

信用等级公告

联合[2015] 1909 号

联合资信评估有限公司通过对杭州市城市建设发展有限公司及其拟发行的 2015 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

杭州市城市建设发展有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

杭州市城市建设发展有限公司

2015 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



杭州市城市建设发展有限公司

2015 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 5+2 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次兑付本金
及最后一期利息

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2015 年 8 月 27 日

评级观点

杭州市城市建设发展有限公司(以下简称“公司”)为杭州市城市建设投资集团有限公司的重要子公司。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对其评级反映了公司在经营环境、业务垄断性及外部支持等方面的显著优势。同时联合资信也关注到, 公司片区整理开发支出较大、资产流动性较弱, 以及房地产行业景气度下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

杭州市整体经济实力和财政实力的持续增强, 为公司部分城建债务的偿还提供持续的资金支持, 公司未来以土地开发整理和代建业务为主的经营模式将进一步突出其城市运营商地位, 将继续支撑公司的信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营现金流入量对本期中期票据保障程度较好。基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 杭州市经济稳步增长、财政实力较强, 公司发展外部环境良好。
2. 作为杭州市基础设施建设经营主体之一, 公司持续得到政府财政补贴、资产划拨、基建贷款本息拨付等方面的有力支持。
3. 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, 拥有地下管网建设和经营的特许经营权。
4. 公司经营现金流入量对本期中期票据保障程度较好。

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	159.73	158.79	173.30	181.27
所有者权益(亿元)	53.86	55.57	79.09	88.58
长期债务(亿元)	63.88	49.31	45.16	40.76
全部债务(亿元)	79.28	73.53	77.42	69.96
营业收入(亿元)	12.79	14.26	10.22	2.03
利润总额(亿元)	2.29	2.33	1.61	0.52
EBITDA(亿元)	4.33	4.13	3.85	--
经营性净现金流(亿元)	7.15	5.57	3.59	-2.55
营业利润率(%)	14.37	15.34	16.65	30.07
净资产收益率(%)	3.36	2.99	1.78	--
资产负债率(%)	66.28	65.00	54.36	51.13
全部债务资本化比率(%)	59.55	56.96	49.46	44.13
流动比率(%)	268.94	172.93	159.20	154.82
全部债务/EBITDA(倍)	18.30	17.80	20.11	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.87	0.83	0.77	--

注: 公司 2015 年上半年财务数据未经审计; 计算短期债务、全部债务以及相关指标过程中, 已将其他应付款中的有息部分纳入短期债务、全部债务中核算。

分析师

张庆扬 王 妍

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

关注

1. 公司对片区进行一级土地开发，所需资金均由公司垫付，前期资金需求大。
2. 公司资产中政府拨付的财政资金形成的托管资产占比较高，资产流动性弱。
3. 目前房地产开发和土地一级开发业务是公司核心收入板块，受房地产行业景气度下降等因素影响，未来收入的实现具有一定不确定性。

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）与杭州市城市建设发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与杭州市城市建设发展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、联合资信与评估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发展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发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、杭州市城市建设发展有限公司 2015 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

杭州市城市建设发展有限公司（以下简称“杭州发展”或“公司”）前身为成立于 1993 年的杭州市城市建设发展公司，系经杭州市城乡建设委员会杭建组发（1993）216 号文批准组建的实行企业化管理的全民所有制事业单位，隶属于杭州市建设委员会归口管理，初始注册资本 2000 万元，主要职能是为杭州城市基础设施建设筹融资；2000 年 8 月，根据杭州市财政局杭财基（2000）字 511 号文，杭州市城市建设发展公司注册资本增加至 30.2 亿元；2003 年 6 月根据中共杭州市委（2003）58 号文，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”），成为其全资子公司。2004 年 11 月，根据杭政函[2004]159 号文，杭州市城市建设发展公司改制为国有独资企业，并更改为现名，注册资本 30.2 亿元，公司主营业务变更为城建资源性开发、实业投资等。截至 2014 年底，公司注册资本 30.2 亿元。

经营范围：经营出资人授权范围内的国有资产；房地产开发、经营；市政项目建设、管理、咨询；停车设施的技术开发；批发零售：建筑材料、金属材料、五金交电、装饰材料、机电设备、百货、工艺美术品、包装材料、羊毛、纸张。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有 12 家全资、控股子公司。公司目前下设办公室、投资发展部、计划财务部、人力资源部、审计效能部、建设管理部 and 综合管理部共 7 个职能部门。

截至 2014 年底，公司资产总额 173.30 亿元，所有者权益合计 79.09 亿元（含少数股东权益 5.14 亿元）；2014 年公司实现营业收入 10.22 亿元，利润总额 1.61 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 181.27 亿元，所有者权益合计 88.58 亿元（含少数股东权益 5.13 亿元）；2015 年 1~6 月公司实现营业收入 2.03 亿元，利润总额 0.52 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：杨波。

二、本期中期票据概况

公司于 2015 年注册 10 亿元中期票据，2015 年度第一期 5 亿元中期票据已于 2015 年 7 月发行，本次拟发行 5 亿元（以下称“本期中期票据”），两期中期票据期限均为 5+2 年，采用固定利率，在第 5 年末附加公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，公司有权在本期中期票据存续期内的第 5 年末决定是否上调本期中期票据后 2 年的票面利率，上调幅度为 0 至 100 个基点（含本数）。

本期中期票据募集资金拟全部用来偿还公司尚未到期的 5 亿元银行借款。本期中期票据的偿还方式为：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键

之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

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 年及

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放松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

（1）行业现状

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产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。

2014年中国房地产市场步入调整期，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。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更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。各地则因时因地灵活调整，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 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 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%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。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%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，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 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支

持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

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。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 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

2015 年 3 月 30 日，由中国人民银行、住房城乡建设部、中国银行业监督管理委员会联合下发的通知（以下简称“330 新政”）对居民购买二套房首付比例进行了调整。330 新政指出，拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，购买二套房最低首付款比例调整为不低于 40%；公积金贷款买首套房最低首付款比例为 20%，公积金贷款买二套房，已结清一套购房贷款的，最低首付款比例为 30%。330 新政及降准等政策对房地产市场需求的带动效果明显，4 月单月销售面积、销售额同比转降为增，新开工、到位资金同比降幅收窄，但开发投资增速加快回落，企业投资信心仍显不

足。

总体看,2014年以来,由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响,全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下,宏观调控政策导向促房地产市场化转型,深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年,连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及330新政等,使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足,因此市场难以呈现爆发式增长。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. 区域经济发展

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。

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心,是长江三角洲中心城市之一,也是国家历史文化名城和重要的风景旅游城市。杭州市经济一直保持快速发展,全市生产总值连续18年实现两位数增长。

根据2014年杭州市国民经济和社会发展统计公报数据,2014年杭州市实现地区生产总值9201.16亿元,比上年增长8.2%。其中第一产业增加值274.36亿元,第二产业增加值3858.9亿元,第三产业增加值5067.9亿元,分别增长1.8%、8.1%和8.5%。三次产业结构由上年的3.1:42.6:54.3调整为2014年的3.0:41.9:55.1。

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,2014年,杭州市全年完成固定资产投资4952.70亿元,比上年增长16.2%。其中全年完成基础设施投资1005.53亿元,增长18%。从产业投向看,第一产业投资19.07亿元,增长127.0%;第二产业投资915.25亿元,增长0.3%,其中工业投资913.4亿元,增长0.3%;第三产业投资4018.38亿元,增长20.2%。

2014年,杭州市全市完成房地产开发投资2301.08亿元,比上年增长24.2%。房屋施工面积10504.80万平方米,增长12.6%;竣工面积1501.64万平方米,增长28.1%。全年商品房销售面积1121.13万平方米,下降1.6%,其中住宅销售950.73万平方米,下降1.9%。杭州市人均收入远远超出全国平均水平。收入水平的提高,提升了区域内居民对生活环境和品质的要求,从而带动了对城市基础设施建设和公用事业的更多、更高需求。

