

信用评级公告

联合〔2022〕2357号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市城市建设发展集团有限公司及其拟发行的 2022 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定杭州市城市建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，杭州市城市建设发展集团有限公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年四月十八日

杭州市城市建设发展集团有限公司

2022年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

本期中期票据期限：品种一期限为 3+2 年期，设置第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年期，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2022 年 4 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果		AA ⁺	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	2		
			经营分析	3		
财务风险	F2	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	3		
			现金流量	1		
		资本结构	2			
			偿债能力	2		
调整因素和理由					调整子级	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）唯一股东杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）是杭州市最大的城市基础设施和公用事业运营主体。公司作为杭州城投的重要子公司，是杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，同时开展房地产开发、商品销售和地下管网建设等业务。近年来，公司持续得到杭州市政府在财政补贴、债务置换、资产划拨等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司的土地开发整理项目持续性弱、PPP 项目收益实现存在不确定性等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

“十四五”期间，杭州将实施新一轮扩大有效投资工程，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平。公司面临着良好的产业政策和投资环境，城市运营商地位将进一步突出。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**近年来，杭州市财政实力很强，财政自给程度高。2021 年，杭州市实现地区生产总值 18109 亿元，同比增长 8.5%；完成一般公共预算收入 2386.59 亿元，同比增长 14%，财政自给率达 99.75%。
- 持续得到政府支持。**公司作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，区域地位突出，持续得到政府在财政补贴、债务置换、资产划拨等方面的大力支持。

关注

- 资产流动性较弱。**公司资产中城建托管资产、固定资产和合同资产占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

分析师：马玉丹 胡元杰

邮箱：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)

网址：www.lhratings.com

2. **PPP项目收益实现存在不确定性。**公司PPP项目回收周期长，后续项目经营情况及涉及的政府方财力变化情况将对公司PPP项目收益实现产生较大影响。
3. **土地整理业务持续性弱。**公司存续土地开发整理项目仅有长睦项目，回款尚不能够覆盖投入。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	20.84	13.44	13.62	19.32
资产总额(亿元)	209.14	184.89	206.53	213.08
所有者权益(亿元)	90.27	92.37	94.33	97.27
短期债务(亿元)	26.57	10.12	13.22	10.62
长期债务(亿元)	58.66	63.58	77.08	69.54
全部债务(亿元)	85.23	73.70	90.30	80.16
营业总收入(亿元)	46.74	21.58	9.90	15.17
利润总额(亿元)	2.43	1.73	2.22	2.17
EBITDA(亿元)	5.49	4.63	4.84	--
经营性净现金流(亿元)	18.26	9.35	2.20	2.80
营业利润率(%)	8.80	15.50	18.55	17.56
净资产收益率(%)	1.70	1.37	1.89	--
资产负债率(%)	56.84	50.04	54.33	54.35
全部债务资本化比率(%)	48.57	44.38	48.91	45.18
流动比率(%)	150.04	184.61	155.11	342.40
经营现金流动负债比(%)	32.86	37.02	7.28	--
现金短期债务比(倍)	0.78	1.33	1.03	1.82
EBITDA 利息倍数(倍)	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.54	15.93	18.66	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	178.00	163.69	164.16	162.80
所有者权益(亿元)	78.66	80.59	81.32	80.97
全部债务(亿元)	72.43	68.46	67.42	57.26
营业总收入(亿元)	28.28	15.57	4.74	3.16
利润总额(亿元)	0.52	0.42	1.80	0.11
资产负债率(%)	55.81	50.77	50.47	50.26
全部债务资本化比率(%)	47.94	45.93	45.33	41.42
流动比率(%)	136.03	168.20	129.39	108.09
经营现金流动负债比(%)	25.73	58.17	-4.07	--

注：1. 2018 年数据采用 2019 年报表期初数；2. 2021 年三季度财务数据未经审计；3. 已将其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/08/23	马玉丹 胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） （V3.0.201907）	阅读原文
AA ⁺	稳定	2015/04/15	张露雪 田 英 刘新泉 杜蜀萍	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	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均无版本编号

声 明

一、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。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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。

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。

杭州市城市建设发展集团有限公司

2022年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）成立于1993年。2003年6月，根据中共杭州市委〔2003〕58号文件，公司股权被划转至杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）。后经数次注资、更名及主营业务变更，截至2021年9月底，公司注册资本和实收资本均为30.20亿元，杭州城投为公司唯一股东，杭州市人民政府为公司实际控制人。

截至2021年9月底，公司本部内设计划财务部、企业发展部、投资发展部、履约管理中心、建设发展部、技术成本部等职能部门和长睦、艮山共2个指挥部，公司合并范围内拥有子公司15家。公司主营业务包括基础设施建设、房地产开发、商品销售和地下管网建设等。

截至2020年底，公司资产总额206.53亿元，所有者权益94.33亿元（含少数股东权益9.87亿元）；2020年，公司实现营业收入9.90亿元，利润总额2.22亿元。

截至2021年9月底，公司资产总额213.08亿元，所有者权益97.27亿元（含少数股东权益11.85亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入15.17亿元，利润总额2.17亿元。

公司注册地址：杭州市江干区新塘路33—35号12、13层；法定代表人：吴鉴。

二、本期中期票据概况

公司于2022年注册中期票据额度30亿元（中市协注〔2022〕MTN190号），本期计划发行2022年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模上限为10.00亿元（含），分为品种一和品种二。其中，品种一

期限为3+2年期，设置第3个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为5年期，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过10.00亿元（含）。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控，积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长5.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；

第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。

2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，

M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；

稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、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

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一

系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年,《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》”)颁布,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020 年,新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击,政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时为基础设施项目建设提供较大资金支持,城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复,2020 年底以来,地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》,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),对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,建立了地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年,国内经济下行压力加大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时,政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来,受新冠肺炎疫情影响,基建投资托底经济的作用再次凸显,国家及时出台一系列政策,适度加大基建逆周期调节的力度,明确基础设施建设投资重点方向,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时为基础设施项目建设提供较大资金支持,城投企业经营和

融资环境进一步改善。

具体来看,2020 年 3 月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月,中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度,发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月,发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》,明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设,抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项,大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月,国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》,工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面,2020 年 4 月,中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容,同时发行节奏加快,新增地方政府专项债 3.75 万亿,积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目,且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调,有助于保障地方重大项目资本金来源,缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出,支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式,运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作,强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月,中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月,财政部提出保持高压监管态势,将严禁新增隐性债务作为红线、高压线,坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月,国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》,再次

强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府

融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施

体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

杭州市财政实力很强，财政自给程度高。

“十四五”期间，杭州将实施新一轮扩大有效投资工程，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平，公司面临着良好的产业政策和投资环境。

