跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1834 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”“19 杭城 01”“20 杭城 01”和“20 杭城 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六月 十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：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 2020 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	2019/06/13
19 杭城 01	11.10 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/08/30
20 杭城 01	10.70 亿元	5 年	AAA	AAA	2020/03/12
20 杭城 02	10.60 亿元	5 年	AAA	AAA	2020/04/22

本次跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

分析师

袁　琳　登记编号（R0040218080001）

张婧茜　登记编号（R0040218040014）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是杭州市最大的城市基础设施建设和公用事业运营主体，同时开展房地产和商品销售等经营性业务。公司在基础设施建设和公用事业等业务领域具有区域专营性，且在股权划拨、资产注入和财政补贴方面持续获得政府的大力支持。跟踪期内，公司主营业务经营稳定，经营获现能力强。房地产项目区位优势明显，项目周转效率较高，利润空间较大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，其他应收款和其他非流动资产对公司资金形成占用、PPP 项目投资规模大等因素对其信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，杭州市经济快速发展，未来城市基础设施建设投入需求较大，公司营业收入规模有望保持增长。

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”“19 杭城 01”“20 杭城 01”“20 杭城 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**公司发展的区域环境良好。**跟踪期内，杭州市经济快速发展，政府财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2．**公司可获得有力的外部支持。**公司作为杭州市最大的城市基础设施建设和公用事业运营主体，在股权划拨、资产注入以及政府补贴方面持续得到杭州市人民政府的大力支持。

3．**公司业务具有区域垄断优势。**公司公用事业板块涵盖了燃气、水务、公交以及城市垃圾处理等业务，在杭州市处于垄断地位，公司各项经营指标保持增长，经营获现能力强。

4．**公司房地产项目发展前景良好。**公司房地产业务项目滚动开发能力强，房地产项目区

位优势明显，项目周转效率较高，利润空间较大。

关注

1. **其他应收款和其他非流动资产对公司资金形成占用。**公司对基建项目垫款及拨出的城建资金形成了规模较大的其他应收款和其他非流动资产，对公司资金形成一定占用。

2. **PPP 项目投资规模大。**公司 PPP 项目投资规模大，存在一定的投资及筹资压力；后续项目经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。

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径			
资产总额（亿元）	1,236.92	1,389.42	1,445.68
所有者权益（亿元）	484.52	526.51	521.38
长期债务（亿元）	296.99	393.76	460.26
全部债务（亿元）	436.09	538.73	602.87
营业收入（亿元）	261.26	280.78	52.85
净利润（亿元）	17.08	18.78	-0.63
EBITDA（亿元）	56.52	87.77	--
经营性净现金流（亿元）	27.82	52.45	-1.80
营业利润率（%）	2.91	2.46	-8.80
净资产收益率（%）	3.66	3.72	--
资产负债率（%）	60.83	62.11	63.94
全部债务资本化比率（%）	47.37	50.57	53.62
流动比率（倍）	1.63	1.45	1.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.37	5.08	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.13	1.76	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	500.57	512.13	536.06
所有者权益（亿元）	302.21	308.14	305.81
全部债务（亿元）	167.39	166.08	165.87
营业收入（亿元）	7.44	37.48	0.41
净利润（亿元）	2.31	5.84	-0.72
资产负债率（%）	39.63	39.83	42.95
全部债务资本化比率（%）	35.64	35.02	35.17
流动比率（倍）	3.38	3.38	3.18

注：1. 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；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 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；4. 公司及母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

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他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 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 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。

跟踪期内，公司主要业务、经营范围及组织架构较上年无变化。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司 20 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,389.42 亿元，负债合计 862.91 亿元，所有者权益 526.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 448.53 亿元。2019 年，公司实现营业收入 280.78 亿元，净利润 18.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 52.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.38 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,445.68 亿元，负债合计 924.30 亿元，所有者权益 521.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 446.74 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 52.85 亿元，净利润-0.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 22.30 亿元。

公司注册地址：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使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕1223 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过 50 亿元的公司债券，采取分期发行方式。其中，第一期为“18 杭城 01”，第二期为“19 杭城 01”，第三期为“20 杭城 01”，第四期为“20 杭城 02”。“18 杭城 01”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。

表 1　截至本报告出具日公司债券发行情况（单位：亿元）

债券名称	债券简称	证券代码	债券余额	起息日	期限
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）	18 杭城 01	143820.SH	17.60	2018/09/20	5（3+2）年
杭州市城市建设投资集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）	19 杭城 01	155701.SH	11.10	2019/09/10	5 年
杭州市城市建设投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）	20 杭城 01	163299.SH	10.70	2020/03/19	5 年
杭州市城市建设投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）	20 杭城 02	163497.SH	10.60	2020/04/28	5 年

注：上表仅列示本报告所跟踪债项，未涵盖公司全部存续期内债券
资料来源：Wind，联合评级整理

截至 2020 年 4 月末，“18 杭城 01”“19 杭城 01”“20 杭城 02”募集资金均按照募集说明书约定使用完毕，“20 杭城 01”尚未使用的募集资金 0.62 亿元。

公司已按约定时间足额完成“18 杭城 01”最近一期利息的支付，“19 杭城 01”“20 杭城 01”“20 杭城 02”尚未到第一次付息日。

三、行业及区域经济分析

1．基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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 年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、

保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	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	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 杭州市区域经济

跟踪期内，杭州市经济快速发展，财政实力稳步增强，财政自给程度高。未来，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。

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，区域经济发达。

根据《2019 年杭州经济运行情况》，杭州市经济实力增强，2019 年杭州市实现地区生产总值 15,373 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 326 亿元，较上年增长 1.9%；第二产业增加值 4,875 亿元，较上年增长 5.0%；第三产业增加值 10,172 亿元，较上年增长 8.0%。三次产业结构调整为 2.1:31.7:66.2，第三产业占比提高。按常住人口计算，人均 GDP 为 15.2 万元，较上年继续提高。

2019 年，杭州市固定资产投资较上年增长 11.6%，增速位居浙江省地级市首位。其中，房地产开发投资增长 10.7%，项目投资增长 12.6%，占比提高至 48.1%。基础设施建设方面，2019 年，杭州市基础设施投资增长 5.2%。

杭州市经济的增长带动了财政实力的增强。根据《关于杭州市及市本级 2019 年财政预算执行情况和财政预算草案的报告》及《2019 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，杭州市财政总收入 3,650 亿元，一般公共预算收入 1,966 亿元，分别较上年增长 5.6%和 7.7%。其中税收收入 1,791.2 亿元，增长 8.5%，占一般公共预算收入的 91.1%，一般公共预算收入质量好。杭州市一

般公共预算支出 1,952.9 亿元，较上年增长 13.7%；财政自给率为 100.67%，财政自给程度高。

《杭州市城市建设“十三五”规划》提出，杭州市未来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。

四、外部支持

公司作为杭州市最大的城市基础设施建设和公用事业运营主体，跟踪期内在股权划拨、资产注入以及政府补贴等方面持续获得大力支持。

股权划拨方面，2019 年，杭州市人民政府将其持有的杭州市千岛湖原水股份有限公司（以下简称“千岛湖股份公司”）19.18%股权无偿划转至公司，增加公司资本公积 5.04 亿元。千岛湖股份公司原系公司联营企业，公司对其初始投资 10.00 亿元，此次股权划转后，公司持有千岛湖股份公司 57.23%股份，并将该公司纳入合并范围。

资产注入方面，2019 年，公司收到杭州市人民政府无偿划拨资产 0.30 亿元，计入资本公积。

政府补贴方面，2019 年，公司收到政府补助 44.01 亿元，主要为政府购买服务专项补贴、公交油价补贴等与公司日常经营相关的政府补助，计入其他收益。公司将收到的各类项目建设或公用事业经营补助确认为递延收益，截至 2019 年末，公司递延收益 59.21 亿元，其中政府补助 55.98 亿元。公司将在未来年度根据资产及业务经营具体实施情况，将上述递延收益确认至当期损益。

