

2020 年第一期杭州萧山国有资产经营集团有限公司

公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2020)011479】

评级对象: 2020 年第一期杭州萧山国有资产经营集团有限公司公司债券

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2020 年 8 月 25 日

计划发行: 不超过(含)人民币 30 亿元

本期发行: 人民币 15 亿元

存续期限: 7 年

增级安排: 无

发行目的: 用于项目建设及补充营运资金

偿还方式: 按年付息, 分次还本

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	4.18	13.29	7.68	23.84
刚性债务	35.46	90.79	112.54	138.52
所有者权益	229.45	314.30	370.88	370.28
经营性现金净流入量	0.62	-23.32	5.83	-8.15
合并数据及指标:				
总资产	1543.94	2123.12	2269.98	2354.24
总负债	1056.53	1509.31	1607.81	1676.79
刚性债务	669.08	1106.02	1192.22	1199.13
所有者权益	487.41	613.82	662.17	677.45
营业收入	100.92	214.84	256.84	28.22
净利润	8.55	10.27	9.69	0.89
经营性现金净流入量	-114.89	-93.81	-52.13	1.53
EBITDA	26.36	30.79	42.63	—
资产负债率[%]	68.43	71.09	70.83	71.22
长短期债务比[%]	119.19	249.94	187.37	194.42
营业利润率[%]	8.85	5.06	3.89	3.53
短期刚性债务现金覆盖率[%]	89.62	216.74	77.39	91.48
营业收入现金率[%]	116.64	97.27	97.44	98.37
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-26.74	-15.63	-18.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.87	0.60	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.04	—

注: 发行人数据根据萧山国资经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。其中, 2017-2018 年财务数据分别以 2018-2019 年审计报告期初数/上年数填列。

分析师

李 叶 liye@shxsj.com

李星星 lxx@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **较好的外部环境。**萧山区工业基础良好, 经济总量持续位居杭州市各城区前列, 凭借“后峰会、前亚运”的历史机遇, 以及浙江省“大湾区”建设、杭州市“拥江发展”等战略的实施, 区域具备持续发展的外部条件和内在动力, 可为萧山国资业务开展提供较好的外部环境。
- **业务地位突出。**萧山国资是萧山区最主要的国有资产投资运营和管理主体, 所从事的城市基础设施建设、水务等业务具有区域专营优势, 齿轮箱制造业务在国内市场保持较显著的市场地位, 整体业务地位突出。
- **资本实力持续增强。**受益于股东持续的资产注入、资金拨付以及近年来的国有企业股权划入, 萧山国资资本实力持续增强, 资产运营管理规模及业务范围进一步扩大。

主要风险:

- **债务规模持续扩张。**萧山国资在基础设施建设等方面持续投入大量资金, 此外因合并范围扩大, 债务规模持续扩张, 负债经营程度已处于高水平, 偿债压力加大, 且后续仍有大规模投资安排, 面临较大投融资压力。
- **往来资金占用。**萧山国资应收政府相关单位往来款项规模较大, 回收存在一定不确定性, 不利于公司资金周转。
- **盈利水平下降。**主要受城市基础设施建设业务毛利率下降影响, 公司毛利率进一步下降, 且期间费用持续增长, 利润水平对政府补助的依赖度较大。

➤ 未来展望

通过对萧山国资及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年第一期杭州萧山国有资产经营集团有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

杭州萧山国有资产经营集团有限公司（以下简称“萧山国资”、“该公司”或“公司”）系根据萧山市人民政府《关于建立萧山市国有资产经营总公司的通知》（萧政发[1993]9号文）的批复，由原萧山市财政局于1993年6月全额出资成立的全民所有制企业，初始注册资本为0.20亿元。2001年萧山撤市设区后，公司名称变更为杭州市萧山区国有资产经营总公司。2009年8月，公司以资本公积转增注册资本至20.00亿元。2011年8月及2014年5月，萧山区财政局分别以货币资金增资1.20亿元和2.00亿元，公司注册资本增至23.20亿元。2020年6月，萧山区财政局将持有公司的100%股权无偿划转至杭州市萧山区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“萧山区国资办”），公司股东变更为萧山区国资办；同月公司以资本公积转增注册资本至100.00亿元，并更为现名，同时将企业类型变更为国有独资企业。截至2020年6月末，公司注册资本为100.00亿元，萧山区国资办为公司唯一股东，萧山区人民政府为公司实际控制人。

该公司是萧山区最主要的国有资本投资运营与管理主体，业务主要涉及齿轮箱制造、城市水务、城市交运、医药流通和基础设施建设，同时公司还从事湘湖景区开发等业务。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

根据发改企业债券[2020]87号文，该公司于2020年5月获取国家发展和改革委员会的注册通知，可发行总额不超过（含）30.00亿元的公司债券，本期债券拟发行规模为人民币15.00亿元，期限为7年，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2020 年第一期杭州萧山国有资产经营集团有限公司公司债券
总发行规模:	不超过（含）30 亿元人民币
本期发行规模:	15 亿元人民币
本期债券期限:	7 年期

债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次,同时设置提前偿还条款,在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息,本金自兑付日起不另计利息。
增级安排:	无

资料来源: 萧山国资

(2) 募集资金用途

本期债券拟募集资金 15.00 亿元,其中 6.00 亿元用于安置房项目的建设,拟建设的 3 个安置房项目为蜀山街道金家埭、沈家里、联华安置房南地块工程项目,蜀山街道金家埭、沈家里、联华安置房北地块工程项目和蜀山街道黄家河、溪头黄安置房工程项目,上述项目计划总投资合计为 83.01 亿元;其余 9.00 亿元用于补充营运资金,以满足该公司业务发展需要,同时降低流动性风险。

A. 蜀山街道金家埭、沈家里、联华安置房南地块工程项目

蜀山街道金家埭、沈家里、联华安置房南地块工程项目总用地约 6.82 万平方米(约 102.26 亩),总建筑面积约 21.24 万平方米,建设内容包括安置房土建安装、配套公建、人防工程、幼儿园、地下车库、设备用房、区内道路及绿化工程等,项目计划总投资为 28.99 亿元,其中拟使用本期债券募集资金 2.20 亿元。

B. 蜀山街道金家埭、沈家里、联华安置房北地块工程项目

蜀山街道金家埭、沈家里、联华安置房北地块工程项目总用地约 5.09 万平方米(约 76.29 亩),总建筑面积约 16.24 万平方米,建设内容包括安置房主体建筑、地下车库、配套公建、配套服务用房、小区道路及绿化等,项目计划总投资为 25.08 亿元,其中拟使用本期债券募集资金 2.00 亿元。

C. 蜀山街道黄家河、溪头黄安置房工程项目

蜀山街道黄家河、溪头黄安置房工程项目总用地约 6.68 万平方米(约 100.18 亩),总建筑面积约 19.34 万平方米,建设内容包括拆迁安置房(设配套公建)、幼儿园、地下停车库、设备用房、区内道路及绿化工程等,项目计划总投资为 28.94 亿元,其中拟使用本期债券募集资金 1.80 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020 年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调整达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步

引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状态。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

A. 城市基础设施

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府

和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担

保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《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），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，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；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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。此外，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。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《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》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

B. 齿轮箱制造

齿轮传动装置需求与下游行业景气度密切相关。近年来，船舶行业持续处于调整期，且受国际贸易争端加剧、新冠肺炎疫情在全球扩散等因素影响，未来船舶制造企业仍面临较大的经营压力；工程机械行业回暖趋势延续，随着国内疫情得到有效控制后宏观经济逆周期调节力度加强，上下游配套产品生产厂商中短期内面临良好的市场发展机遇；2019 年以来国内风电迎来新一轮抢装，

弃风限电状况进一步缓解，有利于全国新增装机规模增长。

齿轮传动装置是装备业的主要基础件，产品蕴含着装备制造业的核心制造技术，属于支持国民经济发展的基础产品，广泛应用于国民经济建设各领域。齿轮传动装置需求受下游行业发展驱动，行业内重点企业在细分应用领域具有各自优势，该公司主业经营船用齿轮箱和工程机械变速箱等产品，其需求受船舶、机械、风电等下游行业发展的影响较大。

船舶行业方面，根据中国船舶工业行业协会发布的船舶工业经济运行主要数据显示，2017-2019 年全国造船完工量分别为 4268 万载重吨、3458 万载重吨和 3,690 万载重吨；承接新船订单分别为 3373 万载重吨、3667 万载重吨和 2813 万载重吨；各年末手持船舶订单分别为 8723 万载重吨、8931 万载重吨及 8039 万载重吨。2019 年全国造船完工量、承接新船订单和手持船舶订单分别较上年变化 6.71%、-23.29%和-9.99%，受新承接订单下降影响，造船行业后续增长承压。近年来我国船舶行业产业集中度维持较高水平，2017-2019 年全国前 10 家企业造船完工量占全国造船完工总量的比重分别为 58.3%、69.8%及 67.2%；2019 年新接船舶订单前 10 家企业占全国 74.8%，新接订单进一步向优势企业集中。此外，2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，国际航运市场继续下行，全国造船完工量为 725 万载重吨，同比下降 27.14%；承接新船订单 483 万载重吨，同比下降 30.30%。截至 2020 年 3 月末，我国手持船舶订单 8,172 万载重吨，同比下降 9.50%。通过制定项目管理强化风险管控、利用机器人生产线推进智能化应用、深化预算制度加强成本管理等方式，2019 年以来船舶企业实现降本增效，期间费用有所降低，盈利情况有所好转。然而受世界经济和航运市场复苏动能减弱、国际贸易争端加剧、新船市场深度调整的影响、环保成本上升以及新冠肺炎疫情在全球范围内持续扩散等因素影响，船舶市场“用工难”、“融资难”、“接单难”、“盈利难”等深层次问题依然存在，造船企业未来仍面临较大的经营压力。

工程机械行业方面，2017 年，受国内基础设施投资规模大幅增加、“一带一路”等战略持续实施、工程机械产品进入新一轮更新换代周期等因素影响，工程机械行业进入快速复苏阶段。2018 年我国工程机械行业维持了较高水平的增速。根据中国工程机械工业协会公布的数据，2018 年我国挖掘机、装载机等工程机械产品销量均保持了两位数的增长。2019 年在市场二手设备加快更新、环保政策对市场产生的积极作用、“一带一路”建设拉动出口增长，以及建设施工领域新技术新工法的推广应用等众多因素叠加影响下，我国工程机械行业总体保持较高增长水平，当年行业实现营收 6681 亿元，较上年增长 12%，但不同产品出现较大差异，各细分类别中挖掘机销量保持两位数增长，装载机销量小幅上升，压路机和平地机销量出现下滑。根据中国工程机械工业协会统计数据显示，2017-2019 年挖掘机累计销售 14.03 万台、20.34 万台和 23.57 万台；压路机累计销售 1.74 万台、1.84 万台和 1.70 万台；平地机累计销售 0.45 万台、0.53 万台和 0.43 万台；装载机累计销售 9.76 万台、11.90 万台和 12.30 万台。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，工程机械行业主要产品销量

均出现阶段性下滑，但在宏观经济逆周期调节的影响下，基建投资加快，工程机械行业全年仍有望实现增长。

风电行业方面，在经历了 2015 年风电产业快速增长后，2016 年我国风电产业新增装机容量增速快速下滑，风电投资趋于理性，全国新增装机容量为 2024 万千瓦，同比下降 35.50%，2016 年末累计装机容量达 14747 万千瓦。2017 年，受风电抢装、提前透支市场需求，弃风限电问题突出、“红六省”预警限装，风电项目地区向南方移动、项目周期被动延长等因素影响，我国风电新增装机容量 1720 万千瓦，同比下降 15.03%，2017 年末装机容量达 16325 万千瓦。在经历了 2016、2017 两年低迷期后，2018 年我国风电市场迎来反弹，全国风电新增装机容量为 2127 万千瓦，同比增长 23.64%，截至 2018 年末总装机达 18427 万千瓦。受自 2021 年 1 月 1 日起，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴影响，风电行业迎来短期抢装潮，新增装机容量继续增长，2019 年全国风电新增装机容量为 2572 万千瓦，同比增长 21.0%，截至 2019 年末总装机达 21005 万千瓦。2016 年之前，我国由于短时间内难以解决的输送消纳问题所带来大规模的弃风限电现象严峻。2016 年全年弃风电量为 497 亿千瓦时，同比增长 46.61%。2017 年国内弃风限电问题明显改善，弃风电量同比减少 78 亿千瓦时，全国风电平均利用小时同比提高 206 个小时，被列入“红色预警区域”的六个省份的弃风率均有所下降，下降幅度为 5%-10%。2018 年全国风电平均利用小时数 2095 小时，同比增加 147 小时；全年弃风电量 277 亿千瓦时，同比减少 142 亿千瓦时，平均弃风率为 7%，同比下降 5 个百分点，弃风限电状况明显缓解。2019 年全国弃风限电状况进一步缓解，全年弃风电量 169 亿千瓦时，同比减少 108 亿千瓦时，平均弃风率 4%，同比下降 3 个百分点。弃风率的下降使得红色预警区域解禁，根据国家能源局发布的《2020 年度风电投资监测预警结果》显示，全国各地省市红色预警已全面解除，后续该些解禁区域能够以电网企业测算的消纳能力为上限合理控制新增并网风电装机规模，从而有利于全国新增装机规模增长，改善当地风场盈利能力。此外，我国海上风电近年来处于快速发展的轨道。根据全球风能理事会发布的全球风电统计数据，2019 年全球风电市场新增装机容量为 60.4GW，其中，海上风电装机 6.1GW，占新增风电装机容量的 10%，创历史新高。2019 年我国海上风电新增装机容量 2,395MW，较上年增长 44.71%，新增装机容量排名全球第一。海上风电机组趋向于大型化方向发展，大规模、集中化的海上风电项目核准频繁，为风电行业发展提供新的机会。

