

杭州市金融投资集团有限公司  
及其发行的公开发行债券  
跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2022)100865】

**评级对象：** 杭州市金融投资集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
21 杭金 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	-	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 11 日
22 杭金 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	-	AAA/稳定/AAA/2022 年 3 月 2 日
22 杭金 02	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	-	AAA/稳定/AAA/2022 年 3 月 2 日

### 主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 一季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据：</b>				
货币资金	10.39	14.43	10.55	12.69
刚性债务	213.43	243.86	275.74	283.74
所有者权益	109.62	111.49	110.65	111.38
经营性现金净流入量	-1.13	-32.54	-7.96	-3.52
<b>合并口径数据及指标：</b>				
总资产	560.13	719.45	853.01	859.15
总负债	358.64	457.70	537.53	552.16
刚性债务	275.60	376.11	451.50	467.35
应付债券	56.00	113.13	124.48	134.09
所有者权益	201.49	261.75	315.48	306.99
营业收入	176.98	262.53	305.93	99.18
净利润	17.91	19.75	22.01	6.45
经营性现金净流入量	15.29	1.24	4.35	-3.16
EBITDA	35.81	40.27	44.95	—
资产负债率[%]	64.03	63.62	63.02	64.27
权益资本与刚性债务 比率[%]	73.11	69.59	70.37	65.69
流动比率[%]	39.45	52.60	57.14	57.97
现金比率[%]	18.44	24.78	33.39	37.88
利息保障倍数[倍]	2.87	2.99	2.85	—
净资产收益率[%]	9.34	8.53	7.63	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	4.69	0.30	0.87	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率 [%]	-7.76	-11.16	-14.43	—
EBITDA/利息支出 [倍]	2.95	3.12	2.99	—
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.15	0.12	0.11	—

注：根据杭金投集团经审计的 2019-2021 年和未经审计的 2022 年一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

艾紫薇 azw@shxsj.com  
朱琳艺 zly@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：

- **区域经济优势。**杭州市具有较好的产业基础，民营经济活跃，区域经济增长较快，经济实力强，为杭金投集团的发展提供了良好的外部环境。
- **股东支持。**杭金投集团是杭州市政府直属的国有独资企业，是杭州市重要的综合性国有金融投资平台，能在业务获取、政策支持及资本补充等方面获得地方政府的有力支持。
- **业务基础较好。**杭金投集团控股工商信托，并持有多家优质金融机构股权，整体业务稳步发展，盈利能力较强。

#### 主要风险：

- **资产负债期限错配。**杭金投集团的投资业务对外部融资依赖度较高，投资期限较长，而负债主要集中于流动负债，存在资产负债期限错配情况。
- **投资业务管控压力。**杭金投集团的投资业务规模较大，经营范围较广，业务条线众多，未上市股权投资占比较高，对公司管控能力及业务整合能力带来较大考验。
- **行业集中度较高。**杭金投集团的信托业务和债权投资主要集中于房地产行业，在当前房地产行业信用事件频发的背景下，公司涉房资产规模较大，债权投资拨备计提不够充分，面临一定的行业集中风险和信用风险管控压力。
- **应收款回收风险。**杭金投集团合并口径的长期应收款客户集中度很高，单笔规模较大，对应项目杭金鲲鹏出现亏损。且其他应收款中由“车抵贷”和“金投保”业务产生的赔付款项尚待保险公司进行偿付，回收存在一定的不确定性。

## ➤ 未来展望

通过对杭金投集团主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 级信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 杭州市金融投资集团有限公司及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照杭州市金融投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、杭州市金融投资集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）和（品种二）（以下简称“21 杭金 01”、“22 杭金 01”和“22 杭金 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据杭州市金融投资集团有限公司（以下简称“杭金投集团”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2021 年审计报告、未经审计的 2022 年一季度财务报表及相关经营数据，对杭金投集团的财务状况、经营状况，以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，进行了定期跟踪评级。

杭金投集团于 2021 年 10 月面向专业投资者公开发行了 10 亿元公司债券，票面利率为 3.45%，期限为 3+2 年（5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权）。募集资金用于兑付 18 杭金 03 公司债券到期回售部分的金额，以及归还公司有息债务。2022 年 3 月，公司同时发行 22 杭金 01 和 22 杭金 02，发行金额分别为 5.60 亿元和 2.40 亿元，票面利率分别为 3.30%和 3.67%，期限分别为 3+2 年和 5 年期，募集资金用于兑付 19 杭金 01 公司债券到期回售部分的金额。

截至本评级报告出具日，杭金投集团境内已发行待偿付债券规模合计 153.01 亿元，其中公司债 55.01 亿元、中期票据 50.00 亿元、超短期融资券 48.00 亿元。另有海外债 2.60 亿美元，概况如下表所示。

**图表 1. 杭金投集团存续债券概况（单位：亿元、%、年）**

证券简称	余额	票面利率	起息日期	到期日期	回售日
17 杭金 01	3.00	4.79	2017-07-14	2022-07-14	-
17 杭金 02	1.26	2.99	2017-07-14	2022-07-14	2020-07-14
18 杭金 01	4.75	3.70	2018-04-13	2023-04-13	2021-04-13
18 杭金 02	7.00	5.10	2018-04-13	2023-04-13	-
18 杭金 03	1.00	3.52	2018-07-25	2023-07-25	2021-07-26
18 杭金 04	3.00	4.79	2018-07-25	2023-07-25	-
19 杭金 03	8.00	3.77	2019-11-27	2024-11-27	2022-11-28
20 杭金投 MTN001	10.00	3.90	2020-01-07	2025-01-07	-
20 杭金投 MTN002A	7.00	2.60	2020-04-30	2023-04-30	-
20 杭金投 MTN002B	3.00	3.20	2020-04-30	2025-04-30	-
杭州市金融投资集团 3.2% B20250716	(USD) 2.60	3.20	2020-07-16	2025-07-16	-
20 杭金 01	9.00	4.38	2020-11-24	2025-11-24	2023-11-24
20 杭金投 MTN003	10.00	4.14	2020-12-03	2023-12-03	-

证券简称	余额	票面利率	起息日期	到期日期	回售日
21 杭金投 MTN001	8.00	3.80	2021-04-01	2024-04-01	-
21 杭金投 MTN002	12.00	3.24	2021-08-24	2024-08-24	-
21 杭金投 SCP005	6.00	2.63	2021-08-31	2022-05-28	-
21 杭金投 SCP006	8.00	2.79	2021-10-14	2022-07-08	-
21 杭金 01	10.00	3.45	2021-10-26	2026-10-26	2024-10-26
21 杭金投 SCP007	8.00	2.55	2021-12-08	2022-09-02	-
22 杭金投 SCP001	9.00	2.30	2022-01-19	2022-10-14	-
22 杭金投 SCP002	11.00	2.29	2022-01-25	2022-10-21	-
22 杭金 01	5.60	3.30	2022-03-14	2027-03-14	2025-03-14
22 杭金 02	2.40	3.67	2022-03-14	2027-03-14	-
22 杭金投 SCP003	6.00	2.02	2022-05-09	2023-01-18	-
合计	153.01+ USD2.6	-	-	-	-

资料来源：Wind

## 概况

杭州市金融投资集团有限公司（以下简称“杭金投集团”或“公司”）前身系杭州市投资控股有限公司，成立于 1997 年 8 月，初始注册资本 7.00 亿元，由杭州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）拨入资产形成。2012 年 1 月，公司名称更为现名。后经多次资产拨入及股本转增，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 50.00 亿元。

2019 年 12 月 4 日，杭州市人民政府与浙江省财务开发公司签署《股权无偿划转协议》，约定以 2017 年 12 月 31 日为股权无偿划转的基准日，划出方杭州市人民政府将拥有的发行人 10% 的股权（对应注册资本 5.00 亿元）无偿划转给划入方浙江省财务开发公司。浙江省财开是浙江省政府直属单位，委托给浙江省财政厅管理。截至 2022 年 3 月末，杭州市人民政府和浙江省财务开发有限责任公司分别持有杭金投集团 90.00% 和 10.00% 的股权。杭州市人民政府为公司实际控制人，并由杭州市国资委代为履行出资人职责。

杭金投集团是杭州市重要的国有综合性金融投资平台之一，业务涉及信托、投资及资产管理、金融服务、互联网及大数据和商品贸易等。

截至 2021 年末，杭金投集团经审计的合并口径资产总额为 853.01 亿元，所有者权益为 315.48 亿元（其中归属于母公司所有者权益 167.28 亿元）；当年，公司实现营业收入 305.93 亿元，投资收益 43.88 亿元，净利润 22.01 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 18.09 亿元）；经营性活动产生的现金流量净额为 4.35 亿元。

截至 2022 年 3 月末，杭金投集团未经审计的合并口径资产总额为 859.15 亿元，所有者权益为 306.99 亿元（其中归属于母公司所有者权益 167.28 亿元）；2022 年一季度，公司实现营业收入 99.18 亿元，投资收益 9.76 亿元，净利润 6.45 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 6.28 亿元）；经营性活动产

生的现金流量净额为-3.16 亿元。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应



对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）区域经济环境

杭州市是浙江省省会、长三角核心城市，地理位置优越，民营经济活跃，以数字经济、文化创意、现代金融和旅游休闲为主的服务业发达；近年来地区经济保持良好发展，产业结构不断优化。2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，杭州市主要经济指标增速均出现不同程度下滑；2021 年随着疫情防控常态化，杭州市经济社会发展复苏明显。

杭州市是浙江省省会，副省级城市，全省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲中心城市和著名的风景旅游城市。杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部、地处长江三角洲南翼、杭州湾西端、钱塘江下游、京杭大运河南段，是中国东南部交通枢纽城市。杭州市下辖 10 个区、2 个县和 1 个县级市，全市土地总面积 1.68 万平方公里。

杭州市地理位置优越，是长江三角洲重要中心城市和中国东南部交通枢纽。从陆路交通来看，沪昆、萧甬、宣杭铁路，杭瑞、长深高速公路纵横全境，已开通杭甬、宁杭、沪杭、杭长和杭黄 5 条高铁路线，年轨道交通客运量可达 52985 万人次。从水路交通来看，境内的杭州港是国内 28 个内河主要港口之一，连接京杭大运河、钱塘江和杭甬运河三大水系，是长三角南翼的“枢纽港”，已跨入全国亿吨大港行列。从空运交通来看，杭州萧山国际机场是中国内地五

大航空口岸之一，目前航线通达 125 个中国内地城市、46 个国际城市，2020 年末已开通航线 336 条，当年客运吞吐量达 2822 万人次，下降 29.6%。

杭州市自然景观丰富，素有“人间天堂”的美誉，同时也是历史文化名城。杭州市境内拥有西湖风景名胜区、淳安千岛湖风景区以及西溪国家湿地公园 3 个 5A 级国家风景区，另有京杭大运河、雷峰塔以及宋城等多个著名景点；杭州市人文底蕴深厚，是中国七大古都之一，丝绸文化、茶文化等享誉世界。

杭州市是中国第十座地区生产总值超万亿元的城市，近年来杭州市经济平稳增长，以数字经济为引领、服务业为主导、现代制造业为支撑的产业格局不断巩固，产业结构进一步优化。2018-2020 年杭州市地区生产总值分别为 1.43 万亿元、1.54 万亿元和 1.61 万亿元，同比分别增长 6.7%、6.8% 和 3.9%；三次产业结构由 2018 年的 2.1:32.8:65.1 调整为 2.0:29.9:68.1，第三产业占比提高 3.0 个百分点。根据《2021 年杭州市人口主要数据公报》，2021 年末全市常住人口 1220.4 万，按常住人口测算，全市人均地区生产总值为 14.84 万元。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，杭州市主要经济指标增速均有不同程度下滑，其中，第一产业增加值 326 亿元，下降 1.1%；第二产业增加值 4821 亿元，增长 2.3%；第三产业增加值 10959 亿元，增长 5.0%。2021 年，随着疫情防控常态化，杭州市实现地区生产总值 1.81 万亿元，同比增长 8.5%，经济复苏明显，其中数字经济核心产业增加值 4905 亿元，同比增长 11.5%。

杭州市具有较好的产业基础，民营经济活跃，在全国工商联发布的“2020 中国民营企业 500 强”中，杭州市企业上榜数为 39 家，位居全国城市第一位。2020 年全市民营经济实现增加值 9855 亿元，占地区生产总值的 61.2%。近年来，杭州市加快经济高质量发展，致力于以数字经济为核心，新经济为引领的现代化经济体系，重点发展“互联网+”、生命健康、新材料等创新产业。2020 年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占 GDP 的 35.5%；同年规上高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值分别增长 8.6%、8.1% 和 11.8%，占规模以上工业的 67.4%、38.9% 和 50.6%。

在数字经济、文化创意、现代金融及旅游业带动作用下，杭州市服务业保持较快发展，2020 年全市第三产业增加值为 1.10 万亿元，增长 5.0%。2018 年 10 月，杭州市提出打造全国数字经济第一城，明确了全市数字经济发展方向，阿里巴巴、海康威视、大华等为代表的新兴技术企业在杭州不断壮大，2020 年，全市数字经济核心产业实现增加值 4290 亿元，同比增长 13.3%，占 GDP 的比重 26.60%。同年全市文化产业增加值为 2285 亿元，增长 8.2%。2020 年，杭州市实现金融业增加值 2038 亿元，增长 10.6%；2020 年末，杭州市金融机构本外币存款余额和金融机构本外币贷款余额分别为 5.42 万亿元和 4.98 万亿元，分别较上年末增长 19.8% 和 17.9%。G20 峰会在杭州成功举办，极大的提升了杭州的城市品牌，对区域旅游及相关产业的发展起到明显的促进作用，2020 年以来受疫情影响，全市实现旅游总收入 3335.40 亿元，下降 16.7%，旅游总人数 17573.1 万人次，下降 15.6%。



2018-2020 年，杭州市固定资产投资增速分别为 10.8%、11.6%和 6.8%，随着亚运会日益临近以及较好的房产景气度，全市固定资产投资快速增长，。2018-2020 年，全市基础设施投资增速分别为 26.9%、5.2%和 7.7%；同期，房地产开发投资增速分别为 12.2%、10.7%和 5.3%。作为第十九届亚运会主办城市，杭州市制定出台了《杭州市“迎亚运保畅通”城市快速路网建设四年攻坚行动计划》，同年《杭州铁路枢纽规划(2016-2030 年)》获批，预计中短期内，杭州市基础设施建设投资将持续扩张。

由于杭州市持续施行房地产限购、限贷等政策，同时加快培育和发展住房租赁市场，2018-2019 年全市房屋施工面积增长有所放缓，商品房销售出现下滑，2020 年在新冠肺炎疫情影响下，居民购房需求释放，杭州市房地产市场强劲复苏。2020 年全市房屋施工面积 13310.00 万平方米，增长 11.0%，较上年上升 8.9 个百分点，同年全市商品房销售面积 1699.00 万平方米，增长 12.3%，商品房销售额 4595.00 亿元，增长 17.1%。2021 年度，杭州市商品房销售保持旺盛，同期全市房地产开发投资同比增长 1.5%，商品房销售面积为同比增长 31.6%。

