

信用等级公告

联合[2018] 1958 号

联合资信评估有限公司通过对杭州市城市建设发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州市城市建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“15 杭城建 MTN001”和“15 杭城建 MTN002”信用等级为 AA⁺，“16 杭州城建 MTN001”、“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”信用等级为 AAA，“18 杭城建 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十五日
评级业务专用章
1101030046109

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

杭州市城市建设发展集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券余额	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
15 杭城建 MTN001	5 亿元	2022-07-16	--	AA ⁺	AA ⁺
15 杭城建 MTN002	5 亿元	2022-10-14	--	AA ⁺	AA ⁺
16 杭州城建 MTN001	5 亿元	2023-09-06	AAA	AAA	AAA
17 杭城建 MTN001	8 亿元	2022-07-17	AAA	AAA	AAA
17 杭城建 MTN002	7 亿元	2022-08-09	AAA	AAA	AAA
18 杭城建 CP001	10 亿元	2019-04-17	--	A-1	A-1

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.27	5.77	13.33	20.34
资产总额(亿元)	176.07	192.12	209.40	214.22
所有者权益(亿元)	87.05	85.79	87.56	88.09
短期债务(亿元)	37.33	31.71	39.29	40.84
长期债务(亿元)	35.78	49.20	43.53	43.94
全部债务(亿元)	73.11	80.92	82.82	84.78
营业收入(亿元)	20.16	21.44	18.26	12.81
利润总额(亿元)	1.22	1.33	1.69	0.48
EBITDA(亿元)	3.54	4.12	3.92	--
经营性净现金流(亿元)	-0.03	4.43	8.63	2.55
营业利润率(%)	6.04	5.88	10.31	4.66
净资产收益率(%)	0.99	1.13	1.57	--
资产负债率(%)	50.56	55.35	58.19	58.88
全部债务资本化比率(%)	45.65	48.54	48.61	48.91
流动比率(%)	155.09	145.35	119.55	115.84
经营现金流流动负债比(%)	-0.07	9.20	12.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.65	19.62	21.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	1.28	1.59	--

注：1.公司 2018 年一季度财务数据未经审计；2.公司短期债务中包含其他应付款中有息债务；3.公司长期债务中包含长期应付款中政府置换债券。

分析师

杨明奇 何光美

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）为杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）的重要子公司，承担了城市基础设施建设和地下管网建设职能，并开展房地产开发、综合金融等多元化市场业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其跟踪评级反映了公司在经营环境、城建项目获取及多元化业务经营等方面的优势。同时，联合资信认为公司长睦土地整理项目的资金平衡效果、房地产业务的可持续性、期间费用对利润有所侵蚀以及存续债券在未来可能产生的集中兑付压力值得关注。

杭州市整体经济实力和财政实力的持续增强为公司经营发展提供了有力支撑。未来，随着公司多元化经营不断推进，其城市运营商地位将进一步突出。

公司存续债券“16 杭州城建 MTN001”“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”由杭州城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，杭州城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，其担保有效提升了上述债券本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“15 杭城建 MTN001”和“15 杭城建 MTN002”信用等级为 AA⁺，“16 杭州城建 MTN001”“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”信用等级为 AAA，“18 杭城建 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 杭州市经济快速发展，政府财力稳步提升，经济发展水平在全国位居前列，为公司发展提供了良好的区域环境。
2. 跟踪期内，杭州市政府使用新发行的政府

债券对公司到期的政府专项债券进行了接续，有效缓解了公司短期支付压力。

3. 跟踪期内，杭州市房地市场景气度高，公司房地产项目销售情况良好，项目竣工后可结转较大规模收入。
4. “16 杭州城建 MTN001”“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”由杭州城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了其本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内，长睦土地整理项目投资整体放缓，公司已确认的土地出让金收入仍不能覆盖已投资金额，项目资金平衡压力较大。
2. 公司暂无房地产项目储备土地，房地产业务的持续性有待关注。
3. 跟踪期内，公司期间费用对利润有所侵蚀，公司整体盈利能力较弱，利润总额对投资收益及政府补助依赖程度高。
4. 公司存续债券可能产生较大集中兑付金额，公司经营活动现金流入量对其保障能力一般。

声 明

一、本报告引用的资料主要由杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

杭州市城市建设发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于杭州市城市建设发展集团有限公司及其存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）的公司名称由“杭州市城市建设发展集团有限公司”变更为现名，公司的股权结构和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为30.20亿元，杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）为公司唯一股东，杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州国资委”）为公司实际控制人。

截至2018年3月底，公司本部内设办公室、党群工作部（人力资源部）、计划财务部、投资发展部等10个职能部门；合并范围内子公司拥有16家全资或控股子公司。

截至2017年底，公司资产总额209.40亿元，所有者权益合计87.56亿元（含少数股东权益5.93亿元）；2017年，公司实现营业收入18.26亿元，利润总额1.69亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额214.22亿元，所有者权益合计88.09亿元（含少数股东权益6.09亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入12.81亿元，利润总额0.48亿元。

公司注册地址：杭州市江干区新塘路33-35号12、13层；法定代表人：胥东。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司共有存续债券6支，债券余额合计40亿元，存续债券概况详见

表1，跟踪期内公司存续的中期票据债券募集资金均按要求或在国家法律、法规及政策要求下使用完毕，且均按时支付了债券利息。公司于2018年4月17日发行额度10亿元“18杭城建CP001”，到期一次性还本付息，募集资金拟用于偿还公司本部银行贷款，已使用6亿元，剩余4亿元尚未使用。