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。

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2019—2021年，杭州市分别实现地区生产总值15373亿元、16106亿元和18109亿元，按可比价格计算，较上年分别增长6.8%、3.9%和8.5%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为333亿元、5489亿元和12287亿元，比上年增长1.8%、8.6%和8.7%，两年平均增长0.6%、5.4%和6.8%。三次产业结构由2019年的2.1:31.7:66.2调整为1.8:30.3:67.9。

2021年，杭州市固定资产投资同比增长9.0%。从产业投向看，第二产业投资增长15.3%，其中工业投资增长15.2%；第三产业投资增长8.3%。基础设施投资增长8.2%，交通投资增长13.0%。受宏观环境影响，杭州市房地产业投资热度有所下降，2021年房地产开发投资增长1.5%，其中住宅投资增长3.8%；房屋施工面积下降0.1%，新开工面积下降30.9%；竣工面积下降3.7%。同期，房屋销售方面仍维持较快增长，2021年，杭州市商品房销售面积2236万平方米，增长31.6%；商品房销售额6589亿元，增长43.4%。

根据《关于杭州市及市本级财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2019—2021年，杭州市一般公共预算收入分别为1966.0亿元、2093.39亿元和2386.59亿元，同比分别增长7.7%、6.5%和14.0%。2021年，杭州市一般公共预算收入中税收收入2233.6亿元，非税收入152.99亿元，税收占一般公共预算收入比重为93.6%，保持全国副省级城市首位。2021年，杭

州市一般公共预算支出2392.56亿元，增长15.6%；财政自给率为99.75%，财政自给程度高。

根据杭州市人民政府印发的《杭州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》（以下简称“《纲要》”），杭州市拟精准扩大有效投资，实施新一轮扩大有效投资工程，引导投资重点聚焦科技创新、生态环保、公共服务、交通、水利、能源等领域；加快“两新一重”建设，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平。《纲要》同时指出杭州市基础设施建设十大标志性项目，包括杭州萧山国际机场三期改扩建工程、湖杭铁路（含杭州西站）、铁路萧山机场站枢纽及接线工程、杭绍甬智慧高速公路（杭州段）等，计划总投资4147亿元，其中“十四五”期间计划投资1621亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年9月底，公司注册资本和实收资本均为30.20亿元，杭州城投为公司唯一股东，杭州市人民政府为公司实际控制人。

2. 规模与竞争力

公司作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，在项目获取方面具有显著优势，近年来承接了杭州市重要土地一级开发项目和其他大型PPP项目，在弱电管道建设和经营方面具有一定区域专营优势。

公司是杭州城投下属从事基础设施建设业务的核心子公司。2003年之前，公司主要职能是为杭州市政府进行的基础设施建设进行融资。2004年，公司改制后，业务涵盖城市基础设施建设、房产销售、地下管道设施建设、商品销售业务、房屋租赁、广告和停车场经营等，其中城市基础设施建设、房产销售、地下管道设施建设和商品销售业务目前是公司的主营板

块。

根据杭城资〔2004〕14号文件，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，现已拓展至强电管廊建设、电力电缆代建等业务，在地下弱电管道建设方面具有一定垄断优势。截至2021年9月底，子公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“管道公司”）在杭州市铺设的弱电管道孔公里长度22505.23公里。基建板块方面，公司近年来承接了较多杭州市大型基础设施项目，包括长睦大型居住区土地一级开发项目以及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、富阳区金桥北路市政综合管廊工程等大型PPP项目。

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，员工素质较高，能够满足公司日常经营管理需要。

截至2021年9月底，公司董事会成员7名，监事会成员5名，总经理1名。

吴鉴先生，1970年10月出生，大学本科学历，工程师；历任杭州市燃气有限公司管网建设分公司副经理；杭州市地下管道开发有限公司董事长，杭州市城市建设发展有限公司党委副书记、委员、总经理，杭州城投工程建设部部长，杭州市城市建设科学研究院院长（兼）、支部委员会委员、书记，杭州市公共交通集团有限公司董事、委员会委员、副书记，城投公交场站建设指挥部常务副总指挥（总经理职级），杭州市居住区发展中心有限公司党委书记、董事长，杭州市居住区投资建设集团有限公司党委书记、董事长；现任杭州市城市建设发展集团有限公司党委书记、董事长。

章贤春先生，1968年1月出生，大专学历；历任杭州市公共交通集团有限公司第一汽车分公司（以下简称“杭州公交一公司”）团委副书记、书记、技检科副科长、科长，杭州公交一公司主任工程师、经理办公室主任、党支部书

记，杭州公交一公司副总经理，杭州市公共交通集团有限公司副总经理、党委委员、董事、副总经理；现任公司党委副书记、董事、总经理。

截至2021年9月底，公司员工合计416人，从岗位分布看，管理岗位员工占11.79%，非管理岗位员工占88.21%；从教育程度来看，硕士及以上学历员工占7.69%，本科学历员工占73.32%，专科及以下学历的员工占18.99%；从年龄来看，30岁以下员工占25.24%，31岁到40岁员工占44.95%，41岁到50岁员工占24.04%，51岁以上员工占5.77%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：3301000000078977），截至2022年3月31日，公司本部近三年无关注类和不良类信贷记录。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年4月15日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善；管理制度较为规范，能够满足公司的日常经营需要。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《国有企业监事会暂行条例》及国有资产管理等有关规定，建立并完善了法人治理结构。

公司不设股东会，由杭州城投行使出资人职权。

公司设董事会，董事会由7人组成，其中职工董事1人，由公司职工代表大会民主选举产生；其他董事6人，由出资人委派和更换。

董事会设董事长 1 人，由出资人在委派的董事中指定。董事每届任期 3 年，任期届满可连选连任。

公司设监事会，监事会由 5 人组成，其中职工监事 2 人，由职工代表大会选举产生；其他监事由出资人委派。监事会设主席 1 人，由出资人在委派的监事中指定。监事每届任期 3 年，任期届满，可以连任。

公司设总经理 1 名，由出资人推荐，董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。公司设副总经理若干名，总工程师 1 名，由董事会根据出资人推荐聘任或解聘。总经理对董事会负责，副总经理、总工程师协助总经理工作，对总经理负责。

2. 管理体制

公司职能部门设置较为合理，各司其职。为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度，从资产管理、投资决策、财务管理等方面加强管理。

财务管理方面，公司制定了《全面预算管理办法》《资金管理办法》《财务会计制度》《经济合同管理制度》等管理制度，在担保、资金成本等方面制定了具体管理细则。

投资管理方面，公司制定了具体的《投资管理办法》《参股企业决议管理办法》《资产管理办法》等办法，保证对外投资效率、规范子公司管理及实现国有资产保值增值。

工程管理方面，公司制定了《工程项目管理办法》《工程竣（交）工结算管理办法》，有利于工程项目建设高效保质推进。

此外，公司在安全管理、党群管理、行政管理等方面均制定了较为完善的管理办法。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要开展城市基础设施和地下管道设施建设、房地产销售、商品销售、房屋租赁等业务。近年来，受建材贸易收入下降、土地出让减少及房地产业务模式转变等影响，公司主营业务收入快速下降，毛利率有所上升。

