

2010年杭州市交通投资集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA⁺ 级

本期债项信用等级：AAA 级

评级时间：2016年6月29日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100480】

存续期间 10年期债券 12亿元人民币, 2010年10月19日-2020年10月19日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AAA级	2016年6月
前次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AAA级	2015年5月
首次评级:	AA级	稳定	AA ⁺ 级	2010年7月

主要财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年
金额单位:人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	341.58	358.41	380.23
总负债	263.45	266.30	279.74
刚性债务	216.49	221.43	222.20
其中:应付债券	15.89	21.85	21.91
所有者权益	78.13	92.10	100.49
营业收入	17.64	22.50	29.36
净利润	0.22	0.42	1.28
经营性现金净流入量	15.75	4.67	13.69
EBITDA	14.67	16.82	17.85
资产负债率[%]	77.13	74.30	73.57
权益资本与刚性债务比率[%]	36.09	41.59	45.23
流动比率[%]	71.11	86.92	104.51
现金比率[%]	33.96	26.69	29.36
利息保障倍数[倍]	0.63	0.99	1.00
净资产收益率[%]	0.29	0.50	1.33
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.42	1.76	5.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.60	-5.00	1.12
EBITDA/利息支出[倍]	0.84	1.35	1.44
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.08	0.08
担保人数据及指标:			
总资产	846.11	890.48	913.37
货币资金	129.98	123.72	122.94
经营性现金净流入量	16.51	23.89	73.65
资产负债率[%]	57.51	59.10	58.73

注:发行人数据及担保人数据分别根据杭交投及杭城投经审计的2013~2015年财务数据整理、计算。

分析师

邬羽佳 周晓庆

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsi.com
<http://www.shxsi.com>

跟踪评级观点

跟踪期内,该公司营业收入保持增长,但由于营业成本上升幅度较大,加之较高的期间费用,公司营业亏损额有所增加,整体盈利能力仍然欠佳。目前公司负债经营程度仍然较高,同时以刚性债务为主的债务结构使公司面临较大的财务成本和偿债压力,但公司交通通行费收入现金回笼稳定,经营环节现金流总体呈现净流入状态,且货币资金较充裕,可对即期债务偿还起到保障作用。杭城投对本期债券提供的担保依然有效。

- 2015年杭州市经济发展保持平稳,且财政收入继续增长,可为杭交投的经营和发展提供良好的区域环境。
- 杭交投是杭州市交通基础设施的主要投资、建设和运营主体之一,可获得政府较有力的资金及政策支持。
- 2015年以来杭交投公路通行费收入继续增长,交通主业盈利能力依然较强。
- 杭交投的交通基础设施投资建设和房地产开发业务较易受经济周期波动及宏观政策调整的影响。
- 跟踪期内,受营业成本大幅上升影响,加之较高的期间费用,杭交投营业亏损有所扩大,整体盈利能力欠佳。
- 跟踪期内,杭交投负债经营程度仍偏高,同时负债结构中以银行借款与各类债券为主的刚性债务占比较大,公司面临的刚性债务偿付压力进一步加大。
- 杭城投的业务运营保持稳定,财务实力依然很强,对本期债券提供的连带责任保证担保持续有效。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由杭交投提供,所引用资料的真实性由杭交投负责。

跟踪评级报告

按照 2010 年杭州市交通投资集团有限公司(以下简称“杭交投”、该公司或公司) 公司债券信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据杭交投提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据, 对杭交投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析, 并结合行业发展趋势等方面因素, 得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2010 年 10 月, 经《国家发展改革委关于杭州市交通投资集团有限公司发行 2010 年公司债券核准的批复》(发改财金[2010]2476 号) 同意, 该公司发行了 12 亿元人民币 2010 年杭州市交通投资集团有限公司公司债券(简称“10 杭交投债”), 期限为 10 年, 目前募集资金所投的之江大桥项目已于 2013 年初建成通车, 2014 年实现通行费收入 0.31 亿元。2014 年 8 月经杭州市政府研究决定, 报浙江省政府批复同意, 根据浙政办函[2014]81 号文件, 杭州市自 2014 年 8 月 25 日起取消之江大桥收费。之江大桥取消收费后, 在之江大桥原定 25 年收费期内, 杭州市财政局、杭州之江度假区管委会、杭州滨江区政府将对公司运营的之江大桥逐年安排补贴。2015 年, 公司收到之江大桥项目补贴款 1.36 亿元。

