跟踪评级公告

联合[2016] 1056 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持杭州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“12杭城投MTN1”和“14杭城投MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

杭州市城市建设投资集团有限公司
中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 杭城投 MTN1	13 亿元	2012/04/12-2017/04/12	AAA	AAA
14 杭城投 MTN001	13 亿元	2014/03/11-2019/03/11	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产（亿元）	130.96	125.52	124.58	111.03
资产总额（亿元）	846.11	890.48	913.37	930.49
所有者权益（亿元）	359.55	364.23	376.99	382.07
短期债务（亿元）	96.55	96.96	82.20	88.08
全部债务（亿元）	291.27	302.48	257.27	256.86
营业收入（亿元）	129.85	136.57	155.69	29.89
利润总额（亿元）	11.93	9.40	10.48	1.56
EBITDA（亿元）	35.98	35.35	30.41	--
经营性净现金流(亿元)	16.51	23.89	73.65	9.06
营业利润率（%）	-0.61	-2.96	-0.17	-1.87
净资产收益率（%）	2.26	1.77	1.99	--
资产负债率（%）	57.51	59.10	58.73	58.94
全部债务资本化比率（%）	44.75	45.37	40.56	40.20
流动比率（%）	188.92	173.12	156.98	143.32
全部债务/EBITDA(倍)	8.10	8.56	8.46	--
经营现金流动负债比（%）	7.06	9.05	25.55	--

注：公司将融资租赁款和政府置换债券计入“长期应付款”科目，将其调整至长期债务；2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师
喻宙宏　张峻铖
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 （100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”或“公司”）是杭州市最大的城市基础设施投资建设运营主体以及公用事业建设经营主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其基础设施建设和公用事业等业务具有区域垄断性，且在区域经济环境、政府支持等方面具有显著优势。跟踪期内，杭州市财政收入稳步增长，政府对公司的资金补贴保持稳定，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。同时联合资信也关注到受公用事业业务性质所限，公司盈利能力较弱等因素对公司偿债能力带来的不利影响。

受益于杭州市经济的快速发展以及政府财政实力的持续增强，公司外部发展环境良好，营业收入规模有望保持增长，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“12 杭城投 MTN1”、“14 杭城投 MTN001”信用等级为 AAA。

优势

1. 杭州市经济快速发展，政府财力稳步提升，给公司发展提供了良好的区域环境。
2. 杭州市财政实力强劲，作为杭州市城市基础设施建设和公用事业运营的主体，公司持续获得政府财政补贴等有力支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动产生的净现金流规模大幅增长，现金流较为充裕。
4. 公司跟踪期内有息债务规模大幅下降，债务负担有所减轻。

关注

1. 公司公用事业收入占比较高，利润受政府补贴影响较大，整体盈利能力有待提升。
2. 公司其他应收款规模大，形成资金占用。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”或“公司”）前身是杭州市城市建设资产经营有限公司，2003年6月17日经中共杭州市委、杭州市人民政府“市委发【2003】58号”文件批准成立，注册资本65.00亿元人民币。2007年根据“杭政函【2007】101号”文件，公司更名为现名。2015年，公司新增国开发展基金向杭州市第二水源输水通道工程项目拨付的投资款6000万元，计入实收资本。截至2016年3月底，公司实收资本为68.09亿元。

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

截至2015年底，公司拥有13家一级控股子公司。公司目前下设办公室、党群工作部、财务管理部、资产管理部、工程建设部、投资发展部、置业开发部、综合管理部和监察审计部等9个部门。

截至2015年底，公司合并资产总额913.37亿元，所有者权益376.99亿元；2015年实现营业收入155.69亿元，利润总额10.48亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额930.49亿元，所有者权益为382.07亿元；2016年1~3月实现营业收入29.89亿元，利润总额1.56亿元。

公司注册地址：杭州市中河中路 275 号；法定代表人：冯国明。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元，比上年增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%。截至 2014 年，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015

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

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

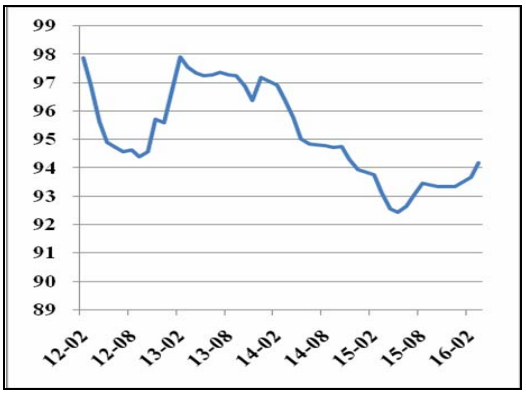
2.房地产行业分析

房地产行业现状

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

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

图 1　2012 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

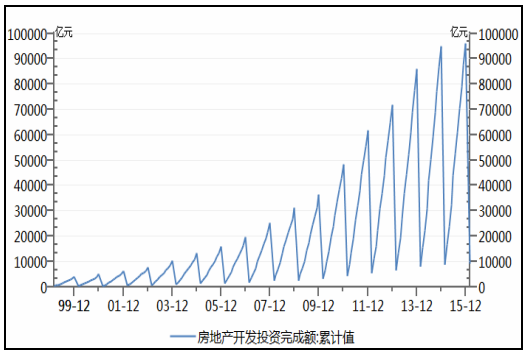
为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

2014 年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增

速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新低；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1%和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。

图 2　房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014 年为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%；全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%；全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2 万亿元）同比下降 7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降 13.4%和 21.4%（2498 万平方米和 2944 亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长 7.2%和 7.6%（9075 万平方米和 8906 亿元）。2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

房地产供求与信贷环境

2014 年，市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年底增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014 年 11 月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农

业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

房地产行业政策

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

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

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

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

2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。同日，财政部和国家税务总局联合发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买 2 年以上(含 2 年)的普通住房对外销售的，免征营业税。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 区域经济环境

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

根据《2015年杭州市国民经济和社会发展统计公报》数据，2015年杭州市实现地区生产总值（GDP）10053.58亿元，同比增长10.2%。其中：第一产业增加值287.69亿元，第二产业增加值3910.60亿元，第三产业增加值5855.29

亿元，分别增长1.8%、5.6%和14.6%。三次产业结构由上年的3.0：41.9：55.1调整为2.9：38.9：58.2。2015年，全市人均生产总值112268元，增长9.1%。

近年来，杭州市重视加快城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资增幅明显。2015年，杭州市全年完成固定资产投资5556.32亿元，同比增长12.2%。从产业投向看，第一产业31.47亿元，增长65.0%；第二产业931.78亿元，增长1.8%，其中工业930.01亿元，增长1.8%；第三产业4593.07亿元，增长14.3%，固定资产主要投向第三产业。2015年，杭州市完成基础设施投资1355.18亿元，增长34.8%，主要建设情况为地铁4号线首通段、1号线下沙延伸段建成运营，轨道交通初步成网，秋石路三期四期、环城北路地下通道、吉鸿快速路等一批治堵重点工程建成通车，东湖路、文一路地下通道等建设快速推进，萧山机场公路改建工程西兴互通两对匝道正式开通，建成杭新景建德段等高速公路。

公用事业方面，2015年杭州全市电网建设投入64.68亿元；新开工110千伏及以上输电工程42项，容量513万千伏安，线路403.94公里；全市用电量646.38亿千瓦时，增长1.0%，其中城乡居民生活用电90.26亿千瓦时，增长7.6%；市区自来水日供水能力达到382万立方米；新辟公交线路14条，优化公交线路42条；新增公交专用道133.2公里，新建停车泊位50156个；年末拥有公共交通运营线路716条；全年地铁客运量达到2.23亿人次，增长53.9%；公交分担率有新提高。

近年来杭州市GDP总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2015年，杭州市地方财力持续增强，全年完成财政总收入2238.75亿元，同比增长11.0%，其中地方一般公共预算收入1233.88亿元，增长9.8%，全市一般公共预算支出1205.48亿元，增长15.6%，其中用于民生支出921.92亿元，增长16.3%，增幅同比提高3.1个百分点；科学技术、住房保障等民生项目支出分别增长33.9%和31.3%。

