

信用等级公告

联合[2018]623 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拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

杭州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

杭州市城市建设投资集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月二十一日



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

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 50 亿元

本期债券规模：不超过 20 亿元，其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元

债券期限：5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 5 月 28 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	913.37	1,033.99	1,154.26	1,172.75
所有者权益（亿元）	376.99	429.25	446.74	455.73
长期债务（亿元）	175.06	195.19	240.09	245.53
全部债务（亿元）	295.17	307.52	373.39	370.94
营业收入（亿元）	155.69	186.24	229.07	60.31
净利润（亿元）	7.51	9.87	18.26	3.83
EBITDA（亿元）	30.41	38.37	51.35	--
经营性净现金流（亿元）	73.65	46.01	28.80	4.90
营业利润率（%）	-0.17	1.65	2.39	1.53
净资产收益率（%）	2.03	2.45	4.17	--
资产负债率（%）	58.73	58.49	61.30	61.14
全部债务资本化比率（%）	43.91	41.74	45.53	44.87
流动比率（倍）	1.57	1.48	1.49	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.12	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.58	2.86	3.80	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.61	0.77	1.03	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.52	1.92	2.57	--

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、本报告中 2015~2017 年财务数据均使用年末数据；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；5、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”或“公司”）的评级反映了其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，具有较强的区域竞争优势，获得了较强的外部支持。近年来，公司主营业务经营稳定，资产、所有者权益和收入规模稳步增长，经营活动现金流表现较好。同时联合评级也关注到公司公用事业板块盈利能力较弱、其他应收款对资金形成一定占用及面临一定短期偿债压力等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

杭州市经济发展良好，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，公司面临较好的外部发展环境，营业收入有望保持增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 杭州市区位优势明显，地区生产总值和经济实力持续增强，公司所处区域经济环境较好。

2. 公司基础设施建设、水务和燃气业务在杭州市具有较强的竞争优势。

3. 公司主营业务经营稳定，资产、所有者权益和收入规模稳步增长，经营活动现金流表现较好。

关注

1. 公司公用事业收入规模较大，利润受政府补贴影响较高，整体盈利能力有待提升。

2. 公司对基建项目垫款产生的其他应收款对资金形成一定占用，同时公司拨出的城建资

金产生较大规模其他非流动资产。

3. 公司债务规模快速增长，面临一定的短期偿债压力。

分析师

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

 徐汇丰

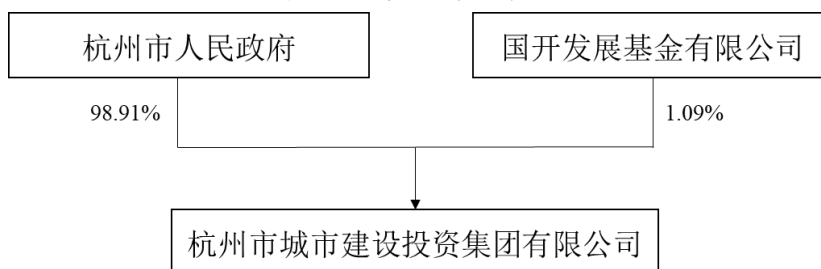
联合信用评级有限公司

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”或“杭州城投”）前身为杭州市城市建设资产经营有限公司，2003年6月17日经中共杭州市委、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。2007年，根据杭州市人民政府《关于杭州市城市建设资产经营公司更名的批复》（杭政函〔2007〕101号），公司更名为现名。2015年，公司新增国开发展基金向杭州市第二水源输水通道工程项目拨付的投资款0.60亿元；2016年，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）对公司增资2.25亿元，分别用于七格污水处理厂四期建设项目和九峰垃圾焚烧厂项目；公司共增加注册资本2.85亿元。2017年8月，公司同意接受国开发展基金为公司股东，并将杭州市人民政府与国开发展基金实际出资额多出约定出资额部分转入资本公积¹，本次增资后，公司注册资本65.72亿元。

截至2018年3月末，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，公司实际控制人为杭州市人民政府。

图1 截至2018年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：经营市政府授权的国有资产（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2018年3月末，公司设党群工作部（人力资源部）、办公室、纪检监察室、财务管理部、资产管理部、工程建设部、投资发展部、置业开发部、综合管理部、风控审计部（法务管理部）共10个职能部门（室）；截至2017年末，公司合并范围内的主要的二级子公司合计19家，公司在职员工22,386人。

截至2017年末，公司合并资产总额1,154.26亿元，负债合计707.52亿元，所有者权益446.74亿元，其中归属于母公司所有者权益402.61亿元。2017年，公司实现营业收入229.07亿元，净利润18.26亿元，其中归属于母公司的净利润15.34亿元；经营活动产生的现金流量净额28.80亿元，现金及现金等价物净增加额7.47亿元。

截至2018年3月末，公司合并资产总额1,172.75亿元，负债合计717.02亿元，所有者权益455.73亿元，其中归属于母公司所有者权益405.41亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入60.31亿元，净利润3.83亿元；经营活动产生的现金流量净额4.90亿元，现金及现金等价物净增加额2.10亿元。

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。

¹ 2017年8月7日，公司股东作出决定，同意国开发展基金以货币方式对公司投资28,500万元，其中7,164万元为认缴注册资本，剩余21,366万元转入资本公积。

二、本次及本期债券概况及募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“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（面向合格投资者）”（以下简称“本次债券”），本次债券总额不超过 50 亿元（含），采用分期发行方式。本期债券名称为“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）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行总规模不超过 20 亿元，其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元。本期债券期限为 5 年期，在第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司是杭州市重要的公用事业运营及城市基础设施建设的投融资主体，本报告将对公司收入中占比较高的燃气、水务及基础设施建设行业进行分析。此外，公司发展受杭州市经济发展影响较大，本报告也将对杭州市经济发展情况进行分析。

1. 燃气行业

（1）行业概况

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60~70%。

国家统计局数据显示，2017 年，国内天然气产量达 1,480.3 亿立方米，较上年增长 8.2%，天然气产量快速增长。天然气需求方面，2017 年，天然气表观消费量较上年增长 14.8%。国际能源署（IEA）预测，到 2019 年，中国电力、工业和交通部门将推动中国的天然气需求量增至 3,150 亿立方米。相较于消费量的增长，国内天然气气源仍相对有限，行业供需矛盾仍较突出。

天然气价格方面，由于天然气行业的特许经营性质，其出厂基准价格、管道运输价格及终端销售价格由相关部门制定，前端出厂基价及管道运输价由国家发改委制定，而终端销售价因地区各异，由省级发改委与物价相关部门协同制定。跟踪期内，国家大力推进天然气价格改革，逐步推进天然气价格市场化进程，全面放开化肥用天然气价格，除少量涉及民生的居民用气外，由市场主导价格的气量已占到我国天然气消费总量的 80%以上。第三届中国 LNG 行业年度论坛预测，到 2020 年，我国 LNG 产业规模是 2013 年的 4~5 倍，我国 LNG 工业将迎来发展黄金期。

总体看，燃气消费量规模较大，消费量增长较快，进口量大幅上升，行业供需矛盾仍较突出；天然气定价机制不断完善，天然气价改持续推进；随着天然气汽车的推广，我国 LNG 工业仍保持较好的发展前景。

（2）行业上下游

天然气产业链可自上而下分为勘探生产、长输管道、下游应用三个部分。目前上游的主要运输

方式采用高压长输管线的运输，国家干网有西气东输一、二线、陕京管道、忠武管道、榆济线、川气东送等，主要运营商为中石油、中石化和中海油等国家特大型企业，其中中石油所占市场份额为80%左右，具有垄断地位；管道运行相对与公路运输具有输送量大、距离远和成本低等优势；目前我国天然气跨省输送费用是国家统一制定的。

下游应用主要是城市输配和天然气应用，主要是采用高、中、低压管道输送，小部分的液化天然气和压缩天然气的应用采用公路运输，目前城市燃气采取燃气特许经营权的独家经营模式，具有垄断地位，气源价格是影响下游企业经济效益的主要因素，其输配价格由省、地级价格主管部门统一管理。随着天然气在未来能源消费结构中的比重逐渐上升，只要处理好与上游天然气供应商的关系和自身的战略布局，发展长期看好。

上游勘探生产业：主要是指对天然气进行勘探和开采。我国的天然气资源集中垄断于中石油、中石化和中海油三家大石油公司，他们是国内天然气的主要生产商和供应商。

中游运输业：包括通过长管运输网、LNG 运输船和 CNG 运输车等。我国的天然气中游也呈现出垄断性，中石油、中石化和中海油等大型国企仍具绝对优势。

下游分销行业：在通过中游输运将上游天然气输送后，一部分直接供给了直接用户，另外一部分销售给城市天然气分销商，然后其通过自建的城市管网、运输车等对城市内的终端用户进行销售。

总体看，天然气产业链的勘探和运输阶段为国有大型石化企业垄断，下游的城市输配和应用环节采取特许经营模式，多为当地垄断性的国有燃气公司经营运作。

（3）行业政策

2016 年 10 月 12 日，国家发改委公布《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》，明确按照“准许成本加合理收益”的原则定价，给予投资收益率 8%，而且明确要求经营天然气管输的企业原则上应将管道运输业务与其他业务分离，暂不能实现业务分离的，应当实现管道运输业务财务独立核算。

2016 年 11 月 10 日，国家发改委发布《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》，自 2016 年 11 月 10 日起，全面放开化肥用天然气价格。至此，除少量涉及民生的居民用气外，由市场主导价格的气量已占到我国天然气消费总量的 80%以上。

2017 年 1 月 19 日，国家发改委发布《天然气发展“十三五”规划的通知》，规划提出，2020 年国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上；新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4,000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。此外，规划提出以京津冀、长三角、珠三角、东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程；推进液化天然气（LNG）接收站及分销设施建设；提高天然气发电比重，扩大天然气利用规模。

2017 年 6 月，国家发改委印发《加快推进天然气利用的意见》，目标到 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10%左右，地下储气库形成有效工作气量 148 亿立方米。到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15%左右，地下储气库形成有效工作气量 350 亿立方米以上。

2017 年 12 月，财政部、海关总署、税务总局发布《关于调整天然气进口税收优惠政策有关问题的通知》明确，自 2017 年 10 月 1 日起，将液化天然气销售定价调整为 26.64 元/GJ，将管道天然气销售定价调整为 0.94 元/立方米。2017 年 7 月份至 9 月份期间，液化天然气销售定价适用 27.49 元/GJ，管道天然气销售定价适用 0.97 元/立方米。

总体看，随着天然气定价体制改革的不断推进，价格倒挂现象将逐步得到缓解；“十三五”期间，国家和政府政策将加大天然气开采能力、天然气管网的建设力度，引导行业需求增长，行业面

临较好的外部发展环境。

（4）行业关注

城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），城市燃气分销商存在成本上涨无法完全通过售价传导的风险。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着我国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，我国对进口天然气的依赖程度上升。城市分销商面临上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

价格波动

我国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受全球供应增加、库存高企影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

（5）行业发展

“十三五”期间，国家层面的能源结构优化和环境污染治理将成为天然气消费最主要的推动力。2013年以来，国家陆续出台了《大气污染防治行动计划》、《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》、《能源行业加强大气污染防治工作方案》等纲领性文件。2014年11月，中美双方在北京发布了应对气候变化的联合声明，首次正式提出2030年中国碳排放达到峰值并努力早日达峰。按照国务院《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》，到2020年天然气在一次能源消费中的比重将提高到10%以上。

总体看，我国经济持续增长，城市化水平不断提高等因素将继续推进天然气行业的发展，由于我国天然气资源主要集中于中西部地区，东部地区人口数量和密度更大，天然气的供需尚未达到平衡，天然气消费量将稳步增长。