五、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，管理制度连续，管理运作正常。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于公用事业、房产置业、城市基建和商品销售四大板块。跟踪期内，公司收入规模保持增长，毛利率水平有所下降。

2019 年，公司主营业务收入 270.52 亿元，较上年增长 7.22%。从收入构成看，公司公用事业板块收入保持增长，2019 年为 82.87 亿元，主要涵盖城市燃气供应、水务、公交以及固废处理等业务；房产置业板块收入明显下降，2019 年为 19.68 亿元，业务内容包括商品住宅、商业地产、保障性住房的建设开发以及物业管理等；城市基建板块收入快速增长，2019 年为 73.03 亿元，业务模式包括工程施工、委托代建、BOT 等，业务内容囊括了杭州市公共道路的建设养护工作，重大桥梁、隧道、管网等投资建设任务以及大型片区的综合开发项目等；公司商品销售收入快速增长，2019 年为 63.82 亿元，主要来自于建材销售和电力及煤炭销售收入；公司其他收入保持增长，2019 年为 31.10 亿元，包括热力和蒸汽供应、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。

表 3　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
公用事业板块	74.64	29.59	-30.69	82.87	30.63	-32.03	14.99	29.28	-53.68

房产置业板块	50.74	20.11	28.72	19.68	7.28	53.74	5.56	10.86	47.41
城市基建板块	51.23	20.31	11.30	73.03	27.00	13.78	6.57	12.83	20.96
商品销售板块	46.88	18.58	4.33	63.82	23.59	2.33	13.23	25.83	0.97
其他业务	28.80	11.42	29.78	31.10	11.50	35.20	10.86	21.22	0.66
合计	**252.29**	**100.00**	**3.20**	**270.52**	**100.00**	**2.42**	**51.21**	**100.00**	**-7.49**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2019 年，公司综合毛利率 2.42%，持续下降。分业务板块看，公用事业板块受公交业务影响毛利率持续为负，2019 年为-32.03%；房产置业板块毛利率持续提升，2019 年受冲回以前年度成本影响大幅提升至 53.74%；城市基建板块毛利率略有提升，2019 年为 13.78%；商品销售板块毛利率持续下降，2019 年为 2.33%；其他收入以各类经营性服务业务为主，毛利率持续维持在较高水平，2019 年为 35.20%。

2020 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 51.21 亿元，相当于 2019 年营业收入的 18.93%，主要为公用事业板块收入和商品销售板块收入；同期，公司综合毛利率为-7.49%，主要系公用事业板块毛利率大幅下降所致。

2. 业务经营

（1）公用事业板块

公司公用事业板块涵盖了燃气、水务、公交以及城市垃圾处理，属于特许经营类业务，在杭州市具有很高的垄断地位，跟踪期内收入规模保持增长。未来，随着杭州市城镇化进程的进一步推进以及外来人口的不断增长，公司公用事业板块仍有较大的发展潜力。

表 4　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司公用事业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
燃气销售	36.93	49.47	11.62	41.65	50.26	8.49	8.43	56.24	11.36
水务运营	18.81	25.20	20.41	18.85	22.75	24.60	3.95	26.31	6.11
公交运营	13.26	17.77	-239.72	15.35	18.52	-230.48	1.35	8.98	-685.55
垃圾处理	5.64	7.56	13.41	7.02	8.47	9.28	1.27	8.47	-1.74
合计	**74.64**	**100.00**	**-30.69**	**82.87**	**100.00**	**-32.03**	**14.99**	**100.00**	**-53.68**

资料来源：公司提供

燃气销售

公司天然气销售业务主要由全资子公司杭州市燃气（集团）有限公司（以下简称“燃气集团”）经营，业务范围涵盖高、中、低压天然气输配，燃气工程安装，分布式能源应用等，服务区域辐射杭州市 9 区 4 县（市）。

截至 2019 年末，燃气集团已拥有较为完备的燃气管道输配设施，已建成 7,228.49 公里高中低压管线，运行 5,800 多个站（点）；天然气终端用户包括 132.7 万余户居民用户和 0.8 万余户非居民用户。

燃气集团及下属子公司通过取得相应燃气特许经营权或燃气经营许可证开展天然气销售业务，以管道燃气为主，另配套少量 LNG。管道燃气全部向浙江省天然气开发有限公司采购，采购价格由浙江省发改委制定。2019 年，公司天然气累计用户数保持增长，燃气的销量保持增加。

表 5　2018－2019 年燃气集团运营情况（单位：亿立方米、万户、公里）

项目	2018 年	2019 年
天然气购入量	13.50	14.55
天然气外供量	13.52	14.69
天然气销售量	13.37	14.57
天然气累计用户数	126.03	133.53
燃气高中低压干管新安装长度	141.79	119.64

资料来源：公司提供

天然气售价方面，2015 年 10 月，杭州市居民燃气实施阶梯气价，杭州市物价局上调居民燃气价格，由之前的 2.40 元/立方米调整至 3.10~4.65 元/立方米三档间价格，同时，学校、社会福利场所、宗教场所、城市社区居委会公益性服务场所等执行居民气价的非居民用户，气价水平按居民第一档气价的 1.1 倍执行，即销售价格为每立方米 3.41 元；此外，建立居民用气价格上下游联动机制，当上游天然气城市门站价格调整时，下游天然气销售价格可作相应同向调整。跟踪期内，公司天然气售价无变化。

表 6　杭州市区居民生活用管道天然气价格阶梯表（单位：立方米、元/立方米）

项目	户年用气量	含税价格
第一阶梯	0~276（含）	3.10
第二阶梯	276~480（含）	3.72
第三阶梯	480 以上	4.65
执行居民气价的非居民用户		3.41

资料来源：公司提供

水务运营

自来水供应

公司供水业务主要由子公司杭州市水务控股集团有限公司（以下简称“水务集团”）经营，合计设计综合日供水能力为 204 万立方米。水务集团本部负责杭州市主城区（上城区、下城区、江干区、西湖区、拱墅区）供水，设计综合日供水能力为 170 万立方米；水务集团子公司杭州市建德自来水有限公司和杭州市临安自来水有限公司分别负责建德和临安地区自来水供应业务，设计综合日均供水能力分别为 14 万立方米和 20 万立方米。

跟踪期内，水务集团各项经营指标保持稳定增长，2019 年，水务集团供水量约 6.29 亿立方米，用户总数达到 119.49 万户，漏损率为 9.10%，管网压力合格率平均值和管网水质综合合格率均为 100.00%。

表 7　2018－2019 年水务集团运营情况（单位：万立方米、万户、%）

项目	2018 年	2019 年
平均日制水量	177.15	178.10
供水量	62,238.98	62,866.22
售水量	53,433.74	54,999.97
自来水用户数	103.65	119.49
漏损率	9.48	9.10

资料来源：公司提供

污水处理

公司污水处理业务主要由水务集团子公司杭州市排水有限公司、杭州建德污水处理有限公司和杭州临安排水有限公司经营，其分别负责杭州市主城区以及建德和临安地区的污水处理。

2016 年，水务集团对部分污水处理厂污水处理能力升级提升，年污水处理能力达到 4.56 亿立方米，受益于七格污水处理厂四期工程于 2019 年通水运行，截至 2019 年末，水务集团年污水处理能力提升至 6.38 亿立方米。跟踪期内，水务集团污水处理量和排放量略有下降，2019 年，水务集团污水处理量和排放量均为 5.23 亿立方米。

表 8　2018－2019 年水务集团污水处理运营情况（单位：万立方米）

项目	2018 年	2019 年
污水排放量	52,954.12	52,253.86
污水处理量	52,954.12	52,253.86
其中：七格污水厂	23,061.86	20,300.63
七格污水厂三期	23,583.13	22,642.99
七格污水厂四期	--	2,869.47
城西污水厂	1,747.57	1,822.84
建德污水	1,622.57	1,674.64
临安排水	2,938.99	2,943.29

