

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1032 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“12杭城投债”AAA的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

杭州市城市建设投资集团有限公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 杭城投债	16 亿元	2012/04/25-2018/04/25	AAA	AAA

注：“12 杭城投债”目前剩余本金为 12 亿元。

跟踪评级时间：2015 年 6 月 26 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产（亿元）	136.70	130.96	125.52
资产总额（亿元）	806.53	846.11	890.48
所有者权益（亿元）	357.62	359.55	364.23
短期债务（亿元）	42.68	96.55	96.96
全部债务（亿元）	267.60	291.27	302.48
营业收入（亿元）	118.23	129.85	136.57
利润总额（亿元）	15.78	11.93	9.40
EBITDA（亿元）	39.68	35.98	35.35
经营性净现金流（亿元）	-19.99	16.51	23.89
营业利润率（%）	6.29	-0.61	-2.96
净资产收益率（%）	3.24	2.26	1.77
资产负债率（%）	55.66	57.51	59.10
全部债务资本化比率（%）	42.80	44.75	45.37
流动比率（%）	211.73	188.92	173.12
全部债务/EBITDA（倍）	6.74	8.10	8.56
经营现金流/流动负债（%）	-11.20	7.06	9.05

注：公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，将其调整至长期债务。

分析师

喻宙宏 黄静雯

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http://www.lhratings.com

评级观点

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”）是杭州市最大的城市基础设施投资、建设及运营主体，继续得到地方政府在财政资金方面的支持。公司主营业务经营良好，资产、所有者权益和收入规模稳定增长；同时联合资信也关注到受公用事业业务性质所限，以及公司房地产板块业务结构发生变化（经济适用房占比增加）、土地成本上升的影响，跟踪期内，公司盈利能力有所减弱。

受益于中国城市化进程的加快，城市基础设施建设行业前景良好。杭州市整体经济实力和财政实力持续增强，公司可持续获得杭州市政府的有力支持，进而支撑其良好的信用基本面。

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“12 杭城投债”信用等级为 AAA。

优势

1. 杭州市财政实力强劲，作为杭州市城市基础设施建设的主体，跟踪期内，公司持续获得政府有力的资金和政策支持。
2. 公司主业各个板块经营情况正常，公司资产和权益规模均有所扩大。
3. 2014 年，公司经营活动产生的现金流入量规模较大，对存续期内债券本息的覆盖程度高。

关注

1. 跟踪期内公司盈利能力有所降低，有息债务规模增大，债务负担持续上升。
2. 公司业务以公益性为主，跟踪期内房地产业务受房地产市场低迷和房产项目经营周期影响导致营业利润率持续下降。
3. 跟踪期内公司对外担保金额仍然较大，未来可能存在一定的或有负债风险，其他

应收款规模大，对公司的资金形成占用。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与杭州市城市建设投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与杭州市城市建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因杭州市城市建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由杭州市城市建设投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于杭州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”）前身是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“市委发【2003】58号”文件批准成立，注册资本65.00亿元人民币。2007年根据“杭政函【2007】101号”文件，公司更名为现名。截至2015年3月底，公司实收资本为65.24亿元。

公司是国有独资有限责任公司，受托管理并经营杭州市建委直属系统、市政公用系统、市直属房产开发单位（含市房管局所属房产开发单位）、杭州热电集团有限公司等单位的国有资产，及上述资产范围所涉及的城市资源和原城市建设口径每年投入的城市建设财政性资金。公司经营范围：负责杭州市区范围内的道路、桥梁、隧道等基础设施的建设和经营杭州市政府授权的国有资产；供水、供气、公交、垃圾处理、市政设施和城市道路周边地块土地同步开发；城市地下综合管线集约化统一开发、经营；城市道路周边广告经营；城市停车库经营、垃圾焚烧发电厂建设以及其他城市建设资源性资产开发、经营管理。

截至2014年底，公司拥有15家一级控股子公司。公司目前下设综合管理部、投资发展部、资产管理部、计划财务部、政治部、监察审计部和办公室等7个部门。

截至2014年底，公司合并资产总额890.48亿元，所有者权益364.23亿元；2014年实现营业收入136.57亿元，利润总额9.40亿元。

公司注册地址：杭州市中河中路 275 号；

法定代表人：王坚。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比

增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

城市基础设施建设行业现状

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设

施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

城市基础设施建设行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设

施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方

政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，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，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷

等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

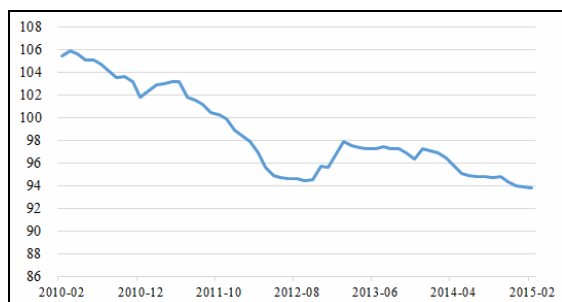
2. 房地产行业分析

房地产行业现状

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

图 1 2010 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷，国房景气指数逐月下降。2014 年 9 月以后，房地产调控政策有所放松，央行、银监会联合发文放松房贷利率和条件、支持符合条件的地方房企在银行间市场发行债务融资工具；放松限购的城市继续增多，截至目前，全国仅有 5 个城市限购尚未放松，包括北京、上海、广州、深圳和三亚。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2014 年，房地产开发投资 95036 亿元，比上年增长 10.5%。其中，住宅投资 64352 亿元，增长 9.2%；办公楼投资 5641 亿元，增长 21.3%；商业营业用房投资 14346 亿元，增长 20.1%。

表 1 2008~2014 年中国房地产开发投资完成情况（单位：亿元、%）

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额合计
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78
2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38
2014	64352.15	67.71	5641.19	5.94	14346.25	15.10	10696.02	11.25	95035.61

资料来源：国家统计局

从整体供应情况看，进入 2014 年，受到资金面偏紧，政策调控等多方面影响，全国地产投资有所放缓，2014 年商品房新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.7 个百分点；由于前期快速增长的房地产项目陆续完工，全年商品房竣工面积累计 107459.05 万平方米，同比增长 5.9 个百分点；2014 年商品房施工面积增速有所回落，全年商品房施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.2 个百分点。

从整体需求情况看，2014 年上半年房地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策趋紧情况下，行情低迷；下半年虽然限购和信贷政策有所放松，但需求观望情绪仍然严重。2014 年全年商品房销售面积 120648.54 万平方米，较上年同期下降 7.6%；其中，现房销售面积 28869.57 万平方米、期房销售面积 91778.97 万平方米。

表 2 2014 年中国主要房地产市场运行指标

（单位：万平方米）

指标	绝对数	同比增长（%）
房屋施工面积	726482.34	9.2
其中：住宅	515096.45	5.9
办公楼	29927.54	21.8
商业营业用房	94320.05	17
房屋新开工面积	179592.49	-10.7
其中：住宅	124877.00	-14.4
办公楼	7349.10	6.7
商业营业用房	25047.73	-3.3
房屋竣工面积	107459.05	5.9
其中：住宅	80868.26	2.7