2018—2020年，公司主营业务收入大幅下降，年均复合下降54.82%，主要系房地产收入和工程收入下降所致。2018—2020年，公司工程项目收入主要包括管道建设及土地出让收入，年均复合下降59.96%，主要系土地出让收入减少所致。随着公司逐步调整房地产业务经营策略，从自主开发转向合作开发，公司房地产收入快速下降，年均复合下降88.15%。2018—2020年，公司商品及使用权转让收入不断下降，年均复合下降37.58%，系公司控制贸易规模，商品销售收入下降所致；同期，公司租赁业务快速增长，年均复合增长42.89%。

毛利率方面，2018—2020年，公司工程项目毛利率快速上升，系土地出让毛利率提升所致；房地产销售毛利率大幅波动，系项目销售进入尾声，以零星房产及停车位销售为主，利润波动较大。2018—2020年，公司商品及使用权转让业务毛利率波动上升，2020年大幅提升至7.27%，主要系地下管道设施使用权转让毛利率上升所致；同期，因收入增长而成本相对固定，租赁业务毛利率不断提升。2018—2020年，公司主营业务综合毛利率不断提升。

2021年1—9月，公司主营业务收入为14.32亿元，仍主要来源于商品及使用权转让、工程项目和租赁收入；综合毛利率较2020年全年水平下降7.07个百分点至16.85%。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品及使用权转让	9.42	20.71	3.32	8.58	41.77	1.22	3.67	39.48	7.27	2.23	15.57	6.26
工程项目	19.27	42.38	6.01	9.13	44.42	10.67	3.09	33.32	27.83	10.29	71.87	13.06

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁收入	0.96	2.12	31.98	1.47	7.14	38.35	1.96	21.17	42.62	1.54	10.73	50.27
管理咨询服务	0.14	0.31	100.00	0.74	3.62	89.30	0.34	3.70	50.82	0.20	1.37	65.60
房产销售	15.68	34.47	14.32	0.63	3.04	51.29	0.22	2.33	37.84	0.07	0.47	42.98
合计	45.47	100.00	9.17	20.55	100.00	12.78	9.28	100.00	23.92	14.32	100.00	16.85

注：工程项目收入包括土地出让、市政项目回购及管道建设收入
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理、公司提供

2. 业务经营分析

(1) 城市基础设施建设

公司土地整理业务持续性弱，自建回购业务回款较好，委托代建管理费收入规模有限；公司 PPP 项目投资接近尾声，后续投资压力不大，未来收益实现情况值得关注。

土地开发整理

公司土地一级整理开发业务由公司本部负责，目前在建项目为长睦项目。根据公司与杭州土地储备中心（以下简称“杭州土储中心”）签订的土地整理委托协议，此业务模式为：①杭州土储中心负责整理地块用地等指标的落实，并负责用地计划及手续的审批；②公司负责长睦居住区内的土地征地、拆迁和安置补偿工作，所需资金全部由公司负责筹措和支付；③土地整理完成后，交由土储中心进行“招、拍、挂”等流程，完成土地出让；④在长睦项目建设期间，公司以当年实际回款金额加上当年产生的代建管理费（按当年实际开发建设支出的 5%计提）确认收入并结转成本；⑤长睦项目竣工结算后，杭州市财政局按项目实际成本加按 5%计提的代建管理费与此前收入确认金额相比多退少补。

根据测算，长睦项目计划总投资 70.70 亿元，预计实现土地出让总收入 68.06 亿元，计划于 2022 年 12 月完工。截至 2021 年 9 月底，长睦项目已累计投资 67.28 亿元，累计收到土地出让金返还 64.78 亿元。公司目前无其他拟实施土地一级开发项目。

总体来看，长睦项目已接近尾声，公司回款仍不能覆盖已投资金额，根据委托协议杭州市财政局待整个项目竣工结算后按实际成本支出多退少补。

市政项目建设

公司市政项目建设业务由公司本部、子公司管道公司以及下属项目公司承担。公司市政建设项目采用自建回购和委托代建两种模式进行。

自建回购模式下，公司与委托方签订协议，公司作为项目主体负责前期投融资建设，待项目竣工后交付委托方，经验收合格，委托方按照审计结果确认金额并按照协议分期支付回购款。公司自建回购项目包括富阳公园路延伸东段道路项目（以下简称“富阳项目”）和余杭 15 省道至临安 02 省道连接线改建工程（临安段）第六标段项目（以下简称“余临连接线改建工程”），均已完工并进入回购期。富阳项目和余临连接线改建工程项目总回购额分别为 6.34 亿元和 3.44 亿元，截至 2021 年 9 月底，累计确认收入分别为 5.66 亿元和 3.50 亿元，累计收到回购款分别为 4.50 亿元和 3.44 亿元，回款效率尚可。

委托代建模式下，公司与杭州城投签订委托建设协议，行使工程管理职能，主要负责项目指挥、现场管理等任务。公司根据协议规定的投资金额和管理费率每年收取代建管理费，不承担项目融资职能。针对不同项目，公司与杭州城投协商确定委托代建管理费，代建管理费按年收取，确认方式按照项目总投资额以固定管理费率或双方约定金额确认。2018—2020 年，公司分别实现代建管理费 7573.35 万元、4312.56 万元和 3020.38 万元。

截至 2021 年 9 月底，公司在建的委托代建项目包括艮山路地下综合管廊工程和东湖立交桥工程，项目计划总投资 43.15 亿元，已完成投资 44.75 亿元，项目建设资金主要由业主方

拨付，公司筹资压力不大。

截至 2021 年 9 月底，公司拟建委托代建项目为浙江省中医院富阳院区，计划总投资 19.30 亿元，资金由公司自筹，其中资本金比例 20%。

PPP 项目

自 2018 年以来，公司依托自身经验、股东背景优势，作为社会资本方参与浙江省 PPP 项

目建设。公司承接 PPP 项目主要为综合管廊、城际道路工程等基础设施建设项目，区域覆盖杭州市富阳区、温州市开化市、衢州市等地。截至 2021 年 9 月底，公司承接的 PPP 项目有 4 个，项目均采用 BOT 模式，均已入国家财政部 PPP 项目库。