总体看，杭州市作为浙江省的经济强市，经济发展势头良好，财政实力较强。杭州市经济的快速发展为公司提供了良好的区域发展环境，杭州市地方财政收入的持续稳定增长为公司提供稳定的财政资金支持。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由杭州市政府（以下简称“市政府”）授权从事城建资产经营、资本运作和城市资源开发，是杭州市最大的城市基础设施投资、建设及运营主体，业务涵盖城市公交、供气、热电联产、供水、垃圾污水处理、市政基础设施建设及房地产开发等业务。截至2016年3月底，公司注册资本为68.09亿元，其中65.24亿元由杭州市国有资产监督管理委员会出资，2.85亿元由国开发展基金出资，公司实际控制人为杭州市人民政府。

2. 企业规模与竞争力

公司下属子公司杭州市水务控股集团有限公司、杭州市燃气（集团）有限公司、杭州市公共交通集团有限公司等均为杭州市资产规模最大的龙头企业，业务服务范围基本覆盖杭州各城区。从企业性质看，公交、水务、燃气等行业属于特许经营类的公用事业，具有自然垄断性，确保了公司公交、水务及燃气等企业在所处地域内具有较高的市场占有率，能维持稳定的自然垄断收入。此外，公司在房地产开发、市政道路建设、城建科研及建筑中介服务等方面也具备了较强的实力。

3. 政府支持

政府支持方面，作为杭州市政府城市基础设施建设的建设主体，公司继续得到了杭州市政府的资金支持。公司的公交、燃气、供水、排水、城市路桥等基础设施建设业务每年能获

得大额财政拨款和补贴，用于各项业务的顺利开展。2015年公司收到政府补助（包含政府购买服务专项补助）和税收返还合计24.75亿元，体现在“营业外收入”科目；公司收到用于2015年度中央水污染防治项目财政拨款1394.23万元、公司收到杭州市财政局对子公司杭州市公共交通集团有限公司的增资款2.50亿元、杭州市财政局拨付子公司杭州市城市建设发展有限公司1.00亿元用于归还05企业债的本金，体现在“资本公积”科目。

六、管理分析

跟踪期内，根据2015年7月1日杭州市人民政府下发的杭政函【2015】106号《杭州市人民政府关于冯国明等同志职务任免的同志》，政府委派冯国明任公司董事长和董事会董事，免去王坚的董事会董事和董事长职务，截至2015年10月29日，上述变更事项的登记手续已在工商部门办理完成，公司本次新委派董事长属于公司原董事长任期到期后的正常调整；此外，2015年，杭州市政府新委派一名副总经理吴桂才。

公司董事长冯国明先生，1963年05月出生，浙江杭州人，1986年08月加入中国共产党，1982年11月参加工作，在职研究生学历；历任杭州市拱墅区康桥镇党委书记，杭州市拱墅区政府区委常委、副区长，杭州经济技术开发区（浙江杭州出口加工区）党工委副书记、管委会副主任、巡视员，杭州市政府副秘书长、办公厅党组成员、巡视员，杭州市交通投资集团有限公司党委书记、董事长，2015年06月起任杭州市城市建设投资集团有限公司党委书记、董事长职务。

副总经理吴桂才先生，1963年10月出生，安徽东至人，1986年04月加入中国共产党，1982年10月参加工作，在职大学学历。历任空军航空兵第28师82团政治处主任，空军航空兵第28师政治部正团职专职政治理论教员，杭州市国资委组织人事处调研员、机关党委专职副书记、办公室主任，2015年06月起任杭州市城市建设投资集团有限公司党委委员、副总经理职务。

2015年，除上述人事调整外公司无其他人事及管理制度方面的变化。

七、经营分析

公司现有业务涵盖了公共交通、城市供水、供气、热电联产、市政工程、垃圾污水处理、房地产开发、建筑工程、科研设计等九大行业，主要隶属于公用事业、城建和置业三大业务板块。与此同时，市政府每年按原口径投入的城建资金、出让土地中的全部市政配套费以及三分之一的级差地租等，均通过公司统一运作。

表1列出了公司2014～2016年1～3月的主营业务收入情况。跟踪期内，公司公用事业板块收入略有下降，主要系热电蒸汽业务收入大幅下降所致；受商品住宅收入和保障房、经济适用房收入大幅增长影响，公司置业板块收入大幅增长；城建板块收入有所增长，主要系工程施工及养护收入增长所致；其他板块收入受商品销售收入大幅增长影响，整个板块收入也大幅增长。从收入构成变化来看，跟踪期内，公司公用事业板块收入占比有所下降，其余板块收入占比均有所增加。

从毛利率来看，跟踪期内，公司公用事业板块受热电蒸汽收入和毛利率下降影响，整个板块毛利率有所下降；由于审计将公司工程施工及养护业务的9.57亿元成本放入了保障房及经济适用房业务成本当中，公司工程施工及养护业务毛利率大幅增加，保障房及经济适用房业务毛利率大幅下降，带动城建板块整体毛利率大幅增长而置业板块业务毛利率大幅下降；公司其他业务板块毛利率基本维持2014年水平。受城建板块毛利率大幅增长影响，跟踪期内，公司主营业务毛利率有所回暖，从2014年的-1.87%提升为0.81%。

2016年1~3月公司实现主营业务收入28.58

亿元，占2015年全年的19.12%，其中公用事业板块收入占比较高，主要系公用事业板块收入能在当前季度确认所致；毛利率为-2.22%，较2015年略有下降。

表 1　公司 2014~2015 年主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
公用事业板块	62.67	47.24	-20.57	59.03	39.49	-29.14	17.21	60.22	-21.58
置业板块	24.60	18.54	33.53	33.72	22.56	-6.06	4.10	14.34	42.57
城建板块	19.86	14.97	25.47	23.62	15.80	65.86	5.37	18.79	13.73
其他	25.54	19.25	15.88	33.12	22.15	14.78	1.90	6.65	31.45
合计	**132.67**	**100**	**-1.87**	**149.49**	**100.00**	**0.81**	**28.58**	**100.00**	**-2.22**

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

公用事业板块

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

（1）　城市公交

目前杭州市地面公交市场基本由公司下属杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）垄断。截至2015年底，公交集团下设12家分公司，拥有27家二级控股子公司和14家参股公司，注册资本25000万元。

跟踪期内，城市公交板块保持平稳发展，期末运营线路数量、总长度、客运量等指标均小幅上升。公司2014～2016年1~3月的经营情况见表2。2015年公交集团公交运营收入13.13亿元，维持2014年水平，受公交事业具有一定的政策性和公益性影响，公交集团运营成本仍高于票款收入，公司公交运营业务毛利率仍保持为负值，为-167.99%。

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

表2　2014~2016年3月公交集团运营情况

项　目	2014 年	2015 年	同比增长（%）	16 年 1~3 月
期末运营线路条数（条）	606	639	5.45	644
期末运营线路总长度（公里）	10098.41	10601.45	4.98	10754.4
期末运营车辆数（辆）	8297	8014	-3.41	8140
客运量（万人次）	138593.26	139294.43	0.51	33048.98
总行驶里程（万车公里）	43791.11	46247.38	5.61	11584.07

资料来源：公司提供

（2）　城市燃气

公司燃气业务主要由杭州市燃气（集团）有限公司（以下简称“燃气集团”）经营。燃气集团借助天然气接纳和城市建设进程加快的时机，推进天然气工程建设和用户市场的开拓。近几年新增道路燃气管网数在 280 公里/年以上，到 2015 年底，公司已拥有较为完备的燃气管道输配设施，实现全年燃气销售收入 23.94 亿元，同比下降 6.96%，主要系 2015 年 4 月 1 日和 2015 年 11 月 20 日，杭州市物价局两次发文下调非居民用户燃气价格，累计下调价格 1.12 元/立方米所致，这也使得跟踪期内公司燃气销售业务毛利率有所下降，2015 年公司燃气销售业务毛利率为 2.89%。表 3 列出了 2014~2016 年 3 月燃气集团的经营情况。