办公楼	3144.18	12.7
商业营业用房	12084.08	11.3
商品房销售面积	120648.54	-7.6
其中：住宅	105181.79	-9.1
办公楼	2497.87	-13.4
商业营业用房	9074.88	7.2

资料来源：wind 资讯

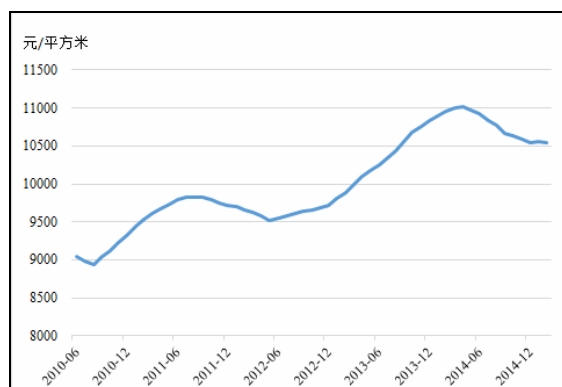
需求结构方面，2014 年商业营业用房销售依然保持增长趋势，而住宅和办公楼销售下降幅度较大，商业营业用房销售 9074.88 万平方米，同比增长 7.2%；住宅销售同比下降 9.1%，办公楼同比下降 13.4%。总体看商业地产受市场调整行情影响较小。

2014 年，房地产开发企业土地购置面积 33383.03 万平方米，比上年下降 14.00%，增速较上年下降 22.80 个百分点；土地成交价款 10019.88 亿元，同比增长 1.00%，增速下降 32.90 个百分点。

从房产价格看，2012 年房地产开发商大多采取优惠促销、“以价换量”的营销策略，上半年全国房价走势平稳；年中开始一线城市的率先回暖，北京、上海、深圳等城市房价开始小幅上涨；下半年，随着全国更大范围内的成交量，而供应面又相对偏紧，使得一、二线重点城市价格面临较大上涨压力，多地迎来“量价齐升”的发展趋势，全国百城价格指数从年初的 9696 元/平方米经历小幅下跌后企稳上升至年末的 9715 元/平方米。2013 年，全国商品房销售高位景气、量价齐升，市场成交情况也延续了 2012 年底的回升行情；全国百城价格指数从

年初的9812元/平方米单边上涨至年末的10833元/平方米。2014年以来,房地产市场出现了明显的调整;需求不足带动了房价的下调,全国百城价格指数呈现出来冲高回落的态势,从1月的10901元/平方米冲高至4月的11013元/平方米后单边下行至2014年12月的10542元/平方米。

图2 2010年6月以来全国百城价格指数变化情况



资料来源: wind 资讯

总体看,2014年由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响,房地产行业进入调整期,市场信心减弱,房地产企业投资增速减缓,全年住宅新开工等指标有明显弱化,部分地区房地产销售出现下滑,房地产市场较为疲软,而北上广深等一线城市,由于新增人口较多,房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重,针对不同城市,后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势,对于房价涨幅大的一线和少数二线城市,调控仍从紧,并增加中小套型商品房和共有产权住房供应,抑制投机投资性需求,促进房地产市场持续健康发展;而对于房地产市场持续低迷的城市,在不突破调控底线的前提下,适当微调当地调控政策以促进需求释放。

房地产行业政策

2014年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出,建设城镇保障性住房和棚户区改造住房3600万套(户),到2015年全国保障性住房覆盖面达到20%左右,重点发展公共租赁住

房,加快建设廉租住房,加快实施各类棚户区改造。

2014年4月22日,住建部发布《住房城乡建设部关于做好2014年住房保障工作的通知》,2014年全国城镇保障性安居工程计划新开工700万套以上,其中各类棚户区470万套以上;计划基本建成480万套,并加强保障性住房配套设施建设;探索发展共有产权住房,目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在2013年10月,北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自住型改善型商品住房建设的意见》,其中的自住型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014年9月30日,中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》;该通知放松了二套房认定标准,将有效提高购房群体数量,通知中明确提出“对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍,具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市,对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭,又申请贷款购买住房,银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划,向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时,为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力,提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金,专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”此次住房金融政策出台在百城房价连续5个月环比负增长和今年以来房

地产投资增速持续回落的背景下，体现了政府定向稳增长控风险的决心，有利于推动购房刚需和改善性需求入市，促使房地产市场交投活跃，缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧，改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况及房贷新政与货币政策配比情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响，房贷新政策效果有待观察。

2015年3月30日，中国人民银行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。同日，财政部和国家税务总局联合发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税。此次信贷政策和税收政策的调整，有助于进一步释放刚性需求，稳定房地产价格和房地产市场。

3. 区域经济环境

目前公司经营与投资的项目主要集中在杭州市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受杭州市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

根据《2014年杭州市国民经济和社会发展统计公报》数据，2014年杭州市实现地区生产总值(GDP)9201.16亿元，按可比价格计算，比上年增长8.2%。其中：第一产业增加值274.36亿元，第二产业增加值3858.9亿元，第三产业增加值5067.90亿元，分别增长1.8%、8.1%和8.5%。三次产业结构由上年的3.1:42.6:54.3调整为2014年的3.0:41.9:55.1。2014年，全市人均生产总值103757元，增长7.7%。

近年来，杭州市重视加快城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资增幅明显，2014年，杭州市全年完成固定资产投资4952.70亿

元，比上年增长16.2%，其中城市基础设施建设投资1005.53亿元，增长18%，主要是地铁建设力度加大及大江东、下沙、之江等新城的市政基础设施和公共服务设施项目建设加快所致。从产业投向看，第一产业投资19.07亿元，增长127.0%；第二产业投资915.25亿元，增长0.3%，其中工业投资913.4亿元，增长0.3%；第三产业投资4018.38亿元，增长20.2%。

近年来杭州市GDP总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2014年，杭州市地方财力持续增强，全年完成财政总收入1920.11亿元，比上年增长10.7%，其中地方公共财政预算收入1027.32亿元，增长8.7%，全市一般公共预算支出961.18亿元，增长12.3%，其中用于民生支出712.58亿元，增长13.3%，占财政总支出的74.1%，同比提高0.7个百分点，住房保障、医疗卫生与计划生育、科学技术等民生项目支出分别增长21.0%、15.3%和13.3%。行政经费有效控制。全市各类会议、活动分别减少16.0%和35.5%，“三公”经费下降37.1%。

总体看，杭州市作为浙江省的经济强市，经济发展势头良好，财政实力较强。杭州市地方财政收入的稳定增长为公司提供稳定的财政资金来源。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由杭州市政府（以下简称“市政府”）授权从事城建资产经营、资本运作和城市资源开发，是杭州市最大的城市基础设施投资、建设及运营主体，业务涵盖城市公交、供气、热电联产、供水、垃圾污水处理、市政基础设施建设及房地产开发等业务。