杭州城市竞争力的持续提升,将为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。

4. 区域经济未来发展规划

根据《杭州市十二五规划纲要》,“十二五”期间,杭州市地区生产总值年均增长目标10%,到2015年,全市地区生产总值达到1万亿元;在产业结构调整方面,形成具有杭州特色的“3+1”现代产业体系,到2015年,全市服务业增加值占地区生产总值比重达到54%左右,形成以服务业为主的产业结构;在统筹城乡发展方面,城市国际化全面提升,中心城市的辐射力、带动力明显增强。城市化水平达到74%,市区与五县(市)一体化发展新模式基本建立,区域整体发展水平显著提高。

在具体经营模式方面,2007年杭州市政府发布的“杭政【2007】2号”文件《杭州市人民政府关于加快市政公用行业市场化进程的实施意见》指出,在经营方式方面,杭州市鼓励社会资本(包括境外资本)投资市政公用行业,采取独资、合资、合作、股份制、BOT(建设—

运营—转让)、TOT(转让—运营—转让)等多种形式,实现投资主体或经营主体的多元化;市政管理方面,杭州市建立市政公用行业准入制度,通过招标采购等方式,经营好市政公用设施使用权、冠名权、广告权、收费权、租用权等资产;政策支持方面,杭州市要建立和完善财政补助、补偿机制。市政、城市绿化、环卫等公共设施养护、维护的费用,按照实际成本定额核算,列入当地政府的财政预算,依据合同拨付;树立“政府购买服务”的理念,根据社会公众利益的需要,研究建立公共财政对市政公用企业进行适当补偿的机制。

总体看,在杭州经济持续快速增长、居民收入快速提升、城市化进程不断加速以及城市未来规划扩大实施等有利形势下,杭州市基础设施和公用事业建设具有良好的发展前景。

5. 区域财政实力

公司作为杭州市基础设施投资和建设运营的实体,地方政府的财政实力在一定程度上影响着公司的经营发展。

2008~2014年,杭州市GDP总量持续快速增长,财政收入也保持同步增长。近几年,杭州市财政收入持续上升。2014年,杭州市地方财力持续增强,全年完成财政总收入1920.11亿元,比上年增长10.7%,其中地方一般公共预算收入1027.32亿元,增长8.7%。

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。杭州市地方财政收入的快速增长为杭州市基础设施建设提供了可靠的资金支持和保障。

五、基础素质分析

1. 产权结构

截至2015年6月底,公司注册资本为人民币30.2亿元,杭州城投持有公司100%股权。杭州市国有资产监督管理委员会对杭州城投直接控股100%,为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是杭州城投下属企业中注册资本最大的子公司。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,累计筹措资金近200亿元,帮助完成了多项市政工程,为杭州市城市建设的快速发展提供了保证。

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,现已拓展至强电管廊建设、电力电缆代建等业务,在地下强、弱电管道建设方面具有一定垄断优势。

近年来,公司积极参与土地一级开发业务,所负责的长睦大型居住区、建德梅城新城农村住房改造的土地一级开发项目均顺利推进。

3. 人员素质

公司董事长杨波先生,本科学历,高级工程师,曾担任杭州国益路桥经营管理有限公司总经理助理、杭州市城市建设投资集团有限公司部门经理,2013年4月起担任公司董事长。

公司总经理吴鉴先生,大专学历。曾担任杭州管道煤气公司副经理、杭州市燃气(集团)有限公司管网建设分公司副经理,2004年调至公司历任总经理助理、副总经理,2013年3月起担任公司总经理。

截至2015年6月底,公司员工合计204人,从文化素质来看,拥有本科及以上学历的员工占75.00%,拥有大专学历的员工占16.67%,高中及以下学历的员工占8.33%;从年龄来看,30岁以下的占51.96%,30岁到50岁的员工占41.67%,50岁以上员工占6.37%。

4. 政府支持

2003年之前,公司承担杭州市较多基础设施建设项目的融资职能(杭州城投成立后由其承担),这部分项目建设资金大多通过银行贷款筹集,借款本息的归还均由政府按年度实际偿还时间进行拨付。2012~2014年,政府分别拨付

公司城建项目还本付息资金8.43亿元、1.00亿元和8.32亿元，均按公司实际偿还时间进行拨付，公司将其计入“其它非流动负债”科目，冲减长期借款，但不在公司利润表上反映。截至2014年底，公司已上报杭州市财政局各类政府债务41.44亿元，目前尚处于甄别审计阶段，因自2014年10月起各地政府开始清理存量债务，上述债务余额能否全额获批存在一定不确定性。

根据杭州市建设委员会、杭州市财政局杭建计【2011】218号文，2013年公司收到濮家及景芳地下公共停车库建设资金0.07亿元，计入“其他非流动负债”科目。同时，由于会计政策变更，公司将该部分资金从“其他非流动负债”转入“递延收益”科目。

2005年公司发行总额为10亿元的企业债券，存续期10年，专项用于杭州市钱塘江西桥工程、杭州市德胜快速路工程和杭州市天然气利用工程项目建设。根据2005年府办简复第[18997]号文件(《杭州市人民政府公文处理简复单》)，在债券存续期间(2005.06~2015.06)杭州市财政每年补贴公司1.51亿元(其中一般补贴1亿元，贴息补贴0.51亿元)。该笔款项每年均落实到位，均计入营业外收入。

表1 公司获得财政资金支持情况(单位: 万元)

	2012年	2013年	2014年	2015年 1~6月
债券发行本金补贴	10000	10000	10000	0
债券贴息补贴	5100	5100	5100	2700
城建项目贷款本息资金支持	84300	10000	83237	93043.94
停车库建设补贴	3020	771	0	0
合计	102420	25871	98337	95743.94

资料来源: 公司提供

2012~2015年6月，公司分别收到杭州市财政局资金补贴10.24亿元、2.59亿元、9.83亿元和9.57亿元，会计处理上，除2015年1~6月有8亿元的城建项目贷款本息资金支持计入“收到其他与筹资活动有关的现金”，其余各期款项均计入“收到其他与经营活动有关的现金”科目。

公司作为杭州城投最大的下属子公司，为鼓励公司发展片区土地一级开发业务，杭州城投对公司部分银行借款进行担保。

总体看，公司高层管理人员具有多年行业经历，管理经验丰富，员工文化素质较高，年龄结构合理，能够满足公司日常经营管理需要；杭州市政府和股东对公司支持力度较大，且持续性良好。

六、管理分析

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，建立和完善法人治理结构。

公司设董事会，作为公司的权力机构，由5名董事组成，其中职工董事1人，由公司职工代表大会民主选举产生。董事会在出资人授权范围内经营管理国有资产，行使相关权利。董事会吸收外部专家组成战略委员会、审计委员会、薪酬考核委员会和预算委员会，为重大专业问题的决策提供参考和支持。

公司设总经理、副总经理、总工程师为公司经营层，负责执行董事会的各项决议。公司高层管理人员均由股东杭州城投任命。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。

公司监事会由5人组成，其中职工监事2人，由职工代表大会选举产生；其它监事由出资人委派。监事会设主席1人，由出资人在委派的监事中指定。监事会以召开监事会会议的方式议事，负责检查公司财务、经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产运营等情况，并对高层管理人员的行为进行监督。

2. 管理水平

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《财务制度》《工程款支付、结算管理办法》、《成本管理办法》、《内部审计制度》等一整套管理制度，对公司各项财务工作进行规范。公司本部设财务部，并通过委派财务总监及财务经理对下属子公司的财务工作进行监管。公司审计效能部对各部门及控股子公司的一切财务收支、经济效益进行内部审计监督，独立行使内部审计职权，对公司董事会负责并报告工作，在业务上同时受股东审计机构的领导和杭州市审计局的监督。