2. 水务行业

（1）行业概况

城市供水行业是国民经济中不可或缺的基础性产业。经过多年的发展，我国城市供水行业从原来的政府行政事业逐渐转型为多元化、市场化、科技化的新兴节能环保产业，有效支撑了国民经济平稳较快发展。

目前，我国城市供水行业由成长期向成熟期过渡，行业政策法规及标准基本健全、技术工艺基本成熟，市场需求稳定，能为企业带来较为稳定的现金流入。行业在实际发展过程中呈现如下特点：①行业集中度较为分散，区域垄断性较强，行业内缺少龙头企业；②水价市场化进程较慢，供水企业利润微薄；③长期发展相对稳定。城市供水行业需求弹性相对较小，而且产品价格受政府统一控制，因此，未来随着我国用水量的逐年上升，城市供水行业将保持相对稳定的发展。在规模效应的推动下，具有品牌优势和雄厚资金实力的企业将加快扩张，未来行业的集中度有望得到提高，盈利能力逐步增强。

我国城市供水主要包括生产用水和生活用水。生产用水与工业整体发展状况和国家产业政策密切相关。近年来，我国工业发展水平的提高带动了生产用水的增加，国家节能减排政策的实施和近期整体工业发展增速放缓则对其带来了负面影响，总体看生产用水量波动增长。生活用水方面，虽然随着水价的提高以及居民节水意识增强，人均生活用水量有所下降，但是我国人口数量不断增长，

近年来居民总体生活用水量平稳增长。由于自来水行业的性质，自来水生产基本由需求确定。近年来我国自来水生产量整体呈波动上升态势，2014年，我国自来水生产量528.71亿立方米，较上年增长3.93%。2015年，我国自来水生产量922,190.30万立方米，较上年上升0.97%。

未来预期供水行业发展稳定，根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到2030年，中国国民经济用水需求量将达到7,000亿至8,000亿立方米。

污水处理方面，近年，由于我国政府重视城市基础设施建设和居民用水安全，城市污水收集和污水处理能力都有了较大幅度的增长和提高。截至2016年末，全国城市累计建成污水处理厂2,039座，较2015年末增加95座，污水处理能力达1.49亿立方米/日，较上年末增长6.2%。城市年污水处理总量448.8亿立方米，城市污水处理率93.44%。2016年，城市再生水日生产能力2,762万立方米，再生水利用量45.3亿立方米。县城方面，截至2016年年末，全国县城共有污水处理厂1,513座，比上年减少86座，污水厂日处理能力3,036万立方米，比上年增长1.2%，排水管道长度17.2万公里，比上年增长2.4%。县城全年污水处理总量81.0亿立方米，污水处理率87.38%，比上年增加2.16个百分点，其中污水处理厂集中处理率85.8%，比上年增加2.34个百分点。

总体看，水务行业集中度分散，水价市场化程度低，受政府控制程度较高，长期发展较为稳定。

（2）行业经营模式

商业模式

中国的供水行业目前采取的商业模式主要是特许经营。在供水行业里，特许经营模式的主要特点是政府通过授予特许经营权或出租合同等方式将供排水设施的运营权出包给企业，由企业负责其经营管理，政府对价格与服务质量等进行监管。特许经营模式可以进一步分为竞争性的特许经营模式和专营式的特许经营模式。

①竞争性的特许经营权需要由市场化手段取得，而且有经营年限的限制，可分为：

委托运营。业主（通常是政府）保留供水项目产权，并委托专业的运营商负责项目的日常运营管理，运营商按提供的服务收取相关的管理费用。

BOT&TOT 模式。供水企业通过建造或收购取得相关水务项目的产权，在特许经营期内负责运营该项目，并赚取合理利润。

整体特许经营。供水企业取得水务项目及相关上下游产业如管网等的产权，在特许经营期限内运营。不同模式的经营期限不同，委托运营模式的特许经营期限一般在5~8年，而BOT&TOT和整体特许经营模式的经营期限较长，在15~30年不等。

②专营式的特许经营权：通常由政府直接授予，而且没有约定的经营年限限制。目前国内外比较有代表性的专营式的特许经营权有：英国的完全私有化、具有中国特点的合资公司和荷兰等欧洲国家采取的“企业化的国企”三大模式。

销售模式

自来水属于准公共物品，而且在供给上存在区域垄断，销售模式一般比较单一：在供水企业的服务辖区内，自来水通过管网系统，输送至愿意接受供水服务的用户；供水企业在用户端安装水表以计量用户的实际用水量；用户根据实际用水量定期向供水企业缴纳水费。

盈利模式

在盈利模式方面，供水行业普遍采用政府定价和财政补贴的盈利模式，市场化程度较低。

在我国，供水企业向用户收取的水费一般包含有自来水水价和代收费用。其中，根据用户用水用途的不同，自来水水价也有着不同的定价。一般情况下居民生活用水价格最低，高于居民生活用

水价格的其他种类用水将会使供水企业获得相对的高盈利。

然而，根据《城市供水价格管理办法》规定，行业内长期沿用以单一调控净资产利润率为目标的定价方法，定价话语权掌握在地方政府手中。这就限制了供水企业改进技术管理水平，降低成本提高效率的积极性，导致部分供水企业人员冗杂、管理粗放、工艺落后，全行业盈利能力整体不佳。很多供水企业很大程度上依赖于财政补贴维持生存。

总体看，水务行业经营模式主要为政府特许经营模式，销售模式单一，获利方式为政府定价和财政补贴，利润率较低。

（3）行业上下游

供水行业在整个产业链中居于偏上游的位置，上游行业主要是化工行业和电力行业，下游行业则主要是自来水的终端消费者，可称为用水行业。化工行业生产出供水行业所需的各种原材料，包括消毒剂（比如氯酸钠、盐酸）和混凝剂（比如硫酸钠、聚氯化钠）；供水行业从自然水体吸取原水，对原水进行预处理后（如达到地表水环境标准 III 类或更优，则无需预处理），在生产流程中加入前述的消毒剂和混凝剂；由于供水企业的生产规模一般比较大，供水行业使用的机器设备耗电量也相应比较高，需要上游电力企业连续、大量的电力供给；出厂水在经检验符合卫生标准后，通过遍布在服务辖区的管网运输送至企业、居民等用户；自来水使用后形成的污水通过管道排放，并输送到污水处理企业；经处理的污水有两种去向，一是排入自然水体，完成一次水资源利用循环，二是作为再生水实现水资源二次利用。

目前供水行业对原材料质量要求比较高，原材料入库前都必须进行严格检验。其次，供水行业对电力企业的依赖性程度十分高。从供水行业的成本来看，最主要的生产成本为用电成本，因此供电不及时、不充足，以及电价上涨，都可能影响供水行业内企业的生产经营和经济效益。

由于供水行业属于公共事业，水价一般由政府部门制定，故下游用水行业只能通过用水需求决定供水行业的产量，而暂时未具备议价能力。

总体看，水务行业对上游的电力供应企业依赖度较高，电费对水务行业的成本制约性较强，受政府对供水指导价的影响，供水企业对下游的水价议价能力较弱。

（4）行业政策

PPP 模式的推进

在水务行业投资方面，2015 年 4 月，财政部发布《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》，在水污染领域大力推广运用政府和社会资本合作（PPP）模式，积极实施水污染防治行动计划，规范水污染防治领域 PPP 项目操作流程，完善投融资环境，引导社会资本积极参与、加大投入。PPP 模式相关政策进一步支持供水管网、污水处理厂等公益性基础设施的建设。2016 年 9 月，国家财政部组织完成了第三批示范项目的评审工作，并于 2016 年 10 月 12 日发布了第三批示范项目名单，主要包括市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发等四大类项目。

“水十条”体现国家对污水处理日益重视

2015 年 4 月 16 日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”。“水十条”是我国治理水污染最重要的纲领性文件，包含 10 条 76 项 238 条具体措施。计划提出，到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。

“十三五”规划计划实现城镇污水处理设施全覆盖

2016年12月，根据国家发展改革委、住房城乡建设部印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的通知，到2020年末，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到95%，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资约5,644亿元；同时提出加大政策支持、创新运作模式和强化监督管理等保障措施。该政策有望提高公司供水、污水处理的业务规模，中长期来看，有利于公司以水务发展为重点的战略布局。

总体看，国家对供水行业重视程度较高，近年来在兼顾效率和公平的基础上稳步推进水价改革，积极引导水务行业的绿色化可持续发展，并加强了对污水处理行业的管理。

（5）行业关注

供水行业市场化水平低，行业盈利低微

目前国内水务行业特别是供水行业采取的是地方政府独家垄断经营的方式，行政色彩相对浓厚，供水公司的商业运作与管理创新受到较大的限制。由于水务行业市场化程度不高，水不被真正地视为商品，供水水价低于供水成本，造成供水企业长期亏损。城市水价构成中，主要只考虑了净水成本补偿，而对供排水管网建设和污水处理成本补偿不足。水价由地方物价局举行价格听证会的方式决定，没有建立根据市场供求和成本变化及时调整的机制，供水价格普遍偏低，造成供水企业长期处于保本微利甚至亏损状态，严重阻碍了供水行业的发展。目前国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。自来水价格调整向市场化靠拢有望推动水价的上涨，改善行业盈利状况。

水务行业集中度较为分散，行业内缺少龙头企业

目前，全国水生产和供应企业从1,100多家增至1,600多家（数据来源：Wind），行业竞争呈越来越激烈的态势，行业的市场集中度有所提高，但规模最大的企业其市场份额也仅有约4%，行业的市场集中度仍非常低。国有水务公司与政府部门有天然的公共关系优势，在区域范围内拥有资源优势和垄断优势。但在跨地域经营、规模经济方面与全国性的公司相比，有一定的差距。外资公司拥有先进的水务技术，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但是整个行业内外资公司数量不多。民营企业由于水务行业涉及国计民生，对一国的经济社会稳定十分关键，因此，目前进入该行业的民营企业相对较少，所占市场份额也较为有限，主要集中在污水处理领域。

水质标准逐渐升高，设备改造风险增加，水价上涨受到阻力

一方面，随着我国城镇化水平的不断提高以及对供水水质要求的提高，以及国家对节能减排和环境保护的标准的提高，一些运营多年的供水厂由于设备老化，可能导致水质不达标，面临更新改造等风险。近年来，自来水水价提升已经是必然趋势，发改委也出台《城市供水定价成本监审办法（试行）》，但是部分提高水价的城市市民意见较大，加上通胀压力，水价的提升和市场化受到一定阻力。如果供水价格不能充分反映市场供求关系，那么供水企业将难以获得稳定的投资回报率。

供水成本面临上涨，部分地区用水需求增长缓慢

一方面，从供给来看，供水行业的成本中电费成本占比较高，对供水行业的利润影响较大。在未来电价向上调整的预期下，供水行业用电成本有进一步上涨的趋势。且部分地区存在时段性电力供需紧张局面。另一方面，从需求来看，尽管国家整体用水需求量稳步上升，但由于一些地区受宏观经济下行、人口净流出增加和相关产业景气度下降的影响，居民和工业用水增长缓慢，对当地供水行业的经营有一定影响。

（6）行业未来发展

水是我国社会生产和居民生活不可或缺的资源，随着中国宏观经济的稳定增长和中国城镇化进

程的加快，城市供水的需求会持续旺盛。

市场化的政策导向将加快水务行业的发展进程。随着我国水资源的供求矛盾日益突出，通过水价杠杆调节水资源的供求关系，促进水资源的合理利用，保障经济社会的可持续发展，成为水价改革的主要目的，而水价改革也将为社会资本等多元化资本进入创造了基本的盈利空间，有利于行业的健康发展。近年来，国家加大了水价改革的力度，国内大部分城市都已实施或在积极酝酿水价上调的具体方案，完善水价形成机制、合理调整城市供水、水利工程供水价格、加大污水处理费征收力度等措施。

