

杭州市城市建设投资集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2026〕3850号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市城市建设投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“19 杭投 01/19 杭城投债 01”“20 杭投 01/20 杭城投债 01”“21 杭城 02”“22 杭城 01”“22 钱投债/22 钱投债 01”“23 杭城 01”“24 杭城投 MTN002A”“24 杭城投 MTN002B”“24 杭城投 MTN003A”“24 杭城投 MTN003B”“24 杭城 01”“24 杭城 03”“24 杭城 04”“24 杭城 05”“25 杭城 01”“25 杭城 02”“25 杭城 03”“25 杭城 04”“25 杭城 05”“25 杭城 06”和“26 杭城 01”信用等级为 AAA，维持“25 杭城 K1”信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

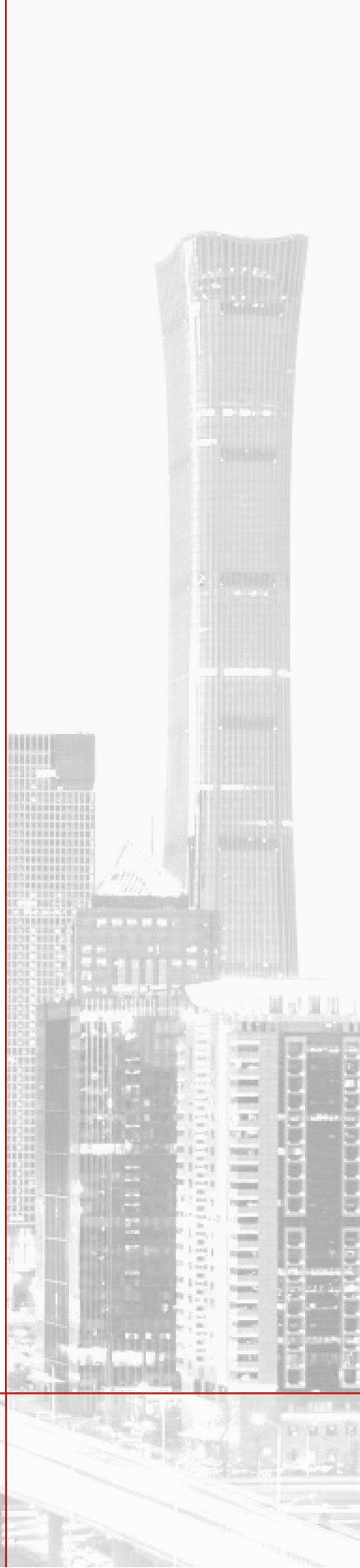
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



杭州市城市建设投资集团有限公司 2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
杭州市城市建设投资集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/24
19 杭投 01/19 杭城投债 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
20 杭投 01/20 杭城投债 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 杭城 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 钱投债/22 钱投债 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城投 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城投 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城投 MTN003A	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城投 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城 03	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城 04	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 杭城 05	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 03	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 04	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 05	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 06	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 杭城 K1	AAA _{sti} /稳定	AAA _{sti} /稳定	
26 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，市政公用核心业务已覆盖杭州市全域，公司区域地位突出，业务持续性很强。经营方面，公司市政公用板块经营获现能力强，但公益属性很强，业务经营亏损，政府予以适当补贴；建设施工与管理板块中 PPP 项目资金回收周期长，项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对项目回款实现产生较大影响；房地产板块中存量商品住宅和商业地产基本已进入销售尾声，整体去化率尚可；能源板块中机电制造与销售业务行业地位领先，但板块收入和毛利率均有所下降；此外，在建项目未来投资规模大，存在一定的资金支出压力，需关注项目后续资金平衡情况。财务方面，公司货币资金充裕，对外投资可获得较好的投资收益及现金股利，资产质量较高，但应收类款项规模较大，对资金形成一定占用；近两年营业总收入和利润总额持续下降，投资收益和政府补助对利润贡献大；得益于收回做地款等因素，公司债务规模波动下降，债务期限结构良好，备用流动性充足，整体偿债能力很强，但存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持：杭州市是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，产业布局丰富且多元化，政府支持能力极强。公司承担产城、水务、公交、能源、安居、城建、置业及投资板块等八大主责主业，在产业带动、就业及税收等方面的社会贡献很大，业务可替代性很弱，持续在资金划拨、股权注入及政府补贴等方面获得政府的有力支持。

评级展望

杭州市未来发展潜力较大，公司后续仍将在区域发展中发挥关键作用，经营地位稳固，有望持续获得政府的有力支持，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司债务负担明显加重，核心资产被划出，政府支持程度大幅减弱。

优势

- **经营环境良好。**杭州市是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，产业布局丰富且多元化，并向产业基础高级化和产业链现代化方向发展。2025 年，杭州市实现地区生产总值 23011 亿元，同比增长 5.2%；一般公共预算收入完成 2693.2 亿元，同比增长 2.0%。
- **区域地位突出，市政公用板块具有区域专营优势。**公司是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，承担产城、水务、公交、能源、安居、城建、置业及投资板块等八大主责主业，公司市政公用板块涵盖了天然气销售、公交运营、垃圾处理、自来水及原水等业务，在杭州市具有区域专营优势。
- **持续获得有力的外部支持。**公司持续得到股东在资金划拨、股权注入和财政补贴等方面的有力支持。2023—2025 年，公司收到股东无偿注入的公租房等资产 450.18 亿元，收到无偿划转的股权 246.25 亿元。此外，公司将收到的各类项目建设或市政公用经营补助确认为递延收益，2025 年底余额为 99.72 亿元，其中 2025 年收到 7.05 亿元。
- **资产质量较高，经营获现能力强。**公司货币资金充裕，市政公用类固定资产经营获现能力强，对外投资可获得较好的投资收益及现金股利，整体资产质量较高。
- **再融资能力强。**公司再融资环境良好，融资方式包括银行借款、债券融资以及政府专项债券等，融资渠道通畅且多元化；与多家大型银行建立良好的合作关系，备用流动性充足。

关注

- **资金存在一定占用。**截至 2025 年底，公司应收类款项规模较大，对资金形成一定占用。
- **PPP 项目投资回收存在不确定性。**公司 PPP 项目整体投资规模大，投资回收受项目运营及涉及的政府方财力变化情况影响较大。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

[科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月对《城市基础设施投资企业信用评级方法与模型》《外部支持评估方法》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

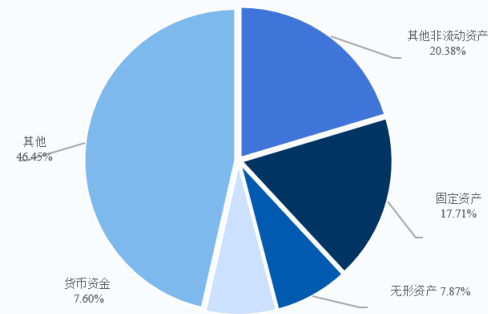
合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	337.47	306.90	346.76	316.52
资产总额（亿元）	2975.18	3027.59	3153.50	3156.03
所有者权益（亿元）	1340.01	1319.57	1377.12	1383.94
短期债务（亿元）	279.03	231.00	230.21	199.91
长期债务（亿元）	831.89	833.17	778.77	813.63
全部债务（亿元）	1110.91	1064.17	1008.98	1013.54
营业总收入（亿元）	645.29	607.66	571.96	155.79
利润总额（亿元）	32.87	30.72	27.04	5.06
EBITDA（亿元）	119.27	124.75	128.25	--
经营性净现金流（亿元）	43.47	36.82	131.88	-14.05
净资产收益率（%）	1.85	1.93	1.49	--
资产负债率（%）	54.96	56.42	56.33	56.15
全部债务资本化比率（%）	45.33	44.64	42.29	42.28
现金短期债务比（倍）	1.21	1.33	1.51	1.58
EBITDA 利息倍数（倍）	2.88	3.01	3.35	--

公司本部口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1385.70	1526.42	1590.90	1584.03
所有者权益（亿元）	959.78	1026.09	1031.42	1032.49
全部债务（亿元）	266.03	260.39	246.75	241.14
营业总收入（亿元）	5.13	6.22	3.57	0.25
利润总额（亿元）	10.24	12.06	3.29	1.08
资产负债率（%）	30.74	32.78	35.17	34.82
全部债务资本化比率（%）	21.70	20.24	19.31	18.93
现金短期债务比（倍）	1.69	1.41	7.93	19.24

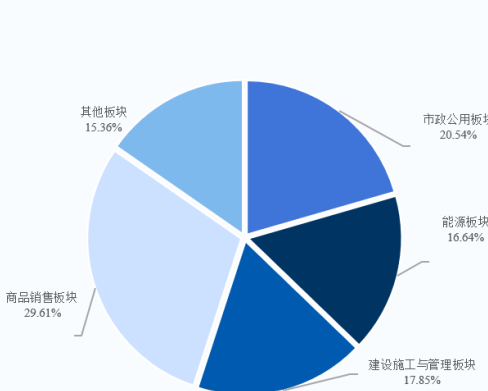
注：1. 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告合并口径将其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息部分纳入全部债务进行核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