投资管理方面，公司制订并执行了《投资管理办法》。公司董事会下设投资评审小组，由公司经营层组成，投资金额50万元以下的由投资评审小组决定，50万元以上重大决策的由股东决定。公司投资发展部是投资活动的职能部门，负责组织拟定公司发展战略和年度投资计划，组织公司投资项目的策划、论证、实施、监管，并负责对投资项目进行效益评估；公司财务部是投资的财务管理部门，负责对投资项目进行融资，并对投资活动进行全面完整的财务记录。

资产管理方面，公司制定了《房产经营管理规定》、《房屋维修、收费及流转实施细则》，由投资经营部负责对公司的各类房产、车库进行租赁、经营、管理和日常维修工作。

总体看，公司法人治理结构相对完善；管理制度较为规范，能够满足公司的日常经营需要。

七、公司经营

1. 经营概况

自成立之初，公司主营业务是为杭州城市基础设施建设筹融资，此部分资金在公司“长期借款”中反映，公司将政府拨付的偿债资金记在“其他非流动负债——拨入专项资金”（2015年1~6月，公司会计处理发生变更，将政府拨付的偿债资金计入“资本公积”），建成后的市政

项目计入“其他非流动资产——拨出专项资金”和“资本公积”（由政府批准）科目。公司其他非流动资产为政府托管资产，该等托管资产对应的城建项目资金除由财政拨付以外，其他资金由公司代为筹措融资，相应的融资费用与财政拨付款一并计入“其他非流动资产”科目核算。全部托管资产在相关手续未办妥前，暂不另作账务处理。

经杭州城投批准，2012年公司对自2004年1月1日至2011年12月31日期间拨付的城建项目的融资利息28.67亿元进行清算并同时冲减“其他非流动负债”和“其他非流动资产”，并从2012年1月1日起该类款项按年清算，预计于2018年底清算完毕。2013年度清算融资利息金额为1.22亿元，2014年度清算融资利息金额为0.97亿元。（其他非流动负债-拨入专项资金科目减少0.97亿元）。

2004年，公司由事业单位改制企业单位后，集中拓展地下管线等城建资源性业务，并不断投资实业，培养新的收入、利润增长点。目前公司现有业务涵盖了代建业务、房地产开发、市政建设、地下管道设施建设、房屋租赁、广告和停车场经营等，其中房地产开发、代建业务和地下管道设施建设是公司主营板块。

2012~2014年，公司主营业务收入呈波动下降趋势，2014年公司实现主营业务收入10.18亿元，较2013年减少4.02亿元，主要由于公司城市基础设施建设板块及住宅销售板块收入均有不同幅度下降所致；其中由于长睦项目土地收入减少导致城市基础设施建设收入大幅度减少；同时，公司住宅销售板块收入下降，一方面是受现有房产（润泽大院）受房地产销售行情不景气影响，另一方面是公司现有房地产项目（城发云景城项目）因两期建设原因暂不具备结算收入条件，预计于2015年底二期项目完工后结转收入。此外，公司其他业务收入大幅增长，主要由于新增1.23亿商品销售收入（建材贸易业务）所致。从构成来看，公司基础设施建设和房地产业务收入占主营业务收入的比

重分别由2013年的73.70%和18.50%下降至58.59%和14.81%。

2015年1~6月，公司实现主营业务收入1.52

亿元，主要系部分城市基础设施建设业务与地下管道设施建设暂未确认收入，将于年底一次性确认所致。

表2 公司2012~2015年6月主营业务收入、成本和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年			2015年1~6月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
城市基础设施建设	5.69	5.53	2.81	10.47	10.33	1.27	5.96	5.60	6.14	0.41	0.40	3.66
住宅销售	5.97	3.95	33.71	2.38	0.56	76.45	1.27	0.12	90.59	0.09	0.04	55.56
商业用房销售	0.05	0.02	66.06	0.24	0.08	66.06	0.24	0.08	66.43	0.29	0.26	10.34
地下管道设施建设	0.66	0.57	14.92	0.70	0.52	26.61	0.67	0.51	24.18	0.00	0.00	0.00
其它业务	0.32	0.14	55.96	0.40	0.19	51.82	2.04	1.57	22.85	0.73	0.60	17.81
合计	12.69	10.21	19.57	14.20	11.69	17.70	10.18	7.88	22.61	1.52	1.30	14.80

资料来源：公司提供

毛利率方面，近年来，公司住宅销售业务毛利率波动较大，2014年为90.59%，主要由于收入与成本在期限上不匹配，成本比较稳定，销售价格往往随市场波动而起伏较大所致。2014年收入主要来源于绍兴润泽大院项目的排屋和二期，在成本基本不变的情况下，售价较一期的普通住宅有大幅度上涨所致；公司2014代建业务毛利率有所增长，主要由于公司根据谨慎性原则，在政府未对长睦土地整理进行清算前，仅按政府文件按照当年投资额的5%确认毛利润，使得2014年毛利润较高，但同年土地收入较少所致。2015年1~6月，由于公司将部分土地增值税计入成本，导致当期住宅销售和商业用房销售毛利率有较大幅度下降。

2. 公司经营

(1) 代建业务

公司代建业务分为两部分：一是电力电缆建设代建，主要由管道公司承建；二是土地一级整理开发，主要由公司本部负责。2014年，公司代建业务项目收入合计4.79亿元。

由于管道公司丰富的地下管道建设经验，技术优势明显，近几年地下管道代建业务增多。目前公司承接的代建项目包括浙大紫金港小区电力“上改下”项目、湘湖电缆“上改下”项

目、紫之隧道项目和工业企业搬迁项目，其中浙大紫金港小区电力“上改下”项目和湘湖电缆“上改下”项目总投资4.8亿元；紫之隧道项目预计总投资额为45.50亿元。结算方式上，项目业主按施工进度直接将工程款划拨至施工单位（投资额不在现金流量表中体现），公司按投资额的2%~2.5%收取代建管理费，此部分收入较少，截至2014年底，以上项目累计收到代建费用2851万元。

土地一级开发方面，公司目前区域开发项目主要为长睦大型居住区土地整理项目。

长睦大型居住区土地整理项目

2005年，公司与杭州土地储备中心签订土地整理委托协议，由公司负责长睦大型居住区的土地整理开发及部分配套设施建设工作。按照合作协议，长睦项目所有投资由公司通过银行借款（股东杭州城投为部分借款提供担保）等方式自行筹措，土地整理完成后进行招拍挂，财政局先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%返回给公司股东杭州城投，杭州城投全额返给公司（杭州市财政待整个项目竣工结算后按实际成本支出多退少补），以补充公司营运资金，公司按开发建设成本的5%计提管理费用。据测算，长睦项目土地开发总成本约为69.23亿元，公司预计长睦项

目代建管理费 2.28 亿元。截至 2015 年 6 月底该项目已累计投资 55.82 亿元，公司累计收到土地出让金返还 34.72 亿元。2015~2017 年，公司预计长睦项目投资额 15.03 亿元。

表 3 长睦项目公司投资情况（单位：万元）

费用类别	截至 2015 年 6 月底累计发生额	2014 年发生额	2015 年 1~6 月发生额
土地征用	74645.45	--	--
农居拆迁安置费	70257.73	--	--
企业拆迁安置费	100848.55	--	--
配套建设	2258.27	43.87	--
前期费用	15301.59	936.39	1269.24
建筑安装工程费	115075.77	19430.68	5817.36
其中包含:预付工程款	1688.91	--	--
财务费用净支出	121572.86	17804.37	8787.28
其他费用	58248.26	3340.60	268.08
其中:①支付余杭区块	35336.00	--	--
②5%代建管理费	20571.96	1904.42	--
合 计	558208.47	41555.91	16141.96