表 3　2014~2016 年 3 月燃气集团运营情况

项　目	2014 年	2015 年	同比增长（%）	2016 年 1~3 月
天然气购入量（万立方米）	83250.65	82239.70	-1.21	28581.66
天然气外供量（万立方米）	83192.63	82543.13	-0.78	28425.37
天然气销售量（万立方米）	81654.54	81243.53	-0.50	28078.93
液化气销售量（吨）	40150.22	37566.22	-6.44	11012.22
天然气累计用户数（户）	841429	941671	11.91	963732
累计罐装气居民净用户数（户）	372878	371685	-0.32	371847
燃气高中低压干管长度安装（公里）	135.77	154.77	13.99	192.46

资料来源：公司提供。

公司未来的发展目标是在“十三五”期间，推进落实“提升管输业务、创新 LNG 业务、创建卓越绩效”三大战略主题；积极构建“管网为本、LNG 突破”的“双引擎”驱动机制，有效强化区域占位格局和渗透拓展市场能力；聚焦市场、聚焦用户、聚焦规模，实现“气量突破 60 亿，力争规模翻番”、“营业收入累计实现 200 亿”、“净资产收益率保持稳定水平，力争利润逐年递增”的五年规划目标。

（3）　城市热电

公司热电业务主要由杭州热电集团有限公司（以下简称“热电集团”）经营。热电集团供热范围主要集中在上虞精细化工园区、上海金山工业区、杭州临江工业区、丽水经济开发区水阁工业区，目前服务客户包括纺织、医药、化工、轻工等行业以及大专院校、宾馆饭店等用热企业，用户结构多元化。跟踪期内，公司热电业务没有新投项目，在建项目主要为宁海杭热热力项目和舟山杭热热力项目。两家企业首期热网建设已基本完成，但因下游热用户尚不成熟，同时受到上游国华电厂热力改造工程进度影响，两家企业都没有达到投产供热条件，尚未投产，宁海杭热热力项目预计 2016 年 7 月投产，舟山杭热热力项目预计 2016 年年度投产。随着两个项目的相继投产，未来公司热电板块收入有望提升。

2015 年，公司热电板块实现热电、蒸汽销售收入 3.90 亿元，较 2014 年的 8.73 亿元大幅下降，毛利率为 23.99%，同比也有所下降，均系热电集团合并范围发生变化，2015 年上虞杭协热电有限公司未纳入热电集团合并范围，主要系热电集团持有上虞杭协热电有限公司的比例为 40%，没有超过 50%，热电集团为上市需要将上虞杭协热电有限公司出表。表 4 列出了热电集团 2014~2016 年 3 月份的经营数据，受合并范围减少影响，热电集团发电量、供热总量和用户总量均大幅下降。

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

表 4　2014~2016 年 3 月热电集团运营及收入情况

（单位：万千瓦时、吉焦、户、%）

项目	2014 年	2015 年	同比增长（%）	16 年 1~3 月
发电量	42243.89	34819.41	-17.58	9576.12
供热总量	14738652.36	8326916.53	-43.50	2266102.20
用户总量	330	215	-34.85	212

资料来源：公司提供。

（4）城市水务

公司水务板块主要包括供水和污水处理两类业务。公司供、排水业务主要由下属全资子公司杭州市水务控股集团有限公司（以下简称“水务集团”）。截至2015年底水务集团下辖11家生产销售自来水的二级非独立核算企业，控股5家企业、参股4家企业；拥有员工1091余人。

水务集团主要负责杭州市主城区内的供水和污水处理业务。2015年，水务集团设计综合日供水能力为170万吨；供水管网总长度约4341公里，年供水量4.76亿立方米以上，管网水质综合合格率持续保持在99.69%以上，出厂水浊度在0.3NTU以下。2015年底，水务集团用户总

数达68.95万户，全年实现售水量4.00亿吨，平均日制水量133.26万立方米。

表 5　2014~2016 年 3 月水务集团运营及收入情况

（单位：万立方米、户、%、千万时/千立方米）

项目	2014 年	2015 年	同比增长（%）	2016 年 1~3 月
平均日制水量	132.19	133.26	0.81	129.28
供水量	48049.79	47586.28	-0.96	11500.60
售水量	42061.56	40031.78	-4.83	9109.82
自来水用户数	680922	689451	1.25	695180
管网压力合格率平均值	100	100	0.00	100
管网水质综合合格率平均值	99.47	99.97	0.50	100
电耗平均值	351.13	351.49	0.10	357.19

资料来源：公司提供。

2015年，公司供水业务实现营业收入为8.64亿元，同比增长16.45%，毛利率为9.62%，同比也有所增长，主要系由于2015年杭州市执行新水价收费标准，使得供水收入和毛利率均有所增长。

跟踪期内，水务集团配合市物价局完成了杭州市区居民生活用水阶梯价格制度改革和非居民生活用水价格调整，杭州市区居民生活用水价格（包含供水价格和污水处理费）由14年1.85元/立方米调整为0-216立方米为2.90元/立方米、216-300立方米为3.85元/立方米、300立方米以上为6.70元/立方米，新水价方案于2015年1月1日起实施。

公司污水处理业务主要由水务集团下属全资子公司杭州市排水有限公司（以下简称“排水公司”）承担。2015年排水公司处理城市污水4.45亿立方米，同比增长6.97%；跟踪期内公司污水处理业务营业收入3.78亿元，同比增长22.73%，主要系污水处理价格上涨以及污水处理量上升所致，根据杭州市物价局关于杭州市区居民生活用水实行阶梯价格制度的通知（杭价资【2014】205号），2015年1月1日起，杭州市区污水处理费标准上调为：非经营性用水1.75元/立方米；经营性用水中商业服务业用水1.75元/立方米，一般工业（含建筑业）用水2.05元/立方米；特种行业用水1.75元/立方米；高污染工业用水2.45元/立方米；居民生活用水污水处理费由0.50元/立方米上调为1.00元/立方米。

表6　2014~2016年3月排水公司运营状况

（单位：万立方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
污水排放量	41633.85	44481.04	9747.88
污水处理量	41633.85	44481.04	9747.88
其中：七格污水厂	20511.11	22178.97	4897.38
七格污水厂三期	21122.75	21425.60	4635.57
城西污水厂	--	876.47	214.93

资料来源：公司提供。

水务集团未来发展规划主要是建立和完善原水和污水处理厂进、出水质安全保障体系、水厂和污水处理厂安全运行体系、管网安全运行体系和集约化调度指挥系统，完善政府购买服务运行模式。

（5）城市固废

公司固废处理业务主要指城市固体垃圾收集与处理，公司固废业务由杭州市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）承担，环境集团下辖杭州市固体废弃物处理有限公司（以下简称“固废公司”，注册资本6000万元，公司持股100%）和杭州市固废直运有限公司。集团主要业务有：城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置；建筑工程监理；环卫工程及产品的技术开发、技术咨询；环保工程施工。环境集团2015年全年处理和填埋生活垃圾367.19万吨，较上年增长11.13%。公司固废处理业务中2015年垃圾处理营收5.01亿元，同比增长23.39%，主要系垃圾处理量增长所致，毛利率为19.90%。

表7　2014~2016年3月公司固废板块经营情况

（单位：万吨、万元）

项目	2014 年	2015 年	同比增	2016 年

			长（%）	1~3 月
垃圾处理数	330.42	367.19	11.13	93.13
垃圾收费数	37446.3	42236.11	12.79	9976.81

数据来源：公司提供。

注：表中数据新合并了子公司浙江天之岭环境服务有限公司

项目建设方面，截至目前，天子岭垃圾填埋场北侧的第二垃圾填埋场四期工程已完成库区北侧边坡山体开挖、土石方外运，修整边坡77.5 标高以下填埋堆体塘渣反压 4 万方，打井及泵安装，完成工程投资约 1200 万元。跟踪期内，环境集团新投资三个垃圾处置项目：厨余垃圾处理项目、餐厨垃圾处理项目和 MYT 项目。杭州市厨余垃圾处理一期项目总投资 11066.56 万元，已在试运行阶段，日处理垃圾量达 200 吨/天；杭州市餐厨垃圾处理一期项目总投资 12456 万元，于 2016 年 1 月开始进行调试，预计正常运行后日处理垃圾量可达 200 吨/天；MYT 项目总投资 550 万元，于 2016 年 5 月开始进行调试，预计正常运行后日处理垃圾量可达 50 吨/天。