资料来源：公司提供

在建及拟建项目

公司为保障自来水供应以及污水处理的生产能力，目前仍有较大规模在建和拟建项目。截至 2019 年末，在建项目计划总投资 128.30 亿元，已投资 109.83 亿元。

表 9　截至 2019 年末公司水务板块在建项目明细（单位：亿元）

项目	项目类别	计划总投资	已投资	未来投资计划	
				2020 年	2021 年
大毛坞－仁和大道供水管道工程	供水	28.52	26.52	2.00	--
千岛湖原水及配套工程	供水	88.19	76.19	11.00	1.00
杭州市闲林水厂一期工程	供水	9.54	6.92	2.20	0.42
杭州市闲林水厂二期工程	供水	2.05	0.20	1.70	0.15
合计	**--**	**128.30**	**109.83**	**16.90**	**1.57**

注：大毛坞-仁和大道供水管道工程和千岛湖原水及配套工程部分转入固定资产核算
资料来源：公司提供

2019 年末，公司水务板块拟建项目计划总投资 22.51 亿元，其中自来水供应方面拟建项目包括祥符水厂扩建工程、闲林水厂出厂给水管线工程（南线）和闲林水厂出厂给水管线工程（北线），污水处理方面拟建项目为城北净水厂。

表 10　截至 2019 年末公司水务板块拟建项目明细（单位：亿元）

项目	建设周期	项目类型	计划总投资	未来投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
祥符水厂扩建工程	2020－2023	供水	5.66	0.60	2.00	2.00
闲林水厂出厂给水管线工程（南线）	2020－2021	供水	1.36	1.00	0.36	--
闲林水厂出厂给水管线工程（北线）	2020－2021	供水	1.87	1.00	0.87	--

城北净水厂	2020－2023	污水处理	13.62	1.50	3.50	5.50
合计	--	--	**22.51**	**4.10**	**6.73**	**7.50**

资料来源：公司提供

城市公交

城市公交板块由杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责，业务经营区域覆盖了杭州市主要市区。

表 11　2018－2019 年公交集团公交运营情况

项目	2018 年	2019 年
运营线路数量（条）	804	1,010
运营线路里程（公里）	13,508.94	17,947.35
运营车辆数量（辆）	9,405	9,971
客运量（亿人次）	14.71	15.13
总行驶里程（亿车公里）	7.15	7.63
票款收入（亿元）	14.81	15.33

资料来源：公司提供

跟踪期内，公交集团各项经营指标稳步增长，截至 2019 年末，公交集团运营 1,010 条公交线路，运营线路里程达 1.79 万公里，运营车辆达 9,971 辆。2019 年，公交集团完成客运量 15.13 亿人次，总行驶里程 7.63 亿车公里，票款收入 15.33 亿元。

杭州市公交车票价采用政府定价，定价原则体现公共产品特征，近年来公交业务持续经营亏损。根据《关于政府购买城市公共汽（电）车营运服务的实施意见》（杭政办函〔2015〕179 号），杭州市政府采用购买城市公交服务的办法，对公交业务进行补贴。针对免费乘车的优抚对象（70 周岁及以上老年人、伤残军人等）、优惠乘车的学生和优惠乘车的成人，补贴标准分别为 2.19 元/人次、1.41 元/人次和 0.91 元/人次。2019 年，公交集团收到政府购买服务专项补助收入 29.29 亿元。此外，杭州市政府对公交运营板块在油价、场站建设等方面给予公交集团经营性补贴。杭州市政府通过政府购买服务以及经营性补助等方式给予公交运营政府补助，缓解了业务经营压力。

截至 2019 年末，公司公交业务板块主要的在建项目为三墩公交停保基地等项目，计划总投资 20.88 亿元，累计已投资 14.98 亿元，剩余投资预计在 1~2 年内完成。

拟建项目方面，公司公交业务板块主要的拟建项目为华丰公交停保基地项目和湖州街公交中心站项目，计划总投资金额 21.18 亿元。

表 12　截至 2019 年末公司公交板块在建项目明细（单位：亿元）

项目	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划	
			2020 年	2021 年
三墩公交停保基地	6.77	3.51	0.95	0.50
公交二公司停车保养基地迁建工程	3.80	3.07	0.26	--
公交闸口停保基地迁建工程	3.81	3.03	0.54	--
公共自行车工程	6.50	5.37	0.45	0.45
合计	**20.88**	**14.98**	**2.20**	**0.95**

资料来源：公司提供

表 13　截至 2019 年末公司公交板块拟建项目明细（单位：亿元）

项目	计划总投资	未来投资计划		
		2020 年	2021 年	2022 年
湖州街公交中心站	2.36	0.05	0.71	0.40
华丰公交停保基地	18.82	0.05	5.65	5.65
合计	**21.18**	**0.10**	**6.36**	**6.05**

资料来源：公司提供

（2）房产置业板块

公司的房产置业业务板块涉及商品住宅、保障性住宅以及物业管理等业务。经过多年发展，公司已经具备了较强的房地产开发实力，该业务利润空间较大，但易受政策调控影响，行业景气度有所波动；公司在建拟建房地产项目投资规模较大，存在一定的投资压力。

2019 年公司房产置业板块营业收入同比降幅明显，主要系商品住宅销售收入大幅下降所致。2019 年，公司实现商品住宅销售收入 12.71 亿元，较 2018 年大幅下降 61.21%，主要系年度项目结转较少。从毛利率看，公司房产置业板块中除经适房和保障房外，其余业务毛利率水平均较高，商品住宅收入占比较大，是公司经营业务的主要利润来源。2019 年，商品住宅毛利率为 52.51%，受公司确认收入的商品住宅单位销售价格提升影响，商品住宅销售毛利率较 2018 年提升 18.71 个百分点。2019 年，公司保障房、经适房实现销售收入 3.22 亿元，主要来源于三墩和长睦两大片区；同期，受保障房和经适房配套商铺按市场化价格出售影响，保障房和经济适用房销售毛利率较 2018 年提升 34.30 个百分点至 26.30%。

2020 年 1－3 月，公司房产置业板块收入 5.56 亿元，主要来源于商品住宅销售收入；毛利率为 47.71%，较 2019 年全年水平略有下降。

表 14　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司房产置业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
商业地产	1.99	3.91	73.01	3.42	17.37	82.11	0.07	1.35	39.63
商品住宅	40.09	79.01	33.80	12.71	64.59	52.51	3.41	61.42	50.10
保障房、经济适用房	8.34	16.43	-8.00	3.22	16.35	26.30	1.47	26.50	49.85
物业、房租	0.33	0.65	73.40	0.33	1.69	74.46	0.60	10.73	26.98
合计	**50.74**	**100.00**	**28.72**	**19.68**	**100.00**	**53.74**	**5.56**	**100.00**	**47.41**

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发业务主要由浙江钱江房地产集团有限公司和杭州市房地产开发集团有限公司等负责，开发范围主要集中在杭州、绍兴、建德等城市。此外，杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“杭州城建”）、杭州城投资产管理集团有限公司（以下简称“城投资管”）也有少量商品住宅项目。

2019 年，公司新开工面积为 39.97 万平方米，较 2018 年降幅较大；同期，公司合约销售面积 21.16 万平方米，合约销售金额 41.89 亿元，较 2018 年分别增长 1.10%和 40.19%。

表 15　2018－2019 年公司房地产经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年
新开工面积	106.76	39.97
竣工面积	18.67	20.40
合约销售面积	20.93	21.16
合约销售金额	29.88	41.89

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司已完工在售的房地产项目包括江和城、江南御府、钱江御府等，项目总投资金额合计 163.96 亿元，建筑面积合计 138.48 万平方米，2019 年末累计销售金额合计 212.76 亿元，项目整体去化效率较高，之江新天地和钱江浙商创投中心等项目未来仍有较大销售空间。