2016年2月，国家发改委关于印发《绿色债券发行指引》的通知，明确支持绿色债券发展，绿色债券成为当前及未来绿色金融领域大力发展的融资工具。

总体看，国民经济持续、快速、稳定发展为水务行业的发展提供了保证，环境保护力度的加大也将促进污水处理行业发展，此外，水价形成机制的合理化改革，将给专业化的投资运营商带来良好的投资收益，城市供水行业面临良好的发展前景。

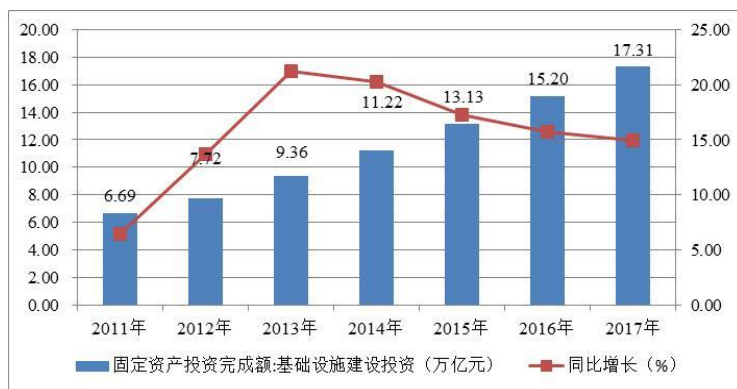
3. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2010年以来，随着国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快推进，全社会固定资产投资总额持续增长；但受全球经济复苏疲软、传统行业产能过剩、国内经济结构调整、制造业投资低迷以及房地产周期性调整等因素影响，固定资产投资增速放缓。2017年，全社会固定资产投资总额持续增长，但投资增速放缓。2017年，全国固定资产投资额完成64.12万亿元，较上年增长7.0%，增速较上年下降0.90个百分点。2017年固定资产投资额（不含农户）完成63.17万亿元，较上年增长7.2%；其中，第一产业投资2.09万亿元，较上年增长11.8%，增速较上年下降9.3个百分点；第二产业投资23.58万亿元，较上年增长3.2%，增速较上年下降0.3个百分点；第三产业投资37.50万亿元，较上年增长9.5%，增速较上年下降1.4个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但2012年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，但自2013年起，基础设施建设投资增速逐年有所回落。2017年，全国基础设施建设投资额继续高位运行，较上年增长14.93%，但增速较上年继续下降0.78个百分点。

图2 2011~2017年全国基础设施投资建设情况



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从1978年的17.9%增长到2017年的58.52%，

基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求，我国基础设施建设仍面临投资需求。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济面临一定下行压力，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

近年来，我国政府支持基础设施建设行业发展，但近年来陆续出台一系列规范政府投融资平台融资行为的政策文件，城投公司的融资环境有所收紧。

2016年7月5日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》，明确了政府投资范围，“政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目”。此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设、科技创新等重大项目和工程的资金支持力度。

为实现“不发生区域性系统性风险，防范和化解财政金融风险”的目标，2016年11月，国务院办公厅发布《关于印发<地方政府性债务风险应急处置预案>的通知》（国办函〔2016〕88号），要求财政部建立地方政府性债务风险评估和预警机制，定期评估各地区政府性债务风险情况并作出预警，地方各级政府应建立地方政府性债务风险事件报告制度；按照风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为Ⅳ级（一般）、Ⅲ级（较大）、Ⅱ级（重大）和Ⅰ级（特大）四个等级，对不同等级的风险事件都制定了不同的量化指标相对应，便于风险的有效识别。同时经国务院批准，财政部印发《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预〔2016〕152号），明确了地方政府性债务的分类处置原则：对于地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券型形式的存量政府债务，债权人同意在规定期限内转换为政府债券的，政府承担全部偿还责任；对于清理甄别认定的存量或有债务，政府不承担偿还责任等。该文件明确了处置地方政府性债务的法制化、市场化原则，强调按照《预算法》等规定，依据不同债务类型的特点分类进行处置。

2017年2月，深交所推进PPP项目资产证券化有关事项发布通知，要求各相关方切实履行尽职调查、信息披露、现金流归集、收益分配和风险防范等职责，对于符合条件的优质PPP项目资产证券化产品，积极其通过ABS方式实现市场化融资。

2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号），要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），对企业债的申报进行了规范，要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；

严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。

“194 号文”的规定进一步加强将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

2018 年 3 月 30 日，财政部刊发《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），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与 PPP 项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范。2017 年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用的关联将进一步弱化。

（3）行业关注

代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

2017 年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

2017 年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

（4）未来发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2017 年末，中国城镇化率为 58.52%，较上年提高 1.17 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

4. 杭州市区域经济

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12,556亿元，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4,387亿元，较上年增长5.3%；第三产业增加值7,857亿元，较上年增长10.0%。按常住人口计算，人均GDP为134,607元，较上年提高10,321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5,857亿元，较上年增长1.4%。从投资产业结构看，工业投资861亿元，较上年增长0.5%；服务业投资4,956亿元，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2,734亿元，较上年增长4.9%，其中住宅投资1,713亿元，较上年增长9.8%。房屋施工面积11,523万平方米，较上年下降0.3%；新开工面积2,177万平方米，较上年增长1.9%；竣工面积2,086万平方米，较上年增长8.5%。受杭州市全年商品房成交量较上年下降影响，2017年杭州市商品房销售面积2,054万平方米，较上年下降11.7%。

基础设施建设方面，2017年，杭州市基础设施投资1,597亿元，占全市固定资产投资的27.3%。2017年末，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408万千瓦安、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2,921.30亿元，一般公共预算收入1,567.42亿元，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1,540.92亿元，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；要以绿色智能为导向，推进新型城市建设。

总体看，杭州市区域经济快速增长，财政实力较强，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是杭州市城市基础设施建设及公用事业的建设、运营主体，主营业务涵盖城市基础设施建设及公共交通、城市燃气、城市水务和城市固废等公共事业。截至2018年3月末，公司资产规模1,172.75亿元，是杭州市资产规模最大的基础设施建设投资企业。

公用事业方面，公司自成立以来，经营规模和实力不断壮大，在杭州市公用事业领域处于主导地位，业务区域竞争力强，具有较强的竞争优势和良好的发展前景。公司公用事业覆盖杭州市各城区，具有自然垄断属性，2017年公用事业板块实现63.64亿元收入。

城市基建方面，主要经营主体杭州市路桥有限公司（以下简称“路桥公司”）具有国家市政公用工程施工总承包二级资质，配有国内外先进机械设备490余台，年施工产值达5亿元左右，是杭州市主要的市政施工企业之一，承担杭州市区100多条主干道路、所有跨江、跨河大型桥梁、高架桥、雨水泵站、城市隧道、地下通道等市政设施的日常养护。

总体看，公司业务涵盖公用事业及城市基础设施建设业务领域，在杭州市公用事业及城市基础设施建设领域处于主导地位。

2. 人员素质

截至2018年3月末，公司董事、监事及高层管理人员共13人，公司高层领导均具备较长的行业经历和较高的专业水平。

公司党委书记、董事长冯国明先生，1963年生，历任杭州市半山区石桥乡副乡长，杭州市拱墅区康桥镇党委副书记、镇长、党委书记，杭州市拱墅区政府党组成员、区长助理、副区长、区委常委，杭州经济技术开发区党工委副书记、管委会副主任、巡视员，杭州市政府副秘书长、办公厅党组成员、巡视员，杭州市交通投资集团有限公司党委书记、董事长，现任公司党委书记、董事长。

公司党委副书记、副董事长、总经理骆旭升先生，1969年生，历任杭州武林纸业实业总公司党委委员、副总经理，杭州轻工控股（集团）有限公司科技发展处副处长，毛源昌光学眼镜有限公司董事长、总经理，杭州市工业资产经营有限公司投资开发部副部长、办公室（党办）主任、投资发展部部长、党委委员、董事、副总经理、副董事长、总经理，杭州市实业投资集团有限公司党委委员、副董事长、总经理，现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2018年3月末，公司在职工合计25,016人。从文化素质看，硕士及以上学历426人，占1.70%；本科学历4,294人，占17.17%；大专学历4,585人，占18.33%；大专及以下学历15,711人，占62.80%。

总体看，公司高层管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验，管理能力和管理水平较高，员工素质较符合公司行业特点。

3. 外部支持

（1）资金注入

根据《关于四堡污水处理厂搬迁问题的会议纪要》（市委纪要〔2007〕11号）等文件精神及杭州市财政局对公司《关于四堡污水处理厂有关资金问题的请示》的回复，2016年公司将收到的七格三期建设资金2.68亿元和原计入其他应付款的四堡污水厂拆迁款12.60亿元转入资本公积核算；根据杭财税督办〔2012〕204号文件，以财政拨付土地款平衡九堡大桥建设使用资金，公司据此调增资本公积13.95亿元；2017年，根据杭财建〔2017〕164号文件，公司将七格三期项目国债专项资金拨款

0.63亿元和财政拨款0.37亿元计入资本公积。

（2）政府补贴

公司公交、燃气和水务等公用事业每年均能获得大额财政补贴，用于各项业务的顺利开展。2015~2016年，公司分别获得政府补助27.73亿元和30.98亿元，2017年，由于会计政策变更，公司将收到与企业日常活动相关的政府补贴34.94亿元计入“其他收益”，其中政府购买服务专项补贴28.33亿元，公交油价补贴1.61亿元，此外，收到计入营业外收入的政府补助0.08亿元，其他收益与营业外收入两者合计共35.02亿元。截至2017年末，公司递延收益56.56亿元，主要为政府补助50.10亿元。

总体看，公司作为杭州市重要的城市基础设施和公用事业建设、运营主体，获得了较强的外部支持，有效的保障了公司未来发展。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《企业国有资产法》和《国有企业监事会暂行条例》等有关法律、法规，建立和完善法人治理结构，并按有关规定规范运作。公司章程明确了股东会、董事会、总经理、监事会的权责范围和工作程序。

公司设董事会，其成员7名，其中非职工董事6名，由杭州市人民政府委派；职工董事1名，由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生或更换。公司董事会设董事长1名，副董事长1名，董事长、副董事长由杭州市人民政府从董事会成员中指定。截至本报告出具日，由于杭州市人民政府只委派了三名非职工代表董事，公司董事会目前由四名董事组成。

公司设监事会，其成员5名，其中非职工监事3名，由杭州市人民政府或杭州市国资委委派；职工监事2名，由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。公司监事会设主席1名，副主席1名，由杭州市人民政府或杭州市国资委从监事会成员中指定。

公司设总经理1名，每届任期为3年。经杭州市人民政府同意，董事会成员可兼任总经理。总经理对董事会负责。

总体看，公司的法人治理结构相对健全清晰，目前董事缺位，但组织机构的设置能够满足经营与管理需要。

2. 管理体制

截至2018年3月末，公司下设10个部门（室）。公司组织架构较为紧密，内控体系较为完善，制定，建立了较为系统和规范的财务管理、对外投资管理、对外担保管理、融资管理、关联交易等制度。

财务管理方面，为进一步加强公司财务管理，强化公司对所属企业的财务监控，确保国有资产的保值、增值和安全运行，公司制定了严格的财务管理制度，包括《全面预算管理办法》、《会计核算办法》、《统计管理办法》、《集团账户资金管理考核办法》、《公司系统企业资产减值准备财务核销管理制度》、《企业财务快报考核办法》以及《资金安全预警及风险防范管理办法》等。