置业板块（房地产板块）

目前置业板块主要下属公司包括：杭州市居住区发展中心有限公司（居住中心，注册资本 20000 万元，公司持股 100%）、浙江钱江房地产集团有限公司（钱江房产，注册资本 10000 万元，公司持股 49%）、杭州市房地产开发集团有限公司（房开集团，注册资本 5000 万元，公司持股 70%）等。目前公司房地产业务主要包括经济适用房和商品房开发销售两大类，涉及到房地产开发与经营，安居工程开发、建设、管理，物业管理等多项业务。居住中心主要负责保障房业务，钱江房产和房开集团主要负责商品房业务。

居住中心是杭州市专业从事经济适用房开发的房地产企业，目前约占有杭州市经济适用房开发市场 10%的市场份额。居住中心成立以来，共建设了 150 万平方米的安居房、经济房和拆迁安置房。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拆迁安置房项目，经济适用房及拆迁安置房均直接对符合条件的购房者销售以平衡建设成本，公司是不持有建成的保障房项目，与政府之间也不存在回购安排。截至 2016 年 3 月底，公司在建保障性住房项目情况以及公司 2016 年~2018 年保障房项目投资计划见表 8，公司在建保障性住房项目较多，未来有一定的投资支出。

表 8　2016 年~2018 年公司在建保障房项目详细情况（平方米、万元）

项目名称	项目类型	建筑面积（M2）	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	2016 年 4~12 月投资额	2017 年投资额	2018 年投资额
三墩北 R21-17 地块	经济适用房	69937.00	33318.00	997.00	7000.00	12000.00	9900.00
三墩北 R21-18 地块	经济适用房	42038.00	20475.00	1050.00	3400.00	8000.00	3800.00
三墩北 R21-19 地块	经济适用房	103537.00	49342.00	3350.00	9000.00	500.00	--
三墩西 R21-04	经济适用房	69192.00	31520.00	250.00	4700.00	18000.00	300.00
长睦 R21-21 地块	拆迁安置房	52300.00	22008.00	650.00	4000.00	11500.00	300.00
长睦 R21-12A	经济适用房	76860.67	38735.00	2500.00	7500.00	8000.00	735.00
合计		**413864.67**	**195398.00**	**8797.00**	**35600.00**	**58000.00**	**15035.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司保障房、经济适用房业务销售收入为 11.33 亿元，同比大幅增长，主要系 2015 年保障房、经济适用房业务销售收入新包含了 5.96 亿元的住宅销售收入所致；毛利率为-84.81%，同比大幅下滑，主要系审计把 9.57 亿元的工程施工及养护成本放到了这块业务，使得这块业务成本大幅增长。若扣除上述两部分影响，保障房、经济适用房业务毛利率较 2014 年变化不大。

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

2015年，公司商品住宅业务收入为15.96亿元，同比大幅增长130.19%，主要系钱江房产集团2015年受政策利好方面的影响，水晶城三期、彩虹豪庭项目销售去化方面明显提升，销售收入大幅增长所致。截至2016年3月底，公司主要商品房业务在售项目明细见表10，公司商品房在建项目情况见表11，总体看，公司商品房销售状况较好，未来建设支出不大。

表 9　截至 2016 年 3 月底公司主要商品房业务在售项目情况明细（平方米、万元）

项目名称	总投资	建筑面积	开始销售时间	截至 2016 年 3 月底已收到销售回款	2016 年 4~12 预计销售金额	2017 年预计销售金额	2018 年预计销售金额	2019 年预计销售金额
江和城	125000	214200	2012.08	34867	11000	15000	25000	25000
江南御府	160000	104784	2013.12	127245	63000	70000	21000	-
钱江御府	187800	66300	2015.01	115523	50000	40000	-	-
水晶城	170000	127337	2013.09	207460	23805	30000	10000	-
彩虹城	10000	93914	2009.06	3578	1422	3000	2000	2000
蔚蓝国际	38000	50485	2012.06	56505	18008	-	-	-
润泽大院	125000	280000	2011	163200	1850	2250	-	-
城发云锦城	300000	254146	2013.03	62805	35205	78481	50000	40102
合计	**1205800**	**1191166.00**	--	**771183.00**	**204290.00**	**238731.00**	**108000.00**	**67102.00**

资料来源：公司提供

表 10　截至 2016 年 3 月底公司商品房在建项目情况明细（平方米、万元）

项目名称	总投资	建设进度	开工时间	计划竣工时间	截至 2016 年 3 月底已投资	2016 年 4~12 月计划投入资金	2017 年预计投入金额	2018 年预计投入金额	2019 年预计投入金额
江和城	125000	在建	2011.12	2018.12	69500	7000	6000	12000	20000
钱江御府	187800	在建	2014.06	2017.06	204500	22300	700	--	--

项目名称	总投资	建设进度	开工时间	计划竣工时间	截至 2016 年 3 月底已投资	2016 年 4~12 月计划投入资金	2017 年预计投入金额	2018 年预计投入金额	2019 年预计投入金额
城发云锦城	300000	一期已交房，二期部分房源已开始预售	2012.03	2018.12	222300	29600	21800	9000	2400
钱江 BLOCK	70000	在建	2009.06	2016.06	65800	4200	--	--	--
合计	**682800**	--	--	--	**562100**	**63100**	**28500**	**21000**	**22400**

资料来源：公司提供

公司 2014~2016 年 3 月房地产经营情况见表 11，受房地产市场下行影响，2015 年公司整体房地产开发节奏继续放缓，施工面积和新开工面积均有所下降。

2015 年公司置业板块收入为 33.72 亿元，同比增长 37.07%，毛利率为-6.06%，同比大幅下滑，主要系审计把 9.57 亿元的工程施工及养护成本放到了保障房及经济适用房业务中，使得保障房及经济适用房业务成本大幅增长。

表 11　2014~2016 年 3 月公司房地产经营情况

（单位：万元、万平方米）

项目	2014 年	2015 年	同比增长（%）	2016 年 1~3 月
房地产开发完成投资	860185.10	1028252.62	119.54	137820.34
施工面积	3578119.19	3023165.72	84.49	2156121.23
新开工面积	786280.34	517393.71	65.80	181159.69
竣工面积	557140.51	896266.05	160.87	--
土地购置面积	232105.00	102265.00	44.06	--
房屋预售面积	327399.60	561237.13	171.42	218093.57
房屋销售面积	98087.78	183715.80	187.30	14971.02
预售额	641256.17	1156703.48	180.38	384410.92
销售额	164919.07	279389.12	169.41	32952.19
回笼资金	716938.19	1221201.20	170.34	--

资料来源：公司提供

注：数据包含未并表的关联企业杭州市城建开发集团有限公司

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

城建板块

目前城建板块经营涉及施工及养护业务和代建管理费收入（包含工程代建和土地一级整理开发），其中主要负责施工及养护业务的下属公司包括杭州市市政工程集团有限公司（市政集团公司，注册资金6000万元，公司持股41%，属于关联企业）和杭州市路桥有限公司（路桥公司，注册资金2500万元，公司持股56%，属于子公司）。

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。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下游客户为杭州市各级市政设施管理单位，路桥公司一般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。

跟踪期内，公司工程施工及养护收入（包含燃气和热电集团的工程收入）为19.45亿元，同比增长29.61%，主要系燃气和热电集团工程收入增长所致，路桥公司工程施工及养护收入增长不大，路桥公司本身业务毛利率变化不大，基本维持2014年水平。2015年，路桥公司施工