表1 公司存续债券概况

债券简称	债券余额	起息日	发行期限
15杭城建MTN001	5亿元	2015-07-16	5+2年
15杭城建MTN002	5亿元	2015-10-14	5+2年
16杭州城建MTN001	5亿元	2016-09-06	5+2年
17杭城建MTN001	8亿元	2017-07-17	5年
17杭城建MTN002	7亿元	2017-08-09	5年
18杭城建CP001	10亿元	2018-04-17	365天

资料来源：联合资信根据公司存续债券信息整理

“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”和“16杭州城建MTN001”期限均为7（5+2）年，均设置了第5年末发行人调整票面利率和投资人回售选择权。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。

2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升，财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元，同比增长7.2%(实际增长1.3%)，增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势；基于基础设施建设投资

存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降；制造业投资增速(4.8%)小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值(15.3万亿元)和进口总值(12.5万亿元)同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(56.3%)较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，

这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对

于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执

行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合

作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中

国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础

设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济发展

杭州市为浙江省省会，是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲城市群中心城市之一、环杭州湾大湾区城市、长三角宁杭生态经济带节点城市，也是中国重要的电子商务中心之一，具有较强的经济实力。

根据《2017年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2017年杭州市综合经济实力显著增强，全年实现地区生产总值12556亿元，按可比价格计算，较上年增长8.0%。其中，第一产业增加值312亿元，较上年增长1.9%；第二产业增加值4387亿元，较上年增长5.3%；第三产业增加值7857亿元，较上年增长10.0%。按常住人口计算，人均GDP为134607元，较上年提高10321元。三次产业结构调整为2.5:34.9:62.6，服务业占GDP比重较上年提高1.7个百分点。

2017年，杭州市全社会固定资产投资5857亿元，增长1.4%。从投资产业结构看，农林牧渔业投资40亿元，较上年增长2.4%；工业投资861亿元，较上年增长0.5%；服务业投资4956亿元，较上年增长1.5%，主要投向服务业。2017

年，杭州市房地产开发投资2734亿元，较上年增长4.9%，其中住宅投资1713亿元，较上年增长9.8%。房屋施工面积11523万平方米，下降0.3%；新开工面积2177万平方米，增长1.9%；竣工面积2086万平方米，增长8.5%。受杭州市全年商品房成交量同比下降影响，2017年杭州市商品房销售面积2054万平方米，下降11.7%。

基础设施建设方面，2017年，杭州市基础设施投资1597亿元，占全市固定资产投资的27.3%。2017年底，杭州市主城区公共交通运营线路371条，其中新辟线路16条，优化线路40条。新开通地铁线路35.8公里，通车总里程达到117.6公里。

公用事业方面，2017年杭州市电网投资51.1亿元，110千伏及以上输变电工程投产37项，新增容量408万千伏安、线路252.11公里；全市用电量738.03亿千瓦时，较上年增长8.8%，其中城乡居民生活用电114.86亿千瓦时，增长7.0%。杭州市城区自来水日供水设计能力达到390.7万立方米，最高日供水量358.1万立方米。

杭州市经济的增长带动了杭州市财政实力的增强，2017年，杭州市全年财政总收入2921.30亿元，一般公共预算收入1567.42亿元，较上年增长14.2%。其中，企业所得税270.22亿元，个人所得税146.20亿元，分别增长22.0%和26.06%。全市一般公共预算支出1540.92亿元，较上年增长9.7%，杭州市财政自给率为98.31%，处于较高水平。

《杭州市城市建设“十三五”规划》提出，杭州市要以基础设施建设为重点，包括加快完善城市路网结构、加快形成轨道交通骨干网络、继续加快公共停车场库建设、加快污水处理设施建设和加快推进海绵城市建设等；要以改善民生为根本，进一步健全城镇住房保障体系，加快实施城中村改造，加快农村住房改造建设；要以绿色职能导向，推进新型城市建设。

总体看，杭州市区域经济快速增长，财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部发展环境，未来随着杭州市“十三五”规划的

不断推进，杭州市将进一步加大城市基础设施建设的投资力度，公司面临着良好的产业政策和投资环境。

六、基础素质分析

公司作为杭州城投下属重要子公司，是杭州市重要的基础设施建设主体，同时开展房地产开发、商品销售等多元化经营性业务，在地下管道设施建设领域经验丰富并具有较强的区域专营优势。

截至2017年底，公司有息债务中包含23.51亿元应付政府专项债券，其中12.87亿元于2018年内到期偿还，杭州市政府使用新发行的政府债券转贷给公司，用于上述债务接续。截至2018年6月底已完成10亿元应付政府专项债券接续，剩余部分将在到期时采用相同方式接续，有效降低了公司的偿债压力。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10330104007822203），跟踪期内，公司未产生未结清或已结清的的不良类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括城市基础设施建设、房产销售、地下管道设施建设、商品销售业务、房屋租赁、广告和停车场经营等。

2017年，公司实现主营业务收入18.21亿元，同比下降14.92%，各传统主要业务板块收入规模均有不同程度下降。2017年，公司城市基础设施建设业务收入7.22亿元，同比下降5.31%，主要来自土地整理、自建回购项目的回款；房地产业务收入合计1.80亿元，同比下降50.92%，其中商品住宅销售收入1.57亿元，主要来自润泽大院尾盘和城发云锦城一期项目结转收入；地下管道设施收入合计1.09元，同比下降37.50%，其中管道建造收入0.58亿元，使用权转让收入0.51亿元；商品销售收入6.58亿元，同比下降9.09%，主要来自新开展的电解铜购销。2017年，公司其他主营业务收入1.53亿元，同比增长33.64%，主要来自房屋租赁、广告代理、停车费、委托贷款、融资租赁等业务。

