

信用等级公告

联合〔2019〕2744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贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年第一期公司债券进行了主动评级，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_{pi}，评级展望为“稳定”

杭州市城市建设投资集团有限公司拟发行的 2019 年第一期公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年第一期杭州市城市建设投资集团有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 10 亿元，其中基础发行
规模为 5 亿元，弹性配售额为 5 亿元

债券期限：10 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 12 月 23 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,033.99	1,154.26	1,237.94
所有者权益（亿元）	429.25	446.74	484.57
长期债务（亿元）	195.19	240.09	314.85
全部债务（亿元）	307.52	373.39	419.18
营业收入（亿元）	186.24	229.07	261.24
净利润（亿元）	9.87	18.26	17.15
EBITDA（亿元）	38.37	51.35	56.56
经营性净现金流（亿元）	46.01	28.80	27.82
营业利润率（%）	1.65	2.39	2.91
净资产收益率（%）	2.45	4.17	3.68
资产负债率（%）	58.49	61.30	60.86
全部债务资本化比率（%）	41.74	45.53	46.38
流动比率（倍）	1.48	1.49	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.14	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	3.80	3.74
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.84	5.14	5.66

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. 本报告中财务数据均使用年末数；4. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

评级观点

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“公司”）的评级反映了其作为杭州市规模最大的城市基础设施投资建设运营及公用事业建设、运营主体，具有明显的区域专营优势，且在资金注入和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。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，收入实现质量良好，经营获现能力强。同时，联合评级也关注到公司公用事业板块盈利能力有待提升、其他应收款和其他非流动资产对资金形成一定占用等因素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债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 杭州市经济快速发展，政府财力稳步提升，经济发展水平位居全国前列，为公司发展提供了良好的区域环境。

2. 公司作为杭州市城市基础设施建设和公用事业建设运营的主体，在资金注入和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

3. 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，在杭州市具有垄断地位，且经营获现能力强。

关注

1. 公司利润实现受政府补贴影响较高，自身盈利能力有待提升。

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

分析师

袁 琳

电话：010-85172818

邮箱：yuanl@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本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。

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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



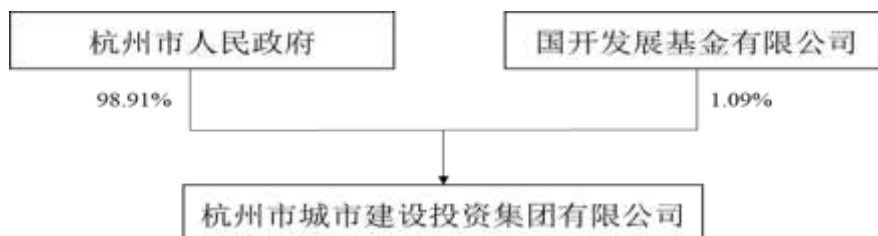
联合信用评级有限公司

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，公司更名为现名。2015年，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）向公司的杭州市第二水源输水通道工程项目拨付投资款0.60亿元；2016年，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；2015—2016年，公司共收到2.85亿元增资款。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年末，公司注册资本及实收资本均为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年末，公司本部设党群工作部（人力资源部）、办公室、财务管理部、资产管理部、工程建设部、投资发展部、置业开发部等11个职能部门（室），公司纳入合并范围子公司182家，合并口径在职员工25,016人。

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

公司住所：浙江省杭州市下城区仙林桥直街3号1501室。法定代表人：冯国明。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

国家发展和改革委员会于2019年11月下发批复文件（发改企业债券〔2019〕168号）同意公司发行不超过60亿元的公司债券。本期计划在批复额度内发行“2019年第一期杭州市城市建设投资集团有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券计划发行额为10亿元，其中，基

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。

础发行额 5 亿元，弹性配售额 5 亿元，期限 10 年。本期债券采用固定利率，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。

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，拟用于补充营运资金。

三、行业及区域经济环境分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

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

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

（2）行业政策

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

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

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政

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

表1 2018年以来与城投企业相关产业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194号）	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2019年6月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号）	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号）	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

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

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会

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

债务规模持续扩大，流动性压力较大

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

面临转型压力较大

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

（4）未来发展

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

2. 杭州市区域经济

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《2018 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年杭州市综合经济实力持续增强，杭州市全年实现地区生产总值 13,509 亿元，位列全国第 10 名，按可比价格计算，较上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 306 亿元，较上年增长 1.8%；第二产业增加值 4,572 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 8,632 亿元，较上年增长 7.5%。按常住人口计算，人均 GDP 为 140,180 元，较上年继续提高。三次产业结构调整为 2.3:33.8:63.9，服务业占 GDP 比重较上年提高 1.3 个百分点。2018 年，杭州市人均地区生产总值为 140,180 元。

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

基础设施建设方面，2018 年，杭州市基础设施投资增长 26.9%。2018 年末，杭州市主城区公共交通运营线路 378 条，其中新辟线路 11 条，优化线路 45 条；地铁运营里程 117.6 公里，在建里程

329 公里。

公用事业方面，2018 年杭州市电网投资 48.3 亿元，投产 110 千伏及以上输变电工程 40 项，投产变电容量 356 万千伏安、线路长度 747.4 公里；全市新能源装机容量 140.2 万千瓦，增长 36.9%；全市用电量 797 亿千瓦时，增长 8.0%。

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

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

总体看，杭州市区域经济快速增长，在全国位居前列，财政实力增强，为公司发展提供了良好的外部发展环境，未来随着杭州市“十三五”规划的不断推进，杭州市将进一步加大城市基础设施建设的投资力度，公司面临着良好的产业政策和投资环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是杭州市资产规模最大的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，并开展房地产开发和商品销售等经营性业务。

公司公用事业经营规模和实力不断壮大，公用事业覆盖杭州市各城区，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。2018 年，公司公用事业板块实现营业收入 74.64 亿元。