产值为110804万元，同比增长9.38%，产值有所增长，主要系2015年路桥公司中标工程项目和设施养护项目较多。

代建管理费收入由市政项目建设管理及土地代整理业务收入构成，市政项目建设管理收入主要来自公司以项目管理方参与的市政建设项目，公司市政基础设施建设项目主要以公司为融资主体并承担建设管理职能，为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，近年来，公司承担的市政基础设施建设项目共2个：九堡大桥（含南接线）项目（目前已经竣工审计）和紫之隧道项目（预计2016年6月底全部洞通，将于2016年底开始回购）。

土地整理业务方面，公司受杭州市政府委托，承担了杭州市部分土地开发业务，公司按照政府的相关规划，进行土地平整并代建部分地块的基础设施，包括配套的城市道路桥梁、水电管网以及公共服务设施等，并负责委托地块开发整理资金的筹措、负责组织实施委托地块的征地拆迁（补偿）等工作，公司对地块进行整理，期间所产生的土地整理成本支出以及融资成本暂由公司垫支，暂时记入公司的“其他应收款”会计科目；由于各地块采用分期开发、分期出让的方式，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暂时记入“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”科目中。由于公司开发地块均未最终结算，因此暂未确认收入。委托开发整理的土地出让后，由市国土资源局、市土地储备中心分别与土地受让方签订《国有土地使用权出让合同书》和《土地开发补偿协议书》。土地出让金和开发补偿费分别按出让总额的55%和45%确定，土地出让金缴入市财政专户，土地开发补偿费缴入市土地储备中心专户，经核定的实际开发整理成本低于土地开发补偿费的，市土地储备中心在收到土地受让方支付的开发补偿费后的2个工作日内，将经核定的实际开发整理成本返还给公司，结余部分按比例由政府与公司分成，具体分成比例由市财政局商市国土资源局提出方案，报市政府批准，对实际开发整理成本超出土地开发补偿费的，市土地储备中心在2个工作日内，将收到的土地开发补偿费返还给公司，超出部分由市财政局报经市政府批准后，在土地出让金中予以拨付。目前已经确认收入的项目有长睦地块项目，该项目由公司子公司杭州市城市建设发展有限公司（以下简称“杭城建发”）负责，土地整理完成后进行招拍挂，财政局通过杭州市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，杭城建发已与政府签署协议，就收益返还时间及金额作出明确约定，因此长睦项目已投入成本计入存货科目（开发成本），对长睦项目实际已完工部分，且已收到相关的结算款项的，确认代建收入，同时结转相应的成本。据测算，长睦项目土地开发总成本约为69.23亿元，杭城建发预计长睦项目代建管理费3.46亿元。截至2016年3月底该项目已累计投资57.97亿元，杭城建发累计收到土地出让金返还34.88亿元，2016~2018年，杭城建发预计长睦项目投资额11.26亿元。

表 12　截至 2016 年 3 月底公司承接土地开发整理项目情况明细（亩、亿元）

地块名称	面积	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	2016 年 4~12 计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
热电厂地块	576.60	35.03	30.29	7900.00	--	--	--

地块名称	面积	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	2016 年 4~12 计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
长睦地块	4181.10	70.70	57.97	22900.00	35460.00	--	--
三墩北地块	3755.40	57.51	26.79	53000.00	66060.00	33030.00	--
拱北公交换乘商贸综合体地块	371.00	2.00	0.47	--	--	1000.00	3000.00
杭师大古荡湾校区	59.10	0.23	--	500.00	500.00	500.00	--
杭师大文一路校区	262.00	2.83	0.01	7500.00	8160.00	--	--
浙江万马药业有限公司地块	139.86	8.32	7.01	4500.00	7410.00	--	--
杭州万里塑胶有限公司地块	70.77	4.41	2.53	--	--	--	--
杭州沥青拌和厂地块	93.97	1.44	0.28	500.00	1275.00	--	--
杭州经纬捻线有限公司地块	15.75	0.92	0.31	--	1560.00	--	--
善贤三厂和星宝汽配地块	106.23	4.77	0.30	--	13320.00	--	--
杭州机床厂地块	99.00	3.95	3.75	--	--	--	--
留下检测站地块	14.10	0.21	0.16	--	--	--	--
三里亭南区块	58.60	10.86	--	200.00	--	--	--
合计	**9803.48**	**203.18**	**129.87**	**97000.00**	**133745**	**34530.00**	**3000.00**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司承接的土地开发整理项目情况见表13，目前已投资129.87亿元，未来有一定的土地开发整理支出。2015年，公司代建项目收入为4.17亿元（其中长睦项目收入31402万元），同比下降14.08%，主要系长睦项目收入减少所致。

2015年，城建板块业务收入为23.62亿元，同比增长18.93%，主要系工程施工及养护收入大幅增长所致，受审计统计影响，工程施工及养护业务成本大幅下降，使得城建板块业务毛利率大幅上升至65.86%。

其他业务

公司还从事地下管线经营、城建广告开发和钢材销售等业务。

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

公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“管道公司”）承担了杭州市区地下强、弱

电管线统一建设、经营、管理和维护服务工作，在强弱电管线建设和出让业务方面具有垄断地位。自成立以来，管道公司相继承担了杭州“背街小巷”、“五纵六路”等重大城市基础设施建设项目中的弱电“上改下”工程，并积极参与强电管沟建设，在杭州城区400多条道路上铺设了弱电管道，孔公里长度约5000余公里。

经营模式方面，管道公司将弱电管线建成后将其经营权出让给中国移动、中国联通等电信运营商，公司保留弱电管线的所有权。2015年，公司新建地下弱电管线461孔公里，实现地下管道设施建设收入0.84亿元，较2014年0.67亿元有所增长。2016年1~3月，公司新建地下弱电管线253孔公里。

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

跟踪期内，公司下属子公司杭州城投资产管理集团有限公司（以下简称“城投资管”）和杭州市城市建设发展有限公司（以下简称“杭城建发“）负责商品销售业务，主要为销售钢材等建筑材料，城投资管的钢材销售业务主要是城投投资从上游采购螺纹钢、铁矿粉等材料，采用直销形式直接销售给下游客户，其供应商主要有浙江省物产金属集团，杭州杰澳钢铁公司等，下游客户主要有杭州建工集团、腾达集团、中天集团等，2015年城投资管集团钢材采购材料为63.23万吨，销售量为63.32万吨；杭城建发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。2015年，公司商品销售收入为23.81亿元，其中城投资管的商品销售收入为12.53亿元，商品销售收入同比增长43.21%，主要系杭城建发商品销售收入增长所致。受商品销售收入增长影响，公司其他业务板块收入有所增长，2015年，公司其他业务板块收入为33.12亿元；毛利率为14.78%，基本维持上年水平。

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

八、财务分析

公司提供的2014及2015年合并财务报表已经由天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见。公司2016年一季度报表未经审计。

截至2015年底，公司合并一级子公司13家，较2014年有两家子公司不在纳入合并财务报表范围，其中公司于2015年8月28日以4317.56万元将所持有的杭州城投建设有限公司75%股权转让给杭州一城控股有限公司、龙元建设集团有限公司，2015年10月起不再将其纳入合并财务报表范围；公司子公司杭州云龙房地产开发有限公司于2015年5月12日召开股东会决议，决定自2015年5月公司进入清算注销程序，公司不再将其纳入合并财务报表范围。上述两家出表子公司整体资产规模相对较小，2015年公司的财务数据较2014年可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额913.37亿元，所有者权益376.99亿元；2015年实现营业收入155.69亿元，利润总额10.48亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额930.49 亿元，所有者权益 382.07 亿元；2016 年1～3 月实现营业收入 29.89 亿元，利润总额 1.56亿元。

1. 盈利能力

公司作为杭州市政府的市政建设平台，社会效益职能大于经济效益职能，近三年，营业利润一直为负值，并处于波动趋势，公司利润全部来源于政府补贴。公司2015年实现营业收入155.69亿元，同比增长14.01%，2015年公司期间费用占营业收入比例为12.31%，较上年有所下降，期间费用的控制能力有所提高。2015年，公司营业利润为-13.30亿元，受期间费用下降以及投资收益增长的影响，亏损较2014年有

