信用等级公告

联合[2018] 1929 号

联合资信评估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，“14 杭城投 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

杭州市城市建设投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果用

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 杭城投 MTN001	13 亿元	2019/03/11	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	124.58	114.58	128.38	127.58
资产总额(亿元)	913.37	1033.99	1154.26	1172.75
所有者权益(亿元)	376.99	429.25	446.74	455.73
短期债务(亿元)	120.10	112.33	133.30	125.41
长期债务(亿元)	175.06	195.19	240.09	245.53
全部债务(亿元)	295.17	307.52	373.39	370.94
营业收入(亿元)	155.69	186.24	229.07	60.31
利润总额(亿元)	10.48	14.03	23.07	4.64
EBITDA(亿元)	30.41	38.37	51.35	--
经营性净现金流(亿元)	73.65	46.01	28.80	4.90
营业利润率(%)	-0.17	1.65	2.39	1.53
净资产收益率(%)	1.99	2.30	4.09	--
资产负债率(%)	58.73	58.49	61.30	61.14
全部债务资本化比率(%)	43.91	41.74	45.53	44.87
流动比率(%)	156.98	147.83	148.83	151.78
经营现金流动负债比(%)	25.55	14.22	7.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.71	8.01	7.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	2.86	3.80	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2.短期债务中包含其他应付款中有息债务，长期债务中包含长期应付款中有息债务。

分析师
杨明奇　何光美　喻宙宏

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：01085679696
传真：01085679228
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）
网址：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“公司”）是杭州市最大的城市基础设施建设投资以及公用事业运营主体，并开展房地产开发和商品销售等经营性业务。跟踪期内，公司继续保持在杭州市基础设施建设和公用事业等领域的区域专营性，并在区域经济环境、政府支持等方面具有显著优势。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司公用事业板块盈利能力较弱，其他应收款对资金形成占用等因素可能对其信用水平可能带来的不利影响。

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。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“14 杭城投 MTN001”保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“14 杭城投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 杭州市经济发展水平在全国位居前列，政府财力稳步提升，为公司发展提供了良好的区域环境。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得政府大力支持。
3. 跟踪期内，公司公用事业板块保持在杭州市较高的垄断地位，各项经营指标保持增长，经营获现能力强。
4. 跟踪期内，杭州市房地产市场景气度高，对公司房地产开发形成良好支撑，公司房地产项目去化效率较高，未来可持续性良好。

关注

1. 公司公用事业收入占比较高，利润水平依赖于政府补贴，公司整体盈利能力有待提

升。

2. 公司对基建项目垫款产生的其他应收款对资金形成一定占用，同时公司拨出的城建资金产生较大规模其他非流动资产。

声　明

一、本报告引用的资料主要由杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

杭州市城市建设投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）按照杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）其相关存续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

跟踪期内，杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）将杭州市人民政府与国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）实际出资额多出约定出资额部分转入资本公积[1]，调减实收资本。截至2018年3月底，公司注册资本65.72亿元，杭州市人民政府持有公司98.91%的股权，国开发展基金持有公司1.09%的股权，杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）代表杭州市人民政府行使出资人的职能，公司实际控制人为杭州市人民政府。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至2018年3月底，公司本部内设党群工作部（人力资源部）、办公室、纪检监察室、财务管理部、资产管理部、工程建设部、投资发展部、置业开发部、综合管理部、风控审计部（法务管理部）共10个职能部门（室）；公司合并范围内二级子公司合计18家。

截至2017年底，公司资产总额1154.26亿元，所有者权益446.74亿元（含少数股东权益44.13亿元）；2017年，公司实现营业收入229.07亿元，利润总额23.07亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1172.75亿元，所有者权益455.73亿元（含少数股东权益50.32亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入60.31亿元，利润总额4.64亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市下城区仙林桥直街3号1501室；法定代表人：冯国明。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

公司存续债券为“14杭城投MTN001”，债券余额13.00亿元，募集资金用于偿还公司到期债务，已全部使用完毕。跟踪期内，公司按期足额支付存续期债券利息。

表1　公司存续债券概况

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
14杭城投MTN001	13亿元	2014-03-11	5年

资料来源：联合资信根据公司存续债券信息整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）

[1] 2015年，国开发展基金增资0.60亿元，用于杭州市第二水源输水通道工程项目；2016年，国开发展基金增资2.25亿元，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。

和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义

风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般

债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基

础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

杭州市为浙江省省会，是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲城市群中心城市之一、环杭州湾大湾区城市、长三角宁杭生态经济带节点城市，也是中国重要的电子商务中心之一，具有较强的经济实力。

根据《2017年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2017年杭州市综合经济实力显著增强，全年实现地区生产总值12556亿元，按可比价格计算，较上年增长8.0%。其中，第一产业增加值312亿元，较上年增长1.9%；第二产业增加值4387亿元，较上年增长5.3%；第三产业增加值7857亿元，较上年增长10.0%。按常住人口计算，人均GDP为134607元，较上年提高10321元。三次产业结构调整为2.5:34.9:62.6，服务业占GDP比重较上年提高1.7个百分点。

2017年，杭州市全社会固定资产投资5857亿元，增长1.4%。从投资产业结构看，农林牧渔业投资40亿元，较上年增长2.4%；工业投资861亿元，较上年增长0.5%；服务业投资4956亿元，较上年增长1.5%，主要投向服务业。2017年，杭州市房地产开发投资2734亿元，较上年增长4.9%，其中住宅投资1713亿元，较上年增长9.8%。房屋施工面积11523万平方米，下降0.3%；新开工面积2177万平方米，增长1.9%；竣工面积2086万平方米，增长8.5%。受杭州市全年商品房成交量同比下降影响，2017年杭州市商品房销售面积2054万平方米，下降11.7%。

基础设施建设方面，2017年，杭州市基础设施投资1597亿元，占全市固定资产投资的27.3%。2017年底，杭州市主城区公共交通运营线路371条，其中新辟线路16条，优化线路40条。新开通地铁线路35.8公里，通车总里程达到117.6公里。

公用事业方面，2017年杭州市电网投资51.1亿元，110千伏及以上输变电工程投产37项，新增容量408万千伏安、线路252.11公里；全市用电量738.03亿千瓦时，较上年增长8.8%，其中城乡居民生活用电114.86亿千瓦时，增长7.0%。杭州市城区自来水日供水设计能力达到390.7万立方米，最高日供水量358.1万立方米。