截至 2016 年 3 月末, 该公司待偿还债券本金余额为 42 亿元, 具体情况如下图所示:

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 杭州交投 SCP001	10.00	270 天	3.05	2016-01-22	40 亿元/2015-12-03	未到期
15 杭交投 CP001	10.00	365 天	3.59	2015-07-17	22 亿元/2014-03-24	未到期
14 杭交投 MTN001	6.00	5 年	6.30	2014-07-23	10 亿元/2012-12-25	未到期
13 杭交投 MTN1	4.00	5 年	6.01	2013-01-24	10 亿元/2012-12-25	未到期
10 杭交投债	12.00	10 年	5.12	2010-10-19	12 亿元/2010-10	未到期

资料来源: 中国货币网

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

跟踪期内，该公司董事长冯国明因工作调动不再担任公司董事长，经市政府委派，公司董事长由章舜年出任。公司因业务发展需要，对组织架构进行调整，撤销财务审计部和监察室，新增财务管理部和监察审计部。

（二） 业务运营

2015 年杭州市继续加快转变经济发展方式，全年实现地区生产总值 10053.58 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.2%，增速同比上升 2 个百分点。其中，第一产业增加值 287.69 亿元、第二产业增加值 3910.60 亿元、第三产业增加值 5855.29 亿元，同比分别增长 1.8%、5.6%和 14.6%。三次产业结构由上年的 3.0：41.9：55.1 调整为 2015 年的 2.9：38.9：58.2，第三产业占比进一步提高。全市按常住人口计算的人均 GDP 为 11.23 万元，同比增长 8.19%。2015 年杭州市社会经济发展较为平稳，产业结构进一步优化，区域协调性逐步提高，但仍面临经济自主增长动力偏弱、资源要素及环境容量制约加剧等问题。

随着经济实力的增强，杭州市财政实力保持稳定增长。2015 年杭州市地方公共财政预算收入为 1233.88 亿元，同比增长 9.8%。与此同时，杭州市加大了民生投入，财政支出保持增长，当年全市公共财政预算支出 1205.48 亿元，同比增长 15.6%；其中用于民生支出 921.92 亿元，同比增长 16.3%，占财政总支出的 76.48%，同比提高 2.38 个百分点，其中科学技术、住房保障等民生项目支出分别同比增长 33.9%和 31.3%。从政府性基金收支方面看，2015 年杭州市本级政府性基金预算收入 446.54 亿元，同比下降 39%主要受土地市场成交量下滑影响，其中国有土地使用权出让收入为 394.51 亿元，同比下降 42.6%；市本级政府性基金预算支出 397.22 亿元，同比下降 42.6%。该公司作为杭州市交通建设的主要实体，对当地财政支持存在一定的依赖，跟踪期内杭州市较强的财政实力可为公司发展提供了较好的外部环境，有利于公司主营业务的持续发展。

根据 2014 年 9 月国务院出台的《国务院关于加强地方政府性

债务管理的意见》(国发【2014】43号)及11月财政部出台的《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),为加强地方政府性债务管理,中央政府对地方政府性债务存量进行甄别,明确地方政府存量债务规模,并对地方政府债务实行规模控制和预算管理。根据2014年8月公布的《杭州市人民政府办公厅关于印发杭州市地方政府性债务管理实施办法(试行)的通知》(杭政办函〔2014〕110号),杭州市政府就政府性债务的审批、举借、使用、偿还及预警等方面做出规范,以加强政府性债务管理,规范政府及其所属部门举借、使用、偿还债务等行为,防范和化解政府性债务风险。截至2015年末,该公司纳入杭州市地方政府债务管理体系的债务为22.98亿元,相对于公司债务规模较有限。杭州市政府债务甄别工作的推进及债务规模限额管理的实施,预计将对公司存量债务的处理及在建项目的后续融资产生较大影响。

