

信用评级公告

联合〔2021〕7878号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市城市建设发展集团有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定杭州市城市建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，杭州市城市建设发展集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年八月二十三日

杭州市城市建设发展集团有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过5亿元（含）

本期债券期限：5年（附第3年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司债务

评级时间：2021年8月23日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	2	
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）唯一股东杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”）是杭州市最大的城市基础设施和公用事业运营主体。公司作为杭州城投的重要子公司，是杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，同时开展房地产开发、商品销售和地下管网建设等业务。近年来，公司持续得到杭州市政府在财政补贴、债务置换、资产划拨等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司的土地开发整理项目持续性弱、PPP项目收益实现存在不确定性等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券发行对公司现有债务影响较小；经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力强。

“十四五”期间，杭州将实施新一轮扩大有效投资工程，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平。公司面临着良好的产业政策和投资环境，城市运营商地位将进一步突出。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 经营环境良好。**近年来，杭州市经济快速发展，政府财力稳步提升，2020年，杭州市实现地区生产总值16106亿元，同比增长3.9%；完成一般公共预算收入2093.39亿元，同比增长6.5%，财政自给率达101.15%。
- 持续得到政府支持。**公司作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，区域地位突出，持续得到政府在财政补贴、债务置换、资产划拨等方面的大力支持。

关注

- 资产流动性较弱。**公司资产中城建托管资产、固定资

分析师：

马玉丹（登记编号：R0150220120054）

胡元杰（登记编号：R0150221070011）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

产和在建工程占比大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2. **PPP项目收益实现存在不确定性。**公司PPP项目回收周期长，后续项目经营情况及涉及的政府方财力变化情况将对公司PPP项目收益实现产生较大影响。
3. **土地整理业务持续性弱。**公司存续土地开发整理项目仅有长睦项目，回款尚不能够覆盖投入。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.84	13.44	13.62	17.28
资产总额（亿元）	209.14	184.89	206.53	214.14
所有者权益（亿元）	90.27	92.37	94.33	95.09
短期债务（亿元）	26.57	10.12	13.59	13.91
长期债务（亿元）	58.66	63.58	76.75	69.82
全部债务（亿元）	85.23	73.70	90.35	83.73
营业收入（亿元）	46.74	21.58	9.90	2.44
利润总额（亿元）	2.43	1.73	2.22	0.70
EBITDA（亿元）	5.49	4.63	4.84	--
经营性净现金流（亿元）	18.26	9.35	2.20	1.27
营业利润率（%）	8.80	15.50	18.55	30.75
净资产收益率（%）	1.70	1.37	1.89	--
资产负债率（%）	56.84	50.04	54.33	55.59
全部债务资本化比率（%）	48.57	44.38	48.92	46.82
流动比率（%）	150.04	184.61	155.11	307.90
经营现金流动负债比（%）	32.86	37.02	7.28	--
现金短期债务比（倍）	0.78	1.33	1.00	1.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	15.93	18.67	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	178.00	163.69	164.16	167.97
所有者权益（亿元）	78.66	80.59	81.32	81.43
全部债务（亿元）	72.43	68.46	67.42	55.64
营业收入（亿元）	28.28	15.57	4.74	1.33
利润总额（亿元）	0.52	0.42	1.80	0.11
资产负债率（%）	55.81	50.77	50.47	51.52
全部债务资本化比率（%）	47.94	45.93	45.33	40.59
流动比率（%）	136.03	168.20	129.39	91.18
经营现金流动负债比（%）	25.73	58.17	-4.07	--

注：1. 2018 年数据采用 2019 年报表期初数；2. 2021 年一季度财务数据未经审计；
3. 已将其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/06/28	马玉丹 韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） （V3.0.201907）	阅读原文
AA ⁺	稳定	2015/04/15	张露雪 田 英 刘新泉 杜蜀萍	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：马玉丹 胡元杰

联合资信评估股份有限公司

杭州市城市建设发展集团有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）成立于1993年，原名“杭州市城市建设发展公司”。2003年6月，根据中共杭州市委（2003）58号文件，公司股权被划转至杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”），公司成为杭州城投的全资子公司。后经数次注资、更名及主营业务变更，截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为30.20亿元，杭州城投为公司唯一股东，杭州市国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）为公司实际控制人。

截至2021年3月底，公司本部内设办公室、党群工作部、纪检监察室、风控审计部、计划财务部、企业发展部、投资发展部、履约管理中心、建设发展部、技术成本部、综合管理部等11个职能部门和长睦、艮山等2个指挥部，公司合并范围内拥有子公司16家。公司主营业务包括基础设施建设、房地产开发、商品销售和地下管网建设等。

截至2020年底，公司资产总额206.53亿元，所有者权益94.33亿元（含少数股东权益9.87亿元）；2020年，公司实现营业收入9.90亿元，利润总额2.22亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额214.14亿元，所有者权益95.09亿元（含少数股东权益10.14亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入2.44亿元，利润总额0.70亿元。

公司注册地址：杭州市江干区新塘路33—35号12、13层；法定代表人：胥东。

二、本期债券概况

公司拟面向专业投资者公开发行2021年

公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），规模不超过5.00亿元（含），期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券采用固定利率，按年付息，到期一次性还本。在扣除发行费用后，本期债券募集资金拟全部用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%（实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平均增长5.31%，较一季度加快0.31个百分点，低于2019年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%，均已经高于疫情前2019年上半年的水平（2019年上半年分别为3.10%和5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为4.89%，远未达到2019年上

半年7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是 复进程。
上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修

表 1 2018 - 2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2020 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主

要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%，上半年财政收入增速较快。从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持

恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供

较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作

目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展
城投企业作为城市基础设施建设的重要载体

体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与

地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

近年来，杭州市经济较快发展，财政实力稳步增强，财政自给程度高。“十四五”期间，杭州将实施新一轮扩大有效投资工程，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平，公司面临着良好的产业政策和投资环境。

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

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020年，杭州市分别实现地区生产总值13509亿元、15373亿元和16106亿元，按可比价格计算，较上年分别增长6.7%、6.8%和3.9%。2020年杭州市实现第一产业增加值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%；三次产业结构由2018年的2.3: 33.8: 63.9调整为2.0: 29.9: 68.1。