2. 企业规模与竞争力

公司下属子公司杭州市水务控股集团有限公司、杭州市燃气（集团）有限公司、杭州市公共交通集团有限公司等均为杭州市资产规模

最大的龙头企业，业务服务范围基本覆盖杭州各城区。从企业性质看，公交、水务、燃气等行业属于特许经营类的公用事业，具有自然垄断性，确保了公司公交、水务及燃气等企业在所处地域内具有较高的市场占有率，能维持稳定的自然垄断收入。此外，公司在房地产开发、市政道路建设、城建科研及建筑中介服务等方面也具备了较强的实力。

3. 政府支持

政府支持方面，作为杭州市政府城市基础设施建设的建设主体，公司继续得到了杭州市政府的资金支持。公司的公交、燃气、供水、排水、城市路桥等基础设施建设业务每年能获得大额财政拨款和补贴，用于各项业务的顺利开展。2014年公司收到政府补助（包含政府购买服务专项补助）和税收返还合计30.52亿元，体现在“营业外收入”科目；公司收到杭州市财政局划拨的价值1.14亿元的第二垃圾填埋场二期工程、财政拨款1.79亿元、背街小巷等工程竣工决算税后金额从长期应付款转入资本公积1.24亿元和公司收到循环经济和资源节约中央基建投资项目补助0.05亿元，体现在“资本公积”科目；抗灾抢险物资储备库经费0.01亿元，体现在“其他非流动资产”科目；收到地铁拆改补偿0.17亿元，体现在“其他非流动负债”。

六、管理分析

跟踪期内，公司人事及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

公司现有业务涵盖了公共交通、城市供水、供气、热电联产、市政工程、垃圾污水处理、房地产开发、建筑工程、科研设计等九大行业，主要隶属于公用事业、城建和置业三大业务板块。与此同时，市政府每年按原口径投入的城建资金、出让土地中的全部市政配套费以及三

分之一的级差地租等，均通过公司统一运作。

表3列出了公司2013~2014年的主营业务收入情况。跟踪期内，公司公用事业板块收入稳步增加；由于物业、房租收入大幅增长，置业板块收入有所增加；城建板块收入略有下降，与2013年基本持平；其他板块收入由于公司钢铁原材料销售收入（主要是整体钢材单价下降及公司为减少风险而紧缩业务量所致）大幅下降而有所减少。从收入构成变化来看，跟踪期内，公司公用事业板块和置业板块收入占比有所提升，城建板块和其他板块收入占比有所下降。

从毛利率来看，跟踪期内，公用事业板块平稳发展，毛利率基本维持不变；城建板块中代建项目毛利率变化不大，但由于工程施工及养护的毛利率上升较多（主要是2014年工程施工及养护收入较2013年新包含了配套费等摊销的收入所致），城建板块毛利率较上年有所提升；置业板块由于子公司杭州市居住区发展中心有限公司新结转2个经济适用房项目以及2014年子公司房开集团、钱江房产的卖出楼盘的拿地成本较2013年卖出楼盘的拿地成本大幅提高，该板块毛利率大幅下滑。受置业板块毛利率大幅下滑影响，公司2014年主营业务毛利率有所下降，从2013年的-0.82%下降到-1.87%。

表3 公司2013~2014年主营业务收入情况
(单位: 亿元、%)

项目	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公用事业板块	54.55	43.87	-20.96	62.67	47.24	-20.57
置业板块	22.21	17.86	71.99	24.60	18.54	33.53
城建板块	20.01	16.09	9.35	19.86	14.97	25.47
其他	27.58	22.18	9.64	25.54	19.25	15.88
合计	124.35	100	-0.82	132.67	100	-1.87

资料来源：公司审计报告

注：公用事业板块包括公交营运、天然气销售、热电蒸汽、自来水和垃圾处理等收入；置业板块包括商业地产、商品住宅、保障房、经济适用房和物业房租等收入；城建板块包括工程施工及养护、代建项目和建造合同等收入；其他主要包括商品销售、广告代理、地下管道使用权转让、租赁服务和其他等收入。

1. 公司经营

公用事业板块

公司从事的公用事业板块主要包括公交、水务、燃气、热电等，在所处地域内具有较高的市场占有率。

(1) 城市公交

目前杭州市地面公交市场基本由公司下属杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）垄断。公交集团下设 16 家分公司，拥有 21 家二级控股子公司和 15 家参股公司，注册资本 25000 万元。

跟踪期内，城市公交板块保持平稳发展，期末运营线路数量、总长度、期末运营车辆数等指标均小幅上升。公司 2013~2014 年的经营情况见表 4。但公交事业属于公共基础设施行业，公交票款采用成本定价的方式，由于燃油价格近几年持续偏高，目前公交集团运营成本仍高于票款收入，此部分差额由财政补贴补充。2014 年公交集团公交营运收入 13.14 亿元，较 2013 年增长 7.97%，公交集团运营收入稳步增长，公交营运毛利率基本维持不变。

总体来看，跟踪期内公交集团业务较为稳定，且公交集团运营成本和费用较高，政府财政支持的稳定性对公交集团具有较大影响。

表 4 2013~2014 年公交集团运营情况

项 目	2013 年	2014 年	同比增长 (%)
期末运营线路条数 (条)	582	606	4.12
期末运营线路总长度 (公里)	9732.16	10098.41	3.76
期末运营车辆数 (辆)	8213	8297	1.02
客运量 (万人次)	132367.86	138593.26	4.7
总行驶里程 (万公里)	43482.98	43791.11	0.71

资料来源：公司提供。

(2) 城市燃气

公司燃气业务主要由杭州市燃气（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。

近几年新增道路燃气管网数在 280 公里/年以上，到 2014 年底，公司已拥有较为完备的燃气管道输配设施，实现全年燃气销售收入 25.73 亿元，较上年增长 31.32%，主要是由于当年新增用户增长较多以及销售量增加所致。表 5 列出了 2013~2014 年燃气集团的经营情况。

表 5 2013~2014 年燃气集团运营情况

项 目	2013 年	2014 年	同比增长 (%)
天然气购入量 (万立方米)	67083.32	83250.65	24.1
天然气外供量 (万立方米)	67090.68	83192.63	24
天然气销售量 (万立方米)	66000.19	81654.54	23.72
液化气销售量 (吨)	40826.83	40150.22	-1.66
天然气累计用户数 (户)	752945	841429	11.75
累计罐装气居民净用户数 (户)	373516	372878	-0.17
燃气高中低压干管长度安装 (公里)	122.32	135.77	11.00