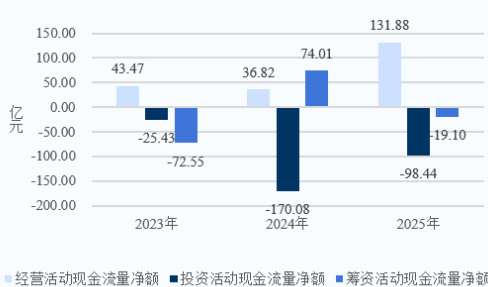
截至 2025 年底公司资产构成情况



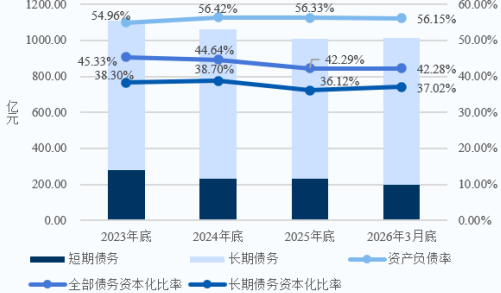
2025 年公司营业总收入构成情况



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
19 杭投 01/19 杭城投债 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2029/12/30	--
20 杭投 01/20 杭城投债 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2030/12/10	--
21 杭城 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/12/13	偿债保障措施承诺
22 杭城 01	18.00 亿元	18.00 亿元	2032/08/29	偿债保障措施承诺
22 钱投债/22 钱投债 01	30.60 亿元	30.60 亿元	2029/07/11	调整票面利率；回售选择权
23 杭城 01	15.00 亿元	15.00 亿元	2033/09/18	偿债保障措施承诺
24 杭城投 MTN002A	7.00 亿元	7.00 亿元	2029/01/19	--
24 杭城投 MTN002B	3.00 亿元	3.00 亿元	2034/01/19	--
24 杭城投 MTN003A	7.00 亿元	7.00 亿元	2034/03/14	--
24 杭城投 MTN003B	3.00 亿元	3.00 亿元	2044/03/14	--
24 杭城 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2027/09/02	经营维持承诺
24 杭城 03	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/09/23	经营维持承诺
24 杭城 04	10.00 亿元	10.00 亿元	2029/09/23	经营维持承诺
24 杭城 05	7.00 亿元	7.00 亿元	2029/10/25	经营维持承诺
25 杭城 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2030/01/16	经营维持承诺
25 杭城 02	5.00 亿元	5.00 亿元	2035/01/16	经营维持承诺
25 杭城 03	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/02/17	经营维持承诺
25 杭城 04	10.00 亿元	10.00 亿元	2030/02/17	经营维持承诺
25 杭城 05	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/04/18	经营维持承诺
25 杭城 06	9.40 亿元	9.40 亿元	2035/04/18	经营维持承诺
25 杭城 K1	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/11/24	经营维持承诺
26 杭城 01	12.00 亿元	12.00 亿元	2031/01/26	经营维持承诺

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/01/04	许狄龙 朱玉洁	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 杭城 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/28	许狄龙 朱玉洁	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
19 杭投 01/19 杭城投债 01 20 杭投 01/20 杭城投债 01 21 杭城 02 22 杭城 01 22 钱投债/22 钱投债 01 23 杭城 01 24 杭州城投 MTN002A 24 杭州城投 MTN002B 24 杭州城投 MTN003A 24 杭州城投 MTN003B 24 杭城 01 24 杭城 03 24 杭城 04 24 杭城 05 25 杭城 01 25 杭城 02 25 杭城 03 25 杭城 04 25 杭城 05 25 杭城 06	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/25	许狄龙 朱玉洁	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 杭城 05 25 杭城 06	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/25	许狄龙 付若琨	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 杭城 03 25 杭城 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/23	许狄龙 付若琨	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 杭城 01 25 杭城 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/30	许狄龙 付若琨	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 杭城 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/16	许狄龙 付若琨	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 杭城 03 24 杭城 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/09/09	许狄龙 付若琨	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

24 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/14	许狄龙 付若琨	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 杭州城投 MTN003A 24 杭州城投 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/26	许狄龙 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 杭州城投 MTN002A 24 杭州城投 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/25	许狄龙 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/09/08	许狄龙 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 杭城 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/01	马玉丹 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） （V3.0.201907）	阅读全文
21 杭城 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/11/26	马玉丹 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） （V3.0.201907）	阅读全文
20 杭投 01/20 杭城投债 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/10/27	马玉丹 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） （V3.0.201907）	阅读全文
19 杭投 01/19 杭城投债 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/12/26	马玉丹 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） （V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：许狄龙 xudl@lhratings.com

项目组成员：朱玉洁 zhuyj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和实际控制人均未发生变化。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 300.00 亿元，其中杭州市人民政府持有 89.7558% 股权，浙江省财开集团有限公司（以下简称“财开集团”）持有 9.5260% 股权，国开发展基金有限公司持有 0.7182% 股权。杭州市人民政府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，公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

跟踪期内，公司仍是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，核心业务板块包括市政公用、建设施工与管理、房地产、能源及商品销售等板块。截至 2025 年底，公司本部内设办公室、党群工作部、纪检监察室、人力资源部、财务管理部、投资发展部、工程管理部、风控法务部等职能部门；拥有合并范围内子公司 254 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 3153.50 亿元，所有者权益 1377.12 亿元（含少数股东权益 120.75 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 571.96 亿元，利润总额 27.04 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 3156.03 亿元，所有者权益 1383.94 亿元（含少数股东权益 124.82 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 155.79 亿元，利润总额 5.06 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市拱墅区仙林桥直街 3 号 1501 室；法定代表人：邱佩璜（代）。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至评级报告日，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均使用完毕。跟踪期内，公司已按期足额支付存续债券当期利息，“25 杭城 K1”和“26 杭城 01”尚未到首次付息日。

图表 1 • 截至评级报告日公司由联合资信评级的存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 杭投 01/19 杭城投债 01	10.00	10.00	2019/12/30	10 年
20 杭投 01/20 杭城投债 01	10.00	10.00	2020/12/10	10 年
21 杭城 02	10.00	10.00	2021/12/13	5 年
22 钱投债/22 钱投债 01	30.60	30.60	2022/07/11	7 (5+2) 年
22 杭城 01	18.00	18.00	2022/08/29	10 年
23 杭城 01	15.00	15.00	2023/09/18	10 年
24 杭州城投 MTN002A	7.00	7.00	2024/01/19	5 年
24 杭州城投 MTN002B	3.00	3.00	2024/01/19	10 年
24 杭州城投 MTN003A	7.00	7.00	2024/03/14	10 年
24 杭州城投 MTN003B	3.00	3.00	2024/03/14	20 年
24 杭城 01	6.00	6.00	2024/09/02	3 年
24 杭城 03	5.00	5.00	2024/09/23	3 年
24 杭城 04	10.00	10.00	2024/09/23	5 年
24 杭城 05	7.00	7.00	2024/10/25	5 年
25 杭城 01	10.00	10.00	2025/01/16	5 年
25 杭城 02	5.00	5.00	2025/01/16	10 年
25 杭城 03	10.00	10.00	2025/02/17	3 年
25 杭城 04	10.00	10.00	2025/02/17	5 年
25 杭城 05	10.00	10.00	2025/04/18	3 年
25 杭城 06	9.40	9.40	2025/04/18	10 年
25 杭城 K1	10.00	10.00	2025/11/24	3 年
26 杭城 01	12.00	12.00	2026/01/26	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松，整体呈现收紧态势。2025 年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026 年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2026 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

杭州市是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，产业布局丰富且多元化，并向产业基础高级化和产业链现代化方向发展。杭州市地区生产总值和一般公共预算收入持续增长，财政收入质量良好，财政自给能力很强。总体看，公司外部经营环境良好。

杭州市是浙江省省会，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。杭州市地处长江三角洲南翼、杭州湾西端，是丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的延伸焦点和网上丝绸之路战略枢纽城市。杭州市下辖 10 区，即上城区、拱墅区、西湖区、滨江区、萧山区、余杭区、临平区、钱塘区、富阳区和临安区；1 县级市，即建德市；2 县，即桐庐县和淳安县；土地总面积 16850 平方公里。截至 2025 年底，杭州市常住人口 1270 万人，城镇化率为 85.3%。

杭州市具有较好的产业基础，产业布局丰富且多元化，并向产业基础高级化和产业链现代化方向发展。目前，杭州市已形成文化、旅游休闲、金融服务、生命健康和高端装备制造共五大支柱产业，并重点发展人工智能、云计算大数据、信息软件等三大先导产业，着力打造视觉智能、生物医药与健康、智能计算、集成电路、网络通信、节能与新能源汽车、智能家居、智能装备和现代纺织与时尚等九大标志性产业链。

图表 2 • 杭州市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	20059	21860	23011
GDP 增速（%）	5.6	4.7	5.2
固定资产投资增速（%）	2.8	-2.9	-11.3
三产结构	1.7:28.3:70.0	1.7:25.3:73.0	1.7:24.5:73.8
人均 GDP（万元）	16.11	17.39	18.17

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023—2025 年，杭州市地区生产总值持续增长，在浙江省内排名第一；2025 年，杭州市第一产业增加值同比增长 3.8%，第二产业增加值同比增长 5.0%，第三产业增加值同比增长 5.3%，产业结构持续优化。同年，杭州市工业增加值同比增长 5.8%，规模以上工业中高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值同比分别增长 7.5%、10.0%和 9.4%。2023—2025 年，杭州市固定资产投资增速逐年下滑，2024 年由正转负，主要系房地产开发投资下滑导致。

图表 3 • 杭州市主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	2616.8	2640.3	2693.2
一般公共预算收入增速（%）	6.8	0.9	2.0
税收收入（亿元）	2348.1	2283.3	2301.6
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	89.7	86.5	85.5
一般公共预算支出（亿元）	2596.3	2650.1	2807.9
财政自给率（%）	100.8	99.6	95.9
政府性基金预算收入（亿元）	2233.4	1531.1	1717.1
地方政府债务余额（亿元）	3867.1	4464.9	5089.8

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023—2025 年，杭州市一般公共预算收入逐年增长，在浙江省内排名第一，收入质量良好；一般公共预算支出持续增长，财政自给能力很强。2023—2025 年，杭州市政府性基金预算收入波动下降。截至 2025 年底，杭州市政府债务余额 5089.8 亿元，余额控制在限额以内，其中一般债务余额 1346.0 亿元，专项债务余额 3743.8 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，市政公用核心业务已覆盖杭州市全域，在杭州市具有专营优势，区域地位突出。公司逐步形成了由杭州市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）、杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）、杭州市能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）、杭州市安居集团有限公司（以下简称“安居集团”）四家产业集团及多个其他专业化集团组成的“1+4+X”格局，承担产城、水务、公交、能源、安居、城建、置业及投资板块等八大主责主业。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 6 月 10 日，公司本部无关注类和不良类信贷记录，信用记录良好。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2026 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

2025 年 12 月，公司撤销监事会并设置审计委员会。2026 年 5 月，公司董事长被免职，相关职能由副董事长代为执行。2026 年 6 月，根据杭政干〔2026〕12 号文件，杭州市人民政府决定由孙刚锋先生担任公司董事会董事长、董事职务。