表 4 截至 2021 年 9 月底公司在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	政府出资方	项目建设期	项目运营期	资本金情况	SPV 中公司持股比例	回报机制	已投资额
富阳区金桥北路市政综合管廊工程	13.83	杭州富阳城市建设投资集团有限公司	3 年	20 年	20.00%	60.00%	可行性缺口补助	14.51
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	31.68	杭州富阳交通发展投资集团有限公司	3 年	20 年	20.00%	50.00%	政府付费	32.62
S333（49 省道）永嘉桥下至桥头段改建工程和上瓠公路至 S223 省道连接线（水门路）工程 PPP 项目	22.96	--	3.5 年	12 年	20.00%	80.00%	可行性缺口补助	19.53
351 国道龙游横山至开化华埠段公路工程（开化段）	15.66	开化县基础设施投资基金有限公司	3 年	12 年	4.50 亿元	51.11%	可行性缺口补助	17.33
小计	84.13	--	--	--	--	--	--	83.99

注：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 项目的 SPV 公司未并表，其他已并表
资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月底，公司 PPP 项目总投资 84.13 亿元，已完成投资 83.99 亿元，未来投资压力较小。

（2）房地产开发

2019 年以来，公司自主投资房地产项目以尾盘销售为主，收入明显下降；参股项目投资收益对利润形成有力补充。

公司房地产开发业务模式包括自主投资以及合作开发两种。2019 年以来，公司逐步转变房地产业务经营策略，由自主投资转向参股合作开发模式。2018—2020 年，公司自主投资房地产项目以尾盘销售为主，房地产收入快速下降。截至 2021 年 9 月底，公司在售项目为云阳大厦项目，计划总投资 6.33 亿元，已完成投资 5.47 亿元，可售面积 2.71 万平方米，规模不大；公司无其他在建房地产项目，亦无用于商品房开发的储备用地。

合作开发方面，以公司本部为经营主体与经验丰富的房地产开发商成立合资公司的方式

共同开发，公司作为参股方分享投资收益。2018—2020 年，公司实现房地产开发项目投资收益 92.21 万元、-653.50 万元和 1.34 亿元，2020 年主要来源于富阳中庆润泽院项目现金分红。截至 2021 年 9 月底，公司参股房地产项目共 5 个，累计出资 2.38 亿元，累计实现投资收益 2.89 亿元。

（3）地下管道建设

近年来，公司管道设施建设业务收入保持增长，后续业务规模受杭州市整体弱电管线布局规划影响较大。

公司地下管道设施建设业务（以下简称“管道业务”）由子公司管道公司负责，其中一部分为弱电管线建设收入（计入主营业务一工程收入），另一部分为管线建设完成后出售经营权实现的转让收入（计入主营业务一使用权转让收入），业务规模受杭州市整体弱电管线布局规划影响较大。

经营模式方面，弱电管道建设收入来自于指挥部道路迁改项目，在新建或扩容改建道路规划实施时，公司经过委托方委托进行弱电管线的迁建或重建，公司获取管道建设收入。随着承接管线建设量逐年增长，2018—2020年，公司管道业务收入逐年增长。

弱电管道使用权转让收入来自公司自主投资的管道使用权转让，公司通过自主投资弱电管道，在其建成后将经营使用权转让给4家电信运营商获取转让收入，公司保留弱电管线的所有权。一般来说，电信运营商受让的管道特许经营使用权在50年以上，转让收入在竣工验收后一次性收取。管道转让后，电信运营商与公司签订维护协议，由公司负责弱电管道的维护。收入确认方面，公司与电信运营商协议销售价格后，在管道竣工验收后确认使用权转让收入，同步结转管道投资成本至“营业成本”。截至2021年9月底，管道公司在杭州市道路上铺设弱电管道孔公里长度为22505.23公里。

表5 公司管道业务收入情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
管道建设收入	0.97	1.61	2.18	1.69
使用权转让收入	0.96	0.51	0.65	0.46
合计	1.93	2.12	2.83	2.15

资料来源：公司提供

（4）商品销售

公司商品销售以建材贸易为主，利润水平很低。近年来，公司控制贸易规模，商品销售业务收入大幅下降。

公司商品销售业务主要为建材贸易业务，主要由公司本部承担，贸易货种主要为钢材、电解铜和锌锭等，其中钢材主要供给杭州城投系统内房地产项目或其承建的市政工程项目。

经营模式方面，公司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，一部分建材转售给城投系统内各公司，一部分销售给系统外部客户。结算方式方面，公司采购和销售的结

算方式主要为现金结算或者银行承兑汇票结算，与采购商的结算周期为2周，对系统内部的钢材销售结算账期在1~6月不等，对系统外部的大宗商品销售账期相对较短。

2018—2020年，公司商品销售业务收入大幅下降，2020年，公司实现商品销售业务收入3.01亿元，同比下降约60%，系公司控制建材贸易规模所致。

表6 公司商品销售业务数据（单位：吨、万元）

2018年			
产品	采购量(销售量)	采购含税金额	销售含税金额
系统外	15565.92	82147.31	82187.75
系统内	25617.8	11555.83	13136.63
合计	41183.71	93703.14	95324.38
2019年			
产品	采购量(销售量)	采购含税金额	销售含税金额
系统外	109360.45	71902.86	72202.29
系统内	54987.66	20104.06	20517.09
合计	164348.11	92006.92	92719.38
2020年			
产品	采购量(销售量)	采购含税金额	销售含税金额
系统外	6769.3	30220.82	30250.2
系统内	8023.36	3209.94	3225.99
合计	14792.66	33430.76	33476.19

资料来源：公司提供

（5）租赁

公司租赁业务收入主要来源于融资租赁及本部住宅商铺出租等，近年来收入保持快速增长，毛利率水平较高。

融资租赁业务方面，公司于2013年9月取得中华人民共和国商务部和国家税务总局审批的融资租赁业务相关资质，业务模式以直租、转租、回租为主，主要投资方向为基础设施投资建设、公共事业服务类、节能环保类项目。2018—2020年，公司融资租赁业务收入分别实现0.51亿元、0.92亿元和1.29亿元。截至2021年9月底，公司融资租赁业务本金余额为17.03亿元。

公司拥有部分住宅和商铺房产、写字楼，住宅大多来源于政府划拨，商铺多是公司房地产开发项目留存，截至2021年9月底，公司可用于对外租赁的建筑面积7.92万平方米。

3. 未来发展

“十四五”时期，公司将聚焦以投融资为引擎的“一大两新”发展战略，形成三大主营业务板块：“一大”即以投资为引擎、融资为保障，城市开发建设运营一体化发展的大投资板块，“两新”中之一是指以通信智慧为核心，布局数字基础设施、工程建设及产品服务的创新基建板块，之二是指以融资租赁为核心，拓展多元化金融投资业务的创新金融板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年度合并财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2018 年度财务报表进行了审计，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2019—2020 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年三季度财务数据未经审计。2019 年，公司对上一年度重要会计差错进行了更正，并追溯调整了报表期初数据，本报告所述公司 2018 年度财务数据相应采用 2019 年度