资料来源：公司提供。

2014 年公司燃气集团营业利润为 0.75 亿元，公司每年获得财政补贴收入。公司未来的发展目标是加快实现资本结构多元化，提升公司运作市场化，推进公司流程专业化，通过资源的优化配置，走专业化、市场化之路，实现快速扩张做大做强企业。燃气业务的发展将向杭州市域范围的大江东发展和产业延伸方向发展，主要是为了向产业链中游发展，建立 LNG 贸易体系。预计未来几年，随着以杭州为中心的浙江省天然气管网建设的推进，燃气集团管道燃气用户数和用气量仍会稳步增长，管网建设成本进一步摊薄，燃气集团收入规模有望稳步增长，盈利结构将得到改善。公司燃气业务长期前景看好。

(3) 城市热电

公司热电业务主要由杭州热电集团有限公司（以下简称“热电集团”）经营。热电集团供热范围主要集中在上虞精细化工园区、上海金山工业区、杭州临江工业区、丽水经济开发区水阁工业区，目前服务客户包括化工、医

药、纺织、食品、皮革等用热企业，用户结构多元化。跟踪期内，公司热电业务没有新投资项目，在建项目主要为宁海杭热热力项目和舟山杭热热力项目。两家企业首期热网建设已基本完成，但因下游热用户尚不成熟，同时受到上游国华电厂热力改造工程进度影响，两家企业都没有达到投产供热条件，尚未投产。预计2015年三季度正式投产。

2014年，公司热电板块实现营业收入为8.73亿元，较2013年略微减少（主要原因是2013年的热电蒸汽的收入中包含了煤炭销售收入，而2014年的煤炭销售放到了商品销售中统计），毛利率为45.50%，较2013年大幅提升，主要随着热电经营规模扩大，成本被摊薄以及热电集团调整了设备折旧年限使得成本下降所致。表6列出了热电集团2013~2014年份的经营数据。

公司热电集团未来将继续发展热电主业、同时向非煤领域拓展。在搞好经营管理的同时，推进企业改革改制工作，为企业上市努力。

表6 2013~2014年热电集团运营及收入情况
(单位: 万千瓦时、吉焦、户、%)

项目	2013年	2014年	同比增长(%)
发电量	29310.05	42243.89	44.13
供热总量	11381708	14738652.36	29.49
用户总量	256	330	28.91

资料来源: 公司提供。

(4) 城市水务

公司水务板块主要包括供水和污水处理两类业务。公司供、排水业务主要由下属全资子公司杭州市水务控股集团有限公司经营。截至2014年底水务控股集团下辖2家、参股1家企业，拥有员工1626余人。

公司供水业务主要由下属全资子公司杭州市水业集团有限公司（以下简称“水业集团”）经营。截至2014年底水业集团下辖11家生产销

售自来水的二级非独立核算企业。水业集团设计综合日供水能力为170万吨；供水管网总长度约4211.93公里，年供水量4.8亿立方米以上，管网水质综合合格率持续保持在99.47%以上，集团下属各厂实际出厂水浊度在0.39NTU以下。2014年水务集团用户总数达68.09万户，全年实现售水量4.21亿吨，平均日制水量132.19万立方米。

表7 2013~2014年水业集团运营及收入情况
(单位: 万立方米、户、%、千万时/千立方米)

项目	2013年	2014年	同比增长(%)
平均日制水量	133.24	132.19	-0.79
供水量	48471.41	48049.79	-0.87
售水量	40750.37	42061.56	3.22
自来水用户数	658311	680922	3.43
管网压力合格率平均值	100.00	100	0.00
管网水质综合合格率平均值	99.18	99.47	0.29
电耗平均值	349.77	351.13	0.39

资料来源: 公司提供。

2014年，公司供水业务实现营业收入为7.86亿元，较上年略微增长1.03%。由于主城区大型企业和工业企业逐步外迁以及化工路道路建设的工业用水大幅下降，2014年杭州市工业用水较2013年同比下降421.41万吨，降幅7.61%，以一般工业企业3.90元/吨的单价计算，工业用水下降导致售水收入下降1643.50万元。但由于2014年供水结构发生变化及供水平均单价上升，水业集团整体供水收入较2013年略微增长。

跟踪期内水业集团配合市物价局完成了杭州市区居民生活用水阶梯价格制度改革和非居民生活用水价格调整，杭州市区居民生活用水价格将由14年1.85元/立方米调整为0-216立方米为2.90元/立方米、216-300立方米为3.85元/立方米、300立方米以上为6.70元/立方米，新水价方案于2015年1月1日起正式实施。公司未来

供水收入可能有所增长。

公司污水处理业务主要由下属全资子公司杭州市排水有限公司（以下简称“排水公司”）承担。2014年排水公司处理城市污水4.16亿立方米，较上年维持不变，跟踪期内公司污水处理业务营业收入3.08亿元，较2013年增加20.31%，主要是2014年政府开始进行污水回购，按一定污水处理价格向排水公司进行回购所致。2014年城西污水处理厂启动通水调试，污水处理能力将增加至125万立方米/日，目前城西污水处理厂正在通水调试。

表8 2013~2014年排水公司运营状况
(单位: 万立方米)

项目	2013年	2014年	同比增长(%)
污水排放量	41606.37	41633.85	0.07
污水处理量	41606.37	41633.85	0.07
七格污水厂(含三期)	41606.37	41633.85	0.07

资料来源: 公司提供。

公司水务板块的总体发展目标是打造水务行业集投资、建设、运营和资本运作于一体的企业。

(5) 城市固废

公司固废处理业务主要指城市固体垃圾收集与处理，公司固废业务由杭州市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）承担，环境集团下辖杭州市固体废弃物处理有限公司（以下简称“固废公司”，注册资本6000万元，公司持股100%）和杭州市固废直运有限公司。集团主要业务有：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。环境集团2014年全年处理和填埋生活垃圾330.42万吨，较上年增长29.93%。公司固废处理业务中2014年垃圾处理营收4.08亿元，较2013年增长11.25%，2014年毛利率为22.66%，较2013年略微下降。

表9 2013~2014年公司固废板块经营情况
(单位: 万吨、万元)

项目	2013年	2014年	同比增长(%)
垃圾处理数	291.96	330.42	13.17
垃圾收费数	36521.06	37446.3	2.53

数据来源: 公司提供。

注: 表中数据新合并了子公司浙江天之岭环境服务有限公司

截至目前，天子岭垃圾填埋场北侧的第二垃圾填埋场（总库容2200万立方米，工程服务年限24.5年，平均日处理垃圾量2711吨）已经完成三期防渗铺膜工程建设和防渗材料仓库主体工程建设。环境集团目前新增两个项目，分别为厨余一期分选减量项目，目前已完成工程调试运行，进行试运行阶段；餐厨垃圾项目完成项目前期可研批复、环评批复、确定招标代理单位。

环境集团的未来发展以城市环境服务为中心，围绕固废“三化”处理进行产业价值链上下游和杭州市市内外延伸，建立城市清洁直运解决方案、固废合理处置与资源化利用解决方案和项目投资及运营管理输出三大业务板块，充分发挥产业链构建能力、资源整合能力、品牌拓展能力和技术创新能力，最终实现城市功能体、经济循环体、北秀景观体、环保生态体、科教示范体“五位一体”的现代化企业集团。为顺利实施集团发展战略，环境集团将重点主要放在加快主导产业升级、积极布局环境产业链、通过垃圾分类深挖减量化、加强集约化高效管理等方面。预计随着集团的产业延伸和升级，公司固废处理业务盈利能力有望提升。

