跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1089 号

杭州市城市建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对杭州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

杭州市城市建设投资集团有限公司长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

杭州市城市建设投资集团有限公司公开发行的“18 杭城 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

杭州市城市建设投资集团有限公司
公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
18 杭城 01	17.60 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2018/5/28

本次跟踪评级时间：2019 年 6 月 13 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,155.69	1,237.94
所有者权益（亿元）	448.97	484.57
长期债务（亿元）	240.09	300.17
全部债务（亿元）	373.39	431.44
营业收入（亿元）	227.25	261.24
净利润（亿元）	18.04	17.15
EBITDA（亿元）	51.32	56.56
经营性净现金流（亿元）	28.81	27.82
营业利润率（%）	2.39	2.91
净资产收益率（%）	4.13	3.67
资产负债率（%）	61.15	60.86
全部债务资本化比率（%）	45.40	47.10
流动比率（倍）	1.49	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	3.80	3.74
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.92	3.21

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

评级观点

跟踪期内，杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）具有良好的外部发展环境，且获得财政补贴方面的大力支持。公司公用事业板块在杭州市仍具有垄断性，各项经营指标保持增长；经营获现能力强，货币资金充裕，对公司债券保障程度高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司其他应收款和其他非流动资产对资金形成一定占用等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

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，公司面临良好的外部发展环境，营业收入有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 杭城 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 杭州市区域经济发达，财政实力强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 跟踪期内，公司在政府购买服务专项等财政补贴方面持续获得大力支持。

3. 公司公用事业建设与运营在杭州市仍具有较高的垄断性，跟踪期内各项经营指标保持增长。

4. 公司经营获现能力强，货币资金充裕，对公司债券保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，公司利润实现受政府补贴影响较高，自身盈利能力有待提升。

2. 公司基建项目形成的应收类款项和其他非流动资产规模较大，对公司资金形成一定占用。

分析师

张　雪
电话：010-85172818
邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

袁　琳
电话：010-85172818
邮箱：yuanl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为杭州市城市建设资产经营有限公司，2003 年经中共杭州市委、杭州市人民政府《关于组建杭州市城市建设资产经营有限公司的通知》（市委发〔2003〕58 号）批准设立，初始注册资本 65.00 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本 65.72 亿元，杭州市人民政府持有公司 98.91%的股权，国开发展基金有限公司持有公司 1.09%的股权，杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）代表杭州市人民政府行使出资人的职能，公司实际控制人仍为杭州市人民政府。

截至 2018 年末，公司经营范围及组织架构较上年无变化，纳入合并范围的子公司 182 家。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,237.94 亿元，负债合计 753.37 亿元，所有者权益 484.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益 425.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 261.24 亿元，净利润 17.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 57.72 亿元。

公司住所：浙江省杭州市下城区仙林桥直街 3 号 1501 室；法定代表人：冯国明。

二、债券发行及募集资金用途

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕1223 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 50 亿元的公司债券。2018 年 9 月 20 日，公司发行“杭州市城市建设投资集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”，债券发行总额 17.60 亿元，发行期限 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 4.37%，证券简称“18 杭城 01”，证券代码“143820.SH”。截至 2019 年 4 月末，“18 杭城 01”募集资金已使用 17.27 亿元，尚未使用 0.33 亿元。“18 杭城 01”尚未到第一个付息日。

三、行业及区域分析

1．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。城市基础设施建设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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90%增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发

展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1　2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的

		各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2．杭州市区域经济

根据《2018 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年杭州市综合经济实力持续增强，全年实现地区生产总值 13,509 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 306 亿元，较上年增长 1.8%；第二产业增加值 4,572 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 8,632 亿元，较上年增长 7.5%。按常住人口计算，人均 GDP 为 140,180 元，较上年继续提高。三次产业结构调整为 2.3:33.8:63.9，服务业占 GDP 比重较上年提高 1.3 个百分点。

2018 年，杭州市全年固定资产投资较上年增长 10.8%，其中基础设施投资增长 26.9%。2018 年，杭州市房地产开发投资较上年增长 12.2%，房屋施工面积 11,750 万平方米，较上年增长 2.0%，新开工面积 2,709 万平方米，较上年增长 24.4%，竣工面积 1,637 万平方米，较上年下降 21.5%，商品房销售面积 1,675 万平方米，较上年下降 18.4%。

杭州市经济的增长带动了财政实力的增强，2018 年，杭州市财政总收入 3,457.5 亿元，一般公共预算收入 1,825.1 亿元，分别较上年增长 14.5%和 12.5%。全市一般公共预算支出 1,717.1 亿元，较上年增长 11.4%，杭州市财政自给率为 106.29%，仍处于较高水平。截至 2018 年末，杭州市地方政府债务余额为 2,282.14 亿元，未超过浙江省核定的债务限额。

《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；要以绿色智能为导向，推进新型城市建设。

总体看，跟踪期内杭州市区域经济继续增长，财政实力增强，基础设施投资增速快，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，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、外部支持

资本金注入方面，根据杭州市国资委下发的 2018 年国有资本经营支出预算文件，公司增加 1.00 亿元国有资本金，计入资本公积。

政府补贴方面，2018 年公司仍获得大额财政补贴，用于公用事业的顺利开展。2018 年，公司收到计入“其他收益”的政府补助 38.55 亿元，其中政府购买服务专项补贴 33.90 亿元，公交油价补贴 1.32 亿元。此外，公司收到计入营业外收入的政府补助 1.35 亿元。

总体看，公司作为杭州市城市基础设施投资建设运营及公用事业建设、运营主体，跟踪期内持续获得较强的外部支持。

五、管理分析

跟踪期内，根据杭州市人民政府《关于免去骆旭升同志职务的通知》（杭政函〔2018〕50 号文）决定，骆旭升不再担任公司副董事长、总经理。根据杭州市人民政府于 2019 年 3 月 27 日印发的《关于李红良等同志任职的通知》（杭政函〔2019〕34 号），李红良担任公司副董事长、总经理。

