

杭州市城市建设投资集团有限公司 2026年面向专业投资者公开发行 公司债券（第一期）信用评级报告

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) 24 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 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定杭州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，杭州市城市建设投资集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用等级为 AAA，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：

二〇二六年一月四日

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施述或鉴证意见。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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

八、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 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间	
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/01/04	
债项概况		杭州市城市建设投资集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债项”）发行规模不超过 12.00 亿元（含）。其中，品种一期限为 5 年，品种二期限为 10 年，品种间设回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债项按年付息，到期一次还本，募集资金扣除发行费用后拟偿还公司有息债务或置换偿还公司债券本金的自有资金，补充流动性资金。	
评级观点		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，在资金及资产划拨、股权注入及政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。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。公司业务多元化，其中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；建设施工与管理板块业务模式多样化，其中 PPP 项目整体投资规模较大，投资回收受项目运营及涉及的政府财力变化情况影响较大，该业务板块未来尚需投资规模大；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，整体去化率较高；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；机电制造与销售业务行业地位领先，热、电、蒸汽业务需关注电煤价格变动对经营成本产生的影响。受政府无偿划转杭州市钱江新城投资集团有限公司（以下简称“钱投集团”）股权和公租房等资产，公司资产和权益规模大幅增长，货币资金充裕，资产质量较高；债务规模波动增长，债务负担尚可，债务期限结构良好，集中偿付压力不大；营业总收入波动增长，投资收益和政府补助对公司利润贡献大；偿债能力很强，融资渠道畅通，或有负债风险小。	
本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债项发行后，公司 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度很高。			
个体调整： 无。 外部支持调整： 无。			
评级展望		未来，公司将立足核心主业和优势业务，持续构建和完善“1+4+X”的企业发展格局，综合实力有望得到进一步巩固，经营规模有望保持增长。	
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。2024 年，杭州市实现地区生产总值 21860 亿元，同比增长 4.7%；一般公共预算收入完成 2640.3 亿元，同比增长 0.9%。
- 持续获得有力的外部支持。**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，持续得到杭州市人民政府在资金划拨、股权注入和财政补贴等方面的有力支持。2023 年，公司收到政府无偿注入的公租房等资产 409.24 亿元，收到无偿划转的钱投集团 90% 股权 208.23 亿元，带动资产和所有者权益规模大幅增长。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，2024 年底余额为 118.90 亿元，其中 2024 年收到 19.39 亿元。
- 市政公用板块具有区域专营优势。**公司市政公用板块涵盖了燃气、水务、公交以及城市垃圾处理等业务，在杭州市具有区域专营优势，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稳定发展。
- 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。

关注

- **资金存在一定占用。**公司资产中对做地项目工程款及拨出专项资金规模较大，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、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

个体信用状况变动说明: 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明: 公司外部支持情况较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

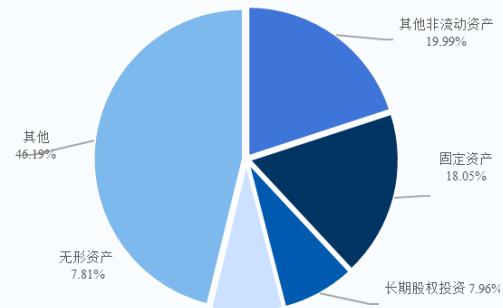
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
现金类资产（亿元）	310.99	337.47	306.90	386.56
资产总额（亿元）	1811.82	2975.18	3027.59	3124.29
所有者权益（亿元）	610.89	1340.01	1319.57	1338.24
短期债务（亿元）	198.29	279.03	231.00	157.29
长期债务（亿元）	598.70	831.89	833.17	921.98
全部债务（亿元）	796.99	1110.91	1064.17	1079.27
营业总收入（亿元）	462.00	645.29	607.66	433.69
利润总额（亿元）	31.06	32.87	30.72	22.87
EBITDA（亿元）	105.70	119.27	124.75	--
经营性净现金流（亿元）	111.50	43.47	36.82	55.87
营业利润率（%）	1.57	4.88	5.97	5.23
净资产收益率（%）	4.06	1.85	1.93	--
资产负债率（%）	66.28	54.96	56.42	57.17
全部债务资本化比率（%）	56.61	45.33	44.64	44.64
流动比率（%）	133.94	153.52	125.80	159.27
经营现金流动负债比（%）	23.92	6.35	4.89	--
现金短期债务比（倍）	1.57	1.21	1.33	2.46
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.88	3.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.54	9.31	8.53	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
资产总额（亿元）	592.55	1385.70	1526.42	1589.82
所有者权益（亿元）	345.03	959.78	1026.09	1041.11
全部债务（亿元）	137.16	266.03	260.39	249.33
营业总收入（亿元）	3.81	5.13	6.22	1.12
利润总额（亿元）	11.06	10.24	12.06	3.78
资产负债率（%）	41.77	30.74	32.78	34.51
全部债务资本化比率（%）	28.44	21.70	20.24	19.32
流动比率（%）	207.65	172.01	111.24	130.80
经营现金流动负债比（%）	21.10	-6.37	-0.21	--

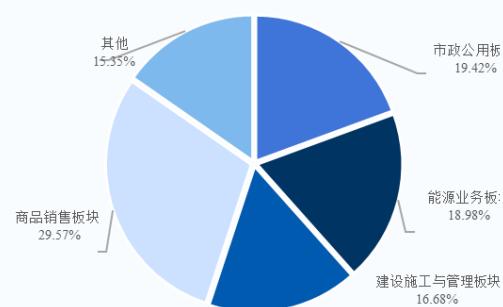
注: 1. 本报告合并口径将 2022—2024 年其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中应付息部分纳入全部债务进行核算, 2025 年前三季度全部债务未进行调整; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司 2025 年前三季度财务数据未经审计。

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

截至 2024 年底公司资产构成情况



2024 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



同业比较 (截至 2024 年末/2024 年)

主要指标	信用等级	所属区域	GDP (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	全部债务/EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	浙江省杭州市	21860	2640.3	3027.59	1319.57	607.66	30.72	56.42	44.64	8.53	3.01
济南城投	AAA	山东省济南市	13528	1083.0	2546.73	675.78	143.36	23.87	73.47	66.51	38.57	0.59
济南西城	AAA	山东省济南市	13528	1083.0	1435.92	343.49	43.53	6.80	76.08	53.95	35.89	1.10
西安安居	AAA	陕西省西安市	13318	1002.4	894.63	563.64	18.82	2.51	37.00	32.11	36.75	0.89

注：济南城投为济南城市投资集团有限公司，济南西城为济南西城投资开发集团有限公司，西安安居为西安市安居建设管理集团有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AAA/稳定	2012/12/31	刘献荣	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
AA+/稳定	2006/08/05	谭亮 任利刚 朱海峰 石灏	债券资信评级方法（2003）	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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、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，系根据中共杭州市委、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）于2003年6月设立，初始注册资本65.00亿元。经历次增资及股权变动，截至2025年9月底，公司注册资本及实收资本均为300.00亿元，杭州市人民政府持有公司89.76%股权，浙江省财开集团有限公司（以下简称“财开集团”）持有公司9.53%股权，国发展基金有限公司持有公司0.72%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，公司实际控制人为杭州市人民政府。

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，核心业务板块包括市政公用板块、房地产板块、建设施工与管理板块及商品销售板块等。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；截至2024年底，公司拥有合并范围内子公司252家。

