16 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 40 亿元；
未来 12 个月，通过可循环或未提取的金融机构授信、借新还旧发债融资等方式融资约 60-70 亿元；	未来 12 个月，资本开支 20-30 亿元；
未来 12 个月，营运现金流入约 0-2 亿元。	未来 12 个月，产业投资净支出约 0-2 亿元；
	未来 12 个月，营运资本净流出 3-8 亿元；
	未来 12 个月，支付股利约 0-2 亿元。

注：截至 2025 年 6 月末。

数据来源：公司提供，公司财务报表，标普信评。

表11

债务到期分布情况	
年份	金额（单位：百万元）
1 年以内	3,982
1-2 年	1,667
2-3 年	1,050
3-4 年	1,713
4-5 年	2,864
5 年以上	6,735
合计	18,011

注：数据截至 2025 年 6 月末；含权债务以行权日计算到期日。

资料来源：公司提供，标普信评。

或有事项

截至 2025 年 6 月末，公司对外担保余额 24.99 亿元，占 2024 年末经审计净资产的 20.16%，担保对象主要是区域内其他国企，担保余额前三位的被担保人分别为杭州大江东国有资本投资管理有限公司、杭州钱塘产城开发集团有限公司和杭州钱塘城市建设集团有限公司，担保余额分别为 11.84、9.86 和 2.62 亿元。公司对外担保未发生过代偿，被担保人均不存在逾期或失信情况。

公司及合并报表范围内子公司不存在对其持续经营及偿债能力产生重大负面影响的未决诉讼。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 7 月 1 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

四、主体信用等级

标普信评认为，杭州市作为浙江省省会城市，经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率可控，再融资环境良好，支持能力极强。

标普信评认为，杭州市政府对钱塘产业的外部支持为“高”，主要体现在以下方面：

- 钱塘区在杭州市经济发展中发挥着较为重要的作用。钱塘区工业基础良好，拥有“车药芯化航”五大主导产业，2024 年规模以上工业总产值、制造业投资总量均保持全市第一，是杭州市重要的产业大区和经济增长极，钱塘区的发展对杭州市整体的经济发展产生直接且重大的影响。钱塘区的经济财政实力在全国区县中处于领先水平，是杭州市整体财政重要组成部分。
- 钱塘区的地区金融风险管理是杭州市整体债务风险管理的重要组成部分，钱塘区政府紧密监控下属国企债务情况。杭州市在 2025 年政府工作中表示“全力防范政府债务、企业债务和中小金融机构风险”，钱塘区区域内金融风险管理的结果也将直接影响杭州市整体的地区金融风险管理效果。
- 公司由钱塘新区管委会实际控制、直接管理。钱塘新区管委会持有公司 90%的股权，是公司的控股股东和实际控制人，在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面能够对公司施加重大影响。我们认为，公司在股权结构和管理机制方面与钱塘新区管委会的紧密度高，在可预见的未来，钱塘新区管委会将保持其对公司的控股地位和控制力度。

- 公司在钱塘区的经济增长和产业升级中发挥重要作用。公司是钱塘区三家区属国企之一，钱塘区是杭州市工业规模的领头羊，公司作为区域重要的产业运营服务商，职能定位明确。公司打造了诸多高品质、专业化产业园区和创新平台，并构建全生命周期的企业服务体系，积极发挥国有资本引领撬动作用，在区域招商引资、产业发展和产业升级中承担了重要的职能，不可替代性强。我们认为，若公司出现负面舆情将对钱塘区以及杭州市融资环境造成极大不利影响。