李红良，1968 年生，曾任余杭区百丈镇初级中学校长，余杭区黄湖镇党委副书记、纪委书记、镇长、党委书记，余杭区风景旅游局局长、党组书记、西溪湿地管理委员会党组书记，余杭区发展和改革局党委书记、局长、余杭区粮食局局长（兼）、余杭区物价局局长（兼），余杭区人民政府

副区长，杭州市千岛湖原水股份有限公司董事会董事、董事长。2019 年 4 月起任公司副董事长、总经理。

总体看，跟踪期内公司高级管理人员变动较小，管理运作正常。

六、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司主营业务未发生变化，实现营业收入 261.24 亿元，其中主营业务收入 252.32 亿元，公司主业仍为突出。

从收入构成看，2018 年公司公用事业板块较上年增长 17.32%，主要系燃气业务规模扩大所致；房产置业收入较上年下降 18.84%，主要受商品房交付进度影响；城市基建收入较上年增长 31.64%，主要系长睦项目收入增长所致；商品销售业务较上年增长 40.55%，主要系贸易规模扩大所致。公司其他业务主要包括热、电、蒸汽供应、广告代理、地下管道使用权转让、租赁服务和技术咨询等，2018 年其他收入快速增长 39.67%，对公司收入形成良好补充。

表 2　2017—2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公用事业板块	63.62	29.05	-31.67	74.64	29.58	-30.69
房产置业板块	62.52	28.54	27.18	50.74	20.11	28.72
城市基建板块	38.92	17.77	19.06	51.23	20.30	11.30
商品销售板块	33.36	15.23	4.75	46.88	18.58	4.33
其他业务	20.64	9.42	32.91	28.83	11.42	29.81
合计	**219.05**	**100.00**	**5.77**	**252.32**	**100.00**	**3.20**

注：其他业务收入主要包括热、电、蒸汽供应、广告代理、地下管道使用权转让、租赁服务和技术咨询等收入
资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2018 年公司公用事业、房产置业板块、商品销售板块毛利率较上年变化不大，公用事业板块仍处于亏损状态；城市基建业务毛利率较上年下降 7.76 个百分点，主要系施工业务原材料采购及人工成本上涨所致。受上述因素综合影响，公司综合毛利率水平较上年下降 2.57 个百分点，毛利率水平偏低。

总体看，跟踪期内公司主营业务收入有所增长，但受公用事业性质影响，公司综合毛利率水平偏低。

2．业务经营

（1）公用事业板块

公司公用事业板块仍涵盖燃气、水务、公交以及城市垃圾处理等业务，业务范围基本覆盖杭州市各城区，较上年未发生变化。由于公用事业类业务属于特许经营类业务，具有自然垄断属性，跟踪期内随着杭州市经济发展以及常住人口的不断增长，公司公用事业板块业务收入稳步增长，但公用事业板块盈利能力较弱。具体收入及毛利率构成如下表所示：

表 3　2017—2018 年公司公用事业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

燃气销售	28.49	44.78	13.60	36.93	49.47	11.62
水务运营	16.74	26.31	13.84	18.81	25.20	20.41
公交运营	12.48	19.62	-219.57	13.26	17.77	-239.72
垃圾处理	5.91	9.29	18.13	5.64	7.56	13.41
合计	**63.62**	**100.00**	**-31.67**	**74.64**	**100.00**	**-30.69**

资料来源：公司提供

燃气销售

公司燃气销售业务经营主体仍为杭州市燃气（集团）有限公司（以下简称“燃气集团”），服务区域辐射杭州市 9 区 4 县（市）。

2018 年，公司燃气销售收入由于售气量增长而增长 29.61%，但由于浙江省物价局上调公司燃气采购唯一供应商的供气价格至 2.19 元/立方米（2017 年为 2.05 元/立方米），公司毛利率水平下降至 11.62%。

公司借助天然气接纳和城市建设进程加快的时机，推进天然气工程建设和用户市场的开拓。截至 2018 年末，公司已拥有较为完备的燃气管道输配设施，已建成 6,570.62 公里高中低压管线，运行 30 多个站（点），覆盖 350 万人口。

表 4　2017—2018 年燃气集团运营情况（单位：亿立方米、万户、公里）

项目	2017 年	2018 年
天然气购入量	10.81	13.50
天然气外供量	10.83	13.52
天然气销售量	10.57	13.37
天然气累计用户数	116.00	126.03
燃气高中低压干管新安装长度	138.00	141.79

资料来源：公司提供

燃气销售方面，2018 年公司天然气用户数 126.03 万户（其中居民用户约为 125 万余户），燃气高中低压干管新安装长度保持稳定，燃气销量较上年稳步增长。

燃气销售价格方面，跟踪期内杭州市居民燃气价格未进行调整，2018 年 11 月杭州市物价局下调非居民燃气价格至 3.95 元/立方米（执行时间为 2018.11.1—2019.3.31），对公司盈利能力影响有限。

总体看，公司燃气业务仍具有较强的区域垄断性，燃气收入受益于用户数量的增加而平稳增长，但采购成本稍有上升，毛利率稍有下降，公司燃气业务整体经营较为稳健。

水务运营

跟踪期内，公司水务运营经营主体及经营范围未发生变化，仍负责杭州市主城区（上城区、下城区、江干区、西湖区、拱墅区）、建德及临安地区自来水供应及污水处理业务，在杭州市供、排水领域具有较强的垄断优势地位。

2018 年，公司水务收入较上年增长 11.59%，自来水供应和污水处理收入均有所增长，其中自来水供应收入 11.38 亿元，污水处理收入 7.42 亿元；实现毛利率 20.86%，其中污水处理业务毛利率由上年的-25.71%上升至 2.09%，主要系亏损较多的七格一二期污水厂不再并表，亏损状态有所改善所致。