所下降；同期，公司获得政府补贴收入为24.72亿元，公司利润总额为10.48亿元，同比增长11.46%。

从盈利指标看，受经营业务具有一定公益性的行业特点影响，公司整体盈利能力偏弱。2015年公司营业利润率为-0.17%，较2014年有所改善，但仍为负值。跟踪期内，公司主业盈利能力有所回升，总资本收益率为2.29%，同比略有下降，净资产收益率为1.99%，同比略有增长，跟踪期内，公司整体盈利能力仍偏弱。

2016年1~3月，公司实现营业收入29.89亿元，实现利润总额1.56亿元，公司营业利润率为-1.87 %，主要是公用事业板块本身不盈利以及房地产企业及建筑施工企业利润将在下半年度结转体现所致。

总体看，受行业性质影响，公司主要依靠置业板块、城建板块和其他板块盈利，公司整体盈利能力偏弱，其收益水平受政府补贴的影响很大，跟踪期内，公司整体盈利能力仍偏弱，考虑到燃气价格上涨以及公交未来补贴增长，公司未来盈利能力有望增强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年，公司经营性现金流入量为 306.24 亿元，同比增长 32.64%，主要系公司房地产销售收入增加、钢贸业务收入增长以及主城区供水价格提升使得销售商品、提供劳务收到的现金增长较大，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 184.52 亿元，主要为天然气销售收入、钢贸销售收入、公交运营收入、自来水销售收入、工程养护施工收入及商品房和保障房销售收到的现金，现金收入比为118.52%，较 2014 年有所提升，公司收入实现质量好；同期，公司经营活动现金流出量 232.59亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为127.47 亿元，主要是天然气销售成本、公交运营成本、自来水销售成本、商品销售成本、土地开发整理成本和工程养护施工成本；公司收到其他与经营活动有关的现金为 121.49 亿元，同时支出其他与经营活动有关现金为 54.73 亿元，主要为公司与政府、其他关联公司间往来款。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 73.65 亿元，同比大幅增长 208.30%，公司经营活动现金净流入态势扩大，整体经营活动现金流状况较好。

从投资活动看，2015年，公司投资性活动现金流入和流出均大幅增长，主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金。2015年，公司投资活动现金流入98.00，其中收回投资收到的现金为78.16亿元，同比增长119.87%；公司投资活动现金流出135.18亿元，其中投资支付的现金为85.72亿元，公司投资活动现金流净额为-37.18亿元，投资活动现金流净额流出态势加大。

从筹资活动看，2015年，公司筹资活动现金流入有所下降，筹资活动现金流出有所增长，主要系公司取得借款收到的现金下降而偿还债务支付的现金增长所致。2015年，公司筹资活动现金流入为131.43亿元，其中取得借款收到的现金为100.23亿元；公司筹资活动现金流出为169.56亿元，其中偿还债务支付的现金为145.32亿元；公司筹资活动现金流净额为-38.13亿元，筹资活动现金流净额流出同比大幅增长。

2016年1~3月，公司经营活动现金流入82.95亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为51.42亿元，经营活动现金流出73.89亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为37.27亿元，公司经营活动现金流净额为9.06亿元，经营活动现金流入和净现金流均较去年同期有所改善；公司投资活动现金流入33.83亿元，主要为收回投资所收到的现金，投资活动现金流出71.76亿元，主要为投资支付的现金，2016年前3月投资活动现金流入和流出金额规模均较去年同期大幅增长，投资活动现金流净额为-37.93亿元；公司筹资活动现金流入45.33亿元，主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出32.09亿元，主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流净额为13.24亿元。

总体看，跟踪期内，受益于销售商品、提

供劳务收到的现金大幅增长，公司经营性现金流净额流入大幅增长；受投资支付的现金以及支付其他与投资活动有关的现金增长的影响，公司筹资活动现金流净额流出态势加大；由于筹资活动前净现金流净额流入大幅增长，使得公司筹资活动延续净流出状态，公司筹资活动后现金流净额流出态势继续收紧，公司整体资金较为充裕，对外筹资压力较小。

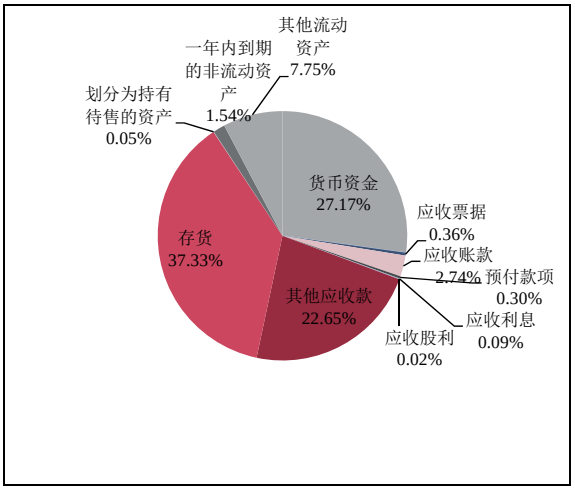
3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额为913.37亿元，同比增长2.57%，资产总额略有增长。从资产结构来看，流动资产占比49.53%，非流动资产占比50.47%，流动资产占比较2014年略有下降。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产452.41亿元，同比略有下降，主要系存货减少所致，从构成看，流动资产以货币资金（占27.17%）、其他应收账款（占22.65%）、存货（占37.33%）和其他流动资产（占比7.75%）为主。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产组成



数据来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金为122.94亿元，同比下降0.63%，其中银行存款为119.54亿元，受限货币资金为3.38亿元，受限资金占比较低。

截至2015年底，公司应收账款为12.38亿元，同比大幅增长74.69%，主要系新增路桥公司应收工程养护款和公交公共自行车锁止器销售收入所致，从账龄看，应收账款中1年以内占比87.54%，1～2年的占6.73%，2～3年的占4.51%，3年以上的占比1.22%，整体账龄较短，公司已计提坏账准备0.49亿元。

截至2015年底，公司其他应收账款为102.49亿元，同比下降9.71%，主要为公司工程成本支出和土地整理成本支出形成的应收政府部门款项，由于这部分支出未来主要通过土地出让收益返还进行平衡，公司把这部分支出暂挂“其他应收款”科目。从账龄看，其他应收款中账龄1年以内的占36.41%，1～2年的占15.36%，2～3年的占11.14%，3年以上的占比37.09%，整体账龄偏长，公司已计提坏账准备1.87亿元。公司其他应收款整体规模较大，对公司资金形成一定占用。

截至2015年，公司存货为168.87亿元，同比下降7.83%，主要系开发成本下降所致。公司存货中开发成本为79.19亿元，主要是下属子公司在建的置业开发项目；开发产品为54.40亿元，主要是下属子公司的新增置业开发项目；代建项目为22.29亿元。存货中6.56亿元土地已进行抵押。

截至2015年底，公司其他流动资产合计35.04亿元，同比增长52.63%，主要系公司购买的银行理财产品大幅增长所致，其中预缴税费1.25亿元、待抵扣增值税2.37亿元、银行理财产品31.42亿元。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产为460.96亿元，同比增长6.37%，资产占比小幅上升，主要系长期股权投资和固定资产增长所致。从构成看，主要由长期应收款（占5.77%）、长期股权投资（占5.08%）、固定资产（占36.72%）、在建工程（占11.62%）和其他非流动资产（占32.89%）组成。

截至2015年底，公司长期应收款为26.60亿元，同比增长52.42%，主要系杭州市紫之隧道

建设工程BOT项目投资款增长所致，杭州市紫之隧道建设工程BOT项目为公司与杭州市城乡建设委员会签订的BOT项目，公司负责该项目的投融资、建设管理、运营及移交，建设服务由公司承保给第三方实施，公司投入资金与公司应得回购价的差额，将在运营期内分摊确认收益。

截至2015年底，公司长期股权投资为23.40亿元，同比增长40.19%，主要系公司对杭州市城建开发集团有限公司以及上虞杭协热电有限公司的长期股权投资进行损益调整所致；公司长期股权投资中23.31亿元为权益法进行核算。