从毛利率看，2017年，公司毛利率11.57%，较上年有所上升，主要是由于基础设施建设、房地产业务和商品销售毛利率上升所致。

2018年1~3月，公司主营业务收入12.81亿元，主要来自城市基础设施建设中土地整理业

表3 2016~2017年及2018年1~3月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市基础设施建设	7.62	35.61	5.73	7.22	39.63	6.66	11.43	89.26	4.00
房地产开发	3.66	17.09	2.62	1.80	9.86	25.42	0.07	0.54	57.70
地下管道设施	1.74	8.14	21.00	1.09	5.98	20.65	0.03	0.27	37.12
商品销售	7.24	33.82	0.20	6.58	36.13	1.54	1.05	8.24	0.25
其它主营业务	1.15	5.35	69.03	1.53	8.41	55.14	0.22	1.69	54.57
合 计	21.40	100.00	7.96	18.21	100.00	11.57	12.81	100.00	4.93

资料来源：公司提供

务。2018年1~3月，公司主营业务毛利率4.93%，低于2017年全年水平。

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施建设

土地整理

公司与杭州土储中心签订土地整理委托协

议，由公司负责长睦大型居住区土地整理项目的资金筹措和项目建设开发，在土地整理完成挂牌出让后，杭州财政局先通过杭州土储中心将土地出让收入扣除相关税费后的45%返还给公司股东杭州城投，杭州城投再全额支付给公司，以补充营运资金。同时，协议约定公司每

年按投资总额计提 5% 的项目管理费，项目完成后统一结算。

长睦项目预计总投资金额 70.70 亿元，计划于 2020 年完工，预计可形成出让用地 1484 亩；截至 2018 年 3 月底，该项目已累计投资 61.53 亿元，完成土地出让 1413.66 亩，杭州土储中心已收到长睦项目土地出让金 105.24 亿元，公司累计收到土地出让金返还 46.65 亿元。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司分别确认长睦项目土地出让返还收入 3.83 亿元和 9.70 亿元。2017 年，公司对长睦项目投资 0.93 亿元，确认代建管理费收入 437.41 万元。

长睦项目建设投资已经接近尾声，但公司确认的土地出让金收入仍不能覆盖已投资金额，根据委托协议杭州市财政局待整个项目竣工结算后按实际成本支出多退少补，项目资金平衡结果有待关注。

委托代建

在委托代建模式下，公司与地方政府或项目业主签订委托建设协议，行使工程管理职能，主要负责项目指挥、现场管理等任务。公司根据协议规定的投资金额和管理费率每年收取代建管理费，不承担项目融资职能。

公司针对不同项目与委托方协商确定委托代建管理费，代建管理费按年收取，确认方式按照项目总投资额以固定管理费率或双方约定金额确认。

2017 年，公司确认代建管理费收入 1572.40 万元，除长睦项目外，主要来自于白鹿鞋城、紫金港“上改下”等项目。公司正在实施委托代建的项目为德胜路地下综合管廊工程、艮山路地下综合管廊工程等，较 2016 年新增东湖立交项目，预计 2018~2020 年公司可分别实现代建管理费收入 3367 万元、1642 万元和 1089 万元。

表 4 公司委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	管理费收取计划		
	2018 年	2019 年	2020 年
德胜路地下综合管廊工程	1051	197	66
艮山路地下综合管廊工程	1452	518	104
艮山路提升改造工程	808	538	808

东湖立交桥工程	56	389	111
合计	3367	1642	1089

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司继续通过委托代建的模式进行基础设施建设工作，代建管理费来源较为稳定。

自建回购

公司自建回购的项目为富阳公园路延伸东段道路项目（以下简称“富阳项目”）和余杭 15 省道至临安 02 省道连接线改建工程（临安段）第六标段项目（以下简称“余临连接线改建工程”）。在自建回购模式下，公司与地方政府签订合同，作为项目建设主体，负责项目的投融资及建设项目竣工后交付地方政府，待验收合格审计后，地方政府按照审计确认金额并按回购协议约定分期支付价款进行回购。

富阳项目由公司本部负责具体实施，建设内容为富阳公园路延伸东段道路 2600 米（含隧道 1990 米），计划总投资规模 4.50 亿元。根据公司与富阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）签订的合作协议，项目回购总额 4.90 亿元，富阳城投计划在 2018~2020 年分别支付回购款 1.51 亿元、1.76 亿元和 1.63 亿元。富阳项目已于 2017 年底正式通车，受项目施工延期影响，实际投资金额超出项目概算，截至 2018 年 3 月底，富阳项目已累计投资 4.51 亿元，2018 年内仍需投资 0.60 亿元。公司已于 2018 年 3 月确认回购收入 1.03 亿元。

余杭 15 省道至临安 02 省道连接线改建工程主线路全长约 26.6 公里，公司二级子公司临安东西投资建设管理有限公司负责（临安段）第六标段建设。根据公司子公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“管道公司”）、中铁十四局集团有限公司与临安市交通投资发展有限公司签订的合同协议书，该项目签约合同价为 2.57 亿元，融资回报率为 24.5%。工程交工验收通过后 6 个月内支付回购款的 40%；第一期回购款支付日后 12 个月内的对应日，支付回购款的 30%，第一期回购款支付日后 24 个月内的对