自来水供应

截至 2018 年末，公司设计综合日供水能力未发生变化，仍为 197 万立方米，铺设各种口径管网

总长度 6,050.43 公里。2018 年，公司用户总数达到 103.65 万户，供水量增至 6.22 亿立方米，漏损率稳定为 9.48%，管网压力合格率平均值和管网水质综合合格率保持在 100%。

表 5　2017—2018 年自来水供应运营情况

项目	2017 年	2018 年
平均日制水量（万立方米）	168.45	177.15
供水量（万立方米）	59,767.14	62,238.98
售水量（万立方米）	50,933.81	53,433.74
自来水用户数（万户）	95.66	103.65
漏损率（%）	9.48	9.48

资料来源：公司提供

跟踪期内，杭州市水价收费标准未发生变化，与浙江省各地级市比较看，杭州市用水价格处于较高水平。

总体看，2018 年公司自来水用户及供水量稳定增长，未来随着杭州市人口的增长及自身供水能力的增加，公司的供水业务收入规模仍有提升的空间。

污水处理

2018 年，公司污水处理量较上年有所增长，结算方式未发生变化，现行的污水处理服务费的结算价格为 1.46 元/吨（含税价格），污水处理费的返还周期为一个月。2018 年 7 月，七格污水厂一二期污水处理收入和成本直接与杭州市城管委直接结算，收入和成本不再纳入公司核算，将对公司未来污水处理量及收入造成影响。

表 6　2017—2018 年污水处理业务运营情况（单位：万立方米）

项目	2017 年	2018 年
污水排放量	51,320.48	52,954.12
污水处理量	51,320.48	52,954.12
其中：七格污水厂一二期	23,141.12	23,061.86
七格污水厂三期	23,131.41	23,583.13
城西污水厂	1,349.72	1,747.57
建德污水	1,447.03	1,622.57
临安排水	2,251.2	2,938.99

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司污水处理总量稳步提升，由于亏损较多的七格污水厂一二期收入和成本不再纳入公司核算，2018 年公司污水处理业务毛利率大幅上升，但七格污水厂自 2018 年 7 月起收入和成本不再纳入公司核算，将对公司未来污水处理量及收入造成较大影响。

城市公交

2018 年，公司城市公交板块经营主体及经营区域未发生变化，经营区域仍覆盖了杭州市主要市区。公司公交运营业务实现收入 13.26 亿元，较上年增长 6.23%，主要系客运量增长所致；由于燃油价格及人力成本上升，公司公交运营业务处于持续亏损状态。

表 7　2017—2018 年公司公交运营情况

项目	2017 年	2018 年
运营线路数量（条）	679	804

运营线路里程（公里）	11,045.49	13,508.94
运营车辆数量（辆）	8,273	9,405
客运量（亿人次）	14.38	14.71
总行驶里程（亿车公里）	4.94	7.15

资料来源：公司提供

2018 年末，公交集团运营 804 条公交线路，运营车辆 9,405 辆。2018 年，公司运营线路里程达 1.35 万公里，完成客运量 14.71 亿人次，总行驶里程 7.15 亿车公里，各项运营指标均较上年稳步增长。

2017—2018 年，公司分别收到政府购买服务专项补助收入 28.33 亿元和 33.90 亿元，收到在油价、场站建设等方面给予公交集团经营性补贴 3.04 亿元，缓解了公司业务经营压力。

总体看，公司公交业务收入随客运量增加稳步上升，但仍为持续亏损状态，政府给予的政府补助金额较为稳定，有效缓解了公司业务经营压力。

垃圾处理

2018 年，公司垃圾处理收入较上年有所下降，主要系九峰焚烧厂启用垃圾焚烧，对公司业务形成分流，公司垃圾处理量减少所致。由于垃圾处理量下降，但垃圾处理业务成本较为固定，2018 年垃圾处理业务毛利率较上年下降 4.66 个百分点。

2018 年，公司垃圾年处理能力有所提升，主要系进行垃圾处理业务的子公司增加了 1 家所致；年处理规模有所下降，但产能利用率仍处于饱和状态。

表 8　2017—2018 年公司垃圾处理业务经营情况（单位：万吨、%）

项目	2017 年	2018 年
年处理能力	248.20	319.60
年处理规模	502.24	486.00
产能利用率	202.35	152.07

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司垃圾处理量受业务分流影响有所下降，但垃圾处理业务仍处于饱和状态。

（2）房产置业板块

2018 年，公司房产置业板块收入有所下降，主要系商品房交付面积下降所致；毛利率 28.72%，较上年变化不大。具体收入及毛利率构成如下表所示，本报告重点分析收入占比较高的商品住宅和保障房、经适房业务。

表 9　2017—2018 年公司房产置业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品住宅	56.51	90.40	26.79	40.09	79.01	33.80
保障房、经适房	3.46	5.54	9.19	8.34	16.43	-8.00
商业地产	2.16	3.46	57.50	1.99	3.91	73.01
物业、房租	0.38	0.61	76.27	0.33	0.65	73.40
合计	**62.52**	**100.00**	**27.18**	**50.74**	**100.00**	**28.72**

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发业务经营主体未发生变化，业务覆盖杭州、上海、安吉、富阳、建德、安庆、黄山等城市。

截至 2018 年末，公司无储备土地。

房地产经营方面，2018 年公司新开工面积大幅增加，主要系多个地块于 2017 年下半年取得，于 2018 年集中建设所致；合约销售面积较 2017 年有所增长，但合约销售金额有所下降，主要系销售的项目区位差异所致。

表 10　公司 2017—2018 年房地产经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	54.20	106.76
竣工面积	25.87	18.67
合约销售面积	16.67	20.93
合约销售金额	36.68	29.88

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司已完工房地产项目总可售面积 97.79 万平方米，已售 88.56 万平方米，去化情况较好，累计销售金额 183.96 亿元，累计已回款 183.41 亿元。

截至 2018 年末，公司在售的房地产项目 9 个，销售情况良好，销售进度在 79%~98%不等，累计回款 199.33 亿元，考虑公司在售房地产项目区位良好，未来去化压力不大。

