信用等级公告

联合〔2019〕2338号

联合资信评估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存续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”和“15杭城建MTN002”信用等级为AA^{+}，“16杭州城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十三日

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

杭州市城市建设发展集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券余额	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
15 杭城建 MTN001	5 亿元	2022-07-16	--	AA+	AA+
15 杭城建 MTN002	5 亿元	2022-10-14	--	AA+	AA+
16 杭州城建 MTN001	5 亿元	2023-09-06	AAA	AAA	AAA
17 杭城建 MTN001	8 亿元	2022-07-17	AAA	AAA	AAA
17 杭城建 MTN002	7 亿元	2022-08-09	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.77	13.33	20.84	19.49
资产总额(亿元)	192.12	209.40	210.31	215.51
所有者权益(亿元)	85.79	87.56	90.27	91.19
短期债务(亿元)	30.47	36.73	26.57	26.46
长期债务(亿元)	52.20	46.53	58.66	59.40
全部债务(亿元)	82.67	83.26	85.23	85.86
营业收入(亿元)	21.44	18.26	45.64	5.99
利润总额(亿元)	1.33	1.69	2.43	0.49
EBITDA(亿元)	4.12	3.92	5.49	--
经营性净现金流(亿元)	4.43	8.63	18.26	-3.46
营业利润率(%)	5.88	10.31	6.59	11.77
净资产收益率(%)	1.13	1.57	1.70	--
资产负债率(%)	55.35	58.19	57.08	57.69
全部债务资本化比率(%)	49.07	48.74	48.57	48.50
流动比率(%)	145.35	119.55	153.53	146.83
经营现金流动负债比(%)	9.20	12.37	33.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.59	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.04	21.25	15.54	--

注：1.公司 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他流动负债计入短期债务计算；其他应付款及长期应付款中有息债务计入长期债务计算

分析师：马玉丹　何光美

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

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”）为杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）的重要子公司，承担了杭州市城市基础设施建设和地下管网建设职能，并开展房地产开发、综合金融等多元化市场业务。跟踪期内，公司土地整理收入和房地产开发收入大幅增长，经营活动现金流量净额大幅增长，杭州市政府在政府债务置换资金面给予公司持续有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为公司长睦土地整理项目的资金平衡效果、整体盈利能力弱以及存续债券在未来可能产生的集中兑付压力值得关注。

公司存续债券“16 杭州城建 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，其担保有效提升了上述债券本息偿付的安全性。

杭州市整体经济实力和财政实力的持续增强为公司经营发展提供了有力支撑。未来，随着公司多元化经营不断推进，其城市运营商地位将进一步突出。联合资信对公司评级展望为稳定。

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

优势

1. 跟踪期内，杭州市经济快速发展，政府财力稳步提升，经济发展水平在全国位居前列，为公司发展提供了良好的区域环境。
2. 跟踪期内，杭州市政府将新发行的政府债

券对公司到期的政府专项债券进行了接续，有效缓解了公司短期支付压力。

3. 跟踪期内，公司土地整理收入和房地产开发收入大幅增长，经营活动现金流量净额大幅增长。
4. “16 杭州城建 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连带责任保证担保，有效提升了其本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内，长睦土地整理项目投资整体放缓，公司已确认的土地出让金收入仍不能覆盖已投资金额，项目资金平衡压力较大。
2. 公司暂无普通商品房项目储备用地，房地产业务的持续性有待关注。
3. 跟踪期内，公司利润总额对投资收益及政府补助依赖程度高，整体盈利能力较弱。
4. 公司存续债券可能产生较大集中兑付金额，公司经营活动现金流入量对其保障能力一般。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

杭州市城市建设发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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”）及其存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司的股权结构和经营范围未发生变化。截至 2019 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”）为公司唯一股东，杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州国资委”）为公司实际控制人。

截至2019年3月底，公司本部内设办公室、党群工作部（人力资源部）、计划财务部、投资发展部等10个职能部门；合并范围共有18家全资或控股子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 210.31 亿元，所有者权益合计 90.27 亿元（含少数股东权益 7.80 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 45.64 亿元，利润总额 2.43 亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额215.51亿元，所有者权益合计91.19亿元（含少数股东权益8.28亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入5.99亿元，利润总额0.49亿元。

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

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”“16杭州城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”，债券余额合计30亿元，存续债券概况详见表1。“15杭城建MTN001”“15杭城建MTN002”和“16杭州城建MTN001”期限均为7（5+2）年，均设置了第5年末发行人调整票面利率和投资人回售选择权。跟踪期内，公司已按时足额支付上述债券利息。

表 1　公司存续债券概况

债券简称	债券余额	起息日	发行期限
15 杭城建 MTN001	5 亿元	2015-07-16	5+2 年
15 杭城建 MTN002	5 亿元	2015-10-14	5+2 年
16 杭州城建 MTN001	5 亿元	2016-09-06	5+2 年
17 杭城建 MTN001	8 亿元	2017-07-17	5 年
17 杭城建 MTN002	7 亿元	2017-08-09	5 年

资料来源：联合资信根据公司存续债券信息整理

截至2019年3月底，上述债券募集资金均按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领中国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，

居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，中国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，中国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，中国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，中国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，中国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出