2020年，杭州市固定资产投资同比增长6.8%；其中，工业投资增幅6.9%，较2019年有所提升，三次产业投资增速相对均衡；基础设施投资增长7.7%，拉动全市固定资产投资增长1.8个百分点；高新技术产业增长较快，同比增长10%，较上年提高1.6个百分点，主要系高新技术服务业投资增长带动。

随着疫情有效控制，杭州市房地产业明显复暖，投资增速平稳回升，销售市场热度较高。2020年，杭州市房地产开发投资为3575亿元，比2019年增长5.3%；新建商品房销售面积1699万平方米，比2019年增长12.3%，增速同比提高22个百分点，其中，住宅销售面积1472万平方米，增长14.6%，办公楼销售面积311万平方米，增长11.5%，商业营业用房30万平方米，增长3.5%。

杭州市经济的增长带动了杭州市财政实力的增强。根据《关于杭州市及市本级财政预算执行情况和财政预算草案的报告》及《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020年，杭州市全年财政总收入分别为3457.5亿元、3650.0亿元和3854.2亿元，分别增长14.5%、5.6%和5.6%，其中一般公共预算收入分别为1825.1亿元、1966.0亿元和2093.39亿元，同比分别增长12.5%、7.7%和6.5%。2020年，杭州市一般公共预算收入中税收收入1978.6亿元，非税收入114.79亿元，税收占一般公共预算收入比重进一步提升至94.5%，保持全国副省级城市首位。2020年，杭州市一般公共预算支出2069.66亿元，增长6%；财政自给率为101.15%，财政自给程度高。

近年来，杭州市政府债务余额均控制在限额内。2020年，杭州市地方政府债务限额为2870.14亿元，其中一般债务1154.64亿元，专项债务1715.50亿元。截至2020年底，杭州市政府

债务余额2824.69亿元，其中一般债务1133.88亿元，专项债务1690.81亿元，政府债务负担一般。

2021年上半年，杭州市实现地区生产总值8646亿元，按可比价格计算，同比增长12.7%；两年平均增长7.0%，两年平均增速比一季度加快0.8个百分点。分产业看，第一产业增加值153亿元，同比下降0.1%，两年平均持平；第二产业增加值2444亿元，同比增长12.6%，两年平均增长5.3%；第三产业增加值6049亿元，同比增长13%，两年平均增长8.0%。2021年上半年，杭州市实现财政总收入1564亿元，同比增长22.5%；其中，一般公共预算支出1129亿元，同比增长10.5%，两年平均增长3.7%。

根据杭州市人民政府印发的《杭州市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》（以下简称“《纲要》”），杭州市拟精准扩大有效投资，实施新一轮扩大有效投资工程，引导投资重点聚焦科技创新、生态环保、公共服务、交通、水利、能源等领域；加快“两新一重”建设，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平。《纲要》同时指出杭州市基础设施建设十大标志性项目，包括杭州萧山国际机场三期改扩建工程、湖杭铁路（含杭州西站）、铁路萧山机场站枢纽及接线工程、杭绍甬智慧高速公路（杭州段）等，计划总投资4147亿元，其中“十四五”期间计划投资1621亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为30.20亿元，杭州城投为公司唯一股东，杭州市国资委为公司实际控制人。

2. 规模与竞争力

公司作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，在项目获取方面具

有显著优势，近年来承接了杭州市重要土地一级开发项目和其他大型PPP项目，在弱电管道建设和经营方面具有一定区域专营优势。

公司是杭州城投下属从事基础设施建设的核心子公司。2003年之前，公司主要职能是为杭州市政府进行的基础设施建设进行融资。2004年，公司改制后，业务涵盖城市基础设施建设、房产销售、地下管道设施建设、商品销售业务、房屋租赁、广告和停车场经营等，其中城市基础设施建设、房产销售、地下管道设施建设和商品销售业务是目前公司的主营板块。

根据杭城资〔2004〕14号文件，公司获准对杭州市区范围内地下管线进行统一建设和经营，公司拥有地下管网建设和经营的特许经营权，现已拓展至强电管廊建设、电力电缆代建等业务，在地下弱电管道建设方面具有一定垄断优势。截至2021年3月底，子公司杭州市地下管道开发有限公司（以下简称“管道公司”）在杭州市铺设的弱电管道孔公里长度21682.40公里。基建板块方面，公司近年来承接了长睦大型居住区土地一级开发等较多杭州市大型基础设施项目，包括杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工等工程PPP项目、富阳区金桥北路市政综合管廊工程等大型PPP项目。

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，员工素质较高，能够满足公司日常经营管理需要。

截至2021年6月底，公司董事会成员5名，监事会成员5名，高级管理人员5名。

胥东先生，1968年6月出生，研究生学历；历任杭州市水业集团有限公司清泰水厂副厂长，九溪水厂副厂长，水缘山庄总经理、联合工会主席，杭州城投综合管理部副经理、机关第一支部委员，杭州市环境集团有限公司党委副书记、总经理，杭州市燃气集团有限公司党委书记；现任公司董事长。

章贤春先生，1968年1月出生，大专学历；历任杭州公交第一汽车分公司团委副书记、书记、技检科副科长、科长，杭州公交一公司主任工程师、经理办公室主任、党支部书记，杭州公交总公司第一汽车分公司副总经理；杭州市公共交通集团有限公司科学技术部副经理兼信息中心副主任，杭州市公共交通集团有限公司副总经理、党委委员、董事、副总经理；现任公司党委委员、董事及总经理。

截至2021年6月底，公司员工合计384人，从文化素质来看，拥有硕士及以上学历的员工占8.85%，拥有本科学历的员工占71.88%，大专及以下学历的员工占19.27%；从年龄来看，30岁以下的员工占23.70%，31岁到40岁的员工占45.31%，41岁以上的员工占30.99%。

4. 外部支持

公司作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体，获得了杭州市政府在债务置换、政府补贴、资产划拨等方面的有力支持。