孙刚锋先生，1972 年 5 月出生；曾任杭州市高新技术产业开发区（滨江）发展改革和经济局党组书记、局长，杭州市高新技术产业开发区（滨江）党委、管理委员会、政府办公室主任，杭州市上城区副区长，杭州市发展和改革委员会党组成员、副主任，杭州市钱塘区委常委、副区长（政府常务），杭州钱塘新区党工委委员，杭州钱塘新区管理委员会（杭州经济技术开发区管理委员会、杭州综合保税区管理委员会、杭州临江高新技术产业开发区管理委员会）副主任，杭州市国有资本投资运营有限公司党委书记、董事长。现任公司党委书记、董事长。

跟踪期内，除上述事项外，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度方面无其他重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司营业总收入持续下滑，主要系商品销售板块、能源板块以及房地产板块收入下降所致。同年，公司营业总收入仍主要由市政公用、能源、建设施工与管理和商品销售等板块收入构成。2025 年，公司综合毛利率同比变化不大。

图表 4 • 公司营业总收入构成及综合毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政公用板块	118.85	18.42%	-24.92%	118.03	19.42%	-18.57%	117.46	20.54%	-16.29%
能源板块	108.57	16.83%	15.74%	115.32	18.98%	16.94%	95.18	16.64%	14.64%
建设施工与管理板块	116.33	18.03%	20.11%	101.34	16.68%	23.60%	102.07	17.85%	22.45%
资产运营板块	16.54	2.56%	31.24%	15.36	2.53%	31.60%	12.26	2.14%	33.91%
房地产板块	38.81	6.01%	15.03%	40.21	6.62%	7.52%	18.70	3.27%	11.48%
商品销售板块	210.41	32.61%	1.26%	179.70	29.57%	0.82%	169.36	29.61%	0.48%
其他板块	15.35	2.38%	32.75%	19.29	3.17%	24.54%	37.71	6.59%	15.32%
主营业务小计	624.86	96.83%	4.73%	589.24	96.97%	6.05%	552.74	96.64%	5.54%
其他业务	20.44	3.17%	44.07%	18.41	3.03%	32.20%	19.22	3.36%	31.60%
合计	645.29	100.00%	5.97%	607.66	100.00%	6.84%	571.96	100.00%	6.41%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（1）市政公用板块

公司市政公用板块属于特许经营类业务，在杭州市具有区域专营优势，经营获现能力强，但公益属性很强，业务经营亏损，政府予以适当补贴。未来，随着杭州市城镇化进程的进一步推进以及外来人口的不断增长，公司市政公用板块将持续发展。

公司市政公用板块包括天然气销售、垃圾处理、公交营运、自行车建设运营及自来水及原水等业务。2023—2025 年，公司市政公用板块收入规模保持稳定；受公交运营业务公益性较强影响，市政公用板块整体持续亏损，但亏损情况有所改善。

图表 5 • 公司市政公用板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务名称	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
天然气销售	60.28	-3.12%	56.71	-0.24%	54.73	1.84%
垃圾处理	11.53	16.48%	12.19	16.93%	11.98	17.96%
公交营运	7.35	-553.98%	7.42	-499.87%	6.47	-581.23%
自行车建设运营	4.10	29.85%	4.00	21.22%	3.90	23.32%
自来水及原水	35.60	27.60%	37.71	32.90%	40.38	35.65%
合计	118.85	-24.92%	118.03	-18.57%	117.46	-16.29%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

天然气销售

公司天然气销售业务由子公司杭州市燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）经营，业务范围涵盖高、中、低压天然气输配，燃气工程安装，分布式能源应用等，服务区域辐射杭州市 10 区 3 县（市），近年来累计用户数持续增长。

燃气集团天然气销售业务以管道燃气为主，管道燃气来自“西气东输”和“川气东输”气源，全部向包括国家管网集团浙江省天然气管网有限公司在内的浙江省人民政府授权特许从事天然气建设运营的企业采购，采购价格由浙江省发展和改革委员会决定。2023—2025 年，燃气集团天然气购入量波动增长，采购价格持续下降。

燃气集团天然气销售对象以终端用户为主，天然气分销企业为辅，2023—2025 年天然气销售量波动增长。价格方面，终端用户销售定价为政府定价，近年来价格未发生变化；现行价格：杭州市区（不含萧山区、余杭区、富阳区）居民生活用管道天然气第一阶梯为 0~276（含）立方米，价格为 3.10 元/立方米；第二阶梯为 276~1280（含）立方米，价格为 3.72 元/立方米；第三阶梯为 1280 立方米以上，价格为 4.65 元/立方米；学校、社会福利场所、宗教场所、城乡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，价格为 3.41 元/立方米。

图表 6 • 燃气集团运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
天然气累计用户数（万户）	177.08	186.46	195.75
天然气购入量（亿立方米）	17.80	21.75	20.40
采购价格（元/立方米）	3.44	3.26	3.08
天然气销售量（亿立方米）	17.61	21.52	19.85

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023—2025 年，公司天然气销售收入持续下降，主要系天然气价格下降导致来自天然气分销企业的收入下降所致；业务毛利率持续提升并由负转正的主要原因系天然气采购价格下降但居民用户政府定价未发生变化所致。

自来水及原水

公司自来水及原水业务由水务集团经营，业务范围涵盖自来水供应和污水处理，其中自来水供应范围包括杭州市主城区、建德市、滨江区、临安区和富阳区，近年来自来水用户数持续增长；污水处理供应范围包括杭州市主城区、建德市、临安区和富阳区。

自来水结算方式：用户根据实际用水量定期向水务集团缴纳水费，水务集团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。2023—2025 年，杭州市自来水价格未发生变化。

污水结算方式：污水处理收费在每次抄表收取自来水费时一并收取，由代收机构收取的污水处理费，经核对无误后，当日或下一个工作日划至水务集团账户。2023—2025 年，杭州市污水处理价格未发生变化。

图表 7 • 水务集团运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
售水量（万立方米）	78738.86	82459.10	82228.31
自来水用户数（万户）	204.84	234.06	252.99
污水处理量（万立方米）	42393.93	47682.72	48522.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023—2025 年，水务集团售水量和污水处理量均有所增长，带动公司自来水及原水收入和业务毛利率持续提升。

公交运营

公司公交运营业务由公交集团负责，其中杭州市主城区由公交集团及下属子公司独立运营，余杭区、萧山区、钱塘区、富阳区由公交集团与所在地政府共同成立合资公司（公交集团控股）运营。

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，近年来公交运营业务持续经营亏损。根据杭政办函〔2015〕179 号文件，杭州市人民政府采用购买公交运营服务的办法，对公交运营业务进行补贴。2023—2025 年，杭州市公交车票价和补贴标准均未发生变化。

图表 8 • 公交集团运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
运营线路数量（条）	1245	1141	1146
运营线路里程（公里）	18161.60	18357.60	18179.80
运营车辆数量（万辆）	9550	8949	8884
客运量（亿人次）	5.26	5.40	4.98
总行驶里程（亿车公里）	4.82	4.52	4.26
公交运营补助（亿元）	22.94	24.53	44.32

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023—2025 年，公交集团根据需求调整运营线路和车辆，各项运营指标均小幅变动；客运量波动下降导致公司公交运营收入波动下降，亏损幅度有所扩大；同期，公交集团持续获得公交运营补助，一定程度上缓解了业务经营压力。

垃圾处理

公司垃圾处理业务由子公司杭州市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）承担，主要指城市固体垃圾收集与处理，采用政府购买服务方式实现经营收益；环境集团与杭州市各城区政府每 3 年签订一次合同，以垃圾处理量来进行结算。

图表 9 • 环境集团运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
年垃圾处理能力（万吨）	670.16	722.22	727.48
当期垃圾处理规模（万吨）	604.50	655.89	653.87
产能利用率	90%	91%	90%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023—2025 年，随着建设项目完工陆续投入运营，环境集团垃圾处理能力持续提升，垃圾处理规模和垃圾持续收入波动增长，业务毛利率持续提升。

自行车建设运营

公司自行车建设运营业务由子公司杭州金通科技集团股份有限公司负责，业务涵盖智慧单车、智慧公交和智慧停车等，为客户提供高质量、定制化的数字化转型及建设解决方案。2023—2025 年，公司自行车建设运营收入小幅下降，业务毛利率水平较高。

在建项目

截至 2025 年底，公司市政公用板块在建项目主要来自公交运营和自来水及原水业务，在建工程中水务基础设施建设和公交基础设施工程余额分别为 33.08 亿元和 17.52 亿元；主要在建项目建设资金主要来自自筹资金和政府匹配专项资金，未来尚需投资 19.89 亿元，存在一定的资本支出压力。

图表 10 • 截至 2025 年底公司市政公用板块主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务名称	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
江南水厂改扩建工程	自来水及原水	15.39	12.77	2.62
七格污水处理厂提标改造（三期、四期）	自来水及原水	5.36	1.46	3.90
杭州临江高新技术产业开发区新材料产业园配套污水处理及附属设施工程（一期）	自来水及原水	16.24	3.17	13.07
公交三公司公交综合体	公交运营	5.42	5.12	0.30
合计	—	42.41	22.52	19.89

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）建设施工与管理板块

公司建设施工与管理板块业务模式多样化，包括工程施工及养护、基础设施代建、土地一级开发及 PPP 项目建设与运营等。其中，土地一级开发和基础设施建设项目未来尚需投资很大，PPP 项目逐步投入运营但资金回收周期长，项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对项目回款实现产生较大影响。

公司建设施工与管理板块包括工程施工及养护、基础设施代建、土地一级开发、PPP 项目建设与运营、勘察测绘和渣土消纳等业务。2023—2025 年，公司建设施工与管理板块收入波动下降，主要系工程施工及养护收入波动下降导致；业务毛利率小幅波动。

图表 11 • 公司建设施工与管理板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工及养护	66.43	20.88%	52.32	21.77%	56.80	21.69%
土地一级开发建设	8.86	10.57%	0.00	--	0.00	--
土地一级开发管理费	3.03	100.00%	3.62	100.00%	2.06	100.00%
PPP 项目	28.00	14.88%	40.33	18.16%	36.06	19.23%
勘察测绘	4.53	27.88%	4.07	38.14%	3.57	43.59%
渣土消纳	5.49	2.38%	1.00	2.94%	3.59	1.29%
合计	116.33	20.11%	101.34	23.60%	102.07	22.45%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