杭州市经济的增长带动了杭州市财政实力的增强，2017年，杭州市全年财政总收入2921.30亿元，一般公共预算收入1567.42亿元，较上年增长14.2%。其中，企业所得税270.22亿元，个人所得税146.20亿元，分别增长22.0%和26.06%。全市一般公共预算支出1540.92亿元，较上年增长9.7%，杭州市财政自给率为98.31%，处于较高水平。

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

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

六、基础素质分析

公司是杭州市最大的城市基础设施投资建设以及公用事业运营主体，并开展房地产开发和商品销售等经营性业务。

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同行业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。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。

2017年，根据杭财建【2017】164号文件，公司将七格三期项目国债专项资金拨款0.63亿元和财政拨款0.37亿元计入资本公积。2017年，公司将收到与企业日常活动相关的政府补贴34.94亿元计入“其他收益”，其中政府购买服务专项补贴28.33亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1033010200683920P），截至2018年3月7日，公司无未结清或已结清的不良和关注类信贷信息记录，跟踪期内信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、管理体制等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是杭州市最大的城市基础设施建设以及公用事业运营主体，同时开展房地产开发和商品销售等经营性业务。

2017年，公司实现主营业务收入221.58亿元，同比增长23.55%，各业务板块收入规模均呈现增长态势。2017年公司毛利率为5.74%，较往年提升幅度较大，主要是由于毛利率较高的房产置业板块收入占比上升所致。

2018年1~3月，公司确认主营业务收入59.17亿元，同比增长40.71%。其中其他收入21.26亿元，占比35.93%，主要是由于土地出让收入分类至其他所致。2018年1~3月，公司毛利率1.29%，明显低于2017年全年水平，主要是由于其他业务收入占比大幅上升，但毛利率较低所致。

表3　2016~2017年以及2018年1~3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年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	59.92	33.41	-33.78	63.64	28.72	-31.66	17.33	29.29	-30.21
房产置业板块	40.60	22.64	27.51	62.52	28.21	27.18	7.77	13.12	38.49
城市基建板块	30.21	16.84	18.46	38.92	17.56	19.06	8.62	14.56	14.22
商品销售板块	31.22	17.41	4.85	35.87	16.19	4.68	4.20	7.10	3.66
其他业务	17.40	9.70	30.04	20.64	9.31	32.91	21.26	35.93	7.70
合计	**179.35**	**100.00**	**1.81**	**221.58**	**100.00**	**5.74**	**59.17**	**100.00**	**1.29**

资料来源：公司提供
注：其他业务主要包括热、电、蒸汽供应、广告代理、地下管道使用权转让、租赁服务和技术咨询等收入。

2. 业务经营分析

（1）公用事业板块

公用事业板块涵盖燃气、水务、公交以及城市垃圾处理等业务内容，业务范围基本覆盖杭州市各城区。由于公用事业类业务属于特许经营类业务，具有自然垄断属性，跟踪期内随着杭州市经济发展以及常住人口的不断增长，公司公用事业板块业务收入稳步增长。

跟踪期内，杭州市天然气用户数量不断增长，带动燃气销售收入有所上升；水务板块由于用水量趋于稳定，收入规模变化不大；污水处理维护成本及整改成本提高，致使水务板块毛利率较往年大幅降低；公司公交业务收入保持稳定，但不断提升的油价叠加公交运营庞大

的人员负担，公交业务持续经营亏损；垃圾处理业务具有较强的专业性，近年来业务收入稳步增长，毛利率保持较高水平。

2018年1~3月，公司垃圾处理业务收入规模较小，同时毛利率为负，主要是由于春节返乡导致居民垃圾量减少所致。

表 4　2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月公司公用事业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
燃气销售	25.52	42.59	11.54	28.49	44.78	13.60	9.42	54.34	16.99
水务运营	16.93	28.26	20.50	16.74	26.30	13.84	3.93	22.67	16.92
公交运营	12.01	20.04	-228.96	12.48	19.62	-219.57	3.19	18.39	-225.41
垃圾处理	5.45	9.10	15.33	5.92	9.30	18.07	0.80	4.60	-39.76
合计	**59.92**	**100.00**	**-33.78**	**63.64**	**100.00**	**-31.66**	**17.33**	**100.00**	**-30.21**

资料来源：公司提供

燃气销售

公司天然气销售业务主要由全资子公司杭州市燃气（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2018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6000多公里高中低压管线，运行4000多个站（点）；天然气终端用户包括117万余户居民用户和0.5万余户非居民用户。

燃气集团及下属子公司通过取得相应燃气特许经营权或燃气经营许可证开展天然气销售业务，以管道燃气为主，另配套少量LNG。管道燃气全部向浙江省天然气开发有限公司采购，采购价格由浙江省发改委制定，跟踪期内采购价格均为2.05元/立方米，较上年无变化。跟踪期内，公司天然气累计用户数逐年增长，燃气高中低压干管新安装长度保持稳定，燃气的销量相应有所增加。2017年，公司天然气购入量10.81亿立方米，天然气销售量10.57亿立方米，新增燃气高中低压干管长度为138公里。

表 5　2016~2018 年 3 月燃气集团运营情况

项　目	单位	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
天然气购入量	亿立方米	9.91	10.81	3.81
天然气外供量	亿立方米	9.90	10.83	3.85
天然气销售量	亿立方米	9.82	10.57	3.79
天然气累计用户数	万户	103.35	116.00	118.00
燃气高中低压干管新安装长度	公里	139.50	138.00	25.24

资料来源：公司提供

天然气售价方面，2015年10月，杭州市居民燃气实施阶梯气价，杭州市物价局上调居民燃气价格，由之前的2.40元/立方米调整至3.10~4.65元/立方米三档间价格，并下调非居民燃气价格至3.40元/立方米，2017年9月，杭州市物价局继续下调非居民燃气价格至3.27元/立方米。

水务运营

1）自来水供应

公司供水业务主要由子公司杭州市水务控股集团有限公司（以下简称“水务集团”）经营，合计设计综合日供水能力为197万立方米。

跟踪期内，水务集团自来水业务各项经营指标保持稳定增长，2017年，水务集团供水量5.98亿立方米，用户总数达到95.66万户，漏损率为9.48%，管网压力合格率平均值和管网水质综合合格率均保持在100%。跟踪期内，自来水业务的结算方式和水价未发生变化。

表 6　2016~2018 年 3 月自来水业务运营情况

项　目	单　位	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
平均日制水量	万立方米	157.80	168.45	162.68
供水量	万立方米	55696.00	59767.14	13980.26
售水量	万立方米	47310.00	50933.81	11713.40
自来水用户数	万户	88.90	95.66	96.96
漏损率	%	9.98	9.48	12.51