置业板块（房地产板块）

目前置业板块主要下属公司包括：杭州市居住区发展中心有限公司（居住区中心，注册资本20000万元，公司持股100%）、浙江钱江房地产开发实业有限公司（钱江实业，注册资本10000万元，公司持股49%）、杭州市房地产开发集团有限公司（房开集团，注册资本5000

万元，公司持股 70%) 等。目前公司房地产业务主要包括经济适用房和商品房开发销售两大类，涉及到房地产开发与经营，安居工程开发、建设、管理，物业管理等多项业务。

公司 2013~2014 年房地产经营情况见表 10。跟踪期内该业务板块实现主营业务收入 24.60 亿元，较 2013 年增长 10.77%，主要是物业、房租收入大幅增加；毛利率为 33.53%，较 2013 年大幅下降，主要是子公司杭州市居住区发展中心有限公司新结转 2 个经济适用房项目以及 2014 年子公司房开集团、钱江房产的卖出楼盘（已结转收入）的拿地成本较 2013 年楼盘的拿地成本大幅提高所致。

表 10 2013~2014 年公司房地产经营情况
(单位: 万元、平方米)

项目	2013 年	2014 年	同比增长(%)
房地产开发完成投资	702270.34	530501.49	-24.46
房屋施工面积	3156224.58	1500984.7	-52.44
新开工房屋面积	587939.76	492013.1	-16.32
房屋竣工面积	424052.92	475296.51	12.08
房屋预售面积	519625.39	782172	50.53
汇总预售额	616263.91	1410908	128.95

资料来源: 公司提供

2014 年，受房地产行业整体低迷影响，公司整体房地产开发节奏较上年有所减慢，公司置业板块中房屋施工面积、新开工房屋面积和房地产开发完成投资较 2013 年均有所下降。

根据《杭州市人民政府办公厅关于进一步加强政府储备土地开发整理的实施意见》(杭政办【2006】7 号) 精神，杭州市土地储备中心准备与城建发展合作，由城建发展前期投资，进行大面积土地整理开发后，由土地储备中心挂牌出让土地，城建发展可获得开发投资总额 10% 以内的利润。目前集团公司正在开发的区块(项目) 有: 中北小学及地下车库、运河之星、钱塘府、望江府、钱江府、长兴橡树庄园一期、富阳悦墅、安吉新嘉园 B 区 C 组团、上海

青浦二期项目。截至 2014 年底，集团无新开工项目，预计 2015 年 7 月份，世纪之光项目(萧政储出[2014]45 号地块) 一期、侯潮府项目(杭政储出[2014]39 号地块) 建筑工程施工许可证办结，将正式开工建设。

未来公司将继续推进房地产企业股权多元化改制工作，通过出让部分股权的方式引入投资者，整合各房地产公司业务，提高整体竞争能力，在确保国有资产保值增值的前提下逐步实现市场化运作。

城建板块

目前城建板块经营涉及施工业和建筑业，其中施工业主要下属公司包括杭州市市政工程集团有限公司(市政集团公司，注册资金 6000 万元，公司持股 41%，属于关联企业) 和杭州市路桥有限公司(路桥公司，注册资金 2500 万元，公司持股 56%，属于子公司)，建筑业主要下属公司包括杭州建工集团有限责任公司(杭州建工，公司持股 27.55%，属于关联企业)。公司城建板块主要采取政府代建形式，施工主体与各级政府及相关业务主体签订代建合同，项目前期施工主体需要垫付资金，年底根据本年度施工业务量，按照合同规定与政府进行结算。

表 11 2013~2014 年公司城建经营情况
(单位: 平方米、万元、%)

项目	2013 年	2014 年	同比增长(%)
杭州建工施工面积	6145000	6950000	13.10
杭州建工竣工项目建筑面积	841100	1140000	35.54
路桥公司施工产值	81523	101302	24.26
市政集团施工产值	276753	252092	-8.91
市政集团中标工程额	332189	420925	26.71

数据来源: 公司提供

跟踪期内，城建板块中的工程施工及养护收入大幅增加，但由于代建项目收入更大幅度下降（主要是由于2013年土地出让比较集中，而2014年土地出让较少，使得2014年土地出让收入较2013年大幅下降，从而造成2014年代建项目收入中的土地整理费用较2013年大幅下降），公司该业务板块经营收入较2013年略微下降，当年实现19.86亿元，较上年下降0.75%。表11中所列指标除市政集团施工产值略微下降以外均较上年同期有所增长。

其他业务

公司还从事地下管线经营、城建广告开发和钢材销售等业务。

根据“杭城资【2004】14号”文，公司获准对杭州市区范围内地下管线进行统一建设和经营，公司拥有地下管网建设和经营的特许经营权。公司拥有杭州城区地下弱电线缆通道所有权，以一次收费每年分担的收费方式出让使用权获取收益，主要客户为电信运营商。近几年公司地下弱电线缆通道建设加快，管道长度大幅增加，收入增长较快；根据“杭城资【2004】14号”文，公司获准在资产经营公司投资形成的资产范围内，统一开发、建设、经营户外广告，以及杭州市区基础设施冠名权。公司户外广告资源主要集中于市政道路两侧，位置优越，价值较高，相对其他户外广告企业而言，具有突出的经营优势；根据“杭城资【2004】14号”文，公司获准对杭州市道路停车设施进行投资和经营。因停车设施投资较大，回收期较长，具有较强的行业进入壁垒，因此公司在该领域的竞争对手较少，公司将依靠自身融资体制上的优势，继续介入该行业，扩大市场占有率；根据“杭城资【2004】14号”文，公司获准经营由资产经营公司出资建设的市政道路和河道两侧以及绿地周边可开发地块的开发业务。

公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“管道公司”）承担了杭州市区地下强、弱电管线统一建设、经营、管理和维护服务工作，在强弱电管线建设和出让业务方面具有垄断地

位。自成立以来，管道公司相继承担了杭州“背街小巷”、“五纵六路”等重大城市基础设施建设项目中的弱电“上改下”工程，并积极参与强电管沟建设，在杭州城区400多条道路上铺设了弱电管道，孔公里长度约5000余公里。

经营模式方面，管道公司将弱电管线建成后将其经营权出让给中国移动、中国联通等电信运营商，公司保留弱电管线的所有权。2014年，公司新建地下弱电管线695孔公里，实现地下管道设施建设收入0.67亿元，较2013年下降9.46%。