工程施工及养护

公司工程施工及养护业务包括城市基础设施施工及养护及燃气、热电、水务等市政公用类工程施工，主要由子公司杭州市路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）经营；此外，在经营天然气销售、自来水及原水与热、电、蒸汽等业务时，负责运营上述业务的子公司还承担了天然气、水务及热电工程施工等业务。

路桥集团具有国家市政公用工程施工总承包一级资质，是杭州市主要的市政施工企业之一，配有国内外先进机械设备 800 余台，年产值达 15 亿元左右，主要承担杭州部分道路施工、养护，路面沥青铺设等业务，并承担杭州市区 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。

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，路桥集团通过参与公开招投标，取得业务合同。工程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，路桥集团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。

2023—2025 年，公司工程施工及养护收入波动下降，主要系燃气、水务等工程施工收入下降导致，业务毛利率较为稳定。

基础设施代建

公司基础设施代建业务主要由子公司杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“城建集团”）负责。城建集团在项目建设期间仅承担工程招投标管理、竣工验收核算职能，主要负责项目指挥、现场管理等任务，不承担项目融资职能。委托方按工程进度分阶段支付施工方工程款，上述公司按照合同约定标准按年收取代建管理费，一般为项目工程款的 1%。截至 2026 年 3 月底，城建集团在建和拟建主要基础设施代建存量项目充足，未来尚需投资 366.39 亿元，考虑到无需垫付资金，实际资本支出压力不大。

土地一级开发

公司土地一级开发业务由公司本部作为做地主体，由城建集团和杭州市钱江新城投资集团有限公司（以下简称“钱投集团”）负责具体开发业务，开发项目主要为长睦项目、城东新城项目和钱江新城二期项目。其中，长睦项目已近尾声。城东新城和钱江新城二期项目：根据相关文件，钱投集团承担片区开发任务，业务模式为政府代建或政府委托建设，资金由杭州市财政局根据实际情况拨付一部分或按比例预拨，项目竣工后据实结算。钱投集团按照实际发生的做地成本计提一定比例的土地一级开发管理费。截至 2025 年底，钱投集团片区开发项目未来尚需一定投资规模。

PPP 项目

截至 2025 年底，公司累计参与 15 个 PPP 项目，均作为社会资本方或其他社会资本方合作组建投资人联合体等形式参与项目建设，上述项目均已纳入财政部 PPP 项目库；项目已逐步投入运营，后续投资压力不大。2023—2025 年，公司 PPP 项目收入波动增长，业务毛利率持续提升。公司参与的 PPP 项目投资规模较大，资金回收周期长，且政府方主要为杭州市下辖区县级政府，

未来现金流入均以运营期的可行性补助及政府付费形式实现，项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对项目回款实现产生较大影响。

图表 12 • 截至 2025 年底公司参与的 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	发起时间	项目状态	所属行业	计划总投资	合作期限	已完成投资
浙江省台州市路桥游艇小镇 PPP 项目	2017/05/22	建设	政府基础设施	32.01	16 年	8.40
杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工等工程 PPP 项目	2017/08/10	运营	政府基础设施	31.68	23 年	32.57
浙江省开化县 351 国道龙游横山至开化华埠段公路工程（开化段）PPP 项目	2017/06/14	运营	政府基础设施	15.66	15 年	18.43
S333（49 省道）永嘉桥下至桥头段改建工程和上瓯公路至 S223 省道连接线（水门路）工程 PPP 项目	2017/03/01	运营	政府基础设施	22.96	15.5 年	22.85
浙江省杭州市富阳区金桥北路市政综合管廊工程 PPP 项目	2017/08/09	运营	地下管廊	14.54	23 年	14.54
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	运营	市政工程	11.65	32 年	9.89
浙江省杭州市之江净水厂工程 PPP 项目	2018/10/26	运营	污水处理	13.43	25 年	13.43
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	在建	水利建设	5.27	15 年	4.94
浙江省杭州市余杭区良渚新城小洋坝农居点一、二期工程 PPP 项目	2017/07/03	运营	保障性住房	24.76	10 年	24.76
嘉善县保障性安居工程及绿化公园 PPP 项目	2017/04/27	运营	保障性住房	22.80	14.5 年	22.80
拱墅区新文村城中村改造 PPP 项目	2017/01/10	运营	保障性住房	13.69	15 年	13.69
杭州市下城区长木、草庵、沈家三村连片综合改造工程 PPP 项目	2016/04/12	运营/建设	市政工程	66.05	17 年	65.10
新昌县旧城改造工程	2017/08/18	运营	政府基础设施	27.94	16 年	27.94
浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道二期 PPP 项目	2017/09/30	运营	市政工程	6.00	11 年	3.68
浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道三期 PPP 项目	2018/10/29	运营	市政工程	4.59	11 年	3.55
合计	--	--	--	313.03	--	286.57

注：部分项目计划总投资随建设进度有所调整，部分项目投资超过概算
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

渣土消纳

公司渣土消纳业务主要由城建集团负责。根据《杭州市人民政府办公厅关于渣土处置闭环管理有关工作的专题会议备忘录》等文件要求，由城建集团负责渣土消纳业务的全流程经营管理及过程中的运输、消纳等相关审批手续，其中码头管理、渣土运输等服务工作委托相关专业单位负责。业务模式方面，各运输车队将渣土从工地运输至码头，城建集团统计各车队每月进入码头运输的进土量以及进土种类并定期出具运营结算报表，每月与各车队结算两次收入；再由码头管理公司招募的运输船队将渣土运输至指定渣土消纳点，每月定期与城建集团结算成本。

2023—2025 年，城建集团渣土清运量分别为 1448.13 万吨、264.61 万吨和 733.59 万吨，2024 年大幅下降的主要原因系中央环保督察导致业务暂停等因素综合影响；受此影响，公司渣土消纳收入波动下降，业务毛利率水平较低。

（3）房地产板块

公司房地产板块涉及商品住宅、商业地产和保障房等。其中，已完工商品住宅和商业地产基本已进入销售尾声，整体去化率尚可；各类在建项目存在一定的资金支出压力，需关注项目后续资金平衡情况。

公司房地产板块包括商品住宅、商业地产和保障房等。2023—2025 年，受房地产市场深度调整影响，公司房地产板块收入和业务毛利率均波动下降。

商品住宅和商业地产

公司商品住宅和商业地产项目主要由子公司杭州市房地产开发集团有限公司负责，开发范围主要集中在杭州市和绍兴市等地。另外，城建集团和杭州市钱江新城开发集团有限公司也有少量项目。

2023 年和 2025 年，公司无新开工项目，2024 年新开工项目潮语映月为商品住宅项目。2023—2025 年，公司商品住宅和商业地产竣工面积、合约销售面积和销售金额均波动增长，主要来自湖著观邸和潮语映月项目。

图表 13 • 公司商品住宅和商业地产开发情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
新开工面积（万平方米）	0.00	16.30	0.00
竣工面积（万平方米）	18.50	16.70	20.98
合约销售面积（万平方米）	5.17	17.37	10.91
合约销售金额（亿元）	9.90	57.69	45.87

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司已完工在售的商品住宅和商业地产项目计划总投资 212.90 亿元，可销售面积 100.47 万平方米，累计销售金额 177.15 亿元，整体去化情况尚可。

图表 14 • 截至 2025 年底公司已完工在售商品住宅和商业地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类别	计划总投资	可销售面积（万平方米）	累计销售金额	销售进度
云锦城	商品住宅	30.00	24.98	31.36	96.57%
钱塘商务中心	商业地产	16.24	/	0.00	0.00%
平江时代	商业地产	14.00	/	0.00	0.00%
和园三四期	商品住宅	7.49	8.85	11.99	99.51%
悦荟 17°C 生活广场	商业地产	8.02	6.57	2.55	25.30%
和风苑	商品住宅	5.77	6.12	5.58	99.03%
和雅苑	商品住宅	4.39	3.60	5.94	97.09%
建德洋安新城 N-8-S 地块商业综合楼	商业地产	1.37	1.35	0.00	0.00%
启润学府	商品住宅/ 商业地产	20.85	7.78	11.22	81.55%
湖著观邸	商品住宅/ 商业地产	19.06	7.01	6.85	49.68%
悦东方	商品住宅	23.00	14.07	20.87	93.00%
钱江御府	商品住宅	22.66	6.64	29.53	98.00%
江南御府	商品住宅	21.04	10.25	32.43	99.00%
养云静舍	商品住宅	19.01	3.25	18.83	99.67%
合计	--	212.90	100.47	177.15	--

注：钱塘商务中心和平江时代暂未获得预售许可证

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司在建商品住宅和商业地产项目建筑面积 67.01 万平方米，未来三年计划投资 20.79 亿元，存在一定的资本支出压力。同期末，潮语映月已开启预售，去化情况良好。杭州市钱江新城二期五堡总部超核（一期）项目位于钱江新城二期四七堡片区，建设内容包括写字楼、配套商业、文化及其他，建设资金由公司自筹。娱乐康体兼容商业兼容商务用房项目位于杭州城东新城核心区，建设内容包括酒店、商业办公和会议会展等，建设资金由公司自筹。总体看，公司商业地产项目建成后计划采用销售和租赁的方式平衡建设资金，需关注后续资金平衡情况。

图表 15 • 截至 2025 年底公司在建商品住宅和商业地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	建筑面积（万平方米）	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2026 年	2027 年	2028 年
娱乐康体兼容商业兼容商务用房	商业地产	20.01	32.10	14.27	4.60	3.80	0.00
杭州市钱江新城二期五堡总部超核（一期）项目	商业地产	30.70	52.00	29.70	5.01	2.00	0.00
潮语映月	商品住宅	16.30	53.00	42.41	3.78	1.00	0.60
合计	--	67.01	137.10	86.38	13.39	6.80	0.60