公司城市基础设施建设板块中，市政工程及养护的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。

公司通过下属子公司开展房地产开发业务，项目区域集中在杭州、上海、安吉、富阳、建德、安庆、黄山等城市，区位优势较为明显。经过多年发展，公司已经具备了较强的房地产开发实力，项目储备较为充足，房地产开发业务具有良好的持续性，公司房地产开发综合实力较强。

总体看，公司依托良好的外部区域环境，公用事业、城市基础设施建设以及房地产开发等核心业务板块经营规模大，业务前景良好，公司综合竞争实力强。

2. 人员素质

截至 2018 年末，公司董事、监事及高级管理人员共 10 人，公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

冯国明先生，1963 年生，曾任杭州市半山区石桥乡副乡长，康桥镇党委副书记、镇长，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，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。2015年6月起任公司党委书记、董事长。

李红良先生，1968年生，曾任余杭区百丈镇初级中学校长，余杭区黄湖镇党委副书记、纪委书记、镇长、党委书记，余杭区风景旅游局局长、党组书记、西溪湿地管理委员会党组书记，余杭区发展和改革局党委书记、局长、余杭区粮食局局长（兼）、余杭区物价局局长（兼），余杭区人民政府副区长，杭州市千岛湖原水股份有限公司党委书记、董事会董事、董事长。2019年3月起任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2018年末，公司合并口径在职员工合计25,016人。从文化素质看，硕士及以上学历占1.70%、本科学历占17.17%、大专学历占18.33%、大专以下学历占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

公司是杭州市人民政府下属国有企业，承担了杭州市城市基础设施建设投资以及城市公用事业运营的职能。公司在资金注入以及政府补贴方面得到了有力支持。

（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。

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

（2）政府补贴

公司公交、燃气和水务等公用事业每年均获得大额财政补贴，用于各项业务的顺利开展。2016—2018年，公司分别获得政府补助30.98亿元、35.02亿元和39.90亿元，主要是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。

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2018年末，公司递延收益中政府补助52.55亿元，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。

总体看，公司作为杭州市规模最大的城市基础设施和公用事业建设、运营主体，获得了有力的外部支持，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。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，股东会依法行使制定公司章程、委派和更换非职工代表担任的监事、外派财务总监等职责。

公司设董事会，公司章程约定其成员 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仅委派了 3 名非职工代表董事，公司董事会目前由 4 名董事组成，存在董事缺位的情况，公司已向杭州市人民政府申请尽早指派董事或者同意公司变更章程。

公司设监事会，公司章程约定其成员 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。截至本报告出具日，由于杭州市人民政府仅委派了 1 名监事，公司监事会目前由 2 名监事组成。

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、监事缺位，但人员配置能够满足经营与管理需要。

2. 管理体制

截至 2018 年末，公司本部设 11 个职能部门（室）。公司组织架构较为紧密，内控体系较为完善，制定并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，公司管理制度较为完善，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是杭州市规模最大的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。2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 18.44%，主营业务收入占比均超过 95%，公司主业突出。

从收入构成看，2016—2018 年，公司公用事业板块收入逐年增长，年均复合增长 11.61%，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，2016—2018 年，公司房产置业板块收入呈波动增长趋势，年均复合增长 11.79%，主要系商品住宅销售波动所致。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，2016—2018 年，城市基建板块收入逐年增长，年均复合增长 30.22%。公司商品销售收入包括建材销售收入及煤炭销售收入，2016—2018 年收入逐年增长，年均复合增长 22.54%。2016—2018 年，公司其他业务收入快速增长，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 2 2016—2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	59.92	33.41	-33.78	63.64	28.72	-31.66	74.64	29.58	-30.69
房产置业板块	40.60	22.64	27.51	62.52	28.21	27.18	50.74	20.11	28.72
城市基建板块	30.21	16.84	18.46	38.92	17.56	19.06	51.23	20.30	11.30
商品销售板块	31.22	17.41	4.85	35.87	16.19	4.68	46.88	18.58	4.33
其他业务	17.40	9.70	30.04	20.64	9.31	32.91	28.83	11.42	29.81
合计	179.35	100.00	1.81	221.58	100.00	5.74	252.32	100.00	3.20

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，公司公用事业板块受公交业务影响持续亏损。公司房产置业板块毛利率水平较为稳定。公司城市基建板块毛利率受结算项目的业务模式影响波动较大。同期，公司商品销售板块毛利率保持相对稳定。公司其他业务以各类经营性服务业务为主，毛利率始终维持在较高水平，为公司利润提供了良好补充。受上述因素影响，2016—2018 年，公司综合毛利率波动较大。

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 3 2016 - 2018 年公司公用事业板块收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	25.52	42.59	11.54	28.49	44.78	13.60	36.93	49.47	11.62
水务运营	16.93	28.26	20.50	16.74	26.30	13.84	18.81	25.20	20.41
公交运营	12.01	20.04	-228.96	12.48	19.62	-219.57	13.26	17.77	-239.72
垃圾处理	5.45	9.10	15.33	5.92	9.30	18.07	5.64	7.56	13.41
合计	59.92	100.00	-33.78	63.64	100.00	-31.66	74.64	100.00	-30.69

资料来源: 公司提供

燃气销售

公司燃气销售业务经营主体为全资子公司杭州市燃气(集团)有限公司(以下简称“燃气集团”)。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)。

2016—2018 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所致。2018 年, 由于浙江省物价局上调公司燃气采购唯一供应商的供气价格至 2.19 元/立方米(2017 年为 2.05 元/立方米), 公司毛利率水平下降至 11.62%。

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

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 4 2016 - 2018 年燃气集团运营情况 (单位: 亿立方米、万户、公里)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
天然气购入量	9.91	10.81	13.50
天然气外供量	9.90	10.83	13.52
天然气销售量	9.82	10.57	13.37
天然气累计用户数	103.35	116.00	126.03
燃气高中低压主干管新安装长度	139.50	138.00	141.79

资料来源: 公司提供

燃气销售方面, 2016—2018 年, 公司天然气累计用户数逐年增长, 燃气高中低压主干管新安装长度保持稳定, 燃气的销量相应逐年增加。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。2016 年 5 月, 杭州市物价局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。2018 年 11 月, 非居民用户燃气价格最高价格调整为 3.95 元/立方米(执行时间 2018.11.01—2019.03.31), 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。