2015年,杭州市完成固定资产投资5556.32亿元,同比增长12.2%。其中,完成基础设施投资1355.18亿元,同比增长34.8%,增幅较上年提高16.8个百分点;在九大基础设施行业中,七大行业投资保持两位数增长,总量居前三的行业为水利环境和公共设施管理、交通运输仓储和邮政业、电力燃气及水的生产供应业,分别完成投资589.99亿元、389.26亿元和161.64亿元,同比增长49.7%、24.4%和42.9%。近年来,杭州市交通固定资产投资基本保持高位运行,2015年完成公路水路交通建设投资125.5亿元,同比增长3%,公路水路交通建设投资连续6年突破百亿,当年杭新景高速公路建德段等市域交通项目竣工,东湖快速路、文一路地下通道等市区交通项目快速推进,秋石三期四期、环城北路地下通道、吉鸿快速路等治堵重点工程建成开通,地铁四号线首通段、一号线下沙延伸段建成运营。

从房地产市场走势来看,针对持续面临的库存高企、供求失衡等问题,2014年以来杭州市限购政策出现调整。随着限购政策的松绑,加上连续降息降准、营业税五改二、首付比例降低、公积金政策放宽等政策利好的释放,2015年杭州市房地产市场出现反转行情。据杭州透明售房网数据统计,2015年全年杭州市区商品房共成交12.7万套、总面积1331.8万平方米、总金额2155.1亿元。据统计,与去年商品房成交相比增加了36170套,其涨幅约为39.7%,且创下六年以来历史新高。但另一方面,受楼市去库存化

影响，房地产开发投资增幅继续回落，2015 年杭州市完成房地产开发投资 2472.07 亿元，同比增长 7.4%，增速较去年同期回落 8.1 个百分点；商品房施工面积 11142.68 万平方米，同比增长 6.1%，增幅较去年同期回落 1.3 个百分点。鉴于房地产市场易受供求关系、信贷政策导向、调控政策、预期走势等诸多因素影响，预计在中短期内杭州市房地产市场仍将面临较大的去库存压力。

从土地市场情况来看，2015 年杭州市区（含萧山、余杭）共计成交 114 宗地块，总出让面积为 388.37 万平方米，可建面积最高达 849.07 万平方米，总成交金额 630.54 亿元，较 2014 年的 845 亿元下降超过 25%。其中，主城区成交 379.35 亿元，占全市成交量的 60%，与 2014 年的数据相比，各项指标皆有一定程度的下滑。从土地结构来看，2015 年杭州市共出让宅地 66 宗，商地 45 宗，宅地所占比例较上年有所提升。2015 年杭州市土地市场整体呈现“先抑后扬”的态势，经历了前 8 个月的平淡行情，自 2015 年 9 月以来，杭州市土地市场回暖迹象明显：其中 9 月总计成交 34 宗土地，实现土地出让金 146.02 亿元；11 月虽仅有 4 宗土地出让，但成交价格一路上涨，之后 12 月杭州土地市场再次迎来出让小高峰，共计成交 16 宗土地，获得土地出让金 85.57 亿元。

该公司是杭州市交通基础设施的重要投资、建设和运营主体之一，承担了杭州市主要公路、桥梁及航道的投资建设和运营维护。2015 年公司业务经营继续以交通主业为中心，当年实现营业收入 29.36 亿元，同比增长 30.46%，其中通行费收入、商品销售收入、油品销售收入、房地产开发收入以及工程施工收入分别为 14.71 亿元、5.27 亿元、3.89 亿元、1.74 亿元和 1.35 亿元。受益于杭千高速等收费路桥车流量的增加，公司通行费收入持续增长。

1. 交通基础设施投建

2015 年该公司通行费收入主要来自杭千高速、石大快速路及之江大桥。其中，杭千高速运营管理已趋成熟，2015 年日平均车流量达 2.44 万辆；石大快速路作为杭州市城市快速路网的重要干线，日平均车流量保持在 6 万辆以上；之江大桥于 2013 年建成通车，但于 2014 年 8 月起取消收费，转而由政府购买服务取得收费收入，故 2015 年仍实现通行费收入 1.36 亿元。