自成立以来，公司多次收到杭州市政府划拨的停车场资源、房屋资产和多处广告位经营权。截至2021年6月底，公司收到划拨资产中可用于对外租赁的建筑面积7.92万平方米，覆盖商铺、住宅等，包括9个停车场，杭州市区25条人行地下通道附属412块灯箱等经营发布权。

公司将收到的各类项目建设或公用事业经营补助确认为递延收益，截至2020年底，公司递延收益中政府补助金额0.68亿元。根据国发〔2014〕43号文及财政部相关要求，杭州市财政局已完成对公司涉及地方政府债务的清理核实工作，2020年底，公司债务中包含18.30亿元应付政府专项债券。为了妥善处理历史遗留的城市建设债务问题，2020年11月，经杭州市财政局研究决定，自2021年1月起，原公司债务中2018年省政府一般债券（三期）及2018年省政府专项债券（九期）本金合计12.87亿

元及后续利息，由杭州市本级财政承担。相应地，2021年一季度，公司将原计入长期应付款中的上述政府债务余额调整至递延收益科目核算；此外，公司收到备塘、艮山管廊项目财政补贴3.42亿元，增加递延收益。截至2021年3月底，公司递延收益账面价值16.49亿元。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：3301000000078977），截至2021年8月13日，公司本部近三年无关注类和不良类信贷记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善。

公司按照《公司法》《国有企业监事会暂行条例》及国有资产管理等有关规定，建立并完善了法人治理结构。

公司不设股东会，由杭州城投行使出资人职权。

公司设董事会，由5名董事（含董事长1名）组成，其中4名董事由出资人委派，1名董事由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期三年，任期届满可连选连任。

公司设监事会，由5名监事组成，其中3名监事由出资人委派，2名监事由职工代表大会选举产生，董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席1名，由出资人从其委派的监事会成员中指定。

公司设总经理1名，由出资人推荐，董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。

2. 管理体制

公司管理制度较为规范，能够满足公司的日常经营需要。

公司本部设办公室、党群工作部、纪检监察室、风控审计部、计划财务部、企业发展部、

投资发展部、履约管理中心、建设发展部、技术成本部、综合管理部等 11 个职能部门和长睦、艮山等 2 个指挥部，各职能部门各司其职，设置较为合理。为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度，从资产管理、投资决策、财务管理等方面加强管理。

财务管理方面，公司制定了《全面预算管理办法》《资金管理办法》《财务会计制度》《经济合同管理制度》等管理制度，在担保、资金成本等方面制定了具体管理细则。

投资管理方面，公司制定了具体的《投资管理办法》《参股企业决议管理办法》《资产管理办法》等办法，保证对外投资效率、规范子公司管理及实现国有资产保值增值。

工程管理方面，公司制定了《工程项目管理办法》《工程竣（交）工结算管理办法》，有利于工程项目建设高效保质推进。

此外，公司在安全管理、党群管理、行政管理等方面均制定了较为完善的管理办法。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要开展城市基础设施和地下管道设施建设、房地产销售、商品销售、房屋租赁等业务。近年来，公司主营业务收入快速下降，

毛利率有所上升。

2018—2020年，公司主营业务收入大幅下降，年均复合下降54.82%，主要系房地产收入和工程收入下降所致。2018—2020年，公司工程项目收入主要包括管道建设及土地出让收入，年均复合下降59.96%，主要系土地出让收入减少所致。随着公司逐步调整房地产业务经营策略，从自主开发转向合作开发，公司房地产收入快速下降，年均复合下降88.15%。2018—2020年，公司商品及使用权转让收入不断下降，年均复合下降37.58%，系公司控制贸易规模，商品销售收入下降所致；同期，公司租赁业务快速增长，年均复合增长42.89%。

毛利率方面，2018—2020年，公司工程项目毛利率快速上升，系土地出让毛利率提升所致；房地产销售毛利率大幅波动，系项目销售进入尾声，以零星房产及停车位销售为主，利润波动较大。2018—2020年，公司商品及使用权转让业务毛利率波动上升，2020年大幅提升至7.27%，主要系地下管道设施使用权转让毛利率上升所致；同期，因收入增长而成本相对固定，租赁业务毛利率不断提升。2018—2020年，公司主营业务综合毛利率不断提升。

2021年1—3月，公司主营业务收入为2.10亿元，仍主要来源于商品及使用权转让、工程项目和租赁收入；综合毛利率较2020年全年水平提升5.13个百分点至29.05%。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品及使用权转让	9.42	20.71	3.32	8.58	41.77	1.22	3.67	39.48	7.27	0.97	46.06	5.59
工程项目	19.27	42.38	6.01	9.13	44.42	10.67	3.09	33.32	27.83	0.55	26.17	31.38
租赁收入	0.96	2.12	31.98	1.47	7.14	38.35	1.96	21.17	42.62	0.54	25.52	66.89
管理咨询服务	0.14	0.31	100.00	0.74	3.62	89.30	0.34	3.70	50.82	0.05	2.24	52.85
房产销售	15.68	34.47	14.32	0.63	3.04	51.29	0.22	2.33	37.84	0.00	0.00	--
合计	45.47	100.00	9.17	20.55	100.00	12.78	9.28	100.00	23.92	2.10	100.00	29.05

注：工程项目收入包括土地出让、市政项目回购及管道建设收入
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理、公司提供

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施建设

公司土地整理业务持续性弱，自建回购业

务回款较好，委托代建管理费收入规模有限；公司 PPP 项目投资接近尾声，后续投资压力不大，未来收益实现情况值得关注。

土地开发整理

公司土地一级整理开发业务由公司本部负责，目前在建项目为长睦项目。业务模式方面，2005年，公司与杭州土地储备中心（以下简称“杭州土储中心”）签订土地整理委托协议，协议约定由公司负责长睦项目的资金筹措和项目建设开发，待地块整理完成后挂牌出让，杭州土储中心将土地开发补偿费用（土地出让金的45%）扣除出让土地运作成本及2%业务费后返还给公司股东杭州城投，杭州城投再全额支付给公司，杭州市财政局待整个项目竣工结算后按实际成本支出多退少补；同时，协议约定公司每年按投资总额计提5%的项目管理费，项目完成后统一结算。

