信用等级公告

联合〔2020〕2327 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”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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十日

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2020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
15 杭城建 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
15 杭城建 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
16 杭城建 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

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

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：2020 年 7 月 20 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
政府支持				1

评级观点

杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）唯一股东杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）是杭州市最大的城市基础设施建设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的财政补贴等支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、土地开发整理项目持续性弱、债券存在集中兑付等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。

随着杭州市整体经济实力和财政实力的不断增强，公司持续推进自身多元化经营，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”和“15杭城建MTN002”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. **公司经营环境良好。**跟踪期内，杭州市经济快速发展，财政实力稳步提高，2019年，杭州市实现地区生产总值15373亿元，同比增长6.8%；完成一般公共预算收入1965.97亿元，同比增长7.7%。
2. **公司持续得到政府支持。**公司作为杭州市重要的基础设施建设主体之一，区域地位

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　丁　晓

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

突出，跟踪期内持续得到政府在财政补贴方面的支持。

3. **杭州城投对存续债券提供担保，增强了债券偿付的安全性。**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. **公司资产流动性较弱。**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. **公司PPP项目收益对项目运营及政府财力依赖较大。**公司PPP项目回收周期长，PPP项目运营情况及政府财力变化情况将对PPP项目收益产生较大影响。
3. **公司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，项目面临资金平衡压力。
4. **公司存续债券到期兑付时间集中，或将面临集中兑付压力。**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。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产（亿元）	13.33	20.84	13.44	13.04
资产总额（亿元）	209.40	209.14	184.89	190.38
所有者权益（亿元）	87.56	90.27	92.37	92.76
短期债务（亿元）	36.73	26.57	10.12	10.46
长期债务（亿元）	46.53	58.66	63.58	67.82
全部债务（亿元）	83.26	85.23	73.70	78.28
营业收入（亿元）	18.26	46.74	21.58	2.24
利润总额（亿元）	1.69	2.43	1.73	0.12
EBITDA（亿元）	3.92	5.49	4.63	--
经营性净现金流（亿元）	8.63	18.26	9.35	0.91
现金收入比（%）	183.57	88.98	153.99	215.62
营业利润率（%）	10.31	8.80	15.50	32.06
净资产收益率（%）	1.57	1.70	1.37	--
资产负债率（%）	58.19	56.84	50.04	51.27
全部债务资本化比率(%)	48.74	48.57	44.38	45.77
流动比率（%）	119.55	150.04	184.61	170.89
速动比率（%）	53.58	113.12	152.72	137.52
经营现金流动负债比(%)	12.37	32.86	37.02	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.78	1.33	1.25
EBITDA利息倍数（倍）	1.82	2.28	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.25	15.54	15.93	--

公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	181.76	179.11	163.69	163.99
所有者权益（亿元）	78.67	79.77	80.59	80.59
全部债务（亿元）	82.84	82.42	68.08	68.90
营业收入（亿元）	12.45	29.39	15.57	1.59
利润总额（亿元）	0.57	-0.19	0.42	0.00
资产负债率（%）	56.72	55.46	50.77	50.86
全部债务资本化比率(%)	51.29	50.82	45.79	46.09
流动比率（%）	120.33	136.03	168.20	163.57
经营现金流动负债比(%)	5.74	25.73	58.17	--

注：1. 2020 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；3、一年内到期的非流动负债中非有息债务部分已剔除；4. 本报告以 2019 年初数据代替 2018 年底数据

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	2019/07/23	马玉丹 何光美	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 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、17 杭城建 MTN001、17 杭城建 MTN002	AAA						
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）	阅读全文
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。

杭州市城市建设发展集团有限公司2020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2020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2020年3月底，公司本部内设办公室、投资发展部、计划财务部、党群工作部、监察审计部、建设发展部、综合管理部、成本管理部、总师办和艮山指挥部等11个职能部门，公司合并范围内拥有子公司16家。

截至 2019 年底，公司资产总额 184.89 亿元，所有者权益合计 92.37 亿元（其中少数股东权益 8.52 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 21.58 亿元，利润总额 1.73 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 190.38 亿元，所有者权益 92.76 亿元（其中少数股东权益 8.84 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.24 亿元，利润总额 0.12 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2020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”和“17杭城建MTN002”，债券余额合计30.00亿元。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

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
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

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其

中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业

增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域经济

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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建

设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

跟踪期内，杭州市经济快速发展，财政实力稳步增强，财政自给程度高。未来，杭州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。

根据《2019年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2019年杭州市实现地区生产总值15373亿元，比上年增长6.8%；其中第一产业增加值为326亿元，第二产业增加值为4875亿元，第三产业增加值为10172亿元，三次产业结构为2.1:31.7:66.2。2019年，杭州市人均地区生产总值为15.25万元。