图表 2. 2013 年以来公司收费公路流量及通行费情况 (单位: 万辆/日, 亿元)

名称	2013 年		2014 年		2015 年	
	日平均车流量	通行费收入	日平均车流量	通行费收入	日平均车流量	通行费收入
杭千高速 (杭新景一期)	2.25	8.92	2.85	10.18	2.44	11.59
石大快速路	6.03	1.28	6.19	1.32	6.04	1.43
之江大桥	0.70	0.22	1.43	0.31	4.54	1.36

资料来源: 杭交投

在项目建设方面, 2015 年该公司继续按照杭州市政府下达的《主攻资本运作、决战九大项目, 市交投集团跨越发展三年行动计划》进行交通基础设施项目的投资建设, 至 2015 年末九大项目中仅剩的江东大桥及西接线项目也已于 2015 年末完工, 正等待收费批复。此外, 2014 年末公司建设的杭新景二期建德段已于 2015 年末完工, 后续还有少许工程尾款需支出。

图表 3. 2015 年末公司主要交通基础设施在建项目情况 (单位: 亿元、公里)

项目名称	总投资	已投资额	总里程	项目工期
杭新景二期建德段	15.46	15.46	23.45	2013.4-2015.12
江东大桥及西接线	34.67	33.49	6.40	2013.1-2015.12
合计	50.13	48.95	29.85	—

资料来源: 杭交投

2015 年以来该公司继续推进交通主业资产优化与处置工作, 目前千汾公路已列入政府回购项目, 回购款为 7.66 亿元, 分 5 年收回 (2011~2015 年), 截至 2015 年末公司已收回 4.68 亿元; 杭甬运河杭州段已列入政府还贷项目, 目前具体方案仍在协调中。此外, 2009 年公司与沪杭甬高速公路股份有限公司签订了《关于杭州市德胜路沪杭高速公路立交部分资产收购协议》, 协议交易金额为 2.00 亿元, 目前公司已收到 1.80 亿元, 其余 0.20 亿元需在公司办理并过户相关土地、房产权证后予以支付。

为解决该公司在交通投资建设的资金需求, 杭州市委、市政府联合下发了《关于进一步加快杭州市交通投资集团发展的若干意见》(市委办[2009]15 号), 支持公司对自有土地及市委、市政府

明确的重大交通项目所在区、县（市）土地进行整理、出让及开发建设，土地出让金扣除征地拆迁成本和应交税（费）后，全部返还公司用于交通项目资本投入及贷款还本付息。2015 年公司整理的地块包括三墩吉鸿路、石桥长河、皋亭坝、汽车东站、大松树码头地块。截至 2015 年末，公司已完成钱江北岸清江路 1 号地块、三墩留祥路地块汽车东站地块、三墩北吉鸿路 04 地块的一级开发，累计收到回款 30.31 亿元，其中 2015 年公司出让了 17.63 万平方米的三墩北吉鸿路 04 地块，尚未收到土地返还款，其中 2015 年收到以前年度整理的土地返还款 20.67 亿元。截至 2015 年末，公司后续未出让地块的开发整理预计总投资为 42.86 亿元，已投入资金 25.20 亿元，未来投资规模仍较大。根据公司规划，2016 年公司预计出让的土地包括三墩北单元 B-R21-06、B-R21-08 等地块，出让面积约 39.77 万平方米，预计获得土地出让收益 7.62 亿元，届时将对公司资金形成一定的补充。但鉴于土地市场行情受相关政策变动及房地产市场运行影响较大，公司土地出让收益存在较大的不确定性。

2. 房地产开发

该公司的房地产开发业务分为商品房开发和代建政府投资项目两类，主要通过子公司杭州市交通置业有限公司（以下简称“置业公司”）开展。截至 2015 年末，公司已建成商品房项目包括天际大厦、香北安置房、翡翠岛别墅、通盛嘉苑项目以及九龙湾项目等，处于建设期商品房项目为牛田项目。公司于 2014 年启动了牛田项目，该项目位于杭州市德胜东路以南的七堡区域，总投资额为 8.00 亿元，计划建设商品房 472 套，2015 年末的建设进度为 85%，已投资额 6.74 亿元；项目于 2015 年 7 月开始销售，年末已实现销售收入 2.20 亿元。目前公司在建的代建项目为拱墅区康桥单元 FG08-R21-16 地块公共租赁房，该项目总投资金额为 7.06 亿元，截至 2015 年末已投入资金 3.75 亿元，项目资金由杭州市财政局纳入预算，按照工程进度直接拨付，公司已收到杭州市财政局足额项目拨款 3.68 亿元。