截至2015年底，公司固定资产账面价值为169.29亿元，同比增长3.92%，主要系房屋及建筑物增长所致；固定资产主要由房屋及建筑物、道路资产、生产设备、运输工具和机器设备构成，其中3.48亿元房屋及建筑物和土地使用权已进行抵押。截至2015年底，公司固定资产累计计提折旧14.17亿元。

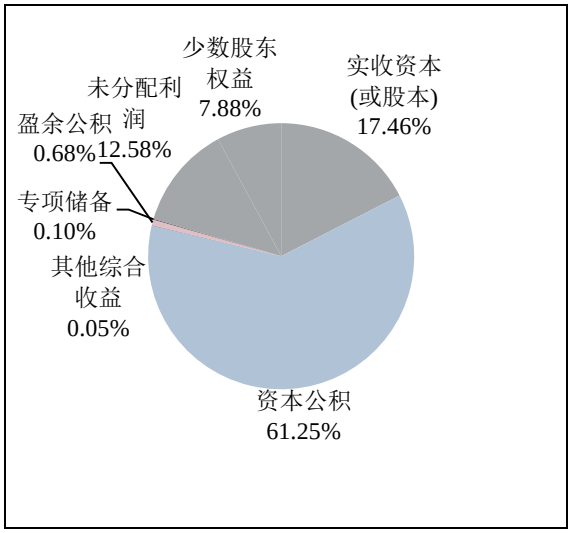
截至2015年底，公司在建工程为53.56亿元，同比下降6.04%，主要系本期公交基础设施工程转入固定资产较大，使得在建工程中的公交基础设施工程账面价值有所下降。

截至2015年底，公司其他非流动资产为151.61亿元，基本维持2014年水平，其中拨出的专项资金有151.09亿元，全部为历年杭州市城乡建设委员会、杭州市计划委员会、杭州市财政局根据《杭州市城市维护建设计划》拨付的城建资金，拨付专项资金待项目竣工并经财政决算后再作相关账务处理，将“其他非流动资产”和“资本公积”进行对冲。

截至2016年3月底，公司资产总额930.49亿元，较2015年底增长1.87%，无重大变化。其中流动资产占47.14%，非流动资产占52.86%，非流动资产占比略有增长，资产结构较2015年底变化不大。

截至2015年底，公司所有者权益376.99亿元，同比增长3.50%，主要系资本公积和未分配利润增长所致，资本公积增长主要系杭州市财政局对公司子公司杭州市公共交通集团有限公司增资2.50亿元以及杭州市财政局于跟踪期内拨付公司子公司杭州市城市建设发展有限公司05企业债归还本金1亿元所致；其中实收资本占比17.46%、资本公积占比61.25%、未分配利润占比12.58%，少数股东权益占比7.88%，公司所有者权益稳定性较好。

图 4　2014 年底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年3月底，公司所有者权益为382.07亿元，较2015年底略微增长1.35%，主要系2016年3月国开发展基金有限公司向公司增资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，投资期限为10年，平均年化投资收益率为1.2%，记入“实收资本”科目，使得实收资本有所增长，公司所有者权益结构较2015年变化很小，所有者权益结构仍较稳定。

截至 2015 年底，公司负债规模合计 536.38 亿元，同比增长 1.92%，其中流动负债占 53.73%，非流动负债占 46.27%，债务结构变化较小。

截至 2015 年底，公司流动负债 288.20 亿元，同比增长 9.14%，主要是短期借款、应付账款和其他应付款增长较快所致，其中短期借款占比 10.03%、应付账款占比 11.37%、预收账款占比 14.22%、其他应付款占比 37.46%、一年

内到期的非流动负债占比 15.84%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 28.91 亿元，同比增长 8.99%，主要系保证借款增长所致，其中信用借款为 9.09 亿元、保证借款为 17.88 亿元、抵押借款为 1.36 亿元；公司应付账款为 32.76 亿元，同比增长 3.51%；公司预收款项为 40.98 亿元，同比增长 33.50%，主要为新增商品房销售款；公司其他应付款为 107.96 亿元，同比增长 33.34%，主要为公司与政府和非关联企业之间的往来款。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.64 亿元，同比下降 27.42%，其中一年内到期的长期借款为 45.24 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 10 亿元，全部为子公司杭城建发 2015 年发行的短期融资券。

截至 2015 年底，公司非流动负债 248.18 亿元，同比下降 5.35%，主要系长期借款大幅下降所致，其中长期借款占比 33.94%，应付债券占比 19.32%，长期应付款占比 21.25%，专项应付款占比 15.86%，递延收益占比 9.40%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 84.23 亿元，同比大幅下降 47.44%，其中信用借款、保证借款和抵押借款均大幅减少。

截至 2015 年底，公司应付债券 47.95 亿元，同比增长 26.48%，主要系公司 2015 年发行了 2 期 5 亿元中票所致。

截至 2015 年底，公司长期应付款 52.75 亿元，同比大幅增长 302.47%，主要系新增政府置换债券 34.97 亿元所致，政府置换的债券公司未来需要偿还，每年需要支付一定的利息，整体利率为 2.88%-4.04%不等，期限三年期、五年期、十年期不等，长期应付款中融资租赁款为 7.91 亿元，官网专用款为 5.81 亿元，水厂建设工程 3.44 亿元。

截至 2015 年底，公司专项应付款 39.36 亿元，同比增长 24.72%，主要系公交场站建设资金、厨余一期项目资金和停保场项目资金增长所致。

截至 2015 年底，递延收益 23.33 亿元，同比增长 22.67%，主要系子公司杭州市公共交通集团有限公司本期收到新能源车补贴以及临时公交站工程与自行车工程财政补助等 7.41 亿元所致，补助款中本期摊销计入营业外收入 1.74 亿元。

从债务负担来看，截至 2015 年底，公司全部债务为 257.27 亿元，其中短期债务占 31.95%，长期债务占 68.05%，短期债务占比略有下降，整体有息债务结构配置合理。同时由于债务规模下降带动债务指标下降，截至 2015 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分别为 58.73%、40.56%和 31.71%，均较 2014 年有所下降。

截至 2016 年 3 月底，受流动负债增长影响，公司负债规模增至 548.42 亿元，较 2015 年底增长 2.24%，流动负债占比增长至 55.81%，非流动负债占比降低至 44.19%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 256.86 亿元，较 2015 年底变化很小，公司资产负债率和全部债务资本化比率基本维持 2015 年水平，分别为 58.94%和 40.20%。

总体看，跟踪期内，公司资产和所有者权益均稳步增长，有息债务规模大幅下降，使得公司债务负担有所下降。公司整体债务结构合理，债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 156.98%和 98.39%，均较上年底进一步下降，主要是流动资产下降以及流动负债增长所致；截至 2016 年 3 月底，受流动资产下降而流动负债增长的影响，上述两项指标分别下降至 143.32%和 83.50%；公司流动比率和速动比率偏低。公司经营性现金流动负债比较上年进一步好转，2015 年为 25.55%。截至 2015 年底，公司货币资金为 122.94 亿元（其中受限资金为 3.38 亿元），公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司EBITDA 为 30.41 亿元，同比下降 13.99%；受债务规模下降影响，全部债务／EBITDA 为 8.46 倍，较 2014 年的 8.56 倍略有下降。总体看，公司长期偿债能力适宜。

截至2015年底，公司对外担保总额为46.54亿元，担保比率为12.34%，较去年有所下降，对外担保主要情况见下表。公司对外担保主要为市属国有企业及下属区、县级市基础设施建设企业发行公司债券进行担保，以及对公司关联企业、联营企业进行的担保，目前被担保企业经营状况正常。整体看，公司对外担保规模适宜，或有负债风险较小。

表13　截至2015年底公司主要对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额
杭州市城建开发集团有限公司	140000.00
杭州市交通投资集团有限公司	120000.00
桐庐县国有资产投资经营有限公司公司	60000.00
杭州华电下沙热电有限公司	49028.76
杭州市实业投资集团有限公司	35500.00
杭州市市政工程集团有限公司	23800.00
杭州建工集团有限责任公司	11000.00
杭州嘉浩房地产开发有限公司	25025.00
杭州绿能环保发电有限公司	1000.00
合计	**465353.76**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 月底，公司整体授信额度为 339.87 亿元，其中未使用授信额度为 190.73 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 债券偿还分析