从固定资产投资来看，2019年杭州市固定资产投资同比增长11.6%，其中基础设施投资增长5.2%，交通投资增长16.9%，高新技术产业投资增长8.4%。从产业投向来看，第二产业投资增长6.2%，第三产业投资增长12.2%。

2019年，杭州市全年房地产开发投资增长10.7%，其中住宅投资增长12.6%，办公楼投资增长13.4%，商业营业用房投资下降5.9%；房屋施工面积为11996万平方米，增长2.1%，新开工面积2345万平方米，下降10.1%，竣工面积为1728万平方米，增长5.5%，商品房销售面积1514万平方米，下降9.7%。

根据《关于杭州市及市本级2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年杭州市完成一般公共预算收入1965.97亿元，同比增长7.7%，其中税收收入1791.17亿元，占一般公共预算收入的91.1%，一般公共预算收入质量好；一般公共预算支出1952.85亿元，财政自给率为100.67%，财政自给程度高。截至2019年底，杭州市地方政府债务余额为2540.86亿元，其中一般债务1072.89亿元，专项债务1467.97亿元。

《杭州市城市建设十三五规划》提出，杭州市未来要以基础设施建设为重点，包括加快完善城市路网结构，形成轨道交通骨干网络；继续加快公共停车场、污水处理设施和海绵城市建设；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和农村住房改造建设；以绿色职能导向，推进新型城市建设。

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等方面的支持。

2019年，公司获得财政补贴0.76亿元，主要为道路资产折旧补贴，计入“其他收益”。

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2020年7月14日，公司本部无不良和关注类未结清信贷业务，跟踪期内无不良的已结清信贷记录。

七、管理分析

根据杭州城投《关于章贤春等同志职务任免的通知》（杭城投干〔2019〕39号），公司董事兼总经理沈勇变更为章贤春，董事兼副总经理莫海岗不再担任原职务。

章贤春，男，1968年生，大专学历；曾担任杭州公交一公司团委副书记及书记、技检科副科长及科长、主任工程师、经理办公室主任、党支部书记，杭州市公交总公司第一汽车公司副经理，杭州市公交公司科学教育技术部副经理兼信息中心副主任，杭州市公交集团有限公司科学技术信息部经理、总经理助理，杭州市公共交通集团有限公司副总经理、党委委员、董事等，现任公司党委副书记、董事、总经理。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度无重大变化。

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。2019年，公司收入规模大幅下降，毛利率有所增长。

2019年，公司实现主营业务收入20.55亿元，同比大幅下降54.80%，主要系工程收入、房产销售收入大幅下降所致；公司工程项目收入主要来自土地整理、自建回购项目，2019年为9.13亿元，同比下降52.62%，系长睦大型居住区土地整理项目（以下简称“长睦项目”）接近尾声，当期无新增项目所致；商品及使用权转让收入包括建材贸易收入及地下管道建设收入，同比下降8.85%，系行情导致贸易收入下降所致；由于房地产开发业务在售项目减少，结转交付规模下降，导致当年房产销售收入下降96.01%至0.63亿元；租赁业务实现收入1.47亿元，同比增长52.13%。

毛利率方面，2019年公司主营业务毛利率为12.78%，同比上升3.61个百分点，系毛利率较高的管理咨询服务和租赁业务收入扩大所致；受各项目类型不同、收益有所差异影响，工程项目毛利率有所增长；商品及使用权转让业务毛利率持续低位；受结转开发项目不同、前期土地成本差异较大等影响，房产销售业务毛利率大幅提升；随着租赁价格提升，租赁业务毛利率实现小幅提升；管理咨询业务毛利率仍维持在较高水平。

2020年1－3月，公司主营业务收入为2.05亿元，毛利率为32.68%，较2019年大幅增长，主要系毛利率水平较高的租赁业务和管理咨询业务收入占比大幅上升所致。

表4　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程项目	19.27	42.38	6.01	9.13	44.42	10.67	0.27	13.15	34.74
商品及使用权转让	9.42	20.71	3.32	8.58	41.77	1.22	1.04	50.55	3.00
房产销售	15.68	34.47	14.33	0.63	3.04	51.29	0.18	8.68	59.97
租赁业务	0.96	2.12	31.98	1.47	7.14	38.35	0.26	12.66	50.79
管理咨询服务	0.14	0.31	100	0.74	3.62	89.3	0.31	14.96	100.00
合计	**45.47**	**100**	**9.17**	**20.55**	**100**	**12.78**	**2.05**	**100.00**	**32.68**

