信用评级公告

联合〔2021〕4623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发展集团有限公司主体长期信用等级为AA^{+}，“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”和“19杭城建”的信用等级为AA^{+}，“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

杭州市城市建设发展集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
15 杭城建 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
15 杭城建 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
16 杭州城建 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 杭城建 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 杭城建 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 杭城建	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 杭城建 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/07/16
15 杭城建 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/10/14
16 杭城建 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/09/06
17 杭城建 MTN001	8.00 亿元	8.00 亿元	2022/07/17
17 杭城建 MTN002	7.00 亿元	7.00 亿元	2022/08/09
19 杭城建	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/09/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 28 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
--				--

评级观点

杭州市城市建设发展集团（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，是杭州市重要的基础设施建设主体之一，同时开展房地产开发、商品销售和地下管网建设等业务。跟踪期内，公司继续得到杭州市政府在财政补贴及债务置换等方面的大力支持。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、债券存在集中兑付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司存续债券“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”由杭州城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，杭州城投主体长期信用等级为AAA，其担保显著增强了上述债券偿付的安全性。

“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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”和“19杭城建”的信用等级为AA+，“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**跟踪期内，杭州市经济快速发展，财政实力稳步提升。2020年，杭州市实现地区生产总值16106亿元，同比增

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

分析师：马玉丹　韩晓罡

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

长3.9%；完成一般公共预算收入2093.39亿元，同比增长6.5%，财政自给率达101.15%。

2. **持续得到政府支持。**公司作为杭州市重要的基础设施建设主体之一，区域地位突出。跟踪期内持续得到政府在财政补贴及债务置换方面的大力支持。
3. **担保增信。**杭州城投对“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，能有效增强其偿付的安全性。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中城建托管资产、固定资产和在建工程占比大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
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只有长睦项目，回款尚不能够覆盖投入。
4. **存续债券到期兑付时间集中。**若“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”均于2022年到期兑付，公司2022年需偿还债券余额为25.00亿元，到期兑付相对集中。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.84	13.44	13.62	17.28
资产总额（亿元）	209.14	184.89	206.53	214.14
所有者权益（亿元）	90.27	92.37	94.33	95.09
短期债务（亿元）	26.57	10.12	13.59	13.91
长期债务（亿元）	58.66	63.58	76.75	69.82
全部债务（亿元）	85.23	73.70	90.35	83.73
营业收入（亿元）	46.74	21.58	9.90	2.44
利润总额（亿元）	2.43	1.73	2.22	0.70
EBITDA（亿元）	5.49	4.63	4.84	--
经营性净现金流（亿元）	18.26	9.35	2.20	1.27
营业利润率（%）	8.80	15.50	18.55	30.75
净资产收益率（%）	1.70	1.37	1.89	--
资产负债率（%）	56.84	50.04	54.33	55.59
全部债务资本化比率(%)	48.57	44.38	48.92	46.82
流动比率（%）	150.04	184.61	155.11	307.90
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	1.00	1.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	15.93	18.67	--
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	178.00	163.69	164.16	167.97
所有者权益（亿元）	78.66	80.59	81.32	81.43
全部债务（亿元）	72.43	68.46	67.42	55.64
营业收入（亿元）	28.28	15.57	4.74	1.33
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	51.52
全部债务资本化比率（%）	47.94	45.93	45.33	40.59
流动比率（%）	136.03	168.20	129.39	91.18
经营现金流动负债比（%）	25.73	58.17	-4.07	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2.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：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 杭城建 MTN001、15 杭城建 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/7/22	马玉丹 丁晓	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
16 杭城建 MTN001、17 杭城建 MTN001、17 杭城建 MTN002	AAA						
19 杭城建	AA+	AA+	稳定	2020/6/10	倪昕 张蔚	城市基础设施投资企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--
19 杭城建	AA+	AA+	稳定	2019/9/19	张雪 倪昕	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--
17 杭城建 MTN002	AAA	AA+	稳定	2017/07/25	杨明奇 王存	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文
17 杭城建 MTN001	AAA	AA+	稳定	2017/06/28	杨明奇 王存	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 杭城建 MTN001	AAA	AA+	稳定	2016/05/11	张庆杨 王妍 车驰 杨明奇	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
15 杭城建 MTN002	AA+	AA+	稳定	2015/08/27	张庆杨 王妍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
15 杭城建 MTN001	AA+	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、本报告引用的资料主要由杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性和完整性要求。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