综合以上，标普信评评定钱塘产业的主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

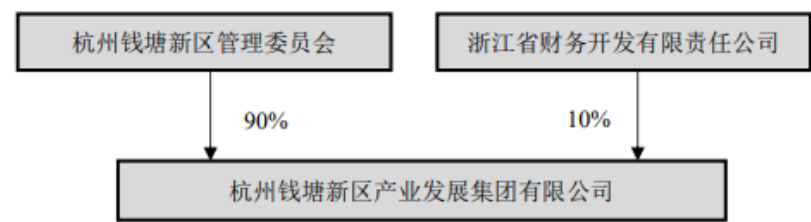
附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金和交易性金融资产	1,882	2,071	1,261	1,628
固定资产	1,209	1,679	1,823	1,892
资产总计	24,021	29,659	36,098	37,873
短期借款	1,960	388	644	690
一年内到期的非流动负债	693	932	796	975
长期借款	3,944	7,124	10,058	11,971
应付债券	2,200	3,300	4,800	4,400
所有者权益合计	12,004	12,304	12,396	12,687
营业总收入	1,670	1,882	1,997	845
营业成本	995	1,045	1,184	496
销售费用	16	16	14	5
管理费用	256	264	238	113
财务费用	138	204	356	198
利润总额	110	83	145	35
净利润	94	89	82	22
经营活动现金流入小计	3,470	2,438	2,171	1,877
经营活动现金流出小计	3,154	2,794	1,965	1,384
经营活动产生的现金流量净额	317	-356	207	492
投资活动现金流入小计	4,909	6,809	1,283	2,215
投资活动现金流出小计	8,730	7,170	6,030	4,992
投资活动产生的现金流量净额	-3,821	-361	-4,746	-2,777
筹资活动现金流入小计	10,925	7,000	9,021	4,357
筹资活动现金流出小计	7,112	6,152	5,320	1,621
筹资活动产生的现金流量净额	3,812	848	3,701	2,736

调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-6
营业收入	1,670	1,882	1,997	845
EBITDA	425	684	708	--
营运现金流	224	341	240	--
资本开支	1,650	2,593	3,357	--
利息支出	241	422	500	--
经调整总债务	9,814	14,182	20,153	--
EBITDA 利润率（%）	25.5	36.4	35.5	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	23.1	20.7	28.5	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.6	1.4	--

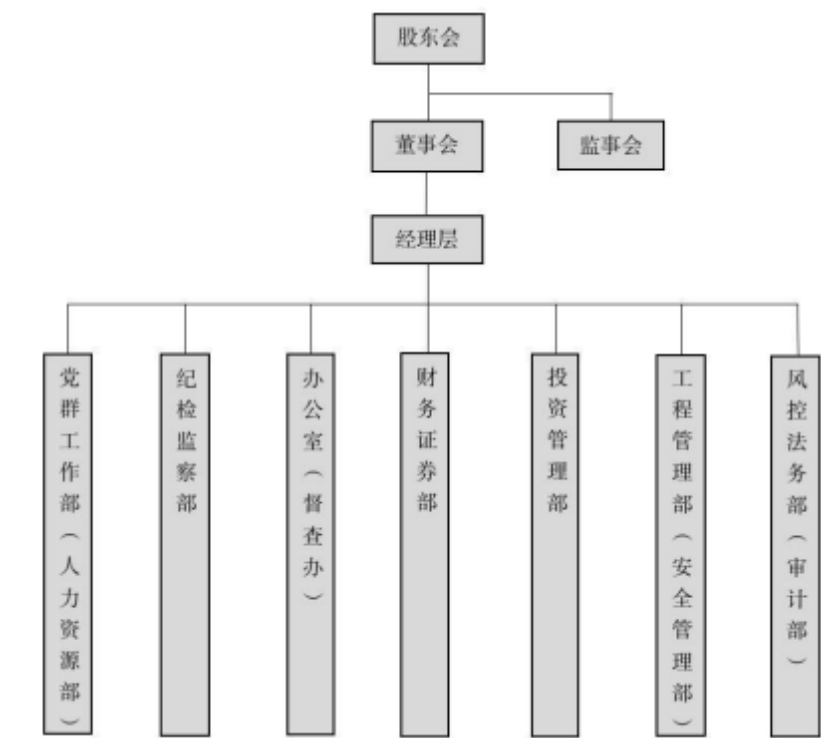
注：1、上表中财务数据基于公司披露的中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告及 2025 年 1-6 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整

经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整

资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整

自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支

股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息

可支配现金流=自由经营性现金流-股利

短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整

资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出

营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) /已付现金利息

资本回报率 = EBIT/两年平均资本

EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。