C. 药品流通

随着国民经济稳中有进，人口城镇化老龄化加速、社会保障水平提高，以及医疗体制改革深入开展，医药产品市场需求将不断提升，有利于药品流通行业健康稳定发展。随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励药品流通行业的整合，全国性和区域性龙头药品流通企业间的强强联合也将加快推动行业协同整合，重塑行业生态链，实现优胜劣汰。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增

加，带动零售市场销售规模有所扩大。

药品流通行业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，处于医药产业的中游，在整个产业链中起着承上启下的作用，主要包括药品和医疗器械产品的批发与零售。国家持续加大医疗卫生投入，并建立覆盖城乡居民的基本保障制度，刺激了药品需求大幅增加。随着我国医疗体制改革的深入，药品流通行业保持了良好的发展趋势，全国七大类医药商品销售总额从 2011 年的 9,426 亿元增至 2018 年的 21,688 亿元，年复合增长率为 12.64%。2017 年以来，在“两票制”全面实施的影响下，医院纯销业务得到快速增长，而批发调拨业务大幅减少，使得药品流通行业销售增速有所放缓。

2019 年度，我国药品流通市场规模稳定增长，增速略有回升。据商务部药品流通统计系统数据显示，2019 年度全国七大类医药商品销售总额 23,303 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 8.87%，增速较同期上升 1.36 个百分点。其中，药品零售市场 4,661 亿元，同比增长 9.85%，增速上升 0.97 个百分点。企业效益方面，全国药品流通直报企业主营业务收入（1,005 家）为 16,967 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 9.91%，增速上升 1.40 个百分点；实现利润 303 亿元，扣除不可比因素，同比增长 8.45%，增速下降 0.97 个百分点。

2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。据商务部药品流通统计系统数据显示，2020 年第一季度全国七大类医药商品销售总额 5,515 亿元（含税），扣除不可比因素，同比下降 8.08%，增速较同期下降 16.71 个百分点。其中，药品零售市场 1,275 亿元，同比增长 9.21%，增速下降 0.49 个百分点。企业效益方面，全国药品流通直报企业主营业务收入（1080 家）为 4100 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比下降 6.07%，增速下降 15.79 个百分点；实现利润 66 亿元，扣除不可比因素，同比下降 6.74%，增速下降 15.41 个百分点。就目前情况来看，国内疫情已得到较有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对药品流通企业后续经营的负面影响较为有限。

在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，我国药品流通市场规模将持续扩大。同时，以“医药分开”为导向的医改政策给零售业务带来巨大的增量市场。

（3）区域经济环境

萧山区地理位置优越，经济总量持续位居杭州市各城区前列。受产业景气度及区内产业结构调整等影响，近年来萧山区工业经济增长较为乏力，全区经济增长放缓。但凭借“后峰会、前亚运”的历史机遇，以及浙江省“大湾区”建设、杭州市“拥江发展”等战略的实施，萧山区具备持续发展的外部条件和内在动力，可为该公司业务开展提供较好的外部环境。

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心，是长江三角洲中心城市之一，也是国家重点风景旅游和历史文化名城。萧山区位于杭州市南部，东临绍兴市柯桥区，南接诸暨市，西连杭州市富阳区，西北接滨江区，北濒钱塘江，与杭州市主城区隔江相望。全区总面积为 1420.22 平方公里，现辖 12 个建制镇、14 个街道及 1 个国家级经济技术开发区，截至 2019 年末，萧山区常住人口为 158.5 万人¹。

依托优越的地理位置，萧山区交通条件良好。沪杭甬高速公路、104 国道、省道杭金公路和杭金衢高速公路穿境而过；杭甬运河、钱塘江、富春江和浦阳江在境内汇流；杭州萧山国际机场规模在华东地区仅次于上海的浦东机场和虹桥机场，位于第三位；杭州火车南站已于 2020 年 7 月 1 日投入运营，杭州地铁 5 号线在该处的站点也已开通。作为杭州市的南大门，便利的交通为萧山区经济发展提供了良好基础。

近年来，萧山区持续推进“转型升级、新型城市化、生态文明”三大发展主线，在实现产业结构升级调整的同时，全区经济保持稳步增长，经济总量持续位居杭州市各城区前列，但增速存在一定波动且近两年整体放缓。2017-2019 年，萧山区分别实现地区生产总值 1861.48 亿元、1802.08 亿元和 1847.66 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 8.5%、5.7%和 6.4%。分产业看，2019 年，萧山区三次产业增加值分别为 58.29 亿元、766.67 亿元和 1022.70 亿元，同比分别增长 1.4%、5.7%和 7.3%；三次产业结构由 2018 年的 3.0:40.3:56.7 调整为 3.2:41.5:55.3，第三产业占比有所下滑，工业发展对全区经济增长作用增强。受新冠肺炎疫情影响，2020 年第一季度萧山区经济下滑明显，当期实现地区生产总值 370.27 亿元，同比下滑 9.6%，其中第二产业同比下滑 18.0%。

图表 2. 2017 年以来萧山区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指 标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1861.48	8.5	1802.08	5.7	1847.66	6.4	370.27	-9.6
第一产业增加值	54.15	1.4	53.52	1.2	58.29	1.4	11.84	0.1
第二产业增加值	701.56	0.9	726.64	2.6	766.67	5.7	127.77	-18.0
第三产业增加值	1105.77	15.3	1021.92	8.5	1022.70	7.3	230.66	-1.9
三次产业结构	2.9:37.7:59.4		3.0:40.3:56.7		3.2:41.5:55.3		—	
人均生产总值 ² (万元)	16.43	7.2	15.63	—	15.70	—	—	—
工业增加值	650.30	2.3	680.98	3.8	695.75	5.7	118.78	-17.8
全社会固定资产投资	886.22	10.7	—	11.3	1076.46	11.5	173.71	-0.5
社会消费品零售总额	649.39	10.3	681.18	9.6	771.77	10.0	137.23	-20.4
进出口总额	730.87	15.0	790.28	8.0	837.06	5.7	164.95	-9.2

资料来源：萧山区国民经济和社会发展统计公报、统计月报

萧山区工业经济基础较好，目前已形成纺织业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、金属制品业和通用设备制造业等六大主导

¹ 本评级报告中，萧山区人口、经济数据统计口径均不包含大江东产业集聚区。

² 按户籍人口计算。

产业，受产业景气度及全区产业转型升级的影响，近年来全区工业经济增长较为乏力。2017-2019年，全区工业增加值分别为650.30亿元、680.98亿元和695.75亿元，按可比价格计算，同比分别增长2.3%、3.8%和5.7%，增速虽有所回升但整体水平仍不高。分产业看，2019年萧山区六大主导行业合计实现规模以上工业增加值343.54亿元，同比增长8.1%，占全区规模以上工业增加值的比重为61.4%；其中，作为第一大支柱产业的纺织业当年实现规模以上工业增加值98.86亿元，同比增长0.7%；化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业和金属制品业则增长较快，同期增速分别为43.3%、15.3%和21.9%；汽车制造业和通用设备制造业受行业景气度影响呈负增长态势，同比分别下降8.3%和3.6%。萧山区高新技术产业和战略新兴产业不断发展，2019年上述两大产业分别实现规模以上工业增加值261.56亿元和129.76亿元，同比分别增长0.1%和11.5%，高新技术产业增速持续下滑，全区的工业转型升级能力仍有待提高。2020年第一季度，萧山区工业增加值为118.78亿元，同比下降17.8%，主要受疫情影响工业企业延迟复工所致。

近年来，萧山区持续加大第三产业发展力度，一方面努力稳定传统商贸业，另一方面加快培育新的消费增长点、积极发展电子商务等新兴消费模式。2017-2019年，全区第三产业增加值分别为1105.77亿元、1021.92亿元和1022.70亿元，同比分别增长15.3%、8.5%和7.3%，增速有所下滑，但目前仍处于较好水平。同期，全区社会消费品零售总额分别为649.39亿元、681.18亿元和771.77亿元，同比分别增长10.3%、9.6%和10.0%；萧山区电子商务发展快速，2019年全区实现网络零售额1063.47亿元，同比增长14.4%，近三年增速均维持在14%以上。2020年第一季度，萧山区社会消费品零售总额为137.23亿元，同比下降20.4%。

萧山区近年来不断加大固定资产投资力度，2017-2019年，全区固定资产投资同比分别增长10.7%、11.3%和11.5%，增速较高且呈小幅提升态势。从固定资产投资投向看，萧山区固定资产投资中房地产开发投资占比最高，2019年全区完成固定资产投资1076.46亿元，其中房地产开发投资为674.01亿元，占比62.61%，同比增长6.7%，增速较上年下滑9.1个百分点，主要系前期基数较高所致；同期，全年完成工业技改投资64.83亿元，与上年基本持平。整体来看，萧山区房产投资比重高，产业投资比重偏低，固定资产投资结构有待优化。2020年第一季度，萧山区完成固定资产投资173.71亿元，较上年同期略降0.5%，其中房地产投资同比下降0.8%。

房地产市场方面，受前期高基数及购房摇号等楼市调控政策影响，2018年以来萧山区房产销售有所下滑。2017-2019年，全区商品房销售面积分别为337.51万平方米、333.71万平方米和270.90万平方米，同比增速分别为16.7%、-15.3%和-18.8%；受销售下滑影响，近两年全区房地产新开工面积亦有所减少，但房产竣工面积维持增长。整体来看，受益于杭州市G20峰会和亚运会，萧山区未来房地产市场预期向好。

图表 3. 2017 年以来萧山区房屋建设、销售情况（单位：万平方米，%，亿元）

指 标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资	545.30	55.1	631.40	15.8	674.01	6.7	110.73	-0.8
房地产开发施工面积	2049.08	21.9	2150.69	5.0	2277.54	5.9	1688.60	-7.0
房地产新开工面积	—	—	466.46	-20.3	448.54	-3.8	39.85	170.7
房地产开发竣工面积	317.24	39.9	323.24	1.9	450.53	39.4	90.04	-26.9
商品房销售面积	337.51	16.7	333.71	-15.3	270.90	-18.8	41.31	8.4
商品房销售额	992.38	69.9	—	—	—	—	—	—

资料来源：萧山区国民经济和社会发展统计公报、统计月报

萧山区近年来土地市场持续走高，全区土地出让面积及总价保持增长态势。2017-2019 年，全区土地出让面积分别为 286.02 万平方米、294.10 万平方米和 434.62 万平方米，分别实现土地出让总价 508.12 亿元、613.19 亿元和 712.56 亿元。其中，住宅用地对土地出让总价的贡献最大，同期住宅用地出让总价占全区土地出让总价的比重分别为 93.27%、90.43%和 81.76%，2019 年占比有所下滑主要系当年商办用地出让量价均大幅提升所致。从出让均价看，主要受区位因素影响，萧山区住宅用地出让均价存在一定的波动，2017-2019 年分别为 3.64 万元/平方米、4.13 万元/平方米和 3.66 万元/平方米。2020 年第一季度，萧山区土地出让面积较上年同期下滑 49.97%至 45.55 万平方米，但因当期出让的住宅用地较多，土地出让总价较上年同期变动不大，为 75.74 亿元。

图表 4. 2017 年以来萧山区土地市场成交情况

指 标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	286.02	294.10	434.62	45.55
其中：住宅用地	130.12	134.19	159.27	11.65
商业/办公用地	10.23	28.43	44.61	19.87
工业用地	145.67	131.49	229.20	14.03
其他用地	—	—	1.54	—
土地出让总价（亿元）	508.12	613.19	712.56	75.74
其中：住宅用地	473.94	554.53	582.58	54.75
商业/办公用地	24.39	50.88	112.19	19.81
工业用地	9.79	7.79	17.51	1.18
其他用地	—	—	0.29	—
土地出让均价（元/平方米）	17765.08	20849.72	16395.24	16625.83
其中：住宅用地	36423.25	41324.69	36578.17	46991.39
商业/办公用地	23845.77	17897.10	25149.48	9968.40
工业用地	671.99	592.61	764.01	838.64
其他用地	—	—	1891.65	—

资料来源：中指指数

当前，萧山区拥有“后峰会、前亚运”的历史机遇，拥有浙江“大湾区”建设、杭州“拥江发展”的战略机遇，以及新一轮科技革命、产业变革和临空经济、金融港湾等产业振兴机遇，发展潜力大，同时将进一步提升城市建设管理水平，可为该公司业务开展提供较好的外部环境。

2. 业务运营

该公司为萧山区最主要的国有资产投资运营和管理主体，形成了以齿轮箱制造、城市水务、医药销售和基础设施建设为基础的业务结构。近年来，齿轮箱业务收入和盈利水平整体相对稳定；城市水务业务具有区域专营优势，收入规模增长较快，但 2020 年 5 月业务运营主体划出合并范围；医药销售业务受医药改革影响而略有收缩；基础设施建设业务收入快速增长，但沉淀资金规模较大，整体资金回笼进度较缓，且后续仍有大规模投资安排，公司面临的投融资压力大。