杭州市城市建设发展集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）及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、主体概况

跟踪期内，公司注册资本、经营范围和股权结构均未发生变化。

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为30.20亿元，杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）持有公司100%股权，公司的实际控制人为杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州国资委”）。

截至2021年3月底，公司本部内设办公室、党群工作部、纪检监察室、风控审计部、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、综合管理部等11个职能部门，公司合并范围内拥有子公司16家。

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 3 月底，公司资产总额 214.14 亿元，所有者权益 95.09 亿元（含少数股东权益 10.14 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.44 亿元，利润总额 0.70 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：胥东。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月底，联合资信所评公司存续债券包括“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”“17杭城建MTN002”和“19杭城建”，债券余额合计35.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付存续债券当期利息；截至评级报告出具日，存续债券的募集资金已按计划使用完毕。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
15 杭城建 MTN001	5.00	5.00	2015/07/16	5+2
15 杭城建 MTN002	5.00	5.00	2015/10/14	5+2
16 杭州城建 MTN001	5.00	5.00	2016/09/06	5+2
17 杭城建 MTN001	8.00	8.00	2017/07/17	5
17 杭城建 MTN002	7.00	7.00	2017/08/09	5
19 杭城建	5.00	5.00	2019/09/23	2+2+1

注：“15 杭城建 MTN001”“15 杭城建 MTN002”和“16 杭城建 MTN001”附有发行人第 5 年调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“19 杭城建”附有发行人第 2 年及第 4 年调整票面利率选择权和投资者回售选择权
资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

[2] 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年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）

累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，

但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

四、行业及区域环境分析

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 3　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

资源来源：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

近年来，杭州市经济较快发展，财政实力稳步增强，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》，2018－2020年，杭州市分别实现地区生产总值13509亿元、15373亿元和16106亿元，按可比价格计算，较上年分别增长6.7%、6.8%和3.9%。2020年杭州市实现第一产业增加值326亿元，下降1.1%；第二产业增加值4821亿元，增长2.3%；第三产业增加值10959亿元，增长5.0%；三次产业结构由2018年的2.3：33.8：63.9调整为2.0：29.9：68.1。

2020年，杭州市固定资产投资同比增长6.8%；其中，工业投资增幅6.9%，较2019年有所提升，三次产业投资增速相对均衡；基础设施投资增长7.7%，拉动全市固定资产投资增长1.8个百分点；高新技术产业增长较快，同比增长10%，较上年提高1.6个百分点，主要系高新技术服务业投资增长带动。

随着疫情有效控制，杭州市房地产业明显复暖，投资增速平稳回升，销售市场热度较高。2020年，杭州市房地产开发投资为3575亿元，比2019年增长5.3%；新建商品房销售面积1699万平方米，比2019年增长12.3%，增速同比提高22个百分点，其中，住宅销售面积1472万平方米，增长14.6%，办公楼销售面积311万平方米，增长11.5%，商业营业用房30万平方米，增长3.5%。

杭州市经济的增长带动了杭州市财政实力的增强。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》及《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018－2020年，杭州市全年财政总收入分别为3457.5亿元、3650.0亿元和3854.2亿元，分别增长14.5%、5.6%和5.6%，其中一般公共预算收入分别为1825.1亿元、1966.0亿元和2093.39亿元，同比分别增长12.5%、7.7%和6.5%。2020年，杭州市税收收入1978.6亿元，非税收入114.79亿元，税收占一般公共预算收入比重进一步提升至94.5%，保持全国副省级城市首位。2020年，杭州市一般公共预算支出2069.66亿元，增长6%；财政自给率为101.15%，财政自给程度高。