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

跟踪期内，公司土地整理业务持续性弱，自建回购业务回款尚可，委托代建管理费收入

规模有限，考虑到 PPP 项目建设尚需投资规模较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

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。

长睦项目计划总投资 70.70 亿元，规划面积 4319.4 亩，可出让地块合计 1511.54 亩。截至 2019 年底，该项目已完成投资 63.30 亿元，经营性住宅用地已全部出让，经营性商业用地一块约 3 万平方米尚未出让，累计确认土地出让收入 59.36 亿元，累计收到回款 60.86 亿元。2019 年，长睦项目确认收入 6.76 亿元。公司目前无其他新增土地一级开发项目。

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 2019 年底，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二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 2019 年底，该项目累计投资 2.76 亿元，累计确认收入 3.48 亿元，累计回款 2.41 亿元。2019 年，余临连接线改建工程确认收入 0.20 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。2019 年和 2020 年一季度，公司分别确认代建管理费 4312.56 万元和 520.16 万元。

截至 2019 年底，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。2020 年和 2021 年预计实现管理费收入 957.26 万元和 259.52 万元。拟建项目共 48 个，总投资 112.51 亿元。总体来看，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。

表5　截至2019年底公司委托代建在建项目情况

项目名称	建设工期	总投资（亿元）	管理费率（%）	管理费收取计划（万元）	
				2020 年	2021 年
德胜路（机场路－九环路）地下综合管廊（自来水供水管道维修改造）工程	2016.12－2019.12	9.88	1.30	301.18	194.04
艮山路地下综合管廊工程	2016.12－2018.12	12.93	1.20	77.32	0.00
艮山路提升改造工程	2017.08－2022.12	39.88	0.55	261.94	65.48
东湖立交桥工程	2017.11－2019.12	3.27	1.11	18.14	0.00
九环路（钱江变-德胜变）、机场变-德胜路电力隧道工程	2018.07－2020.10	1.09	1.16	63.68	0.00
市中心网架完善工程	300 天	0.53	1.80	35.00	0.00
嘉善 PPP 保障房项目	暂按 2.5 年计	24.90	0.40	200.00	0.00
合计	--	**92.48**	--	**957.26**	**259.52**

资料来源：公司提供

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 2019 年底，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 6　截至 2019 年底公司在建 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	2020 年计划投资额	2021 年计划投资额	2022 年计划投资额
富阳区金桥北路市政综合管廊工程	13.83	富阳城投	3 年	20 年	20.00%	60.00%	可行性缺口补助	7.95	3.00	1.50	1.38
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	16.45	8.60	3.63	3.00
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	7.57	5.60	5.00	4.79
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	6.26	5.50	2.00	1.90
小计	**84.13**	--	--	--	--	--	--	**38.23**	**22.70**	**12.13**	**11.07**

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 2019 年底，PPP 项目总投资 84.13 亿元，已完成投资 38.23 亿元，未来尚需投资 45.90 亿元，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

受在售项目减少影响，跟踪期内，公司房地产业务收入大幅下降，且公司房地产业务后续可售面积规模较小，无储备用地，业务持续性弱。

公司房地产开发业务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。

2019年，公司实现房地产开发收入0.63亿元，同比下降96.01%，系在售项目减少，结转交付规模下降所致。截至2019年底，公司在售项目为城发云锦铖项目，该项目总投资30.00亿元，已投资额28.02亿元，累计销售30.26亿元，累计确认收入29.19亿元，剩余销售面积1.50万平方米，规模不大。

截至2019年底，公司在建项目为云阳大厦，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综合体，建成后由公司自主运营。该项目计划总投资6.34亿元，总用地面积7478平方米，总建筑面积40668平方米，项目已于2019年4月29日开工，截至2019年底已完成投资3.92亿元。

截至评级报告出具日，公司无用于商品房开发的储备用地。

（3）地下管道建设

跟踪期内，管道业务整体收入变动不大，受杭州市整体弱电管线布局规划影响，随着全市管线逐渐建成，公司管道业务收入或将有所下降。

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2019年底，管道公司在杭州市1754条道路上铺设了弱电管道，孔公里长度15795公里。随着杭州市基础设施建设逐步完善，未来公司弱电管道自主投资量或有所下降。

2019年，公司分别实现管道建设收入1.61亿元和0.19亿元，分别实现管道使用权收入0.51亿元和0.09亿元。

表7　公司管道业务收入情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年1－3月
管道建设收入	0.97	1.61	0.19
使用权转让收入	0.96	0.51	0.09
合计	**1.93**	**2.12**	**0.28**