口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设

施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩

2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济发展

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

根据《2018年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018年杭州市综合经济实力显著增强，全年实现地区生产总值13509亿元，按可比价格计算，较上年增长6.7%。其中第一产业增加值306亿元，第二产业增加值4572亿元，第三产业增加值8632亿元，分别增长1.8%、5.8%和7.5%，三次产业结构调整为2.3∶33.8∶63.9；全年人均地区生产总值提高至140180元。

2018年，杭州市全社会固定资产投资同比增长10.8%。从产业投向看，第二产业下降11.9%，

其中工业下降11.3%；第三产业增长14.2%。2018年，杭州市房地产开发投资增长12.2%。房屋施工面积11750万平方米，增长2.0%；新开工面积2709万平方米，增长24.4%；竣工面积1637万平方米，下降21.5%；商品房销售面积1675万平方米，下降18.4%。

基础设施建设方面，2018年，杭州市基础设施投资增长26.9%。2018年底，杭州市主城区公共交通运营线路378条，其中新辟线路11条，优化线路45条；地铁运营里程117.6公里，在建里程329公里。

公用事业方面，2018年杭州市电网投资48.3亿元，投产110千伏及以上输变电工程40项，投产变电容量356万千伏安、线路长度747.4公里；全市新能源装机容量140.2万千瓦，增长36.9%；全市用电量797亿千瓦时，增长8.0%。

杭州市经济的增长带动了杭州市财政实力的增强，2018年，杭州市全年财政总收入3457.5亿元，一般公共预算收入1825.1亿元，分别增长14.5%和12.5%。其中国内增值税、企业所得税和个人所得税分别增长10.7%、19.5%和17.0%。全市一般公共预算支出1717.1亿元，增长11.4%，杭州市财政自给率为106.29%，处于较高水平。

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

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

六、基础素质分析

公司作为杭州城投下属重要子公司，是杭州市重要的基础设施建设主体，同时开展房地产开发、商品销售等多元化经营性业务，在地下管道设施建设领域经验丰富并具有较强的区域专营优势。

截至2018年底，公司有息债务中包含23.51亿元应付政府专项债券，其中12.87亿元于2018年内到期偿还，杭州市政府将新发行的政府债券转贷给公司，用于上述债务接续，有效降低了公司的偿债压力。

跟踪期，公司未产生未结清或已结清的不良类信贷记录。根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10330104007822203），截止2019年7月12日，公司无未结清的不良类信贷信息记录，已结清的信贷记录中存在6笔欠息、4笔关注类贷款及2笔关注类票据记录。根据相关银行说明，欠息记录系银行人员变更所致，最后一笔欠息已于2015年3月24日结清；关注类贷款系金融政策管理要求调整；关注类票据系票据到期收拖时，承兑行认为票据有瑕疵，要求补充说明，因此未在票据到期日完成收拖，产生了关注信息。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括城市基础设施建设、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。

2018年，公司实现主营业务收入45.47亿元，同比大幅增长149.97%，主要来源于城市基础设施建设收入和房地产开发收入的增长。2018年，公司城市基础设施建设业务收入18.30亿元，同比增长153.46%，主要来自土地整理、自建回购

收入；房地产业务收入15.68亿元，同比增长771.11%，其中商品住宅销售收入15.53亿元，主要来自润泽大院尾盘和城发云锦城二期项目结转收入；地下管道设施收入1.92亿元，同比增长76.15%，其中管道建造收入0.97亿元，使用权转让收入0.96亿元；商品销售收入8.46亿元，同比增长28.57%，主要来自钢材及电解铜购销。2018年，公司其他主营业务收入1.11亿元，同比下降27.45%，主要来自房屋租赁、广告代理、停车费、委托贷款、融资租赁等业务。

从毛利率看，2018年，公司综合毛利率为9.17%，较上年有所下降，主要是由于基础设施建设、房地产业务和商品销售毛利率下降所致。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入5.99亿元，主要来自商品销售业务，各主要板块业务毛利率均有不同程度的提升，公司综合毛利率为12.47%，高于2018年全年水平。

表3　2017—2018年及2019年1—3月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 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
城市基础设施建设	7.22	39.63	6.66	18.30	40.25	4.32	0.19	3.15	64.93
房地产开发	1.80	9.86	25.42	15.68	34.47	14.33	0.54	8.97	42.01
地下管道设施	1.09	5.98	20.65	1.92	4.23	31.64	0.13	2.24	3.28
商品销售	6.58	36.13	1.54	8.46	18.61	0.86	4.74	79.12	2.16
其它主营业务	1.53	8.41	55.14	1.11	2.44	40.77	0.39	6.52	74.87
合　计	**18.21**	**100.00**	**11.57**	**45.47**	**100.00**	**9.17**	**5.99**	**100.00**	**12.47**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施建设

土地整理

公司与杭州土储中心签订土地整理委托协议，由公司负责长睦大型居住区土地整理项目的资金筹措和项目建设开发，在土地整理完成挂牌出让后，杭州财政局先通过杭州土储中心将土地出让收入扣除相关税费后的45%返还给公司股东杭州城投，杭州城投再全额支付给公司，以补充营运资金。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。

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2019年完工。截至2018年底，长睦项目已累计投资63.00亿元，累计收到土地出让金返还52.60亿元。2018年，公司确认长睦项目土地出让返还收入15.65亿元，确认代建管理费收入372.67万元。2019年1—3月，长睦项目土地整理未实现收入。