截至2024年底，公司资产总额3027.59亿元，所有者权益1319.57亿元（含少数股东权益119.75亿元）；2024年，公司实现营业总收入607.66亿元，利润总额30.72亿元。截至2025年9月底，公司资产总额3124.29亿元，所有者权益1338.24亿元（含少数股东权益123.23亿元）；2025年1—9月，公司实现营业总收入433.69亿元，利润总额22.87亿元。

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：李红良。

二、本期债项概况

公司于2025年8月获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意杭州市城市建设投资集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2025〕1722号），注册规模为不超过160亿元。本次计划在注册额度内面向专业投资者公开发行2026年公司债券（第一期）（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模不超过12.00亿元（含）。其中，品种一期限为5年，品种二期限为10年，品种间设回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债项按年付息，到期一次还本，募集资金扣除发行费用后拟偿还公司有息债务或置换偿还公司债券本金的自有资金，补充流动性资金。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI或保持低位震荡，PPI降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年前三季度）》](#)。

四、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。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业

流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，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；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025 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 1.68 万平方公里。

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 1 • 杭州市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	18753	20059	21860
GDP 增速（%）	1.5	5.6	4.7
固定资产投资增速（%）	6.0	2.8	-2.9
三产结构	1.8:30.0:68.2	1.7:28.3:70.0	1.7:25.3:73.0
人均 GDP（万元）	15.26	16.11	17.39

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022—2024 年，杭州市地区生产总值持续增长，在浙江省内排名第一；2024 年，杭州市第一产业增加值同比增长 3.3%，第二产业增加值同比增长 3.8%，第三产业增加值同比增长 5.0%，产业结构持续优化。同年，杭州市工业增加值同比增长 4.8%，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 4.6%、5.0% 和 5.3%。2022—2024 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 2 • 杭州市主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	2450.6	2616.8	2640.3
一般公共预算收入增速（%）	2.7	6.8	0.9
税收收入（亿元）	2169.9	2348.1	2283.3
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	88.54	89.72	86.48
一般公共预算支出（亿元）	2542.1	2636.2	2690.4
财政自给率（%）	96.40	99.28	98.14

项目	2022年	2023年	2024年
政府性基金预算收入（亿元）	3202.2	2233.4	1531.1
地方政府债务余额（亿元）	3682.44	3867.10	4464.91

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022—2024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。2022—2024年，杭州市政府性基金预算收入持续下降，主要系受房地产市场深度调整影响。截至2024年底，杭州市政府债务限额4465.40亿元，余额控制在限额以内。

2025年前三季度，杭州市实现地区生产总值16900亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%；分产业看，第一产业增加值241亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值4098亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值12561亿元，同比增长5.6%。同期，杭州市一般公共预算收入完成2198.4亿元，同比增长0.1%；其中，税收收入1803.6亿元，占一般公共预算收入的比重为82.04%；一般公共预算支出完成1949.0亿元，同比增长7.7%。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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，区域地位突出。

2022年12月，根据杭州市委、市政府决策部署，公司与杭州市钱江新城投资集团有限公司（以下简称“钱投集团”）整合重组；重组后，公司同步组建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”），并提升子公司杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）层级；至此，公司形成了由杭州市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）、公交集团、能源集团、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，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。

图表3·截至2024年底杭州市重要开发建设主体财务指标情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
杭州市城市建设投资集团有限公司	杭州市人民政府	3027.59	1319.57	607.66	30.72	56.42%
杭州市地铁集团有限责任公司	杭州市人民政府	--	--	--	--	--
杭州市交通投资集团有限公司	杭州市人民政府国有资产监督管理委员会	1366.72	496.13	96.78	10.30	63.70%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

杭州市重要的开发建设主体包括公司、杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“杭州地铁”）和杭州市交通投资集团有限公司（以下简称“杭州交投”）。其中，杭州地铁主要从事杭州市轨道交通工程的建设运营及物业开发等业务，杭州交投主要承担杭州市交通基础设施投资、建设和营运主平台的职能。总体看，三家公司主营业务不存在明显的竞争关系。

2 人员素质

公司高级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很高，员工素质符合公司业务特点。

截至2025年6月底，公司董事和高级管理人员共17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。

李红良先生，1968年8月出生；曾就职于余杭区百丈镇初级中学，余杭区黄湖镇人民政府，杭州西溪湿地公园（余杭）管理委员会办公室，余杭区风景旅游局、发展和改革局、粮食局，余杭区人民政府和杭州市千岛湖原水股份有限公司；现任公司董事长。

邱佩璜先生，1974年9月出生；曾就职于杭州市滨江污水处理厂、杭州市综合行政执法局（杭州市城市管理局）、杭州市城乡建设委员会；现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2025年3月底，公司在职员工合计33148人。文化素质方面，硕士及以上学历员工占3.9%，本科学历员工占24.6%，大专学历员工占17.5%，大专以下学历员工占54.0%；年龄方面，30岁及以下员工占10.0%，31~50岁员工占64.0%，50岁以上员工占26.0%。

3 信用记录

公司本部和重要子公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部和重要子公司本部存在重大失信行为。

根据中国人民银行于 2025 年 12 月 16 日出具的《企业信用报告》，公司本部无不良信贷记录，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 2025 年 12 月 31 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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构比较有效，权责划分清晰。

公司按照《公司法》和《企业国有资产法》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董事、外派财务总监等职责。

公司设董事会，董事会由 9 名董事组成，其中非职工董事 8 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。董事会对股东会负责，行使向股东会报告工作、执行股东会的决定、决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司不设监事会、监事，由董事会审计委员会行使《公司法》规定的监事会的职权，审计委员会由三名成员组成。

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，主要行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施年度经营计划和投资方案等职权。

2 管理水平

公司建立了相对完善的内部管理制度，经营管理高效有序。

公司本部设办公室、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，并根据需要建立了相对完善的内部管理制度。

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，公司制定了投资管理办法，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，公司制定了对外担保管理办法，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。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，公司营业总收入波动增长，主要系商品销售板块收入波动增长导致。2024 年，公司主营业务收入主要由市政公用板块、能源板块、建设施工与管理板块和商品销售板块构成，收入构成变动不大。2022—2024 年，公司综合毛利率变化不大。2025 年前三季度，公司实现营业总收入 433.69 亿元，综合毛利率为 6.16%，同比均变化不大。

图表 4 • 公司营业总收入及综合毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	115.20	21.15%	-29.49%	118.85	18.42%	-24.92%	118.03	19.42%	-18.57%
能源板块	105.38	19.35%	14.38%	108.57	16.83%	15.74%	115.32	18.98%	16.94%
建设施工与管理板块	113.57	20.85%	19.71%	116.33	18.03%	20.11%	101.34	16.68%	23.60%
资产运营板块	12.40	2.28%	30.71%	16.54	2.56%	31.24%	15.36	2.53%	31.60%
房地产板块	3.51	0.64%	43.16%	38.81	6.01%	15.03%	40.21	6.62%	7.52%
商品销售板块	148.59	27.28%	1.12%	210.41	32.61%	1.26%	179.70	29.57%	0.82%
其他板块	14.87	2.73%	33.74%	15.35	2.38%	32.75%	19.29	3.17%	24.54%
主营业务小计	513.53	94.28%	3.03%	624.86	96.83%	4.73%	589.24	96.97%	6.05%
其他业务	31.15	5.72%	47.97%	20.44	3.17%	44.07%	18.41	3.03%	32.20%
合计	544.68	100.00%	5.60%	645.29	100.00%	5.97%	607.66	100.00%	6.84%