### （3）行业环境

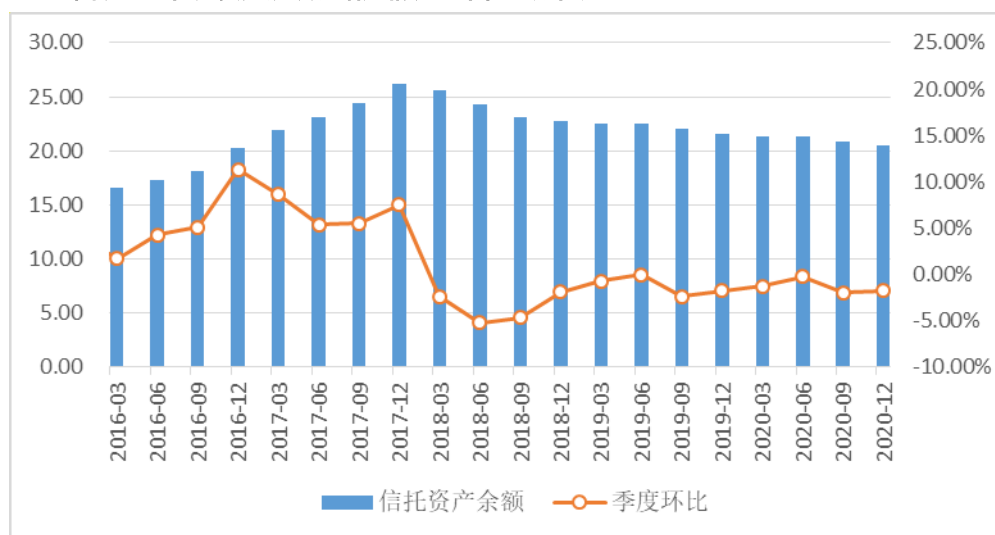
近年来，监管部门加大信托通道乱象整治、引导信托业回归本源，随着监管强化和金融去杠杆，信托资产规模明显收缩。2020 年，监管明确通道类及融资类信托压降目标并采取更有力的窗口指导，具有影子银行特征的信托业务清理取得有效进展。通道业务、融资类业务、房地产信托业务的萎缩加剧了行业转型的紧迫性，而证券市场回暖为标品信托的发展提供了有利的外部环境。

近年来，信托资产风险率继续攀升，一方面受资本市场信用风险上升、影子银行业务清理、信托业务结构性调整等影响，另一方面也来源于信托公司自身股权管理不到位、公司治理及内控管理失当等问题。在监管强化和行业转型的背景下，信托公司不断补充自有资本以增强风险吸收能力、提高市场竞争力，但风险加速暴露以及公司治理缺陷仍是行业发展隐患。

信托业与宏观经济、金融环境具有高度的相关性，金融危机后宏观经济由高速增长阶段转入新常态，经济刺激政策激发了强劲的融资需求，银行业接轨巴塞尔协议 III 推进审慎监管，金融分业监管滋生了监管规避和套利空间，并恶化于同业杠杆的高企，期间信托业发展呈现出较为鲜明的阶段性特征。2010-2012 年，在银行信贷资源受到严格管控的情况下，依托跨市场投资的牌照优势、信托制度本身的风险隔离优势以及刚性兑付的隐形保证，信托公司为政府融资平台和房地产企业旺盛的融资需求提供了交易安排，信托资产季度环比增速维持在 15%以上的高位，年复合增长率为 56.75%。2013 年至 2016 年上半年，在金融业鼓励创新、放松管制的政策导向下大资管放开，券商资管和基金子公司非标业务快速扩张，银信合作业务在监管限制下变形为银证信合作、

银基信合作，而宏观经济下行、股票市场剧烈动荡中伞形信托的清理均对信托业产生较大影响，但期间信托资产规模仍稳定攀升，2013-2015 年复合增长率为 22.26%。进入 2016 年下半年，金融监管以降杠杆、防风险为主，证监会规范券商资管及基金子公司的风险监督，通道资金开始回流至信托，信托资产环比增速明显回升。2016 年末，信托资产规模突破 20 万亿元，2017 年末进一步增至 26.25 万亿元，较上年末的增幅为 29.81%。

图 2. 信托资产规模及增速情况（单位：万亿元）



资料来源：WIND，中国信托业协会，新世纪评级整理

2017 年以来，以资管新规征求意见稿的发布为标志，金融监管顶层设计不断完善，资产管理行业统一监管、去杠杆去通道、打破刚兑的政策趋势强化，银行业面临高压监管，资管细分行业跨业竞争进一步规范化。银行表内同业负债和表外理财的监管不断强化，对通道类业务产生挤出效应；监管部门直接约束非标投向，银信业务也面临更有力的窗口指导，在地方政府平台融资平台和房地产等领域尤为明显。在前期监管不断加码的背景下，2018 年以来信托业的通道业务受到压制，信托资金来源在重要的机构交易对手面临严监管的背景下也受限，信托公司整体经营面临冲击，信托资产规模降幅明显。但随着资产管理系列政策的正式落地，资产管理业务过渡期监管边际放松，信托资产规模收缩压力有所减轻。2018 年，信托资产规模持续下降，当年末信托资产规模为 22.70 万亿元，较上年末减少 13.50%。

监管部门不断通过现场检查、监管评级、窗口指导等方式，督促信托公司由高速增长向高质量发展转变。2019 年 7 月，银保监会对部分信托公司窗口指导，针对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司展开约谈示警，要求控制房地产信托业务增量和增速。同期，银保监会向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知，要求禁止信托公司继续开展违反资管新规要求、为各类委托方监管套利、隐匿风险提供便利的通道业务；督促信托公司依法合规开展房地产信托业务，提高风险防控前瞻性和主动性，控制业务发展增速；引导信托公司根据金融服务供给侧结构性改革的需要，大力发展具有直接融资特点的资金

信托，服从国家宏观调控要求，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务。当年信托公司开展了三轮风险排查，其中第三轮风险排查重点为主动管理类信托业务的非标资金池信托、融资类信托和金融同业投资信托等；事务管理类信托业务的金融同业信托通道业务和资产证券化业务；固有业务的固有资产质量、固有负债水平及拨备计提情况等。在监管持续收严的环境下，2019 年下半年信托资产规模降幅扩大，年末信托资产规模为 21.6 万亿元，较上年末下降 4.85%。

2020 年，信托业监管延续高压态势，制度层面继续补齐短板，监管部门窗口指导更为有力，高风险机构陆续被接管、整顿。年初，各地银保监局下达信托监管要求，信托公司需持续压缩具有影子银行特征的信托融资业务，制定融资类信托压缩计划，全行业压降目标为 1 万亿元。6 月，银保监会下发了《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》，要求信托公司加大表内外风险资产的处置和化解工作，并要求压降信托通道业务以及违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务，同时提出明确压降目标。新规出台方面，银保监会于 2020 年先后发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》和《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》。另外根据银保监会规章立法工作计划，目前尚有《信托公司净资本管理办法》仍在修订中。其中，资金信托管理暂行办法征求意见稿旨在引导信托回归本源，其关于各类业务集中度的规定在有利于风险控制的同时，强化了资本实力对于机构竞争力的重要性。

**图表 3. 近年来信托及相关行业主要政策法规梳理**

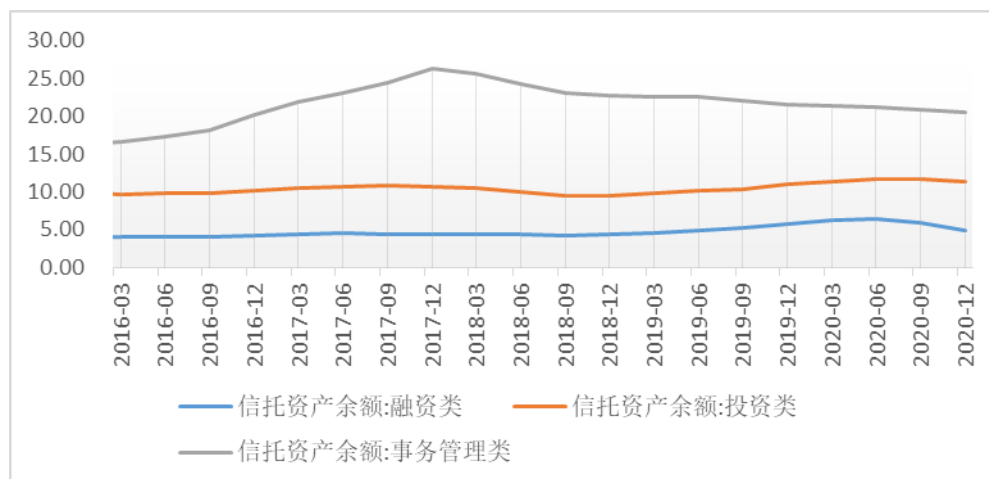
发布日期	文件名称	政策范畴
<b>相关行业政策</b>		
2018.01.05	《商业银行委托贷款管理办法》	委托贷款
2018.04.27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	资管新规
2018.05.31	《商业银行流动性风险管理办法》	银行流动性新规
2018.07.20	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	资管新规过渡期指导意见
2018.09.28	《商业银行理财业务监督管理办法》	银行理财类资管新规细则
2018.12.02	《商业银行理财子公司管理办法》	银行理财子公司细则
2018.10.22	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	证监体系资管新规细则
2020.07.03	《标准化债权类资产认定规则》	标准化债权认定
2020.07.31	资管新规过渡期延长	资管新规过渡期
<b>信托业政策</b>		
2017.07.10	《慈善信托管理办法》	慈善信托
2017.08.25	《信托登记管理办法》	信托登记
2017.12.22	《中国银监会关于规范银信类业务的通知》	银信业务
2018.08.21	《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》	信托业资管新规过渡期指导意见
2019.06.19	《中国银保监会办公厅关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	保信业务
2019.11.22	《信托公司股权管理暂行办法（征求意见稿）》	信托公司股权管理
2020.05.08	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	资金信托管理

发布日期	文件名称	政策范畴
2020.11.16	《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》	行政许可事项

数据来源：公开信息，新世纪评级整理

2020 年，在去通道、资金运用脱虚向实、业务回归本源的监管约束下，信托资产延续了负增长态势。当年末，信托资产规模降至 20.49 万亿元，较上年末减少 5.17%。信托资产功能分类方面，融资类、投资类和事务管理类信托资产余额分别为 4.86 万亿元、6.44 万亿元和 9.19 万亿元，分别较上年末减少 16.71%、增加 25.84%、减少 13.75%。其中，融资类信托清理了具有影子银行性质、投向不合规的业务，事务管理类信托的减少主要来自通道业务。根据银保监会发布的《中国影子银行报告》，2020 年上半年信托金融同业通道业务较 2017 年的历史峰值下降 5.3 万亿元。

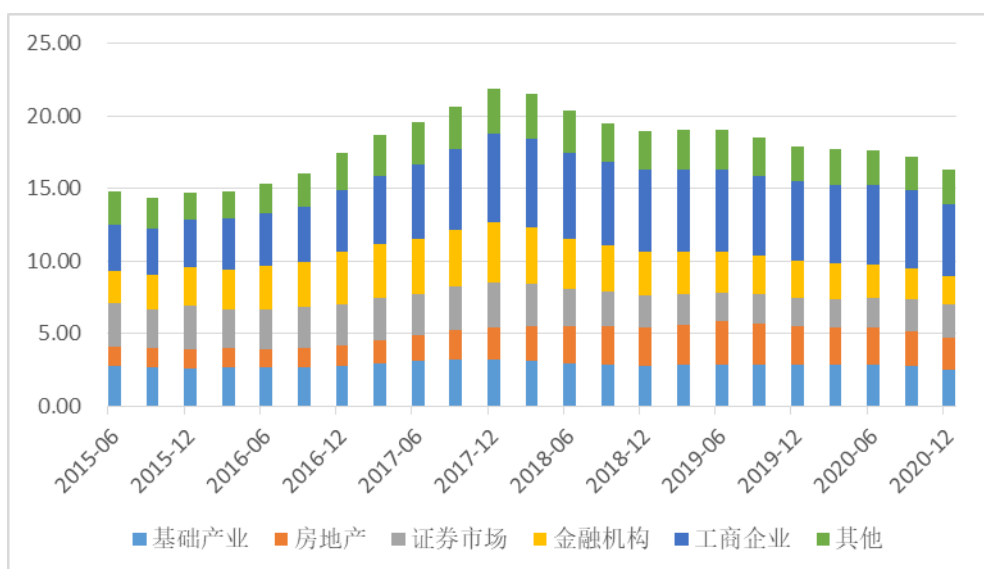
图表 4. 信托资金功能分布情况（单位：万亿元）



数据来源：WIND，中国信托业协会，新世纪评级整理

信托资金运用方面，近年来在信托资产总量收缩的背景下，实体信托规模也呈现下降趋势，但占比持续攀升，另外投向于金融机构的资产占比持续下降，表明嵌套产品的增长趋势得到一定扭转，行业脱虚向实的效果初显。2020 年，对于信托业控制资产规模、调整业务结构的监管思路一以贯之。疫情影响下，我国经济先降后升，随着疫情防控形势向好以及经济增速的快速回升，货币政策宽松力度有所减弱，但信贷增速不断提高，社会融资规模中非标占比持续下降。从信托资金运用来看，贷款规模及占比不断下滑；在货币政策相关宽松的环境下，证券场景气度提高，信托资金对于金融产品的投资份额走高。2020 年末，资金信托资产投向工商企业、基础产业、房地产、金融机构、证券市场和其他的比例为 30.41%、15.13%、13.97%、12.17%、13.87% 和 14.45%。其中工商企业一直为信托资金最主要的投向，占比超过 30%；在疫情后国内加大基础设施投资的带动下，基础产业信托资产规模虽然有所下降，但低于整体压缩幅度；房地产信托自 2019 年下半年以来处于严控状态，资产规模及占比均有所下滑；投向证券市场的信托资产出现逆向增长，主要受益于证券市场行情回暖，以及标品信托的发展。

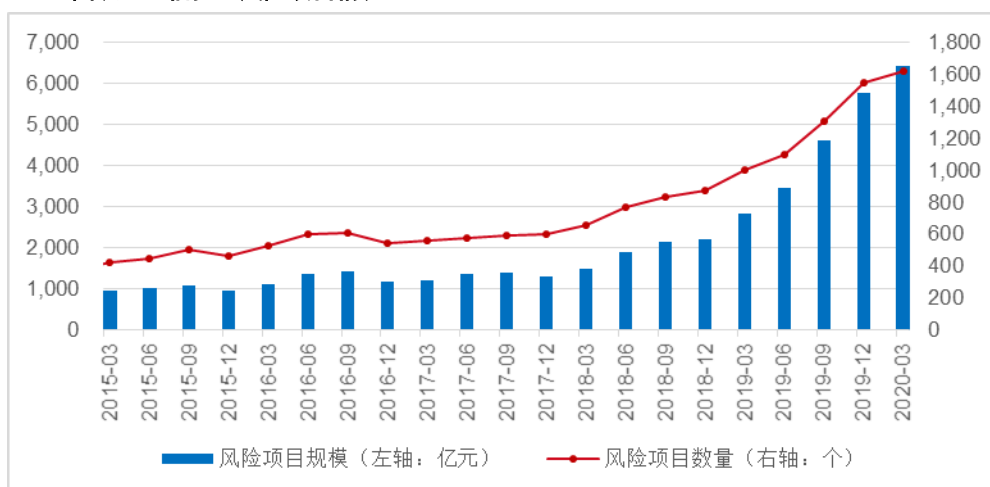
图表 5. 信托资金各类投向构成情况（单位：万亿元）



数据来源：WIND，中国信托业协会，新世纪评级整理

近年来，宏观经济下行压力加大，在政策调控的影响下，流动性冲击引发的信用风险加速暴露，信托行业违约风险加剧。根据信托业协会披露信息，截至 2020 年 3 月末，信托业风险项目个数 1626 个，信托风险项目金额合计 6431.03 亿元，此后信托业协会未再更新信托业风险项目统计数据。基于对于公开信息的整理，发生风险事件的信托资金投向从仅为民营企业扩散至大型国有企业乃至省级政府融资平台；业务类型从通道业务扩散至非通道业务。整体来看，信托业风险呈扩散化趋势，与民营企业违约激增、城投平台非标违约频发、房地产融资渠道收紧、影子银行业务清理等相关。另一方面，信托公司的主体风险频发，股东违规、公司治理失效、内控缺位等导致公司违规开展信托业务，使得兑付风险上升。