表 16　截至 2019 年末公司已完工在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	区域位置	项目性质	总投资金额	建筑面积	累计销售金额	销售进度
水晶澜轩	杭州市滨江区	住宅	32.00	22.56	53.15	98
之江新天地	杭州市西湖区	商业	8.00	9.25	8.65	61
西溪和景	杭州市西湖区	商业办公	13.00	5.68	12.54	76
江南御府	杭州市江干区	住宅/商铺	21.04	10.25	31.88	98
钱江浙商创投中心	杭州市西湖区	商业	8.50	2.92	5.92	74
钱江御府	杭州市上城区	住宅/商铺	22.66	6.63	29.49	98
江和城（和风苑、和颂苑、和园一至四期）	建德市洋安街道	住宅/排屋/商铺	18.01	27.81	25.99	99
云锦城	杭州市江干区	住宅/商铺	30.00	24.98	30.24	94
华江水岸星城	云南芒市	住宅	10.75	28.40	14.90	70
合计	--	--	**163.96**	**138.48**	**212.76**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在建的房地产开发项目包括彩虹府、御东方园和悦东方等 13 个项目，建筑面积合计 196.81 万平方米，计划总投资金额 225.92 亿元，已累计完成投资 151.45 亿元，剩余金额预计在未来 2~3 年内投资完毕。

表 17　截至 2019 年末公司在建房地产开发项目情况（单位：年、万平方米、亿元）

项目名称	位置	物业类型	建筑面积	计划完工时间	总投资	已投资	未来投资计划		
							2020 年	2021 年	2022 年
银都新座	杭州西湖区	商住	4.43	2020.06	6.50	5.82	0.57	--	--
彩虹府	杭州西湖区	住宅	8.57	2020.05	10.39	9.37	0.25	0.17	0.10
绍兴彩虹府	绍兴柯桥区	住宅	27.16	2022.04	45.00	20.38	6.00	4.00	1.00
绍兴彩虹墅	绍兴柯桥区	住宅	16.26	2020.06	15.00	10.33	3.00	0.50	0.50

御东方园	杭州建德市	住宅	25.98	2021.12	40.36	35.05	4.80	0.45	0.06
悦东方	杭州西湖区	住宅	28.17	2020.12	23.00	16.79	4.70	1.30	0.21
江和城（和雅苑）	杭州西湖区	住宅	5.08	2021.07	3.76	2.27	0.50	0.50	0.10
养云静舍	杭州西湖区	住宅	4.61	2020.06	21.51	16.19	2.36	0.27	1.50
华江水岸星城	云南德宏州芒市	住宅	36.57	2020.12	12.95	9.56	0.40	0.40	0.30
云阳大厦	杭州下城区	商业	4.07	2021.09	6.30	3.82	0.80	1.68	--
臻园	杭州建德市	住宅	5.49	2021.07	4.20	2.78	1.38	0.03	0.01
悦荟 17℃生活广场	杭州建德市	商业	11.92	2021.06	6.87	2.50	2.07	1.00	--
杭政储出〔2018〕55 号地块（暂未命名）	杭州江干区	住宅	18.50	2023.12	30.08	16.59	4.71	5.35	3.35
合计			**196.81**	**--**	**225.92**	**151.45**	**31.54**	**15.65**	**7.13**

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司房地产开发业务储备地块 2 宗，系于 2019 年拍得，分别位于杭州市和富阳区，计划用于商品房和商业地产开发，目前尚处于前期论证研究阶段。

保障房、经济适用房

公司保障性住房开发业务主要由下属子公司杭州市居住区发展中心有限公司负责经营，其拥有房地产二级开发资质。

目前，公司保障房项目以经济适用房为主，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。

近年来，公司销售的保障房、经济适用房项目主要集中在三墩和长睦两大片区，截至 2019 年末，公司在售的保障房、经适房主要包括德泽家园 17#、18#及 19#、德萃公寓，项目总投资 13.29 亿元，总可售面积 20.16 万平方米，累计销售面积 19.13 万平方米，累计销售金额 9.39 亿元（不包括底层商铺和地面车位），实现回款 9.09 亿元；公司无在建及拟建的保障房和经济适用房项目。

2016 年 3 月，杭州市政府办公厅下发《关于进一步促进房地产市场健康稳定发展的通知》，提出杭州市将暂停新选址建设经济适用住房、公共租赁房，随着公司保障房和经济适用房项目陆续完成销售，未来保障房和经济适用房收入将大幅减少。

（3）城市基建板块

公司的城市基建业务模式多样，主要包括工程施工、委托代建、BOT 及 PPP 等，跟踪期内营业收入保持增长。但随着公司在建代建项目的陆续完工，公司代建业务持续性可能具有一定的不确定性。

城市基础设施建设是公司重要的业务板块，主要包括工程施工及养护、代建项目及 BOT 项目收入，根据项目进度确认收入。2019 年，该板块收入较 2018 年大幅增长 42.56%，主要系杭州市城乡建设委员会于 2019 年与公司签署紫之隧道 BOT 合同解除协议，杭州市财政一次性向公司支付 BOT 余款 38.96 亿元。

2020 年 1－3 月，公司城市基础设施建设板块收入为 6.57 亿元，主要来源于工程施工及养护；

因代建项目及 BOT 项目毛利率大幅增长，带动该板块毛利率提升至 20.96%。

表 18　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司城市基建板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
工程施工及养护	22.00	42.94	16.16	28.07	38.44	14.38	6.08	92.54	15.12
代建项目	23.92	46.69	3.29	9.75	13.35	8.58	0.15	2.22	90.05
BOT 项目	5.32	10.38	27.21	35.21	48.21	14.75	0.34	5.25	94.76
合计	**51.23**	**100.00**	**11.30**	**73.03**	**100.00**	**13.78**	**6.57**	**100.00**	**20.96**

资料来源：公司提供

工程施工及养护

工程施工及养护收入主要来自杭州市路桥集团股份有限公司（以下简称“路桥公司”）的城市基础设施施工及养护，还包括燃气、热电、水务等工程施工。

表 19　公司工程施工及养护业务新签合同金额情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
养护合同金额	5.98	7.02
施工合同金额	9.31	13.64
合计	**15.29**	**20.66**

资料来源：公司提供

根据政府的规范性要求，杭州地区各项基础设施施工及养护工作均通过市场化方式运作，由各级设施拥有主体招标确定施工单位，路桥公司通过参与公开招投标，取得业务合同。施工及养护收入主要由日常道路养护、沥青铺设构成，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。

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，近年来收入规模不断增长。

表 20　公司工程施工及养护业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
城市基础设施施工及养护	14.64	17.96
公用事业类施工	7.95	10.09
合计	**22.59**	**28.05**

资料来源：公司提供

代建项目

公司城市基础设施项目代建主要由杭州城建负责。公司仅承担工程招投标管理、竣工验收核算职能，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。

近年来，公司开展的项目包括浙大紫金港校区电力项目、湘湖电缆项目、德胜路地下综合管廊工程、艮山路地下综合管廊工程，均采用收取 1%~3%管理费的模式实现收入。受代建工程建设进度

影响，2019 年公司实现代建管理费收入 9.75 亿元，同比明显下降。

截至 2019 年末，公司在建的代建项目包括石祥路提升完善工程、康桥路至上塘路节点提升工程和国科大杭州高等研究院石龙山先行启动区 1 期，计划总投资 27.59 亿元，已完成投资 17.25 亿元，预计代建总收入 0.31 万元。

土地整理项目

土地整理方面，公司受杭州市政府委托，承担了杭州市部分土地开发业务，公司按照政府的相关规划，进行土地平整并代建部分地块的基础设施，包括配套的城市道路桥梁、水电管网以及公共服务设施等，并负责委托地块开发整理资金的筹措、负责组织实施委托地块的征地拆迁（补偿）等工作。