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

（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稳定发展。

公司市政公用板块包括天然气销售业务、垃圾处理业务、公交营运业务、自行车建设运营业务及自来水及原水业务。2022—2024 年，公司市政公用板块收入变化不大；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。

图表 5 • 公司市政公用板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
天然气销售	60.78	-3.86%	60.28	-3.12%	56.71	-0.24%
垃圾处理	10.32	11.15%	11.53	16.48%	12.19	16.93%
公交营运	7.27	-588.18%	7.35	-553.98%	7.42	-499.87%
自行车建设运营	3.90	22.90%	4.10	29.85%	4.00	21.22%
自来水及原水	32.93	27.57%	35.60	27.60%	37.71	32.90%
合计	115.20	-29.49%	118.85	-24.92%	118.03	-18.57%

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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 9 区 4 县（市）。截至 2025 年 3 月底，燃气集团已拥有较为完备的燃气管道输配设施，已建成 9300 余公里高中低压管线，运行 5 个门站，服务 530 多万人口。

燃气集团天然气销售业务以管道燃气为主，另配套少量 LNG。管道燃气全部向国家管网集团浙江省天然气管网有限公司采购，采购价格由浙江省杭州市发展和改革委员会和杭州市发展和改革委员会制定。2022—2024 年，燃气集团天然气累计用户数及购销量均持续增长。

图表 6 • 燃气集团运营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
天然气购入量（亿立方米）	16.20	17.80	21.75

项目	2022年	2023年	2024年
天然气销售量(亿立方米)	16.10	17.61	21.52
天然气累计用户数(万户)	156.64	177.08	186.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024年，杭州市居民用户天然气供应价格未发生变化，非居民用户天然气供应价格有所下降；对于城市燃气企业因未调整居民用气价格产生的购销差价亏损，由市县财政酌情补贴。同期，受天然气供应价格下降影响，公司天然气销售收入有所下降，业务毛利率仍为负，但亏损幅度有所收窄。

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，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。杭州市现行水价根据2014年发布的杭价资〔2014〕205号文件实施。

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。2022—2024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	2022年	2023年	2024年
售水量(万立方米)	79216.05	78738.86	82459.10
自来水用户数(万户)	180.07	204.84	234.06
污水处理量(万立方米)	41347.15	42393.93	47682.72

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024年，水务集团售水量、污水处理量和自来水用户数均有所增长，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当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，对公交业务进行补贴。2022—2024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	2022年	2023年	2024年
运营线路数量(条)	1175	1245	1141
运营线路里程(公里)	18795.54	18161.60	18357.60
运营车辆数量(万辆)	10217	9550	8949
客运量(亿人次)	5.03	5.26	5.40
总行驶里程(亿车公里)	5.08	4.82	4.52
公交运营补助(亿元)	33.33	22.94	24.53

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024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；客运量持续提升，带动公交运营收入持续增长，亏损幅度持续收窄；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，其中2022—2024年应收公交运营补助47.42亿元、45.49亿元和60.00亿元。

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	2022年	2023年	2024年
年垃圾处理能力（万吨）	403.33	670.16	722.22
当期垃圾处理规模（万吨）	525.52	604.50	655.89
产能利用率	130%	90%	91%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024年，随着杭州临江环境能源工程和之江垃圾减量综合体等工程完工陆续投入运营，环境集团垃圾处理能力和垃圾处理规模持续提升，垃圾处理超负荷运营状态有所缓和，但仍接近饱和状态。同期，公司垃圾处理收入和业务毛利率均持续增长。

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。2022—2024年，公司自行车建设运营收入变化不大。

在建项目

截至2025年3月底，公司市政公用板块主要在建项目未来三年计划投资72.89亿元，建设资金主要来自自筹资金和政府匹配专项资金；拟建项目7个，计划总投资12.08亿元，未来三年计划投资7.39亿元。总体看，公司存在一定的资本支出压力。

图表 10 • 截至2025年3月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	项目类型	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2025年	2026年	2027年
江南水厂改扩建工程	自来水及原水	13.76	7.61	0.90	0.80	0.50
七格污水处理厂提标改造（三期、四期）	自来水及原水	5.36	0.52	0.68	0.62	0.32
扩大杭嘉湖南排后续西部通道（南北线）工程	自来水及原水	77.93	17.89	4.89	18.39	18.39
扩大杭嘉湖南排后续西部通道（西线）工程	自来水及原水	44.99	6.38	2.69	11.97	11.97
公交三公司公交综合体	公交运营	5.42	5.12	0.07	0.64	0.06
合计	—	147.46	37.52	9.23	32.42	31.24

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、代建项目、土地一级开发及PPP项目等。其中，PPP项目整体投资规模较大，已逐步投入运营，投资回收受项目运营及涉及的政府财力变化情况影响较大。该业务板块未来投资规模大。

公司建设施工与管理板块包括工程施工及养护业务、代建业务、土地一级开发业务、PPP业务、勘察测绘业务和渣土消纳业务。2022—2024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和PPP项目收入下降导致；业务毛利率有所提升。

图表 11 • 公司建设施工与管理板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年		2023年		2024年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工及养护	56.65	19.53%	66.43	20.88%	52.32	21.77%
土地一级开发建设	0.00	--	8.86	10.57%	0.00	--
土地一级开发管理费	3.34	100.00%	3.03	100.00%	3.62	100.00%
PPP项目	47.55	13.19%	28.00	14.88%	40.33	18.16%

项目	2022年		2023年		2024年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
勘察测绘	5.55	30.46%	4.53	27.88%	4.07	38.14%
渣土消纳	0.48	2.00%	5.49	2.38%	1.00	2.94%
合计	113.57	19.71%	116.33	20.11%	101.34	23.60%

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数

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股份有限公司（以下简称“路桥公司”）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、自来水及热电工程施工等业务。

路桥公司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，现有纳入固定资产的各类车辆等生产运行设备约 1000 台，专业技术人员 500 余人；在全国范围内养护的设施总量达 4600 余座，在杭州范围内养护的道路、桥梁、高架、河道等设施总量达 2800 余座。

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。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。

2022—2024 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，业务毛利率小幅提升。

代建项目

公司代建项目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“杭州城建”）负责。政府财政按工程进度分阶段支付施工方工程款，杭州城建按照合同约定标准收取部分工程管理费（1%~3%）。截至 2025 年 3 月底，公司在建主要委托代建项目计划总投资 93.39 亿元，已完成投资 32.26 亿元；拟建主要委托代建项目计划总投资 14.58 亿元。

土地一级开发

公司土地一级开发业务由杭州城建和钱投集团负责，项目主要为长睦项目、城东新城项目和钱江新城二期项目。

长睦项目：2005 年，杭州城建与杭州土地储备中心签订土地一级开发委托协议，由杭州城建负责该项目的土地一级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，土地一级开发完成后挂牌出让，杭州市财政局通过杭州土地储备中心将土地出让收入扣除相关税费后的 45%返还给公司，再由公司与杭州城建单独结算，根据先前支付的土地净出让收入的 45%进行多退少补。财综〔2016〕4 号文件出台后，长睦项目结算不再与土地出让金挂钩，收益主要来自于管理费，费率为 5%。截至 2025 年 3 月底，长睦项目计划总投资 78.08 亿元，已完成投资 75.21 亿元，预计实现土地出让总收入 73.63 亿元，累计已确认收入 67.28 亿元，累计收到土地出让金返还 71.60 亿元。2023 年，公司实现土地一级开发建设收入 8.86 亿元，业务毛利率为 10.57%。