作为萧山区最主要的国有资产投资运营与管理主体，该公司业务主要包括齿轮箱制造、城市水务、城市交运、医药流通和基础设施建设，同时还从事湘湖景区开发等业务。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 100.92 亿元、214.84 亿元和 256.84 亿元，得益于基础设施建设和以保障房销售等构成的其他业务收入的增长，收入规模呈逐年增长趋势。公司营业收入主要来源于齿轮箱制造、城市水务和基础设施建设三大业务，2019 年上述三项业务收入占公司营业收入的比重分别为 6.44%、10.07%和 61.97%。同期，公司综合毛利率分别为 13.31%、8.69%和 8.37%，呈逐年下降趋势，2019 年毛利率进一步下降主要系其他业务和基础设施建设业务毛利率下滑所致。2020 年第一季度，公司实现营业收入 28.22 亿元，较上年同期下降 4.02%，主要系当期未实现基础设施建设业务收入所致。2020 年 5 月，公司城市水务业务运营主体划出合并范围，后续公司将不再产生相关收入。

图表 5. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	100.92	100.00	214.84	100.00	256.84	100.00	28.22	100.00
齿轮箱制造	16.58	16.43	16.35	7.61	16.53	6.44	3.63	12.87
城市水务	17.84	17.68	20.84	9.70	25.86	10.07	8.39	29.72
基础设施建设	41.15	40.78	148.50	69.12	159.15	61.97	—	—
医药销售	5.88	5.83	5.16	2.40	5.24	2.04	1.07	3.79
其他	19.46	19.28	23.98	11.16	50.06	19.49	15.13	53.62
毛利率	13.31		8.69		8.37		6.37	
齿轮箱制造	25.60		26.96		25.58		23.47	
城市水务	24.83		22.01		19.19		7.48	
基础设施建设	10.38		3.94		3.83		—	
医药销售	7.45		6.45		8.68		5.16	
其他	0.27		14.52		11.50		1.73	

资料来源：根据萧山国资提供的资料整理、计算

(1) 齿轮箱制造业务

该公司齿轮箱制造业务的经营主体为其上市子公司杭州前进齿轮箱集团股份有限公司（以下简称“杭齿前进”）。杭齿前进齿轮箱产品主要包括船用齿轮箱、工程机械变速箱和风电及工业传动产品，目前杭齿前进生产销售的船用齿轮箱国内市场占有率多年来位居国内第一；所在的工程机械类别变速箱市场综合占有率约为 20%，是国内工程机械行业最大的变速箱独立供货商。

2017-2019 年，杭齿前进分别实现营业收入 16.58 亿元、16.35 亿元和 16.53 亿元，收入有所波动。同期，毛利率分别为 25.60%、26.96%和 25.58%，业务毛利率整体较为稳定。从细分业务来看，2019 年，船用齿轮箱实现业务收入 9.71 亿元，同比增长 3.63%，毛利率较上年提升 1.86 个百分点至 22.56%；工程机械变速箱实现业务收入 4.18 亿元，同比下降 15.11%，毛利率较上年下降 3.98 个百分点至 13.78%；风电及工业传动产品实现业务收入 3.87 亿元，同比增长 47.02%，毛利率较上年下降 0.20 个百分点。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响公司开复工有所延迟，导致部分产品生产交付较计划延后，杭齿前进实现营业收入 3.63 亿元，较上年同期下降 7.796%，主要系船用齿轮箱产品和工程机械变速箱产品收入较上年同期有所下降所致。

图表 6. 2017 年以来杭齿前进主营业务收入情况

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
主营业务收入合计（扣除内部抵消数）（亿元）	16.06	16.05	16.25	3.60
内部抵消数（亿元）	6.44	6.72	6.80	1.47
主营业务收入合计（未扣除内部抵消数）（亿元）	22.50	22.77	23.05	5.06
其中：核心业务营业收入（亿元）	17.00	16.93	17.76	3.89
在主营业务收入（未扣除内部抵消数）中所占比重	75.56%	74.36%	77.06%	76.78%
其中：（1）船用齿轮箱产品（亿元）	10.28	9.37	9.71	1.96
在核心业务收入中所占比重	60.47%	55.35%	54.68%	50.46%
（2）工程机械变速箱产品（亿元）	4.23	4.93	4.18	1.05
在核心业务收入中所占比重	24.88%	29.12%	23.56%	26.93%
（3）风电及工业传动产品（亿元）	2.49	2.63	3.87	0.88
在核心业务收入中所占比重	14.65%	15.53%	21.76%	22.62%

资料来源：萧山国资

原材料采购方面，杭齿前进齿轮箱生产所需原材料可分为两大部分，一部分为箱体等铸件、锻件毛坯，主要由下属子公司内部供应；另一部分则是完全依靠外部供应的配套件，外购零配件占产品成本的比例最高，约为 60%左右。目前，杭齿前进采用集中采购和子公司自行采购相结合的模式，对于钢材、轴承等大宗商品，杭齿前进大多通过招标进行集中采购，对于标准件、自制件、铸件、锻件等子公司间共享物料程度较低的物料组，大多由子公司自行采购，原材料由制造管理部负责采购。从供应商集中度看，2019 年公司向前五大供应商合计采购金额为 1.13 亿元，占全部采购金额的比为 8.74%，较上年下降 1.37 个百分点，公司采购集中度较低。

图表 7. 公司原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
外购零配件	5.98	6.97	5.40	1.02
铸件	0.87	1.03	1.58	0.42
其中：内部供应	0.74	0.89	0.95	0.17
锻件	1.29	1.49	1.39	0.33
其中：内部供应	0.98	1.26	1.07	0.24
钢材	1.10	1.63	0.94	0.27
合计	9.24	11.12	9.31	2.04

资料来源：萧山国资

生产方面，杭齿前进生产基地设在萧山和绍兴地区，由 8 家生产分厂负责产品的生产，产品类别较多，基本采用订单式、多品种和小批量的生产方式。杭齿前进产品领域较广，尤其是船用产品和工程机械等产品品种众多，市场需求变化导致生产计划须随不同产品工艺路线进行相应调整，对产能利用有明显影响。近年来杭齿前进抓住远洋运输船市场需求回升，积极拓展大功率齿轮箱市场，同时远洋渔船市场、沙船市场、内河航运发展良好，船用齿轮箱产品产能利用率由 2017 年的 75.25% 上升至 2019 年的 84.64%；杭齿前进生产的工程机械变速箱主要与工程机械行业中的装载机、平地机、压路机等细分领域配套，2019 年随着下游平地机、压路机等销量下降，公司工程机械变速箱产量有所减少，当年产能利用率较 2018 年下降 5.54 个百分点至 40.42%。近年来随着风电行业电网消纳问题有所缓解，全国弃风率和弃风电量明显下降，且 2019 年风电行业又迎来新一轮抢装，杭齿前进风电及工业传动产品产量逐年增加，产能利用率随之提高，由 2017 年的 58.80% 提升至 2019 年的 61.80%。2020 年第一季度，杭齿前进船用齿轮箱和风电及工业传动产品的产量同比分别增长 4.28% 和 44.12%，工程机械变速箱的产量同比下降 27.99%。

图表 8. 2017 年以来杭齿前进主要产品产能、产量情况（单位：台，%）

产品类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
船用齿轮箱 ³	产能	69,000	69,000	69,000	17,250
	产量	51,924	54,108	58,403	12,399
	产能利用率	75.25	78.42	84.64	71.88
工程机械变速箱	产能	47,000	50,000	50,000	12,500
	产量	18,575	22,980	20,209	4,301
	产能利用率	39.52	45.96	40.42	34.41
风电及工业传动产品	产能	500	500	500	125
	产量	294	307	309	49
	产能利用率	58.80	61.40	61.80	39.20

资料来源：萧山国资

³ 由于船用产品规格相差巨大，无法相互比较产能，因此引入船用齿轮箱单位为“标准台份”，即以 135 型船用产品的传递功率为基数，按其它船用产品的传递功率倍数，计算每一型号的当量台份数即“标准台份”。对应产量也按照“标准台份”折算。

产品销售方面，杭齿前进产品销售模式分为直接销售和间接销售。由于齿轮箱客户分散，杭齿前进建立了覆盖率较高的经销网络和完善的全国服务站网络，拥有国内 5 家销售公司，分别在香港和马来西亚设有全资、合资子公司，在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲及中东等 40 多个国家和地区拥有 75 家代理商；船机产品有一级经销商 55 家，售后服务网点 123 家；工程产品服务站 217 家。杭齿前进通过与船舶、工程机械、汽车、风电、农机等行业的整机（车）制造企业结成战略伙伴，建立了牢固的合作关系，客户服务做到省内 24 小时、省外 48 小时到位。近三年，受下游行业景气度影响，杭齿前进除工程机械变速箱外，船用齿轮箱和风电及工业传动产品产销率均处于较高水平。

图表 9. 2017 年以来杭齿前进主要产品销量、库存情况（单位：台，%）

产品类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年
船用齿轮箱 ⁴	销量	42,312	39,751	37,970
	库存量	7,554	7,187	6,622
	产销率	104.05	100.93	101.51
工程机械变速箱	销量	19,134	21,630	19,638
	库存量	3,309	4,659	5,230
	产销率	103.01	94.13	97.17
风电及工业传动产品	销量	298	310	333
	库存量	141	138	114
	产销率	101.36	100.98	107.77

资料来源：萧山国资

（2）城市水务业务

该公司城市水务业务的经营主体为原下属子公司杭州萧山环境集团有限公司⁵（以下简称“萧山环境”），主要承担萧山全区、钱塘新区江南片和滨江区的自来水生产和供应、污水处理和排放以及供水管网的建设和维护，收入主要由自来水销售、污水处理及管网建设和维护构成。截至 2020 年 3 月末，萧山环境下辖 5 座自来水、3 座原水取水泵站、18 个营业所和 1 个管线所，自来水日生产能力达到 140 万吨，供水管网总长度达 8418 千米，供水面积约 1400 平方公里，供水人口约 200 万人；同期末，萧山环境拥有各级中间提升泵站 73 座和污水处理厂 2 座，日处理污水能力达 64 万吨，污水管道长度达 588 公里。2020 年 5 月，萧山区财政局将公司持有的萧山环境 100%股权无偿划转至萧山区国资办，由其配合杭州市人民政府的水务一体化改革工作，至此萧山环境不再纳入公司合并范围。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，萧山环境城市水务业务分别实现营业收入 17.84 亿元、20.84 亿元、25.86 亿元和 9.39 亿元；业务毛利率分别为 24.83%、22.01%、19.19%和 7.48%，近年来毛利率走低主要系自来水供应和污水处理业务毛利率的下降以及毛利率较低的管网建设及维护收入占比增加所致。

⁴ 该表中公司船用齿轮箱销量和库存量数据来自企业年报，未按“标准台份”计算。

⁵ 原名为杭州萧山水务集团有限公司，于 2016 年 11 月更名为现名。

自来水销售方面，2017-2019 年，萧山环境自来水生产量分别为 3.24 亿吨、3.32 亿吨和 3.41 亿吨；销售量分别为 2.90 亿吨、2.97 亿吨和 2.94 亿吨；分别实现自来水销售收入 6.21 亿元、6.55 亿元和 6.55 亿元，2018 年收入增长主要系供水量增加所致，2019 年收入进一步增长主要系水价较高的非居民用水量增加所致。同期，业务毛利率分别为 33.86%、33.82%和 26.60%，2019 年毛利率较低主要系受公司为满足出水水质标准加大药剂消毒成本及折旧费用增长等因素综合影响所致。

图表 10. 2017 年以来萧山环境供水业务运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
设计日供水能力（万吨）	125	140	140	140
水费回收率（%）	99.45	99.46	99.46	88.60
自来水生产量（亿吨）	3.24	3.32	3.41	0.71
自来水销售量（亿吨）	2.90	2.97	2.94	0.65

数据来源：萧山国资

污水处理方面，2017-2019 年萧山环境污水处理量分别为 2.49 亿吨、2.65 亿吨和 2.80 亿吨，分别实现污水处理收入 4.91 亿元、6.34 亿元和 6.44 亿元，近年来污水处理收入增长一方面系污水处理量上升，另一方面系污水处理收费⁶上调所致。同期，业务毛利率分别为 16.92%、16.29%和 12.71%，毛利率持续下降主要系五水共治、环保检查等工作提高了水排放要求，使得污水处理成本上升及折旧费用增长所致。

图表 11. 2017 年以来萧山环境污水处理业务运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
设计日污水处理能力（万吨）	64	64	64	64
污水处理量（亿吨）	2.49	2.65	2.80	0.53
污水管道长度（公里）	558	580	588	588

数据来源：萧山国资

水管网建设及维护方面，2017-2019 年，萧山环境分别实现工程收入 2.98 亿元、5.29 亿元和 8.31 亿元，其中 2017 年收入较少系当年度项目完工进度较慢，结算较少所致。同期，业务毛利率分别为 18.06%、13.72%和 10.87%，近年来毛利率下降系受各项目利润空间收窄影响所致。

截至 2020 年 3 月末，萧山环境主要在建工程 4 个，预计总投资额为 67.70 亿元，资金来源于公司自筹和贷款，已累计完成投资 20.50 亿元，未来尚需投资 47.20 亿元。

图表 12. 截至 2020 年 3 月末萧山环境主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算总投资额	已投入资金
江东水厂二期扩建工程	5.70	1.00