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, 燃气业务收入稳定增长, 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。2016—2018 年，公司水务业务收入波动增长，2018 年水务业务收入为 18.81 亿元。同期，公司水务运营业务毛利率分别为 20.50%、13.84% 和 20.41%，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。

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，水务集团负责杭州市主城区（上城区、下城区、江干区、西湖区、拱墅区）的供水服务，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水领域具有较强的垄断优势地位。

截至 2018 年末，公司设计综合日供水能力为 197 万立方米，铺设各种口径管网总长度 6,050.43 公里。2016—2018 年，公司用户总数和供水量逐年增长，2018 年用户总数达到 103.65 万户，供水量增至 6.22 亿立方米，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保持在 100%。

表 5 2016—2018 年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	2016 年	2017 年	2018 年
平均日制水量	157.80	168.45	177.15
供水量	55,696.00	59,767.14	62,238.98
售水量	47,310.00	50,933.81	53,433.74
自来水用户数	88.90	95.66	103.65
漏损率	9.98	9.48	9.48

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 6 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
	非工业企业			2.65		1.75
非居民生活用水	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	5.35

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。

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。截至 2018 年末，水务集团年污水处理能力达 4.96 亿立方米。近年来，水务集团污水处理量和排放量均保持增长，长期处于超负荷运营状态。2018 年水务集团污水处理量和排放量均为 5.30 亿立方米。七格污水处理厂四期工程计划于 2019 年 6 月通水运行，设计污水处理规模 30 万吨/日，将对目前处于超负荷运营的污水处理业务提供产能补充。2018 年 7 月，七格污水厂污水处理收入和成本直接与杭州市城市管理委员会直接结算，收入和成本不再纳入公司核算，对公司未来收入造成一定影响。

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 7 2016 - 2018 年水务集团运营情况（单位：万立方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
污水排放量	46,553.15	51,320.48	52,954.12
污水处理量	46,553.15	51,320.48	52,954.12
其中：七格污水厂	21,728.36	23,141.12	23,061.86
七格污水厂三期	21,996.06	23,131.41	23,583.13
城西污水厂	1,061.96	1,349.72	1,747.57
建德污水	1,245.00	1,447.03	1,622.57
临安排水	521.77	2,251.20	2,938.99

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，但七格污水厂自 2018 年 7 月起收入和成本不再纳入公司核算，对公司未来污水处理量及收入造成一定影响。

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、大江东产业集聚区）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。

2016—2018 年，公司公交运营收入逐年微增，分别实现收入 12.01 亿元、12.48 亿元和 13.26 亿元。同期，公司公交运营业务持续处于亏损状态，2018 年毛利率为-239.72%。

表 8 2016 - 2018 年公司公交运营情况（单位：条、公里、辆、亿人次、亿车公里）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
运营线路数量	659	679	804
运营线路里程	10,998.74	11,045.49	13,508.94
运营车辆数量	8,152	8,273	9,405
客运量	13.87	14.38	14.71
总行驶里程	4.78	4.94	7.15

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公交集团运营 804 条公交线路，运营车辆 9,405 辆。2018 年，公司运营线路里程达 1.35 万公里，完成客运量 14.71 亿人次，总行驶里程 7.15 亿车公里，近三年，公司公交运营业务各项经营指标稳步增长。

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。2016—2018 年，公交集团收到政府购买服务专项补助收入 24.36 亿元、28.33 亿元和 33.90 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，2016—2018 年分别为 5.03 亿元、4.28 亿元和 3.04 亿元，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，持续经营亏损，但政府给予的政府补助金额有效缓解了公司业务经营压力。

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。

2016—2018 年，公司垃圾处理业务收入分别为 5.45 亿元、5.92 亿元和 5.64 亿元，2018 年公司垃圾处理收入较上年有所下降，主要系九峰焚烧厂启用垃圾焚烧，对公司业务形成分流，公司垃圾处理量减少所致。由于垃圾处理量下降，但垃圾处理业务成本较为固定，2018 年垃圾处理业务毛利率较上年下降 4.66 个百分点。

2018 年，公司垃圾年处理能力有所提升，主要系进行垃圾处理业务的子公司增加了 1 家所致。2018 年因九峰焚烧厂的启用对公司业务形成分流，公司年处理规模虽有所下降，但其产能利用率仍处于饱和状态。

表 9 2016—2018 年公司垃圾处理业务经营情况（单位：万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
年处理规模	430.02	502.24	486.00
产能利用率	173.00	202.00	152.07

资料来源：公司提供

总体看，公司垃圾处理量受业务分流影响有所下降，但公司垃圾处理业务处于饱和状态。

（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。2016—2018 年，公司房产置业板块营业收入有所波动，主要随商品房交付面积波动所致；毛利率水平较为稳定，近三年公司房产置业板块具体收入及毛利率构成如下表所示，本报告重点分析收入占比较高的商品住宅和保障房、经适房业务。

表 10 2016—2018 年公司房产置业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	30.02	73.95	30.69	54.94	87.88	27.03	40.09	79.01	33.80
保障房、经适房	4.90	12.08	10.09	5.16	8.25	13.06	8.34	16.43	-8.00

商业地产	5.09	12.53	21.21	2.04	3.26	57.73	1.99	3.91	73.01
物业、房租	0.58	1.44	65.03	0.38	0.61	76.27	0.33	0.65	73.40
合计	40.60	100.00	27.51	62.52	100.00	27.18	50.74	100.00	28.72

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发业务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（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。

房地产经营方面，2016—2018 年公司新开工面积逐年增长，2018 年新开工面积较上年增加系多个地块于 2017 年下半年取得，于 2018 年集中建设所致。同期，公司合约销售面积波动下降，合约销售金额相应变化。

表 11 2016—2018 年公司房地产经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	2.80	70.51	106.76
竣工面积	--	25.87	18.67
合约销售面积	23.08	27.87	20.93
合约销售金额	51.73	54.34	29.88