会计处理方面，公司将项目投入成本计入“存货”，待杭州土储中心将土地挂牌出让后，公司确认土地出让收入，并相应结转营业成本。

根据测算，长睦项目计划总投资70.70亿元，预计实现土地出让总收入68.06亿元，计划于2022年12月完工。截至2021年3月底，长睦项目已累计投资64.95亿元，累计收到土地出让金返还60.86亿元。公司目前无其他在实施土地一级开发项目。

总体来看，长睦项目已接近尾声，公司回款仍不能覆盖已投资金额，根据委托协议杭州市财政局待整个项目竣工结算后按实际成本支出多退少补，联合资信将持续关注后续资金平衡结果。

市政项目建设

公司市政项目建设业务由公司本部、子公司管道公司以及下属项目公司承担。公司市政建设项目采用自建回购和委托代建两种模式进行。

自建回购模式下，公司与委托方签订协议，公司作为项目主体负责前期投融资建设，待项目竣工后交付委托方，经验收合格，委托方按照审计结果确认金额并按照协议分期支付回购款。公司自建回购项目包括富阳公园路延伸东段道路项目（以下简称“富阳项目”）和余杭

15省道至临安02省道连接线改建工程（临安段）第六标段项目（以下简称“余临连接线改建工程”），均已完工，进入回购期。

富阳项目由公司本部负责实施，建设内容为富阳公园路延伸东段道路2600米（含隧道1990米），计划总投资4.50亿元。根据公司与杭州富阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“富阳城投”）签订的合作协议，项目回购总额4.90亿元，富阳城投在2018—2020年分别支付公司回购款1.51亿元、1.76亿元和1.63亿元。截至2021年3月底，富阳项目已投资4.62亿元，累计确认收入5.18亿元，累计收到回购款4.50亿元，回款效率较高。

余临连接线改建工程由三级子公司杭州临安长西投资建设管理有限公司负责。根据公司子公司管道公司、中铁十四局集团有限公司与临安市交通投资发展有限公司签订的合同协议书，约定项目合同价为2.57亿元，融资回报率24.5%。截至2021年3月底，该项目累计投资2.76亿元，累计确认收入3.50亿元，累计回款3.44亿元。

委托代建模式下，公司与杭州城投签订委托建设协议，行使工程管理职能，主要负责项目指挥、现场管理等任务。公司根据协议规定的投资金额和管理费率每年收取代建管理费，不承担项目融资职能。针对不同项目，公司与杭州城投协商确定委托代建管理费，代建管理费按年收取，确认方式按照项目总投资额以固定管理费率或双方约定金额确认。2018—2020年，公司分别实现代建管理费7573.35万元、4312.56万元和3020.38万元。

截至2021年3月底，公司在建的委托代建项目包括德胜路地下综合管廊工程、艮山路地下综合管廊工程等，项目总投资188.16亿元，已完成投资142.59亿元，2021—2022年，公司预计可分别实现代建管理费收入2328.27万元和2169.36万元；委托代建项目建设资金主要由业主方拨付，公司筹资压力不大。

PPP 项目

自 2018 年以来，公司依托自身经验、股东背景优势，作为社会资本方参与浙江省 PPP 项目建设。公司承接 PPP 项目主要为综合管廊、城际道路工程等基础设施建设项目，区域覆盖

杭州市富阳区、温州开化市、衢州市等地。截至 2021 年 3 月底，公司承接的 PPP 项目有 4 个，项目均采用 BOT 模式，均已入国家财政部 PPP 项目库。

表 4 截至 2021 年 3 月底公司在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	政府出资方名称	项目建设期	项目运营期	资本金情况	SPV 中公司持股比例	回报机制	已投资额
富阳区金桥北路市政综合管廊工程	13.83	富阳城投	3 年	20 年	20.00%	60.00%	可行性缺口补助	13.78
杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工等工程 PPP 项目	31.68	杭州富阳交通发展投资集团有限公司	3 年	20 年	20.00%	50.00%	政府付费	31.96
S333（49 省道）永嘉桥下至桥头段改建工程和上瓯公路至 S223 省道连接线（水门路）工程 PPP 项目	22.96	--	3.5 年	12 年	20.00%	80.00%	可行性缺口补助	15.97
351 国道龙游横山至开化华埠段公路工程（开化段）	15.66	开化县基础设施投资基金有限公司	3 年	12 年	4.50 亿元	51.11%	可行性缺口补助	14.49
小计	84.13	--	--	--	--	--	--	76.20

注：杭州至富阳城际铁路附属配套工程（富阳段）土建施工等工程 PPP 项目的 SPV 公司未并表，其他已并表
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司 PPP 项目总投资 84.13 亿元，已完成投资 76.20 亿元，未来投资压力较小，项目建设完成后，在运营期逐步确认收入并回款。

（2）房地产开发

2019 年以来，公司自主投资房地产项目以尾盘销售为主，收入明显下降；参股项目投资收益对利润形成有力补充。

公司房地产开发业务模式包括自主投资以及以参股方式参与合作开发两种。2019 年以来，公司逐步转变房地产业务经营策略，由自主投资转向参股合作模式。

公司自主开发房地产项目主要由子公司杭州城发置业发展有限公司（以下简称“城发置业”）和杭州城享商业发展有限公司负责。2018—2020 年，公司房地产收入快速下降，年均复合下降 88.15%，2020 年，公司实现房地产开发收入 0.22 亿元，同比下降 65.41%，系云锦城项目尾盘销售收入。截至 2021 年 3 月底，公司在售项目为云阳大厦项目，计划总投资 6.33 亿元，已完成投资 5.10 亿元，可售面积 2.71 万平方米，

规模不大；公司无其他在建房地产项目，亦无用于商品房开发的储备用地。

合作开发方面，以公司本部为经营主体与经验丰富的房地产开发商成立合资公司的方式共同开发，公司作为参股方分享投资收益。2018—2020 年，公司实现房地产开发项目投资收益 92.21 万元、-653.50 万元和 1.34 亿元，2020 年主要来源于富阳中庆润泽院项目现金分红。截至 2021 年 3 月底，公司参股房地产项目共 5 个，累计出资 2.38 亿元，累计实现投资收益 2.89 亿元。