资料来源：公司提供

2）污水处理

公司污水处理业务主要由水务集团子公司

杭州市排水有限公司、杭州建德污水处理有限公司和杭州临安排水有限公司经营。

跟踪期内，水务集团污水处理量和排放量均保持增长，且处于超负荷运营状态；2017年水务集团污水处理量和排放量均为5.13亿立方米。

表 7　2016~2018 年 3 月水务集团污水处理运营情况

（单位：万立方米）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
污水排放量	46553.15	51320.48	11232.94
污水处理量	46553.15	51320.48	11232.94
其中：七格污水厂	21728.36	23141.12	4524.86
七格污水厂三期	21996.06	23131.41	5251.48
城西污水厂	1061.96	1349.72	367.81
建德污水	1245.00	1447.03	392.54
临安排水	521.77	2251.20	696.25

资料来源：公司提供

3）在建项目

公司为保障自来水供应以及污水处理的生产能力，目前仍有较大规模在建项目。水务板块在建项目总投资金额合计 46.36 亿元，截至 2018 年 3 月底累计投资金额 12.66 亿元，剩余投资金额预计在未来 3 年内完成。

自来水供应方面，公司主要在建项目包括九溪水厂和祥符水厂的饮用水改造工程，以及闲林水厂项目。闲林水厂项目的建设，可以在杭州市第二水源千岛湖配水工程完成后将千岛湖原水处理后供应杭州市区的“城西”“城北”等主城区域以及余杭区的余杭组团，充分发挥千岛湖配水工程的社会和经济效益。

污水处理方面，公司目前在建的七格污水处理厂四期工程，设计污水处理能力为 30 万吨/日，主处理箱采用半地埋式双层加盖模式，预

表 8　截至 2018 年 3 月底水务板块在建项目明细（单位：亿元）

项　目	项目类别	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划		
				2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
七格污水处理厂四期工程	污水	24.30	4.54	4.50	9.33	5.93
九溪水厂饮用净水改造工程	供水	6.09	2.61	1.70	1.07	0.71
祥符水厂饮用净水改造工程	供水	3.81	1.83	1.37	0.61	--
闲林水厂	供水	9.54	1.81	2.10	3.00	2.22
第二水源输水通道工程九溪线	供水	2.62	1.87	0.75	--	--
合计	--	**46.36**	**12.66**	**10.42**	**14.01**	**8.86**

资料来源：公司提供

计2018年底具备通水条件。该项目建成后能够对目前处于超负荷运营的污水处理业务提供重要的产能补充。

城市公交

城市公交板块由杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责，业务经营区域覆盖了杭州市主要市区。其中杭州市主城区由公交集团及下属子公司独立运营，新城区（余杭区、萧山区、下沙经济技术开发区、富阳区、临安区、大江东产业聚集区）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。

表9　2016~2018年3月公交集团公交运营情况

项　目	单位	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
运营线路数量	条	659	679	683
运营线路里程	公里	10998.74	11045.49	11011.49
运营车辆数量	辆	8152	8273	8950
客运量	亿人次	13.87	14.38	3.52
总行驶里程	亿车公里	4.78	4.94	1.29
票款收入	亿元	13.03	13.53	3.40

资料来源：公司提供

跟踪期内，公交集团各项经营指标稳步增长，截至2018年3月底，公交集团运营683条公交线路，运营线路里程达1.10万公里，运营车辆达8950辆。2017年，公交集团完成客运量14.38

亿人次，总行驶里程4.94亿车公里，票款收入13.53亿元。

杭州市公交车票价采用政府定价，定价原则体现公共产品特征，近年来公交业务持续经营亏损。根据《关于印发<关于政府购买城市公共汽（电）车营运服务的实施意见>的通知》（杭财企【2015】49号），杭州市政府采用购买城市公交服务的办法，对公交业务进行补贴；2017年，公交集团收到政府购买服务专项补助收入28.33亿元；杭州市政府对公交运营板块在油价、场站建设等方面给予公交集团经营性补贴，2017年收到4.28亿元。杭州市政府通过政府购买服务以及经营性补助等方式给予公交运营政府补助，缓解了业务经营压力。

表 10　截至 2018 年 3 月底公交板块在建项目明细（单位：亿元）

项　目	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划		
			2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
三墩公交停保基地	7.52	1.14	2.00	3.00	1.38
公交二公司停车保养基地迁建工程	3.80	2.83	0.97	--	--
公交闸口停保基地迁建工程	3.76	2.38	0.60	0.52	0.26
合计	**15.08**	**6.35**	**3.57**	**3.52**	**1.64**

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司公交业务板块主要的在建项目为三墩公交停保基地等项目，计划总投资金额15.08亿元，累计已投资金额6.35亿元，剩余投资预计在2~3年内完成。

垃圾处理

公司垃圾处理业务主要指城市固体垃圾收集与处理，由子公司杭州市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）承担。2016年原环境集团吸收合并子公司杭州市固体废弃物处理有限公司和杭州市固废直运有限公司，组建新环境集团，业务包括城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处置；建筑工程监理；环卫工程及产品的技术开发、技术咨询；环保工程施工。近年来，环境集团垃圾年处理能力为248.20万吨。2017年，环境集团垃圾处理规模有所增长，产能利用率长期处于超饱和状态；2017年环境集团垃圾处理规模为502.24万吨，产能利用率为202%。

表11　2016~2018年3月公司垃圾处理经营情况

（单位：万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
年处理规模	430.02	502.24	99.89
产能利用率	173	202	161*

数据来源：公司提供

注：2018 年 1~3 月产能利用率已经过年化处理。

总体看，公司公用事业板块涵盖了燃气、水务、公交以及城市垃圾处理，在杭州市具有很高的垄断地位，跟踪期内收入规模保持增长，经营获现能力强，政府补助对公交运营提供了重要的资金补充。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，公司公用事业板块仍有较大的发展潜力。

（2）房产置业板块

公司房产置业板块涉及商品住宅、保障性住宅以及物业管理，其中商品住宅是主要的收入来源。跟踪期内，杭州市及其周边地区房地产市场景气度高，2017 年公司房产置业板块营业收入 62.52 亿元，同比增长 53.99%。公司房产置业板块中商品住宅毛利率水平较高，是公司业务经营的主要利润来源，2017 年为 27.03%。