追溯调整后的期初数据。

截至 2021 年 9 月底，公司有纳入合并范围的子公司 15 家。公司合并范围变化方面，2019 年，公司合并范围内减少 1 家子公司，系杭州中庆房地产发展有限公司（以下简称“中庆房地产”）少数股东增持后，控股股东变更，不再纳入公司合并范围；2020 年，公司合并范围减少 1 家子公司，系收回投资并注销所致；2021 年 1—9 月，公司合并范围新增 1 家子公司，系新设成立，减少 1 家子公司，系注销。整体看，2019 年公司合并范围变动对财务数据的可比性有一定影响，下文分析以 2020 年数据为主。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模有所波动，其中城建托管资产、固定资产及 PPP 项目投资形成的合同资产占比大。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2018—2020 年底，公司资产规模波动下降，年均复合下降 0.63%。2020 年底，公司资产总额较上年底增长 11.70%，主要系在建工程增长所致。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	83.37	39.86	46.64	25.23	46.82	22.67	86.31	40.51
货币资金	20.29	9.65	13.37	7.23	13.03	6.31	18.50	8.68
其他应收款	10.48	4.98	9.87	5.34	5.81	2.81	4.58	2.15
存货	20.51	9.81	8.06	4.36	10.95	5.30	11.05	5.18
一年内到期的非流动资产	9.56	4.57	11.60	6.27	12.06	5.84	12.10	5.68
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	35.86	16.83
非流动资产	125.77	60.14	138.25	74.77	159.71	77.33	126.76	59.49
长期应收款	15.33	7.33	8.51	4.60	10.69	5.18	7.48	3.51
固定资产	30.57	14.62	29.71	16.07	29.65	14.36	28.93	13.58
在建工程	5.61	2.68	13.79	7.46	27.71	13.42	2.47	1.16
其他非流动资产	61.85	29.57	67.35	36.42	75.27	36.45	71.38	33.50
资产总额	209.14	100.00	184.89	100.00	206.53	100.00	213.08	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018—2020 年底，公司货币资金持续下降，年均复合下降 19.85%。2020 年底，公司货币资

金中受限资金 92.61 万元，主要为履约保证金，受限比例低。

2020 年底，公司其他应收款较上年底下降 41.13%，系参股公司归还拆借资金所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款项 3.83 亿元，账龄主要分布在 1 年以内及 2~3 年；公司其他应收款前五单位占其他应收款余额的 72.28%，主要应收对象为关联企业及杭州市财政局，集中度较高；公司对其他应收款计提坏账准备共 0.22 亿元。

表 8 2020 年底公司其他应收款余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

欠款单位	余额	款项性质	占比
杭州越祥房地产有限公司	1.47	资金拆借本金	31.86
杭州辰祥房地产有限公司	1.07	资金拆借本金	23.17
杭州市城市建设投资集团有限公司	0.32	代垫费用	6.92
杭州市财政局	0.29	代垫费用	6.40
杭州市公路管理局	0.18	代垫费用	3.93
合计	3.33	--	72.28

注：杭州越祥房地产有限公司、杭州辰祥房地产有限公司和杭州富阳城发项目管理有限公司为公司持股公司
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年底，公司存货波动下降。2019 年底，公司存货较上年底下降 60.71%，主要系杭州中庆房地产发展有限公司不再纳入公司合并范围导致开发产品、开发成本大幅下降，同时代建项目成本结转所致。2020 年底，公司存货较上年底增长 35.92%，主要系代建项目增长所致。2020 年底，公司存货主要由代建项目、工程施工、开发成本和开发产品构成，占比分别为 24.20%、23.44%、35.29%和 13.89%，其中代建项目为长睦项目成本，工程施工为管道建设项目，开发成本和开发产品为房地产项目投入成本。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动资产持续增长，年均复合增长 12.30%。2020 年底，公司一年内到期的非流动资产均为一年内到期的应收融资租赁款（长期应收款）。

2018—2020 年底，公司长期应收款波动下降，年均复合下降 16.48%。2020 年底，公司长期应收款主要为融资租赁款 10.49 亿元，公司对其计提减值准备 0.14 亿元。

2018—2020 年底，公司固定资产变化不大；2020 年底，公司固定资产主要由道路资产（25.25 亿元）和房屋建筑物（4.33 亿元）构成，其中道路资产为根据杭城资〔2003〕140 号文，由杭州市财政局拨付给公司的道路项目，自 2002 年开始按 50 年计提折旧。

2018—2020 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 122.32%，主要系管廊项目和 PPP 项目投入增加所致。

2018—2020 年底，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 10.32%；主要为各年度收到上级拨付用于供水、排水、燃气、公交等城建项目的资金形成的城建托管资产。2020 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 11.77%，主要系投资理财增加所致。

2021 年 9 月底，公司资产总额较上年底增长 3.17%；根据新会计准则，公司将在建工程中 PPP 项目成本调整至合同资产计量，账面价值 35.86 亿元，受此影响，公司流动资产占比明显提升，非流动资产占比降至 59.49%。

2021 年 9 月底，公司受限资产 5.46 亿元，主要为用于质押的长期应收款（融资租赁款）；受限资产占总资产比重为 2.56%，受限比例低。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益小幅增长，稳定性较好；债务规模有所波动，以长期债务为主，整体债务负担一般，2022 年公司面临一定债券集中兑付压力。

所有者权益

2018—2020 年底，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长 2.23%。2020 年底，公司所有者权益 94.33 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占 89.54%，少数股东权益占 10.46%。在归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 32.01%、40.73%和 14.84%；公司实收资本和资本公积均较上年底保持稳定，分别为 30.20 亿元和 38.42 亿元。

2021年9月底，公司所有者权益为97.27亿元，较2020年底增长3.12%，系少数股东权益增加。

负债

2018—2020年底，公司负债规模波动下降，

年均复合下降2.85%，流动负债占比逐步下降，负债结构不断优化。2020年底，公司负债总额较上年底增长21.27%，主要来自长期借款的增加。公司负债以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	55.56	46.74	25.27	27.31	30.18	26.90	25.21	21.77
短期借款	12.02	10.11	6.74	7.28	8.54	7.61	6.14	5.30
预收款项	16.17	13.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.29	0.25
其他应付款	9.07	7.63	9.73	10.52	10.68	9.52	8.36	7.22
其他非流动负债	9.99	8.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
非流动负债	63.31	53.26	67.26	72.69	82.01	73.10	90.59	78.23
长期借款	2.40	2.02	4.36	4.71	19.74	17.60	25.14	21.71
应付债券	29.76	25.03	34.84	37.65	34.92	31.12	34.16	29.50
长期应付款	24.67	20.76	22.09	23.88	21.47	19.14	9.57	8.26
递延收益	1.27	1.07	0.56	0.60	0.68	0.60	16.52	14.26
其他非流动负债	5.15	4.33	5.15	5.57	5.15	4.59	5.15	4.45
负债总额	118.87	100.00	92.52	100.00	112.20	100.00	115.80	100.00