（3）地下管道建设

近年来，公司管道设施建设业务收入保持增长，后续业务规模受杭州市整体弱电管线布局规划影响较大。

公司地下管道设施建设业务（以下简称“管道业务”）由子公司管道公司负责，其中一部分为弱电管线建设收入（计入主营业务一工程收入），另一部分为管线建设完成后出售经营权实现的转让收入（计入主营业务一使用权转让收入），业务规模受杭州市整体弱电管线布局规划

影响较大。

经营模式方面，弱电管道建设收入来自于指挥部道路迁改项目，在新建或扩容改建道路规划实施时，公司经过委托方委托进行弱电管线的迁建或重建，公司获取管道建设收入。随着承接管线建设量逐年增长，2018—2020年，公司管道业务收入逐年增长。

弱电管道使用权转让收入来自公司自主投资的管道使用权转让，公司通过自主投资弱电管道，在其建成后经营使用权转让给4家电信运营商获取转让收入，公司保留弱电管线的所有权。一般来说，电信运营商受让的管道特许经营使用权在50年以上，转让收入在竣工验收后一次性收取。管道转让后，电信运营商与公司签订维护协议，由公司负责弱电管道的维护。收入确认方面，公司与电信运营商协议销售价格后，在管道竣工验收后确认使用权转让收入，同步结转管道投资成本至“营业成本”。截至2021年3月底，管道公司在杭州市道路上铺设弱电管道孔公里长度为21682.40公里。

表5 公司管道业务收入情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
管道建设收入	0.97	1.61	2.18	0.46
使用权转让收入	0.96	0.51	0.65	0.11
合计	1.93	2.12	2.83	0.57

资料来源：公司提供

（4）商品销售

公司商品销售以建材贸易为主，利润水平很低。近年来，公司控制贸易规模，商品销售业务收入大幅下降。

公司商品销售业务主要为建材贸易业务，主要由公司本部承担，贸易货种主要为钢材、电解铜和锌锭等，其中钢材主要供给杭州城投系统内房地产项目或其承建的市政工程项目。

经营模式方面，公司根据下游客户设备建材需求，与供应商签订设备、建材采购合同，然后与下游客户签订贸易合同，一部分建材转售给城投系统内各公司，一部分销售给系统外

部客户。结算方式方面，公司采购和销售的结算方式主要为现金结算或者银行承兑汇票结算，与采购商的结算周期为2周，对系统内部的钢材销售结算账期在1~6月不等，对于系统外部的大宗商品销售账期相对较短。

2018—2020年，公司商品销售业务收入大幅下降，2020年，公司实现商品销售业务收入3.01亿元，同比下降约60%，系公司控制建材贸易规模所致。

表6 公司商品销售业务数据（单位：吨、万元）

2018年			
产品	采购量(销售量)	采购含税金额	本年销售含税金额
系统外	15565.92	82147.31	82187.75
系统内	25617.8	11555.83	13136.63
合计	41183.71	93703.14	95324.38
2019年			
产品	采购量(销售量)	采购含税金额	本年销售含税金额
系统外	109360.45	71902.86	72202.29
系统内	54987.66	20104.06	20517.09
合计	164348.11	92006.92	92719.38
2020年			
产品	采购量(销售量)	采购含税金额	本年销售含税金额
系统外	6769.3	30220.82	30250.2
系统内	8023.36	3209.94	3225.99
合计	14792.66	33430.76	33476.19

资料来源：公司提供

（5）租赁

公司租赁业务收入主要来源于融资租赁及本部住宅商铺出租等，近年来收入保持快速增长，毛利率水平较高。

融资租赁业务方面，公司于2013年9月取得中华人民共和国商务部和国家税务总局审批的融资租赁业务相关资质，业务模式以直租、转租、回租为主，主要投资方向为基础设施投资建设、公共事业服务类、节能环保类项目。2018—2020年，公司融资租赁业务收入分别实现0.64亿元、0.92亿元和1.29亿元。截至2021年3月底，公司融资租赁业务本金余额为20.74亿元。

公司拥有部分住宅和商铺房产、写字楼，住宅大多来源于政府划拨，商铺多是公司房地产开发项目留存，截至2021年3月底，公司可用于对外租赁的建筑面积7.92万平方米。

3. 未来发展

“十四五”时期，公司将聚焦以投融资为引擎的“一大两新”发展战略，形成三大主营业务板块：“一大”即以投资为引擎、融资为保障，城市开发建设运营一体化发展的大投资板块，“两新”中之一是指以通信智慧为核心，布局数字基础设施、工程建设及产品服务的创新基建板块，之二是指以融资租赁为核心，拓展多元化金融投资业务的创新金融板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年度合并财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2018 年度财务报表进行了审计，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2019—2020 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司对上一年度重要会计差错进行了更正，并追溯调整了报表期初数据，本报告所述公司 2018 年度财务数据相应采用 2019 年度追溯调整后的期初数据。

截至 2021 年 3 月底，公司有纳入合并范围的子公司 16 家。公司合并范围变化方面，2019 年，公司合并范围内减少 1 家子公司，系杭州中庆房地产发展有限公司（以下简称“中庆房地产”）少数股东增持后，控股股东变更，不再纳入公司合并范围；2020 年，公司合并范围减少 1 家子公司，系收回投资并注销所致，合并范围内新增 1 家子公司，系新设成立。整体看，2019 年公司合并范围变动对财务数据的可比性有一定影响，下文分析以 2020 年数据为主。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模有所波动，非流动资产占比高，城建托管资产对公司资金占用较大。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2018—2020 年底，公司资产规模波动下降，年均复合下降 0.63%。2020 年底，公司资产总额较上年底增长 11.70%，主要系在建工程增长所致。其中，流动资产占 22.67%，非流动资产占 77.33%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	83.37	39.86	46.64	25.23	46.82	22.67	81.63	38.12
货币资金	20.29	9.65	13.37	7.23	13.03	6.31	15.74	7.35
其他应收款	10.31	4.93	9.87	5.34	5.81	2.81	5.44	2.54
存货	20.51	9.81	8.06	4.36	10.95	5.30	11.32	5.28
一年内到期的非流动资产	9.56	4.57	11.60	6.27	12.06	5.84	12.57	5.87
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	29.88	13.95
非流动资产	125.77	60.14	138.25	74.77	159.71	77.33	132.51	61.88
长期应收款	15.33	7.33	8.51	4.60	10.69	5.18	12.41	5.80
固定资产	30.57	14.62	29.71	16.07	29.65	14.36	29.36	13.71
在建工程	5.61	2.68	13.79	7.46	27.71	13.42	2.25	1.05
其他非流动资产	61.85	29.57	67.35	36.42	75.27	36.45	72.14	33.69
资产总额	209.14	100.00	184.89	100.00	206.53	100.00	214.14	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018—2020 年底，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降 25.06%。2020 年底，公司流动资产较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成。