2018 年 1~3 月，公司房产置业板块收入 7.77 亿元，主要来自商品住宅销售，相比 2017 年全年水平较小，主要是由于一季度部分已售项目尚未结算所致。

表 12　2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月公司房产置业板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品住宅	30.02	73.95	30.69	54.94	87.88	27.03	7.06	90.96	36.21
保障房、经适房	4.90	12.08	10.09	5.16	8.25	13.06	0.26	3.35	80.61
商业地产	5.09	12.53	21.21	2.04	3.26	57.73	--	--	--
物业、房租	0.58	1.44	65.03	0.38	0.61	76.27	0.44	5.68	50.08
合计	**40.60**	**100.00**	**27.51**	**62.52**	**100.00**	**27.18**	**7.77**	**100.00**	**38.49**

资料来源：公司提供

房地产开发

公司房地产开发业务主要由浙江钱江房地产集团有限公司（以下简称“钱江房产”）和杭州市房地产开发集团有限公司（以下简称“房开集团”）等负责，开发范围主要集中在杭州、上海、安吉、富阳、建德、安庆、黄山等城市。此外，杭州市城市建设发展集团有限公司、杭州城投资产管理集团有限公司也有少量商品住宅项目。

2017年，公司房地产新开工面积70.51万平方米，同比增幅较大。同时，合约销售面积和合约销售金额均稳定增长；2017年公司合约销售面积27.87万平方米，合约销售金额54.34亿元，在杭州地区销售金额占比很高。

表 13　2016~2018 年 3 月公司房地产经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项　目	2016年	2017年	2018年1~3月
新开工面积	2.80	70.51	44.33
竣工面积	--	25.87	5.70
合约销售面积	23.08	27.87	6.00
合约销售金额	51.73	54.34	11.49

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在售的房地产项目包括江和城、江南御府、钱江御府等，项目总投资金额合计 177.64 亿元，建筑面积合计 179.69 万平方米，2018 年 3 月底累计销售金额合计 168.57 亿元，项目整体去化效率较高，水晶澜轩和钱江彩虹府等项目未来仍有较大销售空间。

表 14　截至 2018 年 3 月底公司在售的房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	总投资金额	建筑面积	累计销售金额	预计销售金额		
					2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
江和城	住宅、商铺	32.76	50.00	16.17	3.00	4.00	3.00
江南御府	住宅、商铺	16.00	14.88	31.49	0.33	0.30	--
钱江御府	住宅、商铺	18.78	9.18	28.23	0.64	0.50	--
西溪和景	商业办公	13.00	9.29	8.14	0.70	2.50	--
钱江浙商创投中心	商业	8.50	8.31	3.59	3.50	1.00	0.90
之江新天地	商业	8.00	15.51	7.05	6.95	1.72	--
水晶澜轩	住宅	32.00	22.30	30.32	32.95	0.40	--
钱江彩虹府	住宅	10.00	8.52	12.88	13.00	2.00	--
城发云锦城	住宅	28.00	25.41	25.37	0.93	1.18	0.22
富阳润泽院	住宅	10.60	16.29	5.33	5.21	6.00	--
合计		**177.64**	**179.69**	**168.57**	**67.21**	**19.60**	**4.12**

资料来源：公司提供
注：城发云锦城和富阳润泽院尚未完工。

截至 2018 年 3 月底，公司在建的商品住宅项目包括云锦城、润泽院等 6 个项目，建筑面积合计 98.70 万平方米，计划总投资金额 104.46 亿元，已累计完成投资 65.89 亿元，剩余金额预计在未来 3~5 年内投资完毕。

表 15　截至 2018 年 3 月底公司商品住宅在建项目情况（单位：万立方米、亿元）

项目名称	项目性质	预计完工时间	建筑面积	计划总投资金额	已投资金额	未来投资计划		
						2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
城发云锦城	住宅	2018.6	25.41	28.00	27.80	0.20	--	--
富阳润泽院	住宅	2020.9	16.29	10.60	6.39	2.00	2.00	0.30
银都新座	商住	2019.9	4.43	6.50	4.70	0.96	0.76	0.20
钱江彩虹府	住宅	2018.8	8.52	10.39	7.38	0.72	0.90	0.90
绍兴.彩虹府	住宅	2022.4	25.77	39.92	15.52	8.91	9.36	4.45
江和城-和园	住宅	2020.12	18.28	9.05	4.10	1.30	2.00	1.65
合计			**98.70**	**104.46**	**65.89**	**14.09**	**15.02**	**7.50**

资料来源：公司提供

公司目前拟建的商品住宅项目包括位于绍兴的“安昌 2017-19 号地块”项目和位于建德的江和城-和雅苑项目，计划总投资金额分别为 14.50 亿元和 3.80 亿元，均预计于 2018 年年内开工。

目前，公司主要的房地产储备土地位于绍兴市柯桥经济开发区，土地属性为住宅用地可兼容商业用地；用地面积 13.58 万平方米，总建筑面积 38.70 万平方米，拿地总价为 15.39 亿元（含契税），项目计划总投资金额 40 亿元，预计可售面积为 26 万平方米。

保障房、经济适用房

公司保障性住房开发业务主要由下属子公司杭州市居住区发展中心有限公司（以下简称“居住中心”）负责经营，其拥有房地产二级开发资质。

目前，公司保障房项目以经济适用房为主，另有部分配套土地整理项目建设的回迁安置房项目。公司经济适用房及回迁安置房均直接对符合条件的购房者销售回笼建设成本，公司不持有建成的保障房项目，且与政府不存在保障房回购安排。经济适用房价格为政府指导价格，优惠部分的面积销售价格为 4518 元/平方米，超出优惠部分的面积销售价格为 7200 元/平方米。

跟踪期内，公司销售及在建的保障房、经济适用房项目主要围绕三墩和长睦两大片区开发，项目投资均已接近尾声。截至 2018 年 3 月底，公司在建的保障房、经济适用房项目计划总投资金额 12.40 亿元，已累计完成投资 8.96 亿元，剩余投资预计在 1~2 年内完成。

总体看，跟踪期内杭州市房地产市场表现出强劲增长势头，对周边地区也产生了较好的溢出效应，公司房地产项目区位优势明显，项目周转效率较高，利润空间较大。经过多年发展，公司已经具备了较强的房地产开发实力，项目滚动开发能力强，公司房地产板块有望保持稳定增长。

（3）城市基建板块

城市基础设施建设是公司重要的业务板块，跟踪期内，公司继续通过工程施工、委托代建等多种形式开展城市基建工作。2017年，公司城市建设板块业务收入38.92亿元，同比增长28.83%，其中工程施工及养护收入和代建项目收入占比较高。