公司土地整理项目主要为长睦大型住居区土地整理项目（以下简称“长睦项目”），2005 年，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地储备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，根据先前支付的土地净出让收入的 45%进行多退少补。《关于规范土地储备和资金管理相关问题的通知》（财综〔2016〕4 号）出台后，公司新投入的土地整理项目在结算方式上不再与土地出让金挂钩，收益主要来自于管理费，其中长睦项目的管理费率为 5%，其他土地整理项目的管理费率为 2%~2.5%。根据测算，长睦项目计划总投资 70.70 亿元，预计实现土地出让总收入 68.06 亿元，计划于 2022 年 12 月完工。截至 2019 年末，长睦项目已累计投资 63.66 亿元，累计收到土地出让金返还 60.86 亿元。

BOT 项目

公司 BOT 项目是指由公司本部承建的紫之隧道项目。公司与杭州市城乡建设委员会签订了《杭州市紫之隧道建设项目投资建设－运营－移交（BOT）合同》；项目专营期共 23 年，其中建设期 3 年，运营期 20 年；杭州市城乡建设委员会在项目运营期通过支付专营补贴的方式实现公司的投资回报。紫之隧道项目已于 2016 年 8 月竣工验收并通车运营，实际投资金额 32.42 亿元。2019 年 3 月，为加快化解杭州市本级存量隐形债务，杭州市建委与公司签订《杭州市紫之隧道建设项目投资建设-运营-移交（BOT）合同解除协议》，并由杭州市建委向杭州城投一次性结清余款 38.96 亿元，公司同时结转紫之隧道成本（在无形资产科目核算）29.15 亿元，项目管养权和固定资产一并移交至杭州市城市管理局。

政府购买服务项目

公司目前采用政府购买服务模式的项目为拱墅区石塘村棚户区（城中村）改造一期项目，项目总投资 25.40 亿元，建设资金由公司自筹，截至 2019 年末公司已投资 2.70 亿元；项目涉及总用地面积 324,410 平方米（以实测为准），实施内容为石塘村范围内征迁安置农户，涉及拆迁户 210 户，拆除建筑面积为 94,000 平方米（以实测为准）。

根据 2017 年 4 月 27 日公司与杭州市保障性住房建设管理办公室签订的《拱墅区石塘村棚户区（城中村）改造一期项目政府购买服务协议》（以下简称“《协议》”），公司负责项目的可行性研究、土地征收补偿、拆迁安置、质量检验及验收等事项，杭州市保障性住房建设管理办公室负责购买公司就石塘村一期项目提供的棚户区（城中村）改造服务。《协议》约定政府购买服务总价款为 25.40 亿元，服务年限为 2017－2022 年。

PPP 项目

截至 2019 年末，公司共参与 15 个 PPP 项目，均作为社会资本方参与项目建设，上述项目均已

纳入财政部 PPP 项目库。公司参与的 PPP 项目计划总投资 317.93 亿元，截至 2019 年末已完成投资 98.03 亿元。

表 21　截至 2019 年末公司 PPP 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	已投资
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	2017/07/03	保障性住房	24.09	10	余杭区人民政府	公司持有 45% 子公司持有 10%	是	8.42
2	嘉善县保障性安居工程及绿化公园 PPP 项目	2017/04/27	保障性住房	24.90	14.5	嘉善县人民政府	公司持有 70%	是	12.62
3	拱墅区新文村城中村改造 PPP 项目	2017/01/10	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	3.20
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	2016/04/12	市政工程	66.05	17	下城区人民政府	公司持有 50%	是	8.54
5	浙江省台州市路桥游艇小镇 PPP 项目	2017/05/22	政府基础设施	32.01	16	台州市路桥区金清镇人民政府	公司持有 45%	否	2.24
6	新昌县旧城改造工程	2017/08/18	政府基础设施	26.21	16	新昌县人民政府	子公司持有 96%	是	14.68
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	2017/08/10	一级公路	31.68	22	富阳区财政局	子公司持有 50%	否	16.45
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	2017/06/14	一级公路	15.66	15	开化县人民政府	子公司持有 51.11%	是	6.26
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	2017/03/01	一级公路	22.96	15.5	永嘉县人民政府	子公司持有 80%	是	7.57
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	2017/08/09	市政工程管网	13.82	23	富阳区财政局	子公司持有 60%	是	7.95
11	浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道二期 PPP 项目	2017/09/30	市政工程-公园	8.82	11	临安区人民政府	子公司持有 80%	是	3.34
12	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	4.71	11	临安区人民政府	子公司持有 89%	是	1.52
13	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	子公司持有 85%	是	1.79
14	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	子公司持有 100%	是	3.00
15	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	子公司持有 77.60%	是	0.45
合计			--	**317.93**	--	--	--	--	**98.03**

资料来源：公司提供

公司 PPP 项目投资规模较大，回收周期长，公司存在一定投资和筹资压力，且政府方主要为杭州市下辖区县级政府，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。

（4）商品销售板块

公司商品销售业务主要包括建材贸易业务以及电力和煤炭销售，跟踪期内营业收入保持增长，毛利率水平低。

建材贸易

公司建材贸易业务主要由下属子公司城投资管和杭州城建开展。

城投资管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。2019 年，其前五大供应商分别为临沂鑫海新型材料有限公司、杭州热联集团股份有限公司、唐山金马钢铁集团有限公司、浙江物产金属集团有限公司和浙江省工艺品进出口有限公司，前五大供应商集中度为 54.46%，集中度较高。2019 年，公司前五大销售对象分别为浙江物产金属集团有限公司、宁波浙金钢材有限公司、杭州热联集团股份有限公司、浙江海亮股份有限公司和宁波梅吉乐工程管理有限公司，前五大销售对象集中度为 58.60%，集中度较高。

杭州城建的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主要由杭州热电集团有限公司负责。近年来，公司电力及煤炭销售保持增长，具体经营情况详见下表。

表 22　2018－2019 年公司电力及煤炭销售经营情况

销售业务板块	项目	单位	2017 年	2018 年	2019 年
煤炭销售	电煤采购规模	万吨	204.27	254.95	191.70
	电煤采购金额	万元	109,714.61	112,400	114,205.21
电力销售	发电量	万千瓦时	55,336.57	70,726.58	79,008.94
	上网电量	万千瓦时	43,916.17	56,907.79	65,661.97
	上网电价	元/千千瓦时	402.73	463.42	475.08

资料来源：公司提供

3．未来发展

公用事业方面，燃气集团要加快 LNG 码头建设，加快上游产业布局；杭州市环境集团有限公司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；水务集团要打造污水处理产业链；公交集团要推进公共自行车、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。

城市基础设施建设方面，公司将依托自身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、公用设施运营等方面的优势，加大对外拓展。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年度财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。公司根据最新的会计准则及相关规定编制财务报表。2019 年，公司对上一年度重大会计差错进行了更正，并追溯调整了报表期初数据，本报告所述公司 2018 年度财务数据采用 2019 年度追溯调整后的期初数据。

截至 2020 年 3 月末，纳入公司报表合并范围的子公司 183 家，其中二级子公司 20 家。报表合并范围变化方面，2019 年新纳入报表合并范围 11 家，不再纳入 6 家，其中，新纳入子公司千岛湖股份公司资产规模较大（2019 年末总资产 77.54 亿元，所有者权益 26.38 亿元）；2020 年 1－3 月新纳入报表合并范围 2 家，不再纳入 1 家。跟踪期内，公司合并范围变动对财务数据可比性有一定影响。

2．资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以非流动资产为主；公司货币资金充裕，存货中房地产项目具有较好的变现能力，公用事业类固定资产的经营获现能力强，公司整体资产质量良好。但公司对基建项目垫款及拨出的城建资金形成了规模较大的其他应收款和其他非流动资产，对公司资金形成一定占用。