⁶ 根据萧山区物价局于 2016 年 12 月出具的《关于调整萧山区居民污水处理费标准的通知》（萧价[2016]45 号），萧山城区建成区范围内的居民用户由 0.60 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，其他居民用户污水处理费标准由 0.30 元/立方米调整为 0.85 元/立方米，新的污水处理收费标准自 2017 年 1 月 1 日开始执行。

项目名称	预算总投资额	已投入资金
临江水处理厂二期扩建项目	12.00	7.00
钱江水处理厂四期扩建工程	22.00	2.50
杭州第二水源输水通道千岛湖引水工程	28.00	10.00
合计	67.70	20.50

数据来源：萧山国资

(3) 基础设施建设业务

该公司主要承担萧山区城区范围内的基础设施建设任务，主要包括城区基础设施建设、城区改造及城区工业企业“退二进三”、城区公共物业等。公司基建业务的建设主体主要为集团本部、杭州萧山城市建设投资集团有限公司（以下简称“萧山城投”）、杭州萧山交通投资集团有限公司（以下简称“萧山交投”）、浙江湘旅控股集团有限公司（以下简称“湘旅控股”）。此外，杭州空港投资发展有限公司（以下简称“空港投资”）等也负责部分基建项目。除个别重大基建项目由财政局调拨部分资金外，其他项目建设资金均由公司自筹。

该公司城市基础设施建设业务目前仍处于前期投入阶段，收入主要来源于土地开发整理收入。根据杭州市萧山区人民政府安排，公司负责对相关区域土地进行整治，对相应地块进行平整清理，达到出让要求后，交由萧山区土地储备中心（以下简称“土储中心”）进行出让，公司按照成本加成法按一定比例确认土地开发整理收入；平整完但不具备出让条件的零星小地块，暂计入“存货-开发成本”科目。2017-2019 年，公司城市基建业务收入分别为 41.15 亿元、148.50 亿元和 159.15 亿元。因公司在承担土地开发整理职能的同时负责对应的基础设施配套建设任务，账务处理上土地开发整理业务成本中包含了基建项目成本，公司账面反映的土地开发整理业务毛利率较低。同期，公司城市基建业务毛利率分别为 10.38%、3.94%和 3.83%。

近年来，该公司实现整理并确认收入的土地面积合计为 4787.45 亩，累计土地开发整理投入 379.62 亿元，公司累计已确认土地开发整理收入 420.54 亿元。

图表 13. 截至 2020 年 3 月末公司土地整理开发概况（单位：亿元，亩）

地块名称/区位	整理时间（年）	土地面积（亩）	土地整理投资额	已确认收入
零星地块（10-14 年小块地）	2010-2014	628.70	23.13	35.95
杭发地块	2015	62.46	2.40	4.20
墩里吴地块	2015	134.40	4.46	11.02
金西地块	2016	77.38	0.13	1.80
沙里吴地块	2016	89.24	0.12	6.00
粮食仓库地块	2016	86.09	1.90	4.70
新塘顺达地块	2017	56.76	3.00	8.90
五七路口地块	2017	75.77	1.63	9.50
4 号区块	2017	13.07	0.29	0.65
5、6 号区块	2017	128.24	1.23	13.30

地块名称/区位	整理时间（年）	土地面积（亩）	土地整理投资额	已确认收入
2 号区块	2017	48.93	2.90	6.18
加油站区块	2017	6.94	0.40	0.64
D-0.3 区块	2017	53.11	2.00	11.67
萧政储出 2018-4 号	2017	37.98	3.50	7.66
萧政储出 2018-12 号	2017	86.70	8.50	18.75
萧政储出 2018-14 号	2017	139.56	10.00	21.34
萧政储出 2018-20 号	2018	83.13	5.13	4.54
萧政储出 2018-21 号	2018	37.68	3.56	8.20
萧政储出 2018-28 号	2018	33.23	1.50	1.95
萧政储出 2018-24 号	2018	146.24	13.30	12.66
萧政储出[2019]5 号	2018	30.36	0.2	0.48
萧政储出[2019]6 号	2018	139.08	4.88	8.69
新塘街道曾家桥社区城中村（棚户区）改造项目	2015-2018	559.65	59.29	41.83
萧政储出[2019]9 号	2019	169.32	23.09	25.35
萧政储出[2019]28 号地块	2019	120.87	5.62	0.15
萧政储出[2019]35 号地块	2019	76.20	19.25	15.42
萧政储出[2019]8 号地块（A-47-2）	2018	38.71	0.40	2.74
萧政储出[2017]10 号地块	2017	13.07	4.29	0.48
萧政储出[2019]19 号地块	2019	68.00	6.15	9.10
萧政储出[2019]20 号地块	2019	41.67	5.28	5.60
萧政储出[2019]21 号	2019	66.49	10.21	6.63
萧政储出[2019]22 号地块	2019	31.26	4.39	3.99
萧政储出[2018]17 号地块	2018	117.16	4.41	4.55
萧政储出[2018]34 号地块	2018	47.35	6.30	4.44
萧政储出[2019]4 号地块	2019	45.87	13.76	13.98
萧政储出[2019]23 号地块	2019	38.40	11.00	11.17
萧政储出[2019]18 号地块	2019	49.20	8.72	8.91
萧政储出[2019]33 号	2018	133.87	7.26	6.36
萧政储出[2019]36 号	2018	159.80	3.86	3.92
萧政储出[2018]1 号地块	2015-2017	99.12	9.91	10.84
萧政储出[2018]5 号地块	2015-2017	199.80	22.98	20.65
萧政储出[2018]23 号地块	2016-2017	147.39	27.80	25.65
萧政储出[2020]3 号	2020	95.00	5.89	—
萧政储出[2020]9 号	2020	63.25	2.40	—
萧政储出[2020]16 号	2020	52.15	10.96	—
萧政储出[2020]19 号	2020	158.80	12.24	—
合计	—	4787.45	379.62	420.54

数据来源：萧山国资

截至 2020 年 3 月末，该公司已完成整理待结算的土地共 5 宗，主要位于蜀山街道等，土地面积合计为 158.90 亩，投资总额为 6.45 亿元，预期可回款

金额 16.72 亿元，可为公司营业收入及资金回笼持续性提供一定保障。

图表 14. 截至 2020 年 3 月末公司已完整理待结算土地情况（单位：亿元，亩）

项目名称	投资额	土地面积	预期可回款金额
蜀山 XSCQ2701-27 地块	1.30	37.00	5.84
蜀山单元 XSCQ2709-38 地块（琴山下）	1.92	36.00	5.40
山口单元 C-10 地块	0.95	18.90	0.96
人民路地铁上盖地块东区块	2.28	23.00	0.97
人民路地铁上盖地块西区块		44.00	3.55
合计	6.45	158.90	16.72

数据来源：萧山国资

截至 2020 年 3 月末，该公司主要正在开发整理的土地共 46 宗，主要分布在蜀山街道、新塘街道及城厢街道等区域，在整的土地面积合计为 1864.85 亩，计划投资总额为 127.18 亿元，已投入 85.07 亿元。此外，目前公司计划整理的土地共 5 宗，计划整理面积为 379.68 亩，计划投资总额为 9.52 亿元。整体来看，公司土地开发整理项目储备多，未来投资需求较大，相关土地若能顺利完成整理并交由土储中心进行出让，可为公司带来较为可观的现金流入，但易受政策及土地市场行情影响，存在一定的不确定性。

图表 15. 截至 2020 年 3 月末公司主要在整土地情况（单位：亩，亿元）⁷

项目名称	计划投资额	已投入	土地面积	预期可回款金额
蜀山 XSCQ2701-08 地块（联丰、戚家池）	0.17	0.17	4.80	0.69
蜀山 XSCQ2701-05 地块（联丰、戚家池）	0.46	0.46	13.00	2.21
蜀山 XSCQ2701-11(向阳、严家埭)	1.36	1.36	38.85	6.12
蜀山 XSCQ2702-02(向阳、严家埭)	0.98	0.98	27.90	3.70
蜀山 XSCQ2703-13（祝家桥、鲁供桥）	0.89	0.89	25.35	3.84
蜀山西 XSCQ2305-5 地块（安桥）	3.05	3.05	87.00	9.54
蜀山西 XSCQ2305-6 地块(向阳、严家埭)	1.05	1.05	30.00	3.88
蜀山南祝家桥商业地块 A	1.58	1.58	45.00	3.57
蜀山南祝家桥商业地块 B	2.07	2.07	59.00	4.67
蜀山南祝家桥商业地块 C	1.82	1.82	52.00	11.17
龙达地块 A	4.20	3.50	46.00	6.50
龙达地块 B			73.00	9.03
蜀山单元 XSCQ2709-33 地块（琴山下）	4.16	3.00	78.00	11.87
蜀山单元 XSCQ2711-12 地块（金家浜）	5.52	5.52	46.00	5.75
新塘 XSCQ2505-06 地块（金弘三鸟）	3.12	2.00	26.00	2.86
新塘 XSCQ2505-02 地块（金弘三鸟）	8.52	0.00	71.00	8.50
新塘 XSCQ2505-03 地块（金弘三鸟）	6.36	0.00	53.00	6.80
新塘 XSCQ2505-05 地块（金弘三鸟）	9.84	0.00	82.00	10.03
南站 XSCQ1808-45（下潦）	3.60	3.60	30.00	4.08
南站 XSCQ1808-47（下潦）	3.60	3.60	30.00	5.10

⁷ 因部分在整土地中包含的安置房建设、道路基建等配套用地不与政府结算，故该表中部分土地整理项目预期可回款金额小于计划投资额和累计已投入金额。

项目名称	计划投资额	已投入	土地面积	预期可回款金额
南站 XSCQ1808-27（行头）	4.32	4.32	36.00	3.26
南站 XSCQ1808-28（行头）	2.64	2.64	22.00	1.99
南站 XSCQ1808-21（郎家浜）	3.60	3.60	30.00	2.72
南站 XSCQ1808-22（郎家浜）	3.60	3.60	30.00	2.72
南站 XSCQ1808-24（郎家浜）	3.78	3.78	31.50	2.85
南站 XSCQ1809-03（郎家浜、行头）	4.50	4.50	37.50	3.40
南站 XSCQ1809-05（行头）	2.88	2.88	24.00	2.17
南站 XSCQ1809-06	2.52	0.00	21.00	1.90
南站 XSCQ1809-07（行头）	1.09	0.00	21.00	2.80
南站 XSCQ1807-31（下畈朱）	0.62	0.62	17.70	1.40
南站 XSCQ1807-41（下畈朱）	0.63	0.63	18.00	1.02
南站 XSCQ1808-36（行头）	0.42	0.42	12.00	1.08
南站 XSCQ1809-08（行头）	0.53	0.53	15.00	0.85
南站 XSCQ1806-79（下畈朱、行头）	0.70	0.70	20.00	1.58
南站 XSCQ1807-48（下畈朱、行头）	1.72	1.72	49.00	4.44
南站 XSCQ1807-50（下畈朱、行头）	1.72	1.72	36.00	3.26
南站 XSCQ1809-21（行头）	1.26	1.26	25.00	2.26
南站加油站地块	1.93	1.00	5.50	0.79
戴村华东钢构地块 A	2.70	2.70	90.00	4.90
戴村华东钢构地块 B	8.40	5.00	75.00	3.84
后郑出让地块	1.27	0.00	69.00	3.29
北干中单元 A-04 地块	0.40	0.40	17.85	0.85
新塘北单元 XSCQ2501-03 地块（姑娘桥花木城地块）	7.00	2.00	123.00	7.42
新塘北单元 XSCQ2502-06 地块（久工精机住宅地块）	3.10	2.90	66.90	3.29
城厢单元 XSCQ2404-48、51 地块（地铁 2 号线人民路站西侧地块）	2.40	2.40	30.00	2.54
城厢单元 XSCQ2404-56、57、60（地铁 2 号线人民路站东侧地块）	1.10	1.10	24.00	1.17
合计	127.18	85.07	1864.85	187.70

数据来源：萧山国资

近年来，该公司在建基础设施项目主要涉及路网、交通枢纽建设以及城中村改造等拆迁安置项目。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建基建项目计划总投资为 1548.21 亿元⁸，累计已投资 695.14 亿元，尚需投资 853.07 亿元，后续公司仍将持续面临较大的投融资压力。

图表 16. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	累计投资额
铁路杭州南站综合交通枢纽东、西广场工程	25.86	14.79
萧山区人民广场地下空间开发工程（一期）	10.37	3.74
风情大道（机场路—金城路）改建工程	17.53	4.74
风情大道改造（金城路—湘湖路段）工程项目	48.52	2.21