2015 年该公司房地产业务结转收入合计 1.74 亿元，累计回款 4.92 亿元。截至 2015 年末，公司房地产项目总投资额为 39.36 亿元，已完成投资 34.79 亿元，累计回款 26.00 亿元。尽管 2015 年以

来杭州市房地产市场逐步回暖，但由于库存量高企，商品房供大于求的现状仍未改变，未来公司仍将面临一定的销售压力。

3. 其他业务

该公司的物流业务¹以子公司杭州货运管理服务中心（简称“货管中心”）为主要运营主体。截至 2015 年末，货管中心拥有 4 个物流基地及 1 个货运市场，停车场及仓库面积各 15.22 万余平方米。公司富阳东洲码头项目于 2012 年 1 月建成并交由货管中心投入试运营，2015 年运营情况良好，当年完成货物吞吐量 74.62 万吨，较 2014 年增长 47.56%；实现营业收入 0.16 亿元，较 2014 年增长 6.67%。此外，公司海宁物流项目一期工程于 2012 年 6 月份正式动工，该项目总投资 1.4 亿元，至 2015 年末累计完成投资 1.47 亿元，并按照“边建设、边经营”的要求，海宁物流基地累计完成货运交易额 15.00 亿元。预计东洲综合码头及海宁物流基地正常运营后公司物流业务将得到较快发展，但经营效益的显现尚需较长时间的培育。

该公司工程施工业务由子公司杭州港航工程公司（简称“港航公司”）经营，业务规模相对较大，2015 年实现收入 1.35 亿元。在工程施工业务方面，港航公司具有港口与航道工程施工总承包贰级、港口与海岸工程专业承包贰级、桥梁工程专业承包贰级及航道工程专业承包贰级资质。2014 年公司将杭千石油纳入合并范围，新增油品销售业务，2015 年油品销售及其他商品销售收入合计 9.16 亿元，较 2014 年增长幅度较大。此外，公司宾馆经营及租赁业务规模较小，2015 年分别实现收入 0.37 亿元和 0.46 亿元。

（三）财务质量

2015 年该公司实现营业收入 29.36 亿元，较上年增长 30.34%，主要是通行费收入及商品销售业务收入增长所致。当年公司综合毛利率为 33.75%，较上年下降 15.15 个百分点，主要受毛利率较低的油品及商品销售收入占比提升所致。2015 年公司期间费用为 12.97 亿元，虽较上年减少略有下降，但期间费用率仍达 44.18%。受益于银行短期理财产品收益的增加，2015 年公司实现投资净收益 0.50 亿元。2015 年公司营业亏损额增加至 3.36 亿元，较上年增加 0.34 亿元。依托较大规模的政府补助，2015 年公司实现净利润 1.28 亿

¹ 物流收入计入其他业务收入。

元，较上年增长 0.86 亿元。2015 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别 3.36 %和 1.33%，盈利能力不佳。

2015 年该公司进行土地开发整理、基础设施建设以及房产开发等投入了较大规模的资金，市政府持续以专项拨款的形式支持项目建设，同时公司新增地方政府债券拨款额度，因此使得负债规模持续增长。2015 年末公司负债总额达到 279.74 亿元，较上年末增长 5.05%。2015 年公司获得财政拨款 1.00 亿元（计入资本公积），同时因子公司杭州交通资产管理有限公司改制评估增值、接受三堡船闸无偿划转以及浙江航道疏浚队劳动服务部划入子公司等事项增加资本公积 3.52 亿元，当年公司权益资本保持增长，年末公司净资产为 100.49 亿元。2015 年末公司资产负债率为 73.57%，虽较上年末下降 0.73 个百分点，但负债经营程度仍处于偏高水平。