近年来，杭州市政府债务余额均控制在限

额内。2020年，杭州市地方政府债务限额为2870.14亿元，其中一般债务1154.64亿元，专项债务1715.50亿元。截至2020年底，杭州市政府债务余额2824.69亿元，其中一般债务1133.88亿元，专项债务1690.81亿元，政府债务负担一般。

2021年一季度，杭州市实现地区生产总值4198亿元，按可比价格计算，同比增长18.3%；比2019年一季度增长12.7%，两年平均增长6.2%；同期，杭州市固定资产投资增速保持高位，同比增长22.5%，两年平均增长7.3%。2021年一季度，杭州市实现财政总收入1493亿元，同比增长34.2%；其中，一般公共预算收入826亿元，同比增长35.5%；一般公共预算支出543亿元，同比增长20.8%。

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。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续获得杭州市政府在财政补贴、债务置换等方面的支持。

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。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年一季度，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3月底，公司递延收益账面价值16.49亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1032050702226490Q），截至2021年6月15日，公司本部未结清信贷业务中，无不良和关注类记录，无不良的已结清信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度无重大变化。

根据杭州城投《关于王艳等同志职务任免的通知》（杭城投干〔2020〕17号），公司党委副书记、监事会主席、工会主席由吴益飞变更为王艳，新任命副总经理叶圣炯。

王艳女士，1975年生，在职研究生学历；曾任杭州热电集团有限公司党群部主任（人力资源部经理），杭州市市政公用建设开发公司党总支委员、监事会主席，2018年任杭州城投委员会组织员（副处级），2020年9月起任公司党委委员、副书记、监事会主席、工会主席。

叶圣炯先生，1981年生，在职研究生学历；曾任杭州市水务控股集团有限公司祥符水厂副厂长、科技信息部副经理，杭州市水务集团有限公司信息数据中心副主任（负责人），2020年9月起任公司副总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责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。2020 年，公司主营业务收入规模大幅下降，毛利率有所上升。

2020年，公司实现主营业务收入9.28亿元，同比大幅下降54.83%，主要系工程收入、商品销售收入大幅下降所致。公司工程收入主要来源于管道建设及土地出让收入，2020年同比下降66.12%，系土地出让收入减少所致；商品及使用权转让收入包括建材贸易收入及地下管道使用权转让收入，同比下降57.31%，系公司控制贸易规模，商品销售收入下降所致；同期，房产销售收入下降65.41%，系公司调整房地产业务经营策略，以参股收益替代经营收益所致；公司租赁业务实现收入1.96亿元，同比增长33.91%。

毛利率方面，2020年，公司主营业务毛利率同比上升11.14个百分点，系收入占比较高的商品及使用权转让业务、工程项目毛利率提升所致。其中，工程项目毛利率明显提升，主要系本期土地出让项目毛利率高于2019年所致；商品及使用权转让业务毛利率大幅提升至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，因收入变动而成本相对固定，租赁业务毛利率有所提升；房地产销售及管理咨询业务毛利率有所下降。

2021年1－3月，公司主营业务收入为2.10亿元，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年全年水平提升5.13个百分点至29.05%。

表 4　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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
商品及使用权转让	8.58	41.77	1.22	3.67	39.48	7.27	0.97	46.06	5.59
工程项目	9.13	44.42	10.67	3.09	33.32	27.83	0.55	26.17	31.38
租赁收入	1.47	7.14	38.35	1.96	21.17	42.62	0.54	25.52	66.89
管理咨询服务	0.74	3.62	89.30	0.34	3.70	50.82	0.05	2.24	52.85
房产销售	0.63	3.04	51.29	0.22	2.33	37.84	0.00	0.00	--
合计	**20.55**	**100.00**	**12.78**	**9.28**	**100.00**	**23.92**	**2.10**	**100.00**	**29.05**

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，跟踪期内，公司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，后续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。业务模式方面，2005 年，公司与杭州土地储备中心（以下简称“杭州土储中心”）签订土地整理委托协议，协议约定由公司负责长睦项目的资金筹措和项目建设开发，待地块整理完成后挂牌出让，杭州土储中心将土地开发补偿费用（土地出让金的45%）扣除出让土地运作成本及 2%业务费后返还给公司股东杭州城投，杭州城投再全额支付给公司，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；同时，协议约定公司每年按投资总额计提 5%的项目管理费，项目完成后统一结算。