资料来源：公司提供

（4）商品销售

跟踪期内，公司商品销售业务仍主要为大宗商品贸易，盈利能力较弱。

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。

2019年和2020年1－3月，公司分别实现商品销售业务收入8.08亿元和0.95亿元。

表8　2019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	109360.45	71902.86	72202.29
系统内	54987.66	20104.06	20517.09
合计	**164348.11**	**92006.92**	**92719.38**

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2019年底，公司融资租赁业务本金余额为17.10亿元。2019年，公司融资租赁业务实现收入0.92亿元。

住宅商铺出租方面，截至2019年底，公司可用于对外出租的建筑面积为8.95万平方米。2019年，公司房屋出租实现收入0.29亿元。

此外，公司还开展广告业务和停车场业务，2019年分别取得收入435.40万元和145.69万元。截至2020年3月底，公司拥有9个停车场，在运营停车场有6个，在运营车位1103个。

（6）其他业务

公司其他收入来源于委托贷款、保理业务和子公司房地产出租业务等。2019年和2020年1－3月，公司其他业务收入分别为1.03亿元和0.19亿元。

3. 未来发展

未来公司将构建“4+2”业务框架，即以通信通讯、资产经营、融资租赁、PPP 经营管理四类业务为主要发展方向；辅以建设管理、房地产投资业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019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2020年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 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 2 家子公司，新增 1 家子公司，合并范围变动对财务数据的可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产总额 184.89 亿元，所有者权益合计 92.37 亿元（其中少数股东权益 8.52 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 21.58 亿元，利润总额 1.73 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 190.38 亿元，所有者权益 92.76 亿元（其中少数股东权益 8.84 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.24 亿元，利润总额 0.12 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，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。

2019年底，公司资产总额184.89亿元，较年初下降11.59%，其中流动资产占25.23%，非流动资产占74.77%，公司资产以非流动资产为主。

表9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.29	9.70	13.37	7.23	12.98	6.82
存货	20.51	9.81	8.06	4.36	8.53	4.48
一年内到期的非流动资产	9.56	4.57	11.60	6.27	10.60	5.57
其他应收款	10.31	4.93	9.31	5.04	6.32	3.32
其他流动资产	15.89	7.60	2.08	1.12	3.32	1.75
流动资产	**83.37**	**39.86**	**46.64**	**25.23**	**43.67**	**22.94**
长期应收款	15.33	7.33	8.51	4.60	11.95	6.28
长期股权投资	8.90	4.26	8.96	4.85	8.73	4.59
固定资产	30.57	14.62	29.71	16.07	30.16	15.84
在建工程	5.61	2.68	13.79	7.46	16.45	8.64
其他非流动资产	61.85	29.57	67.35	36.42	68.12	35.78
非流动资产	**125.77**	**60.14**	**138.25**	**74.77**	**146.70**	**77.06**
资产总额	**209.14**	**100.00**	**184.89**	**100.00**	**190.38**	**100.00**

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 表格以 2019 年初数据代替 2018 年底数据
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

2019 年底，公司流动资产为 46.64 亿元，较年初下降 44.05%，主要来自货币资金、存货和其他流动资产的下降；公司流动资产主要由货币资金（占 28.67%）、存货（占 17.28%）、其他应收款（占 19.96%）、一年内到期的非流动资产（占 24.86%）和其他流动资产（占 4.46%）构成。

2019 年底，公司货币资金为 13.37 亿元，较年初下降 34.08%，主要系 2019 年筹资规模下降，同时购建在建工程等支出增多所致；货币资金主要由银行存款构成，受限部分为 0.06 亿元，为冻结资金和履约保证金，规模较小。

2019 年底，公司其他应收款为 9.31 亿元，较年初下降 9.68%；公司其他应收款前五名余额合计占其他应收款余额的 88.36%，主要来自杭州越祥房地产有限公司、杭州辰祥房地产有限公司、杭州富阳城发项目管理有限公司等杭州市国有企业及杭州市财政局，对资金形成占用，未计提坏账准备；公司按账龄法计提坏账准备的其他应收款账面金额为 0.24 亿元，规模较小，账龄较为分散。

表 10　2019 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	3.82	资金拆借本息	40.87
杭州辰祥房地产有限公司	2.79	资金拆借本息	29.83
杭州富阳城发项目管理有限公司	1.10	资金拆借本息	11.78
杭州市财政局	0.35	代垫应收款	3.77
杭州市物业维修资金管理中心	0.20	维修基金	2.11
合计	**8.25**	--	**88.36**