从负债结构看，2015 年因地方政府债券拨款规模的扩大以及公司以融资租赁形式取得借款，公司债务结构得到改善，当年末长短期债务比为 397.21%。公司流动负债以应付账款、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，2015 年末分别为 16.68 亿元、10.80 亿元、8.61 亿元和 9.98 亿元，占流动负债的比例分别为 29.66%、19.20%、15.31%和 17.74%。其中应付账款主要为应付未结算的工程款；其他应付款主要包括应付的暂借款、保证金等，较上年末增长 102.74%主要系暂借款增长所致；其中一年内到期的非流动负债包括 8.56 亿元本年度偿还的长期借款和 0.05 亿元的递延收益；其他流动负债为公司于 2015 年度发行的短期融资券。公司非流动负债以中长期刚性债务为主，2015 年末为 198.92 亿元，占非流动负债的比例为 89.01%，包括 156.38 亿元长期借款、21.91 亿元应付债券和 20.63 亿元长期应付款（主要系杭州市财政局转拨给公司的地方政府债券以及融资租赁款），其中长期应付款增长了 12.77 亿元。

从偿债压力来看，该公司刚性债务规模较大，2015 年末为 222.20 亿元，较 2014 年末增长 0.35%，其中短期刚性债务余额为 23.28 亿元，减少了 37.28%，即期偿付压力有一定减轻；公司长短期债务比由 2014 年末的 327.38%上升至 397.21%。总体来看，公司刚性债务规模较大，公司持续面临较大的财务成本和偿债压力。

或有事项方面，截至 2015 年末，该公司对外担保余额为 18.43

亿元，担保比率为 18.34%，被担保方为杭州市开发投资有限公司和杭州奥体博览中心建设投资有限公司，公司担保金额较大，存在一定的或有损失风险。

在现金流方面，该公司交通通行费收入现金回笼稳定，但房地产业务受结算周期影响资金回笼存在波动，2015 年公司营业收入现金率为 113.82%，较上年增加 23.52 个百分点。2015 年公司经营性现金净流量增至 13.69 亿元，较上年明显增多，主要受当年收到的土地返还款增多影响。当年公司投资性现金净流量为-10.62 亿元，资金缺口较 2014 年缩小，但用于购建固定资产所支付的现金支出规模仍较大。公司主要依靠银行借款、发行债券等外部融资方式来满足资金需求，2015 年因经营性现金呈大量净流入，可以满足部分资金需求，当年公司筹资性现金净流量为-5.27 亿元。

2015 年末，该公司资产总额达到 380.23 亿元，较上年末增长 6.09%，其中流动资产和非流动资产分别为 58.80 亿元和 321.43 亿元。公司流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货，2015 年末分别为 16.52 亿元、18.74 亿元和 16.18 亿元，占流动资产的比例分别为 28.10%、31.88%和 27.52%。其中货币资金中 90.34%为可动用货币资金，现金比率为 29.36%，货币资金存量尚属充裕，可为即期债务的偿付提供一定支撑。公司其他应收款主要是代垫土地整理支出、政府代建项目拆借款及其他往来款，2015 年末应收代垫土地整理支出款项为 12.64 亿元，占其他应收款年末余额的 67.45%。公司存货主要是房产项目成本，2015 年末同比增长 15.94%，主要系拱墅区康桥单元 FG08-R21-16 地块公共租赁住房项目及牛田项目推进所致。公司开发的商品房项目受当地房地产市场景气度及房地产宏观调控政策的影响大，存货资产变现能力一般。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成，2015 年末分别为 17.02 亿元、14.13 亿元、203.32 亿元、41.21 亿元和 24.66 亿元，占非流动资产的比例分别为 5.30%、4.40%、63.26%、12.82%和 7.67%。其中，长期股权投资同比增长 77.40%，主要系新增对杭州萧山国际机场高速公路建设开发有限公司的投资；在建工程同比增长 28.27%，主要系在建的杭新景高速建德段、江东大桥及西接线等工程；其余固定资产、其他非流动资产及可供出售金额资产变化