表 16　2016~2017 年以及 2018 年 1~3 月公司城市基建板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工及养护	21.89	72.46	21.87	18.84	48.40	24.37	3.64	42.20	11.02
代建项目	7.58	25.08	5.18	15.42	39.62	3.12	3.03	35.13	13.02
BOT 项目	0.74	2.45	53.53	4.66	11.98	50.30	1.95	22.67	22.01
合计	**30.21**	**100.00**	**18.46**	**38.92**	**100.00**	**19.06**	**8.62**	**100.00**	**14.22**

资料来源：公司提供

工程施工及养护

工程施工及养护收入主要来自杭州市路桥集团股份有限公司（以下简称“路桥公司”），以及燃气、热电、水务等工程施工。

表17　公司工程施工及养护业务收入构成明细

（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年1-3月
养护类	4.59	6.20	2.00
工程类	9.62	5.78	1.56
公用事业类施工	7.68	6.85	0.08
合计	**21.89**	**18.84**	**3.64**

资料来源：公司提供

路桥公司具有国家市政公用工程施工总承包二级资质，是杭州市主要的市政施工企业之一，主要承担杭州部分道路施工、养护，路面沥青铺设等业务。2017年，路桥公司新签养护合同金额7.14亿元，同比增长40%；新签施工合同金额10.30亿元，同比增长157.50%。

公司在经营天然气销售、自来水及热电蒸汽业务的同时，负责运营上述业务的子公司还承担了天然气工程施工、自来水工程施工及热电工程施工，跟踪期内收入规模有所下降。

代建项目

公司城市基础设施项目代建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。跟踪期内，公司代建项目收入主要来源于余杭15省道至临安02省道连接线改建工程（临安段）第六标段、长睦大型住居区土地整理（以下简称“长睦项目”）等项目。

长睦项目计划总投资70.70亿元，预计土地出让总收入87.67亿元，并计划于2018年出让完毕。截至2018年3月底，长睦项目已累计投资61.58亿元，累计收到土地出让金返还52.17亿元。

此外，公司部分代建项目采用仅承担工程招投标管理、竣工验收核算职能，不承担相关投融资职能的模式，政府财政按工程进度分阶段支付施工方工程款，公司按照合同约定标准收取部分工程管理费，该类业务管理费收入及现金流规模对公司影响很小。

在此模式下，公司近年来开展的项目包括浙大紫金港校区电力项目、湘湖电缆项目、德胜路地下综合管廊工程、艮山路地下综合管廊工程，均采用收取1%~3%管理费的模式实现收入。

BOT项目

公司BOT项目是指由公司本部承建的紫之隧道项目。公司与杭州市城乡建设委员会签订了《杭州市紫之隧道建设项目投资建设—运营—移交（BOT）合同》；项目专营期共23年，其中建设期3年，运营期20年。杭州市城乡建设委员会在项目运营期通过支付专营补贴的方式实现公司的投资回报。

紫之隧道项目实际投资金额38.42亿元，已于2016年8月竣工并投入运营，并开始确认收入，未来三年预计投资金额分别为3.20亿元、1.90亿元和0.90亿元，未来仍有少量工程款需要支付。

总体看，公司城市基础设施建设板块采用的业务模式多样，营业收入保持增长。同时，联合资信也关注到随公司在建代建项目的陆续完工，公司代建项目收入规模可能具有一定的不确定性。

（4）商品销售板块

公司商品销售业务主要包括建材贸易业务以及电力和煤炭销售。

建材贸易

公司建材贸易业务主要由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”）和杭州城建开展。

城投资管的钢材销售业务主要是从上游采购螺纹钢、铁矿粉等材料，采用直销形式直接销售给下游客户。2017年，其前五大供应商分别为杭实国贸投资（杭州）有限公司、杭州热联股份有限公司、浙江才运贸易有限公司、上海海亮铜业有限公司、盾安集团宁波分公司，前五大供应商集中度为92.98%，集中度很高。2017年，公司前五大客户分别为浙江佳盛德贸易有限公司、浙江海亮股份有限公司、广东海亮铜业有限公司、杭州汽轮投资股份有限公司、杭

州热联国贸股份有限公司，前五大客户集中度为90.91%，集中度很高。

杭州城建的商品销售业务主要根据下游客户设备建材需求，与供应商签订设备、建材采购合同，然后与下游客户签订贸易合同，将建材转售给各公司。

电力和煤炭销售

公司电力和煤炭销售业务主要由热电集团负责。热电集团于1997年成立，其前身杭州热电厂是国家1980年投资建设的全国十个联片供热工程项目之一，是浙江省最早建成的区域性热电联产、集中供热环保节能型企业，目前已成为多元化、跨行业、跨地区发展的投资型企业。近年来，公司电力及煤炭销售保持增长。

表18　2016~2017年及2018年1~3月电力及煤炭销售经营情况

销售业务板块	项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
煤炭销售	电煤采购规模	万吨	128.17	204.27	45.10
	电煤采购金额	万元	63930.78	109714.61	26893.60
电力销售	发电量	万千瓦时	43714.45	55336.57	13493.15
	上网电量	万千瓦时	36115.24	43916.17	10535.00
	上网电价	元/千千瓦时	394.43	402.73	406.16

资料来源：公司提供

九、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017 年度财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，事务所出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围内二级子公司共 18 家。跟踪期内，公司财务报表合并范围变化对公司整体影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 1154.26 亿元，所有者权益 446.74 亿元；2017 年，公司实现营业收入 229.07 亿元，利润总额 23.07 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1172.75 亿元，所有者权益 455.73 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.31 亿元，利润总额 4.64 亿元。

2．资产质量

2017年底，公司资产总额1154.26亿元，同比增长11.63%，主要系流动资产增长所致；公司流动资产和非流动资产分别占47.58%和52.42%，公司资产结构较上年底变化不大。公司主要资产构成详见表19。