随着城市化进程的深入，公司地下管线、公共停车、广告等业务未来发展空间较大，盈利水平趋好。

跟踪期内，公司下属子公司杭州城投投资有限公司（以下简称“城投投资”）钢材销售业务收入较2013年有所下降，使得公司其他业务板块收入较2013年有所减少，2014年其他板块业务收入25.54亿元。钢材销售业务主要是城投投资从上游采购螺纹钢、铁矿粉等材料，采用直销形式直接销售给下游客户。其供应商主要有浙江省物产金属集团，杭州杰澳钢铁公司等，下游客户主要有杭州建工集团、中交路桥集团等。2014年城投投资钢材采购材料为46.50万吨，销售量为46.45万吨。

总体看，随着公司四大业务板块的“业务协同、资源整合”，公司的竞争力得到提升。跟踪期内，公司各板块经营正常，总体经营稳定。但联合资信也注意到，受国家宏观经济形势影响，公司置业板块经营存在一定的不确定性。

八、财务分析

公司提供的2013及2014年合并财务报表已经由天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见。均出具标准无保留意见。公司2015年一季度报表未经审计。

截至2014年底，公司合并一级子公司15家，较2013年无变化，财务数据可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总额890.48

亿元，所有者权益364.23亿元；2014年实现营业收入136.57亿元，利润总额9.40亿元。

1. 盈利能力

公司作为杭州市政府的市政建设平台，社会效益职能大于经济效益职能，近三年，营业利润一直为负值，并处于不断增加趋势，利润总额主要依靠政府补贴。公司2014年实现营业收入136.57亿元，较上年增长5.17%。2014年公司期间费用占营业收入比例为16.54%，较上年增加2个百分点。受成本增长影响，2014年公司营业利润-21.50亿元，亏损较2013年的-13.44亿元继续扩大；同期，公司获得政府补贴收入为30.47亿元，较上年的25.37亿元有所增长，公司利润总额9.40亿元，较2013年下降21.16%。

从盈利指标看，受经营业务具有一定公益性的行业特点影响，公司整体盈利能力偏弱。2014年公司营业利润率为-2.96%，较上年的-0.61%持续下降，公司主业盈利能力较上年下滑，主要是盈利能力较强的置业板块毛利率大幅下滑所致，总资本收益率为2.50%，较上年略微上升0.02个百分点，净资产收益率为1.77%，较上年减少0.49个百分点，公司整体盈利能力下滑。

总体看，受行业性质影响，公司主要依靠置业板块和其他板块盈利，公司整体盈利能力偏弱，其收益水平受政府补贴的影响较大，随着置业板块毛利率的下降，公司整体盈利能力下降。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年公司经营性现金流入量230.89亿元，较上年238.59亿元有所减少，其中销售商品、提供劳务收到的现金141.03亿元，主要为天然气销售收入、公交运营收入、自来水销售收入、工程养护施工收入及补贴收到的现金；同期，公司经营活动现金流出量207亿元，主要是天然气销售成本、公交运营成本、自来水销售成本和工程养护施工成本，体现在“购买商品、接受劳务支付的现金”科目（合

计126.08亿元）；公司收到其他与经营活动有关的现金为89.73亿元，同时支出其他与经营活动有关现金为34.17亿元，主要为公司与政府、其他关联公司间往来款。2014年公司经营活动产生的现金流量净额合计23.89亿元，较上年有所好转，主要是购买商品、接受劳务支付的现金下降较多所致。

从收入实现质量指标看，受公司房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金下降影响，跟踪期内，公司现金收入比有所下降，2014年为103.27%，但公司收入实现质量仍然较好。

从投资活动看，2014年公司投资性现金流量为-23.74亿元，仍保持净流出态势，较2013年的-13.46亿元有所增加。虽然收回投资收到的现金（主要包含土地出让金的收回）有所增加，但投资支付的现金（主要是当年紫之隧道等工程款项的支出、股权投资及土地整理支出）较上年大量增加，导致投资性现金净流出量增加。

从筹资活动看，2014年公司筹资性现金流量为-4.37亿元，较上年的-11.02亿元有所改善，主要是公司取得借款收到的现金较上年增加较大所致。同期，公司现金充足，具有较强的偿债能力和再融资能力。

总体看，跟踪期内，公司的经营性现金流受公用事业、房地产业务、政府补贴及企业往来现金流入情况影响较大；同时，公司承担着杭州市基础设施建设的投资职能，投资和筹资规模受开工项目影响较大。2014年，公司经营活动净流量净额同比增长，投资净流出规模加大，但筹资活动前净现金流为正，使得公司筹资活动延续净流出状态。

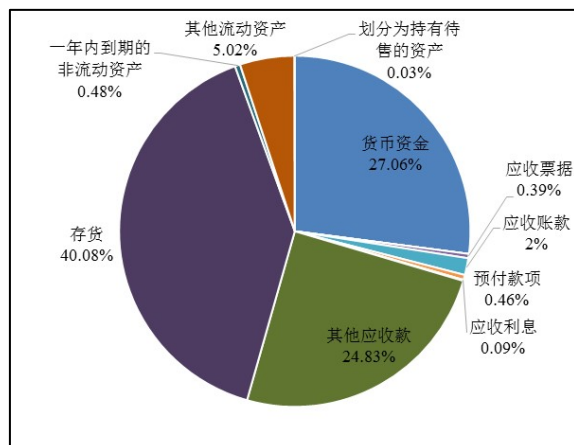
3. 资本及债务结构

截至2014年底，公司资产总额为890.48亿元，较2013年底增长5.24%，资产总额有所增长，主要来源于存货、其他流动资产和固定资产增加。从资产结构来看，流动资产占比51.33%，非流动资产占比48.67%。跟踪期内较上年变化不大。

截至2014年底，公司流动资产457.12亿元，

其中货币资金占27.07%、其他应收账款占24.84%、存货占40.09%，流动资产中货币资金占比较大，主要以银行存款为主，流动性资金充足。

图3 截至2014年底公司流动资产组成



数据来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金为123.72亿元，较上年底下降9.02%，其中银行存款占95.97%，受限货币资金占比较低。

截至2014年底，公司其他应收账款净额为113.50亿元，较上年底下降8.80%，主要是和关联企业的往来款减少，其中其他应收款净额账龄在1年内的占32.32%，较上年占比有所增加，1~2年的占17.67%，较上年占比有所下降，2~3年的占19.43%，较上年变化不大，3年以上占30.58%，较上年略微变化，公司已计提坏账准备1.34亿元。公司其他应收账款在流动资产中占比24.84%，占比较大，主要是其与政府、其他关联公司间的往来款。总体看，公司账龄分布较散，账龄较长，对公司资金形成一定占用。

截至2014年，公司存货为183.22亿元，较上年底增长9.51%。公司存货中开发成本为108.20亿元，占59.50%，主要是下属子公司在建的置业开发项目。公司存货中开发产品为37.40亿元，占比20.41%，主要是下属子公司的新增置业开发项目。

截至2014年底，公司其他流动资产合计22.96亿元，其中预缴税费0.91亿元、待抵扣增值税2.59亿元、银行理财产品19.45亿元，较上

年度大幅增加，主要是公司大量增持银行理财产品所致，2013年公司仅持有1.23亿元的银行理财产品。

截至2014年底，公司非流动资产为433.36亿元，资产占比小幅上升。其中固定资产占37.59%、在建工程占13.15%、其他非流动资产占34.98%，较上年变化不大。