资料来源：公司提供

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

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

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

表 12 截至 2018 年末公司商品住宅在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

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

资料来源：公司提供

公司目前拟建的商品住宅项目共 3 个，分别为商业综合体悦荟 17°C 生活广场、越祥项目和臻园项目，计划总投资金额 41.07 亿元，均计划于 2019 年一季度开工建设，2019 年为拟建项目投资高峰期，计划投资 18.30 亿元。

土地储备方面，截至 2018 年末，公司暂无储备土地。

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

保障房、经济适用房

公司保障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，且与政府之间不存在保障房回购安排。经济适用房价格为政府指导价格，优惠部分的面积销售价格为 4,518 元/平方米，超出优惠部分的面积销售价格为 7,200 元/平方米。公司保障房主要依靠商铺和车位出售来平衡成本，2018 年仅有少量商铺及车位出售，因此毛利率水平大幅下降至 -8.00%。

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

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

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，在建项目不多且尚需投资规模不大，受政策影响无储备项目，未来收入规模将有所下降。

（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。2016—2018 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 13 2016—2018 年公司城市基建板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	21.89	72.46	21.87	18.84	48.40	24.37	22.00	42.94	16.16
代建项目	7.58	25.08	5.18	15.42	39.62	3.12	23.92	46.69	3.29
BOT 项目	0.74	2.45	53.53	4.66	11.98	50.30	5.32	10.38	27.21
合计	30.21	100.00	18.46	38.92	100.00	19.06	51.23	100.00	11.30

资料来源：公司提供

工程施工及养护

工程施工及养护收入主要来自路桥公司，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。近三年，公司工程施工及养护为城市基建板块的重要收入来源，收入呈波动增长趋势，主要随项目完工进度不同出现波动；同期，公司工程施工及养护业务毛利率呈波动下降趋势，2018 年毛利率较上年下降 8.21 个百分点，主要系原材料及人工成本上涨所致。

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。2016—2018 年，公司新签合同金额波动增长，2018 年公司新签合同金额较上年有所下降，以施工合同为主。

表 14 2016—2018 年公司工程施工及养护业务新签合同金额（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
养护合同金额	5.10	7.14	5.98
施工合同金额	4.00	10.30	9.31
合计	9.10	17.44	15.29

资料来源：公司提供

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

总体看，近三年公司工程施工及养护收入波动增长，2018 年由于原材料及人工成本上涨，毛利率有所下滑。

代建项目

公司代建项目仍主要采取两种模式：

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

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

账务处理方面，公司将长睦项目投资额计入“存货-代建项目”科目，杭州土储中心将土地挂牌出让后²，公司确认土地出让收入，并结转存货计入成本。

表 15 截至 2018 年末公司代建业务项目情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

² 2005 年，公司子公司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。

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

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

此外，截至 2018 年末，公司共涉及 16 个 PPP 项目，均作为社会资本方参与项目建设，公司控股的 SPV 公司均纳入合并范围。除杭州市上城区望江新城城市有机更新征收改造工程 PPP 项目外，其余 15 个项目已纳入财政部 PPP 项目库。PPP 项目总投资 340.59 亿元，投资规模较大，且公司 PPP 项目政府方主要为区县级政府，未来收益均以运营期的可行性补助及政府付费形式实现，PPP 项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对公司 PPP 项目收益实现产生较大影响。

表 16 公司代建业务项目情况（单位：亿元、年、%）

序号	项目名称	发起时间	所属行业	项目总投资	项目合作期限	政府方	SPV 公司持股比例	是否并表
1	浙江省杭州市余杭区良渚新城小洋坝安居点一、二期工程 PPP 项目	2017/07/03	保障性住房	24.77	10	余杭区人民政府	45	否
2	嘉善县保障性安居工程及绿化公园 PPP 项目	2017/04/27	保障性住房	24.90	15	嘉善县人民政府	70	是
3	拱墅区新文村城中村改造 PPP 项目	2017/01/10	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
4	杭州市下城区长木、草庵、沈家三村连片综合改造工程 PPP 项目	2016/4/12	市政工程	70.27	17	下城区人民政府	50	是
5	浙江省台州市路桥游艇小镇 PPP 项目	2017/5/22	政府基础设施	32.01	16	台州市路桥区金清镇人民政府	45	否
6	新昌县旧城改造工程	2017/8/18	政府基础设施	26.21	16	新昌县人民政府	45	否
7	杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工等工程 PPP 项目	2017/8/10	一级公路	31.68	22	富阳区财政局	80	是
8	浙江省开化县 351 国道龙游横山至开化华埠段公路工程（开化段）PPP 项目	2017/6/14	一级公路	15.66	15	开化县人民政府	51.11	是
9	S333（49 省道）永嘉桥下至桥头段改建工程和上瓯公路至 S223 省道连接线（水门路）工程 PPP 项目	2017/3/1	一级公路	22.96	16	永嘉县人民政府	80	是
10	浙江省杭州市富阳区金桥北路市政综合管廊工程 PPP 项目	2017/8/9	市政工程管网	13.82	23	富阳区财政局	60	是
11	杭州市上城区望江新城城市有机更新征收改造工程 PPP 项目	2016/3/22	保障性住房	17.88	10.5	上城区人民政府	公司持有 60%，子公司持有 28.9%	是
12	浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道二期 PPP 项目	2017/9/30	市政工程-公园	8.82	11	临安区人民政府	80	是
13	浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道三期 PPP 项目	2018/10/29	市政工程-公园	4.59	11	临安区人民政府	44	否

14	富阳区银湖水厂一期工程及千岛湖配水工程配套供水设施建设工程 PPP 项目	2018/09/21	市政工程-供水	14.59	32	富阳区人民政府	85	是
15	浙江省杭州市之江净水厂工程 PPP 项目	2018/10/26	污水处理	13.57	25	西湖区人民政府	100	是
16	浙江省丽水市景宁畲族自治县金村水库及供水工程	2017/10/30	水利建设-水库	5.27	15	景宁县人民政府	77.60	是
合计			--	340.59	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司代建收入逐年增长，但毛利率受结算项目影响波动下降，公司承接 PPP 项目较多，存在较大的资本支出压力，且所承接 PPP 项目政府方多为区县级政府，PPP 项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对公司 PPP 项目收益实现产生较大影响。