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 3 月底，钱投集团片区开发项目未来尚需投资约 260 亿元。2022—2024 年，公司土地一级开发管理费收入较为稳定，业务毛利率均为 100.00%。

PPP 项目

截至 2024 年底，公司累计参与 15 个 PPP 项目，均作为社会资本方参与项目建设，上述项目均已纳入财政部 PPP 项目库；项目已逐步投入运营，后续投资压力不大。2024 年，公司确认 PPP 项目收入 40.33 亿元。公司 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 2024 年底公司 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	7 个子项目运营/1 个子项目在建	保障性住房	13.69	15 年	13.61
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	在建	市政工程	66.05	17 年	62.74
浙江省台州市路桥游艇小镇 PPP 项目	2017/05/22	在建	政府基础设施	32.01	16 年	6.79
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
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	22 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	在建	政府基础设施	22.96	15.5 年	23.85
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	14.51
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
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	10.55
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
合计	--	--	--	313.03	--	284.15

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资料整理

渣土消纳

公司渣土消纳业务主要由杭州城建负责, 主要系杭州市人民政府授权将杭州市内建设项目工地工程渣土中转外运消纳, 业务于 2022 年底开展。2024 年, 公司渣土消纳收入同比大幅下降, 主要系中央环保督察等因素综合影响。

(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, 存量商品住宅和商业地产基本已进入销售尾声, 整体去化率较高; 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。2022—2024 年, 公司房地产板块收入均来自商品住宅, 2023 年收入同比大幅增长, 主要系 2022 年当年达到收入确认条件的房地产项目较少导致; 业务毛利率持续下滑, 主要系房价下降导致。

图表 13 • 公司房地产板块收入及毛利率情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品住宅	3.51	43.16%	38.81	15.03%	40.21	7.52%
合计	3.51	43.16%	38.81	15.03%	40.21	7.52%

注: 2022 年数据为 2023 年期初数

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

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, 杭州城建和杭州城投资本集团有限公司也有少量项目。

近年来, 公司新建项目主要为商品住宅项目, 其中 2023 年无新开工项目, 2024 年新开工项目包括湖著观邸和潮语映月等。2022—2024 年, 公司竣工面积波动增长, 合约销售面积和销售金额持续增长, 主要来自湖著观邸和潮语映月项目的预售。

图表 14 • 公司商品住宅和商业地产开发情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
新开工面积 (万平方米)	40.23	0.00	16.30
竣工面积 (万平方米)	4.07	18.50	16.70
合约销售面积 (万平方米)	3.10	5.17	17.37
合约销售金额 (亿元)	8.13	9.90	57.69

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司已完工在售的商品住宅和商业地产项目计划总投资 247.38 亿元，可销售面积 121.18 万平方米，累计销售金额 242.29 亿元，整体去化效率较高，基本已进入销售尾声。

图表 15 • 截至 2025 年 3 月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
和园三四期	商品住宅	7.49	8.85	11.89	99%
悦荟 17°C 生活广场	商业地产	8.02	6.57	2.53	23%
云锦城	商品住宅	30.00	24.98	30.65	94%
悦东方	商品住宅	23.00	14.07	20.93	96%
御东方	商品住宅	45.00	12.06	31.23	95%
和风苑	商品住宅	5.77	6.12	5.55	99%
钱江御府	商品住宅	22.66	6.64	29.53	98%
建德洋安新城 N-8-5 地块商业综合楼	商业地产	1.37	1.35	0.00	0%
江南御府	商品住宅	21.04	10.25	32.43	99%
和景商务中心	商业地产	8.77	5.68	15.28	95%
和雅苑	商品住宅	4.39	3.60	5.82	97%
养云静舍	商品住宅	19.01	3.25	18.79	99%
启润学府	商品住宅/商业地产	20.85	7.78	10.43	74%
润如园	商品住宅	30.01	9.98	27.23	100%
合计	--	247.38	121.18	242.29	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司在建商品住宅和商业地产项目建筑面积 80.29 万平方米，未来三年计划投资 38.81 亿元。同期末，湖著观邸和潮语映月均已开启预售，其中湖著观邸销售进度 42.40%，潮语映月销售进度 70.67%。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，建成后计划采用销售和租赁的方式平衡建设资金。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，建成后计划采用销售和租赁的方式平衡建设资金。

图表 16 • 截至 2025 年 3 月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		
					2025 年	2026 年	2027 年
娱乐康体兼容商业兼容商务用房	商业地产	20.01	32.10	3.26	2.60	5.20	3.20
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	50.20	3.59	4.35	6.94	0.02
湖著观邸	商品住宅	13.28	19.06	16.78	1.62	0.29	0.37
潮语映月	商品住宅	16.30	53.00	38.78	6.50	6.50	1.22
合计	--	80.29	154.36	62.41	15.07	18.93	4.81

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，其拥有房地产二级开发资质，产品类型包括经济适用房、拆迁安置房、共有产权房、廉租房及公租房等，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，工程完工后，经济适用房一般由安居集团按政府指导价格定向配售给符合经济适用房购买条件的申请对象，配套建设的廉租房由政府按指导价格回购。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4518元/平方米，超出优惠部分的面积销售价格为7200元/平方米。

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及物业管理。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3月底，公司在建保障房项目未来尚需投资56.77亿元，存在一定的资金支出压力。

图表17·截至2025年3月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	4.70	1.52
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	9.60	3.83
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	40.90	10.55
七堡公交停车场保障性租赁住房项目	公租房	10.07	3.06	6.61	0.01
振华路公交场站保障性租赁住房项目	公租房	4.98	1.99	4.02	0.01
池华街公交站保障性租赁住房项目	公租房	6.27	3.50	4.89	0.01
九堡中心单元JG1702-03A地块保障性租赁住房项目	公租房	3.51	1.94	2.83	0.85
合计	--	85.59	46.08	73.55	16.78

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（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，业务毛利率稳定；热、电、蒸汽业务需关注电煤价格变动对经营成本产生的影响。

公司能源板块包括热、电、蒸汽业务、机电制造与销售业务和煤炭销售业务。2022—2024年，公司能源板块收入和业务毛利率均持续增长。

图表18·公司能源板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年		2023年		2024年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
热、电、蒸汽	24.37	18.03%	23.58	21.35%	21.73	23.33%
机电制造与销售	57.92	16.70%	70.90	16.10%	76.81	18.43%
煤炭销售	23.10	4.69%	14.09	4.55%	16.77	1.85%
合计	105.38	14.38%	108.57	15.74%	115.32	16.94%

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022年数据为2023年期初数

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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；2024 年，电力设备公司前五名供应商采购额占比为 21.59%，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。2024 年，电力设备公司前五名客户销售额占比为 52.93%，集中度较高。