截至 2018 年末，公司在建的商品住宅项目共 10 个项目，建筑面积合计 185.43 万平方米，计划总投资金额 194.17 亿元，已累计完成投资 113.10 亿元，尚需投资 81.06 亿元，剩余投资金额预计在未来 3~5 年内投资完毕。

表 11　截至 2018 年末公司商品住宅在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	预计完工时间	建筑面积	计划总投资金额	已投资金额	未来投资计划		
						2019 年	2020 年	2021 年
润泽院	住宅	2020.9	16.29	12.60	7.20	3.00	2.00	0.40
银都新座	商住	2019.9	4.43	6.50	5.11	0.76	0.69	--
彩虹府	住宅	2020.5	8.57	10.39	8.07	1.90	0.25	0.17
绍兴彩虹府	住宅	2022.4	27.16	45.00	16.56	2.73	4.00	4.00
绍兴彩虹墅	住宅	2020.6	16.26	15.00	8.74	2.04	3.00	0.72
御东方园	住宅	2021.12	25.98	40.36	30.49	2.00	1.00	0.54
悦东方	住宅	2020.12	28.17	23.00	10.00	4.86	4.50	0.51
江和城（和雅苑，和园三四期）	住宅	2021.7	17.37	9.05	5.51	5.40	3.37	2.23
养云静舍	住宅	2020.6	4.61	21.51	14.18	2.72	4.26	0.35
华江水岸星城	住宅	2020.12	36.57	10.75	7.26	4.86	0.04	--
合计			**185.43**	**194.17**	**113.10**	**30.27**	**23.11**	**8.93**

资料来源：公司提供

公司目前拟建的商品住宅项目共 3 个，计划总投资金额 41.07 亿元，均计划于 2019 年一季度开工建设，2019 年为拟建项目投资高峰期，计划投资 18.30 亿元。

总体看，公司已完工、在售项目去化、回款情况良好，在建、拟建项目尚需投资规模较大。

保障房、经济适用房

公司保障房项目仍以经济适用房为主，另有部分配套土地整理项目建设的回迁安置房项目。公司经济适用房及回迁安置房均直接对符合条件的购房者销售回笼建设成本，公司不持有建成的保障房项目，且与政府不存在保障房回购安排。经济适用房价格为政府指导价格，优惠部分的面积销售价格为 4,518 元/平方米，超出优惠部分的面积销售价格为 7,200 元/平方米。公司保障房主要依靠商铺和车位出售来平衡成本，2018 年仅有少量商铺及车位出售，因此毛利率水平大幅下降至-8.00%。

截至 2018 年末，公司在售保障房、经济适用房仍围绕三墩和长睦两大片区开发，在售项目 4 个，均为 2018 年内完工，总投资额为 10.83 亿元，总可售面积 17.99 万平方米，累计销售 15.63 万平方米，累计销售金额 8.08 亿元。

截至 2018 年末，公司在建项目共 3 个，总投资额 8.53 亿元，已投资 7.34 亿元，剩余的 1.19 亿元将于 2019 年内完成投资。

总体看，公司保障房、经济适用房收入占比较小，在建项目不多且尚需投资规模不大，无储备项目，未来收入规模将有所下降。

（3）城市基建板块

2018 年，公司城市基建板块收入快速增长，较上年增长 31.64%，主要源自工程施工及代建项目收入增长；由于收入占比高的工程施工及养护业务毛利率明显下降，公司城市基建板块毛利率下降至 11.30%。

表 12　2017—2018 年城市基建板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工及养护	18.84	48.40	24.37	22.00	42.94	16.16
代建项目	15.42	39.62	3.12	23.92	46.69	3.29
BOT 项目	4.66	11.98	50.30	5.32	10.38	27.21
合计	**38.92**	**100.00**	**19.06**	**51.23**	**100.00**	**11.30**

资料来源：公司提供

工程施工及养护

工程施工及养护业务仍主要由杭州市路桥集团股份有限公司负责，主要承担杭州部分道路施工、养护，路面沥青铺设等业务。此外，公司在经营天然气销售、自来水及热电蒸汽业务的同时，负责运营上述业务的子公司还承担了天然气工程施工、自来水工程施工及热电工程施工，2018 年工程施工及养护仍以城市基础设施施工收入为主。2018 年工程施工及养护业务实现收入 22.00 亿元，较上年增长 16.78%，主要受完工进度影响；毛利率较上年下降 8.21 个百分点，主要系原材料及人工成本上涨所致。

项目获取方面，公司仍通过参与公开招投标获取合同，2018 年公司新签合同金额较上年有所下降，仍以沥青施工合同为主。

表 13　2017—2018 年公司工程施工及养护业务新签合同金额（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
养护合同金额	7.14	5.98
沥青施工合同金额	10.30	9.31
合计	**17.44**	**15.29**

资料来源：公司提供

结算方式方面，日常道路养护方面业务主要上游客户为杭州市各级市政设施管理单位，路桥公司一般根据中标合同与业主单位签署年度养护合同，市级业主单位每季度结算一次养护费用，区一级业主单位一季度或半年结算一次养护费用；沥青铺设项目，如果金额较小的需先付款后施工，金额较大的按照完工进度支付款项。

总体看，2018 年工程施工及养护收入有所增长，但毛利率有所下滑。

代建项目

公司代建项目仍主要采取两种模式：

第一种模式为以公司为融资主体并承担建设管理职能的基础设施建设项目，为了解决公司在基础设施投资建设中的资金需求问题，杭州市政府针对基础设施建设建立了相应的利益补偿机制，由公司先行垫付建设支出，政府分阶段返还公司成本，项目整体完成后再进行清算。

在此模式下，公司主要的代建项目为长睦大型住居区土地整理项目（以下简称“长睦项目”）。长睦项目计划总投资 70.70 亿元，计划于 2020 年完工，截至 2018 年末，该项目累计已投 63.00 亿元。长睦项目预计土地出让总收入 68.06 亿元，截至 2018 年末，公司累计收到土地出让金返还 52.60 亿元。该项目预计于 2019 年完工。