图表 6. 信托业风险项目情况



数据来源：WIND，中国信托业协会，新世纪评级整理

从 2020 年信托公司主体风险的暴露来看，7 月银保监会分别委托中信信托和交银国际信托组建托管组，对明天系新时代信托、新华信托公司实施接



管。此外，数家信托公司出现兑付危机：安信信托将信托资产挪用于非信托目的用途，公司连续巨额亏损，目前处于重组阶段；四川信托将固有贷款或信托资金违规投向股东及关联方，后由地方银保监局联合地方政府派出工作组入驻；华信信托公开征集战略投资者，此后董事长因伤人事件被拘；吉林信托董事长涉嫌严重违法违纪接受纪律审查和监管调查，为连续被查的第四任董事长。2020 年 6 月，银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》（银保监发[2020]27 号），其中关于信托公司的工作要点涉及宏观政策执行、公司治理、影子银行和交叉金融业务、融资类信托业务、非金融子公司管理、经营管理和创新业务等七个方面。

近年来，信托公司不断接受股东增资，资本实力持续夯实。2020 年末，信托公司注册资本合计约 3115 亿元，较 2019 年末实收资本增加近 10%。其中，注册资本在 100 亿元及以上的信托公司有 9 家。此外，近年来多家信托公司陆续实现曲线上市，进一步拓宽资本补充渠道。目前信托公司固有资产运用以投资类占据主导地位，贷款类、货币类运用方式延续了多年以来的下降趋势，在一定程度上反映了信托公司依托自有资金对信托产品募集的支持。在打破刚兑的政策要求下，长期来看信托公司将逐渐摆脱刚兑包袱，对旗下违约信托的垫资行为将得到改善；但在打破刚兑的过渡调整期，信托公司固有资产信用质量仍受信托风险项目的影响。2020 年，信托公司全行业实现营业收入 1228.05 亿元，同比增加 2.33%，其中信托业务收入 864.47 亿元，同比增加 3.68%；实现利润总额 583.18 亿元，同比下降 19.79%。信托业务收入的持续增加主要受益于主动管理类业务的扩大，但风险项目处置以及固有资产信用成本的计提侵蚀了利润。在监管不断强化和宏观经济下行冲击下，信托行业发展持续承压，客户端具备优势、资产端主动调整结构的信托公司方能实现较好的经营业绩。

2021 年以来，得益于新冠疫情的有效控制，我国宏观经济企稳恢复。国内私募股权投资市场募资环境回暖显著，投资者投资信心增加，投资市场活跃度大幅提升。募集基金数额及投资数额均创历史新高。在经历了 2021 年补足式增长后，2022 年第一季度，新募集基金数量和规模回归至正常水平。而投资市场在美国对中概股监管收紧、国内疫情反复等多重因素影响下，投资节奏明显放缓。私募股权、创业投资基金管理人在竞争格局上仍呈现两头分化趋势，行业大部分基金管理人仍以小额募集状态（管理规模 5 亿元以下）为主，但头部机构募集资金集中度上升。市场投资金额占比最高的三个子行业分别为 IT、生物技术/医疗健康和半导体及电子设备。退出端，2021 年国内股权投资市场退出案例数同比上升仍受益于 A 股科创板及创业板注册制平稳运行。

2021 年以来，得益于新冠疫情的有效控制，我国宏观经济企稳恢复。国内私募股权投资市场募资环境回暖显著，募集基金数额及投资基金数额均创历史新高。投资者投资信心增加，投资市场活跃度大幅提升。在经历了 2021 年补足式增长后，2022 年第一季度，新募集基金数量和规模回归至正常水平。



而投资市场在美国对中概股监管收紧、国内疫情反复等多重因素影响下，投资节奏明显放缓。根据中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）数据披露，截至 2022 年 3 月末，我国存续私募股权、创业投资基金管理人 14993 家，存续私募股权投资基金 31382 支，存续私募股权基金规模 10.81 万亿元；存续创业投资基金 15731 支，存续创业投资基金规模 2.43 万亿元。私募股权、创业投资基金管理人在竞争格局上仍呈现两头分化趋势，募集资金仍不断向少数头部机构聚集，行业大部分基金管理人仍以小额募集状态（管理规模 5 亿元以下）为主。

募资方面，2021 年我国疫情防控常态化，经济持续企稳恢复。在此次背景下，我国股权投资募资市场显著回暖，全年募集基金 6979 支，同比上升 100.7%，募集资金总额约 2.21 万亿元，同比上升 84.5%。2022 年第一季度，募资市场逐步回归正常水平，新募集基金 1374 支，同比下滑 0.6%，募集资金总额 4092.70 亿元，同比下降 3.2%。

募资结构上仍呈现两极化趋势，市场上单支基金超百亿规模主要以大型产业基金、并购基金和基建基金为主。分基金类型来看，其中成长基金募集资金 13019.77 亿元，占比 59.0%；创业投资基金募集资金 6607.31 亿元，占比 29.9%；并购基金、早期基金、房地产基金、基础设施基金募集资金分别为 829.50 亿元、235.46 亿元、425.43 亿元和 945.38 亿元，占比分别为 3.8%、1.1%、1.9% 和 4.3%。

图表 7. 2012-2022 年 Q1 中国股权投资基金募集情况



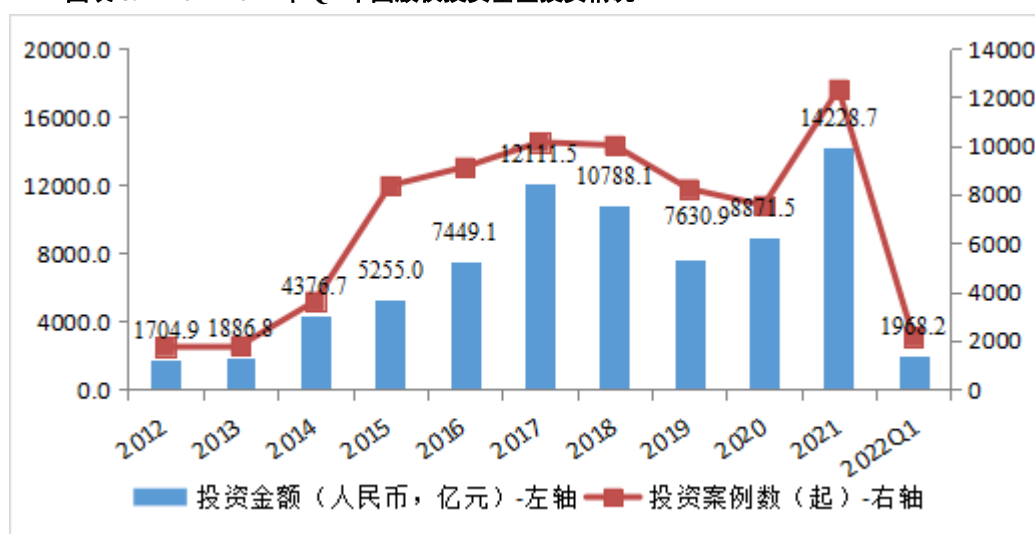
资料来源：清科研究中心、新世纪评级整理

投资方面，在募资市场回暖、IPO 保持高增长背景下，2021 年我国股权投资市场投资案例数及金额增幅明显，创历史新高。2021 年，我国股权投资市场共发生投资案例 12327 起，同比上升 63.1%；涉及投资总金额 1.42 万亿元，同比上升 60.4%。2022 年第一季度，投资市场明显节奏放缓，投资案例数同比下降 27.5%至 1599 例，投资金额同比下降 47.1%至 1968.2 亿元。

分投资阶段来看，2021 年早期投资案例数量 1857 起，同比上升 72.6%，投资总金额 229.47 亿元，同比上升 86.4%；创业投资案例数量 5208 起，同比上升 65.1%，投资总金额 3710.91 亿元，同比上升 90.0%；私募股权投资案例数量 5262 起，同比上升 58.1%，投资总金额 10288.32 亿元，同比上升 51.4%。

从投资行业分布情况来看，2021 年，多数行业的投资活跃度均同比上升，前三大投资行业分别为 IT、生物技术/医疗健康和半导体及电子设备，三大行业投资总额占比为 50.97%，投资行业集中度同比小幅提升。从投资案例地域分布来看，北京、上海、广东、江苏和浙江仍为投资金额最多的前五大地区。2021 年，前五大地区投资案例合计数占案例总数量的 81.91%，投资金额合计数占全部投资额的 78.42%。

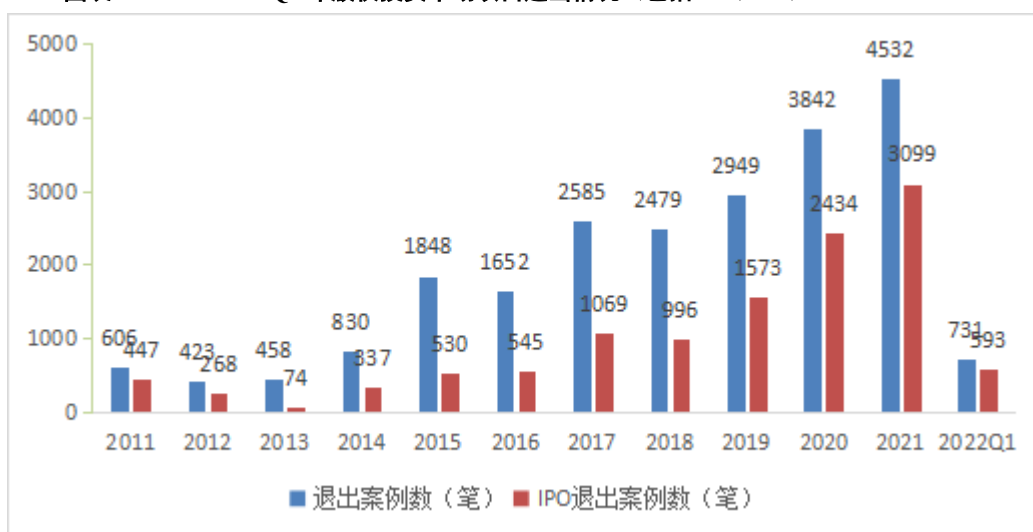
图表 8. 2012-2022 年 Q1 中国股权投资基金投资情况



资料来源：清科研究中心、新世纪评级整理

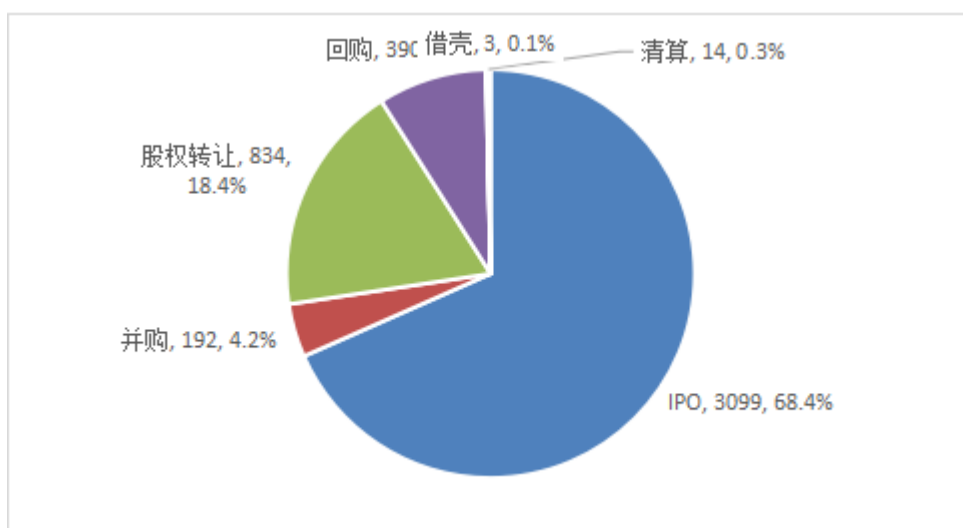
退出方面，2021 年，我国股权投资市场退出案例数量共 4532 笔，同比上升 18.0%。其中 IPO 退出案例数量 3099 笔，同比增长 27.3%。得益于国内注册制的平稳运行，被投企业 IPO 数量较上年同比大幅提升。其次退出占比较高的方式依次为股权转让、回购以及并购。2022 年第一季度，我国股权投资市场退出案例共 731 笔，同比下降 31.7%，其中 IPO 退出案例数量 593 笔，同比下跌 5.7%。

图表 9. 2011-2022Q1 年股权投资市场项目退出情况（包括 VC、PE）



资料来源：清科研究中心、新世纪评级整理

图表 10. 2021 年我国股权投资市场项目退出方式分布（按退出案例数、笔）



资料来源：清科研究中心、新世纪评级整理

2021 年 1 月，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，进一步促进私募行业整体规范发展。同时相关部门陆续发布促进行业发展的利好政策。我国目前构建的多层次资本市场体系利好股权投资行业退出环境。

自 2013 年私募基金纳入证监会监管以来，私募股权投资行业监管环境日益完善。2021 年 1 月 8 日，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（以下简称《规定》）。该规定在《私募投资基金监督管理暂行办法》，即行业法规条例的基础上进行修补和完善，进一步促进私募行业整体规范发展。《规定》共十四条，主要内容包括：1）规范私募基金管理人名称、经营范围，并实行新老划断；2）从严监管集团化私募基金管理人；3）重申私募基金应向合格投资者非公开募集；4）明确私募基金投资的禁止行为；5）强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求；6）明确法律责任和过渡期安

排。

除了基础法律框架，相关部门陆续发布了促进行业发展的利好政策，有利于行业规模的进一步扩大。2021 年 1 月 31 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，文中第 18 条提到“鼓励银行及银行理财子公司依法依规与符合条件的证券基金经营机构和创业投资基金、政府出资产业投资基金合作，研究完善保险机构投资私募理财产品、私募股权基金、创业投资基金、政府出资产业投资基金和债转股的相关政策。提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例，开展长周期考核”。此项方案将激励银行及银行理财子公司从事私募股权行业。2021 年 11 月 26 日，银保监会发布《银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》（银保监发[2021]46 号），文中提到“在依法合规、风险可控、商业自愿前提下，支持商业银行具有投资功能的子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金、政府产业投资基金等，为科技企业发展提供股权融资。”2021 年 12 月 17 日，银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》，对现行保险资金运用领域规范性文件进行了清理，对 14 件规范性文件予以修改。修改内容包括拓宽保险资金股权投资范围，放松私募基金和创投基金限制。保险资金运用政策的调整，将加大保险机构对创投基金和私募基金投资力度，利好险资 LP 股权投资环境。