长睦项目建设投资已经接近尾声，但公司确认的土地出让金收入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，项目资金平衡结果有待关注。

委托代建

在委托代建模式下，公司与地方政府或项目业主签订委托建设协议，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。

公司针对不同项目与委托方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年，公司确认代建管理费收入2600.30万元，除长睦项目外，主要来自于艮山路地下综合管廊工程、德胜路地下综合管廊工程等正在实施的委托代建项目，预计2019、2020年公司可分别实现代建管理费收入1759万元和1178万元。

表4　公司委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	管理费收取计划

	2019 年	2020 年
德胜路地下综合管廊工程	560	250
艮山路地下综合管廊工程	483	--
艮山路提升改造工程	549	784
东湖立交桥工程	167	144
合　计	**1759**	**1178**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司继续通过委托代建的模式进行基础设施建设工作，代建管理费来源较为稳定。

自建回购

公司自建回购的项目为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”）。在自建回购模式下，公司与地方政府签订合同，作为项目建设主体，负责项目的投融资及建设项目竣工后交付地方政府，待验收合格审计后，地方政府按照审计确认金额并按回购协议约定分期支付价款进行回购。

富阳项目由公司本部负责具体实施，建设内容为富阳公园路延伸东段道路 2600 米（含隧道 1990 米），计划总投资规模 4.50 亿元。根据公司与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 年分别支付回购款 1.51 亿元、1.76 亿元和 1.63 亿元。富阳项目已于 2017 年底正式通车，受项目施工延期影响，实际投资金额超出项目概算，截至 2019 年 3 月底，富阳项目已完成总投资 4.76 亿元，2018 年实现回购收入 1.50 亿元。

余杭15省道至临安02省道连接线改建工程主线路全长约26.6公里，公司二级子公司临安长西投资建设管理有限公司负责（临安段）第六标段建设。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，该项目签约合同价为2.57亿元，融资回报率为24.5%。工程交工验收通过后6个月内支付回购款的40%；第一期回购款支付日后12个月内的对应日，支付回购款的30%，第一期回购款支付日后24个月内的对应日，支付回购款的剩余部分。该项目已于2017年底完工通车，累计投资金额3.35亿元，2019年内仍需投资757.68万元。2018年，余临连接线改建工程确认回购收入3995.85万元。

跟踪期内，公司自建回购项目基本完工，未来投资规模逐步下降，项目进入回收期后，公司资金压力将有所缓解。

PPP模式

跟踪期内，公司新增351国道开化段、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）工程以及富阳区金桥北路市政综合管廊工程三个城市基础设施建设项目，均采用PPP模式开展，公司作为社会资本方参与投资建设，项目均采用BOT方式运作，资金平衡方式为可行性缺口补贴。截至2018年底，公司PPP项目计划总投资57.34亿元，已实际完成投资支出5.85亿元，仍需投资51.49亿元，未来投资规模较大，公司存在一定的投资压力。

表5　2018年底公司PPP项目投资情况（单位：亿元、年）

项目名称	计划总投资	建设期	已投资	运维期
351国道开化段项目	22.96	2018-2021	1.41	12
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）项目	20.55	2018-2021	3.27	12
富阳区金桥北路市政综合管廊工程	13.83	2018 -2021	1.17	20
合计	**57.34**	--	**5.85**	--

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

跟踪期内，公司主要对城发云锦城二期项目和富阳润泽院项目进行开发和销售。

城发云锦城和富阳润泽院项目总投资金额

合计40.60亿元，截至2019年3月底累计投资金额35.61亿元，其中城发云锦城一期项目已于2015年9月完工，二期项目计已于2018年6月完工；富阳润泽院项目于2017年7月完成征迁，开始建设，计划于2020年9月完工。2018年上述两项目实现销售金额10.83亿元，到2019年3月底累计完成销售额43.41亿元。

表6　公司房地产项目建设销售情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	累计销售额
城发云锦城	2012.03—2018.06	28.00	27.99	29.23
富阳润泽院	2014.01—2019.01	12.60	7.62	5.33
合计	--	**40.60**	**35.61**	**43.41**

资料来源：公司提供

房地产业务储备用地方面，跟踪期内，公司子公司杭州城享商业发展公司以2.80亿元价格摘牌7478平方米（11.22亩）土地，计划用于云阳大厦项目开发。云阳大厦为商业地产项目，是集写字楼、酒店、社区商业于一体的多功能复合建筑，项目计划总投资6.30亿元，建成后由公司自主运营。

截至本报告出具日，公司暂无普通商品房项目储备用地。公司土地整理项目完成后可自主拿地进行综合开发，联合资信将持续关注公司房地产业务的后续发展。

（3）地下管道设施建设

公司子公司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一定区域专营优势。截至2019年3月底，管道公司已经在杭州市主城区2009条道路上铺设了弱电管道，孔公里长度约15457.3公里。

2018年，公司新建地下弱电管线2070孔公里，确认地下管道设施合同建设收入9672.70万元，同比增长68.20%，系城市建设管线迁改项目增多以及以前年度业务在本年度确认收入所致。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。2018年及2019年1—3月，公司分别确认地下管道设施使用权转让收入9566.24万元和955万元。