对外投资管理方面，为进一步加强投资管理，规范投资行为，建立有效的投资风险控制机制，根据公司章程的有关规定，公司制订了《投资管理办法》，对公司对外投资的投资方向及规模控制、投资项目申报与审批程序、投资项目过程管理和监督与奖惩均作了具体规定，对投资项目建立严格的监管及评价体系。

对外担保方面，为确保国有资产的安全，防范资金风险，公司制订了《对外投资管理办法》，就对外担保的对象及担保条件、担保审批权限、担保决策程序、担保合同的订立及担保信息披露、担保的后续管理等内容设置了相应要求。

融资管理方面，董事会是融资决策机构，通过聘请专家，建立专家委员会，帮助董事会对重大融资事项进行决策。公司计划财务部对融资业务进行归口管理，公司还进一步制定了银行综合授信业务管理办法，加强授信业务管理办法，整合集团资源控制债务总量。

关联交易管理方面，公司制定了关联交易决策制度，明确在确认和处理有关关联方之间关联关系与关联交易时应遵循的原则，规定了关联交易的认定、决策权限、审查和决策程序、表决回避和信息披露等条例，构建了较为完善的资金占用防范机制。

总体看，公司管理制度较为规范，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是杭州市城市基础设施建设以及公用事业运营主体，同时开展房地产开发和商品销售等经营性业务。2015~2017年，公司主营业务收入快速增长，分别为149.49亿元、179.35亿元和221.58亿元，占营业收入的比重均超过96%，公司主业突出。

从收入构成看，2015~2017年，公司公用事业板块收入呈稳定增长趋势，年均复合增长7.43%，主要涵盖城市燃气供应、水务、公交以及固废处理等业务；公司房产置业板块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，2015~2017年，公司房产置业板块收入呈快速增长趋势，年均复合增长36.17%，主要随商品住宅销售收入增长而增长；公司城市基建板块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，2015~2017年，城市基建板块收入逐年增长，年均复合增长28.36%；公司商品销售收入主要来自于建材销售以及部分煤炭销售收入，2015~2017年收入逐年增长，年均复合增长22.74%。2015~2017年，公司其他业务收入逐年增长，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。

表1 2015~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	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	55.14	36.88	-32.89	59.92	33.41	-33.78	63.64	28.72	-31.66
房产置业板块	33.72	22.56	-6.06	40.60	22.64	27.51	62.52	28.21	27.18
城市基建板块	23.62	15.80	65.86	30.21	16.84	18.46	38.92	17.56	19.06
商品销售板块	23.81	15.92	4.77	31.22	17.41	4.85	35.87	16.19	4.68
其他业务	13.21	8.83	35.53	17.40	9.70	30.04	20.64	9.31	32.91
合计	149.49	100.00	0.81	179.35	100.00	1.81	221.58	100.00	5.74

资料来源：公司提供

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。

从毛利率水平看，分业务板块看，近三年受天然气销售业务毛利率逐年提高影响，毛利率有所增长，但公用事业板块受公交业务影响持续亏损。房产置业板块，近三年毛利率分别为-6.06%、27.51%和27.18%，2016年以后毛利率恢复到较高水平。公司城市基建板块毛利率分别为65.86%、18.46%和19.06%。同期，公司商品销售板块毛利率保持相对稳定，2017年为4.68%。公司其他业务以各类经营

性服务业务为主，毛利率始终在较高水平，2017年为32.91%，为公司利润提供了良好补充。2015~2017年，公司综合毛利率逐年增长，2017年为5.74%，较往年提升幅度较大，主要系毛利率较高的房产置业板块收入占比上升所致。

2018年1~3月，公司主营业务收入59.17亿元，较上年同期增长40.71%。其中其他业务收入21.26亿元，占35.93%，主要是由于土地整理收入重新分类至其他业务所致。2018年1~3月，公司综合毛利率1.29%，明显低于2017年全年水平，主要系盈利水平较高的房产置业板块收入占比下降所致。

总体看，公司主营业务收入逐年增长，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。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，近年来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2 2015~2018年3月公司公用事业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			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	收入	占比	毛利率
燃气销售	23.94	43.42	2.81	25.52	42.59	11.54	28.49	44.78	13.60	9.42	54.34	16.99
水务运营	13.06	23.68	17.23	16.93	28.26	20.50	16.74	26.30	13.84	3.93	22.67	16.92
公交运营	13.13	23.81	-167.99	12.01	20.04	-228.96	12.48	19.62	-219.57	3.19	18.39	-225.41
垃圾处理	5.01	9.09	19.90	5.45	9.10	15.33	5.92	9.30	18.07	0.80	4.60	-39.76
合计	55.14	100.00	-32.89	59.92	100.00	-33.78	63.64	100.00	-31.66	17.33	100.00	-30.21

资料来源：公司提供

燃气销售

公司燃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。燃气集团成立于2001年，由原杭州管道煤气公司和杭州煤气公司合并改制组建而成，业务范围涵盖高、中、低压天然气输配，分布式能源应用等，服务区域辐射杭州市9区4县（市）。

2015~2017年，公司燃气销售收入逐年增长，主要系燃气用户数量逐年增加及上调居民燃气销售价格综合影响所致，近三年毛利率分别为2.81%、11.54%和13.60%，2016年较2015年有所增长主要系燃气采购价格下降及2015年10月杭州市物价局上调居民燃气价格所致。2018年1~3月，公司燃气销售收入9.42亿元，毛利率为16.99%，毛利率较高主要系季节因素影响，第二、三档用气量增加所致。

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3月末，公司已拥有较为完备的燃气管道输配设施，已建成6,000多公里高中低压管线，运行4,000多个站（点），覆盖450多万人口。

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。

表3 2015~2018年3月燃气集团运营情况（单位：亿立方米、万户、公里）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
天然气购入量	8.22	9.91	10.81	3.81

天然气外供量	8.25	9.90	10.83	3.85
天然气销售量	8.12	9.82	10.57	3.79
天然气累计用户数	94.17	103.35	116.00	118.00
燃气高中低压干管新安装长度	154.77	139.50	138.00	25.24

资料来源：公司提供

燃气采购方面，公司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，2016年以后采购价格较2015年有所下降，均为2.05元/立方米。燃气销售方面，2015~2017年，公司天然气累计用户数逐年增长，燃气高中低压干管新安装长度保持稳定，燃气的销量相应逐年增加。燃气销售价格方面，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（如下表所示），下调非居民燃气价格至3.40元/立方米，2017年9月，杭州市物价局继续下调非居民燃气价格至3.27元/立方米。截至2018年3月末，公司天然气终端用户包括117万余户居民用户和0.5万余户非居民用户，居民燃气价格的上调带动2016年燃气销售毛利率提升，业务收入随之增长。

表4 2015年以来杭州市居民燃气价格调整情况（单位：立方米、元/立方米）

实施时间	调整前价格	阶梯	户年用气量	燃气价格
2015年10月	2.40	一	0~276	3.10
		二	276~480	3.72
		三	480以上	4.65

资料来源：联合评级根据公开资料整理

2018年1~3月，公司天然气购入量为3.81亿立方米，天然气销售量为3.79亿立方米，新增燃气高中低压干管长度为25.24公里，随着用户数量的不断增加，公司燃气业务未来仍有较大增长空间。

总体看，公司燃气业务具有较强的区域垄断性，受益于公司燃气用户稳定增加及居民燃气价格上调，燃气业务收入及盈利能力有所提高，公司燃气业务整体经营稳健。

水务运营

公司水务业务主要为供水和污水处理，涵盖供水、排水、污水处理等领域。水务业务投资规模大、回收期长，具有典型的自然垄断属性和规模经济效应。2015~2017年，公司水务业务收入分别为13.06亿元、16.93亿元和16.74亿元，逐年增长，主要系2016年公司新增对临安市和建德市内的供水业务所致，2017年用水量趋于稳定，水务板块收入较稳定。同期，公司水务运营业务毛利率分别为17.23%、20.50%和13.84%，2017年毛利率较上年大幅下降，主要系2017年公司污水处理维护成本及整改成本进一步提高使得污水处理亏损所致。

表5 2015~2018年3月公司水务运营收入构成情况（单位：亿元、%）

业务	2015年			2016年			2017年			2018年1~3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
自来水供应	9.18	70.29	24.07	9.94	58.71	32.90	10.62	63.44	35.78	2.39	60.81	30.12
污水处理	3.79	29.02	-0.26	6.93	40.93	2.60	5.99	35.78	-25.71	1.54	39.19	-5.80
合计	13.06	23.68	17.23	16.93	28.26	20.50	16.74	26.30	13.75	3.93	22.67	16.92

资料来源：公司提供

自来水供应

公司供水业务主要由杭州市水务控股集团有限公司（以下简称“水务集团”）经营，负责杭州

市主城区（上城区、下城区、江干区、西湖区、拱墅区），2016年新增杭州市建德自来水有限公司、杭州市临安自来水有限公司负责建德及临安地区自来水供应业务，公司供水业务在杭州市供、排水领域具有较强的垄断优势地位。2015~2017年，公司自来水供应收入逐年增长，毛利率保持较高水平。

截至2017年末，公司铺设各种口径管网总长度6,050.43公里。供水指标方面，公司主城区设计综合日供水能力为170万立方米，临安地区设计综合日供水能力为19万立方米，建德地区设计综合日供水能力为8万立方米，合计设计综合日供水能力为197万立方米，实际日供水量152万立方米；2017年，公司供水量约5.98亿立方米，用户总数达到95.66万户，漏损率为9.48%，管网压力合格率平均值和管网水质综合合格率均保持在100%。

表6 2015~2018年3月自来水供应运营情况（单位：万立方米、万户、千瓦时/立方米、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
平均日制水量	133.26	157.80	168.45	162.68
供水量	47,586.28	55,696.00	59,767.14	13,980.26
售水量	40,031.78	47,310.00	50,933.81	11,713.40
自来水用户数	68.95	88.90	95.66	96.96
电耗平均值	351.49	350.03	341.11	360.52
漏损率	10.90	9.98	9.48	12.51

资料来源：公司提供

从结算方式看，用户根据实际用水量定期向公司缴纳水费，公司根据用户用水用途的不同（工业用水、居民用水和其他用水）执行不同的水价收费标准。杭州市现行水价自2015年1月1日开始实施，与浙江省各地级市比较来看，杭州市用水价格处于较高水平。

表7 杭州市主城区现行水价情况（单位：立方米、元/立方米）

类别			户年用水量	供水价格	污水处理费	销售价格
居民生活用水	一户一表	阶梯一	0~216（含）	1.90	1.00	2.90
		阶梯二	216~300（含）	2.85		3.85
		阶梯三	300 以上	5.70		6.70
	居民合用表		1.95	2.95		
	执行居民水价的非居民用户		2.20	3.20		
非居民生活用水	非工业企业		2.65	1.75	4.40	
	工业企业	一般工业企业	2.65	2.05	4.70	
		高污染工业企业	2.65	2.45	5.10	
		特种用水			3.60	1.75

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，公司供水业务收入稳定，供水覆盖区域有所增加，售水规模逐年增大。随着杭州市未来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继续提升的空间较大。

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。其中，杭州市排水有限公司负责杭州市主城区（上城区、下城区、江干区、西湖区、拱墅区）污水处理业务；杭州建德污水处理有限公司、杭州临安排水有限公司分别负责建德地区和临安地区污水处理业务。2015~2017年，公司污水处理收入波动增长，但受污水处理维护成本及整改成本提高影响，2017年污水处理毛利率下降较多，降至-25.71%。

根据2017年杭州市城市管理委员会与公司签订的特许经营协议，授权公司在杭州市主城区（不含天创水务有限公司经营的七格污水处理厂一、二期项目）提供城市污水处理服务的特许经营权；特许经营期限为30年。公司在特许经营区域范围内新收购、新建或改扩建的污水处理设施将自动获得特许经营权。