资料来源：公司提供

公司将项目投资额计入存货科目中，确认代建费时计入营业收入，并结转存货计入成本。未来随着土地整理的逐步完成，公司拟对部分土地摘牌自行开发房地产。

联合资信注意到，公司土地一级整理开发和代建业务投资金额均较大，需通过外部融资进行垫资，但债务偿还和代建收入的实现受杭州土地出让市场影响较大，随着房地产调控政策的持续严厉，包括杭州在内的大多数省、市的土地出让收入均有所波动，公司此部分垫资能否按时收回存在一定不确定性。

（2）市政建造

公司市政建造业务全部以 BT 形式承建，主要由管道公司和杭州建德城发建设发展有限公司负责。目前，主要在建项目为建德梅城新城农村住房改造安置房 A 区块 BT 项目和富阳公园路延伸东段道路 BT 项目。

2008 年，管道公司与临安市建设局签订了临安大学路、万马路 BT 购项目建设合同，主要包括临安市万马路北延和临安大学路两个项目，总投资额 9500 万元，回购金额包括工程建设费、项目管理费（工程建设费*2%）、投资基本收益（工程建设费*12%）和一定数额的资金

占用费（3-5 年基准利率上浮 40%）。建设局在项目开工建设第二年开始根据工程进度进行回购，按年度支付，2014 年底累计回款 9821 万元。2012 年，该项目收入在基础设施建设板块中反映；2013 年，该项目收入在其他业务中反映；2014 年，该项目收入在基础设施建设板块中反映。

建德梅城新城农村住房改造项目

梅城新城一期启动区块项目合作区域为 1080 亩，梅城新城农村住房改造安置房一期项目是梅城新城的核心项目之一，也是“三江两岸”建设的重要节点项目，项目总占地 120 亩。公司为执行与建德梅城镇签订的合作开发协议设立了项目公司梅城城发建设发展有限公司（以下简称“梅城城发”），其业务范围主要是梅城新城一期启动区块内的基础设施代建和梅城新城农村住房改造安置房项目的建设。公司根据合同，以当年完成的投资额的 24.45%（3%的项目管理费、12%的投资基本收益和 9.45%的资金占用费用）扣除人工工资、财务成本后确定毛利润。

建德梅城新城农村住房改造项目一期项目分 A、B 区块实施，公司主要负责 A 区地块。A 区块占地面积 65 亩，建筑面积为 7.2 万平方米，概算总投资 1.90 亿元，已于 2012 年 5 月份开工建设，至 2013 年底全部 26 幢楼主体结顶，其中 13 幢楼内墙粉刷和外墙保温及抗裂砂浆粉刷基本完成。B 区块占地面积 55 亩，建筑面积为 6.20 万平方米，项目概算总投资 1.73 亿元，目前处于前期手续办理中，因区块内拆迁问题未完全处理，用地批准书无法进件国土局，暂不启动。

截至 2015 年 6 月底，该项目累计投资 1.39 亿元，其中 2014 年投资 0.62 亿元，2015 年上半年投资 549.87 万元。项目预计 2015 年下半年进入资金回收期。

富阳公园路延伸东段道路 BT 项目

富阳公园路延伸东段道路长 2600 米、宽 45 米。其中隧道长 1990 米，宽 32 米，预计项目总投资：4.50 亿元。该项目实施 BT（投资+建设+移交）及施工总承包合作模式，即该项目

建设资金由公司牵头筹措并组织实施施工总承包，在竣工期满后由富阳市城投按照 BT 模式回购该项目。富阳市交通集团为富阳市城投履行该项目杭州城投方投资及回报款的支付义务承担不可撤销连带责任担保。项目预计总投资为 4.50 亿元，目前已完成施工招标，于 2014 年 12 月底开工建设。截至 2015 年 6 月底，该项目累计已投资 3484.00 万元。该项目回购期为两年，其中竣工之日、第一年末、第二年末三次等额回购，每次原则上回购 1/3。该项目预计 2017 年年底进入回购期。

(3) 房地产开发

房地产开发业务目前是公司主要的收入和利润来源，主要由中庆房地产、杭州城发置业发展有限公司（以下简称“城发置业”）、建德城发建设发展有限公司承担，具有房地产开发二级资质。近年来，公司相继开发了多个承担政府职能的保障房和经济适用房项目，均为滚动开发项目。截至2015年6月底，公司房地产主要在售项目由城发云锦城、润泽大院组成；润泽大院处于尾盘销售，截至2015年6月底，绍兴润泽大院住宅、商铺及排屋累计已签合同额15.24亿元，回笼资金15.17亿元。城发云锦城于2013年3月开始销售，尚未交付，未确认收入，由于云锦城项目分两期开发，二期尚未开工，不具备预售条件，因此短期销售比例偏低。截至2015

年6月底，城发云锦城项目一期目前累计签约493套，签约面积52268.03方（占一期可售住宅56%），签约金额53186.55万元，签约单价10175元/方，已回笼金额45783万元；车位共售出170个，已回笼车位款719.7万元。

截至2015年6月底，公司共有城发云锦城和富政储出2013-17地块处开发建设阶段。上述两个项目总投资额31.60亿元，截至2015年6月底已投入资金合计25.79亿元。

目前，公司正在开发的房地产项目城发云锦城项目由城发置业进行开发。云锦城项目分两期开发，一期工程已进入验收整改阶段，二期进入开工前的准备工作。该地段位于长睦地块的北部（长睦R21-03地块），公司于2009年底通过招拍挂获得，项目地价款11.02亿元，分两期开发，预计总投资额约22.00亿元、税后利润3.6亿元。截至2015年6月底，项目累计完成投资额20.19亿元；项目一期已于2013年3月预售，尚未交付，未确认收入，销售回款计入“预收账款”，不计入“营业收入”。

富阳富政项目位于富阳主城区三根桥区块，土地面积4.90万平方米，项目总建筑面积15.78亿元，计划总投资9.60亿元。截至2015年6月底已累计完成投资5.60亿元，暂无预售。因该块土地目前尚处于前期阶段，拆迁工作尚未完成，竣工时间暂未确定。

表4 截至2015年6月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	施工公司	计划总投资	截至2015年6月底累计投资	未来计划投资	
				2015年下半年	2016年
城发云锦城项目	城发置业	22.00	20.19	2.10	1.91
富政储出2013-17地块	中庆房产	9.60	5.60	0.50	2.00
合计		31.60	25.79	2.60	3.91

资料来源：公司提供

未来公司土地一二级开发整理拟配合进行，公司一级开发完毕后，公司可能自主拿地进行二级开发经营，联合资信将持续关注公司房地产业务的发展。

(4) 地下管道设施建设

子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。2012~2014年，公司分别新建地下弱电管线573孔公里、1020孔公里和695孔公里，实现地下管道设施建设收入0.65亿元、0.74亿元和0.67亿元。2015年1~6月，公司新建地下弱电管线182.82孔公里。

（5）其他业务

公司其他业务主要包括房产租赁、广告、停车场收费业务。

公司拥有部分住宅和商铺房产，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，可用于对外租赁的建筑面积1.33万平方米，2014年和2015年1~6月，公司分别实现租金收入2170.94万元和1001.77万元。

广告业务由子公司杭州通源广告发展有限公司经营，主要获准在股东杭州城投投资范围内的地上和地下空间统一进行开发、经营户外广告，以及市区基础设施冠名权的经营。公司户外广告资源主要集中于市政道路两侧，位置优越，相对其他户外广告企业而言，具有突出的经营优势，相继完成了杭州市区23条人行地下通道、步行指示牌302块，跨线桥4座以及众多广告媒体的经营发布权。2014年公司新增德胜路指示牌7块11.4m²，定安路通道灯箱184.32m²，共计新增面积195.72m²，截至2014年12月31日尚未投入运营；公司2014年共签合同590万元，同比下降1450万元；其中广告代理（含制作）合同总额约397万元，遮阳棚项目141万元，其他合同总额约52万元。2014年和2015年1~6月，公司分别实现广告业务收入1343.81万元和467.51万元。