账务处理方面，公司将长睦项目投资额计入“存货-代建项目”科目，杭州土储中心将土地挂牌出让后[1]，公司确认土地出让收入，并结转存货计入成本。

表 14　公司代建业务项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	项目总投资	项目进度
长睦大型住居区土地整理项目	业务模式一	70.70	在建
石祥路提升完善工程	业务模式二	21.87	已完工
康桥路至上塘路节点提升工程		3.42	在建

资料来源：公司提供

第二种模式下，公司与地方政府或项目签订委托建设协议，仅行使工程管理职能，不承担相关投融资职能。政府财政按工程进度分阶段支付施工方工程款，公司按照合同约定标准收取部分工程管理费，该类业务管理费收入及现金流规模对公司影响很小。截至 2018 年末，公司代建模式主要项目有石祥路提升完善工程、康桥路至上塘路节点提升工程，项目总投资为 25.29 亿元，均采用收取 1%管理费的模式实现收入。

公司其他土地整理项目如石塘村棚户区改造项目（项目总投资 25.40 亿元，总用地面积 32.44 万平方米，涉及拆迁户 210 户）采用政府购买服务模式，所产生的土地整理成本支出以及融资成本暂由公司垫支，计入“其他应收款”科目，杭州市政府按出让进度逐步返还成本支出，公司获得的政府资金返还计入“其他应付款”科目，待项目整体完工后由市财政局会同市国土资源局对工程进行结算，公司垫支成本与杭州市政府返还资金收入相互冲减，期间产生的现金流为公司与拆迁单位、杭州市政府间的往来款，并记入当期的“其他与经营活动有关的现金流出”及“其他与经营活动有关的现金流入”科目。

此外，截至 2018 年末，公司共涉及 16 个 PPP 项目，均作为社会资本方参与项目建设，公司控股的 SPV 公司均纳入合并范围。除杭州市上城区望江新城城市有机更新征收改造工程 PPP 项目外其余 15 个项目已纳入财政部 PPP 项目库。PPP 项目总投资 340.59 亿元，投资规模较大，且公司 PPP

[1] 2005 年，公司子公司杭州市城市建设发展（以下简称“杭州城建”）与杭州土地储备中心签订土地整理委托协议，由杭州城建负责该项目的土地整理开发及部分配套设施建设工作。按照合作协议，长睦项目所有投资需杭州城建自筹，土地整理完成后挂牌出让，杭州财政局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，再由公司与杭州城建单独结算。

项目政府方主要为区县级政府，未来收益均以运营期的可行性补助及政府付费形式实现，PPP 项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对公司 PPP 项目收益实现产生较大影响。

表 15　公司代建业务项目情况（单位：亿元、年、%）

序号	项目名称	发起时间	所属行业	项目总投资	项目合作期限	政府方	SPV 公司持股比例	是否并表
1	浙江省杭州市余杭区良渚新城小洋坝农居点一、二期工程 PPP 项目	2017/7/3	保障性住房	24.77	10	余杭区人民政府	45	否
2	嘉善县保障性安居工程及绿化公园 PPP 项目	2017/4/27	保障性住房	24.90	15	嘉善县人民政府	70	是
3	拱墅区新文村城中村改造 PPP 项目	2017/1/10	保障性住房	13.59	15	拱墅区人民政府	公司持有 63%，子公司持有 28%	是
4	杭州市下城区长木、草庵、沈家三村连片综合改造工程 PPP 项目	2016/4/12	市政工程	70.27	17	下城区人民政府	50	是
5	浙江省台州市路桥游艇小镇 PPP 项目	2017/5/22	政府基础设施	32.01	16	台州市路桥区金清镇人民政府	45	否
6	新昌县旧城改造工程	2017/8/18	政府基础设施	26.21	16	新昌县人民政府	45	否
7	杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工等工程 PPP 项目	2017/8/10	一级公路	31.68	22	富阳区财政局	80	是
8	浙江省开化县 351 国道龙游横山至开化华埠段公路工程（开化段）PPP 项目	2017/6/14	一级公路	15.66	15	开化县人民政府	51.11	是
9	S333（49 省道）永嘉桥下至桥头段改建工程和上瓯公路至 S223 省道连接线（水门路）工程 PPP 项目	2017/3/1	一级公路	22.96	16	永嘉县人民政府	80	是
10	浙江省杭州市富阳区金桥北路市政综合管廊工程 PPP 项目	2017/8/9	市政工程管网	13.82	23	富阳区财政局	60	是
11	杭州市上城区望江新城城市有机更新征收改造工程 PPP 项目	2016/3/22	保障性住房	17.88	10.5	上城区人民政府	公司持有 60%，子公司持有 28.9%	是
12	浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道二期 PPP 项目	2017/9/30	市政工程-公园	8.82	11	临安区人民政府	80	是
13	浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道三期 PPP 项目	2018/10/29	市政工程-公园	4.59	11	临安区人民政府	44	否
14	富阳区银湖水厂一期工程及千岛湖配水工程配套供水设施建设工程 PPP 项目	2018/09/21	市政工程-供水	14.59	32	富阳区人民政府	85	是
15	浙江省杭州市之江净水厂工程 PPP 项目	2018/10/26	污水处理	13.57	25	西湖区人民政府	100	是
16	浙江省丽水市景宁畲族自治县金村水库及供水工程	2017/10/30	水利建设-水库	5.27	15	景宁县人民政府	77.6	是
合计			--	**340.59**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司基建收入有所增长，毛利率有所下降，2018 年公司继续承接 PPP 项目，存在较大的资本支出压力，且所承接 PPP 项目政府方多为区县级政府，PPP 项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对公司 PPP 项目收益实现产生较大影响。