截至2014年底，公司长期应收款为17.45亿元，较上年大幅提升，主要在杭州市紫之隧道建设工程BOT项目中，由于是政府回购项目，公司将2014年隧道的建设成本全部放在长期应收款，在2016年隧道竣工并开始运营时，公司会根据相关规定将投入资金与公司应得回购价的差额在运营期内分摊确认收益。

截至2014年底，公司长期股权投资为16.69亿元，较上年底减少16.62%，其中权益法核算下的长期股权投资由上年的13.44亿元增长为16.60亿元，增长23.51%，主要是公司增加了对杭州市千岛湖原水股份有限公司和杭州市天创水务有限公司等的股权投资，其他股权投资急剧减少，由上年的6.58亿元下降为0.1亿元，主要是公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年修订或新制定发布的《企业会计准则第2号——长期股权投资》等八项具体会计准则，对原持有的不具有控制、共同控制、重大影响，且其公允价值不能可靠计量的股权投资，由长期股权投资转入按成本计量的可供出售金融资产核算。

截至2014年底，公司固定资产为162.90亿元，较上年底增加11.20%，主要是房屋及建筑物、生产设备、机器设备及其他设备的账面价值增加所致。公司承担杭州市城市建设、水务、公交及固废等公共事业板块的经营业务，公司固定资产中基础设施的城建市政资产占比较大。固定资产中房屋及建筑物占比22.7%、道路资产占比39.46%、生产设备占比17.98%、机器设备占4.02%、运输工具占8.56%，公司固定资产中道路资产占比较上年底有所下降。

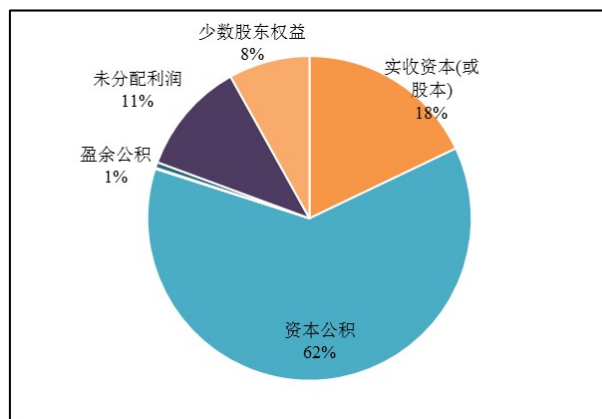
截至2014年底，公司在建工程57.00亿元，

较上年底减少0.71%，公司的下属公司在跟踪期内承担了公交、热电、水务、燃气等多项市内基础设施建设工程。

截至2014年底，公司其他非流动资产为151.61亿元，较上年底减少2.59%，主要系杭州市环境集团有限公司二埋厂一、二期项目及臭气治理工程本期竣工决算及清算金额与资本公积对冲。公司其他非流动资产主要包括公司及全资子公司杭州市城市建设发展有限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。拨付专项资金待项目竣工并经财政决算确认后公司会将其他非流动资产与资本公积进行对冲。

截至2014年底，公司所有者权益364.23亿元，较2013年底增长1.3%。公司所有者权益中实收资本和资本公积分别占17.91%和62.04%，稳定性较好，其中资本公积225.96亿元，较上年底减少1.02%，系杭州市环境集团有限公司二埋厂一、二期项目及臭气治理工程本期竣工决算，决算及清算金额（计入“其他非流动资产”科目）与“资本公积——财政拨入资产”对冲以及本期子公司杭州市城市建设发展有限公司对历年财政拨款进行清理调减资本公积1.48亿元。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。其构成主要由公司获得杭州市财政局拨付的城建维护建设项目资金组成。

图4 2014年底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司负债规模合计526.25亿元，较2013年底增长8.16%，其中流动负债占50.18%，非流动负债占49.82%，跟踪期内，公司负债结构由非流动负债为主变为流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债264.05亿元，较上年底增长12.87%，主要是短期借款、应付账款和其他应付款增长较快所致，其中短期借款占比10.04%、应付账款占比11.99%、预收账款占比11.62%、其他应付款占比30.66%、一年内到期的非流动负债占比23.81%。

截至2014年底，公司短期借款为26.52亿元，较上年底增长33.46%，主要是保证借款大幅增加和新增质押借款所致，其中53.4%是保证借款，36.72%是信用借款；截至2014年底，公司应付账款为31.65亿元，较上年底大幅增长74.74%，预收账款为30.69亿元，较上年减少15%；其他应付款80.97亿元，较上年增长46.39%，主要是公司与政府、关联企业往来款。

截至2014年底一年内到期的非流动负债62.88亿元，较上年底减少11.30%，其中一年内到期的长期借款28.52亿元，一年内到期的应付债券34.18亿元。

截至2014年底，公司非流动负债262.20亿元，较上年底增长3.79%，主要是长期借款增长及新增递延收益所致，其中长期借款占比61.12%、应付债券占比14.46%、专项应付款12.04%（主要为受公司承接杭州市政建设项目获取的财政专项拨款和公交场站建设资金等）及递延收益占比7.25%。

截至2014年底，公司长期借款160.25亿元，较上年底增加22.13%，主要是保证借款大幅增加所致。

截至2014年底，公司应付债券37.91亿元，较上年底减少33.20%，主要是05杭城建债和09杭城投债还本付息完成所致。

截至2014年底，公司长期应付款13.11亿元，较上年增加2.80%，主要是融资租赁款和官网专用款，分别占比56.18%和38.82%。

截至 2014 年底，公司专项应付款 31.56 亿元，较上年增加 12.68%，主要是公交场站建设资金、转塘公共租赁住房项目财政拨款、财政专项拨款和城建维护建设项目资金增加所致。

截至 2014 年底，递延收益 19.02 亿元，是公司新增科目，主要是 2014 年公司根据市国资委的要求按新准则格式披露年报所致。

从债务负担来看，截至 2014 年底，公司全部债务为 302.48 亿元，其中短期债务占 32.06%，长期债务占 67.94%，短期债务占比略微降低，有息债务结构配置合理。同时由于债务规模上涨带动债务指标上升，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 59.10%和 45.37%，均较上年底分别增长 1.59 个百分点和 0.62 个百分点；而债务结构的调整导致 2014 年底公司长期债务资本化比率较上年底增加 0.94 个百分点，为 36.07%。

总体看，跟踪期内，公司资产和所有者权益规模有所增长，负债和债务规模持续扩大，债务指标有所上升，但公司债务负担适宜，债务结构合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 173.12%和 103.73%，均较上年底进一步下降，主要是由于应付账款和其他应付款增加导致流动负债规模扩大所致，公司流动比率和速动比率适中。公司经营性现金流动负债比较上年进一步好转，2014 为 9.05%。同时考虑到充裕的货币资金，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 35.35 亿元，较上年减少 1.74%；受债务规模增加影响，全部债务 / EBITDA 为 8.56 倍，较 2013 年的 8.10 倍有所上升，长期偿债能力有所下降。总体看，公司整体偿债能力适宜。