公司拥有六个停车场：环北地下停车库、潮鸣休闲广场地下车库、中河立交（西北侧）地下停车库、大学苑停车库（杭州城投托管）、景芳公园停车库和濮家花园停车库，共有停车泊位818个。其中，环北地下停车库停车泊位198个，系杭州市第一个利用地下空间建设的

公共停车库。2013年，公司加快景芳公园、濮家花园、起重机械厂等场库建设，共建成泊位670个，其中景芳公园停车库和濮家花园停车库已于2013年7月开始投入使用；长睦新增的3个地下停车库全部开工，共计泊位477个。2014年和2015年1~6月，公司分别实现停车场收费857万元和470.39万元。

总体看，随着公司改制，其主营业务由承担政府融资职能改为城建资源性开发（包括片区土地整理开发、地下管道建设）、房地产投资等。目前房地产是公司收入和利润支撑点，但公司无土地储备，且房地产业务局限于杭州市、集中度高，目前严厉的房地产调控政策对地产市场有较大影响，行业景气度下滑，联合资信继续关注公司房地产业务的发展持续性。未来公司将继续以土地开发整理和代建业务为主，将进一步突出其城市运营商地位。

3. 未来发展规划

公司“十二五”发展规划中，确立了“一主三辅”的业务发展战略：以区域开发业务（土地整理和配套房地产开发）为主，以城市建设、资产管理和股权投资为辅，成为杭州都市圈的城市运营商。

在区域开发业务方面，公司正在投资开发长睦大型居住区、梅城新城建设、云锦城等项目。

城市建设业务方面，公司目前进行的有地下管道设施建设、电缆代建和市政建设项目，未来公司仍将努力完成紫之隧道、停车场库等建设项目，推进富阳公园路和临安BT项目的建设。

在房地产开发板块，公司目前正在开发的房地产项目主要有城发云锦城项目和富政储出2013-17地块。

资产管理业务方面，目前公司已形成一些商业地产、住宅及福利房的出租资产，未来公司拟收购参股的水平城等项目的留存房产，扩充可供出租资产。

股权投资业务方面，目前公司参股了杭州商业银行、杭州诚鼎投资管理有限公司，并参与了房产企业的股权投资：钱江水晶城项目、四川德阳项目、绍兴柯桥项目，以上参股公司和项目将扩充公司投资收益。

同时，公司还将于“十二五”期间，构建“2+X”类金融业务平台，大力发展产业基金、融资租赁等业务，积极关注和配伍商业保理、毛利融资等创新金融服务。

表 5 截至 2015 年 6 月底公司区域开发业务主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	建设时间	计划总投资	截至 2015 年 6 月底累计投资	未来三年计划投资			资金来源
				2016 年	2017 年	2018 年	
长睦土地开发	2006 年	69.23	55.82	5	4.53	0	自筹
建德梅城安置房 A	2011 年	1.9	1.39				自筹
富阳公园路延伸东段道路 BT 项目	2014 年	4.5	0.35				自筹
城发云锦城项目	2010 年	22.00	20.19	1.91			自筹
富政储出 2013-17 地块	2014 年	9.6	5.6				自筹
合计		107.23	84.44				

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资规模较大，存在一定外部融资压力。

八、财务分析

1. 财务质量与概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表由天健会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。从财务报表合并范围来看，2013 年合并范围纳入富阳市地下管道开发有限公司、富阳中庆房地产发展有限公司；2014 年公司报表合并范围无变化。总体来看，公司合并范围变化对财务报表有一定影响。

截至 2014 年底，公司资产总额 173.30 亿元，所有者权益合计 79.09 亿元（含少数股东权益 5.14 亿元）；2014 年公司实现营业收入 10.22 亿元，利润总额 1.61 亿元。

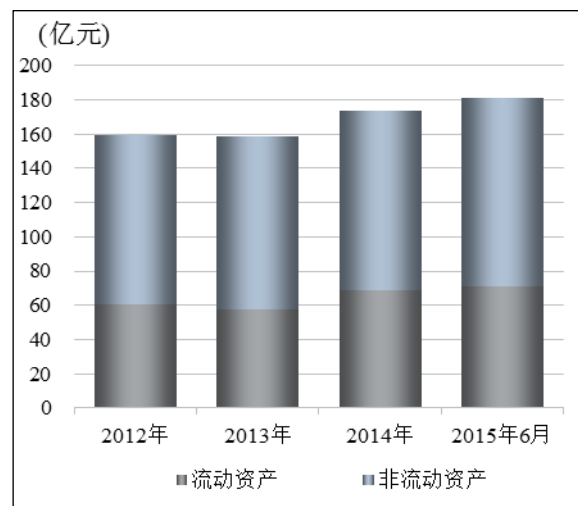
截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 181.27 亿元，所有者权益合计 88.58 亿元（含少数股东权益 5.13 亿元）；2015 年 1~6 月公司实现营业收入 2.03 亿元，利润总额 0.52 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额波动中有所

增长，年均复合增长 4.16%。截至 2014 年底，公司资产总额 173.30 亿元，较上年底增长 9.14%，主要来自货币资金和存货的增加。从资产构成来看，流动资产占比波动中有所提升，截至 2014 年底，流动资产和非流动资产分别占公司总资产的 39.87%和 60.13%，非流动资产占主要地位。

图 1 2012~2015 年 6 月公司资产结构及变动情况



资料来源：公司审计报告

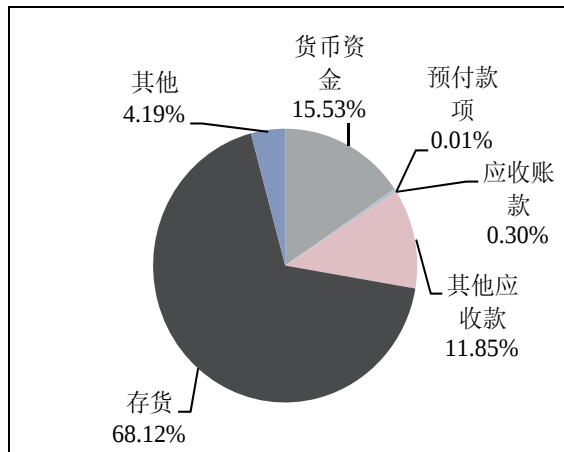
流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动中有所上升，年均复合增长 7.00%。截至 2014 年底，

公司流动资产合计 69.10 亿元，其中其他应收款占 11.85%、存货占 68.12%、货币资金占 15.53%。

2012~2014 年，公司货币资金年均下降 4.41%，2014 年底余额为 10.73 亿元，主要由银行存款（占 98.82%）构成，另有少量现金和其它货币资金；公司使用受限货币资金 0.13 亿元。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均下降 12.71%，主要由于 2013 年公司将长睦地块的代付利息转入存货所致。截至 2014 年底，公司其他应收款 8.19 亿元，主要为应收杭州嘉浩房地产开发有限公司 2.56 亿元和浙江钱江通源房地产开发有限公司 2.21 亿元房地产开发垫付款。从账龄来看，1 年以内的占 56.75%，1~2 年的占 4.25%，2~3 年的占 11.55%，3 年以上的占 27.45%。公司累计计提坏账准备 1.00 亿元。

2012~2014 年，公司存货不断增长，年均复合增长 12.45%，主要来自存量项目长睦及云锦城等项目投入的增加所致。截至 2014 年底，公司存货合计 47.07 亿元，主要由代建项目和开发成本构成，合计占比 97%以上。公司未计提存货跌价准备。

表 6 2014 年底存货主要构成情况（单位：亿元、%）

项目名称	科目	金额	占比
长睦大型居住区代建项目	代建项目	22.74	48.31
云锦城	开发成本	19.38	41.17

富政储出 2013-17 地块	开发成本	2.74	5.82
润泽大院	开发产品	0.97	2.06
淳安界首旅游教育综合体项目	开发成本	0.28	0.59
合计		46.11	97.96