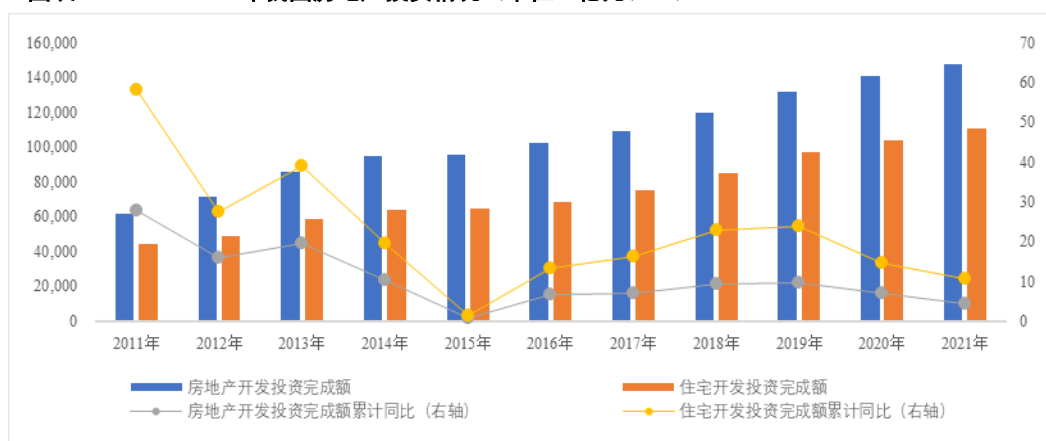
在退出环境方面，2021 年 11 月 15 日，北京证券交易所（以下简称“北交所”）正式开市。北交所由新三板精选层升级而来，定位服务创新型中小企业，将在拓宽中小企业融资渠道、完善多层次资本市场方面发挥重要作用。

**2021 年我国房地产政策调控总体持续，企业加快推进存量项目以加速资金回笼，全年房地产投资与销售保持增长但增速逐步放缓，土地市场则呈现供需双缩局面。2021 年底以来，房地产市场政策环境逐步得到改善，但部分大型民营房企前期因信用风险暴露而逐步退出，行业竞争格局发生改变，整体经营效率或将较明显弱化。**

### A. 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43 万亿元升至 11.12 万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0% 和 4.4%，放缓态势明显。2022 年前四个月，我国房地产开发投资完成额为 3.92 万亿元，同比增幅为-2.70%，其中住宅开发投资完成额为 2.95 亿元，同比增幅为-2.10%。

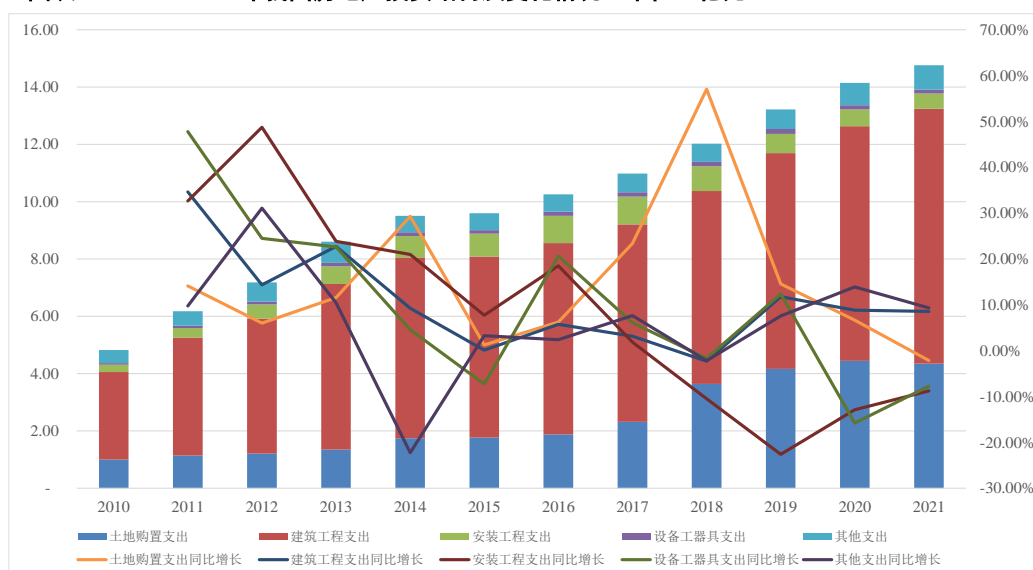
图表 11. 2011-2021 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2011 年以来，我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元，2021 年出现首次下滑，当年降幅为-2.13%；同期建筑工程支出从 3.06 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，显著高于房地产开发投资增幅，反映出严格监管预售款以及融资持续收紧背景下房企加快存量项目建筑投资进度以加速回笼资金的紧迫性。

图表 12. 2011-2021 年我国房地产投资结构及变化情况（单位：亿元、%）

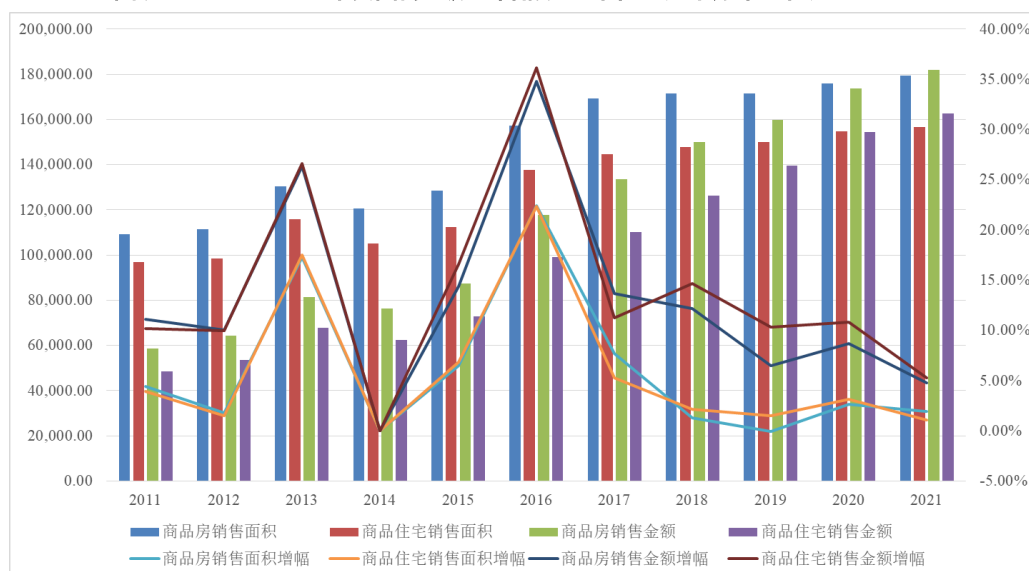


资料来源：根据 WIND 数据整理

2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积变动明显趋缓。2018~2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.06%、2.64%和 1.90%；住宅销售面积分别为 14.79 亿平方米、15.01 亿平方米、15.49 亿平方米和 15.65 亿平方米，增速分别为 2.17%、1.50%、3.15%和 1.07%。同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%；商品住宅销售金额分别为 12.64 万亿元、13.94 万亿元、15.46 万亿元和 16.27 万亿元，增速分别为 14.65%、10.32%、10.85%

和 5.28%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90%和 2.84%；商品住宅销售均价分别为 8,544.11 元/平方米、9,287.06 元/平方米、9,979.89 元/平方米和 10,395.94 元/平方米，涨幅分别为 12.22%、8.70%、7.46%和 4.17%。

图表 13. 2011-2021 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局

2022 年前 4 个月，受政策松绑效应存在时滞及部分主要城市疫情冲击等影响，我国房地产市场主要数据出现明显恶化。其中，房地产开发企业土地购置支出和建筑工程支出（累计数）均呈现负增长，分别为-2.70%和-3.84%；同期土地购置面积为 1766.14 万平方米，同比降幅高达-46.50%，为 2012 年以来同期最大降幅。同期全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 3.98 万平方米、3.78 万亿元和 9502.43 元/平方米，同比降幅分别为-20.95%、-29.51%和 -10.83%；商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 3.37 万平方米、3.32 万亿元和 9859.67 元/平方米，同比降幅分别为-25.40%、-32.16%和-9.06%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资进一步收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%；全年各类建设用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92



万平方米，同比下降 24.01%。

**图表 14. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况**

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	13.97	1.06%	14.80	5.96%	13.81	-6.67%
其中：住宅建设用地推出面积（亿平方米）	5.75	6.22%	5.97	3.87%	5.44	-8.87%
各类用地成交面积（亿平方米）	11.67	1.49%	12.93	10.78%	11.27	-12.79%
其中：住宅建设用地成交面积（亿平方米）	4.67	9.89%	5.16	10.49%	4.01	-22.31%
各类用地成交出让金（万亿元）	5.22	20.40%	6.14	17.84%	5.72	-6.97%
其中：住宅建设用地出让金（万亿元）	4.39	25.15%	5.23	18.96%	4.89	-6.51%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	4,018.01	15.55%	4,241.67	5.57%	4,897.54	15.46%
住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米）	4,120.50	14.22%	4,456.51	8.15%	5,438.48	22.03%
各类用地成交溢价率	15.88%		17.71%		11.12%	
住宅建设用地成交溢价率	14.13%		15.31%		11.02%	

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

## B. 政策环境

2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体，强化资金流向监管，房地产开发企业融资环境进一步趋紧。在土地购置环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%；在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度；在销售环节，除限购、限售外，还强化了预售资金监管，同时限制金融机构的个人住房贷款放款比例。与此同时，各地方政府亦围绕中央相关政策方针并结合自身特点，通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面进行房地产市场调控。如：年初北京、上海、武汉等地推出“房地联动”机制，在集中供地环节中，进一步对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限；深圳、成都、西安等地则推出“二手房指导价”。

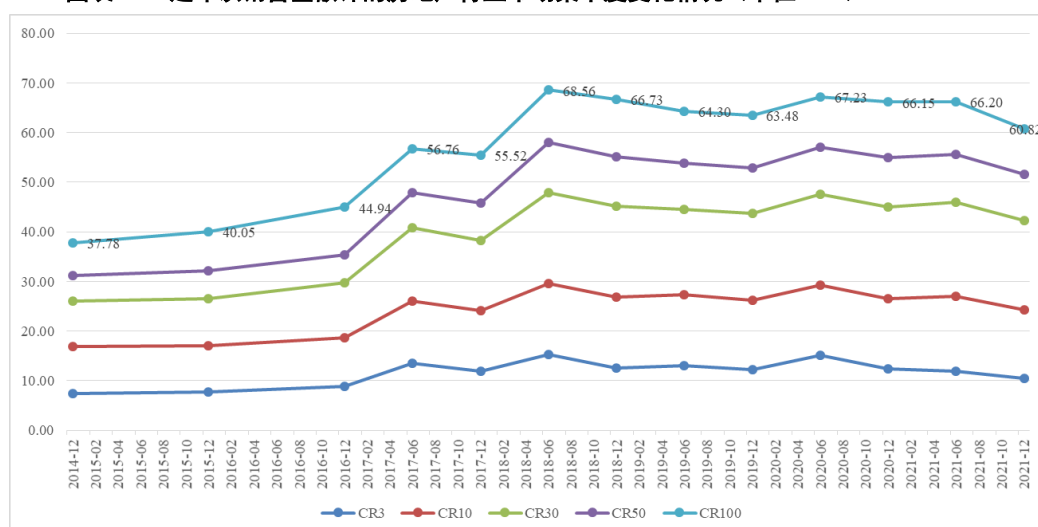
在多层次、全方位的政策调控下，我国住宅市场价格过快上涨的局面得到了有效遏制。但同时部分大型民营房地产开发企业的“高杠杆、高成本、高周转”模式难以为继，信用风险较集中暴露。为了确保房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。2021 年 12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松，同时出台鼓励并购化债政策，近期更是因应国内外形势重大变化，及时优化调整各项调控政策，采取了包括降准、下调 5 年期贷款市场报价利率（LPR）等手段，全力推动包括房地产在内的经济运行处于健康有序发展轨道。多个地方政府也陆续出台包括购房补助在内的各项支持政策。

## C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、高周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产

这一支柱性产业重获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“高周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年出现明显下降。根据 Wind 数据，2021 年 CR3/CR10/CR30 /CR100 比值由 2018 年的 12.58%/26.89%/55.10%/66.73% 降至 10.45%/24.20%/42.35%/51.55%/60.82%。

图表 15. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

#### D. 风险关注

**项目去化压力大。**长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境更为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求或将进一步弱化。而从主要房地产上市企业存货占款数据<sup>1</sup>看，2016~2021 年末存货余额合计数分别为 6.16 万亿元、8.08 万亿元、10.29 万亿元、12.53 万亿元、14.36 万亿元和 15.00 万亿元，2017~2021 年同比增幅分别为 31.14%、27.28%、21.79%、14.56%和 4.47%。上述上市房企 2019~2021 年结转的营业收入合计数分别为 4.98 万亿元、5.62 万亿元和 6.25 万亿元<sup>2</sup>。此外，房产税改革尚待落地，也在一定程度上影响住宅去化。

<sup>1</sup> 以在沪、深、港证券交易所上市的 2020 年末存货占款金额排名前 100 的房地产开发企业为统计范围。其中中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其存货数据基准日为 2021 年 6 月 30 日。

<sup>2</sup> 中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其营业收入数据按照上年数据计算。

**开发投资或放缓。**2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022 年以来更是出现大幅度下滑，预计短期内新房开工量承压；受信用风险暴露或资金链紧张等因素影响，部分民营企业加速存量项目出清，该类项目集中投入期之后，建筑工程等投资也将放缓。此外，随着行业竞争格局的调整，整体运营效率将逐步弱化，将进一步对开发投资增长形成约束。

**仍面临一定的流动性风险释放压力。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、大额债务陆续到期的情境下，部分房地产开发企业流动性依然承压。尤其是短期内有大量境外债务到期的房企，承压更为明显。

## 业务运营

作为杭州市主要的国有综合性金融投资平台，杭金投集团主要业务涵盖金融服务、商品贸易和其他业务板块，其中商品贸易是营业收入的主要来源；金融服务板块主要包括信托、股权投资、担保业务、融资租赁业务和其他金融服务等业务，是盈利的主要来源。近年来公司盈利保持增长，但信托业务和投资业务较为集中于城镇化项目，在市场房地产融资政策收紧的背景下，公司的风险防控压力上升。

杭金投集团是杭州市主要的国有综合性金融投资平台，业务涉及商品贸易业务、金融服务业务和其他业务等板块。近年来前两大板块收入合计占比超过营业总收入的 90%，又以商品贸易业务为主，其他业务占比较小，主要为借款利息收入、财务顾问收入以及房租收入等。公司的金融服务业务主要包括信托业务、股权投资业务、担保业务、融资租赁业务和其他金融服务等，所贡献的投资收益对营业利润贡献度较大。近年来，得益于商品贸易业务的扩张以及金融服务业务的稳定增长，公司主营业务收入逐年增长，但由于商品贸易行业整体毛利偏低的特性致使毛利率有所下降。2021 年，公司实现营业收入 305.93 亿元，净利润 22.01 亿元，同比分别增长 16.53% 和 11.37%，毛利率为 5.11%，同比下降 0.18 个百分点；2022 年一季度，公司实现营业收入 99.18 亿元，毛利率 2.74%。

图表 16. 杭金投集团主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 一季度
营业收入	176.98	262.53	305.93	99.18
其中：商品贸易占比	92.03	94.78	93.61	95.99
金融服务占比	6.16	4.63	5.79	2.58
其他占比	1.81	0.59	0.60	1.43
毛利润	13.83	13.89	15.63	2.72
其中：商品贸易占比	6.21	8.67	8.37	8.02
金融服务占比	75.34	84.49	84.62	63.52
其他占比	18.45	6.84	7.02	28.46

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 一季度
毛利率	7.82	5.29	5.11	2.74
商品贸易	0.53	0.48	0.46	0.23
金融服务	95.60	96.58	74.68	67.45
其他	79.80	61.36	59.93	54.52