表 19　2016~2018 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	113.21	10.95	120.94	10.48	120.31	10.26
预付款项	3.18	0.31	29.39	2.55	20.76	1.77
其他应收款	97.48	9.43	114.98	9.96	144.21	12.30
存货	172.41	16.67	152.42	13.20	173.99	14.84
其他流动资产	67.16	6.50	97.55	8.45	58.78	5.01
流动资产	**478.27**	**46.25**	**549.21**	**47.58**	**553.31**	**47.18**
长期股权投资	29.26	2.83	37.58	3.26	40.51	3.45
固定资产	200.22	19.36	224.43	19.44	225.29	19.21
在建工程	76.21	7.37	63.75	5.52	68.85	5.87
无形资产	42.68	4.13	44.03	3.81	44.15	3.76
其他非流动资产	153.22	14.82	156.23	13.54	155.28	13.24
非流动资产	**555.72**	**53.75**	**605.05**	**52.42**	**619.44**	**52.82**
资产总额	**1033.99**	**100.00**	**1154.26**	**100.00**	**1172.75**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2017年底，公司流动资产合计549.21亿元，较上年底增长14.83%。2017年底，公司货币资金120.94亿元。以银行存款（占96.82%）为主，其中使用受限资金为2.74亿元，规模较小。2017年底，公司预付账款29.39亿元，较上年底增加26.20元，主要为房地产板块预付地价款所致。2017年底，公司其他应收款114.98亿元，同比增长17.95%，主要系项目投资款增加所致；其他应收款中单项计提坏账准备的账面余额为85.61亿元，其中支付的政府项目工程款占75.44%，回收风险较小；按账龄分析法计提坏账准备的账面余额为30.98亿元，账龄以1年以内（占93.30%）为主；其他应收款合计计提坏账准备1.60亿元，坏账计提比例为1.37%；前五名欠款方占10.43%，集中度较低。

表20　2017年底公司其他应收款账面余额前五名

（单位：亿元、%）

应收款对象	账面余额	占比
杭州致烁投资有限公司	6.15	5.27
临安市国有资产投资控股有限公司	2.90	2.49
杭州临安城镇化投资建设有限公司	1.30	1.12
杭州市物业维修资金管理中心	0.93	0.79
临安市天鉴排水监测有限公司	0.89	0.76
合计	**12.17**	**10.43**

资料来源：审计报告

2017年底，公司存货152.42亿元，同比下降11.60%，主要系房地产项目销售后结转成本，以及三墩北和长睦项目结转土地整理成本所致。2017年底，公司存货主要由开发成本（占60.56%）、开发产品（占18.16%）和代建项目（占12.20%）构成。2017年底，公司其他流动资产97.55亿元，同比增长45.24%，主要由银行理财产品（占90.76%）为主。

非流动资产

2017年底，公司非流动资产合计605.05亿元，同比增长8.88%。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资，所属行业主要以市政公用类企业为主。2017年底，公司长期股权投资37.58亿元，同比增长28.41%，主要包括对联营企业追加投资5.57亿元，确认投资收益4.48亿元，获得宣告发放现金股利或利润1.23亿元。

2017年底，公司固定资产账面原值358.90亿元，其中道路资产占28.38%、管道资产占21.33%、房屋及建筑物占20.86%、运输工具占16.12%、机器设备占11.95%。2017年底，公司固定资产累计计提折旧133.93亿元，计提减值准备0.54亿元，公司固定资产成新率为62.68%，成新度一般。2017年底，公司固定资产账面净值224.43亿元，同比增长12.09%，主要系公交基础设施工程项目和七格三期工程项目部分竣工结转固定资产所致。

2017年底，在建工程账面价值63.75亿元，同比下降16.35%，主要以水务基础设施建设（占35.60%）和公交基础设施工程（占30.88%）为主。

2017年底，公司无形资产44.03亿元，同比增长3.16%，主要系水务集团新增土地所致。

2017年底，公司其他非流动资产156.23亿元，其中主要为150.71亿元专项拨出资金，系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。上述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。

2018年3月底，公司资产总额1172.75亿元，较上年底增长1.60%，主要来自存货和其他应收款的增加。2018年3月底，公司资产中流动资产占47.18%，非流动资产占52.82%，资产构成较上年底变化不大。

受限资产方面，截至2018年3月底，公司受限资产合计32.22亿元，占资产总额的比重为2.75%。整体看，公司资产受限比例低。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构较为稳定。公司流动资产中货币资金和银行理财占比高，存货中房地产项目具有较好的变现能力，公用事业类固定资产的经营获现能力强，公司整体资产质量良好。同时，联合

资信也关注到，公司对基建项目垫款产生的其他应收款对资金形成一定占用，拨出的城建资金产生较大规模其他非流动资产。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益合计446.74亿元，同比增长4.07%，主要系利润留存所致。2017年底，公司所有者权益主要由实收资本（占14.71%）、资本公积（占58.07%）和未分配利润（占16.19%）构成。

2017年底，公司实收资本65.72亿元，较上年底减少2.37亿元，是由于国开发展基金和杭州市人民政府按照合同出资比例，将部分投资转入资本公积所致。

2017年底，公司资本公积259.44亿元，较上年底减少1.23亿元，系对资本公积期初数据追溯调减6.21亿元；并较上年底增加5.00亿元，主要系来自冲回土地款、国开基金投资等原因所致。

截至2018年3月底，公司所有者权益455.73亿元，较上年底增长2.01%；归属于母公司的所有者权益405.41亿元，构成较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额707.52亿元，同比增长17.00%，主要系其他应付款、长期借款和递延收益增长所致。2017年底，公司流动负债和非流动负债分别占比52.16%和47.84%。

2017年底，公司流动负债合计369.03亿元，同比增长14.07%。其中，短期借款53.16亿元，同比增长13.30%，主要为信用借款（占88.45%）；应付账款51.37亿元，较上年底变化不大，主要系应付的工程款；预收款项68.05亿元，较上年底变化不大，主要系预收的房款；其他应付款123.19亿元，同比增长15.99%，主要系往来款增加所致。

2017年底，公司非流动负债338.49亿元，同比增长20.37%，主要系长期借款和递延收益增长所致。2017年底，公司长期借款118.20亿元，同比增长28.66%，主要由保证借款（占45.00%）和信用借款（占50.44%）构成；2017年底，公司应付债券账面余额46.66亿元，明细情况详见表21。假设“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”均未提前回售，公司将于2022年面临债券最大集中兑付金额25亿元。

表21 2017年底公司应付债券明细 （单位：亿元）

债券简称	债券面值	起息日期	债券期限
14杭城投MTN001	13.00	2014-03-11	5年
15杭城建MTN001	5.00	2015-07-16	5+2年
15杭城建MTN002	5.00	2015-10-14	5+2年
16杭州城建MTN001	5.00	2016-09-06	5+2年
17杭城建MTN001	8.00	2017-07-17	5年
17杭城建MTN002	7.00	2017-08-09	5年
债权融资计划	4.00	2017-08-02	3年
合计	**47.00**	--	--

资料来源：根据公司发行债券资料整理

注：“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”和“16杭州城建MTN001”均具有发行人选择调整票面利率，投资人选择回售的特殊含权条款。

2017年底，公司长期应付款80.87亿元，同比增长14.12%，主要为政府置换债券51.88亿元，政府专项债券10.64亿元，融资租赁款11.31亿元。公司政府置换债券利率为2%~4%不等，期限为3~10年，到期后公司需要向政府还款。公司长期应付款中政府置换债券、政府专项债券以及融资租赁款已全部纳入长期债务核算。