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

2019 年底，公司存货 8.06 亿元，较年初下降 60.71%，主要系杭州中庆房地产发展有限公司（以下简称“中庆房地产”）不再纳入公司合并范围导致开发产品、开发成本大幅下降，同时代建项目成本结转所致；期末，公司存货主要由工程施工（占 29.61%）、开发成本（占 43.24%）和开发产品（占 20.58%）构成，其中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。

2019 年底，公司一年内到期的非流动资产为 11.60 亿元，较年初增长 21.27%，主要系一年内到期的长期应收款增长所致，包括一年内到期的长期应收款 11.39 亿元和一年内到期的委托贷款 0.20 亿元。

2019 年底，公司其他流动资产为 2.08 亿元，较年初下降 86.92%，主要系收回理财产品和信托基金产品所致；期末，公司其他流动资产全部为信托基金产品。

2019 年底，公司非流动资产为 138.25 亿元，较年初增长 9.92%，主要系在建工程和其他非流动资产增加所致。

公司长期应收款主要由融资租赁款、委托贷款和自建回购项目应收款构成。2019 年底，公司长期应收款为 8.51 亿元，较年初下降 44.49%，系富阳项目和余临连接线改建工程转入一年内到期的非流动资产所致。

2019 年底，公司长期股权投资为 8.96 亿元，较年初变动不大，主要是对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 SPV 公司的投资。

2019 年底，公司投资性房地产为 6.46 亿元，较年初大幅增加 5.19 亿元，主要系城发云锦铖项目转入所致。

2019 年底，公司固定资产为 29.71 亿元，较年初下降 2.81%，主要由道路资产（26.05 亿元）和房屋建筑物（3.65 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。

2019 年底，公司在建工程为 13.79 亿元，较年初增加 8.18 亿元，主要系管廊项目和 PPP 项目投入增加所致。

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，2019 年底为 67.35 亿元，较年初增长 8.89%，主要系投资理财产

品和待抵扣进项税增长所致。

2020年3月底，公司资产总额190.38亿元，较2019年底增长2.97%，主要系长期应收款和在建工程增长所致；长期应收款为11.95亿元，较2019年底增长40.44%，系融资租赁项目增加；在建工程为16.45亿元，较2019年底增长19.30%，系项目持续投入所致。

截至2019年底，公司受限资产规模3.91亿元，受限比例为2.11%，包括0.06亿元货币资金及用于抵质押借款的长期应收款0.35亿元、存货2.80亿元和一年内到期的非流动资产0.70亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益基本稳定，债务规模有所下降，以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益为92.37亿元，较年初增长2.33%，主要由实收资本（占32.69%）、资本公积（占41.59%）和未分配利润（占14.00%）构成。2019年底，公司实收资本和资本公积均较年初保持稳定，分别为30.20亿元和38.42亿元。

2020年3月底，公司所有者权益为92.76亿元，与2019年底基本持平。

负债

2019年底，公司负债总额92.52亿元，较年初下降22.17%，其中流动负债和非流动负债分别占27.31%和72.69%，公司负债结构以非流动负债为主。

2019年底，公司流动负债为25.27亿元，较年初下降54.53%，主要来自短期借款、预收款项和其他流动负债的增长。

2019年底，公司短期借款为6.74亿元，较年初下降43.94%，全部由信用借款构成；公司应付账款为3.56亿元，较年初增长35.14%，主要系工程款增长；其他应付款8.85亿元，较年初增长12.17%，系往来款增长所致，主要由资金拆借款、往来款和应付工程款构成，应付工程款来自长睦项目，本报告将拆借款计入有息债务核算；预收款项为0.69亿元，较年初大幅减少15.48亿元，主要系中庆房地产划出后，预收房地产销售款减少所致；一年内到期的非流动负债为3.61亿元，较年初下降20.95%，包括一年内到期的长期借款0.88亿元和一年内到期的长期应付款2.73亿元。

2019年底，公司非流动负债为67.26亿元，较年初增长6.24%；长期借款为4.36亿元，较年初增长81.92%，主要为质押借款和抵押借款；应付债券为34.84亿元，较年初增长17.07%，主要系新增发行“19杭城建”所致；长期应付款为22.09亿元，较年初下降10.24%，系转入一年内到期的非流动负债所致，长期应付款主要为政府专项债券，本报告将其计入有息债务核算；其他非流动负债为5.15亿元，较年初无变化，全部为财政拨入的城建资金。

2019年底，公司全部债务73.70亿元，较年初下降13.54%，系短期融资券到期兑付和短期借款减少所致，其中短期债务占13.36%，长期债务占86.64%；2020年3月底，全部债务增长至78.28亿元，较2019年底增长5.89%。