⁸ 项目投资额包括相应的土地整理投资额。

项目名称	计划投资额	累计投资额
通城快速（机场路-03 省道东复线）项目-（机场高速-通彩互通）	31.84	6.68
博奥路南伸（湘西路-潘水路）项目	25.38	0.71
戴村镇老集区块及工业园区退二进三	16.10	16.54
蜀山街道安桥社区城中村改造项目	17.16	5.79
新塘街道金家浜、琴山下社区城中村改造项目	65.04	21.91
新塘街道董家埭、油树下社区城中村改造项目	49.48	18.03
新街街道长山头村城中村改造项目	151.63	26.57
蜀山街道鲁公桥、祝家桥社区城中村改造项目	31.14	25.69
新塘街道井头王社区城中村改造项目	11.27	8.36
蜀山街道戚家池、联丰社区城中村改造安置房项目	16.52	8.19
蜀山街道向阳、严家埭、安桥社区城中村改造安置房项目	31.73	2.13
新塘街道金家浜、琴山下社区城中村改造安置房项目	22.39	0.87
新塘街道董家埭、油树下社区城中村改造安置房项目	26.41	0.45
新街街道长山头城中村改造安置房项目	52.47	1.39
铁路杭州南站综合交通枢纽配套彩虹快速路	33.53	16.79
城中村改造越寨区块	19.80	8.61
蜀山街道向阳、严家陆埭社区城中村改造	46.50	21.72
蜀山街道戚家池、联丰城中村改造	36.00	15.79
新塘街道商城社区陶瓷厂宿舍改造项目	21.50	7.47
萧山机场公路改建工程	67.28	55.56
浦阳江治理工程	42.46	25.52
03 省道萧山义桥至楼塔段改建工程	37.01	14.91
九堡大桥南接线工程	36.70	35.26
建设四路二期	19.74	14.25
红十五线改建	12.96	4.65
时代大道改建工程	21.95	6.98
03 省道东复线高架南延	25.21	12.16
新塘街道曾家桥社区城中村（棚户区）改造项目	15.23	13.42
义桥镇山后村城中村改造项目	50.00	30.62
北干街道高田社区城中村改造安置房项目	13.31	10.49
北干街道集中安置房项目	14.19	5.01
北干街道塘湾村城中村改造安置房项目	42.62	21.11
北干街道兴议村城中村改造安置房项目	42.54	72.12
北干街道永久社区城中村改造安置房项目	15.49	11.43
城厢街道南门社区城中村改造项目	30.16	12.66
城厢街道万寿桥社区下街区块征迁项目	21.58	9.77
高桥区块安置房项目	21.50	0.66
蜀山街道广乐安置房项目	14.26	20.83
城厢街道高桥社区城中村改造项目	21.50	0.66
城厢街道新桥头社区城中村改造项目	29.00	12.15
棉北里片区文创基础设施改造项目	27.35	12.03

项目名称	计划投资额	累计投资额
新塘街道棚户区（城中村）改造项目（双桥社区、姑娘桥村）	75.00	19.87
新塘街道和平桥城中村改造项目	43.00	33.85
合计	1548.21	695.14

数据来源：萧山国资

（4）医药销售业务

该公司的医药销售业务运营主体为子公司杭州萧山医药有限公司（以下简称“萧山医药”），萧山医药创立于 1956 年，是一家专营中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素原料、生化药品、生物制品、蛋白同化制剂、麻醉药品、精神药品、医疗器械、保健食品等产品的全国医药流通百强企业，在萧山地区具有较高的市场份额，也是萧山区内唯一的麻醉药品供应商。公司医药销售采用批发和零售方式，目前公司拥有两家零售药店，零售收入占比在 10% 以内。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司医药销售业务收入分别为 5.88 亿元、5.16 亿元、5.24 亿元和 1.07 亿元，主要受“两票制”推行的影响，医药销售业务收入有所波动；同期，业务毛利率分别为 7.45%、6.45%、8.68% 和 5.16%，盈利能力较弱。

（5）其他业务

该公司其他业务主要包括保障房业务、萧山交投的运输、通行费等业务及湘湖旅游度假区补贴收入、资产租赁、保安服务、广告、停车、检验修理等。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司其他业务收入分别为 19.46 亿元、23.98 亿元、50.06 亿元和 15.13 亿元。

该公司保障房建设及销售主要由子公司萧山交投⁹和萧山城投¹⁰负责，其中 2019 年萧山交投实现保障房销售收入 5.89 亿元；2017-2019 年萧山城投分别实现保障房销售收入 4.67 亿元、4.54 亿元和 8.07 亿元¹¹，由于保障房的销售对象主要为安置农民及低收入人群，且由政府定价，售价较低，部分房产售价可能低于成本，业务整体呈亏损状态。

截至 2020 年 3 月末，萧山城投已完工在售的保障房项目建筑面积合计为 113.79 万平方米，项目预计总投资 48.50 亿元，已累计投资 47.61 亿元，预计可实现销售收入合计 56.91 亿元。同期末已售面积为 75.42 万平方米，实现销售额 28.42 亿元，公司保障房销售进度整体较为缓慢。同期末，萧山交投已完

⁹ 由 2019 年纳入萧山交投的杭州萧山城区建设有限公司（以下简称“萧山城区建设”）负责。

¹⁰ 2017 年之前，该公司保障房销售业务由下属一级子公司杭州萧山三阳房地产投资管理中心（以下简称“三阳房地产”）运营。2016 年底，三阳房地产并入公司一级子公司萧山城投。自 2017 年起，保障房销售业务由萧山城投下属子公司三阳房地产和杭州萧山市政拆迁安置房建设有限公司（以下简称“市政公司”）负责。其中三阳房地产主要负责建设经济适用房、人才专用房、公租房及廉租房，是萧山区此类房产唯一的建设主体；市政公司主要负责建设农民安置房。

¹¹ 包括萧山城投本部城中村改造项目中的安置房销售收入。

工安置房项目包括新塘街道郎家浜、下畈朱社区城中村改造安置房项目以及北干街道城北村城中村改造安置房项目，建筑面积合计 97.11 万平方米，累计已投资 70.91 亿元，截至 2020 年 3 月末累计回笼资金 14.75 亿元。

图表 17. 截至 2020 年 3 月末萧山城投主要完工保障房项目情况表¹²（单位：亿元）

项目	建筑面积 (万平方米)	预算总投资	已投入资金	预期收入	已售面积 (万平方米)	已售金额
广仁小区	6.27	1.50	1.29	3.28	4.19	1.63
广悦小区	5.93	1.50	1.22	3.36	5.37	3.38
广悦二期	5.13	1.83	1.68	3.22	0.16	0.07
广德小区	16.00	3.53	3.54	4.02	15.09	2.21
牛脚湾项目	2.81	1.99	1.77	2.25	0.74	0.82
蜀山二期	15.27	5.55	5.67	9.70	3.47	2.63
荣庄项目	2.95	1.20	1.16	1.40	0.45	0.15
广宁小区	11.95	2.82	2.60	2.99	11.95	2.99
广聚公寓	1.69	0.83	0.80	0.95	1.69	0.95
广泽小区一期	8.13	5.20	4.48	2.74	8.11	2.73
广泽小区二期	30.10	20.00	20.00	20.00	18.69	8.98
广谊公寓	1.46	0.58	0.66	0.44	1.46	0.44
广盛公寓	1.32	0.43	0.48	0.53	1.32	0.53
广浦一期	2.00	0.49	0.67	0.66	1.98	0.62
广浦二期	2.78	1.05	1.59	1.37	0.75	0.29
合计	113.79	48.50	47.61	56.91	75.42	28.42

数据来源：萧山国资

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在建的保障房项目共 11 个，分别为新塘街道 D-17 地块公共租赁用房，新塘街道 E-68-1 地块公共租赁用房，蜀山街道 A-56 安桥地块公租房项目，新塘街道安置房，新塘街道行头、下潦城中村改造安置房项目等。上述 11 个在建项目预计总投资额合计为 698.54 亿元，已投入资金合计 445.61 亿元，尚需投资 252.93 亿元。

图表 18. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建保障房项目情况表（单位：亿元）

项目	预算总投资	已投入资金
新塘街道 D-17 地块公共租赁用房	2.86	0.20
新塘街道 E-68-1 地块公共租赁用房	1.65	0.09
蜀山街道 A-56 安桥地块公租房项目	7.50	0.06
新塘街道安置房	1.42	0.17
新塘街道行头、下潦城中村改造安置房项目	58.00	33.02
所前镇城南村改造安置房项目	130.00	42.41
闻堰区块拆迁改造项目	210.53	180.99
蜀山区块拆迁安置房建设	105.01	75.53

¹² 未包含该公司本部城中村改造项目所涉及的安置房。表中部分项目已投资额已超过预算总投资，但由于项目还未决算，故预算总投资额暂按项目立项金额填列；已售面积为已移交至购房者或政府部分的房产面积，已售金额为已开票确认收入金额（部分房产已移交但未确定售价，故未开票确认收入）。

项目	预算总投资	已投入资金
北干街道荣联村、施家桥村、畝里张村棚户区改造安置房项目	35.00	35.02
宁围街道宁牧村改造安置房项目	63.56	45.12
蜀山街道城中村改造安置房项目	83.01	33.00
合计	698.54	445.61

数据来源：萧山国资

萧山交投为萧山区唯一的交通基础设施投资建设主体，除交通基础设施建设及城中村改造项目建设外，还从事客运运输、公路运营、路桥工程，以及小规模的修理、客运站务、商品销售等业务。2019 年，萧山交投实现客运运输业务收入 2.05 亿元，主要来源于长途客运、旅游客运、出租车以及以润滑油、柴油、汽油、煤油等为主的油品销售收入；通行费收入 3.76 亿元，主要系萧山机场公路通行费；工程收入 5.39 亿元，主要系路桥工程结算收入；以石料销售业务和租赁业务为主的其他业务收入为 3.16 亿元。

此外，杭州萧山地铁投资开发有限公司（以下简称“萧山地铁”）¹³受萧山区人民政府委托负责杭州市城市轨道交通萧山区段的地铁建设资本金出资事宜，萧山区段地铁建设资金总规模初步估算为 475.01 亿元¹⁴，其中资本金为 238.04 亿元。目前萧山区境内地铁一期工程已经完成，二期三期工程全面铺开，正在开建的地铁工程有 1 号线三期、5 号线、6 号线、7 号线及杭绍线¹⁵连接线等 5 条线路，其中萧山地铁不承担杭绍线的出资职能。此外，机场轨道快线工程¹⁶也已开工建设。截至 2020 年 3 月末，萧山地铁累计资本金已出资 138.95 亿元，计入“可供出售金融资产”科目核算。

该公司下属子公司湘旅控股主要负责萧山区湘湖新城规划范围内的土地开发、基础设施建设、湘湖景区旅游开发等工作，浙江湘湖旅游度假区管理委员会（以下简称“湘湖管委会”）给予的补贴收入是其重要收入来源。2018-2019 年，湘旅控股获得的补贴收入分别为 4.73 亿元和 4.00 亿元。截至 2019 年末，湘旅控股根据湘湖管委会同意拨款的文件计提补贴收入累计金额 23.88 亿元。

¹³ 萧山地铁原为该公司下属一级子公司，2019 年并入公司一级子公司萧山交投。

¹⁴ 具体包含辖区内土建及风水电投资额为 196.15 亿元、辖区内征迁安置资金（除共享工程外的征地费和房屋拆迁费用）为 9.24 亿元、共享工程投资额（控制中心、主变、车辆段）为 43.85 亿元、共享工程征迁安置资金（车辆段、控制中心、主变电所的征地和房屋拆迁费用）为 9.59 亿元、其他投资额 216.18 亿元（除上述 4 项以外的所有费用，含轨道、供电、通信、信号、人防等）。

¹⁵ 杭绍城际轨道境内长 4.95 公里，自地铁 5 号线终点站香樟路站至绍兴市，其中萧山境内为地下线，设香樟路站（与 5 号线换乘）和衙前站，由绍兴市柯桥区轨道交通集团有限公司投资建设，萧山区不承担征迁及建设费用。

¹⁶ 机场轨道快线工程起自茗溪站，终于靖江站，全长 58.5 公里，拟用地总面积 162.23 公顷，建设工期为 2019-2022 年，项目总投资估算 419.62 亿元，项目资本金为 167.84 亿元，占总投资的 40%，由杭州市及相关区财政资金解决，其中萧山区承担的资本金为 69.86 亿元；其余由项目法人杭州市地铁集团有限公司（以下简称“杭州地铁集团”）申请银行贷款解决。

管理

该公司是萧山区国资办下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构健全，根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，部门职能分工明确，基本能够满足日常经营管理和战略发展需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司是萧山区国资办下属的国有独资企业，产权结构清晰。截至 2020 年 6 月末，公司唯一股东为萧山区国资办，实际控制人为萧山区人民政府。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司根据《公司法》等有关法律法规的要求，建立健全法人治理结构。公司不设股东会，萧山区国资办依法履行出资人职责、行使股东职权。公司设立董事会、监事会及经营管理机构。公司董事会由 6 名董事组成，为公司的权利机构和决策机构，并按股东授权行使部分出资人职权，其中 5 名为非职工董事，由萧山区国资办委派（更换），剩余 1 名职工董事由公司职工代表大会或者其他形式民主选举产生和罢免，目前公司董事成员已全部到位。公司董事会每届任期三年，届满连派（选）可以连任，并在出资人的监督和指导下进行重大项目的投融资及下属企业的监督管理，在授权范围内审批和管理公司投融资及经营活动，并按规定向萧山区国资办报告公司重大决策、财务及资产状况。公司监事会由 5 名监事组成，其中 3 名非职工监事由萧山区国资办委派，剩余 2 名职工监事由公司职工代表大会或者其他形式民主选举产生和罢免，每届任期三年，届满连选可以连任，目前公司监事成员已全部到位。公司监事会负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，保障所有者、债权人、公司及其员工的合法权益，并对出资人负责。公司设总经理一名，主持公司生产经营管理工作。