（4）商品销售

公司传统商品销售业务为建材贸易业务，主要是公司为城投系统内房地产项目或其承建的市政工程项目提供钢材等建筑材料。跟踪期内，公司新增电解铜贸易，传统钢材贸易量大幅下降。2018年，公司钢材购销量2.56万吨，采购金额1.05亿元，销售金额1.09亿元；公司电解铜购销量1.56万吨，采购金额和销售金额分别为7.07亿元和7.08亿元。2019年1—3月，公司商品销售仍以电解铜为主，实现商品销售收入4.74亿元，毛利率2.16%。公司商品销售业务利润空间较小。

表7　2018年公司商品销售产情况（单位：吨、万元）

产品	采购量	采购金额	销售量	销售金额
钢材	25617.80	10480.54	25617.80	10856.40
电解铜	15565.92	70739.84	15565.92	70774.62
合计	**41183.72**	**81220.38**	**41183.72**	**81631.02**

资料来源：公司提供

（5）其他主营业务

公司市场化业务发展势头良好，主要涉及类金融、房屋租赁、广告代理、停车服务等业务。

类金融业务

公司类金融业务主要包括融资租赁、创投基金及委托贷款等类金融业务；其中融资租赁收入体现在主营业务收入-其他业务，创投基金和委托贷款业务收入均体现于投资收益。

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。截至2019年3月底，公司融资租赁业务共参与30个项目放款，租赁规模33.14亿元，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年和2019年1—3月公司融资租赁业务收入分别实现8501.11万元和3533万元。

自创投基金业务开展以来，公司主要投资了金盾股份（300411.SZ）、上海梅林

（600073.SH）、克来机电（603960.SH）和杭州银行等，投资方式以合作投资基金为主。2018年公司通过创投基金获得投资收益2294.04万元，来自金盾风机、上海梅林项目。

公司开展委托贷款业务以提升资金使用效率，截至2019年3月底，公司委贷规模5.80亿元；2018年和2019年1—3月公司委托贷款业务收入分别为4811.47万元和850.99万元。

房屋租赁

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11.98万平方米，2018年，公司实现租金收入3360.94万元。

广告业务

广告业务由子公司杭州城发资产经营管理有限公司经营，主要获准在股东杭州城投资产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。2018年，公司取得广告代理收入640.04万元。

停车场

公司拥有七个停车场，其中景芳社区公园停车库、濮家花园停车库两个项目投资总额1.20亿元，车位数447个，2012年底完工并试运行；长睦的三个地下停车库投资总额1.40亿元，车位数716个，已于2014年年底完工；2018年及2019年1—3月，公司停车费业务收入分别为503.50万元和225.45万元。

3. 未来发展

公司未来将按照“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。同时，公司还将构建“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等创新金融服务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

截至2019年3月底，公司纳入报表合并范围内子公司18家。2018年，公司合并报表范围新增4家子公司，均系新设成立。2019年1—3月，公司报表合并范围未发生变化。总体看，跟踪期内公司财务数据可比性强。

截至2018年底，公司资产总额210.31亿元，所有者权益合计90.27亿元（含少数股东权益7.81亿元）；2018年，公司实现营业收入45.64亿元，利润总额2.43亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额215.51亿元，所有者权益合计91.19亿元（含少数股东权益8.28亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入5.99亿元，利润总额0.49亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额210.31亿元，保持相对稳定，其中流动资产和非流动资产分别占39.64%和60.36%，资产结构以非流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.12	6.26	20.29	9.65	19.48	9.04
其他应收款	9.20	4.39	10.48	4.98	10.44	4.84
存货	46.03	21.98	20.51	9.75	22.74	10.55
一年内到期的非流动资产	5.98	2.86	9.56	4.55	10.17	4.72
其他流动资产	8.28	3.95	15.89	7.56	16.22	7.53
流动资产	**83.40**	**39.83**	**83.37**	**39.64**	**85.33**	**40.06**

长期应收款	21.46	10.25	15.33	7.29	14.22	6.60
长期股权投资	4.98	2.38	8.90	4.23	9.00	4.18
固定资产	30.17	14.41	30.57	14.53	30.34	14.08
在建工程	0.01	0.01	6.78	3.22	10.28	4.77
其他非流动资产	65.54	31.30	61.85	29.41	61.34	28.46
非流动资产	**126.00**	**60.17**	**126.94**	**60.36**	**129.18**	**59.94**
资产总额	**209.40**	**100.00**	**210.31**	**100.00**	**215.51**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2018 年底，公司流动资产 83.37 亿元，基本与上年持平，以货币资金、存货和其他流动资产为主。

2018 年底，公司货币资金 20.29 亿元，同比增长 54.65%，主要系基建（土地整理）及房地产等经营业务回款，货币资金主要由银行存款构成（占 99.85%）；应收账款及应收票据同比大幅增长 215.92%至 2.36 亿元，系商品销售业务应收货款增加，前五名欠款单位合计占应收账款账面价值的 54.03%，集中度较高；预付款项同比大幅增长至 4.27 亿元，系新增预付土地款及预付工程款；一年内到期的非流动资产 9.56 亿元，同比增长 59.95%，为一年内到期的长期应收款和委托贷款；其他流动资产 15.89 亿元，同比增长 91.97%，主要为理财产品和信托基金产品。