注：2019年底，公司预收款项及其他非流动负债减少系中庆房地产不再纳入报表合并范围所致；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018—2020年底，公司短期借款有所波动，年均复合下降15.74%。2020年底，公司短期借款较上年底增长26.63%，主要为信用借款8.50亿元（年加权平均资金成本3.82%）。

2018—2020年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长8.53%。2020年底，公司其他应付款较上年底增长9.75%，主要系代收款项增长。

2018—2020年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长。2020年底，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款1.92亿元、一年内到期的长期应付款2.76亿元。

2018—2020年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长186.98%。2020年底，公司长期借款中质押借款18.96亿元（长期应收款质押），剩余为少量抵押借款和保证借款；公司长期借款资金成本区间3.97~5.00%。

2018—2020年底，公司应付债券持续增长，年均复合增长8.33%。2020年底，公司应付债券较上年底变化不大。

表10 2020年底公司应付债券情况

（单位：年、%、亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	票面利率	债券余额
17 杭城建 MTN001	2017/7/13	5	4.75	7.96
17 杭城建 MTN002	2017/8/7	5	4.90	6.97
15 杭城建 MTN001	2015/7/14	7	4.90	5.00
15 杭城建 MTN002	2015/10/13	7	4.39	5.00
19 杭城建	2019/9/20	5	3.80	5.00
16 杭州城建 MTN001	2016/9/5	7	3.35	4.99
合计	--	--	--	34.92

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018—2020年底，公司长期应付款持续下降，年均复合下降6.71%。2020年底，公司长期应付款主要为政府专项债券。本报告将长期应付款中政府专项债计入长期债务计算。

2018—2020 年底，公司其他非流动负债均为 5.15 亿元，系财政拨款入的城建资金。

2021 年 9 月底，公司负债总额较上年底增长 3.21%，负债结构变动不大。非流动负责中递延收益大幅增至 16.52 亿元，系置换政府债务由长期应付款调整至递延收益以及收到有关管廊项目财政补贴所致，其他负债科目较上年底变化不大。

有息债务方面，2018—2020 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 2.96%。2021 年 9 月底，公司全部债务 80.16 亿元，较上年底下降 11.22%，主要系政府债务置换所致。债务结构方面，短期债务占 13.25%，长期债务占 86.75%，较上年底变化不大。

从债务指标来看，2018—2020 年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率持续上升。2021 年 9 月底，公司资产负债率较上年底基本持平，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降。整体看，公司债务负担一般。

表 11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 9 月底
短期债务	26.57	10.12	13.22	10.62
长期债务	58.66	63.58	77.08	69.54
全部债务	85.23	73.70	90.30	80.16
资产负债率	56.84	50.04	54.33	54.35
全部债务资本化比率	48.57	44.38	48.91	45.18
长期债务资本化比率	39.39	40.77	44.97	41.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

公司有息债务到期分布方面，2022—2024 年，公司需偿还有息债务规模分别为 28.85 亿元、8.82 亿元和 8.57 亿元，2022 年到期规模相对集中，主要系存续债券到期。

4. 盈利能力

近年来，受建材贸易收入下降、土地出让减少及房地产业务模式转变等综合影响，公司收入规模大幅下降，主营业务盈利能力较弱，投资收益是公司利润的重要来源。

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 53.97%；营业成本持续下降，年均复合下降 57.98%。2020 年，公司实现营业收入 9.90 亿元，同比下降 54.10%，主要系土地出让收入及大宗商品贸易收入下降所致；同期，公司营业成本同比下降 59.62%，营业利润率为 18.55%，同比提高 3.05 个百分点。

从期间费用看，2018—2020 年，公司期间费用持续下降，年均复合下降 8.24%。2020 年，公司期间费用 3.11 亿元，同比下降 4.41%，以管理费用和财务费用为主。其中，财务费用为 1.14 亿元，同比下降 20.66%，系费用化的利息支出下降所致。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 7.89%、15.06%和 31.37%，主要系营业收入下降，期间费用占比相对提升。

非经常性损益方面，2018—2020 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 67.34%；2020 年，公司实现投资收益 4.22 亿元，同比增长 371.88%，主要系处置杭州银行股份有限公司股权以及收到房地产合作开发项目现金分红获得的投资收益。

2018—2020 年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 4.47%。2020 年，公司利润总额 2.22 亿元，同比增长 28.51%，投资收益对利润贡献大。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率持续下降，净资产收益率波动上升。

表 12 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业收入	46.74	21.58	9.90	15.17
投资收益	1.51	0.89	4.22	1.00
利润总额	2.43	1.73	2.22	2.17
营业利润率	8.80	15.50	18.55	17.56
总资产收益率	1.99	1.70	1.60	--
净资产收益率	1.70	1.37	1.89	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 15.17 亿元，营业利润率为 17.56%，利润总额 2.17 亿元。

5. 现金流

近年来，公司收现质量高，经营活动现金均呈现净流入状态，但规模大幅下降；受理财产品投资和 PPP 项目投入影响，投资活动现金持续净流出；公司筹资活动现金流净额波动较大。目前公司在建和拟建项目后续投资规模不大，筹资压力一般。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金持续净流入，但规模大幅下降。公司经营活动现金流入主要为工程项目回款、商品销售等主营业务款项流入以及与政府机构、地方国企的往来款项；流出以购买商品、接受劳务支出为主，支付其他与经营活动有关的现金主要是工程项目投入和购买理财支出。2020 年，公司经营活动现金净流入 2.20 亿元；其中，经营活动现金流入及流出同比均明显下降，主要受大宗商品贸易业务规模收缩以及往来款收支减少所致；同期，公司现金收入比为 113.59%，同比下降 40.40 个百分点，仍保持在良好水平。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	49.17	52.80	19.19	26.54
经营活动现金流出小计	30.92	43.44	16.99	23.73
经营活动现金流量净额	18.26	9.35	2.20	2.80
投资活动现金流入小计	35.44	27.32	30.19	21.41
投资活动现金流出小计	48.50	29.67	47.70	20.50
投资活动现金流量净额	-13.05	-2.35	-17.51	0.91
筹资活动现金流入小计	74.61	28.68	30.65	16.00
筹资活动现金流出小计	72.29	42.65	15.63	14.24
筹资活动现金流量净额	2.32	-13.97	15.02	1.76
现金收入比	88.98	153.99	113.59	140.37