具体运行方面，2015~2017年，公司每年污水处理量分别为44,481.04万立方米、46,553.15万立方米和51,320.48万立方米，2016年污水处理能力的提升主要系部分污水厂升级改造所致。

经杭州市城市管理委员会及相关行政主管部门委托的符合资质的会计师事务所核定，公司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。

表8 2015~2018年3月水务集团运营情况（单位：万立方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
污水处理能力	43,800.00	45,625.00	45,625.00	45,625.00
污水排放量	44,481.04	46,553.15	51,320.48	11,232.94
污水处理量	44,481.04	46,553.15	51,320.48	11,232.94
其中：七格污水厂	22,178.97	21,728.36	23,141.12	4,524.86
七格污水厂三期	21,425.60	21,996.06	23,131.41	5,251.48
城西污水厂	876.47	1,061.96	1,349.72	367.81
建德污水	--	1,245.00	1,447.03	392.54
临安排水	--	521.77	2,251.20	696.25

资料来源：公司提供

总体看，公司污水处理覆盖区域稳定，处理总量稳步提升，但受维护及整改成本增加，2017年公司污水处理业务毛利率大幅下降。

城市公交

城市公交板块由全资子公司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。其中主城区（西湖区、上城区、下城区、拱墅区、江干区、滨江区）由公交集团及下属子公司独立运营，新城区（余杭区、萧山区、下沙经济技术开发区、富阳区、临安区、大江东产业聚集区）由公交集团与当地政府共同成立合资公司（公交集团控股）运营。

2015~2017年，公司公交运营业务分别实现收入13.13亿元、12.01亿元和12.48亿元，处于较稳定水平；同期，公司公交运营业务毛利率分别为-167.99%、-228.96%、-219.57%，2016年以来毛利率下降明显主要系由于燃油价格持续走高及人力成本增加共同影响所致。

表9 2015~2018年3月公司公交运营情况（单位：条、公里、辆、亿人次、亿车公里）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
运营线路数量	639	659	679	683
运营线路里程	10,601.45	10,998.74	11,045.49	11,011.49
运营车辆数量	8,014	8,152	8,273	8,950
客运量	13.93	13.87	14.38	3.52
总行驶里程	4.62	4.78	4.94	1.29

资料来源：公司提供

近三年，公司公交运营业务各项经营指标稳步增长，截至2018年3月末，公交集团运营683条公交线路，运营线路里程达1.10万公里，运营车辆8,950辆。2017年，公交集团完成客运量14.38亿人次，总行驶里程4.94亿车公里。

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《关于印发<关于政府购买城市公共汽（电）车营运服务的实施意见>的通知》（杭财企〔2015〕49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，购买服务的对象包括70周岁以上老人免费乘车（1.66元/人次）、学生（1.20元/人次）和普通乘客（0.75元/人次）优惠人乘车。2015~2017年，公交集团收到政府购买服务专项补助收入21.45亿元、24.36亿元和28.33亿元。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，2015~2017年分别为4.47亿元、5.03亿元和4.28亿元。近年来，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。

总体看，近三年，公司公交业务收入保持稳定，但不断提升的油价叠加公交运营庞大的人员负担，公交业务持续经营亏损，毛利率大幅下降，但政府给予的政府补助金额相对稳定，具有较好的可持续性。

垃圾处理

公司垃圾处理业务主要为城市固体垃圾收集与处理，由子公司杭州市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）负责。2016年，原环境集团吸收合并子公司杭州市固体废弃物处理有限公司和杭州市固废直运有限公司，组建新环境集团，业务包括城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置；建筑工程监理；环卫工程及产品的技术开发、技术咨询；环保工程施工。

2015~2017年，公司垃圾处理业务收入分别为5.01亿元、5.45亿元和5.92亿元，逐年增长；毛利率分别为19.90%、15.33%和18.07%，2016年较2015年下降主要系受“营改增”政策影响所致，2017年以后的垃圾处理合同金额考虑到增值税因素有所调整，垃圾处理业务毛利率恢复至正常水平。

2015~2017年，公司垃圾年处理能力均为248.20万吨，年处理规模分别为367.19万吨、430.02万吨和502.24万吨，逐年增长，主要系近年来杭州市并未新建或扩建垃圾处理厂，但垃圾规模不断增加所致；受此影响，公司垃圾处理处理厂产能利用率长期处于超饱和状态，2017年为202%。2018年1~3月，公司垃圾处理业务收入规模较小，主要系由于春节返乡导致居民垃圾量减少所致。

表10 2015~2018年3月公司垃圾处理业务经营情况（单位：万吨、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
年处理规模	367.19	430.02	502.24	99.89
产能利用率	148	173	202	161

资料来源：公司提供

注：2018年1~3月产能利用率已经过年化处理。

总体看，受近三年垃圾处理规模增长影响，垃圾处理收入逐年增长。

（2）房产置业板块

公司房产置业板块涉及商品住宅、保障性住宅以及物业管理，其中商品住宅业务为主要的收入来源。2015~2017年，公司房产置业板块营业收入快速增长，分别为33.72亿元、40.60亿元和62.52亿元，逐年增长，主要系公司房地产项目交付使用的面积增加所致。

表11 2015~2018年3月公司房产置业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			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	收入	占比	毛利率
商品住宅	15.96	47.32	34.64	30.02	73.95	30.69	54.94	87.88	27.03	7.06	90.96	36.21
保障房、经适房	11.33	33.59	-84.81	4.90	12.08	10.09	5.16	8.25	13.06	0.26	3.35	80.61

商业地产	5.99	17.76	29.06	5.09	12.53	21.21	2.04	3.26	57.73	--	--	--
物业、房租	0.45	1.33	65.77	0.58	1.44	65.03	0.38	0.61	76.27	0.44	5.68	50.08
合计	33.72	100.00	-6.06	40.60	100.00	27.51	62.52	100.00	27.18	7.77	100.00	38.49

资料来源：公司提供

2018年1~3月，公司房产置业板块收入7.77亿元，主要来自商品住宅销售收入；公司房产置业板块毛利率38.49%，明显高于往年水平，主要系公司房产置业各板块业务毛利率均有所增长所致。

总体看，近三年，公司房产置业板块收入大幅增长，且毛利率保持较高水平，为公司主要利润来源。

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（以下简称“钱江房产”）和杭州市房地产开发集团有限公司（以下简称“房开集团”）等负责，开发范围主要集中在杭州、上海、安吉、富阳、建德、安庆、黄山等城市。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。

钱江房产成立于1992年，为国家房地产开发二级资质企业，从事住宅开发、商业地产开发、旅游投资经营、物业投资租赁、物业管理，以及建材、部品、设备经营和建筑装饰等业务。钱江房产成立以来，以全资、控股和参股的形式开发建设钱江彩虹城、钱江水晶城等住宅项目，以及浙江大学国家科技园7号地块商业综合体项目、杭州之江旅游度假区浮山商业综合体项目等商业地产项目，开发面积超过100万平方米。房开集团前身是杭州房屋建设开发总公司，是浙江省房地产行业成立最早、具有国家城市综合开发一级资质公司，开发建设了江南豪园、仙林苑、新丰苑等商品房住宅项目。

土地储备方面，公司主要的房地产储备土地位于绍兴市柯桥经济开发区，土地属性为住宅用地可兼容商业用地；用地面积13.58万平方米，总建筑面积38.70万平方米，拿地总价为15.39亿元（含契税），项目计划总投资金额40亿元，预计可售面积为26万平方米。

房地产经营方面，2015~2017年，公司新开工面积波动增长，2017年新开工面积为70.51万平方米；同期，公司合约销售面积逐年增长，合约销售金额相应增长，2017年公司合约销售面积27.87万平方米，合约销售金额54.34亿元，在杭州地区销售金额占比很高。

表12 公司2015~2018年3月房地产经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
新开工面积	17.44	2.80	70.51	44.33
竣工面积	27.79	--	25.87	5.7
合约销售面积	18.91	23.08	27.87	6.00
合约销售金额	44.75	51.73	54.34	11.49
其中：杭州地区数据	44.50	50.85	54.05	11.49

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，公司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177.64亿元，建筑面积合计179.71万平方米，截至2018年3月末累计销售金额合计168.57亿元，去化情况较好。

表 13 截至 2018 年 3 月末公司在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	总投资 金额	建筑面积	累计销售 金额	预计销售金额		
					2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
江和城	住宅、商铺	32.76	50.00	16.17	3.00	4.00	3.00
江南御府	住宅、商铺	16.00	14.88	31.49	0.33	0.30	--
钱江御府	住宅、商铺	18.78	9.18	28.23	0.64	0.50	--
西溪和景	商业办公	13.00	9.29	8.14	0.70	2.50	--
钱江浙商创投中心	商业	8.50	8.31	3.59	3.50	1.00	0.90
之江新天地	商业	8.00	15.51	7.05	6.95	1.72	--
水晶澜轩	住宅	32.00	22.30	30.32	32.95	0.40	--
钱江彩虹府	住宅	10.00	8.52	12.88	13.00	2.00	--
城发云锦城	住宅	28.00	25.41	25.37	0.93	1.18	0.22
富阳润泽院	住宅	10.60	16.29	5.33	5.21	6.00	--
合计		177.64	179.69	168.57	67.21	19.60	4.12

资料来源：公司提供

注：城发云锦城和富阳润泽院尚未完工。

截至 2018 年 3 月末，公司在建的商品住宅项目包括云锦城、润泽院等 6 个项目，建筑面积合计 98.70 万平方米，计划总投资金额 104.46 亿元，已累计完成投资 65.89 亿元，尚需投资 38.18 亿元，剩余投资金额预计在未来 3~5 年内投资完毕。

表 14 截至 2018 年 3 月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		
						2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
城发云锦城	住宅	2018.6	25.41	28.00	27.80	0.20	--	--
富阳润泽院	住宅	2020.9	16.29	10.60	6.39	2.00	2.00	0.30
银都新座	商住	2019.9	4.43	6.50	4.70	0.96	0.76	0.20
钱江彩虹府	住宅	2018.8	8.52	10.39	7.38	0.72	0.90	0.90
绍兴彩虹府	住宅	2022.4	25.77	39.92	15.52	8.91	9.36	4.45
江和城-和园	住宅	2020.12	18.28	9.05	4.10	1.30	2.00	1.65
合计			98.70	104.46	65.89	14.09	15.02	7.50

资料来源：公司提供

公司目前拟建的商品住宅项目包括位于绍兴的“安昌 2017-19 号地块”项目和位于建德的江和城-和雅苑项目，计划总投资金额分别为 14.50 亿元和 3.80 亿元，均预计于 2018 年年内开工。

总体看，公司在售项目去化情况较好，在建项目尚需投资规模尚可，未来随着在建项目陆续交付使用，收入规模有望增长。

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（以下简称“居住中心”）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以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，公司在售及在建的保障房、经济适用房项目主要围绕三墩和长睦两大片区开发，项目

投资均已接近尾声。截至 2018 年 3 月末，公司在建的保障房、经济适用房项目建筑面积为 25.59 万平方米，计划总投资 12.40 亿元，已累计完成投资 8.96 亿元，剩余投资预计在 1~2 年内完成，尚需投资规模较小。

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、公共租赁住房，公司在建项目的陆续实现销售后，保障房、经济适用房收入未来会大幅减少，但公司保障房、经济适用房收入规模较小，对公司整体收入影响不大。

总体看，公司保障房、经济适用房收入规模较小，且尚需投资规模较小，未来资金需求不高，受政策影响，业务规模将大幅减少。

(3) 城市基建板块

城市基础设施建设是公司重要的业务板块，经过多年发展，公司通过工程施工、委托代建等多种形式开展城市基建工作。2015~2017 年，公司城市建设板块业务收入逐年增长，其中工程施工及养护收入和代建项目收入占比较高。