会计处理方面，公司将项目投入成本计入“存货”，待杭州土储中心将土地挂牌出让后，公司确认土地出让收入，并相应结转营业成本。

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 3 月底，长睦项目已累计投资 64.95 亿元，累计收到土地出让金返还 60.86 亿元。公司目前无其他在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，联合资信将持续关注后续资金平衡结果。

市政项目建设

公司市政项目建设业务由公司本部、子公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“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，进入回购期。

富阳项目由公司本部负责实施，建设内容为富阳公园路延伸东段道路 2600 米（含隧道 1990 米），计划总投资 4.50 亿元。根据公司与杭州富阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）签订的合作协议，项目回购总额 4.90 亿元，富阳城投计划在 2018−2020 年分别支付公司回购款 1.51 亿元、1.76 亿元和 1.63 亿元。截至 2021 年 3 月底，富阳项目已投资 4.62 亿元，累计确认收入 5.18 亿元，累计收到回购款 4.50 亿元，回款效率较高。

余临连接线改建工程由三级子公司杭州临安长西投资建设管理有限公司负责。根据公司子公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“管道公司”）、中铁十四局集团有限公司与临安市交通投资发展有限公司签订的合同协议书，约定项目合同价为 2.57 亿元，融资回报率 24.5%。截至 2021 年 3 月底，该项目累计投资 2.76 亿元，累计确认收入 3.50 亿元，累计回款 3.44 亿元。

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。2020 年，公司实现代建管理费 3020.38 万元。

截至 2021 年 3 月底，公司在建的委托代建项目包括德胜路地下综合管廊工程、艮山路地下综合管廊工程等，项目总投资 188.16 亿元，已完成投资 142.59 亿元，2021−2022 年，公司预计可分别实现代建管理费收入 2328.27 万元和 2169.36 万元；委托代建项目建设资金主要由业主方拨付，公司筹资压力不大。

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、温州开化市、衢州市等地。截至 2021 年 3 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 5 截至 2021 年 3 月底公司在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	政府出资方名称	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	13.83	富阳城投	3 年	20 年	20.00%	60.00%	可行性缺口补助	13.78

廊工程								
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	31.96
S333（49 省道）永嘉桥下至桥头段改建工程和上瓯公路至 S223 省道连接线（水门路）工程 PPP 项目	22.96	--	3.5 年	12 年	20.00%	80.00%	可行性缺口补助	15.97
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	14.49
小计	**84.13**	--	--	--	--	--	--	**76.20**

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 3 月底，公司 PPP 项目总投资 84.13 亿元，已完成投资 76.20 亿元，未来投资压力较小，项目建设完成后，在运营期逐步确认收入并回款。

（2）房地产开发

跟踪期内，公司自主投资房地产项目以尾盘销售为主，收入明显下降；参股项目投资收益可观，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以参股方式参与合作开发两种。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模式。

公司自主开发房地产项目主要由子公司杭州城发置业发展有限公司（以下简称“城发置业”）和杭州城享商业发展有限公司负责。2020 年，公司实现房地产开发收入 0.22 亿元，同比下降 65.41%，系云锦城项目尾盘销售收入。截至 2021 年 3 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 5.10 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。2020 年，公司实现房地产开发项目投资收益 1.34 亿元，主要系富阳中庆润泽院项目现金分红。截至 2021 年 3 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

跟踪期内，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-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-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。

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3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21682.40公里。2020年，公司分别实现管道建设收入及使用权转让收入 2.18亿元和0.65亿元。

表6 公司管道业务收入情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年1—3月
管道建设收入	1.61	2.18	0.46
使用权转让收入	0.51	0.65	0.11
合计	**2.12**	**2.83**	**0.57**

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。跟踪期内，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。跟踪期内，公司商品销售业务的经营模式和结算模式未发生变化，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。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7 2020年公司商品销售业务数据（单位：吨、万元）