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从投资活动看，2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。其中，公司收回投资收到的现金主要为理财产品收回，收到其他与投资活动有关的现金主要系收回参控股公司往来款；随着公司 PPP 项目的集中建设投资，公司购建固定资产、在建工程等支出快速增长，公司投资支付现金主要为理财投资和对联营及合营企业的投资，支付其他与投资活动有关的现金主要是委贷投资和往来款。2020 年，公司投

资活动现金流入 30.19 亿元，同比增长 10.51%，其中收回投资收到的现金 9.03 亿元，为收回理财产品收到的现金，取得投资收益收到的现金 4.47 亿元，主要为处置股权资产收到现金以及参股房地产项目获得现金分红；同期，公司投资活动现金流出 47.70 亿元，同比增长 60.75%，主要系对 PPP 项目投入。2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金净额大幅波动。2020 年，公司筹资活动现金流入 30.65 亿元，以取得借款收到的现金为主；筹资活动现金流出 15.63 亿元，同比下降 63.36%，主要系偿还债务本息支出下降。2018—2020 年，公司筹资活动现金流净额波动较大。

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为 2.80 亿元，投资活动现金流量净额 0.91 亿元，筹资活动现金流量净额 1.76 亿元。

6. 偿债能力指标

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标一般。间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

表 14 公司偿债能力情况（单位：%、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率	150.04	184.61	155.11	342.40
速动比率	113.12	152.72	118.82	298.58
现金短期债务比	0.78	1.33	1.03	1.82
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA	15.54	15.93	18.66	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率、速动比率、现金短期债务比均波动增长。截至 2021 年 9 月底，因将 PPP 成本由在建工程调整至合同资产，公司流动资产大幅增长，流动比率与速动比率较 2020 年底均明显提升，同时，公司现金短期债务比为 1.82 倍。公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看, 2018—2020年, 公司EBITDA波动下降; 公司EBITDA利息倍数波动增长, EBITDA对利息的覆盖程度较高; 全部债务/EBITDA持续增长, EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看, 公司长期偿债能力指标一般。

截至 2021 年 9 月底, 公司共获得银行授信额度 134.45 亿元, 已使用 34.04 亿元, 尚有 100.41 亿元未使用, 公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 9 月底, 公司对外担保余额 12.33 亿元, 担保比率为 12.67%, 被担保企业包括杭州城投、杭州建工集团有限责任公司、杭州诚寓实业有限公司、杭州越祥房地产有限公司和杭州辰祥房地产有限公司, 担保对象全部为杭州市属国资企业, 经营正常, 公司代偿风险相对可控。

7. 母公司财务分析

母公司对子公司管控力度较强, 整体债务负担一般。

截至 2020 年底, 母公司资产总额 164.16 亿元, 较上年底变化不大。其中, 流动资产 29.70 亿元(占 18.09%), 主要由货币资金、其他应收款和存货构成; 非流动资产 134.47 亿元(占 81.91%), 主要由其他非流动资产、长期股权投资和固定资产构成。

截至 2020 年底, 母公司所有者权益为 81.32 亿元, 较上年底增长 0.90%。其中, 实收资本和资本公积分别为 30.02 亿元和 38.42 亿元, 母公司权益稳定性强。

截至 2020 年底, 母公司负债总额 82.85 亿元, 较上年底下降 0.31%。其中, 流动负债占 27.71%, 非流动负债占 72.29%。母公司 2020 年资产负债率为 50.47%, 较 2019 年略有下降。

2020 年, 母公司实现营业收入 4.74 亿元, 利润总额为 1.80 亿元, 主要来源于投资收益。

截至 2021 年 9 月底, 母公司资产总额 162.80 亿元, 所有者权益为 80.97 亿元, 负债总额 81.83 亿元; 母公司资产负债率 50.26%; 全部债务 57.26 亿元, 全部债务资本化比率

41.42%; 现金短期债务比为 1.35 倍。2021 年 1—9 月, 母公司营业收入 3.16 亿元, 利润总额 0.11 亿元, 投资收益 0.86 亿元。

九、外部支持

公司作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体, 获得了杭州市政府在债务置换、政府补贴、资产划拨等方面的有力支持。

自成立以来, 公司多次收到杭州市政府划拨的停车场资源、房屋资产和多处广告位经营权。截至 2021 年 9 月底, 公司收到划拨资产中可用于对外租赁的建筑面积 7.92 万平方米, 覆盖商铺、住宅等, 包括 9 个停车场, 杭州市区 25 条人行地下通道附属 412 块灯箱等经营发布权。

公司将收到的各类项目建设或公用事业经营补助确认为递延收益, 截至 2020 年底, 公司递延收益中政府补助金额 0.68 亿元。根据国发〔2014〕43 号文及财政部相关要求, 杭州市财政局已完成对公司涉及地方政府债务的清理核实工作, 2020 年底, 公司债务中包含 18.30 亿元应付政府专项债券。为了妥善处理历史遗留的城市建设债务问题, 2020 年 11 月, 经杭州市财政局研究决定, 自 2021 年 1 月起, 原公司债务中 2018 年省政府一般债券(三期)及 2018 年省政府专项债券(九期)本金合计 12.87 亿元及后续利息, 由杭州市本级财政承担。相应地, 2021 年三季度, 公司将原计入长期应付款中的上述政府债务余额调整至递延收益科目核算; 此外, 公司收到备塘、艮山管廊项目财政补贴 3.42 亿元, 增加递延收益。截至 2021 年 9 月底, 公司递延收益账面价值 16.52 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模不超过 10.00 亿元(含), 以发行上限 10.00 亿元计算(下同),

分别占2021年9月底公司长期债务和全部债务的14.38%和12.47%。

以2021年9月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由54.35%、45.18%和41.69%上升至56.97%、48.10%和44.99%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以2021年9月底债务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司经营活动现金流入和EBITDA对发行后长期债务的覆盖能力较弱。考虑到本期中期票据全部用于偿还还有息债务，上述指标对长期债务的覆盖能力将高于测算值。

表 15 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年 9 月底
发行后长期债务*（亿元）	79.54
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.24
经营现金净流量/发行后长期债务（倍）	0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	16.43

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额；经营现金流入、经营现金净流量和EBITDA采用2020年数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