(3) 主要关联方及关联交易

截至 2019 年末，该公司应收关联方款项为 9.04 亿元，主要包括应收萧山区财政局款项 7.86 亿元、应收杭州晟合建设发展有限公司款项 1.17 亿元；同期末，公司应付关联方款项余额为 44.95 亿元，主要包括应付萧山区财政局款项 44.75 亿元、应付杭州市萧山公共交通有限公司款项 0.15 亿元。此外，公司与关联方存在小规模关联购销交易，影响有限。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理的需要，设置了党群（纪检）工作部、办公室、企业管理部、财务（审计）部、投资发展部、工程管理部及招标审价中心等七个职能部门，各部门职责分工明确，协作顺畅，能够较好地对财务、人事、资产及业务等诸多方面进行有效管控。公司组织结构图详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司较为重视制度建设，自成立以来不断完善和改进各项内部管理制度，以规范业务操作及审批流程。公司已在财务管理、投融资管理、对外担保等方面建立了相应的制度及规范。

在财务管理方面，该公司制定了《财务管理制度》和《财务内部控制制度》，明确了会计核算体制、印章管理、票据管理、支付报销和证券管理等方面的操作规范和管理要求；并建立了不相容职务分离控制、授权审批控制、会计系统控制和财产保护控制等风险控制措施。

在投资管理方面，该公司制定了《投资管理制度》，按照制度规定：（1）项目投资前，由公司投资部进行项目调研，并编制投资意向书及可行性研究报告，报告董事会审议，重大事项应按照区政府的规定进行审批备案；（2）项目审批后根据相关规定对投资活动中涉及的董事、监事及高管人员进行委派；（3）项目投资实施阶段，由投资发展部负责定期报告投资资金使用情况、项目的运行情况及投资收益状况；（4）公司综合部负责组织对派出的董事、监事及高管人员进行年度和任期考核。

在融资管理方面，该公司制定了《融资管理制度》，明确了资金统一管理、适度集中、专款专用等原则。公司财务部根据项目情况，结合实际制定具体融资方案，报董事会审议批准，重大项目事项应按照区政府的规定进行审批备案。融入资金由财务部集中管理和统一调配，财务部根据月度工程进度表和资金支付计划，编制每月的资金用款计划，并上报管理层审批。另外，财务部还需定期对资金的使用情况进行检查核实，确保资金做到专款专用。

在对外担保管理方面，该公司按照《对外担保制度》，结合年度经营预算、投融资计划制定年度对外担保计划。下属子公司由公司本部提供担保的，由子公司提交担保申请，并经公司董事会决议后实施，公司监事负责监督对外担保事项的执行情况。此外，公司还建立了对外担保跟踪机制，定期了解被担保企业的经营状况、资金使用情况，督促其及时偿还债务。对生产经营类的被担保企业，还要求其提供反担保措施，以化解可能出现的风险。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司 2020 年 5 月 15 日的《企业信用报告》，公司本部历史偿债记录良好，无信贷违约情况。截至 2020 年 7 月末，根据查询国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公示平台信息查询结果，未发现公司本部存在异常情况。

3. 发展战略

该公司将进一步加强现代企业制度建设，加快资产注入、优化资本配置、推进产业结构调整，不断推进公司总体盈利水平和资产运作能力的提高。重点发展包括先进装备制造、金融服务以及健康事业等高附加值的业务领域。进一步巩固国内领先的齿轮传动装置制造商地位，不断推进转型升级，成为萧山先进装备制造业发展的主平台。同时，公司专注发展中小企业金融服务综合平台，为萧山区符合产业发展导向的优势成长型、苗子型、科技创新型、“三农”产业等重点扶持的中小微企业提供综合性融资服务平台；此外，公司将造大健康事业平台。在十三五期间重点发展医药流通和健康服务两大领域，抓住医疗体制改革机遇，利用萧山医院、医药公司股东优势，探索打通制药、流通和终端医院全产业链。

财务

近年来，该公司营业收入增长较快，但盈利水平有所下降，期间费用持续增长，净利润对政府补贴的依赖度较大。得益于政府持续的资产注入，公司资本实力不断增强，但随着公司基础设施建设工程的持续推进及合并范围的扩大，公司负债规模快速扩张，负债经营程度已处于高水平，加之应收款项规模较大且回收存在不确定性、在建项目仍有大规模投资安排，公司后续仍面临很大资金压力和融资需求。同时，公司即期债务规模快速增长，面临一定偿付压力，但目前公司账面货币资金较充裕，且外部融资渠道较为通畅，可为即期债务偿付提供支撑。

1. 公司财务质量

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，均出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。根据审计报告，2018 年公司下属子公司萧山城投存在重大前期差错更正事项，主要涉及科目包括存货、其他流动资产、固定资产、投资性房地产、应交税费、递延所得税负债、未分配利润等。上述

¹⁷ 主要关于子公司萧山城投、萧山交投围垦土地注销事宜和三阳房地产期后事项及公租房事宜。

事项影响期初所有者权益 253.53 万元，其中影响 2017 年度损益-721.02 万元，影响 2016 年及以前年度损益 974.55 万元。此外，萧山城投本级部分房产（原值 1.75 亿元，累计折旧 0.21 亿元）原于固定资产科目核算，本次重分类调整至投资性房地产科目。2019 年公司下属子公司萧山交投存在重大前期差错更正事项，主要涉及科目包括预计负债、未分配利润、营业外支出等，上述事项影响 2018 年度损益 631.73 万元。为增加数据可比性，本报告中 2017-2018 年财务数据分别按照 2018-2019 年审计报告期初数/上年数列示。

截至 2019 年末，该公司纳入合并报表范围的一级子公司共 26 家，主要为公司各业务板块运营主体。同年末公司纳入合并报表范围的子公司较上年末增加 34 家，其中一级子公司为 10 家，包括无偿划入 8 家，分别为杭州萧山机关公务用车保障有限公司、杭州萧山职业技能培训中心有限公司、杭州萧山机关汽车修理有限公司、杭州萧山传媒有限公司、杭州萧山交通规划设计研究院有限公司、杭州萧山建筑工程质量检测中心有限公司、杭州萧山建筑科学研究所有限公司和杭州萧山电影发行放映有限公司；新设立 2 家，分别为杭州萧山义桥产业园区开发有限公司和杭州萧山闻堰产业园区开发有限公司。下属主要子公司及其概况详见附录三。

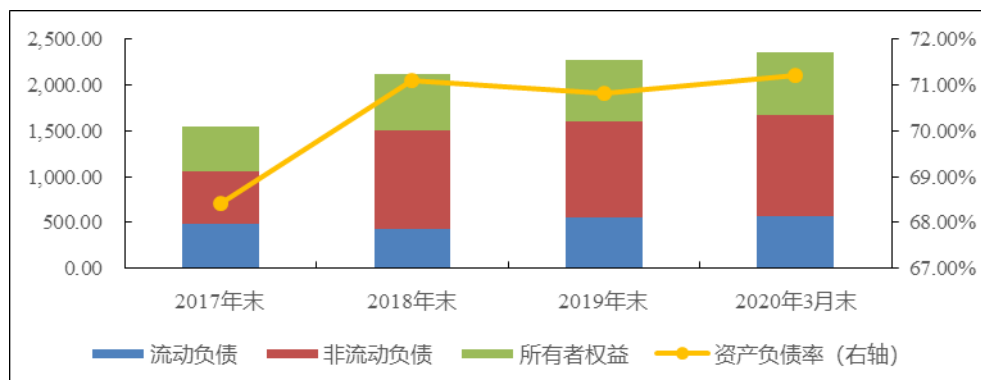
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

随着该公司基础设施建设业务的持续推进，公司负债规模持续快速扩张，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 1056.53 亿元、1059.31 亿元、1607.81 亿元和 1676.79 亿元；同期末公司资产负债率分别为 68.43%、71.09%、70.83%和 71.22%，已攀升至高水平。从负债期限结构看，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 119.19%、249.94%、187.37%和 194.42%。

图表 19. 2017 年末以来公司资金来源及其变化趋势（单位：亿元，%）



注：根据萧山国资所提供数据整理、绘制

从具体构成看，2019 年末，该公司流动负债为 559.50 亿元，较上年末增

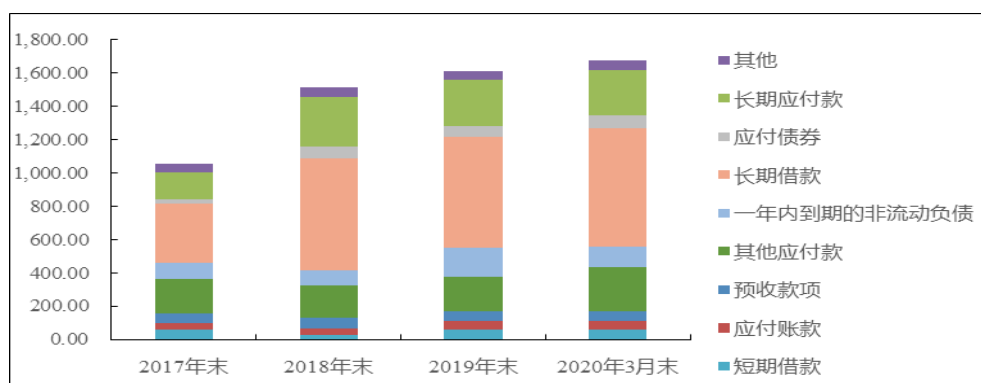
长 29.72%，主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，上述科目占期末流动负债的比重分别为 10.03%、9.39%、10.61%、37.05%和 31.64%，合计占比为 98.72%。其中，短期借款余额为 56.10 亿元，较上年末增长 111.43%；应付账款余额为 52.53 亿元，较上年末增长 39.56%，主要为未结算或未到期付款期的应付工程款；预收款项余额为 59.35 亿元，较上年末下降 4.64%，主要为杭州萧山城厢旧城改造投资有限公司预留房款 28.44 亿元、萧山城投预收墩里吴社区征迁安置户房款 4.04 亿元等；其他应付款余额为 207.31 亿元，较上年末增长 6.63%，主要包括应付利息 13.05 亿元和其他应付款 194.26 亿元（主要包括征迁资金 48.87 亿元、财政调度款 46.99 亿元、往来款 23.23 亿元、押金及保证金 19.91 亿元、土地出让款 16.94 亿元、安置房款 10.75 亿元、借款 6.59 亿元）；一年内到期的非流动负债余额为 177.02 亿元，较上年末增长 88.86%，包括一年内到期的长期借款 143.10 亿元、一年内到期的应付债券 10.00 亿元和一年内到期的长期应付款 23.93 亿元。

2019 年末，该公司非流动负债为 1048.32 亿元，较上年末下降 2.75%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，上述科目占非流动负债的比重分别为 63.20%、6.48%和 26.50%，合计占比为 96.17%。其中，长期借款余额为 662.50 亿元，较上年末下降 1.80%；应付债券余额为 67.94 亿元，较上年末增长 1.41%；长期应付款余额为 277.78 亿元，较上年末下降 6.60%，包括长期应付款 231.98 亿元和专项应付款 45.80 亿元，其中长期应付款主要包括应付融资租赁款 13.58 亿元、地方政府债券 189.76 亿元¹⁸、预收的安置房房款 16.76 亿元，专项应付款主要为公司收到的财政专项拨款。

2020 年 3 月末，该公司负债总额为 1676.79 亿元，较 2019 年末增长 4.29%，增长主要系其他应付款余额较 2019 年末增长 27.98%至 265.31 亿元、发行一期短期融资券 10.00 亿元导致其他流动负债余额较 2019 年末增长 373.56%至 10.30 亿元、应付债券余额较 2019 年末增长 22.26%至 83.06 亿元所致。因部分子公司借款归集科目与年报审计不一致，公司 2020 年 3 月末长期借款、长期应付款、一年内到期的非流动负债科目较 2019 年末变动较大，上述三者 2020 年 3 月末合计金额为 1102.69 亿元，较 2019 年末合计金额减少 14.61 亿元。除上述科目外，其他负债构成基本较 2019 年末一致。

¹⁸ 包括地方政府置换债券 180.96 亿元和土储债券 8.80 亿元。

图表 20. 2017 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据萧山国资所提供数据整理、绘制

B. 刚性债务

该公司刚性债务占负债总额的比重较高且规模逐年增长。2017-2019 年末和 2020 年 3 月末，公司刚性债务余额¹⁹分别为 669.08 亿元、1106.02 亿元、1192.22 亿元和 1199.13 亿元，占负债总额的比重分别为 63.33%、73.18%、74.15% 和 71.51%。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 72.85%、55.50%、55.54% 和 56.49%，股东权益对刚性债务的保障能力一般。从期限结构看，公司刚性债务以中长期债务为主，2019 年末和 2020 年 3 月末，公司中长期刚性债务分别为 944.56 亿元和 999.89 亿元，占刚性债务的比重分别为 79.23% 和 83.38%；短期刚性债务分别为 247.66 亿元和 199.24 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 77.39% 和 91.48%，现金资产可对短期刚性债务偿付提供较强保障。

该公司刚性债务主要由银行借款、地方政府债券²⁰和应付债券构成，其中银行借款是公司最重要的融资方式。截至 2019 年末，公司银行借款余额为 861.70 亿元²¹，占公司刚性债务的比重为 72.28%，以质押、保证借款为主。从借款期限分布看，公司借款以长期借款为主，同期末公司长期借款余额（含一年内到期的长期借款）为 805.60 亿元，占借款总额的 93.49%；从融资成本来看，公司短期借款利率主要处于 4.35%-5.00% 区间内，长期借款利率区间处于 4.29%-7.50%，部分长期借款融资成本较高，但所占的比重较低。同年末，公司长期应付款中应付政府置换债券余额为 180.96 亿元、应付土储债券余额为 8.80 亿元。

图表 21. 截至 2019 年末公司银行借款类型（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款 ²²	长期借款	合计
质押借款	1.00	—	398.24	399.24
抵押借款	3.10	—	7.52	10.62
保证借款	10.38	—	183.27	193.64