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动资产 2.20 亿元，较上年底增加 1.64 亿元，主要为一年内到期的长期应收款。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产保持相对稳定。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 104.20 亿元，主要由固定资产（占 31.35%）和其它非流动资产（占 58.87%）构成。

截至 2014 年底，公司新增可供出售金融资产 1.43 亿元，主要系公司会计政策变更，将部分长期股权投资科目重分类为可供出售金融资产所致；可供出售金融资产主要为公司对杭州银行股份有限公司、杭州诚鼎创业投资合伙企业(有限合伙)及杭州长堤股权投资合伙企业(有限合伙)等企业的股权投资。

2012~2014 年，公司长期股权投资波动中有所下降，年均下降 10.22%，截至 2014 年底余额为 2.10 亿元，主要系公司对杭州嘉浩房地产开发有限公司、浙江钱江通源房地产开发有限公司等企业的股权投资。

表 7 2014 年底公司主要长期股权投资情况

（单位：亿元、%）

公司名称	余额	持股比例	占长期股权投资总额比
杭州明康置业发展有限公司	0.18	45.00	8.50
浙江钱江通源房地产开发有限公司	0.78	34.00	37.05
杭州诚鼎投资管理有限公司	0.04	40.00	1.98
杭州嘉浩房地产开发有限公司	0.99	35.00	47.23
杭州城发建设投资管理有限公司	0.01	35.00	0.48
合计	2.00		95.23

资料来源：公司审计报告

2013年底，公司长期应收款增加 2.15 亿元，具体为新增应收杭州易辰孚汽车零部件有限公司杭州市市政工程集团有限公司的融资租赁款 1.33 亿元和应收梅城新城启动区块安置房

BT 项目 0.82 亿元。2014 年底，公司长期应收款增加 3.27 亿元，具体为新增应收市政集团盾构机、杭州易辰孚特汽车公司、镇江市交通投资建设发展公司、浙江众海网络科技有限公司、芜湖市镜湖建设投资有限公司等单位的融资租赁款 2.19 亿元、应收梅城新城启动区块安置房 BT 项目 0.92 亿元以及应收富阳市公园路向东延伸工程 BT 项目 0.17 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产年均下降 1.60%，截至 2014 年底公司固定资产原值 47.77 亿元，累计计提折旧 15.01 亿元，计提减值准备 0.09 亿元，固定资产账面价值余额 32.67 亿元，其中道路资产占 92.21%（系经杭州市财政局确认，由杭州市财政局拨付及公司历年用于“四自”收费 22 条道路及国开行 12 项打捆道路项目，并根据杭州市城市建设投资集团有限公司杭城资〔2003〕140 号文，从 2002 年起按 50 年计提折旧），地下管道设施占 2.24%，房屋及建筑物占 1.66%，另有少量地下停车场、广告设施等资产。

2012~2014 年，公司在建工程年均下降 28.64%，主要由于部分停车场项目转入固定资产所致。截至 2014 年底，公司在建工程余额 0.59 亿元，由在建地下管道设施项目（占 97.69%）、停车场项目（占 1.54%）和在建广告设施（占 0.77%）构成。

2012~2014 年，公司其他非流动资产保持相对稳定。2014 年底公司其他非流动资产余额 61.34 亿元，主要由拨出专项资金（占 93.98%）构成。拨出专项资金系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》拨付的城建资金所形成的非经营性城建资产 49.09 亿元以及根据杭州市城市建设投资集团有限公司杭城资〔2003〕140 号文规定原由本公司拨付用于供水、排水、燃气、公交等城建项目的资金余额 7.42 亿元。上述全部托管资产在相关手续未办妥前，暂不另作账务处理。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 181.27

亿元，较 2014 年底增长 4.60%，主要系长短期应收账款增加所致，截至 2015 年 6 月底，公司其他应收款较 2014 年底增加 5 亿元，系公司会计系统更新导致其他应付款少抵消 6.45 亿元，实际为收回余杭城投土地款后减少 1.45 亿元；长期收款较大幅度增长系同期融资租赁业务增长所致。公司资产中，流动资产占 39.26%，非流动资产占 60.74%，资产结构较 2014 年底基本保持稳定。

总体来看，公司资产以存货、固定资产和其他非流动资产为主，资产流动性较弱；其他非流动资产占比较大，且主要系政府拨付用于城建项目资金形成的托管资产，固定资产均为道路资产，公司整体资产质量一般。

3. 负债与所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益合计年均复合增长 21.18%，主要由于 2014 年底公司资本公积大幅增加所致；2014 年底公司所有者权益合计 79.09 亿元。其中，实收资本占 38.18%，资本公积占 42.40%，盈余公积占 1.59%，未分配利润占 11.33%，少数股东权益占 6.50%；公司实收资本 30.20 亿元、资本公积 33.53 亿元，其中实收资本主要为根据 2000 年 8 月杭州市财政局杭财基【2000】字 511 号文将 1990~1999 年度杭州市财政局安排用于城市排水、供水、燃气、公交、停车库及城市“四自”综合收费道路 22 条，国开行打捆贷款道路 12 条等城市基础设施建设的财政资金 30 亿元；截至 2014 年底，公司资本公积 33.53 亿元，较 2013 年底大幅增加 22.11 亿元，主要系根据杭州市城市建设投资集团有限公司《关于杭州市城市建设发展有限公司历年财政拨款账务调整的函》，公司本期对历年财政拨入的城建资金进行清理，将历年财政拨入的财政资金 22.11 亿元（原计入“其他非流动负债”科目）计入资本公积核算。总体看，公司所有者权益稳定性较强。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 88.58 亿元，较 2014 年底增长 12.00%，主要系

2014 年公司将政府拨入的偿债资金计入资本公积，使资本公积增加 8.97 亿元所致，2013 年及以前，该项资金计入公司其他流动资产科目。

2012~2014 年，公司负债合计年均下降 5.67%，2014 年底为 94.21 亿元，其中流动负债占 46.07%，非流动负债占 53.93%。公司负债以非流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 43.41 亿元，主要由一年内到期非流动负债（占 58.84%）、短期借款（占 7.73%）、其他应付款（占 14.33%）和预收款项（占 11.70%）构成。截至 2014 年底，公司短期借款 3.36 亿元，具体为信用借款（占 31.47%）、保证借款（占 53.64%）和质押借款（占 14.89%）；其他应付款余额 6.22 亿元，较 2013 年底大幅增加 4.28 亿元，主要系杭州市土地储备中心以预拨土地款的形式通过杭州城投借给公司 3.00 亿元，2014 年及 2015 年 6 月该科目余额有息债务分别为 3.36 亿元和 3.00 亿元；同时本年公司新增关联方借款及委托贷款 0.56 亿元等所致；2012~2014 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 92.61%，主要系城发云锦城项目一期于 2013 年 3 月开始预售，2013 年预收房产销售款 2.99 亿元、2014 年预收房产销售款 3.85 亿元所致；截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 25.54 亿元，主要包括一年内到期的长期借款 13.55 亿元和一年内到期的应付债券 11.99 亿元（包括 2005 年发行的 10 亿元“05 杭城建债”和 2014 年发行的 2 亿元私募债券）。

截至 2014 年底，公司非流动负债 50.80 亿元，主要由长期借款（占 88.90%）和其它非流动负债（占 10.14%）构成。2012~2014 年，长期借款在波动中有所下降，年均下降 8.50%，截至 2014 年底为 45.16 亿元，较上年底增长 14.79%；其它非流动负债主要为财政局历年拨付专项资金，用于偿还公司为政府城建项目融资发生的银行借款本息，不需偿还，并不构成实际债务；截至 2014 年底，公司其他非流动负债 5.15 亿元，较上年底大幅下降 15.57 亿元，