（4）商品销售板块

2018 年，公司商品销售业务仍主要包括建材贸易业务以及电力和煤炭销售。

建材贸易

公司的钢材销售业务主要是从上游采购螺纹钢、铁矿粉等材料，采用直销形式直接销售给下游客户。2018 年，其前五大供应商分别为浙江才运贸易有限公司、杭州热联股份有限公司、上海热联钢铁贸易有限公司、河南鑫铖钢铁贸易有限公司、浙江物产金属集团有限公司，前五大供应商集中

度为 72.47%，集中度仍较高。2018 年，公司前五大客户分别为中瑞物资有限公司、深圳市思贝克集团有限公司、浙江天迅物资有限公司、东莞市思贝克电子商务有限公司，前五大客户集中度为 55.61%，集中度仍较高。

公司商品销售业务主要根据下游客户设备建材需求，与供应商签订设备、建材采购合同，然后与下游客户签订贸易合同，将建材转售给各公司。

电力和煤炭销售

公司电力和煤炭销售业务仍要由杭州热电集团股份有限公司负责。热电集团于 1997 年成立，其前身杭州热电厂是国家 1980 年投资建设的全国十个联片供热工程项目之一，是浙江省最早建成的区域性热电联产、集中供热环保节能型企业，目前已成为多元化、跨行业、跨地区发展的投资型企业。

总体看，跟踪期内公司商品销售业务收入实现较快增长，毛利率水平保持稳定。

3．在建项目

随着杭州市城市建设的不断发展，各公用事业业务仍有较大规模在建项目，截至 2018 年末，公司公用事业板块在建项目计划总投资额 59.63 亿元，已投资 32.61 亿元，2019—2020 年计划投资规模较大。

表 16　截至 2018 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	板块	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
七格污水处理厂四期工程（二期）	水务-污水	16.69	8.21	5.48	3.62	--
九溪水厂饮用净水改造工程	水务-供水	6.09	3.61	1.78	0.71	--
祥符水厂饮用净水改造工程	水务-供水	3.81	2.55	0.22	1.04	--
杭州市闲林水厂一期工程	水务-供水	9.54	3.30	2.56	1.84	1.84
第二水源输水通道工程九溪线	水务供水	2.62	1.50	0.41	0.71	--
三墩公交停保基地	公交	6.77	2.10	1.29	1.35	0.70
公交二公司停车保养基地迁建工程	公交	3.80	3.04	0.24	0.05	0.05
公交闸口停保基地迁建工程	公交	3.81	2.87	0.48	0.05	0.05
公共自行车工程	公交	6.50	5.43	0.39	0.29	0.28
合计	--	**59.63**	**32.61**	**12.85**	**9.66**	**2.92**

资料来源：公司提供

总体看，公司尚存较大规模在建项目，2019—2020 年计划投资规模较大。

4．未来发展

根据“十三五”期间杭州各城区、周边区、县（市）、浙江省乃至全国范围推出的建设项目，结合公司的产业布局和发展模式，以统筹区域发展为突破口，立足自身优势，基于 PPP 模式，发挥公司在投融资、市政基础设施建设、公用设施运营等优势，加大对外拓展；燃气集团要加快 LNG 码头建设，加快上游产业布局；污水处理业务要围绕固废处理进行产业链延伸，建立城市清洁直运、固废合理处置与资源化利用；自来水供应业务要打造污水处理产业链；公交运营业务要推进公共自行车、广告、汽车维修以及物业经营等产业的健康发展，实现业务的多元化布局，提升盈利能力。

总体看，公司未来发展规划符合自身的定位，战略规划较为明确。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定编制。

会计政策变更方面，公司采用财政部《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）相关规定，本次修订对公司的资产总额、净资产、营业收入和净利润均无影响。

前期差错更正方面，公司对重大会计差错更正情况采用追溯重述法，追溯调整后金额变化不大。

合并范围变更方面，2018 公司合并范围内新增 29 家子公司，其中 20 家为新设子公司，合并范围内减少 5 家子公司，均已注销。截至 2018 年末，公司合并范围内共拥有子公司 182 家。公司合并范围新增和减少的子公司数量和整体规模不大，财务数据可比性较强。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,237.94 亿元，较年初增长 7.12%，主要系非流动资产增长所致。从资产结构看，公司资产结构较为均衡，流动资产和非流动资产分别占 45.23%和 54.77%。

截至 2018 年末，公司流动资产 559.94 亿元，较年初增长 1.69%，较年初变化不大。公司流动资产以货币资金（占 31.75%）、应收票据及应收账款（占 5.09%）、其他应收款（占 18.01%）、存货（占 29.83%）和其他流动资产（占 12.32%）为主。

截至 2018 年末，公司货币资金 177.77 亿元，较年初增长 46.95%，主要系融资规模扩大所致；受限资金 1.82 亿元，主要为银行承兑汇票保证金，受限资金规模较小。公司应收账款及应收票据 28.51 亿元（应收票据 3.03 亿元，应收账款 25.49 亿元），较年初增长 28.15%；应收账款较年初增长 29.98%，主要受业务规模扩大影响，公司应收账款账龄组合 26.82 亿元（占 97.93%），账龄以 1 年以内（占 80.38%）为主，计提坏账准备 1.91 亿元，计提比例为 6.96%；集中度方面，应收账款前五大欠款方占 7.31%，集中度较低。公司其他应收款 100.84 亿元，较年初下降 14.12%，主要系收回部分工程款项和补助款项；其他应收款计提坏账准备 1.57 亿元，计提比例为 1.54%；集中度方面，前五大欠款方占 33.46%，集中度较低。公司存货 167.05 亿元，较年初增长 9.60%，主要系开发成本增长所致；存货主要由开发成本（占 74.15%）和开发产品（占 12.49%）构成。公司其他流动资产 69.01 亿元，较年初下降 29.26%，主要系银行理财产品规模下降所致。

截至 2018 年末，公司非流动资产 677.99 亿元，较年初增长 12.06%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产以长期股权投资（占 7.14%）、投资性房地产（占 5.68%）、固定资产（占 35.15%）、在建工程（占 15.07%）、无形资产（占 6.77%）和其他非流动资产（占 22.66%）为主。