表 15 2015~2018 年 3 月公司城市基建板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			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	收入	占比	毛利率
工程施工及养护	19.45	82.34	78.82	21.89	72.46	21.87	18.84	48.40	24.37	3.64	42.20	11.02
代建项目	4.17	17.66	5.40	7.58	25.08	5.18	15.42	39.62	3.12	3.03	35.13	13.02
BOT 项目	--	--	--	0.74	2.45	53.53	4.66	11.98	50.30	1.95	22.67	22.01
合计	23.62	100.00	65.86	30.21	100.00	18.46	38.92	100.00	19.06	8.62	100.00	14.22

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路桥公司，近三年，公司工程施工及养护为城市基建板块的主要收入来源，近三年收入分别为 19.45 亿元、21.89 亿元和 18.84 亿元，2016 年收入较高，主要系由于 G20 召开公司沥青工程项目有所增长所致。同期，公司工程施工及养护业务毛利率分别为 78.82%、21.87% 和 24.37%。

路桥公司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。

路桥公司承担着杭州市区 100 多条主干道路、所有跨江、跨河大型桥梁、高架桥、雨水泵站、城市隧道、地下通道等市政设施的日常养护，2015~2017 年养护类收入逐年增长；同期，燃气、热电和水务等公用事业类施工收入规模整体呈下降趋势；工程类收入随工程量波动而波动。

表 16 公司工程施工、养护业务及公共事业类收入构成明细（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
养护类	4.36	4.59	6.20
工程类	6.90	9.62	5.78
公用事业类施工	8.19	7.68	6.85
合计	19.45	21.89	18.84

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。2015~2017 年，

公司新签合同金额逐年增长，2017 年公司新签合同金额 17.44 亿元，新签合同以施工合同为主。

表 17 2015~2017 年公司工程施工及养护业务新签合同金额（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
养护合同金额	1.88	5.10	7.14
施工合同金额	4.29	4.00	10.30
合计	6.17	9.10	17.44

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司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。

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。公司代建项目主要采取两种模式：

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包括余杭15省道至临安02省道连接线改建工程（临安段）第六标段（以下简称“临安连接线工程”）、梅城新城农村住房改造安置房A区块项目（以下简称“梅城A区块项目”）和长睦大型住居区土地整理项目（以下简称“长睦项目”）。

临安连接线工程和梅城A区块项目总投资分别为2.57亿元和1.70亿元，截至2018年3月末已完工，公司已按照项目进度确认收入。

土地整理业务方面，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。

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，公司确认土地出让收入，并结转存货计入成本。

根据测算，长睦项目计划总投资70.70亿元，计划于2019年完工，截至2018年3月末，该项目累计已投61.58亿元。长睦项目预计土地出让总收入87.67亿元，计划于2018年出让完毕，截至2018年3月末，公司累计收到土地出让金返还52.17亿元。

公司其他土地整理项目如石塘村棚户区改造项目，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。

表 18 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
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	业务模式一	2.57	已完工
梅城新城农村住房改造安置房 A 区块项目		1.70	已完工
长睦大型住居区土地整理项目		70.70	在建
浙大紫金港校区电力“上改下”项目	业务模式二	4.30	已完工
湘湖电缆“上改下”项目		0.35	已完工
石祥路提升完善工程		21.87	已完工
康桥路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，行使工程管理职能，主要负责项目指挥、现场管理等任务，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。

在此模式下，公司近年来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等，均采用收取 1%~3% 管理费的模式实现收入。

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自项目运营期以支付专营补贴的方式实现公司的投融资及回报。

紫之隧道项目实际投资金额 38.42 亿元，已于 2016 年 8 月竣工并投入运营，并开始确认收入，未来三年预计投资金额分别为 3.20 亿元、1.90 亿元和 0.90 亿元，尚需投资规模较小。

总体看，近三年，工程施工及养护业务为城市基建板块的主要收入来源，毛利率水平较高；随公司在建代建项目的陆续完工，公司代建项目收入规模具有一定的不确定性。

（4）商品销售板块

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。

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，公司主要经营钢材贸易。

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。2017 年，其前五大供应商分别为杭实国贸投资（杭州）有限公司、杭州热联股份有限公司、浙江才运贸易有限公司、上海海亮铜业有限公司、盾安集团宁波分公司，前五大供应商集中度为 92.98%，集中度很高。2017 年，公司前五大客户分别为浙江佳盛德贸易有限公司、浙江海亮股份有限公司、广东海亮铜业有限公司、杭州汽轮投资股份有限公司、杭州热联国贸股份有限公司，前五大客户集中度为 90.91%，集中度很高。

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热电集团负责。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，公司商品销售业务收入稳定增长，毛利率水平保持稳定。

3. 经营关注

(1) 整体盈利能力较弱

公司作为杭州市公用事业建设经营主体，公用事业收入规模较大，利润受政府补贴依赖较高，整体盈利能力较弱。

(2) 代建项目收入下降风险

公司主要代建项目陆续完工，未来公司代建项目收入规模具有一定的不确定性。

(3) 保障房业务规模下降风险

受杭州市政策影响，杭州市将暂停新选址建设经济适用住房、公共租赁房，未来随着公司在建保障房陆续交付后，该业务收入规模将会有所下降。

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、甚至是全国范围推出的建设项目，结合城投集团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；环境集团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。

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 2015 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，提供的 2016~2017 年度财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2018 年第一季度财务数据未经审计。本报告中 2015~2017 年财务数据均使用年末数据；公司财务报表编制执行财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》（财会〔2006〕3 号）及其后续规定。

会计政策变更方面，2017 年公司根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会〔2017〕15 号）相关规定，将 2017 年 1 月 1 日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支。受此影响，2017 年公司其他收益增加 34.94 亿元，营业利润相应增加。2017 年公司根据《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会〔2017〕13 号），区分终止经营损益、持续经营损益列报，受此影响，2017 年度持续经营损益为 18.26 亿元，增加 2016 年度持续经营损益 9.73 亿元。

2015~2017 年，公司纳入合并范围内的子公司数量及规模变化不大，经营范围较为稳定。截至 2017 年末，纳入合并范围的子公司共 159 家，2017 年，新纳入合并范围的子公司 24 家，2 家子公司不再纳入合并范围。公司近三年合并财务报表范围虽有所变化，但新纳入合并范围的子公司对公司整体影响较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

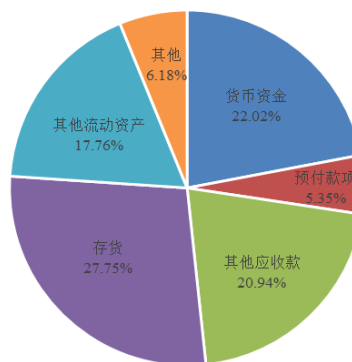
2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 12.42%。截至 2017 年末，公司合并资产总

额1,154.26亿元，较上年末增长11.63%，主要系流动资产增长所致。从资产结构看，公司资产结构较为均衡，流动资产占47.58%，非流动资产占52.42%。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长10.18%。截至2017年末，公司流动资产合计549.21亿元，较上年末增长14.83%，主要系预付款项、其他应收款和其他流动资产增长所致；公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

图3 截至2017年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司货币资金波动下降，年均复合下降0.82%。截至2016年末，公司货币资金113.21亿元，较上年末下降7.91%；截至2017年末，公司货币资金120.94亿元，较上年末增长6.82%；公司货币资金以银行存款（占96.82%）和其他货币资金（占3.17%）为主，其中使用受限资金为2.74亿元，受限资金规模较小。

2015~2017年，公司预付款项账面价值逐年增长，年均复合增长366.41%。截至2017年末，公司预付款项账面价值29.39亿元，较上年末大幅增长822.95%，主要系预付长睦房地产项目等地价款25.50亿元所致。从账龄看，以1年以内（占98.25%）为主，公司累计计提坏账准备53.01万元。截至2017年末，公司预付款项主要为房地产预付地价款，公司预付款项前五名合计余额为1.57亿元，占预付款项余额的5.33%，公司预付款项客户的集中度较低。

2015~2017年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长5.93%。截至2016年末，公司其他应收款97.48亿元，较上年末下降4.88%，主要为公司工程成本支出和土地整理成本支出形成的应收政府部门款项，由于这部分支出未来主要通过土地出让收益返还进行平衡，公司把这部分支出暂挂“其他应收款”科目；截至2017年末，公司其他应收款114.98亿元，较上年末增长17.95%，主要系土地整理项目投资增加所致。公司其他应收款中单项计提坏账准备的账面余额为85.61亿元，其中支付的政府项目工程款占75.44%，回收风险较小；按账龄分析法计提坏账准备的账面余额为30.98亿元，账龄以1年以内（占93.30%）为主；其他应收款合计计提坏账准备1.60亿元，坏账计提比例为1.37%。从欠款集中度看，前五名欠款方占10.43%，集中度较低。整体看，公司其他应收款集中度较低，回收风险不大，但规模较大，对公司资金形成一定占用。

2015~2017年，公司存货波动下降，年均复合下降4.99%。截至2016年末，公司存货净值172.41亿元，较上年末小幅增长2.10%，主要系开发成本增加所致；截至2017年末，公司存货152.42亿元，较上年末下降11.60%，主要系房地产交房结转成本导致开发产品减少、土地整理项目土地款收回结

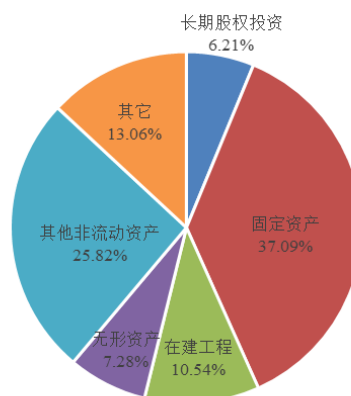
转成本导致工程施工减少和长睦地块土地款收回结转成本导致代建项目减少所致。存货主要由开发成本（占 60.56%）、开发产品（占 18.16%）和代建项目（占 12.20%）构成。

2015~2017 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 66.85%。截至 2016 年末，公司其他流动资产 67.16 亿元，较上年末增长 91.67%；截至 2017 年末，公司其他流动资产 97.55 亿元，较上年末增长 45.24%，主要系公司 2016 年和 2017 年购买银行理财产品规模大幅增长所致。截至 2017 年末，其他流动资产中银行理财产品为 88.53 亿元（占 90.75%）。

非流动资产

近三年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 14.57%。截至 2017 年末，公司非流动资产合计 605.05 亿元，较上年末增长 8.88%，主要系长期应收款和固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。

图 4 截至 2017 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 26.72%。截至 2017 年末，公司长期股权投资 37.58 亿元，较上年末增加 8.31 亿元，主要系对浙江安居住工建设发展有限公司、浙江杭嘉鑫清洁能源有限公司和光大环保能源（杭州）有限公司分别追加 2.78 亿元、0.84 亿元和 0.70 亿元投资和按照权益法确认的对杭州市城建开发集团有限公司 2.90 亿元投资收益所致。

2015~2017 年，公司固定资产净值逐年增长，年均复合增长 15.14%。截至 2017 年末，固定资产净值 224.43 亿元，较上年末增长 12.09%，主要系新增房屋及建筑物、运输工具和机器设备所致；公司固定资产原值 358.90 亿元，其中道路资产占 28.38%、管道资产占 21.33%、房屋及建筑物占 20.86%、运输工具占 16.12%、机器设备占 11.95%；公司固定资产累计计提折旧 133.93 亿元，计提减值准备 0.54 亿元，公司固定资产成新率为 62.68%，成新度一般。