主要系根据杭州市城市建设投资集团有限公司《关于杭州市城市建设发展有限公司历年财政拨款账务调整的函》，公司本期对历年财政拨入的城建资金进行清理，将历年财政拨入的财政资金 22.11 亿元计入资本公积核算，同时公司收到 8.36 亿元财政拨入的城建资金（其中 6.85 亿元计入“其他非流动负债”核算）。

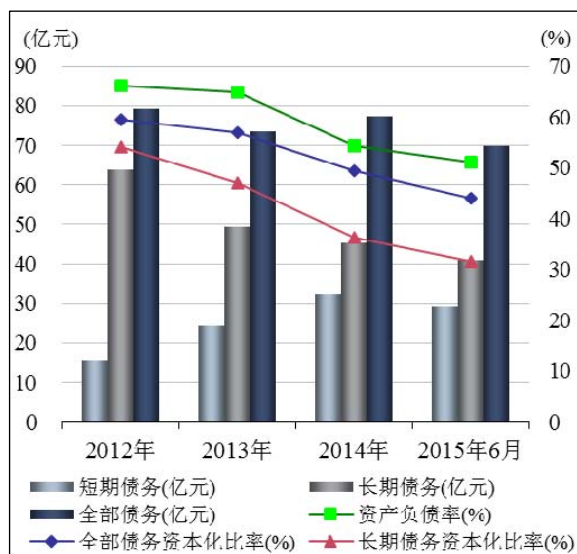
从有息债务来看，2012~2014 年，公司全部债务波动中有所下降，年均复合变动率为下降 1.18%，截至 2014 年底为 77.42 元，其中短期债务占 41.66%，长期债务占 58.34%。根据杭人大常[2000]25 号及相关文件，公司代政府融资建设的城建、市政项目发生的借款本息均由财政局承担（按照实际还本付息时间进行资金拨付），截至 2014 年底借款余额 12.50 亿元；土地开发项目形成的银行借款 18.94 亿元由政府承担偿还责任；另外根据 2005 年府办简复第[18997]号文件，杭州市政府为 10 亿元“05 杭城建债”本息偿还提供支持，债券存续期内每年拨付 1.51 亿元，能够覆盖每年利息及债券到期本金偿付需求。截至 2014 年底，公司债务中有 41.44 亿元（31.44 亿元银行借款，10 亿元公司债券）债务由政府承担偿还责任，其余的有息债务大多数由土地一、二级开发项目形成。

2012~2014 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率呈持续下降趋势，三项指标的平均值分别为 43.13%、53.73%和 59.94%，截至 2014 年底分别为 36.35%、49.46%和 54.36%。整体来看，公司债务负担一般。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 92.68 亿元，较 2014 年底下降 1.62%，其中流动负债 45.97 亿元，占负债总额的 49.60%；非流动负债 46.71 亿元，占 50.40%。截至 2015 年 6 月底，公司全部债务 69.96 亿元，较 2014 年底有所减少，系公司偿还部分流动负债后短期债务较 2014 年底有所下降。截至 2015 年 6 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 31.51%、44.13%和 51.13%，总体债务相对规

模较2014年底有所下降。

图3 2012~2015年6月底公司债务变动情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，与资产构成相匹配，整体负债水平较高，但非流动负债大多数是公司代政府融资，公司部分债务由政府承担偿还责任，公司实际债务负担尚可。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动中有所下降，三年年均复合下降10.60%；2014年公司实现营业收入10.22亿元，同比下降28.33%，主要系长睦土地整理项目的代建业务收入减少所致。同期，公司营业成本也呈下降趋势，三年年均复合下降12.06%；公司营业利润率由2013年15.34%小幅上升至16.65%。

近三年，公司期间费用波动增长，2014年为2.25亿元，主要体现为管理费用，主要是公司代政府融资建设的相关道路资产发生的折旧。由于公司将土地一、二级开发项目产生的融资利息计入项目成本，公司财务费用较低；2014年公司财务费用0.83亿元，同比大幅增长，主要系银行贷款资金成本增加，部分资产承担的财务费用停止资本化所致。另外，近三年公司投资收益在波动中有所下降，2014年为0.60亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益

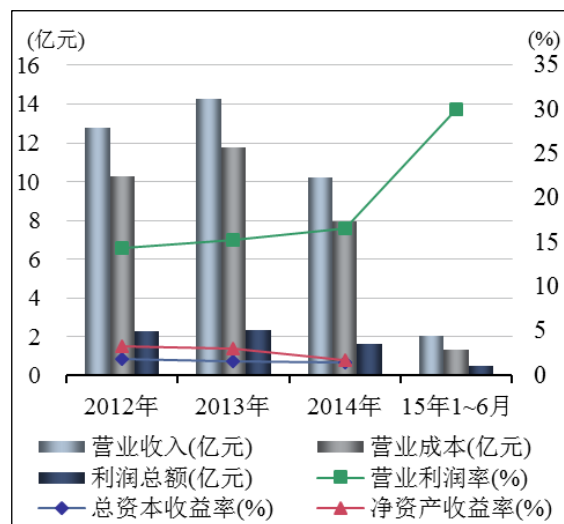
和委托贷款利息收益。2012~2014年，公司分别实现营业利润0.79亿元、0.83亿和0.05亿元；2014年公司营业利润出现下降，主要系房地产业务营业利润下降较大所致。

在营业利润规模较小的情况下，营业外收入对利润总额形成有力支撑，2014年为1.58亿元，主要系政府拨付的1.51亿元债券发行本息补贴款。2012~2014年，公司分别实现利润总额2.29亿元、2.33亿元和1.61亿元。

从盈利指标来看，2012~2014年，由于利润水平的下降，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2014年分别为1.46%和1.78%，盈利能力偏弱。

2015年1~6月，公司营业收入2.03亿元，实现利润总额0.52亿元。

图4 2012~2015年6月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司业务收入主要由房产销售及代建费收入构成，但受房地产行业景气度下降影响，公司未来收入存在一定不确定性。另外，投资收益和政府补助对公司盈利能力支撑作用较大。

5. 现金流

2012~2014年，伴随着公司经营规模的不断扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈波动上升趋势，但由于公司收入中占比较大

的房产销售收入主要采取预付款形式，公司该部分现金流入变化情况与收入变化情况匹配程度较低，2014 年为 10.79 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金主要由往来款和财政拨款（补贴收入和拨入城建资金）等构成，2014 年为 6.21 亿元，较 2013 年下降 52.73%，主要系 2014 年长睦大型居住区前期建设资金返还金额大幅下降所致；受房产收入确认和现金流入存在时滞影响，公司现金收入比波动性较大，2014 年为 105.54%。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要系长睦大型居住区代建项目、云锦城、润泽大院等项目支出款项，2014 年为 10.53 亿元；支付的其它与经营活动有关的现金主要是往来款和垫支利息，2014 年为 1.34 亿元。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.15 亿元、5.57 亿元和 3.59 亿元，公司经营活动产生的现金流量持续下降。

公司投资活动现金流入较小，三年分别为 0.41 亿元、1.89 亿元和 0.93 亿元，主要来源于收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和取得投资收益收到的现金；公司投资活动现金流出主要为购置固定资产、无形资产支付的现金和投资支付的现金；2014 年公司投资支付的现金 4.26 亿元，主要为对杭州诚鼎创业投资合伙企业(有限合伙)及杭州长堤股权投资合伙企业(有限合伙)等企业的股权投资及部分委托贷款。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.89 亿元、-0.95 亿元和 -3.54 亿元。

公司筹资活动现金流入主要来源于借款收到的现金、发行债券收到的现金和收到的其它与筹资活动有关的现金（债券贴息补贴）；2014 年公司发行债券收到的现金 2.00 亿元，具体为发行私募债券收到的现金；收到其他与筹资活动有关的现金 8.88 亿元，筹资活动现金流出主要体现为偿还债务本息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -1.48 亿元、-10.03 亿元和 4.23 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流入