2018—2020 年底，公司货币资金持续下降，年均复合下降 19.85%。2020 年底，公司货币资金较上年底下降 2.55%；其中受限资金 92.61 万元，主要为履约保证金，受限比例低。公司其他应收款较上年底下降 41.13%，系参股公司归还拆借资金所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款项 3.83 亿元，账龄主要分布在 1 年以内及 2~3 年；公司其他应收款前五单位占其他应收款余额的 72.28%，主要应收对象为杭州市国有企业及杭州市财政局，集中度较高；公司对其他应收款计提坏账准备共 0.22 亿元。

表 8 2020 年底公司其他应收款余额前五名情况

(单位：亿元、%)

欠款单位	余额	款项性质	占比
杭州越祥房地产有限公司	1.47	资金拆借本金	31.86
杭州辰祥房地产有限公司	1.07	资金拆借本金	23.17
杭州市城市建设投资集团有限公司	0.32	代垫费用	6.92
杭州市财政局	0.29	代垫费用	6.40
杭州市公路管理局	0.18	代垫费用	3.93
合计	3.33	--	72.28

注：杭州越祥房地产有限公司、杭州辰祥房地产有限公司和杭州富阳城发项目管理有限公司为公司持股公司
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年底，公司存货波动下降，年均复合下降 26.92%。2020 年底，公司存货较上年底增长 35.92%，主要系代建项目增长所致。期末，公司存货主要由代建项目、工程施工开发成本和开发产品构成，其中代建项目为长睦项目成本，工程施工为管道建设项目，开发成本和开发产品为房地产项目投入成本。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动资产持续增长，年均复合增长 12.30%。2020 年底，公司一年内到期的非流动资产较上年底

增长 4.00%，均为一年内到期的应收融资租赁款（长期应收款）。

2018—2020 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 12.69%。2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 15.52%；公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

2018—2020 年底，公司长期应收款波动下降，年均复合下降 16.48%。2020 年底，公司长期应收款较上年底增长 25.68%，主要为融资租赁款 10.49 亿元，公司对其计提减值准备 0.14 亿元。

2018—2020 年底，公司固定资产持续下降，年均复合下降 1.51%，2020 年底较上年底变化不大；主要由道路资产（25.25 亿元）和房屋建筑物（4.33 亿元）构成，其中道路资产为根据杭城资〔2003〕140 号文，由杭州市财政局拨付给公司的道路项目，自 2002 年开始按 50 年计提折旧。

2018—2020 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 122.32%。2020 年底，公司在建工程较上年底增长 101.00%，主要系管廊项目和 PPP 项目投入增加所致。

2018—2020 年底，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 10.32%；主要为各年度收到上级拨付用于供水、排水、燃气、公交等城建项目的资金形成的城建托管资产。2020 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 11.77%，主要系投资理财增加所致。

2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 3.69%；其中，根据新会计准则，将在建工程中 PPP 项目成本调整至合同资产计量，账面价值 29.88 亿元，受此影响，公司流动资产占比明显提升，非流动资产占比降至 61.88%。

2021 年 3 月底，公司受限资产 7.68 亿元，主要包括用于抵押的土地资产 2.80 亿元和用于质押的长期应收款（融资租赁款）；受限资产占总资产比重为 3.58%，受限比例较低。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益小幅增长，稳定性较好；债务规模有所波动，以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2018—2020 年底，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长 2.23%。2020 年底，公司所有者权益 94.33 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占 89.54%，少数股东权益占 10.46%。在归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 32.01%、40.73%和 14.84%；公司实收资本和资

本公积均较上年底保持稳定，分别为 30.20 亿元和 38.42 亿元。

2021 年 3 月底，公司所有者权益为 95.09 亿元，与 2020 年底基本持平。

负债

2018—2020 年底，公司负债规模波动下降，年均复合下降 2.85%，流动负债占比逐步下降，债务结构不断优化。2020 年底，公司负债总额较上年底增长 21.27%；其中，流动负债占 26.90%，非流动负债占 73.10%，公司负债以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	55.56	46.74	25.27	27.31	30.18	26.90	26.51	22.27
短期借款	12.02	10.11	6.74	7.28	8.54	7.61	7.54	6.33
预收款项	16.17	13.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	7.89	6.64	8.85	9.57	9.83	8.76	8.48	7.12
其他非流动负债	9.99	8.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	63.31	53.26	67.26	72.69	82.01	73.10	92.53	77.73
长期借款	2.40	2.02	4.36	4.71	19.74	17.60	25.66	21.56
应付债券	29.76	25.03	34.84	37.65	34.92	31.12	34.93	29.34
长期应付款	24.67	20.76	22.09	23.88	21.47	19.14	10.22	8.59
递延收益	1.27	1.07	0.56	0.60	0.68	0.60	16.49	13.85
其他非流动负债	5.15	4.33	5.15	5.57	5.15	4.59	5.15	4.33
负债总额	118.87	100.00	92.52	100.00	112.20	100.00	119.05	100.00