应日，支付回购款的剩余部分。该项目已于2017年底完工通车，累计投资金额2.24亿元，2018年内仍需投资0.47亿元。2017年，余临连接线改建工程确认回购收入1.82亿元。

跟踪期内，公司自建回购项目基本完工，未来投资规模逐步下降，项目进入回收期后，公司资金压力将有所缓解。

(2) 房地产开发

跟踪期内，公司主要对城发云锦城二期项目和富阳润泽院项目进行开发和销售。

城发云锦城和富阳润泽院项目总投资金额合计38.60亿元，截至2018年3月底累计投资金额34.19亿元，其中城发云锦城一期项目已于2015年9月完工，二期项目计划于2018年6月完工；富阳润泽院项目于2017年7月完成征迁，开始建设，计划于2020年9月完工。2017年以及2018年1~3月，上述两项目分别实现销售金额14.01亿元和2.63亿元，到2018年3月底累计完成销售额34.56亿元，预计未来项目竣工后可结转较大规模房地产销售收入。

表5 公司房地产项目建设销售情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	累计销售额
城发云锦城	2012.03~2018.06	28.00	27.80	29.23
富阳润泽院	2014.01~2019.01	10.60	6.39	5.33
合计	--	38.60	34.19	34.56

资料来源：公司提供

截至本报告出具日，公司房地产项目暂无储备土地；公司土地整理项目完成后可自主拿地进行综合开发，联合资信将持续关注公司房地产业务的发展。

(3) 地下管道设施建设

公司子公司管道公司承担了杭州市区地下强、弱电管线统一建设、经营、管理和维护服务工作，在强弱电管线建设和出让业务方面具有一定区域专营优势。截至2018年3月底，管道公司已经在杭州市主城区1444条道路上铺设了弱电管道，孔公里长度约14366.6公里。

2017年，公司新建地下弱电管线1178.8孔公里，确认地下管道设施合同建设收入5750.58

万元，同比增长178.19%，系城市建设管线迁改项目增多所致。管道公司将弱电管线建成后将其经营权出让给中国移动、中国联通等电信运营商，公司保留弱电管线的所有权。2017年，公司确认地下管道设施使用权转让收入5132.58万元，同比下降66.55%，主要是由于2016年将原先按5年分摊收入一次性确认所致。

(4) 商品销售

公司传统商品销售业务为建材贸易业务，主要是公司为城投系统内房地产项目或其承建的市政工程项目提供钢材等建筑材料。跟踪期内，公司商品销售业务产品新增电解铜，传统钢材贸易量大幅下降。2017年，公司钢材采购3.48万吨，采购金额7242.14万元；销售量2.09万吨，销售金额8997.74万元。2017年，公司新增电解铜销售业务，采购量和销售量均为1.21万吨，采购金额和销售金额分别为6.79亿元和6.80亿元。

表6 2017年公司商品销售产情况（单位：吨、万元）

产品	采购量	销售量	采购金额	销售金额
钢材	34785.00	20901.15	7242.14	8997.74
电解铜	12055.75	12055.75	67935.17	67983.65

资料来源：公司提供

(5) 其他主营业务

公司市场化业务发展势头良好，主要涉及类金融、房屋租赁、广告代理、停车服务等业务。

类金融业务

公司类金融业务主要包括融资租赁、创投基金及委托贷款等类金融业务；其中融资租赁收入体现在主营业务收入-其他业务，创投基金和委托贷款业务收入均体现于投资收益。

公司于2013年9月取得中华人民共和国商务部和国家税务总局审批的融资租赁业务相关资质，业务模式以直租、转租、回租为主。截至2018年3月底，公司融资租赁已参与33个项目的放款，租赁规模31.58亿元，主要投资方向为基础设施投资建设、公共事业服务类、节能环保类项目。2017年和2018年1~3月公

司融资租赁业务收入分别实现 9902 万元和 839 万元。

自创投基金业务开展以来，公司主要投资了金盾股份（300411.SZ）、上海梅林（600073.SH）、克来机电（603960.SH）和杭州银行等，投资方式以合作投资基金为主。2017 年公司通过创投基金获得投资收益 1295.88 万元，是来自金盾风机、上海梅林项目。

公司开展委托贷款业务以提升资金使用效率，截至 2018 年 3 月底，公司委贷规模 5.00 亿元；2017 年公司委托贷款业务收入为 1321.64 万元。

房屋租赁

公司拥有部分住宅和商铺房产，住宅大多来源于政府划拨，商铺多是公司房地产开发项目留存，可用于对外租赁的建筑面积 2.54 万平方米，2017 年，公司实现租金收入 2457.1 万元。

广告业务

广告业务由子公司杭州城发资产经营管理有限公司经营，主要获准在股东杭州城投资产范围内的地上和地下空间统一进行开发、经营户外广告，以及市区基础设施冠名权的经营。2017 年，公司共签订广告合同（含制作）总价 2802 万元，取得营业收入 382.91 万元。

停车场

公司拥有七个停车场，其中景芳社区公园停车库、濮家花园停车库两个项目投资总额 1.20 亿元，车位数 447 个，2012 年底完工并试运行；长睦的三个地下停车库投资总额 1.40 亿元，车位数 716 个，已于 2014 年年底完工；2017 年，公司停车费业务收入 749.42 万元。