截至2014年底，公司对外担保总额为52.19亿元，担保比例为14.33%，较去年有所下降，

对外担保主要情况见下表。公司对外担保主要为市属国有企业及下属区、县级市基础设施建设企业发行公司债券进行担保，以及对公司关联企业、联营企业进行的担保，目前被担保企业经营状况正常，但公司对外担保金额较大，未来可能存在或有负债风险。

表12 公司主要对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额
杭州市城建开发集团有限公司	133662.00
杭州市交通投资集团有限公司	120000.00
杭州华电下沙热电有限公司	92859.30
杭州市实业投资集团有限公司	35500.00
杭州市市政工程集团有限公司	23800.00
杭州建工集团有限责任公司	15000.00
杭州嘉浩房地产开发有限公司	15000.00
杭州市市区河道整治建设中心	13000.00
临安市城市污水处理有限公司	5000.00
临安市城建发展有限公司	5000.00
杭州绿能环保发电有限公司	3100.00
桐庐县国有资产投资经营有限公司公司	60000.00
合计	521921.30

资料来源：公司审计报告

5. 债券偿还分析

（1）债券概况

公司2012年4月25日发行了人民币债券16亿元（以下简称“12杭城投债”），债券期限6年，票面年利率5.90%，采用提前还本方式，在债券存续的第3、4、5、6年末分别按发行总额25%、25%、25%、25%的比例偿还债券本金，公司于2015年4月支付“12杭城投债”本金4亿元及利息0.944亿元。“12杭城投债”无担保。

（2）债券投资项目进展情况

“12杭城投债”募集资金16亿元，全部用于水务项目和城市基础设施项目的建设，即三墩北大型居住区R21-15地块经济适用房（廉租房）、杭州市闲林水库工程、杭州市九堡大桥及南北接线工程合计三个项目。截至2015年3月底，上述项目已按计划推进，募集资金16亿元已按项目进度投入上述三个项目中。

（3）偿债保证能力分析

2014年，公司EBITDA为35.35亿元，为“12杭城投债”剩余待偿还额的2.95倍，公司EBITDA对债券的保障能力强。

2014年，公司经营活动现金流入量为230.89亿元，为“12杭城投债”剩余待偿还额的19.24倍；经营活动产生的现金流量净额23.89亿元，为“12杭城投债”剩余待偿还额的1.99倍，由于2015年已分期偿付4亿元本金，加上经营净现金流的增长，经营净现金流对待偿还债券保障能力较去年有所提升。公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度高。

目前公司经营活动产生的现金流入量规模较大，对存续期债券本金的覆盖程度高。未来随着公司经营业务收入规模稳步增长，公司对于存续期内债券整体偿付能力有望进一步提高。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1033010200683920P），截至2015年3月，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

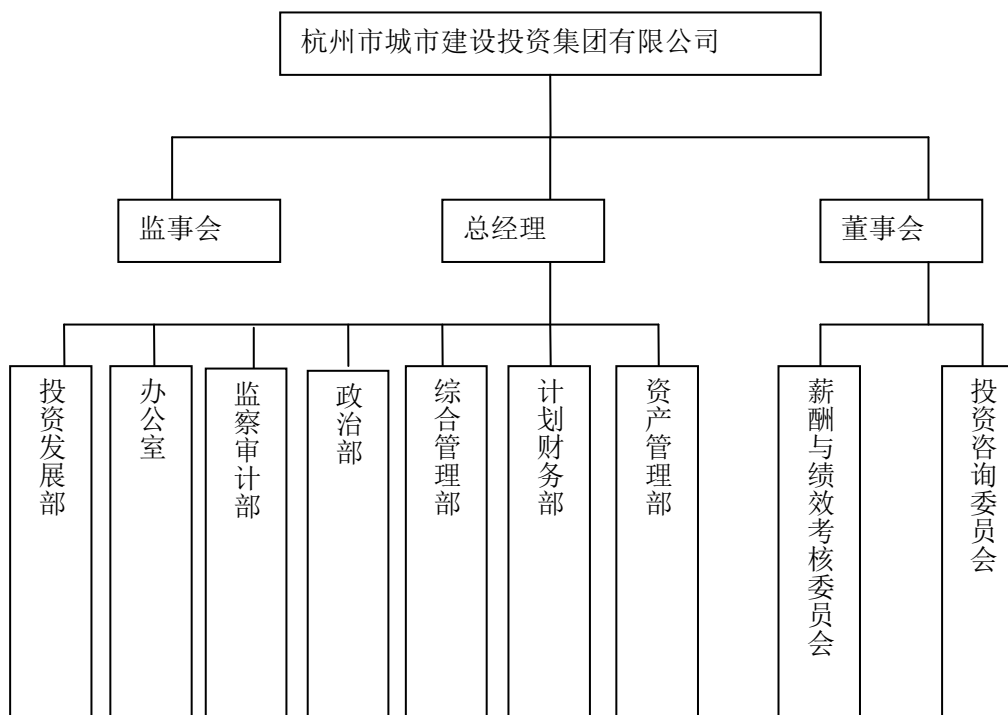
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及杭州市较强的区域及财力状况、杭州市政府对于公司在资金、政策等各项支持的综合判断，跟踪期内，公司整体抗风险能力强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“12杭城投债”AAA 的信用等级。

附件 1 截至 2014 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	136.70	130.96	125.52
资产总额(亿元)	806.53	846.11	890.48
所有者权益(亿元)	357.62	359.55	364.23
短期债务(亿元)	42.68	96.55	96.96
长期债务(亿元)	224.93	194.73	205.53
全部债务(亿元)	267.60	291.27	302.48
营业收入(亿元)	118.23	129.85	136.57
利润总额(亿元)	15.78	11.93	9.40
EBITDA(亿元)	39.68	35.98	35.35
经营性净现金流(亿元)	-19.99	16.51	23.89
财务指标			
销售债权周转次数(次)	16.59	15.83	15.30
存货周转次数(次)	0.87	0.84	0.78
总资产周转次数(次)	0.15	0.16	0.16
现金收入比(%)	96.67	107.11	103.27
营业利润率(%)	6.29	-0.61	-2.96
总资本收益率(%)	3.20	2.48	2.50
净资产收益率(%)	3.24	2.26	1.77
长期债务资本化比率(%)	38.61	35.13	36.07
全部债务资本化比率(%)	42.80	44.75	45.37
资产负债率(%)	55.66	57.51	59.10
流动比率(%)	211.73	188.92	173.12
速动比率(%)	134.76	117.41	103.73
经营现金流流动负债比(%)	-11.20	7.06	9.05
全部债务/EBITDA(倍)	6.74	8.10	8.56

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。