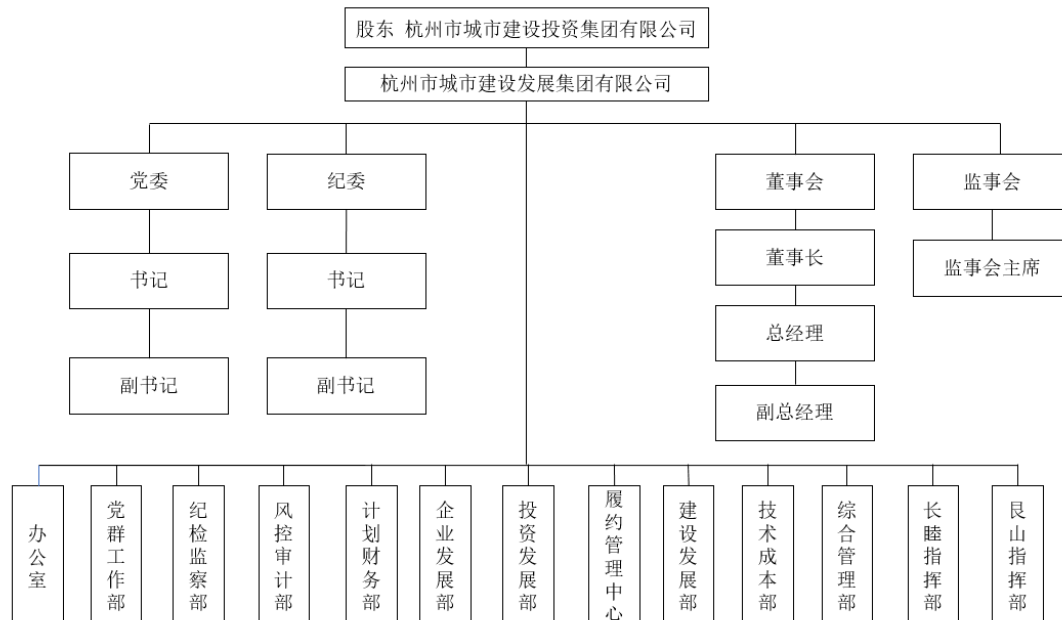
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

企业名称	级次	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的表 决权 (%)	取得 方式
杭州城发资产经营管理有限公司	2	广告房地产业	300.00	100.00	100.00	投资设立
杭州城发置业发展有限公司	2	房地产开发	17000.00	100.00	100.00	投资设立
杭州市地下管道开发有限公司	2	公用事业	25000.00	56.00	56.00	投资设立
杭州临安城市管网建设开发有限公司	3	公共设施服务业	2000.00	51.00	51.00	投资设立
杭州富阳地下管道开发有限公司	3	公用事业	2000.00	51.00	51.00	投资设立
杭州大江东城市资源开发有限公司	3	公用事业	2000.00	50.00	50.00	投资设立
杭州临安长西投资建设管理有限公司	3	公用事业	1000.00	70.00	70.00	投资设立
建德城发建设发展有限公司	2	公共设施服务业	1000.00	51.20	51.20	投资设立
杭州城投租赁有限公司	2	租赁	17000.00	100.00	100.00	投资设立
杭州余杭交通发展有限公司	2	公共设施服务业	5000.00	50.00	50.00	投资设立
杭州富阳城发建设发展有限公司	2	公共设施服务业	10000.00	60.00	60.00	投资设立
温州城发二航建设发展有限公司	2	公共设施服务业	15000.00	80.00	80.00	投资设立
衢州城发交通建设发展有限公司	2	公共设施服务业	45000.00	51.11	51.11	投资设立
杭州城享商业发展有限公司	2	房地产开发	20000.00	65.00	65.00	投资设立
杭州富阳城发建设管理有限责任公司	2	公共设施服务业	5000.00	60.00	60.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.84	13.44	13.62	19.32
资产总额（亿元）	209.14	184.89	206.53	213.08
所有者权益（亿元）	90.27	92.37	94.33	97.27
短期债务（亿元）	26.57	10.12	13.22	10.62
长期债务（亿元）	58.66	63.58	77.08	69.54
全部债务（亿元）	85.23	73.70	90.30	80.16
营业收入（亿元）	46.74	21.58	9.90	15.17
利润总额（亿元）	2.43	1.73	2.22	2.17
EBITDA（亿元）	5.49	4.63	4.84	--
经营性净现金流（亿元）	18.26	9.35	2.20	2.80
财务指标				
销售债权周转次数（次）	30.06	10.86	5.68	--
存货周转次数（次）	1.24	1.27	0.77	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.11	0.05	--
现金收入比（%）	88.98	153.99	113.59	140.37
营业利润率（%）	8.80	15.50	18.55	17.56
总资本收益率（%）	1.99	1.70	1.60	--
净资产收益率（%）	1.70	1.37	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	39.39	40.77	44.97	41.69
全部债务资本化比率（%）	48.57	44.38	48.91	45.18
资产负债率（%）	56.84	50.04	54.33	54.35
流动比率（%）	150.04	184.61	155.11	342.40
速动比率（%）	113.12	152.72	118.82	298.58
经营现金流动负债比（%）	32.86	37.02	7.28	--
现金短期债务比（倍）	0.78	1.33	1.03	1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	15.93	18.66	--

注：1. 2018 年数据采用 2019 年报表期初数；2. 2021 年三季度财务数据未经审计；3. 已将其其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	14.80	7.63	4.78	10.37
资产总额 (亿元)	178.00	163.69	164.16	162.80
所有者权益 (亿元)	78.66	80.59	81.32	80.97
短期债务 (亿元)	15.17	9.24	11.21	7.70
长期债务 (亿元)	57.26	59.22	56.21	49.56
全部债务 (亿元)	72.43	68.46	67.42	57.26
营业收入 (亿元)	28.28	15.57	4.74	3.16
利润总额 (亿元)	0.52	0.42	1.80	0.11
EBITDA (亿元)	4.25	3.74	5.10	--
经营性净现金流 (亿元)	9.93	12.39	-0.93	14.19
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	26.75	13.21	4.56	--
存货周转次数 (次)	2.13	4.15	1.41	--
总资产周转次数 (次)	0.16	0.09	0.03	--
现金收入比 (%)	76.98	118.13	91.94	128.52
营业利润率 (%)	0.59	11.52	15.34	25.34
总资本收益率 (%)	2.12	1.74	2.31	--
净资产收益率 (%)	0.64	0.53	1.97	--
长期债务资本化比率 (%)	42.13	42.36	40.87	37.97
全部债务资本化比率 (%)	47.94	45.93	45.33	41.42
资产负债率 (%)	55.81	50.77	50.47	50.26
流动比率 (%)	136.03	168.20	129.39	108.09
速动比率 (%)	123.34	160.28	112.75	88.69
经营现金流动负债比 (%)	25.73	58.17	-4.07	--
现金短期债务比 (倍)	0.98	0.83	0.43	1.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.35	1.36	2.34	--
全部债务/EBITDA (倍)	17.04	18.31	13.22	--

注：1. 2018 年数据采用 2019 年报表期初数；2. 2021 年三季度财务数据未经审计；3. 已将其其他应付款、其他非流动负债和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 4 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/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	营业利润/营业收入净额 ×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/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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 杭州市城市建设发展集团有限公司 2022 年度第一期中期票据的 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。

杭州市城市建设发展集团有限公司（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。