3. 未来发展

公司未来将按照“一主三辅”的业务发展战略，以区域开发业务（土地整理和配套房地产开发）为主，以城市建设、资产管理和股权投资为辅，成为杭州都市圈的城市运营商。

同时，公司还将构建“2+X”类金融业务平台，大力发展产业基金、融资租赁等业务，积极关

注和配伍商业保理等创新金融服务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司纳入报表合并范围内子公司 16 家，较 2016 年底新增 1 家，系 2017 年 10 月公司与杭州余杭交通集团有限公司共同组建成立的杭州余杭交通发展有限公司，2017 年底净资产 997.82 万元。2018 年 1~3 月，公司报表合并范围未发生变化。总体看，跟踪期内公司财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 209.40 亿元，所有者权益合计 87.56 亿元（含少数股东权益 5.93 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 18.26 亿元，利润总额 1.69 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 214.22 亿元，所有者权益合计 88.09 亿元（含少数股东权益 6.09 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.81 亿元，利润总额 0.48 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 209.40 亿元，同比增长 8.99%，主要来自货币资金、长期应收款的增加。2017 年底，公司流动资产和非流动资产分别占 39.83% 和 60.17%，资产结构以非流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.75	2.99	13.12	6.26	20.13	9.40
其他应收款	6.13	3.19	8.91	4.25	10.60	4.95
存货	46.93	24.43	46.03	21.98	39.71	18.54
其他流动资产	5.15	2.68	8.28	3.95	7.49	3.50
流动资产	70.02	36.45	83.40	39.83	84.38	39.39
长期应收款	18.82	9.79	21.46	10.25	24.60	11.48

固定资产	31.09	16.18	30.17	14.41	29.94	13.98
其他非流动资产	62.84	32.71	65.54	31.30	65.87	30.75
非流动资产	122.10	63.55	126.00	60.17	129.84	60.61
资产总额	192.12	100.00	209.40	100.00	214.22	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

流动资产

2017 年底，公司流动资产 83.40 亿元，同比增长 19.11%，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产增加所致。

2017 年底，公司货币资金 13.12 亿元，较上年底增加 7.36 亿元；货币资金主要由银行存款（占 97.25%），受限货币资金 0.36 亿元，系保函保证金。

2017 年底，公司其他应收款账面余额 9.04 亿元，同比增长 26.64%；其他应收款账龄主要集中在一年内（占比 91.39%），并对账龄在 3 年以上的款项计提坏账准备 1265.53 万元；其他应收款账面余额前五名合计占比 86.96%，主要以杭州辰祥房地产有限公司代垫款和浙江钱江通源房地产开发有限公司的借款本金及利息构成。

表 8 2017 年底公司其他应收款账面余额前 5 名单位
(单位：亿元、%)

单位名称	款项性质	金额	占比
杭州辰祥房地产有限公司	代垫款	4.63	51.23
浙江钱江通源房地产开发有限公司	借款本金	3.01	33.27
国信招标集团股份有限公司浙江分公司	保证金	0.10	1.11
杭州市物业维修资金管理中心	质保金	0.07	0.72
建德市梅城镇资产经营有限公司	往来款	0.06	0.63
合计	--	7.86	86.96

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 46.03 亿元，同比下降 1.93%，主要由代建项目（占 40.39%）和开发成本（占 52.68）构成。2017 年底，公司存货中代建项目 18.59 亿元，主要为长睦大型居住区代建项目；开发成本 24.25 亿元，主要由长睦经济适用房、云锦城二期、富阳润泽院等项目构成。

2017 年底，公司其他流动资产 8.28 亿元，较上年底增加 3.13 亿元，主要由理财产品（6.42 亿元）构成。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 126.00 亿元，同比增长 3.19%，主要来自长期应收款和其他非流动资产的增加。

2017 年底，公司长期应收款 21.46 亿元，同比增长 14.05%，主要由融资租赁款（4.71 亿元）、应收自建回购工程款项（3.62 亿元）、委托贷款（6.30 亿元）和资金拆借款（4.19 亿元）构成。

2017 年底，公司固定资产账面原值 43.87 亿元，同比下降 0.11%，主要以道路资产¹（40.71 亿元）为主，其余为地下管道设施、房屋及建筑物、地下停车场、广告设施等资产。2017 年，公司固定资产累计折旧合计 13.63 亿元；2017 年底，公司固定资产账面价值 30.16 亿元，同比变化下降 2.97%。

2017 年底，公司其他非流动资产 65.53 亿元，同比增长 4.30%，全部来自公司新购入信托产品的增加。公司其他非流动资产中拨出专项资金 57.64 亿元，主要以非经营性城建资产（49.09 亿元）、公司拨付用于供水、排水、燃气、公交等城建项目的资金（7.42 亿元）构成。

2018 年 3 月底，公司资产总额 214.22 亿元，较 2017 年底增长 2.30%，其中货币资金较上年底增加 7.01 亿元，存货较上年底下降 13.73%，主要是由于长睦项目确认收入结转成本所致，长期应收款较上年底增长 14.64%，主要是由于基建项目应收款和融资租赁项目增加所致。2018 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产分别占比 39.39% 和 60.61%，公司资产结构较上年底变化不大。

总体看，公司资产中占比较高的其他非流动资产主要系政府拨付用于城建项目资金形成的托管资产，固定资产主要为道路资产；公司整体资产质量一般。

¹系经杭州市财政局确认，由杭州市财政局拨付及公司历年用于“四自”收费 22 条道路及国开行 12 项打捆道路项目，并根据杭州市城市建设投资集团有限公司杭城资【2003】140 号文，从 2002 年起按 50 年计提折旧。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 87.56 亿元，同比增长 2.07%，主要来自未分配利润的增加。2017 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 34.49%）、资本公积（43.88%）和未分配利润（占 12.58%）构成。