（1）债券概况

公司于2012年4月12日发行了13亿元中期票据（以下简称“12杭城投MTN1”），期限5年，票面年利率5.70%，到期一次还本。

公司于2014年3月11日发行了13亿元“14杭城投MTN001”，期限5年，票面年利率6.45%，到期一次还本。

上述债券均无担保。

（2）债券投资项目进展情况

“12杭城投MTN1”募集资金13亿元，原计划将5.2亿元用于补充子公司流动资金需求；5.8亿元用于偿还公司本部银行借款；2亿元用于清泰水厂饮用净水改造工程建设的资金需求。根据《杭州市城市建设投资集团有限公司2012年度第一期中期票据募集资金用途变更公告》（2013年7月10日公布），将原计划补充子公司流动资金其中2亿元用于偿还子公司银行借款本息；将原计划用于偿还银行借款5.8亿元中的1.8亿元及原计划用于清泰水厂项目建设的2亿元募集资金全部用于杭州市九堡大桥南接线工程建设。此外其余7.2亿元募集资金原用途维持不变。截至2016年3月底，上述资金已全部投入相应项目。

“14杭城投MTN001”募集资金13亿元，全部用于偿还银行贷款和工商信托贷款。

（3）偿债保证能力分析

2015年，公司EBITDA为30.41亿元，分别为“12杭城投MTN1”和“14杭城投MTN001”剩余待偿还额的2.34倍和2.34倍；为“12杭城投MTN1”和“14杭城投MTN001”剩余偿还总额的1.17倍，公司EBITDA对债券的保障能力一般。

2015年，公司经营活动现金流入量为306.24亿元，分别为“12杭城投MTN1”和“14杭城投MTN001”剩余待偿还额的23.56倍和23.56倍；经营活动产生的现金流量净额为73.65亿元，分别为“12杭城投MTN1”和“14杭城投MTN001”剩余待偿还额的5.67倍和5.67倍，对存续期内待偿还债券覆盖能力较去年有所提升。公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度高。

目前公司经营活动产生的现金流入量规模较大，对存续期债券本金的覆盖程度高，EBITDA 对债券的保障能力一般。未来随着公司经营业务收入规模稳步增长，公司对于存续期内债券整体偿付能力有望进一步提高。

6．过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1033010200683920P），截至2016年2月23日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

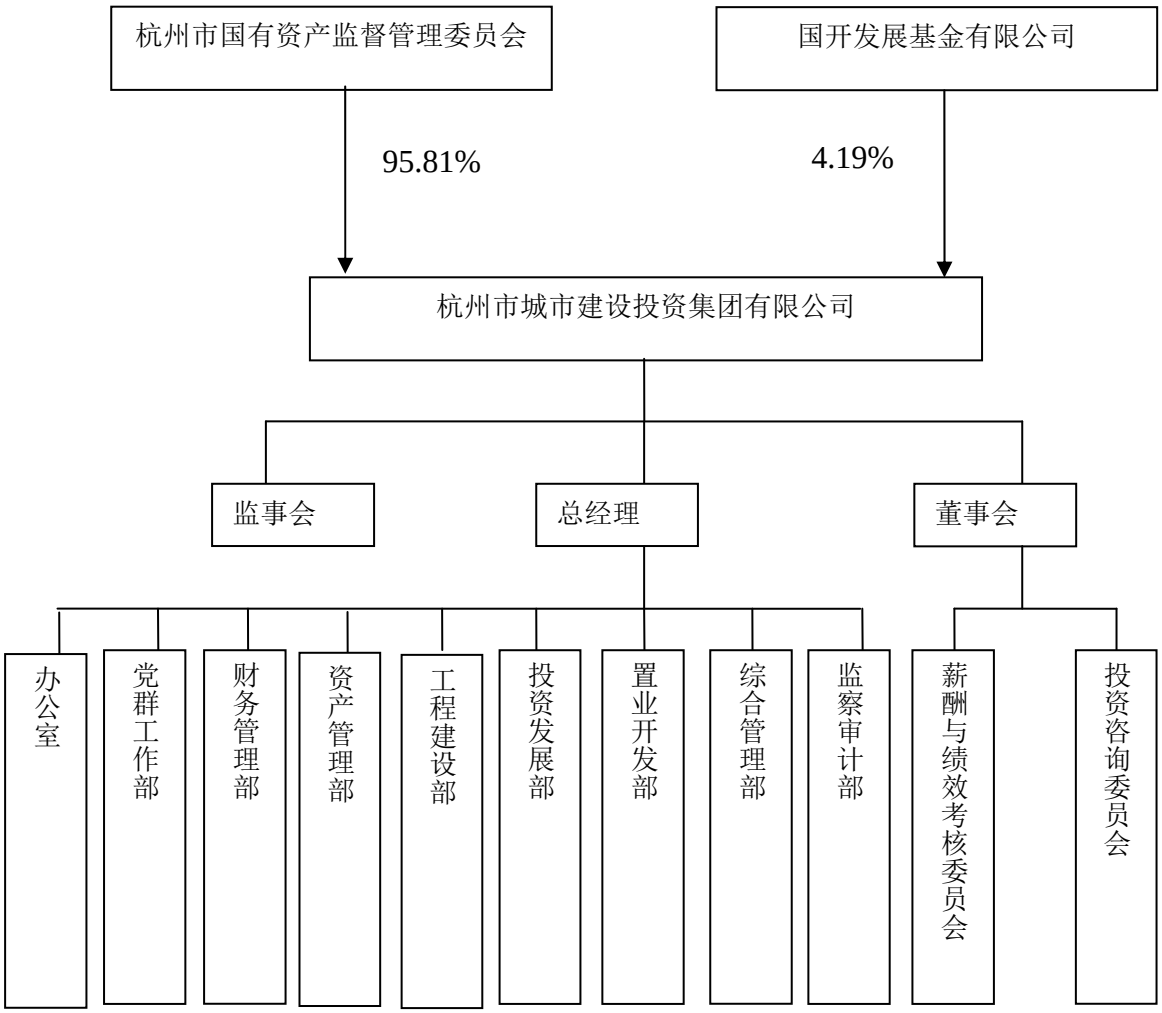
7．抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及杭州市强劲的区域经济财力状况、杭州市政府对于公司在资金、政策等各项支持的综合判断，跟踪期内，公司整体抗风险能力极强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“12杭城投 MTN1”以及“14 杭城投 MTN001”AAA的信用等级。

附件 1　截至 2016 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	130.96	125.52	124.58	111.03
资产总额(亿元)	846.11	890.48	913.37	930.49
所有者权益(亿元)	359.55	364.23	376.99	382.07
短期债务(亿元)	96.55	96.96	82.20	88.08
长期债务(亿元)	194.73	205.53	175.06	168.78
全部债务(亿元)	291.27	302.48	257.27	256.86
营业收入(亿元)	129.85	136.57	155.69	29.89
利润总额(亿元)	11.93	9.40	10.48	1.56
EBITDA(亿元)	35.98	35.35	30.41	--
经营性净现金流(亿元)	16.51	23.89	73.65	9.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.83	15.30	13.59	--
存货周转次数(次)	0.84	0.78	0.86	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.16	0.17	--
现金收入比(%)	107.11	103.27	118.52	172.03
营业利润率(%)	-0.61	-2.96	-0.17	-1.87
总资本收益率(%)	2.48	2.50	2.29	--
净资产收益率(%)	2.26	1.77	1.99	--
长期债务资本化比率(%)	35.13	36.07	31.71	30.64
全部债务资本化比率(%)	44.75	45.37	40.56	40.20
资产负债率(%)	57.51	59.10	58.73	58.94
流动比率(%)	188.92	173.12	156.98	143.32
速动比率(%)	117.41	103.73	98.39	83.50
经营现金流动负债比(%)	7.06	9.05	25.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.10	8.56	8.46	--

注：公司将融资租赁款和政府置换债券计入“长期应付款”科目，将其调整至长期债务；2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。