截至 2018 年末，公司长期股权投资 48.42 亿元，较年初增加 10.86 亿元，主要系增加对合营、联营企业的投资 11.23 亿元所致；2018 年公司长期股权投资确认投资收益 3.31 亿元。公司投资性房地产 38.53 亿元，较年初增加 16.80 亿元，主要系 2018 年新开工商业项目较多，转入投资性房地产项目增加所致，公司投资性房地产以成本法计量。公司固定资产 238.29 亿元，较年初增长 6.04%，主要系房屋及建筑物和运输工具增加所致；公司固定资产原值以道路资产（占 25.71%）、房屋及建筑物（占 21.55%）、管道资产（占 21.83%）为主，累计计提折旧 145.63 亿元，成新率为 62.27%，成新度一般。公司在建工程 102.16 亿元，较年初大幅增长 60.24%，主要系公交、水务、环境治理等

基础设施投入增加所致。公司无形资产 45.93 亿元，较年初增长 4.15%，主要系土地使用权增长所致；公司无形资产未计提减值准备。公司其他非流动资产 153.62 亿元，较年初下降 1.67%，主要系信托产品减少所致；公司其他非流动资产仍以拨出专项资金（占 98.10%）为主，系历年杭州市城乡建设委员会、杭州市计划委员会、杭州市财政局根据《杭州市城市维护建设计划》拨付的城建资金，拨付专项资金待项目竣工并经财政决算后再作相关账务处理，从“其他非流动资产”转入“固定资产”科目。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 12.70 亿元，资产受限比例为 1.02%。其中受限货币资金 1.82 亿元，用于借款抵质押的应收账款、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产分别为 0.45 亿元、2.36 亿元、2.04 亿元、3.89 亿元和 2.13 亿元。

总体看，跟踪期内公司资产规模稳定增长，资产结构仍较为均衡，货币资金充裕，公用事业类固定资产的经营获现能力强，但基建项目形成的其他应收款、存货和其他非流动资产规模较大，对公司资金形成一定占用。整体看，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债合计 753.38 亿元，较年初增长 6.60%，主要系非流动负债增长所致。公司负债结构仍较为均衡，非流动负债占 55.50%。

截至 2018 年末，公司流动负债 335.25 亿元，较年初下降 9.11%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 18.37%）、应付票据及应付账款（占 15.67%）、预收款项（占 18.13%）、其他应付款（占 31.12%）和一年内到期的非流动负债（占 8.06%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 61.59 亿元，较年初增长 15.83%，借款规模进一步扩大。公司应付票据及应付账款 52.54 亿元，较年初下降 4.42%；应付账款 48.49 亿元，较年初下降 5.60%，主要系偿还工程款所致。公司预收款项 60.77 亿元，较年初下降 10.12%，主要系预收的房款结转所致。公司其他应付款 104.32 亿元，较年初下降 17.45%，主要系公司将收到的政府土地开发成本补偿款在完工前计入其他应付款，2018 年土地整理项目完工结算较多，冲销该科目所致；其他应付款中有息债务已纳入短期债务核算。公司一年内到期的非流动负债 27.02 亿元，较年初下降 43.25%，主要系一年内到期的长期借款及长期应付款减少所致，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 12.91 亿元和一年内到期的应付债券 14.00 亿元。

截至 2018 年末，公司非流动负债 418.11 亿元，较年初增长 23.75%，主要系长期借款及长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 41.34%）、应付债券（占 12.04%）、长期应付款（占 32.62%）和递延收益（占 7.54%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 172.87 亿元，较年初增长 46.25%，主要系抵押借款规模扩大所致。公司应付债券 50.35 亿元，较年初增长 7.91%，主要系新发行“18 杭城 01”所致。公司长期应付款 136.40 亿元（专项应付款 39.02 亿元，长期应付款 97.38 亿元），较年初增长 18.14%；专项应付款较年初增长 12.83%，主要系公交场站建设财政拨付资金增加所致；长期应付款较年初增长 20.41%，主要系融资租赁款增加及收到 2018 年浙江省政府一般债券款项所致。公司递延收益 56.84 亿元，较年初变化不大，仍主要由政府补助（占 92.46%）构成。

截至 2018 年末，公司全部债务 421.45 亿元，较年初增长 12.87%，来自于长期债务的增长。公司全部债务中短期债务金额 121.27 亿元（占 28.78%），长期债务金额 300.17 亿元（占 71.22%），

仍以长期债务为主，公司长期债务到期期限较为分散，但 2022 年到期规模较大，存在一定集中偿付压力。从债务指标看，截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.86%、46.52%和 38.25%，分别较年初下降 0.29 个百分点、上升 1.11 个百分点和上升 3.41 个百分点，公司债务负担较年初变化不大。

总体看，跟踪期内公司借款规模扩大，债务规模有所增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担适中。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 484.57 亿元，较年初增长 7.93%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 425.63 亿元（占 87.84%），占比较年初下降 2.33 个百分点，主要系 PPP 项目公司少数股东出资使得少数股东权益增长所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.44%、资本公积占 63.55%、未分配利润占 20.10%，构成较年初变化不大。

截至 2018 年末，公司资本公积 270.48 亿元，较年初增加 11.04 亿元，主要原因为政府增资、房产评估增值、递延收益转资本公积综合影响所致。

总体看，跟踪期内公司所有者权益有所增长，归属于母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

4．盈利能力

2018 年，公司营业收入 261.24 亿元，较上年增长 14.96%，主要系公用事业、基建收入及商品销售收入增长所致；营业成本为 248.25 亿元，较上年增长 17.81%，由于税金及附加大幅减少，公司营业利润率上升 0.52 个百分点至 2.91%。

从期间费用看，2018 年公司期间费用合计 31.21 亿元，较上年增长 15.88%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中，管理费用 19.11 亿元（占 61.24%），较上年增长 15.44%，主要系人员薪酬费用增长所致；财务费用 7.58 亿元（占 24.29%），较上年增长 17.40%，主要系利息支出增长所致。2018 年公司费用收入比为 11.95%，较上年变化不大，费用控制能力仍一般。