2017年底，公司专项应付款为35.22亿元，同比下降27.64%，主要由公交场站建设资金19.87亿元（占56.43%）、污水厂技改工程款2.61亿元（占7.41%）、转塘公共租赁住房项目财政拨款2.55亿元（占7.25%）构成。

公司递延收益主要由政府补助、管道增扩容改造施工收入和搬迁补偿款等款项构成。2017年底，公司递延收益56.76亿元，同比增长133.10%，主要系2017年供水工程建设资金和场站暂估资产等项目获得较高政府补助所致。

截至2018年3月底，公司负债合计717.02亿元，较上年底增长1.34%，其中流动负债和非流动负债分别占比50.84%和49.16%。

表 22　公司债务情况　（单位：亿元）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	112.33	133.30	125.41
长期债务	195.19	240.09	245.53
全部债务	307.52	373.39	370.94
资产负债率	58.49	61.30	61.14
长期债务资本化比率	31.26	34.96	35.01
全部债务资本化比率	41.74	45.53	44.87

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理
注：其他应付款中银行账户透支户和短期资金拆借款项、长期应付款中政府债券置换、政府专项债券和融资租赁款为有息债务。

从有息债务看，2017年底，公司全部债务373.39亿元，同比增长21.42%；短期债务和长期债务分别占比35.70%和64.30%。2018年3月底，公司全部债务370.94亿元，较2017年底变化不大；其中短期债务和长期债务分别占33.81%和66.19%，公司债务结构仍以长期为主。

从债务指标看，2017年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为61.30%、34.96%和45.53%，较上年均有所增长。2018年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均小幅下降，长期债务资本化比率有所上升，分别为61.14%、44.87%和35.01%。

总体看，公司债务规模不断增长，债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 229.07 亿元，同比增长 22.30%。2017 年，公司营业利润率为 2.39%，较 2016 年有所上升。

从期间费用看，2017 年，公司期间费用总额为 26.98 亿元，较上年增长 11.67%，主要以管理费用为主。2017 年，公司期间费用占营业收入比例为 11.78%，较 2016 年小幅下降，公司期间费用控制能力尚可。

从非经常性损益看，2017 年，公司投资收益 8.04 亿元，较上年大幅增长 57.50%，主要来自以权益法核算的长期股权投资收益和委托贷款及理财收益。2017 年，公司其他收益 34.94 亿元，主要以政府购买服务专项补助和其他各类政府补助为主；2017 年，公司营业外收入 1.89 亿元，主要以赔偿收入为主。2017 年，公司投资收益和其他收益占公司营业利润的比重分别为 36.76%和 159.70%，对公司营业利润的贡献程度很高。2017 年，公司利润总额 23.07 亿元，同比增长 64.43%。

表 23　公司盈利能力情况　（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年
营业收入	186.24	229.07
投资净收益	5.11	8.04
其他收益	--	34.94
营业外收入	31.86	1.89
利润总额	14.03	23.07
营业利润率	1.65	2.39
总资本收益率	3.12	3.88
净资产收益率	2.30	4.09

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.88%和 4.09%，较往年改善较为明显。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.31 亿元，较上年同期大幅增长 43.40%；实现利润总额 4.64 亿元，较上年同期大幅增长 79.31%；实现净利润 3.83 亿元，较上年同期大幅增长 101.46%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅增长，盈利指标有所改善，投资收益和政府补助对公司利润形成重要补充。

5. 现金流

从经营活动看，随着公司业务规模的扩大及收入的增长，2017年公司经营活动现金流入量为412.68亿元；其中，销售商品、提供劳务收到的现金为245.27亿元，同比增长7.46%。2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金166.81亿元，主要由公司本部或下属公司与关联方资金往来以及收到的补贴款为主。2017年，公司经营活动现金流出383.88亿元，主要以购买商品、提供劳务支付的现金为主；支付其他与经营活动有关的现金136.36亿元，主要由土地整理支出、项目资金拆借以及往来款构成。2017年，公司经营活动现金流量净额28.80亿元，

净流入规模较上年有所下降。从收入实现质量看，2017年，公司现金收入比为107.07%，较上年有所下降，但维持较好水平。

表 24　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	351.31	412.68
经营活动现金流出量	305.30	383.88
经营活动现金流净额	46.01	28.80
现金收入比	122.56	107.07
投资活动现金流净额	-67.26	-68.77
筹资活动现金流净额	12.13	47.43

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

从投资活动看，2017年公司投资活动现金流入245.54亿元；其中公司收回投资收到的现金201.43亿元，较上年大幅增长25.01%，主要系收回理财产品的规模较上年大幅增长所致。2017年，公司投资活动现金流出314.31亿元，其中，投资支付的现金235.57亿元，主要为公司购买理财产品等支付的现金。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额-68.77亿元。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入量206.13亿元，同比增长36.85%；其中，取得借款收到的现金173.85亿元，同比增长30.81%。2017年，公司筹资活动现金流出158.70亿元，同比增长12.58%；其中，偿还债务支付的现金131.74亿元。2017年，公司筹资活动现金流量净额47.43亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净流入 4.90 亿元，投资活动现金净流出 1.88 亿元，筹资活动现金净流出 0.92 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入实现质量维持良好水平，经营活动产生的现金流量净流入规模有所下降；投资活动现金流入流出保持较高规模，公司仍有较大对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为148.83%和107.52%，较上年底均有所增长。2018年3月底，公司流动比率和速动比率进一步增至151.78%和104.05%。2017年，公司经营现金流动负债比为7.80%，较上年有所下降。2018年3月底，公司现金类资产127.58亿元，是短期债务的1.13倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为51.35亿元，同比增长33.83%。2017年，公司全部债务/EBITDA为7.27倍，较上年小幅下降；EBITDA利息倍数为3.80倍，较上年有所上升。总体看，公司整体偿债能力强。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2018年3月底，公司获得的银行授信额度493.43亿元，已使用额度195.04亿元，未使用额度298.39亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司担保余额55.57亿元，担保比率12.19%。公司担保对象为业务合作方或参股子公司，均为国有企业，经营状态正常，公司或有负债风险可控。

表25　2018年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额
杭州市交通投资集团有限公司	120000.00
德信地产（宁波）有限公司	7000.00
杭州奥体博览中心建设投资有限公司	102900.00
杭州大江东经济开发投资有限公司	70000.00
杭州华电下沙热电有限公司	81000.00
杭州建工集团有限公司	15000.00
杭州市城建开发集团有限公司	122400.00
杭州臻祥房地产开发有限公司	30000.00
温州德信龙瑞置业有限公司	7400.00
合计	**555700.00**