¹⁹ 未考虑其他应付款中的借款及部分带息的预收安置房款。

²⁰ 截至 2019 年末，该公司应付地方政府债券余额为 189.76 亿元，包括应付地方政府置换债券 180.96 亿元和应付土储债券 8.80 亿元。

²¹ 其中包括小部分资金来源为非银行机构的借款。

²² 2019 年末，该公司一年内到期的长期借款未按借款方式进行分类。

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款 ²²	长期借款	合计
抵押、保证借款	0.09	—	14.20	14.29
质押、保证借款	—	—	43.40	43.40
信用借款	41.54	—	15.87	57.41
—	—	143.10	—	143.10
合计	56.10	143.10	662.50	861.70

注：根据萧山国资所提供数据整理、编制

截至 2020 年 7 月末，该公司合并范围待偿债券本金余额为 97.50 亿元。
公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 22. 截至 2020 年 7 月末公司待偿债券本金余额概况

债券名称	发行金额 (亿元)	起息日	到期日	期限	票面利率 (%)	待偿余额 (亿元)
20 前进齿轮 MTN001	2.50	2020-04-24	2023-04-24	3 年	3.38	2.50
18 萧山交投 MTN001	5.00	2018-05-07	2021-05-07	3 年	5.39	5.00
19 萧山交投 MTN001	5.00	2019-04-23	2022-04-23	3 年	4.24	5.00
15 萧国资 MTN001	10.00	2015-08-27	2020-08-27	5 年	4.50	10.00
18 萧山国资 MTN001	25.00	2018-03-21	2023-03-21	5 年	5.93	25.00
18 萧山国资 MTN002	15.00	2018-07-31	2023-07-31	5 年	4.74	15.00
18 萧山国资 MTN003	10.00	2018-08-24	2021-08-24	3 年	4.50	10.00
20 萧山国资 MTN001	15.00	2020-03-25	2025-03-25	5 年	3.51	15.00
20 萧山国资 CP001	10.00	2020-03-27	2021-03-27	366 天	2.50	10.00
合计	97.50	—	—	—	—	97.50

资料来源：Wind

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 24.60 亿元，担保比率为 3.63%，担保对象主要为当地政府部门及国有企业，其中，对杭州市萧山区人民政府北干街道办事处担保余额为 10.70 亿元、对杭州奥体博览中心萧山建设投资有限公司担保余额为 5.00 亿元、对杭州萧山闻堰街道资产经营公司担保余额为 4.70 亿元等。公司对外担保规模较大，存在担保代偿风险。

图表 23. 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保余额
杭州市萧山区人民政府北干街道办事处	10.70
杭州奥体博览中心萧山建设投资有限公司	5.00
杭州萧山闻堰街道资产经营公司	4.70
杭州萧山临浦镇城建投资开发有限公司	2.60
杭州萧山羽绒工业园投资开发有限公司	1.00
杭州萧山环城生物能源有限公司	0.60
合计	24.60

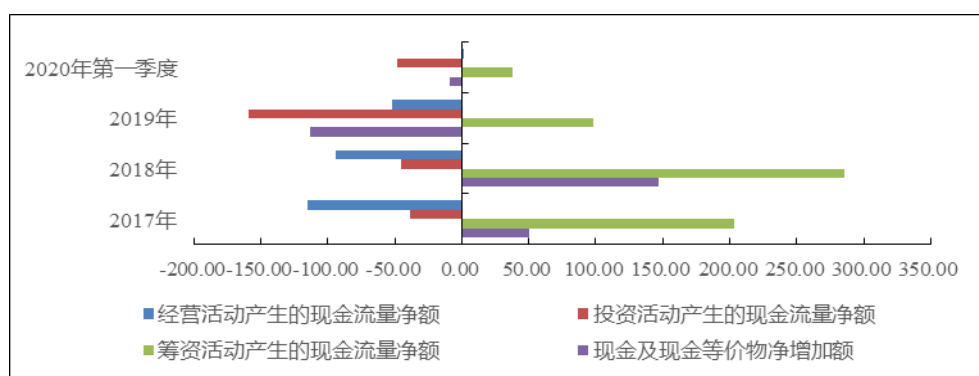
注：根据萧山国资所提供数据整理、编制

(2) 现金流分析

该公司经营性现金流主要反映土地开发、基础设施建设、齿轮箱销售等主业现金收支以及往来款收支情况。公司主业获现能力尚可，2017-2019 年及 2020 年第一季度营业收入现金率分别为 116.64%、97.27%、97.44%和 98.37%。同期，公司经营性净现金流分别为-114.89 亿元、-93.81 亿元、-52.13 亿元和 1.53 亿元，近三年经营性现金流量大额净流出主要系公司城中村改造等工程项目大量投入所致。

该公司投资活动现金流主要反映公司在建工程支出、股权投资支出及理财产品的收支情况，主要由于在建工程的持续投入、加大对杭州地铁集团投资等，公司投资活动现金流持续净流出。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-38.96 亿元、-44.95 亿元、-159.37 亿元和-48.46 亿元。公司投资环节资金缺口主要通过银行借款和债券融资等方式来弥补，同期，公司筹资活动现金流量净额分别为 203.78 亿元、286.05 亿元、97.73 亿元和 37.99 亿元，主要受目前部分在建项目已于此前年度完成融资影响，2019 年对外融资规模有所缩减。

图表 24. 2017 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据萧山国资所提供数据整理、绘制

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 26.36 亿元、30.79 亿元和 42.63 亿元，主要来源于利润总额、费用化利息支出和固定资产折旧。公司已累积较大规模的刚性债务，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障能力较弱。同期公司非筹资性现金流持续净流出，无法对债务偿付提供有效保障。

图表 25. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.87	0.60	0.70
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.03	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-27.82	-20.54	-10.52
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-19.97	-10.57	-4.54
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-37.25	-30.39	-42.69
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-26.74	-15.63	-18.40

注：根据萧山国资所提供数据整理、计算

(3) 资产质量分析

得益于股东资金、资产注入及自身经营积累，近年来该公司资本实力逐年增强，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司所有者权益分别为 487.41 亿元、613.82 亿元、662.17 亿元和 677.45 亿元。其中，资本公积分别为 363.30 亿元、480.71 亿元、512.35 亿元和 526.32 亿元，受益于萧山区财政局持续的资产注入和资金拨付，公司资本公积逐年增加。2018 年，公司资本公积增加 117.42 亿元，主要包括萧山区财政局拨款 52.99 亿元，浙江湘湖旅游度假区投资发展有限公司、杭州商业城开发总公司、杭州萧山国营商业总公司、杭州萧山水产蔬菜有限公司等子公司股权 48.43 亿元以及其他国有资产注入。2019 年末公司资本公积较 2018 年末净增加 31.64 亿元，一方面系萧山区财政局资金注入 36.17 亿元、收到无偿划转子公司股权和房产等共计 28.23 亿元导致公司资本公积增加 64.40 亿元，另一方面系萧山区人民政府将价值为 32.59 亿元的钱江世纪城二号地块无偿收回导致资本公积减少。

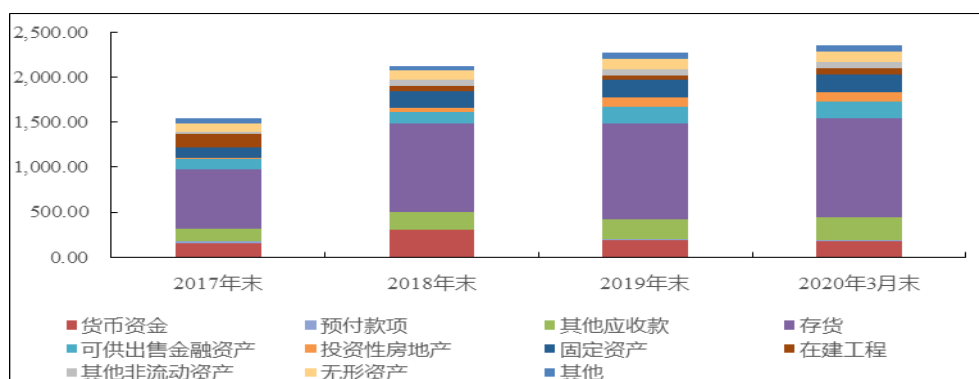
近三年，该公司资产规模呈增长态势，2017-2019 年末分别为 1543.94 亿元、2123.12 亿元和 2269.98 亿元，其中流动资产分别为 1006.57 亿元、1504.45 亿元和 1517.82 亿元，占资产总额的比重分别为 65.19%、70.86%和 66.86%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2019 年末上述科目余额占期末流动资产比重分别为 12.51%、14.27%和 70.66%，合计占比为 97.44%。其中，货币资金余额为 189.95 亿元，较上年末下降 37.31%，其中受限的货币资金余额为 1.79 亿元；其他应收款余额为 216.59 亿元，较上年末增长 11.19%，包括应收利息 0.12 亿元、应收杭州空港经济区管理委员会往来款 59.59 亿元、应收萧山区闻堰镇城乡一体化建设管理中心拆迁款 28.37 亿元、应收杭州萧山经济技术开发区国有资产经营有限公司新街街道城中村改造支出款项 20.21 亿元、应收杭州市萧山区区级机关事业单位会计结算中心国开基金注资额 14.43 亿元、应收杭州萧山新区旧城改造投资有限公司借款 9.82 亿元等，公司其他应收款规模较大，未来回收存在不确定性，易增大公司资金压力；存货余额为 1072.48 亿元，较上年末增长 9.47%，主要包括土地整理、地铁征迁、受托代建的旧城改造、安置房及道路建设等开发成本 1005.68 亿元和已完工安置房成本 45.29 亿元。

2019 年末，该公司非流动资产余额为 752.16 亿元，较上年末增长 21.58%，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成，上述科目余额占期末非流动资产的比重分别为 23.95%、13.79%、26.79%、6.01%、15.86%和 9.54%，合计占比为 95.94%。其中，可供出售金融资产余额为 180.18 亿元，较上年末增长 46.60%，其中对杭州地铁集团的投资为 138.95 亿元，对杭州南站、杭长铁路、杭甬铁路、杭黄铁路等铁路建设项目投资合计 20.95 亿元，对杭州萧山国际机场有限公司的投资为 5.82 亿元；投资性房地产余额为 103.72 亿元，较上年末增长 81.35%，主要为可出租房产 88.35 亿元和土地使用权 15.36 亿元；固定资产余额为 201.50 亿元，主要包括房屋及建筑物 80.64 亿元、湘湖景区配套设施 49.94 亿元等，较上年末

增长 12.69%，主要系在建工程完工转入及政府资产注入所致；在建工程余额为 45.22 亿元，较上年末下降 18.01%，系公司基础设施建设项目支出和公司自营的污水处理厂、水厂改扩建工程等项目支出，较上年末减少主要系完工结转所致；无形资产余额为 119.29 亿元，较上年末增长 11.92%，其中土地使用权余额为 119.01 亿元；其他非流动资产余额为 71.74 亿元，较上年末下降 1.81%，主要为公司非经营性资产，主要包括机场公路、萧绍公路、03 省道萧山东复线、道路设施等市政基建及土地资产 27.95 亿元、钱江世纪城一期中的人才房 34.49 亿元²³。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 2354.24 亿元，较 2019 年末增长 3.71%，增长主要系其他应收款余额较 2019 年末增长 15.61%至 250.41 亿元所致；主要因公司城中村改造、安置房建设等项目成本归集科目与年报审计不一致，公司 2020 年 3 月末存货、在建工程科目与上年末变动相对较大，上述二者 2020 年 3 月末合计金额为 1164.76 亿元，较 2019 年末合计金额增加 47.06 亿元。除上述科目外，其他资产构成基本较 2019 年末一致。

图表 26. 2017 年末以来公司资产构成及变化情况（单位：亿元）



注：根据萧山国资所提供数据整理、绘制

(4) 流动性/短期因素

从资产流动性来看，2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 271.28%和 277.59%，公司流动资产中其他应收款和存货占比较高，应收款项未来回收时点存在不确定性，且以土地整理及旧城改造、安置房等项目开发成本为主的存货变现能力受政府土地出让计划及项目开发进度影响较大，整体看公司资产流动性一般。同期末，公司货币资金储备相对充裕，短期刚性债务现金覆盖率分别为 77.39%和 91.48%，现金类资产可对公司即期债务偿付提供较强保障。

²³ 该公司钱江世纪城一期包含人才房、超高层办公楼及商业配套等，已于 2019 年全部投入使用，因人才房为公租房性质房源，由财政负责建设且后期租金上缴财政，2018 年以来公司将其列入非流动资产科目，作为非经营性资产核算管理，扣除级差地租 0.95 亿元和截至 2019 年末财政累计拨付的建设款 12.71 亿元（原计入其他应付款科目）后，2019 年末人才房账面价值暂定为 34.49 亿元；超高层办公楼和商业配套等用于经营性租赁，列入投资性房地产科目，房产原值暂定为 16.28 亿元。钱江世纪城一期全部项目目前正在决算中，决算完成后，将对相关科目金额进行调整。

图表 27. 公司资产流动性指标

指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	208.82	348.81	271.28	277.59
现金比率 (%)	32.60	70.63	34.26	32.00
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	89.62	216.74	77.39	91.48