2015~2017 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 9.10%。截至 2017 年末，在建工程账面价值 63.75 亿元，较上年末下降 16.35%，主要系公交基础设施工程项目和七格三期工程项目部分竣工结转固定资产所致。公司在建工程以水务基础设施建设 22.70 亿元（占 35.60%）和公交基础设施工程 19.68 亿元（占 30.88%）为主，资金来源主要为财政资金。

2015~2017 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 192.27%。截至 2016 年末，公司无形资产为 42.68 亿元，较上年末大幅增长 728.01%，主要系公司新增杭州市紫之隧道建设工程 BOT 项目

35.88 亿元特许经营权所致；截至 2017 年末，公司无形资产 44.03 亿元，较上年末增长 3.16%，主要系 2017 年水务集团七格污水处理厂三期、四期增加 2.19 亿元土地以及临安排水公司二厂暂估结转 1.39 亿元土地所致。公司尚未对无形资产计提减值准备。

2015~2017 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 1.51%。截至 2017 年末，其他非流动资产 156.23 亿元，较上年末增长 1.97%，主要系信托产品增加所致。公司其他非流动资产主要为拨出专项资金（占 96.47%），全部为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 2017 年末，公司受限资产合计 11.22 亿元，占总资产的比重为 0.97%，受限比例较低。其中，受限货币资金 2.74 亿元，存货抵押金额 3.26 亿元，投资性房地产抵押金额 3.12 亿元，受限固定资产 1.31 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 1,172.75 亿元，较上年末增长 1.60%，主要系非流动资产增长所致。公司资产中流动资产占 47.18%，非流动资产占 52.82%，资产构成较上年末变化不大。流动资产 553.31 亿元，较上年末增长 0.75%，变化不大；非流动资产 619.44 亿元，较上年末增长 2.38%，主要系长期应收款和在建工程增长所致。

总体看，公司资产规模逐年增长，公司资产结构较为均衡，流动资产中货币资金充裕，但其他应收款和存货规模较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产以固定资产和其他非流动资产为主，拨付的城建资金产生较大规模其他非流动资产。公司整体资产流动性较好，资产质量好。

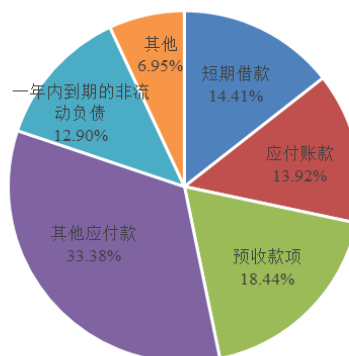
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 14.85%。截至 2017 年末，公司负债总额为 707.52 亿元，较上年末增长 17.00%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和递延收益增长所致。从负债结构看，公司负债中流动负债占 52.16%，非流动负债占 47.84%，负债结构较为均衡。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 13.16%。截至 2017 年末，公司流动负债合计 369.03 亿元，较上年末增长 14.07%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 5 截至 2017 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长35.61%。截至2017年末，公司短期借款53.16亿元，较上年末增长13.30%，主要系公司信用借款规模有所扩大所致；短期借款主要为信用借款（占88.45%）。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长25.23%。截至2016年末，公司应付账款51.88亿元，较上年末增长58.36%，主要系应付的工程款大幅增长所致；截至2017年末，公司应付账款51.37亿元，较上年末变化不大。

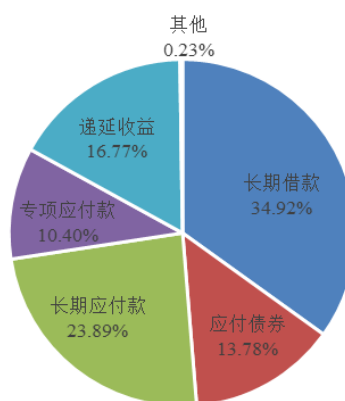
2015~2017年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长28.86%。截至2016年末，公司预收款项67.58亿元，较上年末增长64.91%，主要系预收的房款大幅增长所致；截至2017年末，公司预收款项68.05亿元，较上年末变化不大。

2015~2017年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长6.82%。截至2016年末，公司其他应付款106.20亿元，较上年末下降1.63%，主要系工程款下降所致；截至2017年末，公司其他应付款123.19亿元，较上年末增长15.99%，主要系房开集团的4个项目在支付地价款（包括预付）时各股东按出资比例出资超出注册资本金部分计入往来款所致；公司其他应付款主要为工程款（占21.63%）、往来款（占24.33%）、银行账户透支户（占23.08%）和暂收款（占13.86%）等。公司其他应付款中的有息债务已纳入短期债务核算。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长2.13%。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债为21.28亿元，较上年末下降53.38%，主要系将于一年内到期的长期借款下降所致；截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债为47.61亿元，较上年末大幅增长123.74%，主要系将于一年内到期的长期借款和一年内到期的政府专项债券增长所致。

2015~2017年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长16.79%。截至2017年末，公司非流动负债338.49亿元，较上年末增长20.37%，主要系长期借款和递延收益增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款和递延收益构成。

图6 截至2017年末公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长18.46%。截至2017年末，公司长期借款118.20亿元，较上年末增长28.66%，主要系信用借款增加所致。公司长期借款主要为保证借款（占45.00%）和信用借款（占50.44%）。从长期借款期限分布来看，公司于2019年偿付压力较大。

2015~2017年，公司应付债券波动下降，年均复合下降1.36%。截至2016年末，公司应付债券44.81

亿元，较上年末下降6.55%，主要系“12杭城投债”当年偿还本金4.00亿元所致；截至2017年末，公司应付债券46.66亿元，较上年末增长4.13%，主要系公司当年发行两期中期票据及一期债券融资计划，合计发行金额18.78亿元所致。公司应付债券每年偿还金额不大，集中偿付压力较小。

表19 截至2017年末公司存续债券情况（单位：亿元）

项目	余额	还本年份
14 杭城投 MTN001	13.00	2019
15 杭城建 MTN001	4.96	2022
15 杭城建 MTN002	4.97	2022
16 杭州城建 MTN001	4.95	2023
17 杭城建 MTN001	7.89	2022
17 杭城建 MTN002	6.90	2022
杭州城投资产管理集团有限公司 2017 年度第一期债权融资计划	3.99	2020
合计	46.66	--

资料来源：公司年报

2015~2017年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长23.82%。截至2016年末，公司长期应付款为70.87亿元，较上年末增长34.35%，主要系政府置换债券大幅增长所致；截至2017年末，公司长期应付款为80.87亿元，较上年末增长14.12%，主要系融资租赁款增加所致。公司长期应付款主要为政府置换债券51.88亿元，政府专项债券10.64亿元，融资租赁款11.31亿元。公司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。公司长期应付款中有息债务已纳入长期债务核算。

2015~2017年，公司专项应付款波动下降，年均复合下降5.41%。截至2016年末，公司专项应付款48.67亿元，较上年末增长23.64%，主要系公交场站建设资金以及财政专项拨款增长所致；截至2017年末，公司专项应付款为35.22亿元，较上年末下降27.64%，主要系公交场站建设资金减少所致。公司专项应付款主要由公交场站建设资金19.87亿元（占56.43%）、污水厂技改工程款2.61亿元（占7.41%）、转塘公共租赁住房项目财政拨款2.55亿元（占7.25%）构成。

2015~2017年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长55.97%。截至2017年末，公司递延收益为56.76亿元，较上年末大幅增长133.10%，主要系2017年供水工程建设资金和场站暂估资产等项目获得较高政府补助所致。公司递延收益主要由政府补助（占88.27%）、管道增扩容改造施工收入（占7.39%）和搬迁补偿款（占3.51%）构成。

截至2018年3月末，公司负债合计717.02亿元，较上年末增长1.34%，变化较小；其中，流动负债占50.84%，较上年末下降1.22%，变化较小；非流动负债占49.16%，较上年末增长4.13%，主要系长期应付款、专项应付款和递延收益大幅增长所致。公司负债结构较为均衡。

2015~2017年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长12.47%。截至2017年末，公司全部债务373.39亿元，较上年末增长21.42%，其中短期债务为133.30亿元（占35.70%），较上年末增长18.67%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务为240.09亿元（占64.30%），较上年末增长23.01%，主要系长期借款中的信用借款和长期应付款中的融资租赁款增加所致。债务指标方面，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均呈现波动上升态势，截至2017年末，上述三项指标分别为61.30%、45.53%和34.96%，较上年末分别增长2.81个百分点、3.79个百分点和3.70个百分点。整体看，公司债务规模逐年增长，债务负担有所加重。

截至2018年3月末，公司全部债务为370.94亿元，较上年末变化不大，其中短期债务和长期债务

的占比分别为33.81%和66.19%；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61.14%、44.87%和35.01%，较上年末下降0.16个百分点，下降0.66个百分点和上升0.06个百分点，债务负担较上年末略有下降。从债务结构来看，公司债务结构以长期债务为主，债务规模较上年末略有下降，公司债务负担处于较低水平。

总体看，公司负债规模逐年增长，债务结构以长期债务为主，债务负担适中，但存在一定的短期偿债压力。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年稳定增长，年均复合增长8.86%。截至2017年末，公司所有者权益合计446.74亿元，较上年末增长4.07%，主要系利润留存所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计402.61亿元（占90.12%），其中实收资本占16.32%、资本公积占64.44%、盈余公积占0.81%、未分配利润占17.97%。整体看，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，公司所有者权益结构稳定性较好。

2015~2017年，公司资本公积分别为230.91亿元、260.67亿元和259.44亿元，呈波动增长趋势，主要系公司将收到的七格三期建设资金2.68亿元和原计入其他应付款的四堡污水厂拆迁款12.60亿元及将用于平衡九堡大桥建设资金而拨付的土地款13.95亿元转入资本公积核算所致；2017年，根据国开发展基金向杭州城投投资合同，约定增资后股东杭州市人民政府、国开发展基金的持股比例及出资额，将实际出资额多出约定出资额部分2.37亿元由实收资本转入资本公积。

截至2018年3月末，公司所有者权益455.73亿元，较上年末增长2.01%；归属于母公司的所有者权益405.41亿元，其中实收资本占16.21%、资本公积占63.99%、盈余公积占0.80%、未分配利润占18.53%，较上年末变化不大。

总体看，随着未分配利润的增长，公司所有者权益逐年稳定增长，公司所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入呈逐年增长趋势，年均复合增长21.30%。2017年，公司营业收入较上年增长23.00%，主要系商品住宅收入大幅增长所致。同期，公司营业成本随着经营规模的扩大逐年增长，年均复合增长18.41%。2017年，公司营业成本212.51亿元，较上年增长18.68%。由于公司营业收入增幅快于营业成本增幅，近三年，公司营业利润率逐年增长，分别为-0.17%、1.65%和2.39%。

从期间费用看，2015~2017年，随着公司合并范围的不断扩大，公司期间费用规模有所增长，年均复合增长18.67%。2017年，公司期间费用总额为26.98亿元，较上年增长11.67%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从期间费用构成看，销售费用占13.03%、管理费用占63.03%，财务费用占23.93%。2017年公司管理费用17.01亿元，较上年增长9.17%，主要系子公司人工费用、研发支出和折旧费用增加所致；财务费用6.46亿元，较上年增长22.83%，主要系公司债务规模有所扩大，财务费用相应增长所致；销售费用3.52亿元，较上年变化不大。2015~2017年，公司费用收入比较稳定，分别为12.31%、12.97%和11.78%，公司费用控制能力尚可。

2015~2017年，公司投资收益分别为6.33亿元、5.11亿元和8.04亿元，2017年公司投资收益较上年大幅增长57.50%，主要来自以权益法核算的长期股权投资收益和委托贷款及理财收益。2017年，公司其他收益34.94亿元，全部为与企业日常活动相关的政府补助，主要为政府购买服务专项补助28.33亿元和公交油价补贴1.61亿元。2017年，公司投资收益和其他收益占公司营业利润的比