2022—2024 年，公司机电制造与销售收入和业务毛利率均有所增长。

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 2024 年底，公司热电联产机组总装机容量为 135.00MW，沼气发电机组功率为 14.30MW，焚烧发电汽轮机组功率为 150.00MW。2022—2024 年，公司热电上网电价变化不大，但上网电量持续下降；垃圾发电上网电价有所下降，但上网电量持续增长；同期，公司热、电、蒸汽收入持续下降，但业务毛利率持续提升，主要系电煤采购价格下降导致。

图表 19 • 公司电力及煤炭销售经营情况

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
煤炭销售	电煤采购规模（万吨）	204.34	240.41	305.41
	电煤采购金额（万元）	216722.64	191125.58	217116.60
电力销售（热电）	发电量（万千瓦时）	71151.19	75465.80	70074.90
	上网电量（万千瓦时）	65037.70	62388.45	57224.02
	上网电价（元/千瓦时）	488.06	497.49	487.27
电力销售（垃圾发电）	发电量（万千瓦时）	104557.27	107793.09	109474.04
	上网电量（万千瓦时）	88620.53	90914.96	92052.33
	上网电价（元/千瓦时）	666.00	666.00	503.69

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。2022—2024 年，公司煤炭销售收入和业务毛利率均有所下降，主要系电煤价格下降导致。

（5）其他业务

除上述业务板块外，公司其他业务构成还包括商品销售板块、资产运营板块和其他业务板块，经营业务包括商品销售业务、汽配销售业务、超市经营业务、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、咨询服务业务和其他业务等，对营业总收入形成良好补充。

3 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，推进公用事业一体化改革进程，加快构建高质高效的城市服务保障体系。此外，公司加快钱江新城二期总部基地等产业高地的规划、建设和运营，积极推动和浙江大学等深度合作。最后，公司立足核心主业和优势业务，力争实现“122556”发展目标，即至 2025 年营业收入达 1000 亿元、累计投资额 2000 亿元，净资产 2000 亿元，资产总额 5000 亿元，超百亿营收子集团 5 家，利润总额 60 亿元。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年合并财务报告，其中中喜（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022—2023 年度合并财务报表进行审计，中审华（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年度合并财务报表进行审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2025 年三季度财务报表未经审计。

截至 2024 年底，公司拥有合并范围内子公司合计 252 家。2023 年，杭州市国资委将其持有的钱投集团 90% 股权无偿划转至公司。截至 2022 年底，钱投集团资产总额 720.84 亿元，所有者权益 295.81 亿元；2022 年，钱投集团实现营业总收入 206.09 亿元，利润总额 2.67 亿元。总体看，钱投集团纳入合并范围对公司财务数据可比性影响较大。

1 资产质量

受钱投集团纳入合并范围和公租房注入影响，公司资产规模大幅增长，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，公司做地项目工程款及拨出专项资金规模较大，对资金形成一定占用。

2022—2024 年底，公司资产规模大幅增长，主要系钱投集团纳入合并范围和公租房注入导致；资产构成以非流动资产为主。

图表 20 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	624.21	34.45%	1050.21	35.30%	948.10	31.32%	965.67	30.91%
货币资金	294.74	16.27%	287.62	9.67%	230.81	7.62%	288.25	9.23%
其他应收款	97.59	5.39%	334.69	11.25%	235.50	7.78%	152.95	4.90%
存货	95.55	5.27%	189.38	6.37%	220.76	7.29%	214.14	6.85%
非流动资产	1187.61	65.55%	1924.96	64.70%	2079.49	68.68%	2158.62	69.09%
长期应收款	25.98	1.43%	40.84	1.37%	119.75	3.96%	204.06	6.53%
长期股权投资	142.55	7.87%	204.89	6.89%	240.98	7.96%	247.91	7.93%
投资性房地产	55.00	3.04%	162.15	5.45%	160.78	5.31%	159.42	5.10%
固定资产	487.61	26.91%	511.35	17.19%	546.52	18.05%	533.63	17.08%
无形资产	200.20	11.05%	222.80	7.49%	236.58	7.81%	252.60	8.09%
其他非流动资产	159.59	8.81%	592.98	19.93%	605.17	19.99%	570.38	18.26%
资产总额	1811.82	100.00%	2975.18	100.00%	3027.59	100.00%	3124.29	100.00%

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2024 年底，公司货币资金主要由银行存款（218.60 亿元）和其他货币资金（12.21 亿元）构成。公司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构成，较 2023 年底下降的主要原因系收回做地项目工程款导致；从类别看，单项计提坏账准备的其他应收款 24.20 亿元，计提坏账准备 19.38 亿元，主要系做地项目亏损导致预计款项无法收回；低信用风险组合的其他应收款 223.37 亿元，其余为按账龄组合的其他应收款；从集中度看，其他应收款前五名欠款方集中度较高；整体看，公司其他应收款项规模较大，整体回收风险不大，但对资金形成一定占用。公司存货主要由开发成本（113.48 亿元）、开发产品（56.87 亿元）、库存商品（24.88 亿元）及合同履约成本（16.21 亿元）构成，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。

图表 21 • 截至 2024 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	做地项目工程款	119.80	46.27	0~2 年/4~5 年
杭州富阳城市建设投资集团有限公司	往来款及拆借款	31.34	12.11	0~5 年
杭州市财政局	政府购买服务款等	22.08	8.53	0~2 年
杭州市余杭区财政局	政府购买服务款	13.55	5.23	0~2 年

单位名称	款项性质	账面余额	占比	账龄
杭州市富阳区财政局	政府购买服务款	9.69	3.74	0~2年
合计	--	196.47	75.88	--

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；尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司长期应收款主要为拆借款（88.09 亿元）、代建项目工程款（15.56 亿元）及 PPP 项目应收款（11.84 亿元）。公司长期股权投资主要由对杭州银行股份有限公司（77.56 亿元）、杭州大家实业集团有限公司（28.76 亿元）、信泰人寿保险股份有限公司（25.89 亿元）、杭州润地亚运村开发有限公司（14.07 亿元）及杭州奥体博览中心建设投资有限公司（13.02 亿元）等投资构成，较 2023 年底增长主要系投资信泰人寿保险股份有限公司和按权益法核算的投资收益增加导致；2024 年，长期股权投资实现投资收益 22.44 亿元，收到现金股利 7.95 亿元，主要来自杭州银行股份有限公司。公司投资性房地产账面原值 188.51 亿元，累计计提折旧和摊销 27.72 亿元，主要由房屋建筑物（132.51 亿元）构成，其中 20.53 亿元房屋所有权未办妥产权证书。公司固定资产账面原值 722.80 亿元，累计计提折旧 276.17 亿元，主要由房屋、建筑物（206.03 亿元）及管道资产构成（171.34 亿元），其中 19.14 亿元房屋所有权未办妥产权证书；固定资产较 2023 年底增长的主要原因系在建工程完工结转导致。公司无形资产账面原值 298.35 亿元，累计计提摊销 61.35 亿元，主要由 PPP 项目收益权（129.47 亿元）和土地使用权（80.25 亿元）构成，其中 1.90 亿元土地使用权未办妥产权证书。公司其他非流动资产主要由公租房及配套用房（409.24 亿元）和拨出专项资金（150.37 亿元）构成。

截至 2025 年 9 月底，公司资产规模较上年底增长 3.19%，主要来自拆借款和银行存款的增加；其中，其他应收款较上年底大幅下降，主要系收回做地项目工程款导致。