资料来源：杭金投集团

### (1) 金融服务板块

杭金投集团金融服务板块主要包括信托业务、投资及资产管理业务、担保业务和其他金融服务业务等，其中信托业务为金融服务板块营业收入的主要来源；担保业务以融资性担保为主；股权投资业务包括母公司开展的股权投资及通过各级参控股投资子公司和产业基金开展的各类投资，其他业务包括小额贷款、融资租赁及市民卡业务等。

#### A. 信托业务

杭金投集团主要通过控股子公司杭州工商信托股份有限公司（以下简称“工商信托”）开展信托业务。截至 2021 年末，工商信托注册资本为 15.00 亿元，经审计的合并口径总资产为 59.32 亿元，净资产为 51.60 亿元，2021 年实现净利润 3.26 亿元。公司对工商信托的直接持股比例为 57.99%，为工商信托的控股股东，绿地金融投资控股集团有限公司及百大集团股份有限公司持股比例分别为 19.90% 和 6.26%。工商信托业务主要包括信托业务和自营投资业务两大类。

从资金来源来看，工商信托以集合信托为主，辅以少量单一类和财产权信托，客户主要集中在杭州市，信托资金来源较为稳定。信托产品以资金端产品分类确定价格，2021 年工商信托已清算集合类信托产品的加权平均实际年化收益率为 8.90%，已清算单一类信托产品的加权平均实际年化收益率为 8.36%。从管理方式来看，截至 2021 年末，主动管理类信托在存续信托资产规模的占比为 79.99%，单一信托项目的委托方主要为合格的机构投资者，主要运用于杭州地区的项目建设；2021 年以来财产权信托规模显著提升，委托方主要为自然人客户，信托资金主要投向金融资产。

图表 17. 工商信托的信托资产来源分布（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
信托资产合计	500.57	432.56	392.78
其中：集合类	465.59	373.41	297.91
单一类	22.99	47.15	32.20
财产权	12.00	12.00	62.67

资料来源：工商信托

从资金运用方式来看，工商信托的信托产品分为融资、投资和事务管理三类：融资类的业务模式包括贷款、以固定溢价受让债权、股权、收益权资产等；投资类的业务模式主要是以股权加债权方式对投资项目进行结构化投资，通过清算、分红、评估并转让股权等方式实现退出，近年来开始尝试标准化产品投资；事务管理类的业务模式主要是以发挥信托制度优势为出发点，信托公司作为受托人主要承担事务管理功能，为委托人（受益人）的特定目的提供管理性和执行性服务的信托。融资类信托业务一直为工商信托最主要的业务类型。受信托业强监管严排查，要求压降融资类信托业务的影响，近年来工商信托的融资类信托业务规模显著下降。

**图表 18. 工商信托的信托按功能分类情况（单位：亿元）**

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
<b>信托资产合计</b>	<b>500.57</b>	<b>432.56</b>	<b>392.78</b>
其中：投资类规模	127.20	77.70	180.54
融资类规模	335.14	295.11	104.05
事务管理类规模	38.23	59.76	86.45
其他投资规模	-	-	21.74

资料来源：工商信托

从最终投向来看，工商信托的信托产品主要投向房地产行业，另有部分投向于另类投资、工商业、公益事业、能源类行业（主要为煤炭、电力生产）、基础设施及公用事业等领域。其中房地产项目以住宅项目为主，强调工商信托的产品作为项目资金方的唯一性，从而降低沟通成本，并主要通过入股项目公司的方式派驻董事和高管，或通过管控公章和付费 U 盾等形式掌握资金进出情况把控项目风险。在房地产调控长期化的背景下，房地产信托业务的监管趋严且信用风险持续暴露，工商信托房地产类业务增长受限，房地产信托业务信用风险管理压力趋升，工商信托面临一定的业务转型压力。近年来，工商信托的房地产信托业务规模逐步压降，另类投资规模持续提升，主要为服务类信托。

**图表 19. 工商信托的信托产品投向分布情况（单位：亿元）**

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
<b>信托资产合计</b>	<b>500.57</b>	<b>432.56</b>	<b>392.78</b>
其中：房地产	380.32	268.80	193.14
另类投资	93.22	110.64	152.56
工商业	18.52	17.50	27.17
公益事业	-	0.01	0.02
能源	2.00	-	-
基础设施	6.51	35.60	19.90

资料来源：工商信托



截至 2021 年末，工商信托涉及诉讼事项 12 起，均为工商信托作为原告，被告为信托项目所涉的交易对手，主要大额诉讼事项情况见下表。

**图表 20. 工商信托大额诉讼事项情况（单位：亿元）**

项目名称	存续规模	诉求	案件进展
天洋燕郊创新中心 2 号项目集合资金信托计划	22.00	工商信托要求信托计划相应交易对手以及担保方偿还借款本金及相应利息、违约金等款项。并对交易对手的财产采取保全措施。	2021.8 一审判决作出。交易对手不服提起上诉。浙江省高级人民法院二审程序中
飞鹰 25 号组合运用集合资金信托计划（当代抚州武汉项目）	9.16		杭州市中级人民法院已受理，未开庭
飞鹰 25 号组合运用集合资金信托计划（恒大连云港项目项目）			广州市中级人民法院已开庭审理，暂未作出判决
盛世 17 号集合资金信托计划	2.50		杭州市中级人民法院受理，未开庭
恒大佛山禅城区项目集合资金信托计划	9.00		佛山市中级人民法院已受理，未开庭
合计	42.66	-	-

资料来源：杭金投集团（截至 2021 年末）

工商信托的自营业务投资于主要包括金融产品投资（主要为运用自有资金认购工商信托自行发售的信托产品）、长期股权投资、贷款等。2021 年末，工商信托公司自营业务投资于货币资产、发放贷款和垫款、交易性金融资产投资、长期股权投资占总资产比分别为：0.44%、14.62%、74.73%、0.88%，合计占总资产比为 90.67%。2020 年以来，受疫情、复杂经济形势影响，以及房地产行业金融监管政策的陆续出台，房地产行业区域分化状况进一步加剧。受此影响，工商信托个别房地产项目出现流动性风险，不良资产金额有所增加。为缓释信托业务阶段性流动风险，工商信托自营资产不良率进一步上升，2020-2021 年末不良资产余额分别为 7.46 亿元和 12.10 亿元，不良率 13.85% 和 17.21%；关注类资产余额分别为 3.53 亿元和 4.84 亿元，关注类资产占比分别为 6.56% 和 8.56%，固有资产质量承压。该部分投资资产价值波动直接体现在公允价值变动损益中，工商信托面临一定的金融资产损失压力。2020 年和 2021 年工商信托的公允价值变动损益合计-0.83 亿元和-1.60 亿元。工商信托的信用减值损失主要为往来款形成，2021 年计提 0.11 亿元。

资本管理方面，工商信托资本实力不断增强，各项净资本指标均优于监管要求，净资本风险管理能力良好。截至 2021 年末，工商信托净资本和净资本/各项风险资本之和指标继续优化，分别为 39.35 亿元和 242.74%。2021 年末，工商信托将历年累计计提的信托业务风险准备金 11.22 亿元从未分配利润转入一般风险准备，杭金投集团合并范围内 2021 年末按持股比例计提 6.51 亿元。

**图表 21. 工商信托净资本管理风险控制指标（单位：亿元，%）**

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管指标
净资本	33.48	36.65	39.35	≥2.00
净资本/各项业务风险资本之和	171.78	195.05	242.74	≥100.00
净资本/净资产	78.14	77.65	78.81	≥40.00

资料来源：工商信托



## B. 担保业务

杭金投集团的担保业务主要通过子公司杭州市中小企业担保有限公司（以下简称“中小担保”）开展。中小担保成立于 2006 年 3 月，主要为中小微企业融资提供增信服务及与之相关的衍生业务。截至 2021 年末，中小担保公司注册资本 2.20 亿元，总资产为 3.21 亿元，净资产为 2.87 亿元；2021 年实现营业收入 0.32 亿元，取得净利润 0.11 亿元。公司对中小担保的持股比例为 69.80%，为其控股股东。

中小担保的担保业务主要分为融资性担保、非融资性担保和浙江省公积金业务。近年来中小担保的业务结构发展较大变化，2019 年及以前新增担保业务主要为浙江省公积金贷款担保业务。2020 年以来，因业务思路调整，中小担保暂停了公积金担保业务的开展，新增业务规模较小，以投标担保为主。截至 2021 年末，公司担保业务在保余额为 61.10 亿元（包含公积金担保余额 57.73 亿元），其中融资性担保余额 0.10 亿元，非融资性担保余额 4.27 亿元。

**图表 22. 中小担保业务情况（单位：亿元，%）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
担保发生额（亿元）	32.38	6.45	7.21
其中：融资担保（亿元）	0.44	0.28	-
非融资担保（亿元）	5.94	6.17	7.21
公积金贷款担保（亿元）	25.99	-	-
担保余额（亿元）	73.17	65.88	62.10
其中：融资担保（亿元）	0.54	0.25	0.10
非融资担保（亿元）	6.74	3.83	4.27
公积金贷款担保（亿元）	65.89	61.80	57.73
当期代偿率（%）	0.78	0.00	0.00

资料来源：中小担保

中小担保主要收入来源为担保费，融资担保业务收费标准通常为担保额的 1.00~3.00%/年，根据客户资质、涉及金额大小和期限的长短，非融资性担保业务的费率有所不同，约为 1.2%~1.50%/年，公积金贷款担保费率为 0.3%/单。2021 年，中小担保的担保费收入为 360.06 万元。

截至 2022 年 3 月末，中小担保近三年累计代偿额为 1.08 万元，近三年累计代偿回收额为 302 万元，主要通过抵押物司法拍卖途径的方式收回。2022 年一季度中小担保未发生新增代偿及回收。

## C. 融资租赁业务

杭金投租赁成立于 2013 年 6 月，由杭金投集团和 Fousun Golden Corona Finance Company Limited（复兴金冠金融有限公司，以下简称“复星金冠”）

共同设立，持股比例各占 50%，注册资本 9900 万美元，为公司的合营企业。2016 年 6 月，锦宏投资（香港）有限公司（以下简称“锦宏投资”）受让复星金冠持有的 50% 股权。截至 2020 年末，杭金投租赁注册资本增至 5 亿美元，公司和锦宏投资各持有 50%。2022 年 3 月末，杭金投租赁实收资本为 2.89 亿美元，公司和锦宏投资各出资 1.445 亿美元，剩余部分出资将于 2038 年 1 月 1 日前缴足。

杭金投租赁主要从事医疗、环保、能源、机械、汽车、IT、工装等领域设备租赁业务和其他融资租赁业务，向国内、外购买租赁财产，以及租赁财产残值处理与维修和租赁交易咨询等，通过直租、售后回租等方式为政府和企业提供资产金融服务。杭金投集团对通过派驻董事、审批融资租赁项目投放、人事变动等事项对杭金投租赁履行管理职责。近年来，租赁业务投放规模稳步扩张，2019-2021 年及 2022 年一季度投放金额分别为 30.20 亿元、33.02 亿元、51.18 亿元和 13.48 亿元。目前杭金投租赁业务投放集中于融资租赁业务，投放形式以售后回租为主。截至 2021 年末，杭金投租赁经审计的合并口径资产总额为 101.24 亿元，所有者权益为 23.41 亿元；当年实现营业收入 7.09 亿元，拨备前利润 2.60 亿元，净利润 1.73 亿元。2021 年末，杭金投租赁母公司口径的应收融资租赁款总额为 68.06 亿元，不良率为 0.41%。

**图表 23. 杭金投租赁整体业务情况（单位：个，亿元）**

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月末	
	项目数量	投放金额	项目数量	投放金额	项目数量	投放金额	项目数量	投放金额
售后回租	43	28.00	61	31.63	84	39.58	24	12.04
直租	1	0.69	-	-	1	3.09	1	0.07
经营性租赁	6	1.51	3	1.39	-	8.51	-	1.37
合计	50	30.20	64	33.02	85	51.18	25	13.48

资料来源：杭金投租赁

金投租赁的融资租赁业务主要围绕城市发展、重型机械和 IDC 大数据机柜等领域展开，以经济发达区域的国有企业、上市公司、大型企业集团、细分行业龙头和集团战略合作客户作为主要发展方向。其中，城市发展是公司近年来业务扩张的主要投放板块，主要聚焦于旅游、水务、交通、能源及农业等细分行业，该类客户的融资特点使得公司应收融资租赁款客户集中度较高。

**图表 24. 杭金投租赁应收融资租赁款行业分布情况（单位：亿元，%）**

行业	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	应收融资租赁款净值	占比	应收融资租赁款净值	占比	应收融资租赁款净值	占比	应收融资租赁款净值	占比
重型机械	5.21	13.33	3.14	6.54	3.06	4.89	4.27	6.44
IDC 大数据中心	6.79	17.38	3.68	7.67	1.38	2.20	1.38	2.08
旅游	3.91	10.01	6.42	13.37	5.64	9.01	4.37	6.59
水务	7.81	19.98	11.39	23.74	14.60	23.33	18.30	27.61
交通	-	-	-	-	5.19	8.29	5.88	8.87
能源	-	-	-	-	4.07	6.50	5.24	7.91

农业	-	-	-	-	6.42	10.26	6.87	10.36
其他	15.35	39.28	23.37	48.70	22.22	35.52	19.98	30.15
合计	39.08	100.00	47.99	100.00	62.57	100.00	66.28	100.00

资料来源：杭金投租赁

从区域投向来看，金投租赁在全国范围内经营并将市场划分为四大区域，分别为重点发展、适度发展、审慎发展和暂不介入，其中重点发展北京、上海、天津、广东、福建、浙江、江苏和安徽等 8 个一类地区，适度发展江西、湖南、湖北、河南、河北、重庆、四川和山东等 8 个二类地区。跟踪期内，公司重点拓展江苏和浙江两地项目，截至 2021 年末公司投放浙江省内和省外融资租赁净额占比分别为 49.82% 和 50.18%，省外以除浙江省外的长三角其他地区为主，区域分布较为集中。截至 2022 年 3 月末，投放省内和省外融资租赁净额占比分别为 50.24% 和 49.76%。

从业务期限和单笔投放金额来看，近年来金投租赁融资租赁业务租期有所延长，新增投放主要集中于 1-3 年及 3-5 年，对于优质客户、投入周期较长的行业，期限可以适当放宽；新增项目单笔投放金额集中于 1000-5000 万元，集中度有所下降。

**图表 25. 杭金投租赁融资租赁业务单笔投放金额分布（单位：笔）**

单笔投放金额	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年一季度
0-1000 万元（含 1000 万元）	-	-	-	1
1000 万元-5000 万元（含 5000 万元）	33	53	82	15
5000 万元-1 亿元（含 1 亿元）	17	11	2	9
1 亿元以上	-	-	1	-
合计	50	64	85	25

资料来源：杭金投租赁

## D. 股权投资

杭金投集团通过本部、杭州市产业发展投资有限公司（以下简称“杭州产投”）、杭州金投产业基金管理有限公司（以下简称“金投产业基金”）、杭州泰邦创业投资有限公司（以下简称“泰邦创投”）和杭州泰恒投资管理有限公司（以下简称“泰恒投资”）等子公司以股权形式开展投资业务，投资领域涉及互联网、软件技术、能源等行业。