表11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	26.57	10.12	10.46
长期债务	58.66	63.58	67.82
全部债务	85.23	73.70	78.28
资产负债率	56.84	50.04	51.27
长期债务资本化比率	39.39	40.77	42.23
全部债务资本化比率	48.57	44.38	45.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

从债务指标看，2019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分别为50.04%、44.38%和40.77%，资产负债率和全部债务资本化比率分别较年初下降6.80个和4.19个百分点，长期债务资本化比率较年初上升1.38个百分点；2020年3月底，上述指标分别

为51.27%、45.77%和42.23%，债务负担一般。

2020 年 4－12 月、2021 年和 2022 年，公司需偿还有息债务规模分别为 9.70 亿元、4.12 亿元和 27.14 亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，受房地产收入下降、土地整理项目收尾等综合影响，公司收入规模大幅下降，投资收益和政府补助是公司利润的重要来源。

2019 年，公司实现营业收入 21.58 亿元，同比大幅下降 53.84%，主要受房地产项目减少、土地整理项目收尾等影响，工程和房地产销售收入大幅下降所致；同期，公司营业成本为 18.10 亿元，同比下降 56.28%；营业利润率为 15.50%，同比上升 6.70 个百分点。

表 12　近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	46.74	21.58
营业利润	2.40	1.28
其他收益	0.83	0.76
利润总额	2.43	1.73
营业利润率	8.80	15.50
总资本收益率	1.99	1.70
净资产收益率	1.70	1.37

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司期间费用为 3.25 亿元，占营业收入的 15.06%，主要是财务费用和管理费用；同期，公司其他收益为 0.76 亿元，主要为财政补贴；公司实现投资收益 0.89 亿元，同比下降 40.66%，系信托产品持有规模下降导致收益减少；利润总额为 1.73 亿元，同比下降 28.98%。

盈利指标方面，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.70%和 1.37%，同比均小幅下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.24 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 10.40%；同期，公司实现利润总额 0.12 亿元，营业利润率为 32.06%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流量净额有所减少，投资活动现金净流出规模大幅下降；考虑到在建和拟建项目尚需投资规模较大，随着公司债务的逐步到期，未来仍面临一定融资压力。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入 52.80 亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金 33.23 亿元，为工程项目、贸易业务回款和房产预售款；公司收到其他与经营活动有关的现金 19.54 亿元，主要为往来款和政府补贴。2019 年，公司现金收入比为 153.99%，收现质量好。2019 年，公司经营活动现金流出 43.44 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金 23.65 亿元，为土地开发整理和房地产项目投资款；支付其他与经营活动有关的现金 17.57 亿元，主要是往来款。受存量房开发项目少、房屋销售规模下降、往来支出规模扩大等因素影响，公司经营活动现金流量净额有所减少，2019 年为 9.35 亿元。

表 13　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	49.17	52.80
经营活动现金流出量	30.92	43.44
经营活动现金流量净额	18.26	9.35
现金收入比（%）	88.98	153.99
投资活动现金流量净额	-13.05	-2.35
筹资活动现金流量净额	2.32	-13.97

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入27.32亿元，其中收回投资收到的现金14.23亿元，为收回理财产品收到的现金，收到其他与投资活动有关的现金11.72亿元，为资金拆借款；同期，公司投资活动现金流出29.67亿元，其中购建固定资产无形资产支付的现金12.68亿元，为PPP项目投资款，支付其他与投资活动有关的现金6.99亿元，为资金拆借款。2019年，公司投资活动现金流量净额持续为负，为-2.35亿元。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入28.68亿元，主要是取得借款和发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出42.65亿元，为偿还债务本息的现金流出。2019年，公司筹资活动现金流量净额为-13.97亿元。

2020年1－3月，公司经营活动现金流量净额为0.91亿元，投资活动现金流量净额-5.92亿元，筹资活动现金流量净额4.68亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较强，考虑到公司作为杭州市重要的基础设施建设主体之一，获得持续有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为184.61%和152.72%，较年初分别上升34.57个和39.59个百分点。2019年，公司经营现金流动负债比为37.02%。2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为170.89%和137.52%；公司现金短期债务比为1.25倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为4.63亿元，全部债务/EBITDA为15.93倍，EBITDA利息倍数为2.77倍。公司长期偿债能力指标较强。

截至2019年底，公司共获得银行授信额度111.97亿元，已使用12.38亿元，尚有99.59亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司对外担保余额10.35亿元，担保比率为11.20%，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，公司代偿风险较低。

7. 母公司财务分析

母公司对子公司管控力度较强，盈利能力弱，整体债务负担较轻。

2019年底，母公司资产总额为163.69亿元，较年初下降8.04%。其中，流动资产为35.84亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产为127.86亿元，主要由长期股权投资和固定资产构成。