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

保障房

公司保障房项目主要由安居集团负责经营，产品类型包括公共租赁住房、保障性租赁住房、人才共有产权房等各类保障性住房，项目资金来源于自有资金和外部融资。保障房项目立项后，安居集团通过招投标确定工程各标段承包方，并签订施工合同；项目建设用地主要为安居集团负责前期开发的土地。

共有产权住房方面，安居集团以合作或代建形式参与区级人才共有产权保障住房项目建设，受委托负责人才共有产权保障住房项目运营管理和物业管理。人才共有产权保障住房销售面向市、区认定的各类人才（包括经认定的机关企事业单位等各类用人单位主体人才），销售基准价按照新建商品住房所属板块销售指导价格的 95% 确定，以旧房房源转化为人才共有产权保障住房的，原则上要求整体进行整修和提升改造后达到新房标准后销售。

公共租赁住房方面，2023 年杭州市财政局将 4.40 万套价值 409.24 亿元公共租赁住房住宅、配套用房、车位无偿划转至安居集团，后续由安居集团负责投资、建设和管理，按限定建设标准和租金水平，租赁给符合条件的城市中等偏下收入住房困难家庭、新就业大学毕业生和创业人员。安居集团是市级公租房的运营管理单位，住房保障中心作为公租房租金的执收单位，通过统一公共支付平台实行线上线下一体化收缴。安居集团向客户收取租金后全部上缴给杭州市财政局专户，不确认为收入，仅向住房保障中心收取公租房运营管理费收入。

截至 2025 年底，公司已完工在售保障房为宁巢美地公寓五区项目，系共产房，项目投资额 15.93 亿元，销售进度 33.80%，累计销售额 19.28 亿元。同期末，公司在建保障房项目未来尚需投资 45.84 亿元，存在一定的资金支出压力。

图表 16 • 截至 2025 年底公司在建保障房情况（单位：亿元）

项目名称	项目类别	建筑面积 (万平方米)	可售/租面积 (万平方米)	计划总投资	已完成投资
三墩北单元 A-R21-02B 地块人才共有产权保障房工程	共产房	5.10	2.78	3.21	2.11
三墩北单元 A-R21-24 地块人才共有产权保障房工程	共产房	10.16	5.93	7.39	4.47
三墩北单元 A-R21-25 地块人才共有产权保障房及三墩北单元 A-R22-11 地块 15 班幼儿园（附设 5 个托班）工程	共产房	45.50	26.88	30.94	15.16
九堡中心单元 JG1702-03A 地块	保租房	3.51	1.94	2.83	1.25
三墩单元 XH010301-40 地块（池华街公交场站楼）	保租房	6.27	3.50	4.89	0.52
四堡七堡单元 JG1404-12 地块（七堡停车场）	保租房	10.07	3.06	6.61	1.44
三墩单元 XH010403-61 地块（振华路停车场）	保租房	4.98	1.99	4.02	0.41
九堡单元 SC120302-36 地块保障性租赁住房	保租房	4.25	3.10	3.27	0.69
三墩单元 XH010702-72 地块（紫金港公交站）	保租房	2.57	1.22	2.08	0.05
临平新城星旺路保障性住房项目	保障房	17.51	10.10	9.12	2.42
合计	--	109.92	60.50	74.36	28.52

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（4）能源板块

公司能源板块涉及热、电、蒸汽业务、机电制造与销售业务和煤炭销售业务。其中，机电制造与销售业务行业地位领先，但受基建和房建需求下降影响收入和毛利率均有所下降；上网电价和电量下降导致热、电、蒸汽收入持续下降。

公司能源板块包括热、电、蒸汽、机电制造与销售和煤炭销售等业务。2023—2025 年，公司能源板块收入和业务毛利率均波动下降。

图表 17 • 公司能源板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
热、电、蒸汽	23.58	21.35%	21.73	23.33%	21.00	23.36%
机电制造与销售	70.90	16.10%	76.81	18.43%	59.44	14.70%
煤炭销售	14.09	4.55%	16.77	1.85%	14.74	1.99%
合计	108.57	15.74%	115.32	16.94%	95.18	14.64%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

机电制造与销售

公司机电制造与销售业务由子公司杭州电力设备制造有限公司（以下简称“电力设备公司”）负责运营。电力设备公司是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企业，也是全国电力系统内最大的中低压成套设备制造企业之一，目前主要从事 40.5 千伏及以下高低压成套设备的研发、生产与销售，产品分 6 大类 50 余种，主要包括中压环网柜、中压中置柜、箱式变电站、低压开关柜和低压三箱类产品，销售网络覆盖北京、上海、新疆、重庆等 24 个省、市、自治区。

原材料采购方面，电力设备公司采购包括铜材、断路器、变压器、互感器、浪涌保护器、SVG、环网柜附件等在内的多种原材料，主要采取集约化采购模式，采购货款付款周期一般在 3 个月左右；2025 年，电力设备公司前五名供应商采购额占比为 13.82%，集中度很低。

产品销售方面，电力设备公司产品主要用于电力系统，客户主要为电力系统内企业，产品销售区域集中在浙江省内；销售结算方式一般为验收合格后一次性支付，账期一般是 6 个月，并留 5%质保金在 1 年的质保期满后收取。2025 年，电力设备公司前五名客户均为中央企业下辖子公司，销售额合计占比为 51.88%，集中度较高。

2023—2025 年，公司机电制造与销售收入和业务毛利率均波动下降，主要系基础设施建设和房地产开发需求下降所致。

热、电、蒸汽和煤炭销售

公司热、电、蒸汽和煤炭销售业务主要由子公司杭州热电集团股份有限公司（以下简称“热电集团”）和环境集团负责。

热、电、蒸汽方面，热电集团主要采用煤炭和天然气为原材料进行热电联供，环境集团则为沼气发电及垃圾焚烧发电。截至 2025 年底，公司热电联产机组总装机容量为 164.50MW，沼气发电机组功率为 8.12MW，焚烧发电汽轮机组功率为 135.00MW。2023—2025 年，公司上网电价和电量均有所下降，导致热、电、蒸汽收入持续下降，业务毛利率较为稳定。

图表 18 • 公司电力及煤炭销售经营情况

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
煤炭销售	电煤采购规模（万吨）	240.41	305.41	336.73
	电煤采购金额（万元）	191125.58	217116.60	193593.01
电力销售（热电）	发电量（万千瓦时）	75465.80	70074.90	68567.91
	上网电量（万千瓦时）	62388.45	57224.02	55920.20
	上网电价（元/千千瓦时）	497.49	487.27	448.16
电力销售（垃圾发电）	发电量（万千瓦时）	107793.09	109474.04	105762.38
	上网电量（万千瓦时）	90914.96	92052.33	88734.37
	上网电价（元/千千瓦时）	666.00	503.69	503.74

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

煤炭销售方面，热电集团在满足自用需求后，会将采购的煤炭进行销售。2025 年，受电煤价格下降影响，公司煤炭销售收入有所下滑，业务毛利率水平较低。

（5）商品销售板块

公司商品销售板块收入对营业总收入形成良好补充，业务毛利率水平较低，下游客户包括国有企业和民营企业，存在一定款项回收风险。

公司商品销售板块主要由杭州城投实业有限公司和杭州城联实业有限公司等子公司负责经营，包括商品销售、汽配销售以及超市经营等业务，并以商品销售业务为主，2025 年收入占比超过 99%。2023—2025 年，公司商品销售产品种类有所缩减，但主要销售产品变化不大，2025 年以电解铜、黑色金属冶炼压延品以及铜杆等为主，主要产品收入占比超过 95%。

2023—2025 年，公司商品销售板块收入持续下降，业务毛利率水平较低。2025 年，公司前五名供应商采购额 55.52 亿元，前五名客户销售额 71.57 亿元，上下游集中度尚可；下游客户包括国有企业和民营企业，考虑到民营企业经营受市场环境波动影响大，存在一定款项回收风险。

（6）其他业务

除上述业务板块外，公司其他业务构成还包括资产运营板块和其他业务板块，经营业务包括租赁及物业服务业务、酒店会展业务、停车场库运营业务、加油站运营业务、广告代理业务、商品及使用权转让业务、咨询服务业务、材料设备销售业务、铜杆

加工业务和其他业务等，对营业总收入形成一定补充。

2 未来发展

未来，公司将持续构建和完善“1+4+X”的企业发展格局，聚焦主责主业，加快产业布局，加速资本运营，加快构建高质高效的城市服务保障体系，壮大企业的综合实力。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。截至 2025 年底，公司拥有合并范围内子公司合计 254 家。2025 年以来，公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量及其盈利能力

公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，市政公用类固定资产经营获现能力强，对外投资可获得较好的投资收益及现金股利，整体资产质量较高。同时，联合资信也关注到，公司应收类款项规模较大，对资金形成一定占用。公司营业总收入和利润总额持续下降，投资收益和政府补助对利润贡献大。

图表 19 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1050.21	35.30%	948.10	31.32%	882.58	27.99%	877.30	27.80%
货币资金	287.62	9.67%	230.81	7.62%	239.57	7.60%	204.63	6.48%
交易性金融资产	41.33	1.39%	64.71	2.14%	101.69	3.22%	107.04	3.39%
应收账款	81.23	2.73%	88.03	2.91%	86.32	2.74%	93.31	2.96%
其他应收款（合计）	334.69	11.25%	235.50	7.78%	141.10	4.47%	152.06	4.82%
存货	189.38	6.37%	220.76	7.29%	204.23	6.48%	202.66	6.42%
合同资产	32.46	1.09%	44.96	1.49%	58.10	1.84%	58.64	1.86%
非流动资产	1924.96	64.70%	2079.49	68.68%	2270.92	72.01%	2278.72	72.20%
长期应收款	40.84	1.37%	119.75	3.96%	209.51	6.64%	201.49	6.38%
长期股权投资	204.89	6.89%	240.98	7.96%	236.38	7.50%	247.01	7.83%
投资性房地产	162.15	5.45%	160.78	5.31%	206.50	6.55%	192.06	6.09%
固定资产（合计）	511.35	17.19%	546.52	18.05%	558.33	17.71%	573.69	18.18%
在建工程（合计）	97.34	3.27%	77.67	2.57%	77.21	2.45%	91.17	2.89%
无形资产	222.80	7.49%	236.58	7.81%	248.06	7.87%	238.80	7.57%
其他非流动资产	592.98	19.93%	605.17	19.99%	642.63	20.38%	646.37	20.48%
资产总额	2975.18	100.00%	3027.59	100.00%	3153.50	100.00%	3156.03	100.00%