产品	采购量（销售量）	采购含税金额	本年销售含税金额
系统外	6769.30	30220.82	30250.20
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。

融资租赁业务方面，公司于2013年9月取得融资租赁业务相关资质，业务模式以直租、转租和回租为主。截至2021年3月底，公司融资租赁业务本金余额为20.74亿元。2020年，公司融资租赁业务实现收入1.29亿元。

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3月底，公司可用于对外租赁的建筑面积7.92万平方米，其中，跟踪期内新增1.50万平方米，主要系邻里中心竣工移交。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

截至2021年3月底，公司有纳入合并范围的子公司16家。跟踪期内，公司合并范围内减少1家子公司，系收回投资并注销所致，合并范围内新增1家子公司，系新设成立，公司合并范围变动对财务数据的可比性影响较小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，非流动资产占比高，城建托管资产对公司资金占用较大。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

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。其中，流动资产占22.67%，非流动资产占77.33%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**46.64**	**25.23**	**46.82**	**22.67**	**81.63**	**38.12**
货币资金	13.37	7.23	13.03	6.31	15.74	7.35
其他应收款	9.87	5.34	5.81	2.81	5.44	2.54
存货	8.06	4.36	10.95	5.30	11.32	5.28
一年内到期的非流动资产	11.60	6.27	12.06	5.84	12.57	5.87
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	29.88	13.95
非流动资产	**138.25**	**74.77**	**159.71**	**77.33**	**132.51**	**61.88**
长期应收款	8.51	4.60	10.69	5.18	12.41	5.80
固定资产	29.71	16.07	29.65	14.36	29.36	13.71
在建工程	13.79	7.46	27.71	13.42	2.25	1.05
其他非流动资产	67.35	36.42	75.27	36.45	72.14	33.69
资产总额	**184.89**	**100.00**	**206.53**	**100.00**	**214.14**	**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

2020 年底，公司流动资产较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成。

2020 年底，公司货币资金较上年底下降 2.55%；其中受限资金 92.61 万元，主要为履约保证金，受限比例低。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名单位占其他应收款余额的 72.28%，主要应收对象为杭州市国有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 9 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	6.4
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

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。期末，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，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。公司一年内到期的非流动资产较上年底增长 4.00%，均为一年内到期的应收融资租赁款（长期应收款）。

2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 15.52%；公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。公司长期应收款较上年底增长 25.68%，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。公司固定资产较上年底变化不大；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。公司在建工程较上年底增长 101.00%，主要系管廊项目和 PPP 项目投入增加所致。公司其他非流动资产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。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 3 月底，公司资产总额较上年底增

长 3.69%；其中，根据新会计准则，将在建工程中 PPP 项目成本调整至合同资产计量，账面价值 29.88 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 61.88%。

2021 年 3 月底，公司受限资产 7.68 亿元，主要包括用于抵押的土地资产 2.80 亿元和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 3.58%，受限比例较低。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持基本稳定；债务规模有所增长，以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

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 3 月底，公司所有者权益为 95.09 亿元，与 2020 年底基本持平。

负债

2020 年底，公司负债总额较上年底增长 21.27%；其中，流动负债占 26.90%，非流动负债占 73.10%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**25.27**	**27.31**	**30.18**	**26.90**	**26.51**	**22.27**
短期借款	6.74	7.28	8.54	7.61	7.54	6.33
其他应付款	8.85	9.57	9.83	8.76	8.48	7.12
非流动负债	**67.26**	**72.69**	**82.01**	**73.10**	**92.53**	**77.73**
长期借款	4.36	4.71	19.74	17.60	25.66	21.56
应付债券	34.84	37.65	34.92	31.12	34.93	29.34
长期应付款	22.09	23.88	21.47	19.14	10.22	8.59
递延收益	0.56	0.60	0.68	0.60	16.49	13.85
负债总额	**92.52**	**100.00**	**112.20**	**100.00**	**119.05**	**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