2018 年，公司其他收益 38.55 亿元，较上年增长 10.32%，主要系政府购买服务专项补贴增长所致；投资收益 8.50 亿元，较上年增长 6.04%，主要系持有可供出售金融资产获取的收益及委托贷款和理财收益增长所致。2018 年，公司其他收益和投资收益占营业利润的比重分别为 181.48%和 40.03%，对公司营业利润的贡献程度很高。

从各项盈利指标看，2018 年末公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.05%、2.66%和 3.67%，分别较上年末下降 0.32 个百分点、下降 0.19 个百分点和下降 0.45 个百分点，盈利能力偏弱。

总体看，公司营业收入有所增长，但受行业特点影响，公司盈利能力偏弱，利润实现对投资收益和政府补助依赖程度很高。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入 440.77 亿元，较上年增长 6.81%，公司收入规模扩大，现金流入相应增长；经营活动现金流出 412.95 亿元，较上年增长 7.58%，主要系业务规模扩大所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 27.82 亿元，仍保持净流入状态。2018 年，公司现金收入比为 101.36%，收入实现质量仍较好。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入 285.52 亿元，较上年增长 16.28%，主要系收回的理财产品规模较上年增加所致；投资活动现金流出 321.18 亿元，较上年增长 2.18%，主要系公司在建工程持续投入所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-35.66 亿元，净流出规模较上年有所缩小。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入 239.24 亿元，较上年增长 34.06%，主要系 PPP 项目公司成立吸收投资规模扩大及公司收到国开行贷款、子公司发行短期融资券（计入“其他收到与筹资活动有关的现金”）综合影响所致；筹资活动现金流出 173.68 亿元，较上年增长 9.46%，主要系公司偿还到期公司债券、信托借款及政府债所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量金额为 65.56 亿元，净流入规模较上年明显扩大。

总体看，2018 年公司经营活动现金流表现仍较好，投资活动现金流入流出保持较大规模，随着公司在建项目的逐步推进，公司存在一定的外部融资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.67 倍、1.17 倍和 1.42 倍，均较上年变化不大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 56.56 亿元，较上年增长 10.21%，主要系折旧和摊销增长所致。2018 年公司 EBITDA 由利润总额（占 39.81%）、计入财务费用的利息支出（占 16.55%）、折旧（占 33.90%）和摊销（占 9.74%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.73 倍和 0.13 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 29.03 亿元，担保比率为 5.99%，均为对杭州市国有企业的担保，其中对杭州大江东国有资产经营管理有限公司担保余额为 7.00 亿元，对杭州市交通投资集团有限公司担保余额为 12.00 亿元，对杭州奥体博览中心建设投资有限公司担保余额为 10.03 亿元，目前上述企业均正常经营，公司代偿风险较低。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年末，公司获得的银行授信额度为 494.41 亿元，未使用额度为 257.37 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1033010200683920P），截至 2019 年 5 月 7 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期、长期偿债能力较强，考虑到公司作为杭州市城市基础设施建设及公用事业的建设、运营主体，外部经济环境良好，区域垄断优势明显，公司整体偿债能力极强。

7．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 500.57 亿元，所有者权益 302.21 亿元，负债 198.36 亿元，全部债务 84.42 亿元，其中应付债券 17.60 亿元，为“18 杭城 01”；母公司资产负债率为 39.63%，全部债务资本化比率为 21.83%。2018 年母公司实现营业收入 7.43 亿元，利润总额 2.31 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2018 年末，公司现金类资产为 184.05 亿元，为“18 杭城 01”待偿本金余额（17.60 亿元）的 10.46 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 484.57 亿元，为“18

杭城 01”待偿本金余额的 27.53 倍，公司较大规模的净资产能够对“18 杭城 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况看，2018 年，公司 EBITDA 为 56.56 亿元，为“18 杭城 01”待偿本金余额的 3.21 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 440.77 亿元，约为“18 杭城 01”待偿本金余额的 25.04 倍，公司经营活动现金流入量对“18 杭城 01”本金的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司经营获现能力较强且融资渠道畅通，联合评级认为，公司对“18 杭城 01”本金的偿还能力极强。

九、综合评价

跟踪期内，公司具有良好的外部发展环境，且获得财政补贴方面的大力支持。公司公用事业板块在杭州市仍具有垄断性，各项经营指标保持增长；经营获现能力强，货币资金充裕，对公司债券保障程度高。同时，联合评级也关注到公司其他应收款和其他非流动资产对资金形成一定占用等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

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，公司面临良好的外部发展环境，营业收入有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 杭城 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　杭州市城市建设投资集团有限公司
主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,155.69	1,237.94
所有者权益（亿元）	448.97	484.57
短期债务（亿元）	133.30	131.26
长期债务（亿元）	240.09	300.17
全部债务（亿元）	373.39	431.44
营业收入（亿元）	227.25	261.24
净利润（亿元）	18.04	17.15
EBITDA（亿元）	51.32	56.56
经营性净现金流（亿元）	28.81	27.82
应收账款周转次数（次）	11.73	10.79
存货周转次数（次）	1.30	1.55
总资产周转次数（次）	0.21	0.22
现金收入比率（%）	107.93	101.36
总资本收益率（%）	3.38	3.05
总资产报酬率（%）	2.86	2.66
净资产收益率（%）	4.13	3.67
营业利润率（%）	2.39	2.91
费用收入比（%）	11.85	11.95
资产负债率（%）	61.15	60.86
全部债务资本化比率（%）	45.40	47.10
长期债务资本化比率（%）	34.84	38.25
EBITDA 利息倍数（倍）	3.80	3.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13
流动比率（倍）	1.49	1.67
速动比率（倍）	1.08	1.17
现金短期债务比（倍）	0.96	1.40
经营现金流动负债比率（%）	7.81	8.30
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.92	3.21

注：1．本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2．本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4．本报告将其他应付款和其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：

现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。