2019年底，母公司所有者权益为80.59亿元，较年初增长2.46%。其中，实收资本和资本公积合计占85.14%，稳定性较强。

2019年底，母公司负债总额为83.10亿元，较年初16.34%，资产负债率为50.77%，较年初下降5.04个百分点。

2019年，母公司实现营业收入15.57亿元，利润总额为0.42亿元。

2020年3月底，母公司资产总额163.99亿元，所有者权益80.59亿元；2020年1－3月，母公司实现营业收入1.59亿元，利润总额为-43.35万元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，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”和“17杭城建MTN002”，债券余额合计30.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为上述存续债券余额的0.15倍、1.76倍和0.31倍。

“15杭城建MTN001”和“15杭城建MTN002”附有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，下一行权日为2020年，假设投资者均于2020年对上述债券行使回售选择权，公司2020年需偿还债券余额为10.00亿元，2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为上述需偿付余额（10亿元）的0.46倍、5.28倍和0.94倍。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年需偿还债券总额为25.00亿元，2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为上述需偿

还余额（25亿元）的0.19倍、2.11倍和0.37倍。公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力较强。

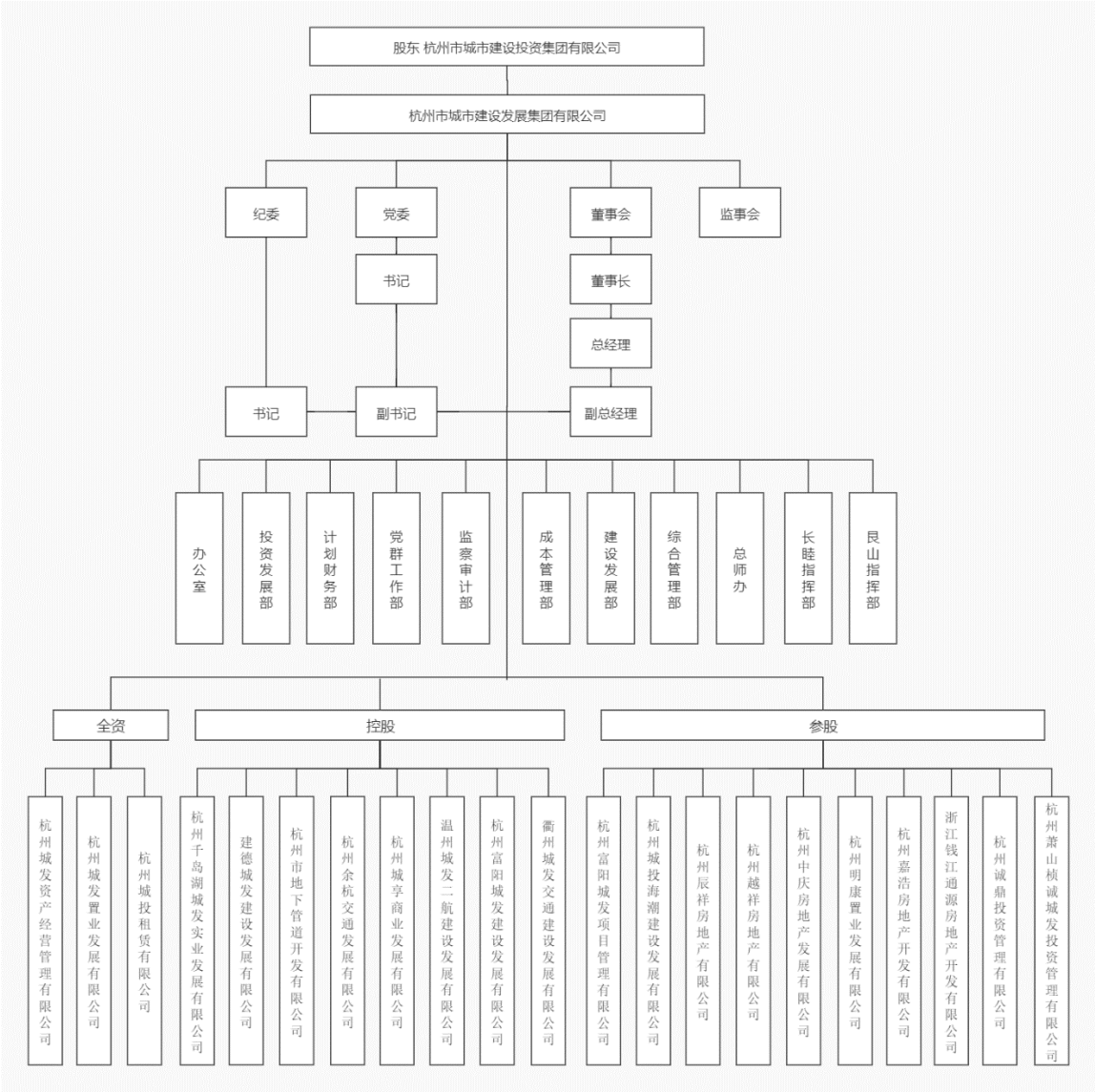
公司存续债券“16杭城建MTN001”“17杭城建MTN001”和“17杭城建MTN002”由母公司杭州城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。杭州城投是杭州市最大的城市基础设施建设和公用事业运营主体，业务具有区域专营性，且在股权划拨、资产注入和财政方面持续获得政府的大力支持。截至2019年底，杭州城投资产总额1389.42亿元，所有者权益526.51亿元（其中少数股东权益77.98亿元）；2019年，杭州城投实现营业收入280.78亿元，利润总额23.44亿元。2019年，杭州城投EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为上述担保债券余额（20.00亿元）的4.39倍、22.43倍和2.62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”和“15杭城建MTN002”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 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 1-2　截至 2020 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	7500.00	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	33769.30	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
杭州萃雅投资管理合伙企业（有限合伙）	2	投资管理	5000.00	100.00	100.00	投资设立