(4) 商品销售板块

2016—2018 年，公司商品销售业务收入逐年增长，主要包括建材贸易收入以及电力和煤炭销售收入。

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。

公司的钢材销售业务主要是从上游采购螺纹钢、铁矿粉等材料，采用直销形式直接销售给下游客户。2018 年，其前五大供应商分别为浙江才运贸易有限公司、杭州热联股份有限公司、上海热联钢铁贸易有限公司、河南鑫铖钢铁贸易有限公司、浙江物产金属集团有限公司，前五大供应商集中度为 72.47%，集中度较高。2018 年，公司前五大客户分别为中瑞物资有限公司、深圳市思贝克集团有限公司、浙江天迅物资有限公司、东莞市思贝克电子商务有限公司，前五大客户集中度为 55.61%，集中度较高。

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

总体看，公司商品销售业务收入稳定增长，毛利率水平保持稳定。

3. 在建项目

随着杭州市城市建设的不断发展，各公用事业业务有较大规模在建项目，截至 2018 年末，公司公用事业板块在建项目计划总投资额 59.63 亿元，已投资 32.61 亿元，项目建设资金来源主要为财政资金，2019—2020 年计划投资规模较大。

表 17 截至 2018 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	板块	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
七格污水处理厂四期工程（二期）	水务-污水	16.69	8.21	5.48	3.62	--
九溪水厂饮用净水改造工程	水务-供水	6.09	3.61	1.78	0.71	--
祥符水厂饮用净水改造工程	水务-供水	3.81	2.55	0.22	1.04	--
杭州市闲林水厂一期工程	水务-供水	9.54	3.30	2.56	1.84	1.84
第二水源输水通道工程九溪线	水务供水	2.62	1.50	0.41	0.71	--

三墩公交停保基地	公交	6.77	2.10	1.29	1.35	0.70
公交二公司停车保养基地迁建工程	公交	3.80	3.04	0.24	0.05	0.05
公交闸口停保基地迁建工程	公交	3.81	2.87	0.48	0.05	0.05
公共自行车工程	公交	6.50	5.43	0.39	0.29	0.28
合计	--	59.63	32.61	12.85	9.66	2.92

资料来源：公司提供

总体看，公司尚存较大规模在建项目，2019—2020 年计划投资规模较大。

4. 未来发展

从发展路径看，公司进一步强化集团管控职能，进一步做大做强核心产业，打造企业可持续发展的核心竞争力。此外，公司将进一步对接资本市场，着力推动类金融业务和上市工作。

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；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。

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。

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 2016—2018 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。公司提供的合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定编制。本报告中 2016—2018 年财务数据均使用年末数据。

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。2018 年，公司采用财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）相关规定，本次修订对公司的资产总额、净资产、营业收入和净利润均无影响。

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

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 9.42%。截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,237.94 亿元，较上年末增长 7.25%，主要系非流动资产增长所致。从资产结构看，公司资产

结构较为均衡，流动资产和非流动资产分别占 45.23%和 54.77%。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 8.20%。截至 2018 年末，公司流动资产 559.94 亿元，较上年末增长 1.69%。公司流动资产以货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产为主。

图 2 截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 25.31%。截至 2018 年末，公司货币资金 177.77 亿元，较上年末增长 46.99%，主要系融资规模扩大所致。公司货币资金中受限资金 1.82 亿元，主要为银行承兑汇票保证金，受限资金规模较小。

2016—2018 年，公司应收账款及应收票据逐年增长，年均复合增长 25.85%。截至 2018 年末，公司应收账款及应收票据 28.51 亿元（应收票据 3.03 亿元，应收账款 25.49 亿元），较上年末增长 26.44%。公司应收账款较上年末增长 28.02%，主要受业务规模扩大影响，公司应收账款账龄组合 26.82 亿元（占 97.93%），账龄以 1 年以内（占 80.38%）为主，计提坏账准备 1.91 亿元，计提比例为 6.96%。集中度方面，应收账款前五大欠款方占 7.31%，集中度较低。

公司其他应收款主要为市政项目前期代垫费用。2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 1.49%。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。截至 2018 年末，公司其他应收款 100.84 亿元，较上年末下降 12.75%，主要系收回部分工程款项和补助款项。公司其他应收款中单项计提坏账准备的账面余额 83.90 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 9.84 亿元，账龄在 1 年以内和 3 年以上的分别占该组合的 75.50%和 11.89%；关联方及无风险组合的账面余额 8.05 亿元；公司合计对其他应收款计提坏账准备 1.57 亿元，计提比例为 1.54%。截至 2018 年末，公司其他应收款前五名欠款方合计占 33.46%，集中度一般。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 18 截至 2018 年末公司前五名其他应收款情况（单位：亿元、%）

其他应收款应收对象	账面余额	占比
杭州市、区财政局	19.27	18.93
杭州市望江地区改造建设指挥部	5.50	5.40

太平石化金融租赁有限责任公司	3.96	3.89
杭州致烁投资有限公司	3.26	3.21
招银金融租赁有限公司	2.06	2.03
合计	34.05	33.46

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货波动下降，年均复合下降 1.57%。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。截至 2018 年末，公司存货 167.05 亿元，较上年末增长 9.60%，主要系开发成本增长所致，公司存货主要由开发成本（占 74.15%）和开发产品（占 12.49%）构成。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 1.37%，主要随公司购买的理财产品规模而波动。截至 2018 年末，公司其他流动资产 69.01 亿元，较上年末下降 29.25%，主要系银行理财产品规模下降所致，公司其他流动资产中银行理财产品占 68.67%。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 10.45%。截至 2018 年末，公司非流动资产 677.99 亿元，较上年末增长 12.06%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产以长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产为主。