2018 年底，公司其他应收款 10.48 亿元，同比增长 13.89%；其中其他应收款（不含应收股利及应收利息）10.31 亿元，同比增长 15.70%，主要系拆借资金往来增长。公司其他应收款账龄主要集中在一年内，并对账龄在 3 年以上的款项计提坏账准备 1194.94 万元；其他应收款账面余额前五名合计占比 85.96%，主要由对杭州辰祥房地产有限公司资金拆借本息及对杭州城投代垫费用构成。

表 9　2018 年底公司其他应收款账面余额前 5 名单位

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	占比
杭州辰祥房地产有限公司	资金拆借本息	7.07	67.80
杭州市城市建设投资集团有限公司	代垫费用、项目管理费	0.60	5.78
杭州市国土资源局	保证金	0.54	5.15
杭州市土地储备中心	代垫费用	0.43	4.08
杭州市市政工程集团有限公司	保理项目本金及收益	0.30	2.88
合　计	--	**8.94**	**85.69**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货 20.51 亿元，同比下降 55.43%，主要是由于长睦项目及房地产业务确认收入结转成本所致。公司存货主要由代建项目（占 19.89%）、开发成本（占 36.19%）和开发产品（占 32.04%）构成。2018 年底，公司存货中开发成本及开发产品合计 14.00 亿元，主要由长睦经济适用房、云锦城二期、富阳润泽院等项目构成。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 126.94 亿元，同比增长 0.75%，以长期应收款、固定资产和其他非流动资产构成。

2018 年底，公司长期应收款 15.33 亿元，同比下降 28.57%，系一年内到期的委托贷款转入流动资产所致，公司长期应收款主要由融资租赁款（7.70 亿元）、应收自建回购工程款项（6.41 亿元）和委托贷款（1.22 亿元）构成。

2018 年底，公司长期股权投资 8.90 亿元，同比增长 78.54%，主要系新增对合营企业杭州富阳城发项目管理有限公司投资。

2018 年底，公司固定资产账面原值 45.16 亿元，以道路资产[1]（40.71 亿元）为主，其余为地下管道设施、房屋及建筑物、地下停车场、广告设施等资产；固定资产累计折旧合计 14.52 亿元，计提资产减值准备 0.07 亿元。2018 年底，公司固定资产账面价值 30.57 亿元，同比增长

[1]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。

1.33%。

2018 年底，公司在建工程 6.78 亿元，较 2017 年底增加 6.77 亿元，主要为地下综合管廊工程及金桥北路整体提升改造工程、351 国道开化段 PPP 项目、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。

2018 年底，公司其他非流动资产 61.85 亿元，同比下降 5.63%，主要为拨出专项资金 57.64 亿元（政府拨付用于城建项目资金形成的托管资产）和长期债权投资 3.69 亿元。

2019 年 3 月底，公司资产总额 215.51 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 40.06%和 59.94%，公司资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底下降 3.96%；存货较上年底增加 2.23 亿元，主要是杭州城享商业发展公司购入土地；应收票据及应收账款 3.42 亿元，较 2018 年底增长 44.76%，系应收保理项目本金及应收票据增长；在建工程 10.28 亿元，较 2018 年底增长 51.61%，系对 PPP 项目投入。

受限资产方面，2019 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 1.06 亿元，包括货币资金 657.00 万元（保证金及其他）和长期应收款 9951.21 万元（用于银行借款质押），资产受限比例 0.49%，资产受限比例很低。

总体看，公司资产以非流动资产为主，其中占比较高的其他非流动资产主要系政府拨付用于城建项目资金形成的托管资产，固定资产主要为道路资产，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 90.27 亿元，同比增长 3.09%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加，其他科目变化不大。2018 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 33.46%）、资本公积（42.56%）和未分配利润（占 13.49%）构成。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 91.19 亿元，在规模及结构两方面均较上年底变化不大；公司少数股东权益 8.28 亿元，较 2018 年底增长 6.12%，系 PPP 项目公司其他股东增资。

总体看，跟踪期内公司所有者权益略有增长，构成仍以实收资本和资本公积为主，稳定性较强。

负债

2018 年底，公司负债总额 120.04 亿元，同比下降 1.48%；流动负债和非流动负债分别占 45.23%和 54.77%，非流动负债占比上升，负债结构较上年底变化较大。

2018 年底，公司流动负债 54.30 亿元，同比下降 22.17%，主要系短期借款和预收款项减少；流动负债构成以短期借款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。2018 年底，公司短期借款 12.02 亿元，同比下降 7.52%；预收款项 14.91 亿元，同比下降 23.69%，主要系房地产业务确认收入结转；其他应付款 9.07 亿元，同比下降 0.56%，主要由资金拆借、待售款项、应付工程款构成，其中含公司向土地储备中心的有息拆借款 3.00 亿元，到期日在 1 年以上，本报告将其调整至长期债务计算；一年内到期的非流动负债 4.56 亿元；其他流动负债 9.99 亿元，系 2018 年发行的短期融资券余额。

2018 年底，公司非流动负债 65.74 亿元，同比增长 26.24%，主要系长期应付款增长所致。其中，长期借款 2.40 亿元，同比下降 25.79%；应付债券 29.76 亿元，同比增长 0.30%；长期应付款 24.61 亿元，同比增长 111.00%，系新增政府债券，本报告将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 124.32 亿元，较上年底增长 3.56%，流动负债和非流动负债分别占 47.29%和 52.71%，较 2018 年底变化不大。2019 年 3 月底，公司其他应付款 15.51 亿元，较 2018 年底增长 71.03%，主要系保证金及借款增长；长期应付款 29.07 亿元，较 2018