2020 年底，公司流动负债较上年底增长 19.46%，主要系短期借款增长所致；公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。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%）；公司应付账款较上年底变化不大，系未结算工程款；公司其他应付款较上年底增长 11.05%，主要系代收款项增长；公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 29.82%，其中一年内到期的长期借款 1.92 亿元，长期应付款 2.76 亿元。

2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 21.94%；公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。公司长期借款较上年底增长 352.72%，其中质押借款 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%。公司应付债券、长期应付款以及其他非流动负债（财政拨入的城建资金）均较上年底变化不大；本报告将长期应付款中政府专项债计入长期债务计算。

2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增

长 6.10%，负债结构变动不大。非流动负责中递延收益大幅增至 16.49 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。

2020 年底，公司全部债务 90.35 亿元，较上年底增长 22.59%。债务结构方面，短期债务占 15.05%，长期债务占 84.95%，以长期债务为主，其中，短期债务 13.59 亿元，较上年底增长 34.36%，长期债务 76.75 亿元，较上年底增长 20.72%，均主要系银行借款增长所致。

2021 年 3 月底，公司全部债务 83.73 亿元，较上年底下降 7.32%，主要系政府债务置换所致。债务结构方面，短期债务占 16.61%，长期债务占 83.39%，较上年底变化不大。

从债务指标来看，2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 4.28 个、4.54 个和 4.09 个百分点。2021 年 3 月底，公司资产负债率较上年底略有上升，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、%）

科目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	10.12	13.59	13.91
长期债务	63.58	76.75	69.82
全部债务	73.70	90.35	83.73
资产负债率	50.04	54.33	55.59
全部债务资本化比率	44.38	48.92	46.82
长期债务资本化比率	40.77	44.86	42.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务到期分布方面，2021 年 4－12 月、2021 年和 2022 年，公司需偿还有息债务规模分别为 10.44 亿元、26.67 亿元和 8.58 亿元，2022 年到期规模相对集中。

4. 盈利能力

跟踪期内，受建材贸易收入下降、土地整理项目收尾等综合影响，公司收入规模大幅下降，投资收益是公司利润的重要来源。

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。

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。2020 年，公司期间费用率为 31.37%，同比提高 16.31 个百分点，对整体利润形成较大侵蚀。

非经常性损益方面，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。

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。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.60%和 1.89%，同比分别下降 0.10 个百分点及提高 0.52 个百分点。

表 12　近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
营业收入	21.58	9.90	2.44
投资收益	0.89	4.22	0.39
利润总额	1.73	2.22	0.70
营业利润率	15.50	18.55	30.75
总资本收益率	1.70	1.60	--
净资产收益率	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 1－3 月，公司实现营业收入 2.44 亿元，较上年同期增长 8.81%；营业利润率为 30.75%，利润总额 0.70 亿元。

5. 现金流

2020 年，公司经营活动现金流量规模同比明显下降，投资活动现金支出较大，所需资金主要来源于债务融资。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，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	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	52.80	19.19	8.31
经营活动现金流出小计	43.44	16.99	7.04
经营活动现金流量净额	**9.35**	**2.20**	**1.27**
投资活动现金流入小计	27.32	30.19	10.51
投资活动现金流出小计	29.67	47.70	13.88
投资活动现金流量净额	**-2.35**	**-17.51**	**-3.37**
筹资活动现金流入小计	28.68	30.65	6.23
筹资活动现金流出小计	42.65	15.63	1.43
筹资活动现金流量净额	**-13.97**	**15.02**	**4.81**
现金收入比	153.99	113.59	243.51

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从投资活动来看，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。2020 年，公司投资活动现金净流出 17.51 亿元。

从筹资活动来看，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。2020 年，公司筹资活动现金净流入 15.02 亿元，由净流出转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 1.27 亿元，投资活动现金流量净额-3.37 亿元，筹资活动现金流量净额 4.81 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标一般。考虑到其作为杭州市重要的基础设施建设主体之一，持续获得外部的大力支持，公司整体偿债能力很强。

表 14　公司偿债能力情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	184.61	155.11	307.90
速动比率(%)	152.72	118.82	265.22
现金短期债务比(倍)	1.33	1.00	1.24
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.93	18.67	--