2017 年底，公司资本公积 38.42 亿元，同比增长 0.38%，是来自公司对城站指挥部债权债务进行处理，将应付债务 1466.25 万元转入资本公积所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 88.09 亿元，在规模及结构两方面均较去年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司所有者权益变化不大，构成仍以实收资本和资本公积为主，稳定性较强。

负债

2017 年底，公司负债总额 121.84 亿元，同比增长 14.59%；流动负债和非流动负债分别占比 57.26% 和 43.74%，负债结构较去年底变化较大。

2017 年底，公司流动负债 69.76 亿元，同比增长 44.81%，主要来自预收款项、一年内到期的非流动负债的增加；流动负债主要以短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017 年底，公司短期借款 13.00 亿元，同比下降 22.88%；预收款项 19.54 亿元，同比增长 167.66%，主要来自城发云锦城和富阳润泽院项目的预售房款；其他应付款 8.19 亿元，同比增长 29.09%，主要以资金拆借、待售款项、应付工程款构成，其中资金拆借为有息债务；一年内到期的非流动负债 23.72 亿元，其中包括 12.87 亿元政府专项债券，其中 10 亿元已于 2018 年上半年由新发行的政府专项债券接续。

2017 年底，公司非流动负债 52.08 亿元，同比下降 10.46%。其中，长期借款 3.23 亿元，同比下降 70.28%；应付债券 29.67 亿元，较上年年底增加 14.84 亿元，系公司发行的两期中期

票据；长期应付款 11.66 亿元，主要为政府专项债券。

2018 年 3 月底，公司负债总额 126.13 亿元，较上年年底增长 2.32%，流动负债和非流动负债分别占比 57.75% 和 42.25%，较上年年底变化不大。

表 9 2016-2018 年 3 月公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	31.71	39.29	40.84
长期债务	49.20	43.53	43.94
全部债务	80.92	82.82	84.78
资产负债率	55.35	58.19	58.88
全部债务资本化比率	48.54	48.61	48.91
长期债务资本化比率	36.45	33.21	33.28

资料来源：根据公司财务报表整理

从有息债务来看，2017 年底，公司全部债务 82.82 亿元，同比增长 2.36%；其中短期债务占 47.44%，长期债务占 52.56%，公司债务结构有待优化。2018 年 3 月底，公司全部债务 84.78 亿元，较上年年底增长 2.36%，债务结构较上年年底变化不大。考虑到公司于 2018 年 4 月发行的 10 亿元“18 杭城建 CP001”公司短期偿债压力有所上升。

从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 58.19% 和 48.61%，较上年年底分别增加 2.84 个百分点和 0.07 个百分点；长期债务资本化比率为 33.21%，较上年年底下降 3.24 个百分点。2018 年 3 月底，上述三项指标分别小幅增长至 58.88%、48.91% 和 33.28%。考虑到公司近期待偿还的政府专项债券通过新发政府债券接续，公司实际债务负担或低于上述指标值。

总体看，跟踪期内公司房地产项目预售以及债务融资推动负债总额有所增长；公司有息债务规模保持相对稳定，但债务结构有待优化；考虑到杭州市政府使用新发行的地方政府债券接续了公司到期代偿的政府专项债券，公司实际债务负担较轻。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 18.26 亿元，同比

下降 14.83%，主要是由于部分土地出让金返还滞后，在 2018 年一季度体现所致。2017 年，公司营业利润率 10.31%，较 2016 年上升 4.43 个百分点。

2017 年，公司期间费用 2.41 亿元，同比增长 11.19%，主要以管理费用为主。2017 年底，公司期间费用占营业收入 13.22%，较 2016 年上升 3.09 个百分点。

2017 年，公司投资收益 1.41 亿元，主要来自对长期股权投资企业的投资收益（8825.57 万元）；公司其他收益 8250.95 万元，主要是对公司持有的道路资产折旧提供的补贴。

2017 年，公司利润总额 1.69 亿元，同比增长 27.68%，公司利润总额对投资收益及其他收益依赖程度高。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年
营业收入	21.44	18.26
投资收益	1.40	1.41
其他收益	*0.82	0.83
利润总额	1.33	1.69
营业利润率	5.88	10.31
总资本收益率	2.51	2.25
净资产收益率	1.13	1.57

资料来源：根据公司财务报表整理

注：2016 年其他收益是按 2017 年相同口径调整金额。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率 2.25%，较上年下降 0.26 个百分点；净资产收益率 1.57%，较上年底增长 0.44 个百分点。公司整体盈利能力仍较弱。

总体看，跟踪期内公司期间费用对利润有所侵蚀；公司整体盈利能力仍较弱，利润总额对投资收益和政府补贴依赖程度较高。

5. 现金流

2017 年，公司经营活动现金流入量 39.91 亿元，同比下降 1.22%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 33.52 亿元，同比变化不大，主要来自房地产项目销售以及基建和贸易业务回款；收到其他与经营活动有关的现金 6.40 亿元，同比下降 11.04%，主要是收回经营性往来

款。2017 年，公司现金收入比 183.57%，主要是由于公司房地产项目预售所致。2017 年，公司经营活动现金流出 31.28 亿元，同比下降 13.05%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 24.72 亿元，同比下降 3.61%；支付其他与经营活动有关的现金 4.15 亿元，同比下降 51.38%，主要是富阳项目和购买理财支出。2017 年，公司经营活动现金净流入 8.63 亿元，同比增长 94.80%。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	40.41	39.91
经营活动现金流出量	35.98	31.28
经营活动现金流量净额	4.43	8.63
投资活动现金流量净额	-15.70	2.87
筹资活动现金流量净额	6.53	-4.49
现金收入比	154.90	183.57