年底增长 17.82%。

从有息债务来看，2018 年底，公司全部债务 85.23 亿元，同比增长 2.37%；其中短期债务占 31.18%，长期债务占 68.82%，公司债务结构有所优化。2019 年 3 月底，公司全部债务 85.86 亿元，较 2018 年底略有增长，债务结构较上年底变化不大。

从债务指标看，2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.08%和 48.57%，较上年底均略有下降；长期债务资本化比率为 39.39%，较 2017 年底提升 4.69 个百分点。2019 年 3 月底，上述三项指标分别为 57.69%、48.50%和 39.44%，较 2018 年底变化不大。以 2019 年 3 月底公司有息债务看，2019 年 4—12 月及 2020 年，公司到期债务规模分别为 26.36 亿元和 22.14 亿元。

表 10　公司债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	36.73	26.57	26.46
长期债务	46.53	58.66	59.40
全部债务	83.26	85.23	85.86
资产负债率	58.19	57.08	57.69
全部债务资本化比率	48.74	48.57	48.50
长期债务资本化比率	34.70	39.39	39.44

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理
注：其他流动负债计入短期债务计算；其他应付款及长期应付款中有息债务计入长期债务计算

总体看，跟踪期内公司债务规模略有增长；受益于用政府债券资金置换到期债务，公司有息债务结构有所优化，债务负担较轻。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 45.64 亿元，同比大幅增长 149.97%，主要是城市基础设施建设收入和房地产开发收入增长所致。2018 年，公司营业利润率 6.59%，较 2017 年下降 3.72 个百分点。

2018 年，公司期间费用 2.59 亿元，同比增长 7.13%，主要以管理费用为主。2018 年，公司期间费用占营业收入的 5.67%，因收入大幅增长，较 2017 年下降 7.55 个百分点。

2018 年，公司投资收益 1.51 亿元，主要来自对长期股权投资企业的投资收益（8825.57 万元）；公司其他收益 8320.17 万元，主要是对公司持有的道路资产折旧提供的补贴。2018 年，公司利润总额 2.43 亿元，同比增长 27.68%，公司利润总额对投资收益及政府补贴依赖程度高。

表 11　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年
营业收入	18.26	45.64
投资收益	1.41	1.51
其他收益	0.83	0.83
利润总额	1.69	2.43
营业利润率	10.31	6.59
总资本收益率	1.56	1.99
净资产收益率	1.57	1.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率 1.99%，较上年提升 0.43 个百分点；净资产收益率 1.70%，较上年提升 0.27 个百分点。公司整体盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内公司营业收入及利润总额均大幅增长，利润总额对投资收益和政府补贴依赖程度较高，公司整体盈利能力仍较弱。

5．现金流

2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 41.59 亿元，同比增长 24.09%，主要来源于土地出让返还及房地产项目预售现金回款；同期现金收入比较 2017 年降至 91.13%，主要是房地产项目收入确认与实际回款时间不一致，公司收入实现质量良好。2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 23.85 亿元，同比下降 3.53%；公司收到其他与经营活动有关的现金 7.58 亿元，同比增长 18.57%，主要是经营性往来款流入增加；支付其他与经营活动有关的现金 2.76 亿元，同比下降 33.44%，主要是利息支出。2018 年，公司经营活动现金净流入 18.26 亿元，同比增长 111.53%。

2018 年，公司收回投资收到的现金 33.52 亿元，投资支付的现金 39.70 亿元，主要是收

回和投资理财产品产生的现金流。同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.20 亿元，系对 PPP 项目工程支出。2018 年，公司投资活动以理财和对 PPP 项目投资为主，投资活动现金净流出 13.05 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他与筹资活动有关的现金（发行短期融资券收到现金及资金拆入）；2018 年，公司筹资活动现金流入 74.61 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，支付其他与筹资活动有关的现金 25.02 亿元主要为归还拆借资金。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 2.32 亿元。

表 12　公司现金流情况　（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	39.91	49.17
经营活动现金流出量	31.28	30.92
经营活动现金流量净额	8.63	18.26
投资活动现金流量净额	2.87	-13.05
筹资活动现金流量净额	-4.49	2.32
现金收入比	183.57	91.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 19.66 亿元，经营活动产生的现金流量净额-3.46 亿元；公司投资活动现金净流出 4.77 亿元；筹资活动现金净流入 3.41 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入实现质量良好，经营活动现金净流入大幅增长；投资活动资金需求不大，公司筹资压力一般。考虑到公司 PPP 项目未来仍需较大规模投资，公司仍存在一定的筹资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率 153.53%，较 2017 年底提升 33.98 个百分点；速动比率 115.75%，较上年底提升 62.17 个百分点。2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 146.83%和 108.16%。2018 年，公司经营现金流动负债比 33.62%，较 2017 年上升 21.25 个百分点。2019 年 3 月底，公司现金类资产 19.49 亿元，相当于短期债务的 0.74 倍。公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 5.49 亿元，较 2017 年增长 39.99%；全部债务/EBITDA 为 15.54 倍，EBITDA 利息倍数为 2.47 倍。公司 EBITDA 对利息保障较强，对全部债务保障较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司获得金融机构授信总额 88.09 亿元，已使用额度 19.58 亿元，未使用额度 68.51 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 8.60 亿元，担保比率 9.43%，被担保方包括杭州建工集团有限责任公司、公司参股公司杭州辰祥房地产有限公司以及公司股东杭州城投，目前均正常经营，公司或有负债风险可控。