图 3 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资，投资对象所属行业以市政公用类企业为主。2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 28.63%。截至 2018 年末，公司长期股权投资 48.42 亿元，较上年末增长 28.85%，主要系增加对合营、联营企业的投资 11.23 亿元所致。2018 年公司长期股权投资确认投资收益 3.31 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 48.35%。截至 2018 年末，公司投资性房地产 38.53 亿元，较上年末增加 16.80 亿元，主要系 2018 年新开工商业项目较多，转入投资性房地产项目增加所致，公司投资性房地产以成本法计量。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 9.09%。截至 2018 年末，公司固定资产 238.29 亿元，较上年末增长 6.04%，主要系房屋及建筑物和运输工具增加所致；公司固定资产原值

以道路资产（占 25.71%）、房屋及建筑物（占 21.55%）、管道资产（占 21.83%）为主，累计计提折旧 145.63 亿元，成新率为 62.27%，成新度一般。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 15.78%。截至 2017 年末，公司在建工程账面价值 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。截至 2018 年末，公司在建工程 102.16 亿元，较上年末大幅增长 60.24%，主要系公交、水务、环境治理等基础设施投入增加所致。公司在建工程以水务基础设施建设（占 27.36%）、公交基础设施工程（占 22.34%）和环境治理基础设施建设（占 17.22%）为主，项目建设资金来源主要为财政资金。

2016—2018 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 3.73%。截至 2018 年末，公司无形资产 45.93 亿元，较上年末增长 4.30%，主要系土地使用权增长所致。公司未对无形资产未计提减值准备。

2016—2018 年，公司其他非流动资产较为稳定。截至 2018 年末，公司其他非流动资产 153.62 亿元，较上年末下降 1.67%，主要系信托产品减少所致。公司其他非流动资产以拨出专项资金（占 98.10%）为主，系历年杭州市城乡建设委员会、杭州市计划委员会、杭州市财政局根据《杭州市城市维护建设计划》拨付的城建资金，拨付专项资金待项目竣工并经财政决算后再作相关账务处理，从“其他非流动资产”转入“固定资产”科目。

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

总体看，公司资产规模逐年增长，资产结构较为均衡，流动资产中货币资金充裕，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。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 11.61%。截至 2018 年末，公司负债合计 753.37 亿元，较上年末增长 6.48%，主要系非流动负债增长所致。公司负债结构较为均衡，非流动负债占 55.50%。

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 1.80%。截至 2018 年末，公司流动负债 335.25 亿元，较上年末下降 9.15%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 18.37%）、应付票据及应付账款（占 15.67%）、预收款项（占 18.13%）、其他应付款（占 31.12%）和一年内到期的非流动负债（占 8.06%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 14.56%。截至 2018 年末，公司短期借款 61.59 亿元，较上年末增长 15.83%，借款规模进一步扩大。公司短期借款以信用借款（占 77.90%）为主。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年下降，年均复合下降 3.41%。截至 2018 年末，公司应付票据及应付账款 52.54 亿元，较上年末下降 4.43%，其中应付账款 48.49 亿元，较上年末下降 5.61%，主要系偿还工程款所致。

2016—2018 年，公司预收款项波动下降，年均复合下降 5.17%。截至 2018 年末，公司预收款项 60.77 亿元，较上年末下降 10.69%，主要系预收的房款结转所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 2.44%。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。截至 2018 年末，公司其他应付款 104.32 亿元，较上年末下降 17.45%，主要系公司将收到的政府土地开发成本补偿款在完工前计入其他应付款，2018 年土地整理项目完工结算较多，冲销该科目所致。公司其他应付款中的银行账户透支户和短期资金拆借均为有息债务，已纳入短期债务核算。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 12.68%。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。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 27.02 亿元，较上年末下降 43.25%，主要系一年内到期的长期借款及长期应付款减少所致，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 12.91 亿元和一年内到期的应付债券 14.00 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 21.93%。截至 2018 年末，公司非流动负债 418.11 亿元，较上年末增长 23.52%，主要系长期借款及长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 41.34%）、应付债券（占 12.04%）、长期应付款（占 32.62%）和递延收益（占 7.54%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 37.17%。截至 2018 年末，公司长期借款 172.87 亿元，较上年末增长 46.25%，主要系抵押借款规模扩大所致。公司长期借款中保证借款、抵押借款和信用借款分别占 26.70%、25.78% 和 47.52%。从到期时间看，公司长期借款将于 2022 年到期规模较大，其他年度集中偿付压力较小。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 6.00%。截至 2018 年末，公司应付债券 50.35 亿元，较上年末增长 7.91%，主要系新发行“18 杭城 01”所致。假设“15 杭城建 MTN001”及“15 杭城建 MTN002”均未提前回售，公司将于 2022 年集中兑付债券金额 24.80 亿元。

表 19 截至 2018 年末公司存续债券情况（单位：亿元）

项目	余额	起息日期	发行期限
15 杭城建 MTN001	4.98	2015-07-16	5+2 年
15 杭城建 MTN002	4.98	2015-10-14	5+2 年
16 杭州城建 MTN001	4.96	2016-09-06	5+2 年
17 杭城建 MTN001	7.92	2017-07-17	5 年
17 杭城建 MTN002	6.92	2017-08-09	5 年
18 杭城 01	17.60	2018-09-20	3+2 年
债权融资计划	2.99	2017-08-02	3 年
合计	50.35	--	--

注：“15 杭城建 MTN001”“15 杭城建 MTN002”“16 杭州城建 MTN001”和“18 杭城 01”均附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：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 6.82%。截至 2018 年末，公司长期应付款 136.40 亿元（专项应付款 39.02 亿元，长期应付款 97.38 亿元），较上年末增长 17.49%；专项应付款较上年末增长 10.80%，主要系公交场站建设财政拨付资金增加所致；长期应付款较上年末增长 20.41%，主要系融资租赁款增加及收到 2018 年浙江省政府一般债券款项所致。截至 2018 年末，公司长期应付款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 亿元、融资租赁款 11.96 亿元及专项应付款 39.02 亿元（主要由转塘公共租赁住房、公交闸口停保基地迁建、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和管网固定资产等款项构成。2016—2018 年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长 52.78%。截至 2018 年末，公司递延收益 56.84 亿元，较上年末变化不大，主要由政府补助（占 92.46%）构成。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 744.29 亿元，较上年末下降 1.20%，变化较小。其中，公司流动负债占 45.38%，较上年末增长 0.74%；非流动负债占 54.62%，较上年末下降 2.76%，流动负债和非流动负债规模及构成变化均不大。