杭州产投成立于 2011 年 9 月，并于 2014 年 7 月取得中国证券投资基金业协会颁发的《私募投资基金管理人登记证书》。由全资子公司金投产业基金进行运营管理，由其负责项目的开拓接洽、尽职调查，投资方案的设计，投后管理及退出安排等工作。杭州产投运营坚持“间接投资”的原则，主要由产业基金作为母基金，与社会投资机构合作设立产业投资基金（以下简称“子基金”），由子基金负责开展具体的产业项目投资业务。杭州产投不作为子基金的控股股东，在子基金的持股比例原则上不超过 20%，公司对单个子基金的出资额一般不超过 4 亿元。子基金的合作期限一般为 5-8 年。截至 2022 年 3 月末，已合作成立子基金 19 家，杭州产投认缴 13.93 亿元，截至 2022 年 3 月末，已完成

出资 12.74 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司已通过合作子基金对 330 家公司合计投资近 169.06 亿元。

金投产业基金于 2015 年 5 月取得了《私募投资基金管理人登记证书》。金投产业基金负责杭州产投的运营管理。金投产业基金旗下管理的基金包括杭州金洽投资合伙企业（有限合伙）、杭州金懿股权投资合伙企业（有限合伙）、杭州金玺投资合伙企业（有限合伙）、金投奇虎专项资管计划、金投产业爱卡汽车项目专项资产管理计划、金投产业唱吧项目专项资产管理计划（已清算）、金投产业 SF 项目专项资产管理计划（已清算）、金投产业经纬成长一期基金项目专项资产管理计划（已清算）。

杭州信息产业投资有限公司（以下简称“信息产业投资”）成立于 2015 年 3 月，由金投产业基金进行运营管理。信息产业投资采取区域基金投资、间接投资（母基金）和定向投资三种方式开展投资。其中，区域基金投资是指信息基金与市各区、县（市）设立区域信息产业投资基金（以下简称“区域基金”）。区域基金的投资方向、投资形式、投资管理、风险管控均与市信息基金保持一致。间接投资是指信息基金作为母基金引进国内外知名投资机构在杭州市合作设立投资子基金，由子基金投资具体项目。定向投资是指由信息基金配比其他形式的工业统筹资金，在杭州市范围内对符合信息产业方向的优势企业、上市公司等开展特定项目的基金化投资。截至 2022 年 3 月末，信息基金已设立 7 家区域基金，目标总规模 43 亿元。信息基金及区域基金已与多家国内外知名投资机构合作设立子基金 17 家，目标总规模约 182 亿元，其中信息基金及区域基金认缴金额 16.72 亿元，已出资金额 16.30 亿元；已成功完成 2 个定投项目的投资，为浙江华数增资扩股项目及战略入股杭州金投行项目，信息基金已合计出资 5.90 亿元。

截至 2022 年 3 月末，泰恒投资旗下有 13 只基金。分别为杭州钱江中小企业创业投资有限公司、杭州金投智汇创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投智信创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投维格投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投智诚创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投智远创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投智盛创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投荟盈创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投慧健股权投资合伙企业（有限合伙），杭州金投智业创业投资合伙企业（有限合伙）和杭州金投智和创业投资合伙企业（有限合伙）、杭州金投智天股权投资合伙企业（有限合伙）。基金募集规模合计 33.59 亿元，已投资金额 32.76 亿元，投资者主要为杭州市属企业、金融机构和高净值人士。

**图表 26. 泰恒投资旗下基金运作情况（单位：亿元，%）**

基金简称	现基金规模	已投资金额	投资企业数量	其中： 杭州本地企业
钱江基金	1.125	1.40	13	13
金投智汇	1.00	0.91	7	6
金投智信	1.08	1.54	16	12
金投维格	17.10	17.10	2	1

基金简称	现基金规模	已投资金额	投资企业数量	其中： 杭州本地企业
金投智诚	1.20	1.19	1	1
金投智远	1.40	1.31	8	4
金投智盛	4.56	4.55	6	4
金投荟盈	0.30	0.27	9	8
金投慧健	0.30	0.30	1	0
金投智业	1.26	1.18	11	5
金投智和	1.60	1.46	10	4
金投智天	0.97	0.97	2	-
金投智恒	1.05	0.58	4	3

资料来源：杭金投集团

此外，杭金投集团直接投资或者通过参与定向增发、资管计划投资和信托计划投资等形式持有大量优质股权。截至 2022 年 3 月末，公司持有杭州银行股份有限公司 50.45 亿元股权和 12.87 亿元可转债；杭州联合农村商业银行股份有限公司 27.59 亿元股权。并持有中策橡胶集团有限公司 17.68 亿元股权；深圳海联讯科技股份有限公司 8.21 亿元股权等。公司还参与了杭州国舜领跑股权投资合伙企业（有限合伙）的投资，2022 年 3 月末余额为 5.01 亿元，投向零跑汽车项目。

### E. 其他金融服务业务

杭金投集团参与部分债权投资，投向多为城镇化项目，合作方多为全国前 30-50 强企业，项目区域集中在长三角，公司通过项目公司股权质押、交易对手实控人（夫妇）担保、项目出资优先劣后设计以及项目公司资金封闭运行等方式，控制项目投资风险。2022 年 3 月末公司合并口径城镇化债权投资规模为 194.37 亿元，多为通过杭州金投资本管理有限公司参与。

杭金投集团从事其他金融服务的控股和参股子公司包括：杭州市民卡有限公司（以下简称“市民卡公司”）、杭州市民卡管理有限公司（以下简称“市民卡管理公司”）、杭州金投行网络小额贷款有限公司（以下简称“金投行”）和上市公司稳健发展引导基金等，业务涵盖代理服务（第三方支付）、互联网小贷和上市公司纾困等综合金融服务。

杭金投集团的市民卡业务由控股公司市民卡管理公司下属的市民卡公司负责运营。2020 年 12 月，杭州市公共交通集团有限公司和杭州市地铁集团有限责任公司将其持有的 49.00% 股权市民卡管理公司无偿划转至公司，截至 2020 年末，公司合计持有市民卡管理公司 100% 的股权。截至 2022 年 3 月末，市民卡公司实收资本为 1.30 亿元，公司持股比例为 51.00%。市民卡公司取得人民银行颁发的《支付业务许可证》，业务范围为预付卡发行与受理（仅限浙江省）、互联网支付（全国）、移动电话支付（全国），有效期至 2023 年 1 月。市民卡公司为杭州市城市生活服务领域最大的第三方支付机构，业务涉及全市范围内的已覆盖社会保障、公共交通、公用服务和商贸支付四大方面。未来杭州都市圈“一卡通”将涉及但不限于智慧交通、智慧医疗、智慧教育、



公共服务、旅游休闲、移动服务、电子商务、互联网金融和个人征信等领域。

市民卡公司服务的市民群体覆盖杭州十区三县（市）户籍人员、参加杭州基本医疗保险的非杭户籍人员、在杭就读的非杭户籍中小學生以及在杭工作的外国人才等群体。市民卡公司主要收入来源是市民卡账户（杭州消费卡）的消费交易手续费收入（根据商家行业不同采取协商定价模式，价格区间一般为 0-1%）和理财收入、政府购买服务收入和市民卡管理有限公司分红收入，其它收入包括区县呼叫中心服务费收入和补换卡工本费等。2021 年市民卡公司实现营业收入 2.72 亿元，净利润 0.21 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司市民卡总发卡量 3521.53 万张。2022 年 3 月末市民卡公司资产总额为 32.07 亿元，所有者权益 0.43 亿元，2022 年一季度市民卡公司实现营业收入 0.50 亿元，净利润-16.60 万元。

金投行成立于 2014 年 9 月，注册资本 10 亿元，是杭金投集团全资子公司。早期金投行主要从事 P2P 业务，2019 年 12 月，金投行正式发布转型及兑付公告，并以债权受让的方式，在 2019 年末前提前全额兑付出借人资金。金投行于 2019 年 12 月收到浙江省金融监管局批复同意转型为互联网小贷公司。金投行定位立足杭州、覆盖浙江，坚持属地化经营，遵循小额、分散的原则，深挖杭州市金融投资集团有限公司的综合数据资源，搭建专属的大数据风控模型，依托杭州市民卡的生态与场景开展网络小额贷款业务。目前产品主要为两大块：在线小额信用贷款业务和主动管理类汽车金融业务，在线小额信用贷款业务主要有众安贷产品，主动管理类汽车金融业务主要有车抵贷、汽车消费垫资贷、的士贷、汽车供应链产品等。获客来源主要有：平台自然流量、渠道合作推荐、杭州市民卡平台引流等。截止 2022 年 3 月末，放款余额为 5.61 亿元，户均贷款规模为 1.11 万元，资金来源为自有资金，平均利率 13.24%，逾期率为 2.22%。

杭金投集团作为杭州市政府制定的纾困基金方案实施机构，通过设立杭州上市公司稳健发展引导基金，帮助区域内上市公司控股股东化解股权质押风险，降低资金杠杆，维持企业稳定经营。其中母基金由市财政出资 10 亿元作为劣后，保证优先级本金的回笼，公司通过发行纾困债，并引入商业银行等外部资金，以股票质押或股份收购的形式对上市公司进行纾困。2021 年末，公司累计帮扶杭州地区上市公司 14 家，涉及项目 30 个，累计金额 105.28 亿元，在投余额 61.25 亿元。其中通过引导基金及下属子基金纾困投放资金金额 36.87 亿元，公司自筹资金，通过保险资管、私募证券等形式纾困投放资金金额 24.38 亿元。

## （2）商品贸易板块

商品贸易板块是杭金投集团营业收入的最主要来源，2021 年和 2022 年一季度，公司商品贸易业务分别实现营业收入 286.40 亿元和 95.20 亿元。公司主要通过本部以及子公司杭州金投企业集团有限公司（以下简称“金投企业”）、金投企业下属的金投国际（香港）有限公司（以下简称“金投国际”）、杭州金



投实业有限公司（以下简称“金投实业”）和杭州市财开投资集团有限公司（以下简称“财开投资”）等主体开展商品贸易业务。其中，金投实业和金临贸易主要以大宗商品贸易为基础，涉及产品包括煤炭、焦炭、钢材、甲醇和乙二醇等大宗商品；财开投资主要涉及品种为化工、钢材和煤炭；金投国际主要参与国际贸易，涉及品种主要为化工产品。2020年10月起，原主要负责成品油经营的杭州金投能源有限公司（以下简称“金投能源”）因股权转让，不再纳入合并范围；2020年以来，公司对财开投资增资80.00亿元，商品贸易业务规模快速增长。

杭金投集团标准化的批发贸易业务的主要业务模式包括现货贸易业务、定向采购贸易业务、赊销业务、预付款业务和国际贸易业务等模式。其中，现货贸易业务指公司与上下游客户同时签订采购和销售合同，货、款同时结算，收付款在较短时间内完成的贸易业务该类业务模式可细分为：不动用资金的现货贸易业务和动用资金的现货贸易业务。在不动用资金的现货贸易业务中，公司先收到采购方货款再支付给供应商，不占用公司资金；在动用资金的现货贸易业务中，公司先支付供应商货款再收到采购款。定向采购贸易业务指在收取采购方客户一定量保证金或相应价值的担保物的情况下，公司根据采购方客户需求采购货物，控制货权，实现贸易流量及收益的贸易业务。在赊销业务中，公司与供应商、采购方客户同时签订采购和销售合同，在采购方收货确认后，公司对供应商付款，采购方在约定时间内支付货款。在预付款业务中，公司与供应商、采购方客户同时签订采购和销售合同，公司对供应商付款，供应商在约定时间内交货后，采购方带款提货。2021年，公司贸易业务收入占比前三名的贸易品种分别为化工、钢材、金属，在当年贸易额的占比合计为91.56%；采购地区主要为浙江省、山西省和四川省，销售地区主要为浙江省和云南省；前五大供应商的采购金额占总采购额的比重合计45.91%，较2021年全年下降1.59个百分点；前五大客户的销售金额占总销售额的比重为39.03%，客户集中度回落2.28个百分点。近年来，为应对大宗商品价格波动带来的影响，公司风控部门每日实时关注大宗商品的市场行情，并可通过套期保值等手段加强风险管理，也可依据合同要求下家根据大宗商品价格的变化情况增加保证金数额。

图表 27. 杭金投集团全口径商品贸易收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
商贸业务收入	162.89	248.83	286.40
其中：化工原料占比	23.53	25.09	44.33
矿类占比	0.02	-	4.82
煤炭占比	1.59	3.89	-
焦炭占比	13.66	5.35	-
钢材占比	32.86	36.50	29.94
油品占比	10.38	3.39	-
机电设备占比	0.03	0.02	0.26

项目	2019 年	2020 年	2021 年
金属占比	11.20	22.85	17.29
粮油占比	3.47	2.88	2.97
其他占比	3.27	0.02	0.38

资料来源：杭金投集团

在仓储管理方面，杭金投集团仓储单位的选择范围为国有全资或国有控股的仓库、上市公司的仓库或者期货交割仓库，并且在新的仓储地点选定之前，公司业务人员、仓管人员及风控人员需对仓储地点进行考察审核，经审核合格的仓库方可进入仓储名录。在贸易业务过程中，贸易合作对象的货物须存放在公司仓储名录之内的仓库方可进行交易。在部分定向采购业务中，货物需存放在合作方的自有仓库里，为确保仓储地点的安全性，公司可另行委派国有专业仓储监管公司作为第三方监管公司，由第三方监管公司根据要求进行现场出入库管理，并对货物的数量、外观质量负责；在日常监管方面，金投企业风险管理部、财务部依程序对贸易过程进行日常跟踪监管。项目负责人每月向金投企业管理层上报项目实施情况月度核查表，金投企业风险管理部每季度形成核查监管报告上报公司实业投资事业部备案；在应急管理方面，项目负责人应在项目审批阶段制定相关应急预案，若在项目执行过程中发生突发状况，则立即启动应急预案，同时金投企业管理层将相关情况上报至公司实业投资事业部。

在商品贸易业务中，供应商及客户一般自行安排运输，因此杭金投集团不承担货物运输风险。在结算模式方面公司对化工原料、煤炭、钢材等大宗商品通常采用不动用资金的即期贸易模式，在公司先收到客户货款后再支付给供应商，因此不会占用公司资金，交易风险较小；其余商品贸易业务一般在客户已确认采购需求后（向公司交付一定比例的保证金或获得相应的银行授信），公司先对供应商支付以提取货物。公司主要采用现金、银行承兑汇票和国际信用证来完成，其中银行承兑汇票保证金为 10%~25%，信用证无保证金。目前，公司的客户以大型国企为主。

## 管理

杭金投集团的法人治理结构基本健全，内部组织架构能够适应和满足日常经营管理和战略发展的需要。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

截至 2022 年 3 月末，杭州市人民政府和浙江省财务开发有限责任公司分别持有杭金投集团 90.00% 和 10.00% 的股权。杭州市人民政府为公司实际控制人，并由杭州市国资委代为履行出资人职责。公司产权状况详见附件一。

## （2）公司治理和运营管理

杭金投集团按照《公司法》、《企业国有资产法》和《党章》等有关法律、法规，建立和完善法人治理结构。公司设股东会，由全体股东组成。公司设有董事会、监事会和总经理。董事会成员 5 名，其中非职工代表董事 4 名，由出资人按有关程序派出；职工董事 1 名，由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名。董事每届任期 3 年。监事会由 5 名监事组成，其中，非职工代表监事 3 名，职工代表监事 2 名。董事会根据杭州市国资委授权行使股东会的部分职权，由公司经理层执行董事会决议，监事会按照《公司法》和《国有企业监事会暂行办法》等有关规定行使监督职能。受中共杭州市委任命的党委书记、党委副书记、纪委书记为公司高级管理人员。公司设总经理、副总经理（包括总会计师、总经济师、总工程师）等高级管理人员。