表 13　2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	余额	起讫日
杭州建工集团有限责任公司	4000.00	2018.10.10-2019.4.17
	1000.00	2019.1.29-2020.1.29
	4000.00	2018.11.20-2019.5.27
	3000.00	2019.1.23-2020.1.23
	1300.00	2019.1.23-2020.1.23
	1694.00	2019.1.23-2020.1.23
杭州城投	8000.00	2016.12.23-2031.12.22
杭州辰祥房地产有限公司	63000.00	2018.11.19-2022.11.18
合计	**85994.00**	--

资料来源：公司提供

考虑到公司作为杭州城投下属重要子公司，是杭州市重要的基础设施建设主体，且在政府债务置换资金和财政补贴方面获得杭州市政府持续有力的支持，公司整体偿债能力很强。

7．母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 178.00 亿元，同比下降 2.07%。母公司资产构成和公司资产构成相似，其中流动资产 52.50 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 125.50 亿元，主要由长期股权投资、固定资产和其他非流动资产构成。截至 2019 年 3 月底，

母公司资产总额 179.43 亿元，较 2018 年底增长 0.81%，资产构成较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，母公司负债合计 99.34 亿元，同比下降 3.64%，以应付债券和长期应付款构成的非流动负债为主。2018 年底，母公司资产负债率 55.81%，负债水平尚可。截至 2019 年 3 月底，母公司负债合计 100.51 亿元，较 2018 年底增长 1.19%，主要系其他应付款及长期应付款增加所致。

2018 年，母公司实现营业收入 28.28 亿元，实现利润总额 0.52 亿元。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 4.02 亿元，利润总额为 0.26 亿元。

十、存续期债券偿债能力分析

1. 存续期债券保障能力分析

综合考虑公司存续中期票据的到期兑付日和特殊条款的设置，假设“15 杭城建 MTN001”和“15 杭城建 MTN002”的投资人未在 2020 年回售，选择在 2022 年到期兑付，同时考虑到“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”将在 2022 年到期兑付，公司需在 2022 年兑付本金 25.00 亿元，是公司存续债券单年需兑付最大金额。

2018 年，公司经营活动现金流入量 49.17 亿元，经营活动现金流净额 18.26 亿元，EBITDA 为 5.43 亿元，分别为公司存续债券单年最大兑付本金的 1.97 倍、0.73 倍和 0.22 倍。跟踪期内，公司经营活动现金流入量对公司存续债券单年最大兑付本金保障能力一般，经营活动现金流净额和 EBITDA 对其保障能力较弱。

若“15 杭城建 MTN001”和“15 杭城建 MTN002”的投资人在 2020 年选择回售，则可在一定程度上缓解公司存续中期票据集中兑付压力。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司存续中期票据可能产生的最大兑付本金保障能力一般，公司或将面临一定到期偿债压力。

2. 存续期债券担保人分析

公司存续债券“16 杭州城建 MTN001”“17 杭城建 MTN001”和“17 杭城建 MTN002”由公司股东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投资、建设及运营主体，业务涵盖城市公交、供气、热电联产、供水、垃圾污水处理、市政基础设施建设及房地产开发等业务。杭州市国资委代表杭州市人民政府行使出资人的职能，为杭州城投实际控制人。杭州城投在资金支持和财政补贴等方面获得杭州市政府的大力支持。

截至 2018 年底，杭州城投资产总额 1237.94 亿元，所有者权益 484.57 亿元；2018 年，杭州城投实现营业收入 261.24 亿元，利润总额 22.52 亿元。

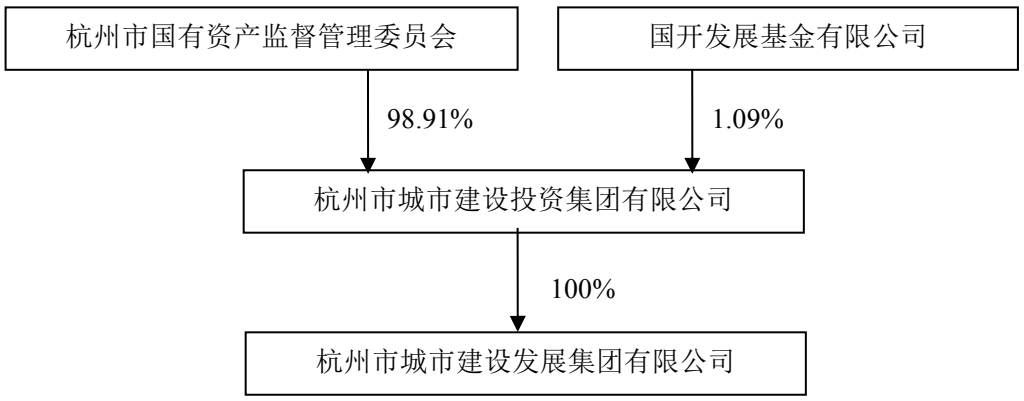
2018 年，杭州城投经营活动现金流入量 440.77 亿元，经营活动现金流净额 27.82 亿元，EBITDA 为 56.56 亿元，分别是其担保债券合计本金（20 亿元）的 22.04 倍、1.36 倍和 2.83 倍，保障能力强。