注：2019 年底，公司预收款项及其他非流动负债减少系中庆房地产不再纳入报表合并范围所致；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018—2020 年底，公司流动负债有所波动，年均复合下降 26.30%。2020 年底，公司流动负债较上年底增长 19.46%，主要系短期借款增长所致；公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018—2020 年底，公司短期借款有所波动，年均复合下降 15.74%。2020 年底，公司短期借款较上年底增长 26.63%，主要为信用借款 8.50 亿元（年加权平均资金成本 3.82%）。

2018—2020 年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 11.61%。2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 11.05%，主要系代收款项增长。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 1.30%。2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 29.82%，其中一年内到期的长期借款 1.92 亿元，长期应付款 2.76 亿元。

2018—2020 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 13.82%。2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 21.94%；公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。

2018—2020 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 186.98%。2020 年底，公司长期借款较上年底增长 352.72%，其中质押借款 18.96 亿元（长期应收款质押），剩余为少量抵押借款和保证借款；公司长期借款资金成本区间 3.97~5.00%。

2018—2020 年底，公司应付债券持续增长，年均复合增长 8.33%。2020 年底，公司应付债券较上年底变化不大，应付债券明细如表 11 所示。

表 10 2020 年底公司应付债券情况
(单位：年、%、亿元)

债券简称	发行日期	债券期限	票面利率	债券余额
17 杭城建 MTN001	2017/7/13	5	4.75	7.96
17 杭城建 MTN002	2017/8/7	5	4.90	6.97
15 杭城建 MTN001	2015/7/14	7	4.90	5.00
15 杭城建 MTN002	2015/10/13	7	4.39	5.00
19 杭城建	2019/9/20	5	3.80	5.00
16 杭州城建 MTN001	2016/9/5	7	3.35	4.99
合计	--	--	--	34.92

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018—2020 年底，公司长期应付款持续下降，年均复合下降 6.71%。2020 年底，公司长期应付款较上年底下降 2.81%；公司长期应付款主要为政府专项债券。本报告将长期应付款中政府专项债计入长期债务计算。

2018—2020 年底，公司其他非流动负债均为 5.15 亿元，系财政拨款入的城建资金。

2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 6.10%，负债结构变动不大。非流动负债中递延收益大幅增至 16.49 亿元，系置换政府债务由长期应付款调整至递延收益以及收到有关管廊项目财政补贴所致，其他负债科目较上年底变化不大。

有息债务方面，2018—2020 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 2.96%。2020 年底，公司全部债务 90.35 亿元，较上年底增长 22.59%。债务结构方面，短期债务占 15.05%，长期债务占 84.95%，以长期债务为主，其中，短期债务 13.59 亿元，较上年底增长 34.36%，长期债务 76.75 亿元，较上年底增长 20.72%，均主要系银行借款增长所致。

2021 年 3 月底，公司全部债务 83.73 亿元，较上年底下降 7.32%，主要系政府债务置换所致。债务结构方面，短期债务占 16.61%，长期债务占 83.39%，较上年底变化不大。

从债务指标来看，2018—2020 年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率波动增长，长期债务资本化比率持续增长。2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 4.28 个、4.54 个和 4.09 个百分点。2021 年 3 月底，公司资产负债率较上年底略有上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降。整体看，公司债务负担一般。

表 11 公司债务负担情况 (单位：亿元、%)

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	26.57	10.12	13.59	13.91
长期债务	58.66	63.58	76.75	69.82
全部债务	85.23	73.70	90.35	83.73
资产负债率	56.84	50.04	54.33	55.59
全部债务资本化比率	48.57	44.38	48.92	46.82
长期债务资本化比率	39.39	40.77	44.86	42.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务到期分布方面，2021 年 4—12 月、2022 年和 2023 年，公司需偿还有息债务规模分别为 10.44 亿元、26.67 亿元和 8.58 亿元，2022 年到期规模相对集中。

4. 盈利能力

近年来，受建材贸易收入下降、土地整理项目收尾等综合影响，公司收入规模大幅下降，投资收益是公司利润的重要来源。

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 53.97%；营业成本持续下降，年均复合下降 57.98%。2020 年，公司实现营业收入 9.90 亿元，同比下降 54.10%，主要系土地出让收入及大宗商品贸易收入下降所致；同期，公司营业成本同比下降 59.62%，营业利润率为 18.55%，同比提高 3.05 个百分点。

从期间费用看，2018—2020 年，公司期间费用持续下降，年均复合下降 8.24%。2020 年，公司期间费用 3.11 亿元，同比下降 4.41%，以管理费用和财务费用为主。其中，财务费用为 1.14 亿元，同比下降 20.66%，系费用化的利息支出下降所致。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 7.89%、15.06%和 31.37%，主要系营业收入下降，期间费用占比相对提升。

非经常性损益方面，2018—2020 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 67.34%；2020 年，公司实现投资收益 4.22 亿元，同比增长 371.88%，主要系处置杭州银行股份有限公司股权以及收到房地产合作开发项目现金分红获得的投资收益。

2018—2020 年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 4.47%。2020 年，公司利润总额 2.22 亿元，同比增长 28.51%，投资收益对利润贡献大。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率持续下降，净资产收益率波动增长。2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.60%和 1.89%，同比分别下降 0.10 个百分点及提高 0.52 个百分点。

表 12 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	46.74	21.58	9.90	2.44
投资收益	1.51	0.89	4.22	0.39
利润总额	2.43	1.73	2.22	0.70
营业利润率	8.80	15.50	18.55	30.75
总资产收益率	1.99	1.70	1.60	--
净资产收益率	1.70	1.37	1.89	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.44 亿元，较上年同期增长 8.81%；营业利润率为 30.75%，利润总额 0.70 亿元。