7.12 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 4.70 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 2.42 亿元，主要为公司收到政府拨入的贷款利息及部分与子公司的往来款，公司经营活动产生的现金流量净额-2.55 亿元；公司投资活动产生的现金流量较小；2015 年 1~6 月，公司筹资活动现金流入 25.84 亿元，主要为取得借款收到的现金 15.73 亿元，以及“05 杭城债”本金拨入 8 亿元（计入“收到其他与筹资活动有关的现金”），筹资活动现金流出 25.30 亿元。

总体来看，近三年公司经营活动产生的现金流量持续下降；考虑到土地一、二级开发项目所需资金较多，公司未来资金需求上升，外部融资压力将有所加大。

6. 偿债能力

从短期债务指标来看，公司流动比率持续下降、速动比率波动下降，三年均值分别为 185.27%和 59.75%，2014 年底分别为 159.20%和 50.75%，2015 年 6 月底分别为 154.82%和 49.79%。近三年公司经营活动现金净流量持续下降，经营现金流动负债比分别为 31.84%、16.80%和 8.28%。总体来看，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力来看，公司 EBITDA 呈下降趋势，三年分别为 4.33 亿元、4.13 亿元和 3.85 亿元，公司全部债务/EBITDA 三年分别为 18.30 倍、17.80 倍和 20.11 倍。考虑到政府对公司在各方面的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司获得银行授信总额 115.59 亿元，已使用额度 69.96 亿元，未使用额度 45.63 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2015 年 6 月底，公司对外担保余额 22.07 亿元，担保比率为 24.91%，目前被担保企业均正常运营，考虑到被担保公司以城投系统内企业为主，公司或有负债风险一般。

表 8 截至 2015 年 6 月底公司对外担保情况
(单位: 万元)

被担保单位名称	担保金额
杭州绿能环保发电有限公司	1000.00
杭州热电集团有限公司	14500.00
杭州建工集团有限责任公司	15000.00
杭州城投租赁有限公司	72145.38
建德城发建设发展有限公司	11000.00
杭州嘉浩房地产开发有限公司	16555.00
杭州城投集团	30000.00
杭州市地下管道开发有限公司	10500.00
杭州市房地产开发集团有限公司	50000.00
合计	220700.38

资料来源: 公司提供

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告(银行版, 机构信用代码: G10330104007822203), 截至2015年8月11日, 公司无未结清的不良类和关注类信贷信息记录, 已结清的不良类和关注类贷款共计4笔。根据中国农业银行股份有限公司杭州浙大支行提供的说明, 公司该四笔贷款均为正常类贷款。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险, 以及杭州市区域及财力状况、杭州市人民政府对于公司的各项支持的综合判断, 公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司于2014年注册总额度为10亿元的中期票据, 2015年度第一期中期票据已发行额度为5亿元。公司本期中期票据发行额度为5亿元, 占2015年6月底全部债务的7.15%, 对公司现有债务负担影响较小。

截至2015年6月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.13%和44.13%。以公司2015年6月底报表财务数据为基础, 预计本期

中期票据发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至52.33%和45.84%, 公司债务负担有所加重。综合考虑公司已发行的2015年第一期中期票据5亿元, 若两期中期票据合计10亿元发行后, 上述指标将分别上升至53.69%和47.44%。考虑到募集资金全部用于偿还银行贷款, 公司实际的资产负债率和全部债务资本化比率可能低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的4.05倍、5.98倍和3.40倍; 同期, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的1.43倍、1.11倍和0.72倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

2012~2014年, 公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数分别为0.87倍、0.83倍和0.77倍, EBITDA对本期中期票据保障程度一般。

公司发行的5+2年期5亿元2015年度第一期中期票据已于2015年7月发行成功, 若该期中期票据与本期中期票据均于2015年内发行, 公司发行总额度为10亿元。2012~2014年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为两期中期票据发行总额度的2.03倍、2.99倍和1.70倍; 同期, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为两期中期票据发行总额度的0.71倍、0.56倍和0.36倍。2012~2014年, 公司EBITDA对两期中期票据发行总额度的保障倍数分别为0.43倍、0.41倍和0.38倍。总体看, 若本期中期票据与公司2015年度第一期中期票据在同一年兑付, 公司未来将面临一定的集中偿付压力。

十、结论

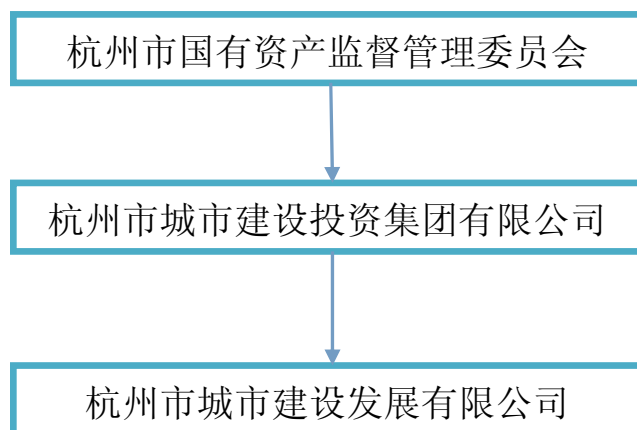
近年来, 公司着力发展城建资源性开发业务, 包括片区土地一级开发、地下管道建设等, 并涉足房地产领域, 未来区域综合开发是公司业务开展重点。公司在地下强、弱电管道业务

方面具有一定区域垄断性，该板块及相关基础设施建设业务运营稳定；土地一级开发业务持续推进，公司垫资数额较大；公司无土地储备且房地产行业景气度下降，联合资信将关注房地产开发业务的可持续性及其对公司主营业务的影响。

公司流动资产中代建和开发成本构成的存货占比较大，资产流动性较弱；公司账面负债水平较高，但考虑到杭州市财政实力较强，政府对公司部分债务提供偿债支持，公司实际债务负担适宜。总体看，公司主体信用风险很低。

公司经营现金流入量对本期中期票据保障程度较好。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.77	6.39	10.83	9.20
资产总额(亿元)	159.73	158.79	173.30	181.27
所有者权益(亿元)	53.86	55.57	79.09	88.58
短期债务(亿元)	15.40	24.22	32.25	29.21
长期债务(亿元)	63.88	49.31	45.16	40.76
全部债务(亿元)	79.28	73.53	77.42	69.96
营业收入(亿元)	12.79	14.26	10.22	2.03
利润总额(亿元)	2.29	2.33	1.61	0.52
EBITDA(亿元)	4.33	4.13	3.85	--
经营性净现金流(亿元)	7.15	5.57	3.59	-2.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.34	31.64	33.24	--
存货周转次数(次)	0.27	0.29	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.09	0.06	--
现金收入比(%)	64.24	117.50	105.54	289.47
营业利润率(%)	14.37	15.34	16.65	30.07
总资本收益率(%)	1.83	1.61	1.46	--
净资产收益率(%)	3.36	2.99	1.78	--
长期债务资本化比率(%)	54.26	47.01	36.35	31.51
全部债务资本化比率(%)	59.55	56.96	49.46	44.13
资产负债率(%)	66.28	65.00	54.36	51.13
流动比率(%)	268.94	172.93	159.20	154.82
速动比率(%)	103.07	44.31	50.75	49.79
经营现金流动负债比(%)	31.84	16.80	8.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.30	17.80	20.11	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.05	5.98	3.40	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.43	1.11	0.72	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.87	0.83	0.77	--

注：公司 2015 年 6 月份数据未经审计；

计算短期债务、全部债务以及相关指标过程中，已将其其他应付款中的有息部分纳入短期债务、全部债务中核算。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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 (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 中长期债券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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 杭州市城市建设发展有限公司 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

杭州市城市建设发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。杭州市城市建设发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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杭州市城市建设发展有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现杭州市城市建设发展有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如杭州市城市建设发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期中期票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送杭州市城市建设发展有限公司、主管部门、交易机构等。