截至 2019 年末，公司资产总额 1,389.42 亿元，较年初增长 12.33%，主要系非流动资产增长所致。公司资产以非流动资产为主，主要资产构成详见下表。

表 23　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**554.58**	**44.84**	**550.68**	**39.63**	**-0.70**	**582.11**	**40.27**
货币资金	177.77	14.37	189.68	13.65	6.70	211.54	14.63
应收账款	25.53	2.06	27.41	1.97	7.40	25.74	1.78
其他应收款	102.15	8.26	95.28	6.86	-6.72	103.07	7.13
存货	161.43	13.05	170.53	12.27	5.64	177.40	12.27
其他流动资产	68.72	5.56	34.59	2.49	-49.66	32.88	2.27
非流动资产	**682.34**	**55.16**	**838.74**	**60.37**	**22.92**	**863.57**	**59.73**
长期股权投资	48.42	3.91	43.31	3.12	-10.55	45.68	3.16
投资性房地产	38.53	3.11	48.93	3.52	27.01	48.45	3.35
固定资产	238.26	19.26	330.99	23.82	38.92	330.61	22.87
在建工程	98.59	7.97	163.04	11.73	65.37	182.23	12.61
其他非流动资产	160.07	12.94	167.44	12.05	4.60	157.07	10.86
资产总计	**1,236.92**	**100.00**	**1,389.42**	**100.00**	**12.33**	**1,445.68**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表

截至 2019 年末，公司流动资产 550.68 亿元，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 6.70%，以银行存款（占 98.11%）和其他货币资金（占 1.88%）为主，其中使用受限资金 2.35 亿元，规模较小。公司应收账款较年初增长 7.40%，主要由各项城市公用设施收费及城建板块项目工程款构成。公司应收账款中，单项计提坏账准备的账面余额 0.35 亿元；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 28.36 亿元，账龄以 1 年以内（占 85.17%）为主，账龄较短，共计提坏账准备 1.44 亿元；政府及关联方组合账面余额 0.49 亿元，未计提坏账准备；公司合计对应收账款计提坏账准备 1.79 亿元。从集中度看，公司应收账款前五名单位合计占应收账款账面价值的 6.87%，集中度低。公司其他应收款主要为市政项目前期代垫费用。截至 2019 年末，公司其他应收款较年初下降 6.72%，主要系代垫政府项目投资款减少所致。公司其他应收款中单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 55.20 亿元，以支付政府项目工程款和应收杭州市财政局往来款为主，回收风险较小；采用账龄分析法计提坏账准备的账面余额 11.05 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）和 1 年以上的分别占该组合的 76.32%和 23.68%；政府及关联方组合和无风险组合的账面余额 36.79 亿元；公司合计对其他应收款计提坏账准备 7.92 亿元。公司其他应收款前五名欠款方合计占 72.77%，集中度较高。整体看，公司其他应收款回收风险不大，但规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 24　截至 2019 年末公司其他应收款前五名对手方情况（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	占比
杭州土地储备中心等	做地项目工程款	51.47	49.95
杭州市、区财政局	补助款	15.27	14.82
太平石化金融租赁有限责任公司	保证金	6.15	5.96
杭州市物业维修资金管理中心	物业维修基金	1.15	1.12
杭州大江东产业集聚区管理委员会	土地款	0.95	0.92
合计	--	**74.98**	**72.77**

注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司存货较年初增长 5.64%，主要系房产开发成本增长所致。公司存货主要由开发成本（占 84.43%）、开发产品（占 7.63%）和工程施工（占 3.62%）构成；公司合计对存货计提跌价准备 0.31 亿元。公司其他流动资产较年初下降 49.66%，主要系公司减持银行理财产品和信托基金产品所致。公司其他流动资产主要由待抵扣增值税（占 50.15%）和银行理财产品（占 31.60%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 22.92%，主要系固定资产和在建工程增长所致。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资，被投资企业所属行业以市政公用类企业为主。截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初下降 10.55%，主要系千岛湖股份公司纳入合并范围后，公司将其从“长期股权投资”科目中转出所致。2019 年，公司对合营企业追加投资 0.10 亿元，对联营企业减少投资 4.85 亿元，确认投资收益 6.21 亿元。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量。截至 2019 年末，公司投资性房地产较年初增长 27.01%，主要系新增房屋建筑物资产所致。公司投资性房地产由房屋及建筑物（占 99.50%）和土地使用权（占 0.50%）构成。公司固定资产账面价值 330.99 亿元，较年初增长 38.92%，主要系新增管道资产和房屋建筑物所致。公司固定资产累计计提折旧 161.76 亿元，计提减值准备 0.31 亿元，固定资产成新率为 64.94%，成新度一般。公司在建工程账面价值较年初增长 65.37%。从构成上看，公司在建工程以水务基础设施建设（占 25.75%）、环境治理基础设施建设（占 16.51%）和公交基础设施工程（占 15.52%）为主。公司其他非流动资产较年初增长 4.60%，主要系预付长期资产购置款和基金投资增长所致。公司其他非流动资产主要为 150.73 亿元专项拨出资金，系公司根据历年杭州市城乡建设委员会、杭州市计划委员会、杭州市财政局下达《杭州市城市维护建设计划》拨付的城建资金。上述拨出资金待相关项目竣工并经财政决算后再作相关账务处理。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 1,445.68 亿元，较年初增长 4.05%，主要系货币资金和在建工程增长所致；公司资产构成较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 130.97 亿元，占资产总额的比重为 9.06%，主要用于抵押和质押借款。整体看，公司资产受限比例较低。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模持续增长，以长期债务为主，整体债务负担一般。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 14.69%，主要系应付票据及应付账款、预收款项、其他流动负债和长期借款增长所致。从构成上看，公司流动负债占比持续下降，2019 年末，公司流动负债和非流动负债占比分别为 43.98%和 56.02%。

表 25　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**340.14**	**45.21**	**379.53**	**43.98**	**11.58**	**365.57**	**39.55**
短期借款	61.58	18.10	70.62	18.61	14.68	78.85	21.57
应付票据及应付账款	52.59	15.46	72.62	19.13	38.09	60.49	16.55
预收款项	62.03	18.24	78.40	20.66	26.39	75.23	20.58
其他应付款	104.33	30.67	87.30	23.00	-16.32	96.63	26.43
一年内到期的非流动负债	30.44	8.95	22.47	5.92	-26.17	9.78	2.67
其他流动负债	9.99	2.94	25.00	6.59	150.29	25.00	6.84
非流动负债合计	**412.26**	**54.79**	**483.37**	**56.02**	**17.25**	**558.74**	**60.45**
长期借款	169.69	41.16	227.33	47.03	33.97	273.80	49.00
应付债券	50.35	12.21	73.54	15.21	46.05	91.26	16.33
长期应付款	136.16	33.03	121.59	25.16	-10.70	133.50	23.89
递延收益	54.40	13.20	59.21	12.25	8.84	58.55	10.48
负债合计	**752.40**	**100.00**	**862.91**	**100.00**	**14.69**	**924.30**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 11.58%，主要系应付票据及应付账款、预收款项和其他流动负债增长所致。公司短期借款 70.62 亿元，主要由信用借款（占 68.35%）和保证借款（占 25.78%）构成。公司应付票据及应付账款较年初增长 38.09%，主要系应付商业汇票、信用证和应付工程款增长所致。公司预收款项较年初增长 26.39%，主要系房地产项目预收款增长所致。公司其他应付款主要由暂收款、工程款、押金保证金和往来款等款项构成。截至 2019 年末，公司其他应付款较年初下降 16.32%，主要系银行透支账户和往来款减少所致。公司其他应付款中的短期资金拆借为有息债务，本报告将其纳入短期债务核算。公司一年内到期的非流动负债较年初下降 26.17%；公司一年内到期的非流动负债中主要包括一年内到期的长期借款 13.02 亿元，一年内到期的长期应付款 6.45 亿元和一年内到期的应付债券 3.00 亿元。公司其他流动负债 25.00 亿元，系公司当年发行的（超）短期融资债券，本报告将其纳入短期债务核算。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 17.25%，主要系长期借款增长所致。公司长期借款 227.33 亿元，主要由信用借款（占 45.64%）、抵押借款（占 23.21%）、保证借款（占 18.79%）、和质押借款（占 8.02%）构成。公司应付债券账面余额较年初增加 23.19 亿元，主要系公司于当年发行“19 杭城 01”“19 杭城建”和“19 杭城投债 01”所致。公司应付债券明细详见表 26。