重分别为 36.76%和 159.70%，对公司营业利润的贡献程度很高。

从营业外收入看，2015~2017 年，公司营业外收入分别为 25.27 亿元、31.86 亿元和 1.89 亿元，2017 年较上年大幅减少，主要系与日常活动相关的政府补助计入其他收益核算所致。2017 年公司营业外收入主要为赔偿收入 1.10 亿元，营业外收入整体规模较小，对利润总额的贡献程度大幅下降。

从各项盈利指标来看，2015~2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率逐年增长。2017 年，上述三项指标分别为 3.40%、2.86%和 4.17%，受行业特点影响，公司盈利能力偏弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.31 亿元，较上年同期大幅增长 43.40%；实现利润总额 4.64 亿元，较上年同期大幅增长 79.31%；实现净利润 3.83 亿元，较上年同期大幅增长 101.46%。

总体看，近三年，公司营业收入逐年增长，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，随着公司业务规模的扩大及收入的增长，2015~2017年，公司经营活动现金流入呈逐年增长状态，年均复合增长16.09%，2017年为412.68亿元。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，年均复合增长15.29%；2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为245.27亿元，较上年增长7.46%。公司收到其他与经营活动有关的现金逐年增长，年均复合增长17.18%；2017公司收到其他与经营活动有关的现金166.81亿元，较上年大幅增长35.88%，主要系与政府、其他公司之间的往来款、借款及财政补贴增长所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出呈逐年增长状态，年均复合增长28.47%，2017年为383.88亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金逐年增长，年均复合增长22.23%；2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为190.45亿元，较上年增长16.66%。公司支付其他与经营活动有关的现金逐年增长，年均复合增长57.84%；2017公司支付其他与经营活动有关的现金136.36亿元，较上年大幅增长55.27%，主要系支付的土地整理款、与政府及其他公司之间的往来款、借款等增长所致。近三年，公司经营活动现金流量净额分别为73.65亿元、46.01亿元和28.80亿元，均保持净流入状态，但呈逐年下降趋势。从收入实现质量看，2015~2017年，公司现金收入比分别为118.52%、122.56%和107.07%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2015~2017年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长58.29%，2017年为245.54亿元。同期，公司收回投资收到的现金逐年增长，年均复合增长60.53%；2017年，公司收回投资收到的现金为201.43亿元，较上年大幅增长25.01%，主要系收回理财产品的规模较上年大幅增长所致。近三年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长52.48%，2017年为314.31亿元。其中，公司投资支付的现金235.57亿元，主要为公司购买理财产品、股票、资管产品等支付的现金。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-37.18亿元、-67.26亿元和-68.77亿元，持续净流出。

从筹资活动看，2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为131.43亿元、150.63亿元和206.13亿元，呈逐年增长趋势；其中，取得借款收到的现金分别为100.23亿元、132.90亿元和173.85亿元。同期，公司筹资活动现金流出分别为169.56亿元、138.50亿元和158.70亿元，呈波动下降趋势；其中，偿还债务支付的现金分别为145.32亿元、111.23亿元和131.74亿元。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别为-38.13亿元、12.13亿元和47.43亿元，随着公司在建项目的推进，公司对外部资金需求有所增长。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净流入 4.90 亿元，投资活动现金净流出-1.88 亿元，筹资活动现金净流入-0.92 亿元。

总体看，近年来公司投资活动现金流入流出均保持较大规模，且公司经营活动产生的现金流量净额规模逐年下降，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，公司流动比率和速动比率比较稳定，2015~2017年公司流动比率分别为1.57倍、1.48倍和1.49倍，速动比率分别为0.98倍、0.95倍和1.08倍。近三年，公司现金短期债务比分别为1.04倍、1.06倍和0.96倍。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长29.95%，分别为30.41亿元、38.37亿元和51.35亿元，主要系利润总额增长所致。2017年，公司EBITDA主要由折旧（占32.46%）、摊销（占6.63%）、计入财务费用的利息支出（占15.98%）和利润总额（占44.93%）构成。同期，公司EBITDA利息倍数分别为1.58倍、2.86倍和3.80倍，随着EBITDA的增长而增长。近三年，EBITDA全部债务比分别为0.10倍、0.12倍和0.14倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月末，公司对外担保余额为55.57亿元，担保比率为12.19%，公司对外担保主要为国有企业及下属区级基础设施建设企业，被担保单位经营正常，公司代偿风险较低。

表20 截至2018年3月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期时间
杭州市交通投资集团有限公司	12.00	2020.10.19
杭州奥体博览中心建设投资有限公司	10.29	2030.09.28
温州德信龙瑞置业有限公司	0.74	2018.05.24
德信地产（宁波）有限公司	0.70	2019.08.02
杭州建工集团有限公司	1.50	2018.10.26/2018.12.13/2019.2.6
杭州臻祥房地产开发有限公司	3.00	2020.11.21
杭州城建开发集团有限公司	12.24	2018.5.13/2018.11.7/2019.01.18/2019.4.25/ 2019.12.03/2019.12.13
杭州华电下沙热电有限公司	8.10	2027.11.28
杭州大江东经济开发投资有限公司	7.00	2021.06.23
合计	55.57	--

资料来源：公司提供

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2018年3月末，公司获得的银行授信额度为493.43亿元，未使用额度为298.39亿元，公司间接融资渠道畅通。

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2018年3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。

截至2018年3月末，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期、长期偿债能力一般，考虑到公司自身盈利能力有所提高及畅通的融资渠道，公司整体偿债能力极强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券对公司现有债务的影响

截至2018年3月末，公司长期债务、全部债务分别为245.53亿元和370.94亿元，本次拟发行债券规模为50.00亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度对公司现有债务有一定影响。

以2018年3月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为50.00亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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62.73%、48.02%和39.34%，分别上升了1.59个百分点、3.15个百分点和4.33个百分点，债务负担有所加重，

但仍处于可控水平。考虑到本次债券的募集资金用于偿还公司债务，债券发行后的债务指标实际数值将低于上述测算值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 51.35 亿元，为本次公司债券发行额度（50.00 亿元）的 1.03 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力较好。2017 年经营活动产生的现金流入 412.68 亿元，为本次公司债券发行额度（50.00 亿元）的 8.25 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。现金类资产 128.38 亿元，为本次债券发行额度（50.00 亿元）的 2.57 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度较好。

3. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年 3 月末，公司长期债务、全部债务分别为 245.53 亿元和 370.94 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期发债额度不大。

以 2018 年 3 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 61.79%、46.17%和 36.81%，分别上升了 0.65 个百分点、1.30 个百分点和 1.80 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于可控水平。考虑到本期债券的募集资金用于偿还公司债务，债券发行后的债务指标实际数值将低于上述测算值。

4. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 51.35 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 2.57 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力较好。2017 年经营活动产生的现金流入 412.68 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 20.63 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。现金类资产 128.38 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 6.42 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度好。

综合以上分析，并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，联合评级认为，公司对本次及本期债券的偿还能力极强。

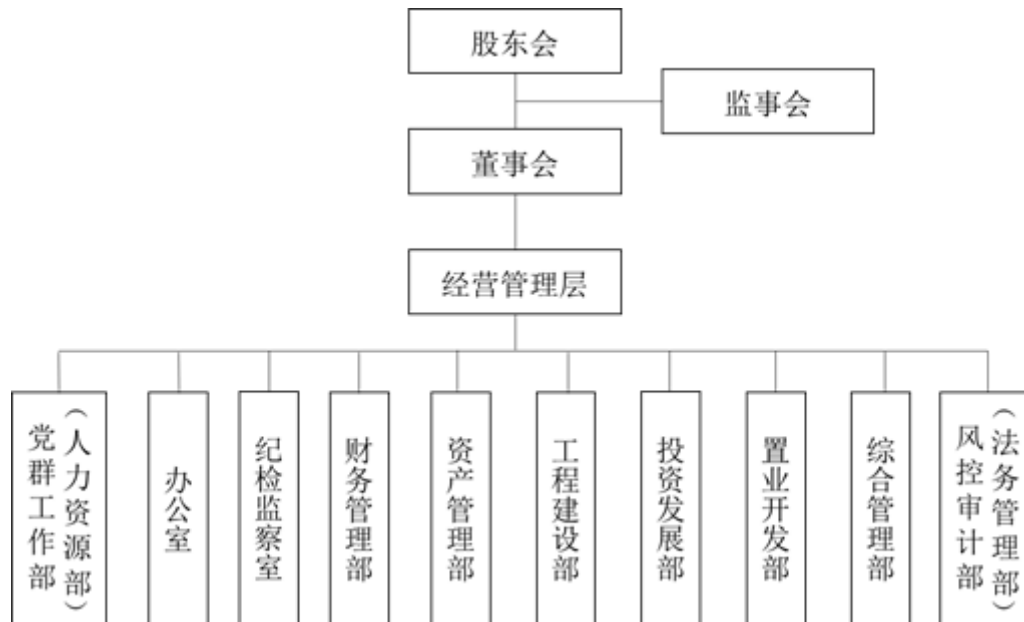
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了其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，具有较强的区域竞争优势，获得了较强的外部支持。近年来，公司主营业务经营稳定，资产、所有者权益和收入规模稳步增长，经营活动现金流表现较好。同时联合评级也关注到公司公用事业板块盈利能力较弱、其他应收款对资金形成一定占用及面临一定短期偿债压力可能对其信用水平带来的不利影响。

杭州市经济发展良好，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，公司面临较好的外部发展环境，营业收入有望保持增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 杭州市城市建设投资集团有限公司
组织结构图



附件 2 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	913.37	1,033.99	1,154.26	1,172.75
所有者权益（亿元）	376.99	429.25	446.74	455.73
短期债务（亿元）	120.10	112.33	133.30	125.41
长期债务（亿元）	175.06	195.19	240.09	245.53
全部债务（亿元）	295.17	307.52	373.39	370.94
营业收入（亿元）	155.69	186.24	229.07	60.31
净利润（亿元）	7.51	9.87	18.26	3.83
EBITDA（亿元）	30.41	38.37	51.35	--
经营性净现金流（亿元）	73.65	46.01	28.80	4.90
应收账款周转次数（次）	15.46	12.14	11.71	--
存货周转次数（次）	0.86	1.05	1.31	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.19	0.21	--
现金收入比率（%）	118.52	122.56	107.07	102.70
总资本收益率（%）	2.16	2.51	3.40	--
总资产报酬率（%）	1.94	2.24	2.86	--
净资产收益率（%）	2.03	2.45	4.17	--
营业利润率（%）	-0.17	1.65	2.39	1.53
费用收入比（%）	12.31	12.97	11.78	11.98
资产负债率（%）	58.73	58.49	61.30	61.14
全部债务资本化比率（%）	43.91	41.74	45.53	44.87
长期债务资本化比率（%）	31.71	31.26	34.96	35.01
EBITDA 利息倍数（倍）	1.58	2.86	3.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.12	0.14	--
流动比率（倍）	1.57	1.48	1.49	1.52
速动比率（倍）	0.98	0.95	1.08	1.04
现金短期债务比（倍）	1.04	1.06	0.96	1.02
经营现金流动负债比率（%）	25.55	14.22	7.80	1.34
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.61	0.77	1.03	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.52	1.92	2.57	--

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、本报告中 2015~2017 年财务数据均使用年末数据；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；5、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

附件 3 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)
本次公司债券偿债能力	
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 / 本次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 / 本次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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年杭州市城市建设投资集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

杭州市城市建设投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。杭州市城市建设投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注杭州市城市建设投资集团有限公司的相关状况，如发现杭州市城市建设投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如杭州市城市建设投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至杭州市城市建设投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送杭州市城市建设投资集团有限公司、监管部门等。