资料来源：根据公司财务报表整理

2017 年，公司投资活动现金流入 24.05 亿元；其中，收回投资收到的现金 12.47 亿元，包括收回对城投海潮投资 2.99 亿，理财资金 2.46 亿，城投租赁项目 7.02 亿；收到其他与投资活动有关的现金 10.53 亿元，主要是关联方等借款本金及利息。2017 年，公司投资活动现金流出 21.18 亿元；其中，投资支付的现金 8.20 亿元，主要是用于理财信托等投资 6.99 亿元，股权投资 0.21 亿元，租赁委贷资金 1.00 亿元；支付其他与投资活动有关的现金 12.95 亿元，主要是委贷投资 5.00 亿元和往来款 5.50 亿元。2017 年，公司投资活动现金净流入 2.87 亿元。

公司筹资活动现金流入主要来源于借款收到的现金、发行债券收到的现金和收到的其它与筹资活动有关的现金（债券贴息补贴）；2017 年，公司筹资活动现金流入 56.59 亿元；筹资活动现金流出主要体现为偿还债务本息支付的现金。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额-4.49 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 23.86 亿元，经营活动产生的现金流量净额 2.55 亿元；公司投资活动现金仍呈净流入 2.28 亿元；

筹资活动产生的现金流净流入 2.54 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动和投资活动均实现现金净流入；受益于房地产项目预售，公司现金收入比呈较高水平；公司筹资活动现金流入规模下降，公司项目投资基本接近尾声，筹资压力有所缓和。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底公司流动比率 119.55%，较上年底下降 25.80 个百分点；速动比率 53.58%，较上年底增长 5.65 个百分点。2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 115.84% 和 61.33%。2017 年，公司经营现金流动负债比 12.37%，较 2016 年上升 3.17 个百分点。2018 年 3 月底，公司现金类资产 20.34 亿元，是短期债务的 0.50 倍。考虑到公司流动资产中存货中的库存商品、可售房产以及理财产品具有较好的可变现能力，公司短期偿债压力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 3.92 亿元，较上年底有所下降；全部债务/EBITDA 为 21.14 倍，EBITDA 利息倍数为 1.59 倍，均较上年有所上升。考虑到公司是杭州城投在城市基础设施板块的核心子公司，以及在政府债券接续等方面获得杭州市政府的大力支持，公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信总额 61.28 亿元，已使用额度 28.58 亿元，未使用额度 32.70 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 7.49 亿元，担保比率 8.50%，被担保方主要包括公司股东杭州城投、杭州热电集团有限公司、杭州建工集团有限责任公司。总体看，公司对外担保方主要系母公司或同一股东控股公司，目前均正常经营，公司或有负债风险一般。

表 12 2018 年 3 月底对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	余额	起讫日
杭州热电集团有限公司	2000.00	2017.7.1-2018.6.30
杭州建工集团有限责任公司	4000.00	2017.10.26-2018.10.26
杭州建工集团有限责任公司	5000.00	2017.12.13-2018.12.13
杭州建工集团有限责任公司	6000.00	2017.11.22-2018.10.16

杭州城投	49910.00	2013.11.13-2024.01.01
杭州城投	8000.00	2016.12.23-2031.12.22
合计	74910.00	--

资料来源：公司提供

十、存续期债券偿债能力分析

1. 存续期债券保障能力分析

综合考虑公司存续中期票据的到期兑付日和特殊条款的设置，假设“15 杭城建 MTN001”和“15 杭城建 MTN002”的投资人未在 2020 年回售，选择在 2022 年到期兑付，同时考虑到“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”将在 2022 年到期兑付，公司需在 2022 年兑付本金 25.00 亿元，是公司存续中期票据的最大集中金额。

2017 年，公司经营活动现金流入量 39.91 亿元，经营活动现金流净额 8.63 亿元，EBITDA 3.92 亿元；分别为公司存续中期票据最大兑付本金的 1.60 倍、0.35 倍和 0.16 倍。跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续中期票据最大兑付本金保障能力一般，经营活动现金流净额和 EBITDA 对其保障能力较弱。

若“15 杭城建 MTN001”和“15 杭城建 MTN002”的投资人在 2020 年选择回售，则可在一定程度上缓解公司存续中期票据集中兑付压力。

截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 20.34 亿元，是“18 杭城建 CP001”本金的 2.03 倍。公司现金类资产对“18 杭城建 CP001”保障能力较强。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司存续中期票据可能产生的最大兑付本金保障能力一般，公司或将面临一定到期偿债压力；公司现金类资产对一年内到期的短期融资券保障能力较强。

2. 存续期债券担保人分析

公司存续债券“16 杭州城建 MTN001”“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”由公司股东杭州城投提供全额无条件不可撤销连

带责任保证担保。

杭州市作为浙江省的经济强市，经济发展势头良好，财政实力较强。杭州市地方财政收入快速增长为杭州市基础设施建设提供了可靠的资金支持和保障。杭州城投是杭州市最大的城市基础设施投资、建设及运营主体，业务涵盖城市公交、供气、热电联产、供水、垃圾污水处理、市政基础设施建设及房地产开发等业务。杭州市国有资产监督管理委员会代表杭州市人民政府行使出资人的职能，为杭州城投实际控制人。杭州城投在资金支持和财政补贴等方面获得杭州市政府的大力支持。