均较小。

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道较顺畅。截至 2016 年 3 月末，公司已获得的综合授信额度为 147.20 亿元，尚未使用的综合授信额度为 57.31 亿元。

（四）担保人信用质量变化

本期债券由杭州市城市建设投资集团有限公司（简称“杭城投”）提供担保。2013~2015 年杭州市分别实现地区生产总值 8343.52 亿元、9201.16 亿元和 10053.58 亿元；实现地方公共财政预算收入 945.2 亿元、1027.32 亿元和 1233.88 亿元。随着杭州市经济实力和财政实力的稳定增强，作为杭州市最主要的城市基础设施建设主体，杭城投基础设施建设的专项拨款的保障程度得到提高。此外，杭城投的公交、水务、燃气热电等业务在区域内具有一定垄断性，经营稳定性较高。2015 年杭城投实现营业收入 155.69 亿元，实现净利润 7.51 亿元。截至 2015 年末，杭城投资产总额为 913.37 亿元，负债总额为 536.38 亿元，资产负债率为 58.73%，负债经营程度尚属合理；当年经营性现金净流量为 73.65 亿元，货币资金储备充裕，年末余额为 122.94 亿元，整体偿债能力极强，对本期债券的担保有效性强。

跟踪期内，该公司营业收入保持增长，但由于营业成本上升幅度较大，加之较高的期间费用，公司营业亏损额有所增加，整体盈利能力仍然欠佳。目前公司负债经营程度仍然较高，同时以刚性债务为主的债务结构使公司面临较大的财务成本和偿债压力，但公司交通通行费收入现金回笼稳定，经营环节现金流总体呈现净流入状态，且货币资金较充裕，近期流动性状况也有所改善，可对即期债务偿还起到保障作用。杭城投业务运营稳定，财务实力依然很强，为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保依然有效。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司交通主业资产运营情况及建设项目资金保障情况；（2）在区域房地产市场供求关系失衡，且房产政策调控仍存诸多不确定性的情况下，商品房销售及资金回笼情况；（3）公司资产流动性不足且负债经营程度偏高的状态下，债务融资环境的变化对公司的影响；（4）担保方杭城投的信用

水平。

附录一：

杭交投主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额[亿元]	341.58	358.41	380.23
货币资金[亿元]	23.83	16.63	16.52
刚性债务[亿元]	216.49	221.43	222.20
所有者权益 [亿元]	78.13	92.10	100.49
营业收入[亿元]	17.64	22.50	29.36
净利润 [亿元]	0.22	0.42	1.28
EBITDA[亿元]	14.67	16.82	17.85
经营性现金净流入量[亿元]	15.75	4.67	13.69
投资性现金净流入量[亿元]	-31.93	-17.92	-10.63
资产负债率[%]	77.13	74.30	73.57
长期资本固定化比率[%]	107.47	102.75	99.22
权益资本与刚性债务比率[%]	36.09	41.59	45.23
流动比率[%]	71.11	86.92	104.51
速动比率[%]	55.56	62.49	72.90
现金比率[%]	33.96	26.69	29.36
利息保障倍数[倍]	0.63	0.99	1.00
有形净值债务率[%]	386.98	326.45	322.12
营运资金与非流动负债比率[%]	-10.49	-3.99	1.14
担保比率[%]	15.93	16.77	18.34
应收账款周转速度[次]	27.27	36.43	29.31
存货周转速度[次]	1.30	1.06	1.29
固定资产周转速度[次]	0.15	0.13	0.14
总资产周转速度[次]	0.05	0.06	0.08
毛利率[%]	47.52	48.90	33.75
营业利润率[%]	-32.97	-13.38	-11.43
总资产报酬率[%]	3.46	3.52	3.36
净资产收益率[%]	0.29	0.50	1.33
净资产收益率*[%]	0.94	-0.03	1.22
营业收入现金率[%]	100.13	90.29	113.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.28	7.06	23.08
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.42	1.76	5.01
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-26.99	-20.00	5.16
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.60	-5.00	1.12
EBITDA/利息支出[倍]	0.84	1.35	1.44
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.08	0.08

注：表中数据依据杭交投经审计的 2013~2015 年财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。