截至 2025 年 9 月底，公司受限资产规模较小，主要为受限的土地和房屋资产等。

图表 22 • 截至 2025 年 9 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

科目	受限金额	受限原因
货币资金	9.94	质押的定期存单及利息、票据保证金、融资保证金、存放于公积金管理中心的住房基金及维修基金、保函、履约保证金、专项计划备用金及其他、因冻结使用受限制的款项、农民工工资保证金、贷款监管账户、冻结托管式住房租赁企业风险防范金等
应收账款	0.72	银行融资质押
其他应收款	0.68	房屋维修基金
合同资产	15.35	项目收益权质押
存货	38.09	借款抵押
投资性房地产	19.08	长期借款抵押
固定资产	8.88	抵押融资、抵押借款、融资租赁售后回租资产
无形资产	40.22	抵押、质押借款
长期应收款	3.64	银行融资质押
长期股权投资	4.14	合伙份额质押
在建工程	1.18	贷款抵押
一年内到期的非流动资产	0.64	银行融资质押
合计	142.55	--

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

受收到股权和资产划拨影响，公司所有者权益大幅增长；债务规模波动增长，整体债务负担尚可，债务期限结构良好，集中偿付压力不大。

2022—2024 年底，政府无偿划入钱投集团和公租房等资产带动公司所有者权益大幅增长。2024 年，公司资本公积转增实收资本导致所有者权益结构变化较大。截至 2025 年 9 月底，公司所有者权益较 2024 年底小幅增长，主要系利润留存导致。

图表 23 • 公司主要所有者权益构成情况 (单位: 亿元)

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	65.72	10.76%	65.72	4.90%	300.00	22.73%	300.00	22.42%
资本公积	289.54	47.40%	909.98	67.91%	673.15	51.01%	675.12	50.45%
未分配利润	141.63	23.18%	196.63	14.67%	207.61	15.73%	220.42	16.47%
少数股东权益	105.75	17.31%	158.81	11.85%	119.75	9.08%	123.23	9.21%
所有者权益	610.89	100.00%	1340.01	100.00%	1319.57	100.00%	1338.24	100.00%

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022—2025 年 9 月底, 公司负债规模大幅增长, 主要系政府无偿划入钱投集团导致; 负债结构以非流动负债为主。

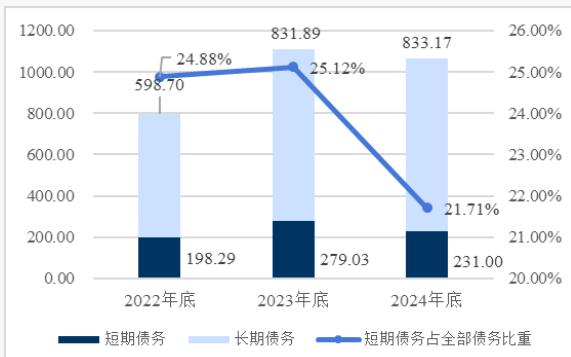
图表 24 • 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	466.03	38.81%	684.08	41.84%	753.65	44.12%	606.32	33.95%
短期借款	77.89	6.49%	94.77	5.80%	102.36	5.99%	88.36	4.95%
应付账款	78.84	6.56%	146.82	8.98%	140.42	8.22%	135.97	7.61%
其他应付款	97.20	8.09%	141.95	8.68%	138.23	8.09%	141.95	7.95%
一年内到期的非流动负债	69.70	5.80%	140.07	8.57%	190.01	11.12%	47.30	2.65%
合同负债	65.53	5.46%	60.91	3.72%	76.82	4.50%	123.59	6.92%
非流动负债	734.90	61.19%	951.08	58.16%	954.37	55.88%	1179.74	66.05%
长期借款	355.82	29.63%	419.74	25.67%	461.26	27.01%	589.74	33.02%
应付债券	186.71	15.55%	307.37	18.80%	228.32	13.37%	325.40	18.22%
长期应付款	87.99	7.33%	104.77	6.41%	129.55	7.58%	125.73	7.04%
递延收益	97.99	8.16%	105.70	6.46%	121.95	7.14%	125.22	7.01%
负债总额	1200.93	100.00%	1635.16	100.00%	1708.02	100.00%	1786.06	100.00%

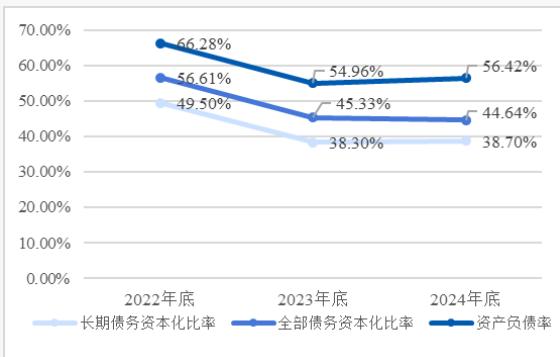
资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2025 年 9 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 2022—2024 年底其他应付款、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, 2025 年 9 月底全部债务未进行调整。

2022—2024 年底, 公司全部债务波动增长。截至 2024 年底, 公司债务构成以长期债务 (占 78.29%) 为主, 债务期限结构良好。同期末, 公司全部债务中银行融资和债券融资分别约占 51% 和 38%; 其中, 银行融资主要来自国家开发银行、中国工商银行、中国建设银行和中国农业银行等, 年利率区间为 1.50%~4.70%; 债券融资包括中期票据、资产支持证券、公司债券和定向融资债务工具等, 票面利率介于 1.70%~4.38%。2022—2024 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降, 整体债务负担尚可。

图表 25 • 公司债务结构情况


资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

图表 26 • 公司债务杠杆情况


资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

从有息债务期限分布来看，公司集中偿付压力不大。

图表 27 • 截至 2025 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	1 年以内	1 至 2 年	2 至 3 年	3 年以上	合计
偿还金额 (亿元)	237.85	82.23	113.23	608.08	1041.39
占有息债务的比例	22.84%	7.90%	10.87%	58.39%	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

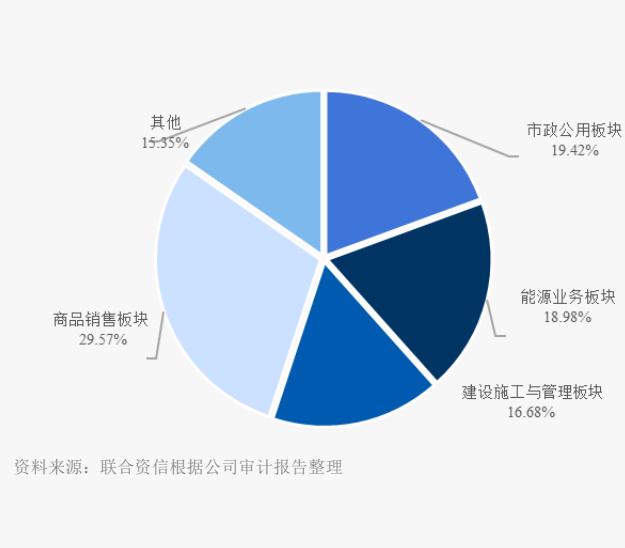
3 盈盈利能力

公司营业总收入波动增长，投资收益和政府补助对利润贡献大。

图表 28 • 公司盈利能力情况 (单位：亿元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
营业收入	462.00	645.29	607.66	433.69
营业成本	451.61	606.75	566.10	406.98
期间费用	51.75	70.16	70.57	52.87
其他收益	55.00	53.27	48.10	33.72
投资收益	15.81	25.01	27.98	17.14
信用减值损失	-0.42	4.01	7.58	0.47
资产减值损失	-0.37	3.56	3.76	-0.02
利润总额	31.06	32.87	30.72	22.87
营业利润率	1.57%	4.88%	5.97%	5.23%
总资本收益率	3.74%	2.17%	2.25%	--
净资产收益率	4.06%	1.85%	1.93%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 29 • 2024 年公司营业总收入构成情况