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，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的184.61%和152.72%下降至155.11%和118.82%。截至2021年3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。2021年3月底，公司现金短期债务比为1.24倍。公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为4.84亿元，同比增长4.60%；公司EBITDA利息倍数由上年的2.77倍下降至2.38倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的15.93倍提高至18.67倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 160.75 亿元，已使用 36.06 亿元，尚有 124.69 亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 11.73 亿元，担保比率为 12.34%，被担保企业包括杭州城投、杭州建工集团有限责任公司、杭州越祥房地产有限公司和杭州辰祥房地产有限公司，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 3 月底，母公司资产总额 167.97 亿元，所有者权益为 81.43 亿元，负债总额 86.54 亿元；母公司资产负债率 51.52%；全部债务 55.64 亿元，全部债务资本化比率 40.59%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 1.33 亿元，利润总额 0.11 亿元，投资收益 0.39 亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券余额合计35.00亿元；假定附有投资者回售选择权的债券均在最近一次可行权日选择行权，公司存续债券一年内到期规模为10.00亿元，公司将于2022年面临单年最大偿付金额25.00亿元。公司2021年3月底现金类资产对一年内到期债券余额保障能力较强；公司2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额以及EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力弱。

表 15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	25.00
2021 年 3 月底现金类资产/一年内到期债券余额	1.73
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.77
2020 年经营活动现金流量净额/未来待偿债券本金峰值	0.09
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司存续债券“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”由母公司杭州城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。杭州城投是杭州市最大的城市基础设施建设和公用事业运营主体，业务具有区域专营性，且在股权划拨、资产注入和财政方面持续获得政府的大力支持。截至2020年底，杭州城投资产总额1622.88亿元，所有者权益561.56亿元（含少数股东权益96.32亿元）；2020年，杭州城投实现营业收入304.07亿元，利润总额26.00亿元。

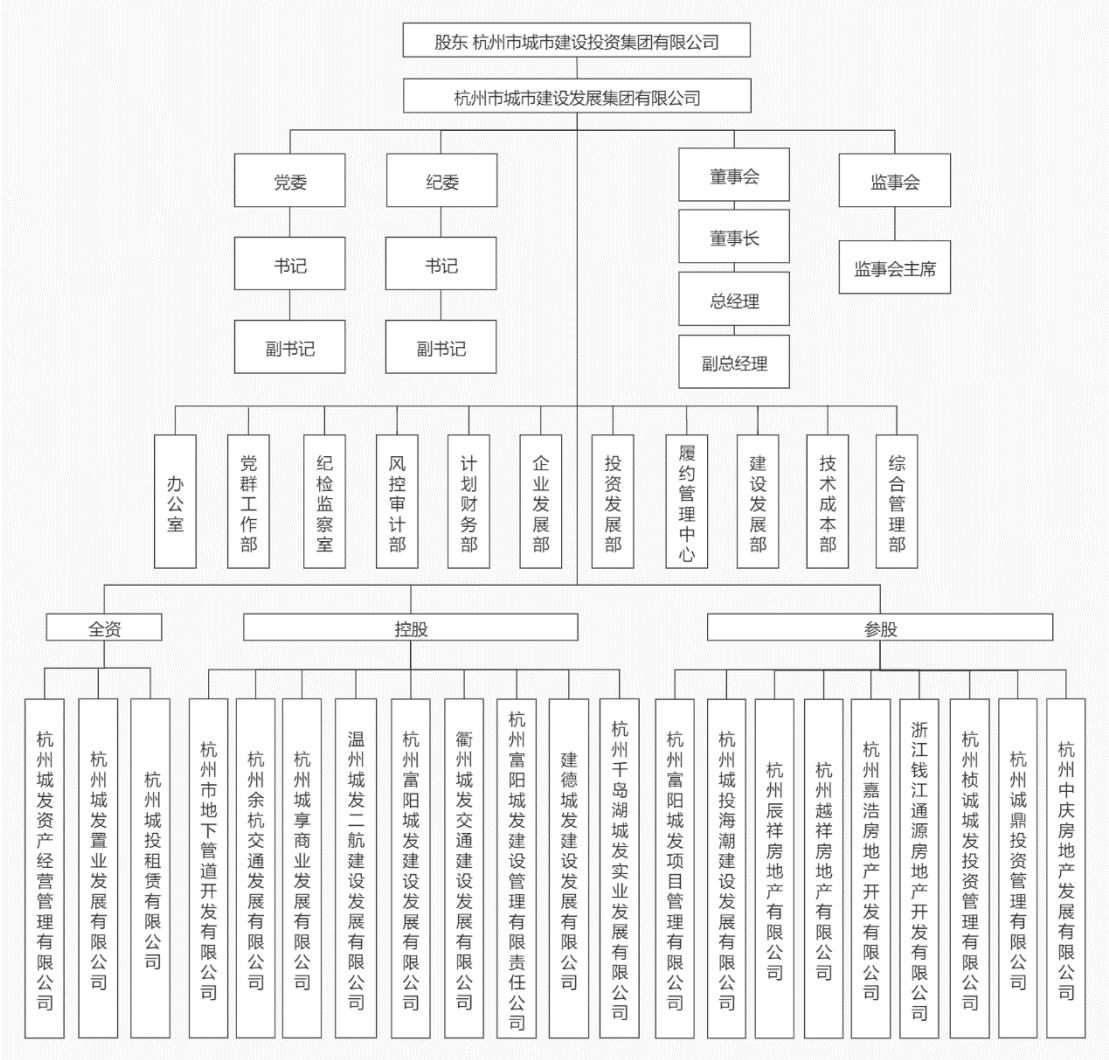
2020年，杭州城投EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为87.97亿元、444.67亿元和65.61亿元，分别为上述担保债券余额（20.00亿元）的4.40倍、22.23倍和3.28倍，对其保障能力强。