注：根据萧山国资提供的数据整理、计算

截至 2019 年末，该公司受限资产余额为 16.34 亿元，占总资产的比重为 0.72%，主要包括受限货币资金 1.79 亿元，主要为质押的定期存款、银票保证金等；用于抵押的房产及土地账面价值为 13.41 亿元；用于质押的应收账款和应收票据分别为 0.56 亿元和 0.57 亿元。

3. 公司盈利能力

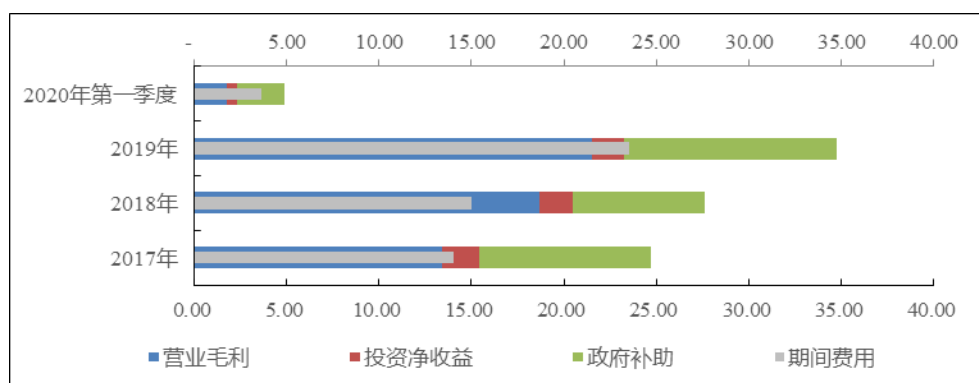
近年来，得益于城市水务业务和基础设施建设业务收入的增长，该公司营业收入逐年大幅提升，2017-2019 年公司营业收入分别为 100.92 亿元、214.84 亿元和 256.84 亿元。同期末，公司综合毛利率分别为 13.31%、8.69%和 8.37%，呈逐年下滑趋势，但因收入增幅大，公司营业毛利仍持续增长，近三年分别为 13.44 亿元、18.66 亿元和 21.50 亿元。公司营业毛利主要来源于齿轮箱制造、城市水务和基础设施建设业务，2019 年上述业务毛利占公司营业毛利的比重分别为 19.66%、23.07%和 28.38%。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2017-2019 年，公司期间费用分别为 14.02 亿元、15.01 亿元和 23.52 亿元，主要因利息支出的增加呈逐年上升趋势；同期，期间费用率分别为 13.89%、6.99%和 9.16%，对公司利润形成一定侵蚀。

该公司盈利对政府补助依赖大，2017-2019 年公司营业利润分别为 8.93 亿元、10.88 亿元和 10.00 亿元，其中计入其他收益的政府补助金额分别为 9.29 亿元、7.09 亿元和 11.53 亿元。同时，投资收益和资产处置收益为公司盈利形成一定补充，其中投资收益主要为理财产品投资收益及权益法核算下确认的杭州萧山农村商业银行股份有限公司等联营企业的投资收益，2017-2019 年，公司分别实现投资收益 1.99 亿元、1.85 亿元和 1.73 亿元。2018-2019 年，公司实现资产处置收益 0.04 亿元和 1.62 亿元，2019 年增加主要因顺坝部分土地被征拆迁而产生。2017-2019 年，公司计入营业外收入的政府补助金额分别为 0.53 亿元、0.04 亿元和 0.06 亿元。同期，公司分别实现净利润 8.55 亿元、10.27 亿元和 9.69 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业毛利 1.80 亿元，较上年同期下降 28.42%，综合毛利率为 6.37%；当期实现净利润 0.89 亿元，较上年同期下降 49.10%。

图表 28. 2017 年以来公司盈利构成情况（单位：亿元）



注：根据萧山国资所提供数据整理、绘制

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司为萧山区最主要的国有资产投资运营和管理主体，形成了以齿轮箱制造、城市水务、医药销售和基础设施建设为基础的业务结构。近年来，齿轮箱业务收入和盈利水平整体相对稳定；城市水务业务具有区域专营优势，收入规模增长较快，但 2020 年 5 月业务运营主体划出合并范围；医药销售业务受医药改革影响而略有收缩；基础设施建设业务收入快速增长，但沉淀资金规模较大，整体资金回笼进度较缓，且后续仍有大规模投资安排，公司面临的投融资压力大。

近年来，该公司营业收入增长较快，但盈利水平有所下降，期间费用持续增长，净利润对政府补贴的依赖度较大。得益于政府持续的资产注入，公司资本实力不断增强，但随着公司基础设施建设工程的持续推进及合并范围的扩大，公司负债规模快速扩张，负债经营程度已处于高水平，加之应收款项规模较大且回收存在不确定性、在建项目仍有大规模投资安排，公司后续仍面临很大资金压力和融资需求。同时，公司即期债务规模快速增长，面临一定偿付压力，但目前公司账面货币资金较充裕，且外部融资渠道较为通畅，可为即期债务偿付提供支撑。

2. 外部支持

作为萧山区最主要的国有资产投资运营与管理主体，该公司在财政补贴、项目资本金注入及资产注入等方面获得萧山区人民政府的持续支持。2017-2019 年，公司分别获得财政补贴 9.82 亿元、7.13 亿元和 11.59 亿元。同期，公司获得政府项目资本金及资产注入分别增加资本公积 97.29 亿元、117.42 亿元和 64.40 亿元。此外，公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司合并口径获得商业银行授信总额为 1197.70 亿元，剩余可使用授信额度为 265.90 亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 盈利保障分析

该公司 2017-2019 年分别实现营业收入 100.92 亿元、214.84 亿元和 256.84 亿元，净利润分别为 8.55 亿元、10.27 亿元和 9.69 亿元，EBITDA 分别为 26.36 亿元、30.79 亿元和 42.63 亿元。公司是萧山区最主要的国有资本投资运营与管理主体，业务开展上具有一定的区域专营优势和较大的政府支持力度。

2. 偿债来源保障分析

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司货币资金余额分别为 189.95 亿元和 181.02 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 77.39%和 91.48%，公司货币资金储备较充裕，可为即期债务偿付提供支撑。此外，2020 年 3 月末，公司已完成整理待结算的土地面积为 158.90 亩，正在开发整理的土地面积合计为 1864.85 亩，随着公司开发建设推进带动土地增值，上述土地若能顺利出让实现资金回笼，可为公司偿债提供支撑。

该公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司合并口径获得商业银行授信总额为 1197.70 亿元，剩余可使用授信额度为 265.90 亿元。

评级结论

该公司是萧山区国资办下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构健全，根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，部门职能分工明确，基本能够满足日常经营管理和战略发展需要。

该公司为萧山区最主要的国有资产投资运营和管理主体，形成了以齿轮箱制造、城市水务、医药销售和基础设施建设为基础的业务结构。近年来，齿轮箱业务收入和盈利水平整体相对稳定；城市水务业务具有区域专营优势，收入规模增长较快，但 2020 年 5 月业务运营主体划出合并范围；医药销售业务受医药改革影响而略有收缩；基础设施建设业务收入快速增长，但沉淀资金规模较大，整体资金回笼进度较缓，且后续仍有大规模投资安排，公司面临的投融资压力大。

近年来，该公司营业收入增长较快，但盈利水平有所下降，期间费用持续增长，净利润对政府补贴的依赖度较大。得益于政府持续的资产注入，公司资本实力不断增强，但随着公司基础设施建设工程的持续推进及合并范围的扩大，公司负债规模快速扩张，负债经营程度已处于高水平，加之应收款项规模较大且回收存在不确定性、在建项目仍有大规模投资安排，公司后续仍面临很大资金压力和融资需求。同时，公司即期债务规模快速增长，面临一定偿付压

力，但目前公司账面货币资金较充裕，且外部融资渠道较为通畅，可为即期债务偿付提供支撑。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

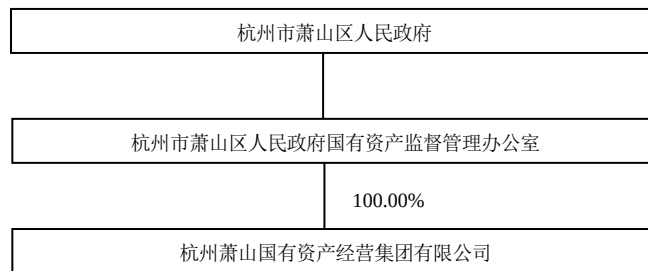
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

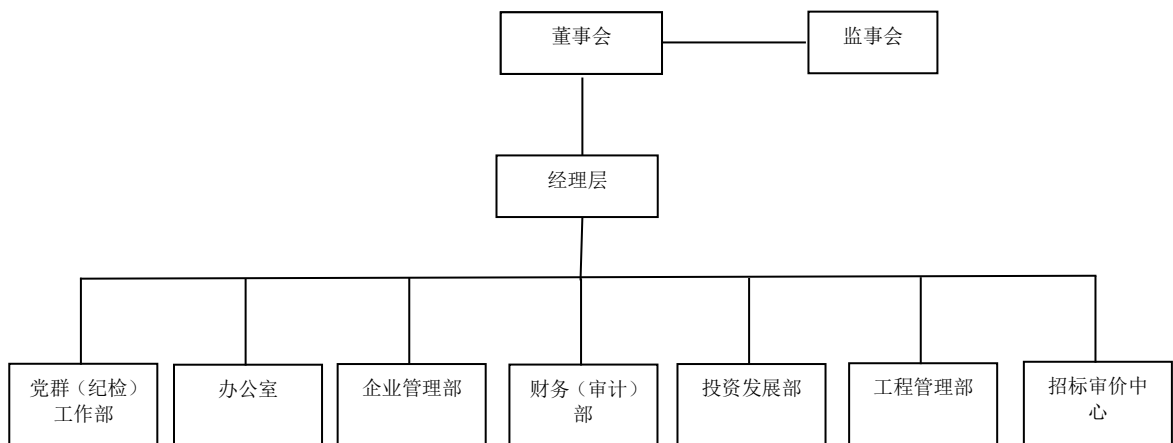
公司股权结构图



注：根据萧山国资提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据萧山国资提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据				备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
杭州萧山国有资产经营集团有限公司	萧山国资	—	国有资产经营等	112.54	370.88	8.08	11.84	母公司口径
杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	杭齿前进	25.02	齿轮箱制造	13.55	18.06	16.53	0.33	
杭州萧山环境集团有限公司	萧山环境	100.00	城市水务业务	76.63	50.53	25.86	0.99	
杭州萧山交通投资集团有限公司	萧山交投	100.00	交通设施建设及户外广告设计、制作	321.00	277.55	86.56	1.85	
杭州萧山城市建设投资集团有限公司	萧山城投	90.07	城市基础设施建设、土地开发、房地产开发等	351.72	136.99	101.74	0.62	
杭州萧山医药有限公司	萧山医药	100.00	药品销售	0.23	0.75	5.24	0.04	
浙江湘旅控股集团有限公司	湘旅控股	100.00	湘湖旅游发展度假区旅游项目开发及基础设施建设、土地整理、征迁前期服务、拆迁安置房建设	279.12	49.00	10.03	0.30	
萧山水利投资发展有限公司	萧山水利	100.00	围涂开发，水利、土石方工程	0.00	51.92	0.23	0.23	
杭州空港投资开发有限公司	空港投资	100.00	公共基础设施开发建设；辖区内的公共资源开发经营	30.19	34.25	16.72	0.21	
杭州萧山城厢旧城改造投资有限公司	城厢旧城改造公司	100.00	城市建设前期服务，旧城改造前期服务，安置房建设和开发，实业投资等	7.10	14.10	0.00	0.00	

注：根据萧山国资提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,543.94	2,123.12	2,269.98	2,354.24
货币资金 [亿元]	155.33	303.00	189.95	181.02
刚性债务[亿元]	669.08	1,106.02	1,192.22	1,199.13
所有者权益 [亿元]	487.41	613.82	662.17	677.45
营业收入[亿元]	100.92	214.84	256.84	28.22
净利润 [亿元]	8.55	10.27	9.69	0.89
EBITDA[亿元]	26.36	30.79	42.63	—
经营性现金净流入量[亿元]	-114.89	-93.81	-52.13	1.53
投资性现金净流入量[亿元]	-38.96	-44.95	-159.37	-48.46
资产负债率[%]	68.43	71.09	70.83	71.22
长短期债务比[%]	119.19	249.94	187.37	194.42
权益资本与刚性债务比率[%]	72.85	55.50	55.54	56.49
流动比率[%]	208.82	348.81	271.28	277.59
速动比率 [%]	68.57	120.43	78.31	82.44
现金比率[%]	32.60	70.63	34.26	32.00
短期刚性债务现金覆盖率[%]	89.62	216.74	77.39	91.48
利息保障倍数[倍]	0.51	0.34	0.40	—
有形净值债务率[%]	269.97	298.07	296.77	301.92
担保比率[%]	17.69	7.96	3.71	3.63
毛利率[%]	13.31	8.69	8.37	6.37
营业利润率[%]	8.85	5.06	3.89	3.53
总资产报酬率[%]	1.15	0.94	1.09	—
净资产收益率[%]	1.93	1.86	1.52	—
净资产收益率*[%]	2.07	2.41	1.69	—
营业收入现金率[%]	116.64	97.27	97.44	98.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.82	-20.54	-10.52	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.97	-10.57	-4.54	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-37.25	-30.39	-42.69	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-26.74	-15.63	-18.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.87	0.60	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.04	—

注：表中数据依据萧山国资经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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%
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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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+应付利息+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

附录六：

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：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。

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。