资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022—2024 年，公司营业总收入和营业成本均波动增长，营业利润率持续提升。同期，公司期间费用快速增长，2024 年主要由管理费用（34.91 亿元）和财务费用（22.30 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应收账款和其他应收款的坏账损失，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，利润总额较为稳定。2022—2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降。

2025 年前三季度，公司营业总收入和营业利润率同比均变化不大，利润总额同比有所下降，主要系投资收益减少导致。

4 现金流

2022—2024 年，公司收入实现质量维持在较高水平，经营活动获现能力强，投资活动现金持续净流出，2024 年筹资活动现金流转为净流入。

图表 30• 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	624.66	793.53	790.25	619.94
经营活动现金流出小计	513.16	750.06	753.44	564.07
经营活动现金流量净额	111.50	43.47	36.82	55.87
投资活动现金流入小计	200.95	252.00	148.88	307.83
投资活动现金流出小计	249.11	277.43	318.96	228.06
投资活动现金流量净额	-48.15	-25.43	-170.08	79.77
筹资活动前现金流量净额	63.34	18.04	-133.27	135.64
筹资活动现金流入小计	362.67	342.77	471.36	319.96
筹资活动现金流出小计	368.63	415.32	397.36	402.22
筹资活动现金流量净额	-5.95	-72.55	74.01	-82.26
现金收入比	106.53%	101.60%	110.35%	120.92%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2022—2024 年，公司各项经营性业务回款良好，收入实现质量维持在较高水平，经营活动现金流入流出均有所增长，受人员工资增长和收到财政补贴下降等因素综合影响，经营活动现金净流入规模有所下降，公司整体经营获现能力强。同期，公司投资活动现金流入流出仍保持较大规模，2024 年将资金拆出至区县级平台公司导致投资活动现金净流出规模大幅扩大；2024 年筹资活动现金流由净流出转为净流入。

2025 年前三季度，公司经营活动现金保持净流入态势，投资活动现金流转为净流入，筹资活动现金流转为净流出。

5 偿债指标

公司偿债能力很强，融资渠道畅通，或有负债风险小。

图表 31• 公司偿债指标情况

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
短期偿债指标	流动比率	133.94%	153.52%	125.80%	159.27%
	速动比率	113.44%	125.84%	96.51%	123.95%
	现金短期债务比（倍）	1.57	1.21	1.33	2.46
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	105.70	119.27	124.75	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.54	9.31	8.53	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.88	3.01	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

2022—2025 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所提升。总体看，公司短期偿债能力很强。

2022—2024 年，公司 EBITDA 持续增长；受债务规模大幅增长影响，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖能力均有所下降。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2025 年 9 月底，公司对外担保比率为 6.02%，担保对象为业务合作方或参股公司，均为国有控股或参股企业。其中，公司作为杭州建工集团有限责任公司（以下简称“杭州建工”）担保方已进入多起案件的应诉阶段，若其出现经营困难、无法偿还公司提供担保的债务，公司可能面临诉讼及代偿风险；公司与杭州建工无其他业务合作，若产生代偿情形，公司会采取向杭州建工进行追偿等措施；上述事项不会对公司的生产经营、财务状况及偿债能力产生重大不利影响。总体看，公司或有负债风险小。

图表 32 • 截至 2025 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方名称	担保余额	是否为关联方
杭州翠祥房地产有限公司	7.99	是
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
杭州建工集团有限责任公司	1.30	是
杭州铁路枢纽建设有限公司	6.00	否
杭州市国有资本投资运营有限公司	4.10	是
杭州大家实业集团有限公司	27.56	是
杭州国际会议中心有限公司	20.00	否
合计	80.63	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年 9 月底，公司共计获得银行授信额度 2030.11 亿元，未使用额度 1108.31 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2025 年 9 月底，联合资信未发现公司本部存在重大未决诉讼及仲裁。

6 公司本部财务分析

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较强，业务主要由子公司负责经营，收入来源于下属子公司。截至 2024 年底，公司本部全部债务 260.39 亿元，全部债务资本化比率 20.24%，债务负担很轻，现金短期债务比 1.41 倍。

九、ESG 分析

环境方面，公司本部作为控股平台，面临的环境问题较少，但下属子公司涉及水务运营、垃圾处理及垃圾焚烧等可能产生环境污染的业务，长期受到环保部门监管。此外，公司工程建设等业务可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至目前，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，且建立了比较有效的法人治理结构。截至目前，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。

十、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，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，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。

公司实际控制人是杭州市人民政府。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，经济水平和财政实力均处于浙江省上游水平。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

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，并开展房地产开发和商品销售等经营性业务，区域地位突出，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，根据杭国资改〔2023〕11 号文件，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；根据杭财资〔2023〕12 号文件，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，增加资本公积 13.03 亿元。同年，根据杭国资改〔2023〕18 号、杭财资〔2023〕1 号、杭财资〔2023〕5 号、杭财资〔2023〕7 号和杭财资〔2023〕8 号等文件，公司收到政府无偿注入的公租房等资产，增加资本公积 409.24 亿元。2024 年，根据浙财资产〔2023〕53 号文件，公司收到财开集团注入的钱投集团 10% 股权，价值 13.75 亿元；同年，水务集团子公司收到杭州市财政局注入的项目配套资金 1.23 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，2024 年新增与资产相关政府补助 19.39 亿元，截至 2024 年底递延收益余额为 118.90 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。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债项发行后，公司 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度很高。

图表 33·本期债项偿还能力测算

项目	2025 年 9 月
发行后长期债务*（亿元）	933.98
2024 年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.85
2024 年经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.04
发行后长期债务/2024 年 EBITDA（倍）	7.49

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

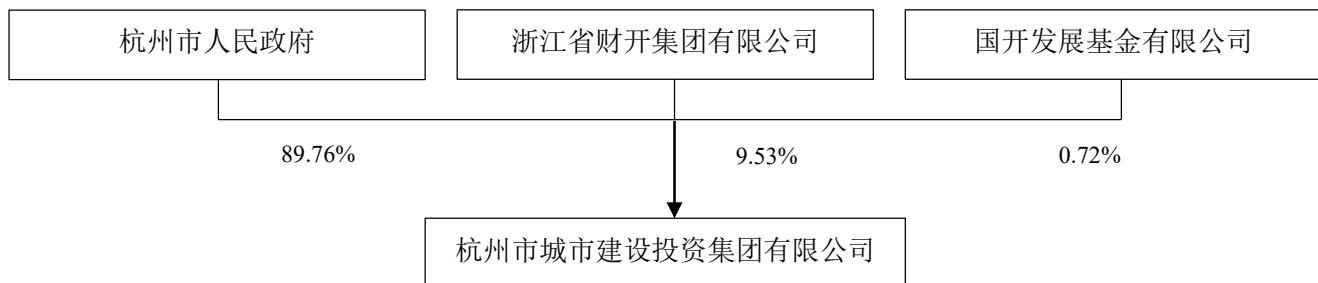
本期债项拟发行规模不超过 12.00 亿元（含），以发行规模上限计算（下同），分别相当于 2025 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.30% 和 1.11%，对公司现有债务规模及结构影响小。以 2025 年 9 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 57.33%、44.92% 和 41.10%。