杭金投集团按有关规定建立了涉及财务管理制度、全面预算管理制度、重大投融资决策制度、担保事项管理制度、关联交易制度、子公司管理制度、人力资源管理、信息披露制度等方面的公司内部控制制度。

## （3）主要关联方及关联交易

2021 年以来，随着杭金投租赁纳入合并口径，杭金投集团不再为关联方提供担保，出售商品和提供劳务的关联交易 5.33 亿元，出租房屋建筑物确认的关联租赁收入 0.01 亿元。

## （4）过往债务履约及其他行为记录

根据公开市场信息、人行征信系统信息、审计报告披露信息、杭金投集团提供的信息，公司不存在违约记录。

# 财务

## 1. 公司财务质量

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对杭金投集团 2019-2021 年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其他相关规定。

2021 年，杭金投集团的联营企业中策橡胶集团股份有限公司进行前期差错更正，公司根据对中策橡胶集团股份有限公司的持股比例，对长期股权投资及相关科目采用追溯重塑法进行调整。调整后长期股权投资累计减少 9120.84 万元，资本公积累计减少 265.94 万元，其他综合收益增加 51.08 万元，盈余公积累计减少 890.60 万元，未分配利润减少 8015.38 万元。

2021 年以来，杭金投集团适用了新金融工具准则。截至 2021 年末，公司经审计的合并口径资产总额为 853.01 亿元，负债总额为 537.53 亿元，所有者

权益为 315.48 亿元；当年分别实现营业总收入 305.93 亿元，投资收益 43.88 亿元，净利润 22.01 亿元。

杭金投集团的营业收入主要来自于金投企业、财开投资、工商信托、杭金投租赁和市民卡公司等重要子公司。2021 年以来，公司为业务需要新设杭州金投云商科技有限公司、杭州股权管理中心有限公司和杭州金投私募基金管理有限公司等，并纳入合并范围。同时，为聚焦主业，响应压缩层级至不超过三级的要求，公司将部分亏损、低效散落的企业进行合并或注销，原则上不保留四级及以下企业。2021 年末，公司合并范围较 2020 年末增加 35 家子公司，减少 17 家子公司。

## 2. 公司偿债能力

随着投资及业务规模扩大，杭金投集团的资产规模稳步增长，资产结构以金融产品及非上市股权投资为主，债权投资规模持续增加；债务期限结构随长期债券的发行有所优化，但本部及合并口径债务规模持续增长，仍面临一定的集中偿债压力。

### (1) 债务分析

随着盈利累积，杭金投集团的所有者权益逐年增长，债务融资规模亦随着业务的持续扩张而增加，但杠杆水平控制在 65% 以内。2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，公司负债总额分别为 358.64 亿元、457.70 亿元、537.53 亿元和 552.16 亿元，同期资产负债率分别为 64.03%、63.62%、63.02% 和 64.27%。

近年来杭金投集团的负债总额持续增加，主要表现为刚性债务的增加。因中长期债券的发行和合并口径的调整，公司的债务期限结构有所优化，2020 年以来非流动负债占比大幅提高。2022 年 3 月末公司流动负债余额为 302.57 亿元，主要为短期借款 180.60 亿元，占流动负债的比重为 59.69%。2022 年 3 月末，公司非流动负债余额 249.59 亿元，较年初增长 4.02%，主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款余额为 89.91 亿元，主要为信用借款；应付债券 134.09 亿元，主要为 2018-2021 年间发行的公司债，发行期限主要为 5 年期，以及 2020-2021 年发行的中期票据。

随着业务规模的扩张，杭金投集团的刚性债务规模持续增长，主要由短期借款、长期借款和应付债券构成。随着 2020 年以来公司新增中长期债券融资规模显著增长，公司短期刚性债务比重明显下降，长短期债务结构有所优化。

图表 28. 杭金投集团合并口径刚性债务分布情况（单位：亿元）

名称	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务	275.60	376.11	451.50	467.35
短期刚性债务	206.62	182.85	222.27	228.21
其中：短期借款	144.47	154.51	167.54	180.60

名称	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
应付票据	13.49	15.52	17.63	19.02
交易性金融负债	0.00	0.21	0.17	0.21
一年内到期的非流动负债	35.81	12.51	31.64	26.85
其他短期刚性债务	12.84	0.10	5.28	1.53
<b>中长期刚性债务</b>	<b>68.99</b>	<b>193.26</b>	<b>229.23</b>	<b>239.14</b>
其中：长期借款	12.99	79.74	90.85	89.91
应付债券	56.00	113.13	124.48	134.09
应付融资租赁款	-	0.40	10.71	12.38
ABN	-	-	2.25	1.14
其他中长期刚性债务	-	-	0.94	1.62

资料来源：杭金投集团

从融资主体来看，2021 年末杭金投集团约 60%的刚性债务由公司本部融入，约 15%由杭金投租赁融入，金投企业融入约 10%，其余分散在其他参与商品贸易业务和市民卡业务运营主体。2021 年末公司刚性债务主要由母公司口径下的短期借款 116.19 亿元、长期借款 43.31 亿元、应付债券 102.59 亿元和杭金投租赁的长期借款 32.76 亿元、应付债券 5.30 亿元、应付融资租赁款 10.71 亿元等构成。

从到期期限分布来看，2022 年 3 月末，杭金投集团有息债务<sup>3</sup>余额 467.13 亿元，主要集中于 2022 年-2023 年内到期，集中兑付和再融资压力较大，债务期限结构仍待进一步优化。

**图表 29. 杭金投集团有息债务分布情况（单位：亿元）**

到期年份	金额	占比（%）
2022 年	174.39	37.33
2023 年	133.25	28.52
2024 年	60.64	12.98
2025 年	70.46	15.08
2025 年以后	28.39	6.09
<b>合计</b>	<b>467.13</b>	<b>100.00</b>

资料来源：杭金投集团（2022 年 3 月末）

2019 年之前，杭金投集团对外担保规模较大，主要为对杭金投租赁外部融资的担保。2020 年起杭金投租赁纳入公司合并范围后，杭金投租赁的外部负债体现在公司合并报表内，公司合并范围内对外担保规模回落。2020-2021 年末，杭州金投集团不含担保公司的对外担保余额分别为 7.63 亿元和 3.14 亿元。存量被担保方主要为杭州奥体博览中心建设有限公司，代偿风险较小。

<sup>3</sup> 有息债务与刚性债务的差异主要为交易性金融负债



## （2）现金流分析

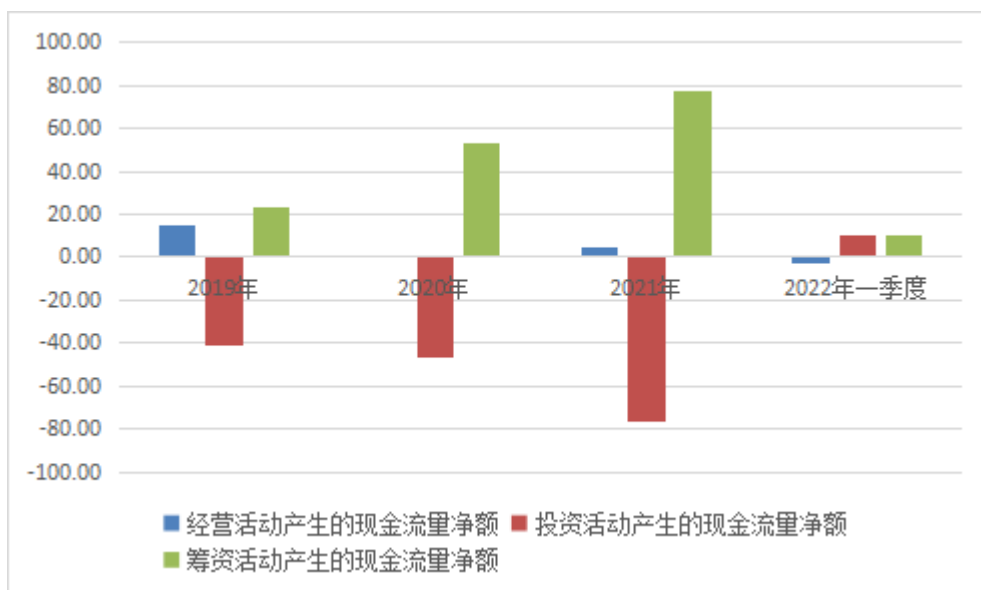
杭金投集团的贸易业务对现金流的影响较大，加之往来款规模较大，对经营性现金流产生了较大影响，2019-2021 年和 2022 年一季度，公司经营活动产生现金流量净额分别为 15.29 亿元、1.24 亿元、4.35 亿元和-3.16 亿元，经营活动现金流入和流出变动趋势分别与营业收入和营业成本变动趋势基本保持一致。

杭金投集团的投资活动产生的现金流随其投资活动变化而波动。2019 年以来，因公司将赎回理财产品产生的现金流审计调整，公司收到其他与投资活动有关的现金较上年明显减少，致使当年投资活动现金流体现为净流出。2020 年，公司处置国泰君安股票使得收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金流入大幅增长，但因项目投出增加造成投资支付的现金支付其他与投资活动有关的现金大额流出，当年投资活动现金流体现为净流出。2021 年因回收并新增投出城镇化项目和纾困项目继续保持大额进出流量，整体体现为净流出状态。2019-2021 年和 2022 年一季度，公司投资活动产生的现金流量的净额分别为-40.62 亿元、-46.78 亿元、-76.15 亿元和-10.50 亿元。

杭金投通过外部融资覆盖投资所需现金，筹资活动现金流体现为净流入。近年来公司吸收投资收到的现金大幅增加，主要为新成立并表企业中其他合伙人的出资。2019-2021 年和 2022 年一季度，公司筹资活动分别实现现金净流入 23.48 亿元、53.22 亿元、77.39 亿元和 10.06 亿元。

总体来看，未来杭金投集团需保持融资规模以补充营运资金，筹资性活动产生的现金流量净额预计将会有所增加，投资业务的盈利情况和盈利实现时间将在一定程度上影响公司收益的回收情况，进而影响公司的资金平衡能力。

图表 30. 杭金投集团现金流对债务的覆盖情况（单位：亿元）



资料来源：杭金投集团

从偿付保障情况来看，杭金投集团 EBITDA 主要来自投资收益，EBITDA

对刚性债务覆盖度较低。2021 年末刚性债务余额为 451.50 亿元，同期 EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.11 倍，EBITDA 对利息支出的保障倍数为 2.99 倍。

**图表 31. 杭金投集团 EBITDA 及现金流对债务的覆盖情况（单位：倍，%）**

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出	2.95	3.12	2.99
EBITDA/刚性债务	0.15	0.12	0.11
经营性现金净流入量与流动负债比率	6.37	0.47	1.57
非筹资性现金净流入量与流动负债比率	-10.54	-17.24	-25.95

资料来源：杭金投集团

### （3）资产质量分析

2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，杭金投集团资产总额分别为 560.13 亿元、719.45 亿元、853.01 亿元和 859.15 亿元，资产规模随着业务逐步开展和合并口径的调整逐步增加。从资产流动性看，2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，公司非流动资产占总资产的比重分别为 80.81%、81.31%、80.07%和 79.59%，且未上市股权投资占比较高，资产流动性较弱。

杭金投集团流动资产主要分布于货币资金、交易性金融资产和其他应收款。截至 2022 年 3 月末，上述科目余额占流动资产的比例分别为 42.89%、22.46%和 10.91%。其中，货币资金余额为 75.22 亿元，货币资金中 16.58 亿元使用受限。交易性金融资产 39.40 亿，其中杭州银行可转债 12.87 亿元；银行理财 7.93 亿元；股票投资 3.75 亿元；信托投资 2.54 亿元，多为工商信托发行的信托产品。其他应收款账面余额 19.13 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司其他应收款中应收保险理赔款账面余额 17.26 亿元。相关款项主要系杭州惠金资产管理有限公司（以下简称“惠金资管”）、金锤资管和金投行历史“车抵贷”和“金投保”业务产生的赔付款，在开展“车抵贷”和“金投保”等业务过程中，公司已就可能发生的赔付款购买保险，约定如发生违约保险公司将进行赔付。截至 2021 年末，相关诉讼事项进展见下表。

**图表 32. 杭金投集团应收保险公司理赔款涉诉事项进展（2021 年末，单位：万元）**

应收主体	应付方	涉诉标的	判决/意向	已收金额	备注
惠金公司	长安保险	4723.69	4718.86	4718.86	（2019）浙 0102 民初 5811 号
惠金公司	长安保险	40648.17	39408.69	4107.28	（2020）浙 01 民初 401 号
惠金公司	安心财险、 中联财险	4932.68	5778.84	5778.84	（2019）浙 0102 民初 5812 号
惠金公司	中联财险、 富德财险、 亚太财险	9986.63、 7439.43、 9993.71	-	-	已受理诉中联财险案， 其余两案暂未受理
惠金公司	安心财险	8812.99	-	-	2022 年 4 月 11 日递交材料
惠金公司	安心财险、 中联财险、 富德保险、 亚太保险	32238.31、 7965.27、 6213.67、 11183.69	-	-	待提起诉讼

金投行	长安保险	50791.09	51545.28	6185.43	2022-2025 年每年 6 月 25 日前赔付 4123.62 万元, 12 月 25 日前赔付 6185.43 万元
金投行	中联财险	4140.14	4140.14	4140.14	(2020) 浙 0104 民初 1833 号 (2021) 浙 01 民终 6871 号
金投行	人保财险	1591.24	-	-	一审金投行胜诉, 二审判决中
金锤公司	富德财险	8473.17	-	-	一审金锤公司胜诉, 二审判决中
金投行	富德财险	1404.07	-	-	一审金投行胜诉, 二审判决中
金投行	富德财险	2944.77	-	-	法院已立案, 金投行公司完成保全
合计-		213482.72	105591.81	24930.55	-

资料来源: 杭金投集团

2019-2020 年末, 杭金投集团的非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和长期应收款构成。2021 年以来, 随着 IFRS9 新金融工具准则的适用, 公司的非流动资产主要构成转变为债权投资、长期股权投资和其他非流动金融资产, 截至 2022 年 3 月末, 上述科目余额占非流动资产的比例分别为 41.22%、21.18%和 20.08%。具体来看, 截至 2022 年 3 月末, 公司债权投资账面价值为 281.87 亿元, 其中城镇化债权投资项目账面余额 189.90 亿元, 公司通过资金封闭运营、印章共管等措施控制投资风险, 但房地产行业信用风险持续暴露给公司带来了较大的项目风险管控压力, 2021 年末计提减值准备 7.00 亿元; 纾困债券投资项目余额 34.62 亿元; 对关联企业深圳市杭金鲲鹏数据有限公司债权投资成本为 24.43 亿元, 主要用于互联网数据中心项目的机房建设和设备采购。由于因 IDC 属于重资产行业, 杭金鲲鹏目前有多个数据中心处于建设期以及部分完工的数据中心处于销售爬坡期, 前期成本投入较大, 整体尚未到回收期。此外, 债务融资规模较大使得财务成本相对较高, 公司按照对杭金鲲鹏公司净资产享有的份额扣除冲减长期股权投资账面价值至零后的差额, 计提长期应收款减值准备 2.26 亿元。2022 年 3 月末, 公司长期股权投资 144.84 亿元, 主要为对杭州银行、杭州联合农商行、中策橡胶、海联讯、深圳市盘古运营有限公司等公司的股权投资, 上述五项账面余额合计占长期股权投资账面余额的比重为 75.13%。同期末, 公司其他非流动金融资产余额为 137.30 亿元, 其中, 权益类投资 83.86 亿元, 主要为产业基金投资设立的有限合伙企业; 信托产品投资 30.16 亿元, 主要为工商信托发行的信托产品。2022 年 3 月末, 公司长期应收款账面金额为 66.28 亿元, 主要为并表子公司杭金投租赁对客户发放的融资租赁款。