经联合资信评定，杭州城投主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保显著增强了“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”偿付的安全性。

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AA$^+$，“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”“19杭城建”的信用等级为AA$^+$，“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 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
临安市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
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
杭州千岛湖城发实业发展有限公司	2	投资开发	4000.00	57.00	57.00	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 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.84	13.44	13.62	17.28
资产总额（亿元）	209.14	184.89	206.53	214.14
所有者权益（亿元）	90.27	92.37	94.33	95.09
短期债务（亿元）	26.57	10.12	13.59	13.91
长期债务（亿元）	58.66	63.58	76.75	69.82
全部债务（亿元）	85.23	73.70	90.35	83.73
营业收入（亿元）	46.74	21.58	9.90	2.44
利润总额（亿元）	2.43	1.73	2.22	0.70
EBITDA（亿元）	5.49	4.63	4.84	--
经营性净现金流（亿元）	18.26	9.35	2.20	1.27
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	243.51
营业利润率（%）	8.80	15.50	18.55	30.75
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	44.86	42.34
全部债务资本化比率（%）	48.57	44.38	48.92	46.82
资产负债率（%）	56.84	50.04	54.33	55.59
流动比率（%）	150.04	184.61	155.11	307.90
速动比率（%）	113.12	152.72	118.82	265.22
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	1.00	1.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	15.93	18.67	--

注：1.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；2、2021 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.80	7.63	4.78	9.12
资产总额（亿元）	178.00	163.69	164.16	167.97
所有者权益（亿元）	78.66	80.59	81.32	81.43
短期债务（亿元）	15.17	9.24	11.21	11.48
长期债务（亿元）	57.26	59.22	56.21	44.16
全部债务（亿元）	72.43	68.46	67.42	55.64
营业收入（亿元）	28.28	15.57	4.74	1.33
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	2.15
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	114.34
营业利润率（%）	0.59	11.52	15.34	22.06
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	35.16
全部债务资本化比率（%）	47.94	45.93	45.33	40.59
资产负债率（%）	55.81	50.77	50.47	51.52
流动比率（%）	136.03	168.20	129.39	91.18
速动比率（%）	123.34	160.28	112.75	75.02
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	0.79
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.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 ；2、2021 年一季度财务数据未经审计

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 5-2　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。

附件 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。