注：公司对杭州大江东城市资源开发有限公司和杭州余杭交通发展有限公司有实际控制权，将其纳入合并范围
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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.33	20.84	13.44	13.04
资产总额（亿元）	209.40	209.14	184.89	190.38
所有者权益（亿元）	87.56	90.27	92.37	92.76
短期债务（亿元）	36.73	26.57	10.12	10.46
长期债务（亿元）	46.53	58.66	63.58	67.82
全部债务（亿元）	83.26	85.23	73.70	78.28
营业收入（亿元）	18.26	46.74	21.58	2.24
利润总额（亿元）	1.69	2.43	1.73	0.12
EBITDA（亿元）	3.92	5.49	4.63	--
经营性净现金流（亿元）	8.63	18.26	9.35	0.91
财务指标				
销售债权周转次数（次）	35.37	30.06	10.86	--
存货周转次数（次）	0.35	1.24	1.27	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.22	0.11	--
现金收入比（%）	183.57	88.98	153.99	215.62
营业利润率（%）	10.31	8.80	15.50	32.06
总资本收益率（%）	1.56	1.99	1.70	--
净资产收益率（%）	1.57	1.70	1.37	--
长期债务资本化比率（%）	34.70	39.39	40.77	42.23
全部债务资本化比率（%）	48.74	48.57	44.38	45.77
资产负债率（%）	58.19	56.84	50.04	51.27
流动比率（%）	119.55	150.04	184.61	170.89
速动比率（%）	53.58	113.12	152.72	137.52
经营现金流动负债比（%）	12.37	32.86	37.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	2.28	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.25	15.54	15.93	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.78	1.33	1.25

注：1. 2020 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；3. 一年内到期的非流动负债中非有息债务部分已剔除；4. 本报告以 2019 年初数据代替 2018 年底数据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.85	14.80	7.63	7.19
资产总额（亿元）	181.76	179.11	163.69	163.99
所有者权益（亿元）	78.67	79.77	80.59	80.59
短期债务（亿元）	36.31	25.15	9.24	9.24
长期债务（亿元）	46.53	57.26	58.84	59.66
全部债务（亿元）	82.84	82.42	68.08	68.90
营业收入（亿元）	12.45	29.39	15.57	1.59
利润总额（亿元）	0.57	-0.19	0.42	0.00
EBITDA（亿元）	2.85	3.43	3.59	--
经营性净现金流（亿元）	2.99	9.93	12.39	-0.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	28.85	27.79	13.21	--
存货周转次数（次）	0.52	2.13	4.15	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.16	0.09	--
现金收入比（%）	104.93	74.08	118.13	95.56
营业利润率（%）	3.16	4.33	11.52	31.65
总资本收益率（%）	1.20	1.54	1.74	--
净资产收益率（%）	0.72	-0.26	0.53	--
长期债务资本化比率（%）	37.17	41.79	42.20	42.54
全部债务资本化比率（%）	51.29	50.82	45.79	46.09
资产负债率（%）	56.72	55.46	50.77	50.86
流动比率（%）	120.33	136.03	168.20	163.57
速动比率（%）	79.35	123.34	160.28	155.21
经营现金流动负债比（%）	5.74	25.73	58.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.80	1.18	3.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.09	24.01	18.94	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.59	0.83	0.78

注：1. 2020 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；3. 本报告以 2019 年初数据代替 2018 年底数据

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