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 16.75%。截至 2018 年末，公司全部债务 419.18 亿元，较上年末增长 12.26%，来自于长期债务的增长；公司全部债务中短期债务金额 104.33 亿元（占 24.89%），长期债务金额 314.85 亿元（占 75.11%），以长期债务为主，公司长期债务到期期限较为分散，但 2022 年到期规模较大，存在一定集中偿付压力。从债务指标看，截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.86%、46.38%和 39.38%，分别较上年末下降 0.44 个百分点、上升 0.85 个百分点和上升 4.43 个百分点，公司债务负担一般。

总体看，近年来公司债务规模不断增长，债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担一般。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年稳定增长，年均复合增长 6.25%。截至 2018 年末，公司所有者权益 484.57 亿元，较上年末增长 8.47%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 425.63 亿元（占 87.84%），占比较上年末下降 2.33 个百分点，主要系 PPP 项目公司少数股东出资使得少数股东权益增长所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.44%、资本公积占 63.55%、未分配利润占 20.10%，构成较上年末变化不大。

2016—2018 年，公司资本公积分别为 260.67 亿元、259.44 亿元和 270.48 亿元，呈波动增长趋势。2017 年末，公司资本公积较上年末减少 2.37 亿元，系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所致。2018 年末，公司资本公积较上年末增加 11.04 亿元，主要原因为政府增资、房产评估增值、递延收益转资本公积综合影响所致。

总体看，近年来公司所有者权益稳定增长，归属于母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 18.44%。同期，公司营业成本快速增长，年均复合增长 17.74%，低于营业收入增幅。2016—2018 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 1.65%、2.39%和 2.91%。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长 13.65%。2018 年，公司期间费用 31.21 亿元，较上年增长 15.66%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中，管理费用 19.11 亿元（占 61.24%），较上年增长 12.38%，主要系人员薪酬费用增长所致；财务费用 7.58 亿元（占 24.29%），较上年增长 17.40%，主要系利息支出增长所致。2016—2018 年，公司期间费用占营业收入比例较稳定，分别为 10.80%、11.94%和 11.95%，考虑到公司将部分利息支出资本化处

理，公司期间费用控制能力一般。

从非经常性损益看，2016—2018 年，公司投资收益分别为 5.11 亿元、8.04 亿元和 8.50 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；2018 年投资收益较上年增长 5.73%，主要系持有可供出售金融资产获取的收益及委托贷款和理财收益增长所致。2016 年，公司营业外收入 31.86 亿元，以政府购买服务专项补助和其他各类政府补助为主。2017 年和 2018 年，公司将与公司日常活动相关的政府补助计入其他收益，分别为 34.94 亿元和 38.55 亿元；2017—2018 年，公司营业外收入分别为 1.89 亿元和 2.33 亿元，主要是赔偿收入和与公司日常活动无关的政府补助。2018 年，公司其他收益和投资收益占营业利润的比重分别为 181.48%和 40.03%，对公司营业利润的贡献程度很高。

2016—2018 年，公司净利润有所波动，分别为 9.87 亿元、18.26 亿元和 17.15 亿元。

从各项盈利指标来看，2016—2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所波动。2018 年末上述指标分别为 3.08%、2.67%和 3.68%，分别较上年下降 0.32 个百分点、0.19 个百分点和 0.49 个百分点，受行业特点影响，公司盈利能力偏弱。

总体看，公司营业收入逐年增长，但受行业特点影响，公司盈利能力有待提升，投资收益和政府补助对公司利润形成重要补充。

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，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 12.01%，2018 年公司经营活动现金流入 440.77 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 7.71%，2018 年为 264.78 亿元，较上年增长 7.95%，主要系公司收入规模扩大，现金流入相应增长所致。2016—2018 年，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 19.60%，2018 年为 175.60 亿元，主要为与政府、其他公司之间的往来款、借款及财政补贴。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 16.30%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金年均复合增长 15.57%，增幅高于销售商品、提供劳务收到的现金。2016—2018 年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 87.82 亿元、136.33 亿元和 129.21 亿元，主要为支付的土地整理款、与政府及其他公司之间的往来款、借款。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 46.01 亿元、28.81 亿元和 27.82 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，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 122.56%、107.07%和 101.36%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长 22.48%，2018 年为 285.52 亿元。同期，公司收回投资收到的现金快速增长，年均复合增长 23.04%，2018 年，公司收回投资收到的现金为 243.96 亿元，较上年增长 21.11%，主要系收回的理财产品规模较上年增加所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 11.66%，2018 年为 321.18 亿元，其中，公司投资支付的现金 207.31 亿元。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -67.26 亿元、-68.77 亿元和 -35.66 亿元，持续净流出。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 150.63 亿元、206.13 亿元和 239.24 亿元，2018 年公司筹资活动现金流入较上年增长 34.06%，主要系 PPP 项目公司成立吸收投资规模扩大及公司收到国开行贷款、子公司发行短期融资券（计入“其他收到与筹资活动有关的现金”）综合影响所致。同期，公司筹资活动现金流出分别为 138.50 亿元、158.67 亿元和 173.68 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 11.98%；其中，偿还债务支付的现金分别为 111.23 亿元、131.71 亿元和 126.99

亿元。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为12.13亿元、47.46亿元和65.56亿元，随着公司在建项目的推进，公司对外部资金需求有所增加。