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司资产规模稳步增长，资产构成以非流动资产为主。其中，公司货币资金主要由银行存款（229.79 亿元）和其他货币资金（9.79 亿元）构成。公司交易性金融资产由权益工具投资（16.42 亿元）、理财产品（32.31 亿元）、基金及国债逆回购等其他项目（52.96 亿元）构成。公司应收账款账面余额 94.97 亿元，累计计提坏账准备 8.65 亿元；从类别看，单项计提坏账准备的应收账款 4.54 亿元，计提坏账准备 4.31 亿元，主要原因系预计款项无法收回导致，账龄组合的应收账款账面余额 63.37 亿元，其余为低信用风险组合的应收账款；从账龄看，应收账款账龄集中于两年以内，占比为 87.84%，账龄偏短；从集中度看，应收账款前五名单位集中度较低。公司其他应收款（合计）较 2023 年底下降的主要原因系收回做地项目工程款导致，期末其他应收款（合

计)主要由其他应收款(141.06 亿元)和应收股利(0.04 亿元)构成,其中其他应收款主要由应收做地项目工程款、政府购买服务款和往来款等构成,累计计提坏账准备 20.48 亿元;从类别看,单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 25.68 亿元,计提坏账准备 18.66 亿元,主要系做地项目亏损以及参股公司亏损等因素导致款项预计无法收回;低信用风险组合的其他应收款账面余额 129.37 亿元,其余为按账龄组合的其他应收款;从集中度看,其他应收款前五名单位集中度较高;整体看,公司应收类款项规模较大,对资金形成一定占用。公司存货较 2023 年底增长的主要原因系房地产项目建设持续投入导致;期末存货账面余额 210.01 亿元,累计计提跌价准备 5.78 亿元,主要由开发成本(98.19 亿元)、开发产品(69.89 亿元)、库存商品(16.45 亿元)及合同履约成本(12.16 亿元)构成。公司合同资产较 2023 年大幅增长的主要原因系 PPP 项目逐步投入运营等所致;期末合同资产账面余额 59.68 亿元,累计计提坏账准备 1.58 亿元,主要由 PPP 项目运营款(36.38 亿元)和已完工未结算资产(20.31 亿元)构成。

图表 20 • 截至 2025 年底公司应收账款前五名单位情况(单位:亿元)

单位名称	款项性质	账面余额	占比	账龄
杭州市富阳区综合行政执法局	污水处理款等	9.66	10.18%	0-3 年
浙江中新电力工程建设有限公司	机电制造与销售货款	4.58	4.82%	0-2 年
杭州市临安区财政局	工程款、污水处理款等	2.12	2.23%	0-3 年
浙江容大电力工程有限公司	机电制造与销售货款	1.68	1.77%	0-1 年
杭州市环境卫生和生活固废处置保障中心	垃圾处置、污水处理款	1.67	1.76%	0-4 年
合计	--	19.71	20.76%	--

资料来源:联合资信根据公司提供资料整理

图表 21 • 截至 2025 年底公司其他应收款前五名单位情况(单位:亿元)

单位名称	款项性质	账面余额	占比	账龄
做地项目工程款	项目款	32.88	20.36%	0-5 年
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	项目款	31.61	19.57%	0-5 年
杭州市余杭区财政局	政府购买服务款	15.46	9.57%	0-3 年
杭州市富阳区财政局	政府购买服务款	13.77	8.53%	0-3 年
杭州市财政局	政府购买服务款	9.92	6.14%	0-5 年
合计	--	103.64	64.17%	--

注:做地项目工程款系钱投集团土地整理业务产生,对应若干个单位

资料来源:联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底,公司长期应收款较 2023 年底大幅增长的主要原因系资金拆出所致;期末长期应收款账面余额 209.61 亿元,累计计提坏账准备 0.10 亿元,主要为拆借款¹(180.77 亿元)、PPP 项目应收款(11.34 亿元)及代建项目工程款(10.70 亿元)。公司长期股权投资主要由对杭州银行股份有限公司(账面余额 78.55 亿元,持股比例为 5.97%,以下简称“杭州银行”)、杭州大家实业集团有限公司(账面余额 26.32 亿元,持股比例为 45.00%)、信泰人寿保险股份有限公司(账面余额 25.68 亿元,持股比例为 9.00%,以下简称“信泰人寿”)、杭州润地亚运村开发有限公司(15.56 亿元,持股比例为 20.40%,以下简称“润地公司”)、杭州萧山水务有限公司(账面余额 13.45 亿元,持股比例为 25.00%)及杭州奥体博览中心建设投资有限公司(账面余额 13.02 亿元,持股比例为 28.05%)等投资构成,长期股权投资较 2023 年底增长主要系投资信泰人寿及按权益法核算的投资收益增加导致;2025 年,长期股权投资实现投资收益 19.55 亿元,主要来自杭州银行和润地公司;收到现金股利 18.07 亿元,主要来自浙江钱江房地产集团有限公司和润地公司。公司投资性房地产较 2024 年底增长的主要原因系建设项目完工转入等因素所致;期末投资性房地产账面原值 241.16 亿元,累计计提折旧和摊销 34.64 亿元,主要由房屋建筑物(171.75 亿元)和土地使用权(27.31 亿元)构成,其中价值 37.01 亿元的房屋所有权未办妥产权证书。公司固定资产(合计)较 2023 年底增长的主要原因系在建工程完工结转导致,主要由固定资产(556.96 亿元)和固定资产清理(1.37 亿元);期末固定资产账面原值 858.17 亿元,累计计提折旧 300.91 亿元,主要由房屋、建筑物(204.31 亿元)、管道资产(187.78 亿元)、机器设备(67.81 亿元)及道路资产(50.03 亿元)构成,其中 6.12 亿元房屋所有权未办妥产权证书。公司在建工程(合计)主要由水务基础设施建设(33.08 亿元)和公交基础设施工程(17.52 亿元)等构成。公司无形资产账面原值 346.05 亿元,累计计提摊销 94.24 亿元,主要由 PPP 项目收益权(141.22 亿元)、土地使用权(80.39

¹ 安居集团将收到国家开发银行和农业发展银行的专项借款计入“长期借款”,将拨付至项目公司进行城中村改造项目的资金计入“长期应收款-拆借款”,安居集团不承担还款义务;本次评级不将长期借款中该专项借款纳入有息债务计算

亿元）和特许经营权（23.83 亿元）构成，其中 1.20 亿元土地使用权未办妥产权证书。公司其他非流动资产较 2023 年底增长的主要原因系收到政府划拨的公共租赁住房住宅、配套用房及车位等所致；期末其他非流动资产主要由公租房及配套用房（450.19 亿元）和拨出专项资金²（150.37 亿元）构成。

截至 2025 年底，公司受限资产主要为土地和房屋资产等，占资产总额的比重为 5.79%，受限比例较低。

图表 22 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：万元）

科目	受限金额	受限原因
货币资金	75829.97	票据、信用证、保函、履约、ETC 车辆、 融资、担保、农民工工资保证金、因冻 结使用受限的款项、住房维修基金、 补充医疗专项账户资金、贷款监管账户 资金、期货保证金、住房租赁 企业风险 防控金
应收票据	95.00	票据质押
应收账款	42727.85	借款质押、融资质押
存货	386538.41	质押融资
合同资产	340665.06	抵押融资
一年内到期的非流动资产	6627.13	质押融资
其他流动资产	503.25	定期存款存单及利息质押
固定资产	68170.51	抵押融资
在建工程	13380.22	抵押融资
无形资产	341618.52	抵押融资
投资性房地产	543270.51	抵押融资
使用权资产	5877.26	债券质押
合计	1825303.69	--

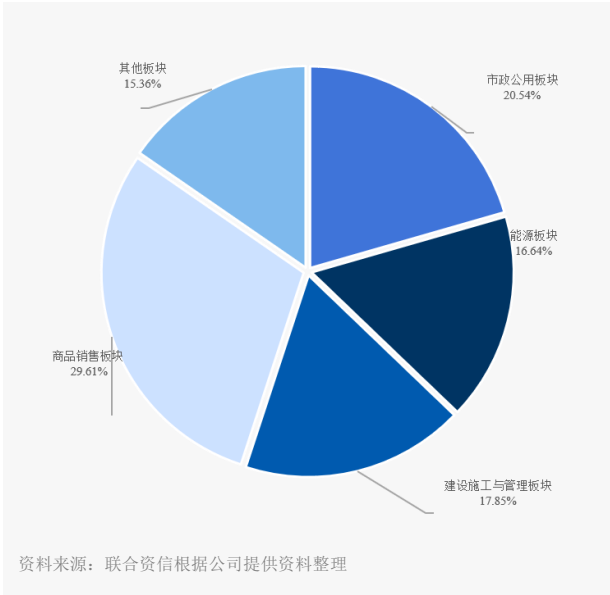
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 23 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	645.29	607.66	571.96	155.79
营业成本	606.75	566.10	535.28	149.60
期间费用	70.16	70.57	74.05	16.96
其他收益	53.27	48.10	47.36	11.23
投资收益	25.01	27.98	24.14	6.00
信用减值损失	4.01	7.58	1.03	-0.04
资产减值损失	3.56	3.76	1.92	-0.07
利润总额	32.87	30.72	27.04	5.06
营业利润率	4.88%	5.97%	5.15%	2.69%
总资本收益率	2.17%	2.25%	2.04%	--
净资产收益率	1.85%	1.93%	1.49%	

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 24 • 2025 年公司营业总收入构成情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