杭金投集团 2022 年 3 月末母公司口径的资产总额为 470.43 亿元, 主要分布于长期股权投资, 当期末为 389.93 亿元, 其他资产还主要包括债权资产 18.91 亿元、其他非流动金融资产 12.52 亿元和货币资金 12.69 亿元。母公司层面资产较为固化。

受限资产方面, 截至 2022 年 3 月末, 杭金投集团所有权和使用权受限制的资产规模合计 78.37 亿元, 其中, 因客户备付金、担保业务保证金和担保业务风险池等因素使用受限, 合计 17.12 亿元; 账面价值 0.68 亿元的房地产项目因抵押或无法办理产权证受限; 杭金投租赁为取得长期借款而抵押的盾构机和

保理质押 54.88 亿元；杭州国际机场大厦为取得银行贷款抵押 5.21 亿元； 所持有交投物资公司 49% 的股份共 0.49 亿元质押给杭州市交投集团。

### 3. 公司盈利能力

近年来，杭金投集团的营业收入随着贸易板块业务规模的快速扩张迅速上升，利润总额则由于金融板块的稳步发展而平稳增长。

杭金投集团的营业收入规模随着贸易业务的扩张而逐年递增，2019-2021 年和 2022 年一季度分别实现营业收入 176.98 亿元、262.53 亿元、305.93 亿元和 99.18 亿元。其营业收入主要来自商品贸易业务，但利润总额主要来自金融服务，其中金融服务板块每年对公司毛利润的贡献度在 60% 以上，投资收益与利润总额的比值超过 100%。

图表 33. 杭金投集团利润及收入变化情况（单位：亿元，%）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 一季度
营业收入	176.98	262.53	305.93	99.18
投资净收益	35.83	50.18	43.88	9.76
其中：权益法核算的长期股权投资收益占比	27.12	24.47	27.97	-
股权投资处置收益占比	2.64	1.63	-	-
可供出售金融资产收益占比	64.20	70.98	-	-
交易性金融资产投资收益占比	-	-	17.46	-
债权投资收益占比	-	-	33.70	-
其他非流动金融资产投资收益占比	-	-	16.63	-
委托贷款收益占比	3.15	0.17	0.07	-
利润总额	22.70	25.69	27.85	6.79

资料来源：杭金投集团

近年来，随着投资规模的增长及优质项目的累计，投资收益对于利润总额的贡献度不断上升，主要由权益法核算的长期股权投资收益、债权投资收益、交易性金融资产投资收益和其他非流动金融资产投资收益构成。2021 年，杭金投集团实现投资收益 43.88 亿元，其中债权投资收益占比 33.70%，权益法核算确认的投资收益占比 27.97%；2022 年一季度公司实现投资收益 9.76 亿元。

杭金投集团的期间费用以管理费用和财务费用为主，2019-2021 年和 2022 年一季度，期间费用分别为 20.85 亿元、22.37 亿元、26.00 亿元和 5.15 亿元，同期期间费用率分别为 11.78%、8.52%、8.50% 和 5.19%，因商品贸易收入规模持续扩张而处于较低水平。

资产减值方面，2019-2020 年，杭金投集团分别计提资产减值损失 6.11 亿元和 15.32 亿元；2021 年，公司计提信用减值损失和资产减值损失合计 7.56

亿元，对利润形成了一定侵蚀。2021 年信用减值损失主要是由于城镇化债券投资项目依据信用损失模型计提 7.08 亿元。2022 年一季度，公司资产减值损失和信用减值损失合计计提 28.06 万元。

2019-2021 年和 2022 年一季度，杭金投集团实现利润总额分别为 22.70 亿元、25.69 亿元、27.85 亿元和 6.79 亿元；同期，净利润分别为 17.91 亿元、19.75 亿元、22.01 亿元和 6.45 亿元。2019-2021 年，公司总资产报酬率分别为 6.73%、6.04% 和 5.46%，净资产收益率分别为 9.34%、8.53% 和 7.63%。

## 外部支持

**作为杭州市政府直属企业，杭金投集团定位于杭州市重要的金融投资平台，能够在业务资源和资本补充等方面持续获得地方政府支持。**

杭金投集团是杭州市人民政府控股企业，公司以产融结合为方向，以转型升级为重点、以改革创新为动力，是杭州市重要的综合性国有金融投资平台，能在业务获取、政策支持及资本补充等方面获得地方政府的有力支持。

## 跟踪评级结论

杭金投集团系作为杭州市政府直属国有企业，是杭州市主要的国有综合性金融投资平台。能够在业务资源和资本补充等方面持续获得股东的支持。公司的法人治理结构基本健全，内部组织架构能够适应和满足日常经营管理和战略发展的需要，公司高管团队较稳定，能为核心业务的稳定发展提供支撑。

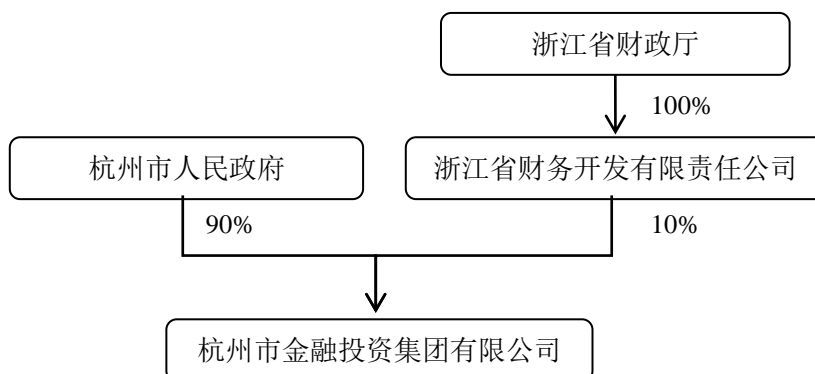
杭金投集团主要业务涵盖金融服务、商品贸易和其他业务板块，其中商品贸易是营业收入的主要来源；金融服务板块主要包括信托、股权投资、担保、融资租赁和其他金融服务等业务，是盈利的主要来源，得益于优质资产及投资经验的积累，公司盈利保持增长。其中股权投资经营业绩受宏观经济、标的选择、股票市场政策环境和价格波动等因素影响，且行业对专业人员要求较高，项目退出不确定因素较多，将持续考验公司的投资管理能力。公司的信托业务和投资业务较为集中于城镇化项目，在市场房地产融资政策收紧的背景下，公司的风险防控压力上升。

近年来，随着项目建设、投资及业务规模扩大，杭金投集团的资产规模稳步增长，资产结构以非上市股权投资为主，债权投资规模持续增加；随着长期债券的发行，公司债务期限结构有所优化，但本部及合并口径债务规模的持续增长，以及短期刚性债务规模较大，仍较考验公司的流动性管理能力。公司资本实力较为雄厚，且持有部分优质金融股权，经营活动现金流量状况良好，能对其债务偿付形成一定保障。近年来，公司的营业收入随着贸易板块业务规模的快速扩张迅速上升，利润总额则由于金融板块的稳步发展而平稳增长。



附录一：

### 公司与实际控制人关系图

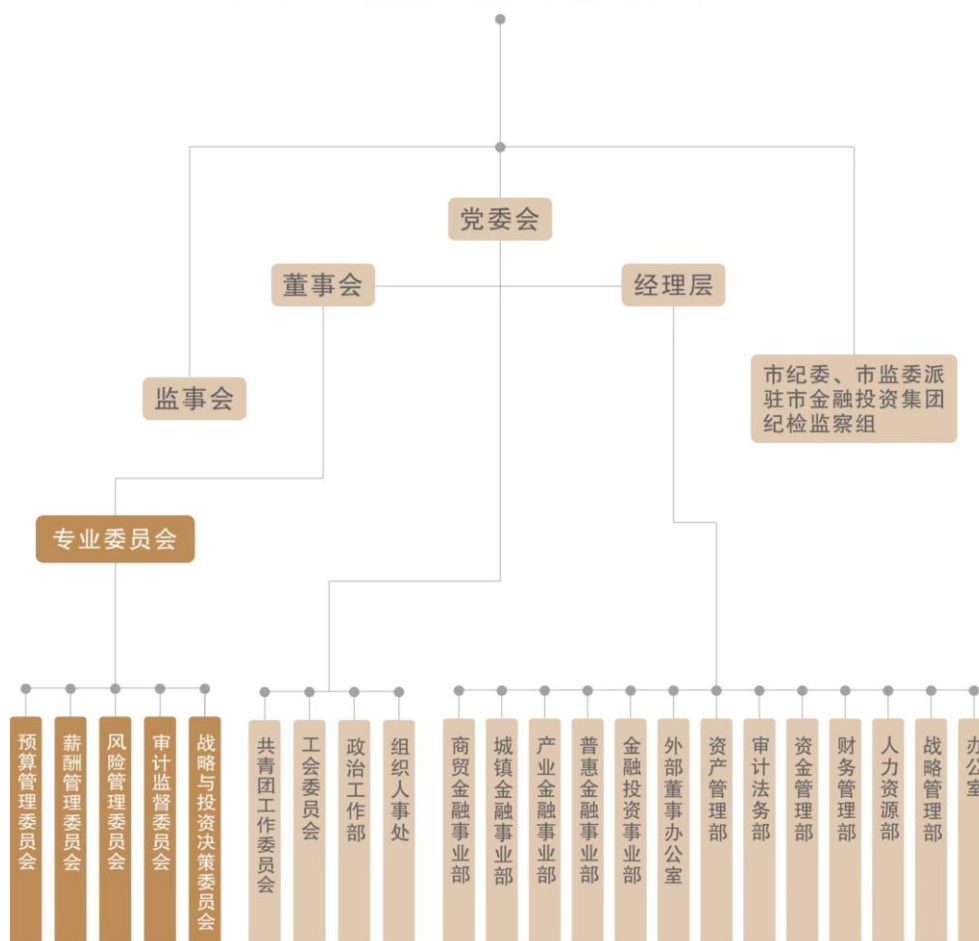


注：根据杭金投集团提供的资料绘制（截至2022年3月末）

附录二：

### 公司组织架构图

#### 杭州市金融投资集团有限公司



资料来源：杭金投集团（截至本评级报告出具日）

附录三：

公司主业涉及的主要经营主体及其概况

序号	子公司级别	企业名称	业务性质	实收资本	持股比例
1	一级	杭州金投企业集团有限公司	贸易	9.00	100.00
2	一级	杭州金投资本管理有限公司	金融投资	1.20	100.00
3	一级	杭州金投建设发展有限公司	金融投资	10.00	99.00
4	一级	杭州金投资产管理有限公司	资产管理	0.20	100.00
5	一级	杭州市财开投资集团有限公司	投资管理	50.00	100.00
6	一级	杭州工商信托股份有限公司	金融服务	15.00	57.99
7	一级	杭州市民卡管理有限公司	金融服务	0.50	100.00
8	一级	杭州市中小企业融资担保有限公司	金融服务	2.20	69.80
9	一级	杭州国际机场大厦开发有限公司	房地产业	1.60	90.00
10	一级	杭州泰邦创业投资有限公司	金融服务	0.30	100.00
11	一级	杭州泰恒投资管理有限公司	金融服务	0.10	85.00
12	一级	杭州市产业发展投资有限公司	金融服务	8.00	100.00
13	一级	杭州金投行网络小额贷款有限公司	金融服务	10.00	100.00
14	一级	杭州金投产业基金管理有限公司	投资管理	0.50	100.00
15	一级	杭州信息产业投资有限公司	投资	10.00	100.00
16	一级	杭州金投数字科技集团有限公司	互联网服务	10.00	99.54
17	一级	杭州产权交易所有限责任公司	金融服务	0.80	51.00
18	一级	杭州金投融资租赁有限公司	金融服务	19.04	100.00
19	一级	杭州金投健康科技（杭州）有限公司	其他服务	1.31	100.00
20	一级	杭州金投财富管理有限公司	资产管理	2.00	100.00
21	一级	杭州金投金蕴产业投资有限公司	投资管理	1.05	50.00
22	一级	杭州惠民征信有限公司	代理服务	0.10	100.00
23	一级	杭州征信有限公司	金融服务	0.50	100.00
24	一级	杭州金投保险经纪有限公司	金融服务	0.50	100.00
25	一级	杭州产权投资有限公司	商务服务	0.10	35.00
26	一级	杭州金投实业有限公司	贸易	2.00	70.00
27	一级	杭州金投企业管理有限公司	商务服务	2.00	100.00
28	一级	杭州金投通交通卡有限公司	代理服务	2.00	51.00
29	一级	杭州上市公司稳健发展引导基金合伙企业（有限合伙）	投资管理	20.01	50.0227
30	一级	杭州金投创业投资管理有限公司	商务服务	0.05	100.00
40	一级	杭州金投钱运投资管理有限公司	商务服务	0.10	51.00
41	一级	杭州股权管理中心有限公司	商务服务	0.04	100.00

注：根据杭金投集团提供资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年一季度
资产总额 [亿元]	560.13	719.45	853.01	859.15
货币资金 [亿元]	49.96	54.76	57.71	75.22
刚性债务[亿元]	275.60	376.11	451.50	467.35
所有者权益 [亿元]	201.49	261.75	315.48	306.99
营业收入[亿元]	176.98	262.53	305.93	99.18
净利润 [亿元]	17.91	19.75	22.01	6.45
EBITDA[亿元]	35.81	40.27	44.95	—
经营性现金净流入量[亿元]	15.29	1.24	4.35	-3.16
投资性现金净流入量[亿元]	-40.62	-46.78	-76.15	10.50
资产负债率[%]	64.03	63.62	63.02	64.27
权益资本与刚性债务比率[%]	73.11	69.59	70.37	65.69
流动比率[%]	39.45	52.60	57.14	57.97
速动比率 [%]	36.21	47.70	49.94	51.14
现金比率[%]	18.44	24.78	33.39	37.88
利息保障倍数[倍]	2.87	2.99	2.85	—
有形净值债务率[%]	180.87	175.71	171.05	180.57
毛利率[%]	7.82	5.29	5.11	2.74
营业利润率[%]	12.85	9.81	9.13	6.82
总资产报酬率[%]	6.73	6.03	5.46	—
净资产收益率[%]	9.34	8.53	7.63	—
净资产收益率*[%]	10.37	10.94	11.67	—
营业收入现金率[%]	111.50	108.93	130.93	107.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.37	0.47	1.57	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.76	-11.16	0.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.95	3.12	2.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.12	0.11	—

注：表中数据依据杭金投集团经审计的 2019-2021 年度财务数据和未经审计的 2022 年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%
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]

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。



**附录七：**
**发行人本次评级模型打分表及结果**

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	2
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	8
		流动性	8
	个体风险状况		3
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

**附录八：**
**发行人历史评级情况**

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021 年 6 月 11 日	AAA/稳定	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 3 月 2 日	AAA/稳定	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
21 杭金 01	历史首次评级	2021 年 6 月 11 日	AAA	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
22 杭金 01	历史首次评级	2022 年 3 月 2 日	AAA	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
22 杭金 02	历史首次评级	2022 年 3 月 2 日	AAA	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	艾紫薇、朱琳艺	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。