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力

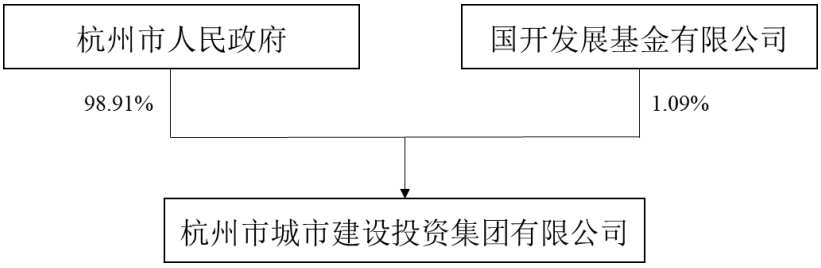
2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为412.68亿元、28.80亿元和51.35亿元，分别为“14杭城投MTN001”债券余额13.00亿元的31.74倍、2.06倍和3.67倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流和EBITDA对“14杭城投MTN001”保障能力强。

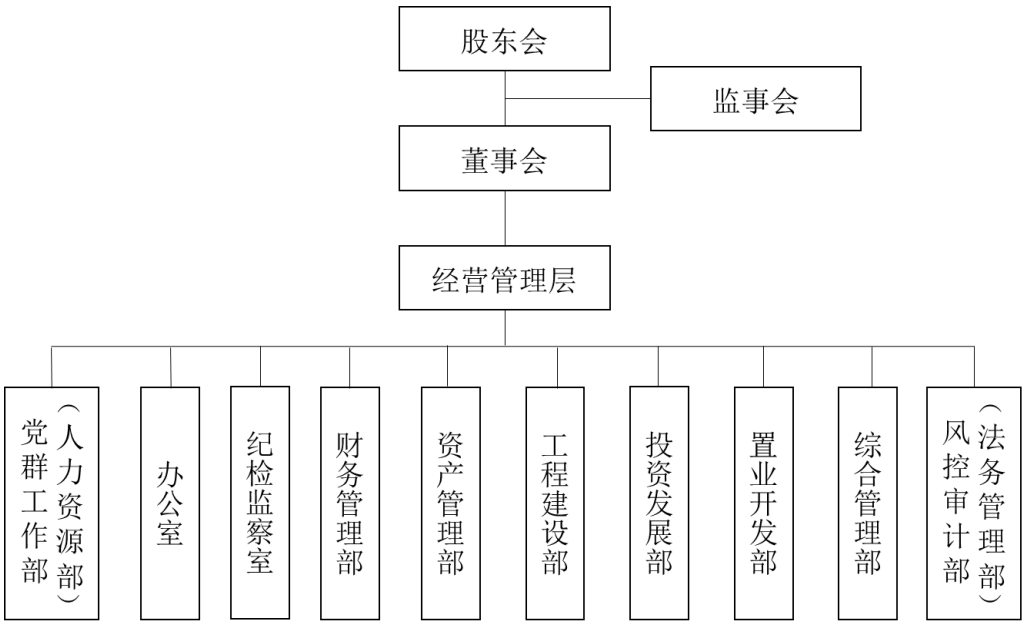
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“14 杭城投 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司下属子公司明细

（单位：万元）

序号	企业名称	实收资本	持股比例	业务性质
1	杭州市城市建设发展集团有限公司	302000.00	100.00%	基础设施建设
2	杭州市燃气集团有限公司	40000.00	100.00%	特许经营天然气
3	杭州市居住区发展中心有限公司	20000.00	100.00%	保障房、经适房建设
4	浙江钱江房地产集团有限公司	10000.00	49.00%	房地产开发
5	杭州城投资产管理集团有限公司	70000.00	100.00%	实业投资
6	杭州市房地产开发集团有限公司	5000.00	70.00%	房地产开发
7	杭州市房地产开发实业有限公司	5000.00	70.00%	房地产开发
8	杭州市路桥集团股份有限公司	6500.00	56.00%	工程施工
9	杭州市环境集团有限公司	20000.00	100.00%	城市生活垃圾清理
10	杭州热电集团有限公司	15000.00	77.50%	供热发电
11	杭州市公共交通集团有限公司	25000.00	100.00%	公共客运
12	杭州市水务控股集团有限公司	150000.00	100.00%	自来水制造销售
13	杭州市环境保护科学研究设计有限公司	350.00	100.00%	技术咨询
14	杭州城投海潮建设发展有限公司	53650.00	88.90%	实业投资
15	杭州市市政公用建设开发有限公司	2900.00	100.00%	房地产开发
16	杭州城投商业发展有限公司	26000.00	100.00%	投资管理
17	杭州城投新文建设发展有限公司	5435.92	91.00%	实业投资
18	杭州城投武林投资发展有限公司	20000.00	50.00%	实业投资

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	124.58	114.58	128.38	127.58
资产总额(亿元)	913.37	1033.99	1154.26	1172.75
所有者权益(亿元)	376.99	429.25	446.74	455.73
短期债务(亿元)	120.10	112.33	133.30	125.41
长期债务(亿元)	175.06	195.19	240.09	245.53
全部债务(亿元)	295.17	307.52	373.39	370.94
营业收入(亿元)	155.69	186.24	229.07	60.31
利润总额(亿元)	10.48	14.03	23.07	4.64
EBITDA(亿元)	30.41	38.37	51.35	--
经营性净现金流(亿元)	73.65	46.01	28.80	4.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.59	11.63	11.30	--
存货周转次数(次)	0.86	1.05	1.31	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.19	0.21	--
现金收入比(%)	118.52	122.56	107.07	102.70
营业利润率(%)	-0.17	1.65	2.39	1.53
总资本收益率(%)	2.99	3.12	3.88	--
净资产收益率(%)	1.99	2.30	4.09	--
长期债务资本化比率(%)	31.71	31.26	34.96	35.01
全部债务资本化比率(%)	43.91	41.74	45.53	44.87
资产负债率(%)	58.73	58.49	61.30	61.14
流动比率(%)	156.98	147.83	148.83	151.78
速动比率(%)	98.39	94.54	107.52	104.05
经营现金流动负债比(%)	25.55	14.22	7.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.71	8.01	7.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.58	2.86	3.80	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2.短期债务中包含其他应付款中有息债务，长期债务中包含长期应付款中有息债务。

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	（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+一年内到期的非流动负债+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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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