本期债项发行后，公司 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度很高。

十二、评级结论

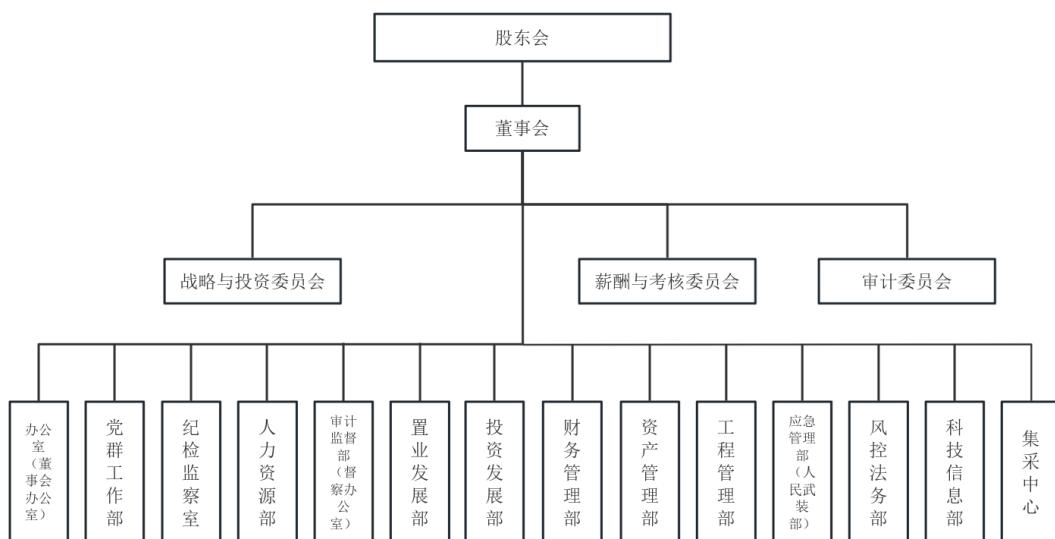
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 9 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 2024 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	技术服务	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	投资与资产管理	100.00%	其他
杭州城投资本集团有限公司	实业投资	100.00%	其他
杭州市钱江新城投资集团有限公司	资本投资服务	100.00%	其他
杭州市路桥集团股份有限公司	工程施工	56.00%	其他

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	310.99	337.47	306.90	386.56
应收账款（亿元）	47.29	81.23	88.03	101.32
其他应收款（亿元）	97.59	334.69	235.50	152.95
存货（亿元）	95.55	189.38	220.76	214.14
长期股权投资（亿元）	142.55	204.89	240.98	247.91
固定资产（亿元）	488.29	511.35	546.52	533.63
在建工程（亿元）	84.97	97.34	77.67	99.70
资产总额（亿元）	1811.82	2975.18	3027.59	3124.29
实收资本（亿元）	65.72	65.72	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	105.75	158.81	119.75	123.23
所有者权益（亿元）	610.89	1340.01	1319.57	1338.24
短期债务（亿元）	198.29	279.03	231.00	157.29
长期债务（亿元）	598.70	831.89	833.17	921.98
全部债务（亿元）	796.99	1110.91	1064.17	1079.27
营业总收入（亿元）	462.00	645.29	607.66	433.69
营业成本（亿元）	451.61	606.75	566.10	406.98
其他收益（亿元）	55.00	53.27	48.10	33.72
利润总额（亿元）	31.06	32.87	30.72	22.87
EBITDA（亿元）	105.70	119.27	124.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	492.16	655.62	670.53	524.42
经营活动现金流入小计（亿元）	624.66	793.53	790.25	619.94
经营活动现金流量净额（亿元）	111.50	43.47	36.82	55.87
投资活动现金流量净额（亿元）	-48.15	-25.43	-170.08	79.77
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.95	-72.55	74.01	-82.26
财务指标				
现金收入比（%）	106.53	101.60	110.35	120.92
营业利润率（%）	1.57	4.88	5.97	5.23
总资本收益率（%）	3.74	2.17	2.25	--
净资产收益率（%）	4.06	1.85	1.93	--
长期债务资本化比率（%）	49.50	38.30	38.70	40.79
全部债务资本化比率（%）	56.61	45.33	44.64	44.64
资产负债率（%）	66.28	54.96	56.42	57.17
流动比率（%）	133.94	153.52	125.80	159.27
速动比率（%）	113.44	125.84	96.51	123.95
经营现金流流动负债比（%）	23.92	6.35	4.89	--
现金短期债务比（倍）	1.57	1.21	1.33	2.46
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.88	3.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.54	9.31	8.53	--

注：1. 本报告合并口径将 2022—2024 年其他应付款、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，2025 年前三季度全部债务未进行调整；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. 公司 2025 年前三季度财务数据未经审计；4. “--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	131.69	105.31	114.91	264.07
应收账款（亿元）	0.20	0.56	0.71	0.71
其他应收款（亿元）	29.52	162.18	164.52	54.63
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	212.29	910.37	1025.32	1047.47
固定资产（亿元）	69.64	66.62	63.61	61.38
在建工程（亿元）	0.02	0.06	0.30	0.73
资产总额（亿元）	592.55	1385.70	1526.42	1589.82
实收资本（亿元）	65.72	65.72	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）	345.03	959.78	1026.09	1041.11
短期债务（亿元）	31.93	62.20	81.42	16.28
长期债务（亿元）	105.23	203.83	178.97	233.05
全部债务（亿元）	137.16	266.03	260.39	249.33
营业总收入（亿元）	3.81	5.13	6.22	1.12
营业成本（亿元）	0.66	3.12	3.54	1.15
其他收益（亿元）	0.40	0.40	0.45	0.32
利润总额（亿元）	11.06	10.24	12.06	3.78
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.18	2.30	0.53	1.03
经营活动现金流入小计（亿元）	20.36	5.74	6.83	6.11
经营活动现金流量净额（亿元）	16.65	-10.03	-0.55	-10.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.07	-39.68	-39.83	58.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	-17.68	23.61	13.69	60.47
财务指标				
现金收入比（%）	188.24	44.86	8.45	92.52
营业利润率（%）	82.36	36.21	42.15	-25.66
总资本收益率（%）	3.85	2.04	1.85	--
净资产收益率（%）	3.20	1.07	1.18	--
长期债务资本化比率（%）	23.37	17.52	14.85	18.29
全部债务资本化比率（%）	28.44	21.70	20.24	19.32
资产负债率（%）	41.77	30.74	32.78	34.51
流动比率（%）	207.65	172.01	111.24	130.80
速动比率（%）	207.65	172.01	111.24	130.80
经营现金流流动负债比（%）	21.10	-6.37	-0.21	--
现金短期债务比（倍）	4.12	1.69	1.41	16.22
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2025 年前三季度财务数据未经审计；2. “--”代表不适用；3. 因缺少数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。