盈利能力方面，2025 年，受商品销售规模缩减等影响，公司营业总收入、营业成本和营业利润率均同比下降。同年，公司期间费用持续增长，2025 年主要由管理费用（36.72 亿元）和财务费用（24.10 亿元）构成。非经常性损益中，公司其他收益为收到的政府财政补贴，投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，其余来自交易性金融资产和其他权益工具投资等；公允价值变动收益来自交易性金融资产，信用减值损失主要为坏账损失和债权投资减值损失，资产减值损失主要为房地产项目减值损失；其他收益和投资收益对利润总额贡献大。2025 年，随着其他收益和投资收益下降，公司利润总额持续下降，盈利能力有所减弱。

² 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

(2) 现金流

公司业务回款情况良好，受益于收回做地款等因素，公司经营活动现金净流入规模大幅增长，经营获现能力强；投资活动现金净流出规模很大，考虑到建设项目的持续投入和债务滚续，公司未来仍存在较强的融资需求。

图表 25 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	793.53	790.25	819.24	182.80
经营活动现金流出小计	750.06	753.44	687.36	196.85
经营活动现金流量净额	43.47	36.82	131.88	-14.05
投资活动现金流入小计	252.00	148.88	117.91	155.82
投资活动现金流出小计	277.43	318.96	216.35	172.68
投资活动现金流量净额	-25.43	-170.08	-98.44	-16.86
筹资活动前现金流量净额	18.04	-133.27	33.44	-30.91
筹资活动现金流入小计	342.77	471.36	474.53	76.86
筹资活动现金流出小计	415.32	397.36	493.63	81.22
筹资活动现金流量净额	-72.55	74.01	-19.10	-4.36
现金收入比	101.60%	110.35%	120.72%	105.79%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，公司各项经营性业务回款良好，收入实现质量很高，经营活动现金流入流出维持较大规模，受收回做地款和预收售房款等原因影响，经营活动现金净流入规模同比大幅增长。同年，公司投资活动现金流入量持续下降，主要系购买理财产品减少导致，但投资活动现金流出量仍保持较大规模，主要系将资金拆出至区县平台公司导致。2025 年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出，考虑到建设项目的持续投入和债务滚续，未来公司仍存在较强的融资需求。

(3) 资本结构和偿债指标

受政府注入资产和利润留存影响，公司所有者权益持续增长；债务规模波动下降，债务期限结构良好，整体债务负担一般，偿债指标表现很强，融资渠道畅通，偿债压力不大，但存在一定的或有负债风险。

图表 26 • 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	65.72	4.90%	300.00	22.73%	300.00	21.78%	300.00	21.68%
资本公积	909.98	67.91%	673.15	51.01%	720.48	52.32%	720.48	52.06%
未分配利润	196.63	14.67%	207.61	15.73%	219.99	15.97%	222.60	16.08%
少数股东权益	158.81	11.85%	119.75	9.08%	120.75	8.77%	124.82	9.02%
所有者权益	1340.01	100.00%	1319.57	100.00%	1377.12	100.00%	1383.94	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024—2026 年 3 月底，受政府注入资产和利润留存等因素影响，公司所有者权益持续增长。

图表 27 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	684.08	41.84%	753.65	44.12%	667.00	37.55%	626.06	35.33%
短期借款	94.77	5.80%	102.36	5.99%	91.95	5.18%	90.86	5.13%
应付账款	146.82	8.98%	140.42	8.22%	148.12	8.34%	131.00	7.39%
其他应付款（合计）	141.95	8.68%	138.23	8.09%	145.16	8.17%	131.13	7.40%

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一年内到期的非流动负债	140.07	8.57%	190.01	11.12%	119.36	6.72%	101.96	5.75%
合同负债	60.91	3.72%	76.82	4.50%	114.46	6.44%	114.49	6.46%
非流动负债	951.08	58.16%	954.37	55.88%	1109.38	62.45%	1146.02	64.67%
长期借款	419.74	25.67%	461.26	27.01%	581.05	32.71%	594.23	33.53%
应付债券	307.37	18.80%	228.32	13.37%	302.53	17.03%	325.32	18.36%
长期应付款（合计）	104.77	6.41%	129.55	7.58%	101.75	5.73%	103.36	5.83%
递延收益	105.70	6.46%	121.95	7.14%	103.28	5.81%	98.71	5.57%
负债总额	1635.16	100.00%	1708.02	100.00%	1776.38	100.00%	1772.09	100.00%

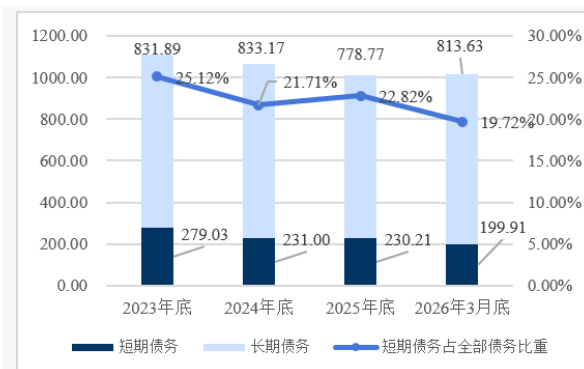
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024—2026 年 3 月底，公司负债规模持续增长，负债结构以非流动负债为主。截至 2026 年 3 月底，公司经营性负债主要体现为应付工程款形成的应付款项、拆借款及往来款形成的其他应付款、预收工程款、房款及货款形成的合同负债、政府专项债券和项目专项资金形成的长期应付款及政府财政补贴形成的递延收益。本报告将其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至全部债务计算。

2024—2026 年 3 月底，公司全部债务波动下降，2026 年 3 月底构成以长期债务（占 80.28%）为主，债务期限结构良好。从渠道构成看，公司融资渠道多元化，2025 年底全部债务中银行融资、债券融资和其他融资占比分别约为 55%、34%和 21%，其中银行借款主要来自国有六大银行以及杭州银行等，债券融资包括公司债券、企业债务及其中期票据等，其他融资主要为政府专项债券和国有企业间拆借款等。2024—2026 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续下降，长期债务资本化比率均波动下降，整体债务负担一般。

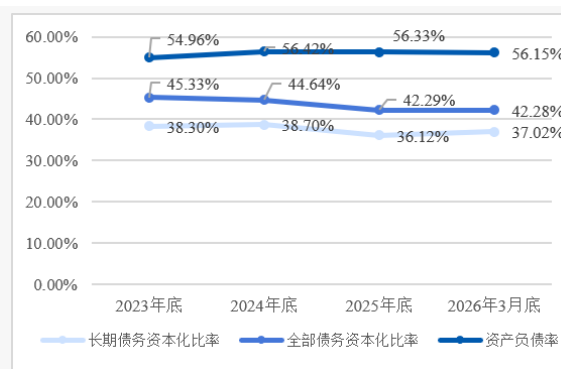
从偿债指标看，2025 年，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力很强；截至 2025 年底，公司共计获得银行授信额度 2523.80 亿元，未使用额度 1810.92 亿元，备用流动性充足；此外，公司已注册尚未发行的债券额度充足；2025 年，公司 EBITDA 同比持续增长，EBITDA 对利息支出的覆盖程度持续增强。总体看，公司偿债指标表现很强，偿债压力不大。

图表 28 • 公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 29 • 公司债务杠杆情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 30 • 公司偿债指标情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
现金短期债务比（倍）	1.21	1.33	1.51
EBITDA（亿元）	119.27	124.75	128.25
EBITDA 利息倍数（倍）	2.88	3.01	3.35

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司对外担保比率为 5.32%，担保对象均为国有控股或参股企业。截至评级报告日，城建集团累计为杭州建工集团有限责任公司（以下简称“杭州建工”）1.30 亿元借款提供担保，借款到期后杭州建工均未履行还款责任，城建集团已全部代偿；针对代偿事项，城建集团已提起或将提起追偿诉讼，其中已提起的诉讼法院尚未判决。被担保方温州怡祥置业有限公司和杭州翠祥房地产有限公司均存在被执行人记录，被执行金额分别为 98897.15 万元和 43.95 万元；此外，公司已对应收上述两家公司

和温州金泽置业有限公司款项计提坏账准备，2025 年底计提金额分别为 1.92 亿元、1.56 亿元和 6.14 亿元，预期信用损失率分别为 55.50%、100.00%和 82.25%。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

图表 31 • 截至 2025 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方名称	担保余额	是否为关联方
杭州市国有资本投资运营有限公司	3.93	否
杭州国际会议中心有限公司	19.82	否
杭州大家实业集团有限公司	21.00	是
杭州市铁路枢纽建设有限公司	6.00	否
温州金泽置业有限公司	8.78	是
温州怡祥置业有限公司	4.90	是
杭州翠祥房地产有限公司	7.99	是
杭州建工集团有限责任公司	0.90	否
合计	73.31	--

注：尾差系数数据四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，联合资信未发现公司本部存在重大未决诉讼及仲裁。

2 公司本部主要变化情况

公司本部主要为控股平台，主要行使管理职能，对子公司的控制能力很强，业务主要由子公司负责经营，收入来源于下属子公司。截至 2025 年底，公司本部全部债务 246.75 亿元，全部债务资本化比率 19.31%，债务负担很轻，现金短期债务比 7.93 倍。

（五）ESG 方面

环境方面，公司建设施工与管理板块和房地产板块等需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险。此外，市政公用板块和能源板块含可能产生环境污染的业务，长期受到环保部门监管。近三年，公司未发生安全责任事故，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司员工激励制度完善、培养体系健全，在国有资产运营、投融资管理等方面积累了较丰富的经验。此外，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务。同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了合理有效的法人治理结构。2026 年，公司原董事长涉嫌严重违法违纪，正在接受杭州市纪委监委纪律审查和监察调查。除上述事项外，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

杭州市人民政府综合实力及支持能力极强，公司作为杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，区域地位突出，社会贡献很大，业务可替代性很弱，持续在资金划拨、股权注入和政府补贴等方面获得政府的有力支持。

1 支持能力

公司实际控制人是杭州市人民政府。杭州市是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，产业布局丰富且多元化，地区生产总值和一般公共预算收入持续增长，财政收入质量良好，财政自给能力很强。整体看，杭州市人民政府的综合实力及支持能力极强。