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，其担保有效提升了“16杭州城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”本息偿付的安全性。

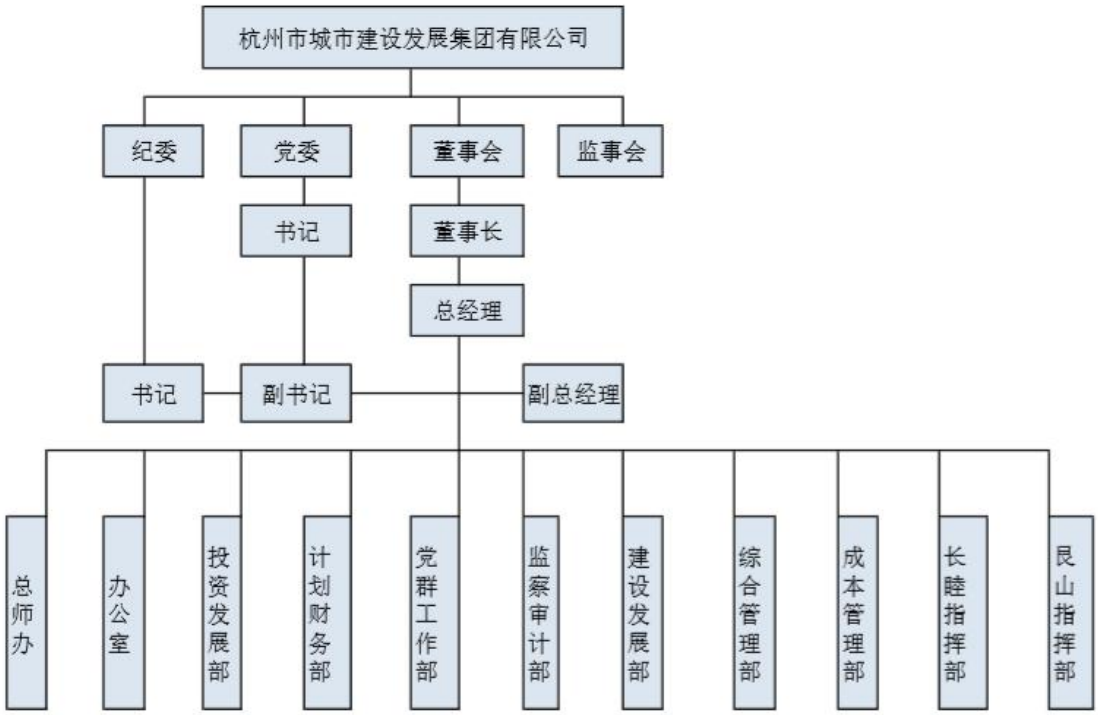
十一、结论

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

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司子公司情况

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（%）	投资额（万元）	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	322.98	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	17000.00	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	14000.00	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	1020.00	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	1020.00	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	1000.00	投资设立
临安长西投资建设管理有限公司	3	公用事业	7500.00	70.00	70.00	5250.00	投资设立
杭州中庆房地产发展有限公司	2	房地产开发	4000.00	45.00	45.00	1800.00	投资设立
绍兴中庆房地产发展有限公司	3	房地产开发	2000.00	100.00	100.00	6096.25	投资设立
富阳中庆房地产发展有限公司	3	房地产开发	5000.00	100.00	100.00	5000.00	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	60.00	60.00	560.00	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	2280．00	投资设立
杭州城投租赁有限公司	2	租赁	17000.00	100.00	100.00	17000.00	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	2500.00	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	16586.79	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	26473.03	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	14760.00	51.11	51.11	7544.00	投资设立
杭州城享商业发展有限公司	2	房地产开发	200.00	65.00	65.00	130.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.77	13.33	20.84	19.49
资产总额(亿元)	192.12	209.40	210.31	215.51
所有者权益(亿元)	85.79	87.56	90.27	91.19
短期债务(亿元)	30.47	36.73	26.57	26.46
长期债务(亿元)	52.20	46.53	58.66	59.40
全部债务(亿元)	82.67	83.26	85.23	85.86
营业收入(亿元)	21.44	18.26	45.64	5.99
利润总额(亿元)	1.33	1.69	2.43	0.49
EBITDA(亿元)	4.12	3.92	5.49	--
经营性净现金流(亿元)	4.43	8.63	18.26	-3.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	33.84	35.37	29.35	--
存货周转次数(次)	0.42	0.35	1.24	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.09	0.22	--
现金收入比(%)	154.90	183.57	91.13	88.31
营业利润率(%)	5.88	10.31	6.59	11.77
总资本收益率(%)	1.29	1.56	1.99	--
净资产收益率(%)	1.13	1.57	1.70	--
长期债务资本化比率(%)	37.83	34.70	39.39	39.44
全部债务资本化比率(%)	49.07	48.74	48.57	48.50
资产负债率(%)	55.35	58.19	57.08	57.69
流动比率(%)	145.35	119.55	153.53	146.83
速动比率(%)	47.92	53.58	115.75	108.16
经营现金流动负债比(%)	9.20	12.37	33.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.59	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.04	21.25	15.54	--

注：1.公司 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他流动负债计入短期债务计算；其他应付款及长期应付款中有息债务计入长期债务计算

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	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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