截至2017年底，杭州城投资产总额1154.26亿元，所有者权益446.74亿元；2017年，杭州城投实现营业收入229.07亿元，利润总额23.07亿元。

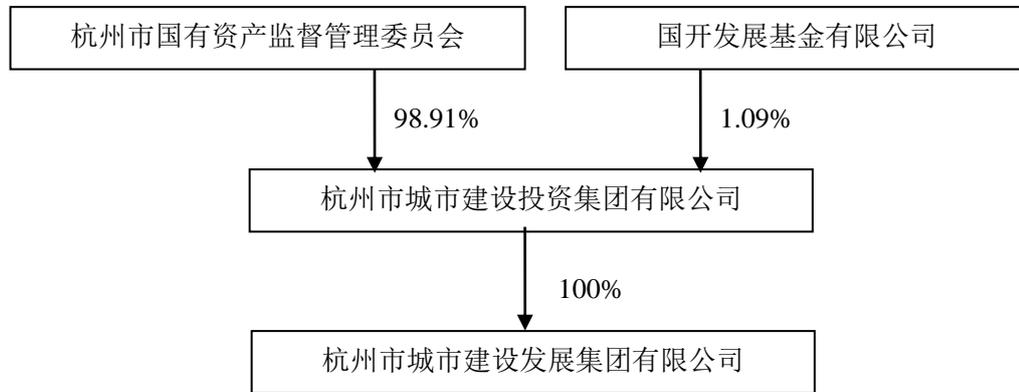
2017年，杭州城投经营活动现金流入量412.68亿元，经营活动现金流净额28.80亿元，EBITDA为51.35亿元，分别是其担保债券合计本金（20亿元）的20.63倍、1.44倍和2.57倍，保障能力强。

经联合资信评定，杭州城投主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“16杭州城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”本息偿付的安全性。

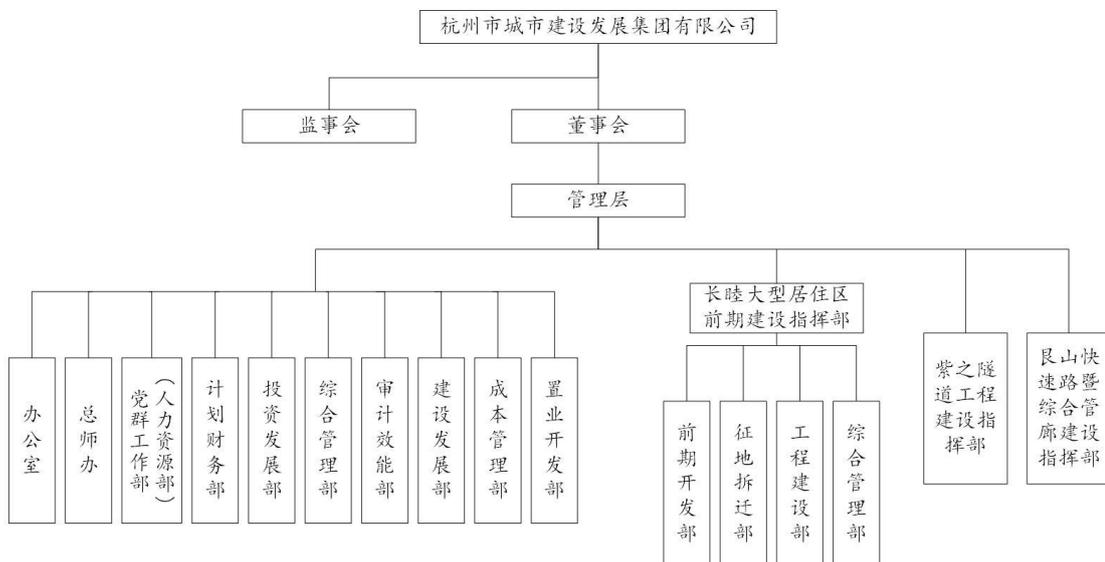
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，“15杭城建MTN001”和“15杭城建MTN002”信用等级为AA⁺，“16杭州城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”信用等级为AAA，“18杭城建CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.27	5.77	13.33	20.34
资产总额(亿元)	176.07	192.12	209.40	214.22
所有者权益(亿元)	87.05	85.79	87.56	88.09
短期债务(亿元)	37.33	31.71	39.29	40.84
长期债务(亿元)	35.78	49.20	43.53	43.94
全部债务(亿元)	73.11	80.92	82.82	84.78
营业收入(亿元)	20.16	21.44	18.26	12.81
利润总额(亿元)	1.22	1.33	1.69	0.48
EBITDA(亿元)	3.54	4.12	3.92	--
经营性净现金流(亿元)	-0.03	4.43	8.63	2.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.37	33.84	35.37	--
存货周转次数(次)	0.39	0.42	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.12	0.09	--
现金收入比(%)	82.94	154.90	183.57	56.29
营业利润率(%)	6.04	5.88	10.31	4.66
总资本收益率(%)	2.71	2.51	2.25	--
净资产收益率(%)	0.99	1.13	1.57	--
长期债务资本化比率(%)	29.13	36.45	33.21	33.28
全部债务资本化比率(%)	45.65	48.54	48.61	48.91
资产负债率(%)	50.56	55.35	58.19	58.88
流动比率(%)	155.09	145.35	119.55	115.84
速动比率(%)	54.61	47.92	53.58	61.33
经营现金流动负债比(%)	-0.07	9.20	12.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	1.28	1.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.65	19.62	21.14	--

注: 1.公司 2018 年一季度财务数据未经审计; 2.公司短期债务中包含其他应付款中有息债务; 3.公司长期债务中包含长期应付款中政府置换债券。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息