2 支持可能性

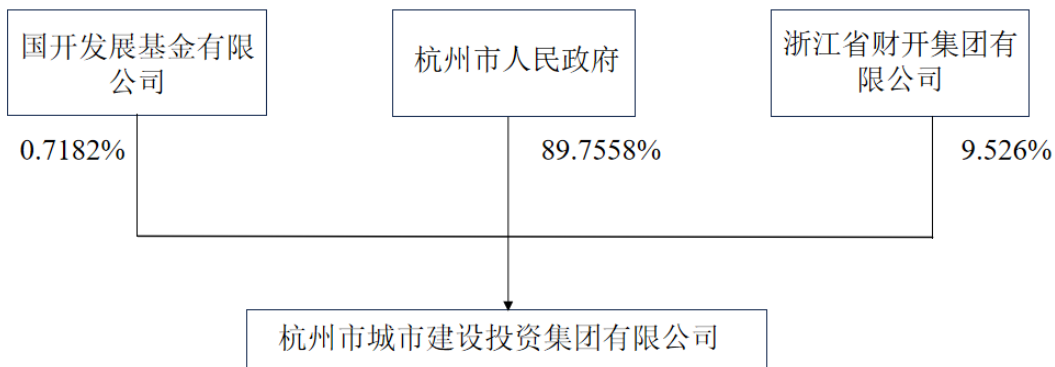
公司控股股东为杭州市人民政府，其对公司“三重一大”事项、经营战略及业务运营等方面具有绝对的控制权。公司作为杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，承担产城、水务、公交、能源、安居、城建、置业及投资板块等八大主责主业，市政公用核心业务已覆盖杭州市全域，区域地位突出，在产业带动、就业及税收等方面的社会贡献很大，业务可替代性很弱。

公司持续在资金划拨、股权注入及政府补贴等方面获得政府的有力支持。2023 年，公司收到杭州市国资委无偿划拨的钱投集团 90%股权，价值 208.23 亿元；收到杭州市财政局划入杭州奥体博览中心建设投资有限公司 28.05%股权，价值 13.03 亿元；收到政府无偿注入的公租房等资产，价值 409.24 亿元。2024 年，公司收到财开集团注入的钱投集团 10%股权，价值 13.75 亿元；收到杭州市财政局注入的项目配套资金 1.23 亿元。2025 年，公司收到杭州市国资委注入的杭州市千岛湖原水股份有限公司股权 11.24 亿元；收到政府无偿注入的公租房等资产，价值 40.94 亿元。此外，公司将收到的各类项目建设或市政公用经营补助确认为递延收益，2025 年新增与资产相关政府补助 7.05 亿元，截至 2025 年底递延收益余额为 99.72 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。

八、跟踪评级结论

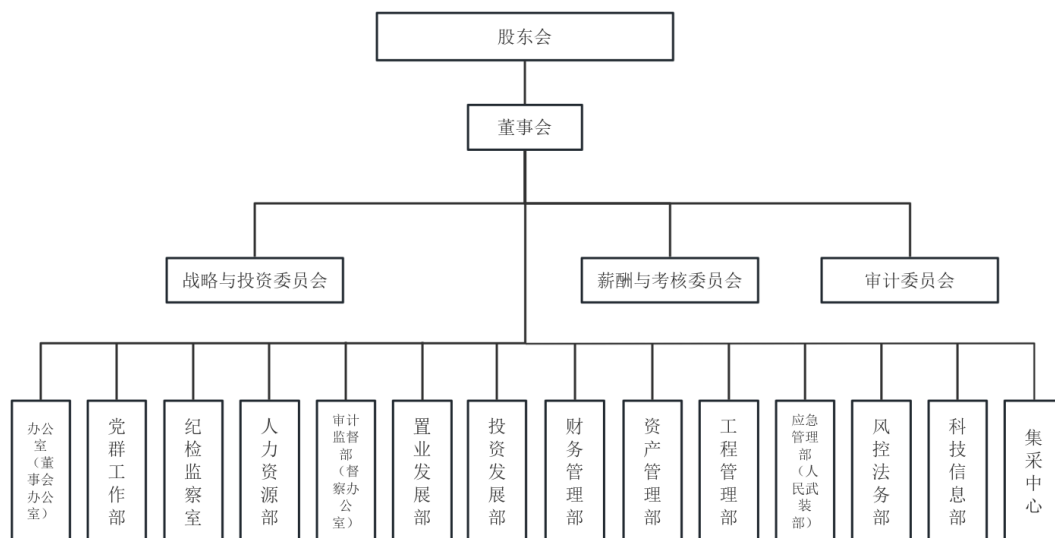
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 杭投 01/19 杭城投债 01”“20 杭投 01/20 杭城投债 01”“21 杭城 02”“22 杭城 01”“22 钱投债/22 钱投债 01”“23 杭城 01”“24 杭城投 MTN002A”“24 杭城投 MTN002B”“24 杭城投 MTN003A”“24 杭城投 MTN003B”“24 杭城 01”“24 杭城 03”“24 杭城 04”“24 杭城 05”“25 杭城 01”“25 杭城 02”“25 杭城 03”“25 杭城 04”“25 杭城 05”“25 杭城 06”“26 杭城 01”信用等级为 AAA，维持“25 杭城 K1”信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
杭州市水务集团有限公司	自来水制造销售	100.00%	其他
杭州市公共交通集团有限公司	公共客运	100.00%	其他
杭州市能源集团有限公司	城市能源基础设施投资、建设、运营及能源保供	100.00%	投资设立
杭州市安居集团有限公司	房地产开发经营	100.00%	投资设立
杭州市城市建设发展集团有限公司	市政项目建设	100.00%	其他
杭州市钱江新城投资集团有限公司	区域综合开发及产城运营	100.00%	其他
杭州市路桥集团有限公司	市政设施养护及工程施工	100.00%	其他

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	337.47	306.90	346.76	316.52
应收账款（亿元）	81.23	88.03	86.32	93.31
其他应收款（合计）（亿元）	334.69	235.50	141.10	152.06
存货（亿元）	189.38	220.76	204.23	202.66
长期股权投资（亿元）	204.89	240.98	236.38	247.01
固定资产（合计）（亿元）	511.35	546.52	558.33	573.69
在建工程（合计）（亿元）	97.34	77.67	77.21	91.17
资产总额（亿元）	2975.18	3027.59	3153.50	3156.03
实收资本（亿元）	65.72	300.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	158.81	119.75	120.75	124.82
所有者权益（亿元）	1340.01	1319.57	1377.12	1383.94
短期债务（亿元）	279.03	231.00	230.21	199.91
长期债务（亿元）	831.89	833.17	778.77	813.63
全部债务（亿元）	1110.91	1064.17	1008.98	1013.54
营业总收入（亿元）	645.29	607.66	571.96	155.79
营业成本（亿元）	606.75	566.10	535.28	149.60
其他收益（亿元）	53.27	48.10	47.36	11.23
利润总额（亿元）	32.87	30.72	27.04	5.06
EBITDA（亿元）	119.27	124.75	128.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	655.62	670.53	690.46	164.80
经营活动现金流入小计（亿元）	793.53	790.25	819.24	182.80
经营活动现金流量净额（亿元）	43.47	36.82	131.88	-14.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.43	-170.08	-98.44	-16.86
筹资活动现金流量净额（亿元）	-72.55	74.01	-19.10	-4.36
财务指标				
现金收入比（%）	101.60	110.35	120.72	105.79
营业利润率（%）	4.88	5.97	5.15	2.69
总资本收益率（%）	2.17	2.25	2.04	--
净资产收益率（%）	1.85	1.93	1.49	--
长期债务资本化比率（%）	38.30	38.70	36.12	37.02
全部债务资本化比率（%）	45.33	44.64	42.29	42.28
资产负债率（%）	54.96	56.42	56.33	56.15
流动比率（%）	153.52	125.80	132.32	140.13
速动比率（%）	125.84	96.51	101.70	107.76
经营现金流动负债比（%）	6.35	4.89	19.77	--
短期债务占比（%）	25.12	21.71	22.82	19.72
现金短期债务比（倍）	1.21	1.33	1.51	1.58
EBITDA 利息倍数（倍）	2.88	3.01	3.35	--

注：1. 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息部分纳入全部债务进行核算

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	105.31	114.91	208.46	207.96
应收账款（亿元）	0.56	0.71	0.59	0.71
其他应收款（合计）（亿元）	162.18	164.52	73.75	73.40
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	910.37	1025.32	1047.05	1051.44
固定资产（合计）（亿元）	66.62	63.61	47.90	47.15
在建工程（合计）（亿元）	0.06	0.30	0.38	0.38
资产总额（亿元）	1385.70	1526.42	1590.90	1584.03
实收资本（亿元）	65.72	300.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	959.78	1026.09	1031.42	1032.49
短期债务（亿元）	62.20	81.42	26.28	10.81
长期债务（亿元）	203.83	178.97	220.47	230.33
全部债务（亿元）	266.03	260.39	246.75	241.14
营业总收入（亿元）	5.13	6.22	3.57	0.25
营业成本（亿元）	3.12	3.54	2.22	0.47
其他收益（亿元）	0.40	0.45	0.40	0.11
利润总额（亿元）	10.24	12.06	3.29	1.08
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.30	0.53	0.40	0.28
经营活动现金流入小计（亿元）	5.74	6.83	7.70	1.89
经营活动现金流量净额（亿元）	-10.03	-0.55	-1.05	-4.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-39.68	-39.83	15.55	2.15
筹资活动现金流量净额（亿元）	23.61	13.69	33.15	1.27
财务指标				
现金收入比（%）	44.86	8.45	11.09	114.30
营业利润率（%）	36.21	42.15	30.07	-104.14
总资本收益率（%）	2.04	1.85	1.09	--
净资产收益率（%）	1.07	1.18	0.31	--
长期债务资本化比率（%）	17.52	14.85	17.61	18.24
全部债务资本化比率（%）	21.70	20.24	19.31	18.93
资产负债率（%）	30.74	32.78	35.17	34.82
流动比率（%）	172.01	111.24	105.82	112.72
速动比率（%）	172.01	111.24	105.82	112.72
经营现金流动负债比（%）	-6.37	-0.21	-0.39	--
短期债务占比（%）	23.38	31.27	10.65	4.48
现金短期债务比（倍）	1.69	1.41	7.93	19.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 因缺少数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 中长期科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-4 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断