表 26　2019 年末公司应付债券明细（单位：亿元、年）

项目	余额	起息日期	发行期限
15 杭城建 MTN001	4.99	2015-07-16	5+2
15 杭城建 MTN002	4.99	2015-10-14	5+2
16 杭州城建 MTN001	4.98	2016-09-06	5+2
17 杭城建 MTN001	7.94	2017-07-17	5
17 杭城建 MTN002	6.95	2017-08-09	5
18 杭城 01	17.60	2018-09-20	3+2
19 杭城 01	11.10	2019-09-10	5
19 杭城建	4.99	2019-09-23	2+2+1

19 杭城投债 01	10.00	2019-12-30	10
合计	**73.54**	--	--

注：“15 杭城建 MTN001”“15 杭城建 MTN002”“16 杭州城建 MTN001”“18 杭城 01”和“19 杭城建”均具有公司选择调整票面利率、投资人选择回售的特殊含权条款
资料来源：联合评级根据公司审计报告和公开资料整理

截至 2019 年末，公司长期应付款 121.59 亿元，主要包括政府债券置换本金 51.88 亿元（政府置换债券利率为 2%~4%不等，期限为 3~10 年，到期后公司需要向政府还款）、2018 年浙江省政府一般债券（三期）10.00 亿元、融资租赁款 11.77 亿元及专项应付款 28.20 亿元（主要由转塘公共租赁住房、静脉产业园、污水厂技改等工程项目财政拨款构成）。公司长期应付款中政府置换债券、一般债券以及融资租赁款均系公司有息债务，已全部纳入长期债务核算。公司递延收益主要由政府补助、管道增扩容改造施工收入等款项构成，截至 2019 年末，受停保场、污水厂和场站建设的政府补助增长影响，公司递延收益较年初增长 8.84%至 59.21 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 924.30 亿元，较年初增长 7.11%，主要系长期借款和应付债券增长所致。其中，流动负债占 39.55%，非流动负债占 60.45%，非流动负债占比进一步提升；公司负债构成较年初变化不大。

从有息债务看，截至 2019 年末，公司全部债务为 538.73 亿元，较年初增长 23.54%；短期债务和长期债务分别占 26.91%和 73.09%。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 602.87 亿元，较年初增长 11.91%，其中短期债务和长期债务分别占 23.66%和 76.34%。

从债务指标看，截至 2019 年末，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 62.11%、50.57%和 42.79%，均较年初有所上升。截至 2020 年 3 月末，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 63.94%、53.62%和 46.89%，均较年初有所上升，公司债务负担一般。

表 27　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期债务	139.10	144.97	142.61
长期债务	296.99	393.76	460.26
全部债务	436.09	538.73	602.87
长期债务资本化比率	38.00	42.79	46.89
全部债务资本化比率	47.37	50.57	53.62
资产负债率	60.83	62.11	63.94

注：其他应付款中短期资金拆借款项以及其他流动负债纳入短期债务计算，长期应付款中政府债券置换、政府专项债券和融资租赁款纳入长期债务计算
资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，其中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2019 年末，公司所有者权益 526.51 亿元（含少数股东权益 77.98 亿元），较年初增长 8.67%，主要系资本公积和少数股东权益增长以及利润留存所致。2019 年末，公司所有者权益主要由实收资本（占 12.48%）、资本公积（占 52.89%）、未分配利润（占 18.84%）和少数股东权益（占 14.81%）构成。

截至 2019 年末，公司资本公积为 278.48 亿元，较年初增加 7.96 亿元，主要包括千岛湖股份公司 19.18%股权无偿划转至公司增加资本公积 5.04 亿元、公司公交场站的划拨土地中涉及杭州市财政资金拨付的部分由递延收益转入资本公积 1.10 亿元、公司收到的文晖单元 A-B1/B2/S2-01 地块土地开发补偿款 1.02 亿元等；公司资本公积减少 196.99 万元，系公司处置子公司以及子公司路桥集团权

益性交易所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益 521.38 亿元，所有者权益规模与构成较年初变化不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，房产置业板块利润空间较大，投资收益和政府补助对公司利润贡献程度很高，公司整体盈利能力很强。

2019 年，公司营业收入 280.78 亿元，较上年增长 7.47%；同期，公司营业成本增幅略高于营业收入。2019 年，公司营业利润率为 2.46%，较 2018 年略有下降。

表 28 公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1－3 月
营业收入	261.26	280.78	7.47	52.85
营业成本	248.27	268.83	8.28	55.94
费用总额	31.21	31.84	2.01	8.84
投资收益	8.46	10.13	19.78	1.60
其他收益	38.55	44.01	14.17	10.52
营业外收入	2.33	1.66	-28.88	1.54
利润总额	22.47	23.44	4.32	-0.11
营业利润率	2.91	2.46	-0.45	-8.80
总资本收益率	3.03	2.84	-0.20	--
净资产收益率	3.66	3.72	0.06	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表

2019 年，公司期间费用 31.84 亿元，较上年增长 2.01%，以管理费用为主。2018－2019 年，公司费用收入比分别为 11.95%和 11.34%，公司期间费用控制能力尚可。

从非经常性损益看，2019 年，公司投资收益 10.13 亿元，主要来自以权益法核算的长期股权投资收益、委托贷款及理财收益和可供出售金融资产等取得的投资收益；公司其他收益 44.01 亿元，主要为与公司日常活动相关的政府补助；同期，公司营业外收入 1.66 亿元，主要是拆迁补偿款、罚没利得、收到的违约金以及与公司日常活动无关的政府补助。2019 年，公司利润总额 23.44 亿元，投资收益和其他收益对利润的贡献程度很高。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.84%和 3.72%，公司整体盈利能力很强。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 52.85 亿元；营业利润率为-8.80%，利润总额为-0.11 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量良好，经营活动现金大额净流入，投资活动现金流缺口有所扩大，考虑到公司在建及拟建项目后续投资规模较大，公司仍存在一定的筹资压力。

经营活动方面，随着公司业务规模的扩大及收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入和购买商品、接受劳务支付的现金流出均持续增长，2019 年分别为 346.54 亿元和 238.81 亿元；同期，公司现金收入比为 123.42%，公司收入实现质量良好。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款及政府补助，支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，2019 年分别为 101.27 亿元和 92.86 亿元。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 52.45 亿元，保持净流入状态。

投资活动方面，公司收回投资收到的现金和投资支付的现金主要为减持、购买理财产品和信托基金产品形成，2019 年分别为 126.55 亿元和 107.68 亿元。2019 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 125.02 亿元，主要系对在建工程投资支出。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-100.16 亿元，随着在建项目的推进，公司投资活动现金流缺口有所扩大。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入 285.77 亿元，主要为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出 226.68 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 59.10 亿元。

表 29　公司现金流情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	264.78	346.54	30.88	65.62
收到其他与经营活动有关的现金	175.60	101.27	-42.33	58.29
购买商品、接受劳务支付的现金	218.05	238.81	9.52	56.19
支付其他与经营活动有关的现金	129.21	92.86	-28.13	50.72
收回投资收到的现金	243.96	126.55	-48.13	14.71
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	89.76	125.02	39.28	26.54
投资支付的现金	207.31	107.68	-48.06	32.95
取得借款收到的现金	167.37	248.96	48.75	110.88
收到其他与筹资活动有关的现金	58.94	28.81	-51.12	14.23
偿还债务支付的现金	126.99	184.30	45.13	42.09
经营活动产生的现金流量净额	**27.82**	**52.45**	**88.56**	**-1.80**
投资活动产生的现金流量净额	**-35.66**	**-100.16**	**180.90**	**-46.94**
筹资活动产生的现金流量净额	**65.56**	**59.10**	**-9.86**	**71.03**
现金收入比	101.35	123.42	22.07	124.17