总体看，近年来公司收入实现质量良好，经营活动产生的现金流量净额规模逐年下降，但持续为净流入状态。公司投资活动现金流入流出量均保持较大规模，随着公司在建项目的逐步推进，公司存在一定的外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所增长。截至2018年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.67倍、1.17倍和1.76倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长21.41%，分别为38.37亿元、51.35亿元和56.56亿元。2018年公司EBITDA为56.56亿元，较上年增长10.14%，主要系折旧和摊销增长所致。2018年公司EBITDA由利润总额（占39.81%）、计入财务费用的利息支出（占16.55%）、折旧（占33.90%）和摊销（占9.74%）构成。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为2.86倍、3.80倍和3.74倍，EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.14倍和0.13倍。整体看，公司长期偿债能力强。

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

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

截至2018年末，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1033010200683920P），截至2019年11月7日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力指标强，融资渠道畅通，或有负债风险可控，公司作为杭州市规模最大的城市基础设施投资建设运营及公用事业建设、运营主体，区域专营优势明显，在资金注入和财政补贴方面持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

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

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券设置弹性配售选择权，若启动弹性配售，本期债券发行规模为10.00亿元，分别相当于2018年末公司长期债务和全部债务的3.18%和2.39%，本期债券的发行对公司现有债务规模影响程度小。

以 2018 年末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 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 61.66%、46.97%和 40.13%，较发行前分别上升了 0.81 个百分点、0.59 个百分点和 0.73 个百分点，债务负担稍有加重，但仍处于可控水平。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 56.56 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 5.66 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较好。2018 年经营活动产生的现金流入 440.77 亿元，为本期债券发行额度的 44.08 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。公司 2018 年末现金类资产 184.05 亿元，为本期债券发行额度的 18.41 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，公司对本期债券的偿还能力极强。

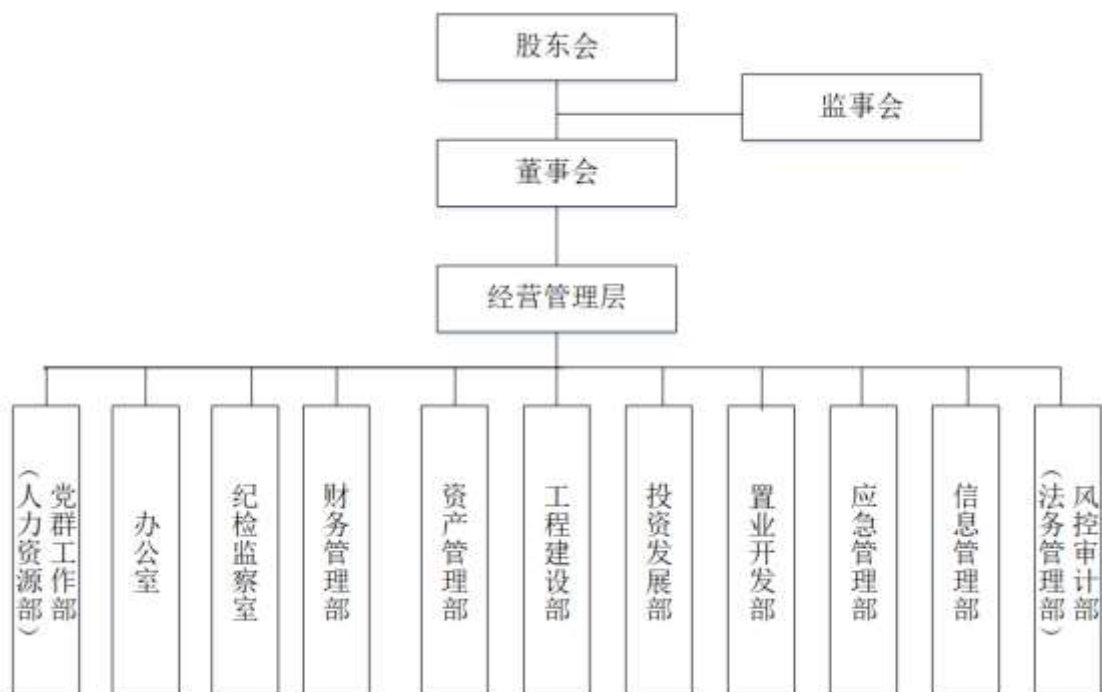
九、综合评价

公司作为杭州市资产规模最大的城市基础设施投资建设运营及公用事业建设、运营主体，具有明显的区域专营优势，且在资金注入和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。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，收入实现质量良好，债务负担一般。同时，联合评级也关注到公司公用事业板块盈利能力有待提升、其他应收款和其他非流动资产对资金形成一定占用等因素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债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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（截至 2018 年末）



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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,033.99	1,154.26	1,237.94
所有者权益（亿元）	429.25	446.74	484.57
短期债务（亿元）	112.33	133.30	104.33
长期债务（亿元）	195.19	240.09	314.85
全部债务（亿元）	307.52	373.39	419.18
营业收入（亿元）	186.24	229.07	261.24
净利润（亿元）	9.87	18.26	17.15
EBITDA（亿元）	38.37	51.35	56.56
经营性净现金流（亿元）	46.01	28.80	27.82
应收账款周转次数（次）	12.14	11.71	10.73
存货周转次数（次）	1.05	1.31	1.55
总资产周转次数（次）	0.19	0.21	0.22
现金收入比率（%）	122.56	107.07	101.36
总资本收益率（%）	2.51	3.40	3.08
总资产报酬率（%）	2.24	2.86	2.67
净资产收益率（%）	2.45	4.17	3.68
营业利润率（%）	1.65	2.39	2.91
费用收入比（%）	10.80	11.94	11.95
资产负债率（%）	58.49	61.30	60.86
全部债务资本化比率（%）	41.74	45.53	46.38
长期债务资本化比率（%）	31.26	34.96	39.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	3.80	3.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.14	0.13
流动比率（倍）	1.48	1.49	1.67
速动比率（倍）	0.95	1.08	1.17
现金短期债务比（倍）	1.02	0.96	1.76
经营现金流动负债比率（%）	14.22	7.80	8.30
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.84	5.14	5.66

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. 本报告中财务数据均使用年末数；4. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

附件 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)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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+应付短期债券+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。