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额-1.80 亿元；投资活动现金流量净额-46.94 亿元，主要是投资支付的现金及对在建工程投资支出；筹资活动现金流量净额 71.03 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较强，目前公司间接融资渠道畅通，且能持续获得政府稳定的资金和政策支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，现金短期债务比呈增长趋势。截至 2020 年 3 月末，上述指标分别为 1.59 倍、1.11 倍和 1.52 倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 87.77 亿元，较上年大幅增长 55.30%，主要系摊销金额增长所致。2019 年公司 EBITDA 由利润总额（占 26.71%）、计入财务费用的利息支出（占 10.67%）、折旧（占 25.34%）和摊销（占 37.28%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 5.08 倍和 0.16 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司从各主要合作金融机构获得综合授信额度为 1,314.82 亿元，已使用 366.67 亿元，尚未使用的授信额度达 948.15 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 40.26 亿元，担保比率 7.72%。公司担保对象为业务合作方或参股公司，均为国有控股或参股企业，经营状态正常，公司或有负债风险可控。

表 30　截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保方式	担保期限
杭州奥体博览中心建设投资有限公司	90,015.00	保证	2015/09/29－2030/09/28
杭州华电下沙热电有限公司	20,350.00	股东方担保	2012/11/29－2027/11/28
杭州建工集团有限责任公司	4,000.00	最高额连带责任担保	2020/03/12－2020/10/4
	1,000.00	最高额连带责任担保	2019/10/12－2020/06/23
	4,000.00	最高额连带责任担保	2019/05/23－2020/05/23
	3,000.00	最高额连带责任担保	2019/11/21－2020/07/17
	1,300.00	最高额连带责任担保	2019/11/21－2020/07/17
	1,694.00	最高额连带责任担保	2019/11/27－2020/11/27
杭州钱塘新区城市发展集团有限公司	70,000.00	保证	2018/03/26－2021/06/23
杭州市城建开发集团有限公司	23,000.00	保证	2017/04/21－2020/04/21
	10,000.00	保证	2019/04/11－2021/03/07
	10,000.00	最高额连带责任担保	2019/02/19－2020/08/23
	20,000.00	保证	2019/05/29－2020/05/29
	15,000.00	保证	2018/06/08－2020/06/07
杭州市交通投资集团有限公司	120,000.00	保证	2010/10/19－2020/10/19
杭州臻麟贸易有限公司	4,263.00	保证	2020/01/15－2021/01/15
	5,000.00	最高额连带责任担保	2019/11/14－2020/11/13
合计	**402,622.00**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，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 2020 年 4 月 29 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

公司资产主要集中在母公司，营业收入主要来源于下属子公司；公司拥有子公司数量众多，母公司对其控制能力较好；母公司债务负担较轻，权益稳定性好。

截至 2019 年末，母公司资产总额 512.13 亿元，较年初增长 2.31%。其中，流动资产 201.14 亿元，主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成；非流动资产 311.00 亿元，主要由长期股权投资、固定资产和其他非流动资产构成。截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 536.06 亿元，较年初增长 4.67%，资产构成较年初变化不大。

截至 2019 年末，母公司负债总额 204.00 亿元，较年初增长 2.84%。母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.83%、35.02%和 31.13%，分别较年初增加 0.21 个百分点、减少 0.62 个百分点和减少 0.90 个百分点。截至 2020 年 3 月末，母公司负债总额 230.25 亿元，较年初增长 12.87%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 308.14 亿元，较年初略有增长。其中，实收资本占 21.33%，资本公积占 67.36%。截至 2020 年 3 月末，母公司所有者权益 305.81 亿元，构成较年初变化不大。母公司所有者权益稳定性强。

2019 年，母公司营业收入 37.48 亿元；营业成本 30.13 亿元；利润总额为 5.84 亿元。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 0.41 亿元，营业成本 0.02 亿元，利润总额-0.72 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 217.08 亿元，为“18 杭城 01”“19 杭城 01”“20 杭城 01”“20 杭城 02”待偿本金余额（50.00 亿元）的 4.34 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 521.38 亿元，为待偿本金余额的 10.43 倍，公司较大规模的净资产能够对待偿本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况看，2019 年，公司 EBITDA 为 87.77 亿元，为待偿本金余额的 1.76 倍，公司 EBITDA 对待偿本金余额的覆盖程度高。

从现金流情况看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 448.64 亿元，为待偿本金余额的 8.97 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司经营获现能力强且融资渠道畅通，联合评级认为，公司对“18 杭城 01”“19 杭城 01”“20 杭城 01”“20 杭城 02”代偿本金的偿还能力极强。

九、综合评价

公司是杭州市最大的城市基础设施建设和公用事业运营主体，同时开展房地产和商品销售等经营性业务。公司在基础设施建设和公用事业等业务领域具有区域专营性，且在股权划拨、资产注入和财政补贴方面持续获得政府的大力支持。跟踪期内，公司主营业务经营稳定，经营获现能力强。房地产项目区位优势明显，项目周转效率较高，利润空间较大。同时，联合评级也关注到，其他应收款和其他非流动资产对公司资金形成占用、PPP 项目投资规模大等因素对其信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，杭州市经济快速发展，未来城市基础设施建设投入需求较大，公司营业收入规模有望保持增长。

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”“19 杭城 01”“20 杭城 01”“20 杭城 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1-1 杭州市城市建设投资集团有限公司
主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,236.92	1,389.42	1,445.68
所有者权益（亿元）	484.52	526.51	521.38
短期债务（亿元）	139.10	144.97	142.61
长期债务（亿元）	296.99	393.76	460.26
全部债务（亿元）	436.09	538.73	602.87
营业收入（亿元）	261.26	280.78	52.85
净利润（亿元）	17.08	18.78	-0.63
EBITDA（亿元）	56.52	87.77	--
经营性净现金流（亿元）	27.82	52.45	-1.80
应收账款周转次数（次）	10.78	10.24	--
存货周转次数（次）	1.58	1.62	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.21	--
现金收入比率（%）	101.35	123.42	124.17
总资本收益率（%）	3.03	2.84	--
净资产收益率（%）	3.66	3.72	--
营业利润率（%）	2.91	2.46	-8.80
费用收入比（%）	11.95	11.34	16.73
资产负债率（%）	60.83	62.11	63.94
全部债务资本化比率（%）	47.37	50.57	53.62
长期债务资本化比率（%）	38.00	42.79	46.89
EBITDA 利息倍数（倍）	4.37	5.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.16	--
流动比率（倍）	1.63	1.45	1.59
速动比率（倍）	1.16	1.00	1.11
现金短期债务比（倍）	1.32	1.35	1.52
经营现金流动负债比率（%）	8.18	13.82	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.13	1.76	--

注：1. 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；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 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；4. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 1-2 杭州市城市建设投资集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	500.57	512.13	536.06
所有者权益（亿元）	302.21	308.14	305.81
短期债务（亿元）	24.99	26.81	26.81
长期债务（亿元）	142.40	139.27	139.06
全部债务（亿元）	167.39	166.08	165.87
营业收入（亿元）	7.44	37.48	0.41
净利润（亿元）	2.31	5.84	-0.72
EBITDA（亿元）	12.38	42.09	--
经营性净现金流（亿元）	-2.00	27.62	-0.83
应收账款周转次数（次）	/	/	/
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.01	0.07	--
现金收入比率（%）	76.39	104.63	95.30
总资本收益率（%）	1.45	2.08	--
净资产收益率（%）	0.76	1.91	--
营业利润率（%）	45.70	19.38	93.92
费用收入比（%）	82.53	13.14	265.63
资产负债率（%）	39.63	39.83	42.95
全部债务资本化比率（%）	35.64	35.02	35.17
长期债务资本化比率（%）	32.03	31.13	31.26
EBITDA 利息倍数（倍）	2.83	8.26	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.25	--
流动比率（倍）	3.38	3.38	3.18
速动比率（倍）	3.38	3.38	3.18
现金短期债务比（倍）	2.05	3.78	4.31
经营现金流动负债比率（%）	-3.87	46.46	--

注：1. 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；2. 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；3. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

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）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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。