5. 现金流

近年来，公司收现质量高，经营活动现金均呈现净流入状态，但规模大幅下降；受理财产品投资和 PPP 项目投入影响，投资活动现金持续净流出；公司筹资活动现金流净额波动较大。目前公司在建和拟建项目后续投资规模不大，筹资压力一般。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金持续净流入，但规模大幅下降。公司经营活动现金流入主要为工程项目回款、商品销售等主营业务款项流入以及和政府机构、地方国企的往来款项；流出以购买商品、接受劳务支出为主，支付其他与经营活动有关的现金主要是工程项目投入和购买理财支出。2020 年，公司经营活动现金净流入 2.20 亿元；其中，经营活动现金流入及流出同比均明显下降，主要受大宗商品贸易业务规模收缩以及往来款收支减少所致；同期，公司现金收入比为 113.59%，同比下降 40.40 个百分点，仍保持在良好水平。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	49.17	52.80	19.19	8.31
经营活动现金流出小计	30.92	43.44	16.99	7.04
经营活动现金流量净额	18.26	9.35	2.20	1.27
投资活动现金流入小计	35.44	27.32	30.19	10.51
投资活动现金流出小计	48.50	29.67	47.70	13.88
投资活动现金流量净额	-13.05	-2.35	-17.51	-3.37
筹资活动现金流入小计	74.61	28.68	30.65	6.23
筹资活动现金流出小计	72.29	42.65	15.63	1.43
筹资活动现金流量净额	2.32	-13.97	15.02	4.81

现金收入比	88.98	153.99	113.59	243.51
-------	-------	--------	--------	--------

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从投资活动看，2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。其中，公司收回投资收到的现金主要为理财产品收回，收到其他与投资活动有关的现金主要系收回参控股公司往来款；随着公司 PPP 项目的集中建设投资，公司购建固定资产、在建工程等支出快速增长，公司投资支付现金主要为理财投资和对联营及合营企业的投资，支付其他与投资活动有关的现金主要是委贷投资和往来款。2020 年，公司投资活动现金流入 30.19 亿元，同比增长 10.51%，其中收回投资收到的现金 9.03 亿元，为收回理财产品收到的现金，取得投资收益收到的现金 4.47 亿元，主要为处置股权资产收到现金以及参股房地产项目获得现金分红；同期，公司投资活动现金流出 47.70 亿元，同比增长 60.75%，主要系对 PPP 项目投入。2018—2020 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金净额大幅波动。2020 年，公司筹资活动现金流入 30.65 亿元，以取得借款收到的现金为主；筹资活动现金流出 15.63 亿元，同比下降 63.36%，主要系偿还债务本息支出下降。2018—2020 年，公司筹资活动现金流净额波动较大。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 1.27 亿元，投资活动现金流量净额-3.37 亿元，筹资活动现金流量净额 4.81 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标一般。考虑到其作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力情况（单位：%、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标				

流动比率	150.04	184.61	155.11	307.90
速动比率	113.12	152.72	118.82	265.22
现金短期债务比	0.78	1.33	1.00	1.24

长期偿债能力指标

EBITDA 利息倍数	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA	15.54	15.93	18.67	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率、速动比率均波动增长。截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 184.61% 和 152.72% 下降至 155.11% 和 118.82%。截至 2021 年 3 月底，因将 PPP 成本由在建工程调整至合同资产，公司流动资产大幅增长，流动比率与速动比率较 2020 年底均明显提升。2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.24 倍。公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动下降；公司 EBITDA 利息倍数波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 持续增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 160.75 亿元，已使用 36.06 亿元，尚有 124.69 亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 11.73 亿元，担保比率为 12.34%，被担保企业包括杭州城投、杭州建工集团有限责任公司、杭州越祥房地产有限公司和杭州辰祥房地产有限公司，全部为杭州市属国企，经营正常，公司代偿风险相对可控。

7. 母公司财务分析

母公司对子公司管控力度较强，整体债务负担一般。

截至 2020 年底，母公司资产总额 164.16 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 29.70 亿元(占 18.09%)，主要由货币资金、其他应收款和存货构成；非流动资产 134.47 亿元(占 81.91%)，主要由长期股权投资和固定资产构

成。

截至2020年底，母公司所有者权益为81.32亿元，较上年底增长0.90%。其中，实收资本和资本公积分别为30.02亿元和38.42亿元，母公司权益稳定性强。

截至2020年底，母公司负债总额82.85亿元，较上年底下降0.31%。其中，流动负债占27.71%，非流动负债占72.29%。母公司2020年资产负债率为50.47%，较2019年略有下降。

2020年，母公司实现营业收入4.74亿元，利润总额为1.80亿元，主要来源于投资收益。

截至2021年3月底，母公司资产总额167.97亿元，所有者权益为81.43亿元，负债总额86.54亿元；母公司资产负债率51.52%；全部债务55.64亿元，全部债务资本化比率40.59%。2021年1—3月，母公司营业收入1.33亿元，利润总额0.11亿元，投资收益0.39亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司现有债务影响较小；经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额不超过5.00亿元（含），发行上限分别相当于2021年3月底公司全部债务和长期债务规模的5.93%和7.23%，对公司现有债务影响较小。

以公司2021年3月底财务数据为基础，本期债券发行后（按发行上限5.00亿元测算，下同），在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由55.59%、46.82%和42.34%上升至56.61%、48.27%和44.03%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券拟募集资金将全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020年，公司EBITDA分别为5.49亿元、4.63亿元和4.84亿元，分别为本期债券发行额度上限的1.10倍、0.93倍和0.97倍。

2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入分别为49.17亿元、52.80亿元和19.19亿元，分别为本期债券发行额度上限的9.83倍、10.56倍和3.84倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为18.26亿元、9.35亿元和2.20亿元，分别为本期债券发行额度上限的3.65倍、1.87倍和0.44倍。

十、结论

公司是杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，外部环境良好，在财政补贴、债务置换、资产划拨等方面获得了有力的外部支持。

经营方面，近年来，公司转换房地产业务经营方式，控制商品销售业务规模，主营业务收入明显下降，但毛利率水平大幅提升。公司土地整理业务持续性弱，PPP项目后续收益实现情况值得关注。财务方面，近年来，公司资产规模有所波动，所有者权益持续增长，稳定性较好；债务规模有所波动，整体债务负担一般。公司收现质量高，在建和拟建项目后续投资规模不大，筹资压力一般。公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标一般。考虑到其作为杭州市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体之一，持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

本期债券发行对公司现有债务影响较小，经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力强。

“十四五”期间，杭州将实施新一轮扩大有效投资工程，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平，公司面临着良好的产业政策和投资环境，经营规模有望保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

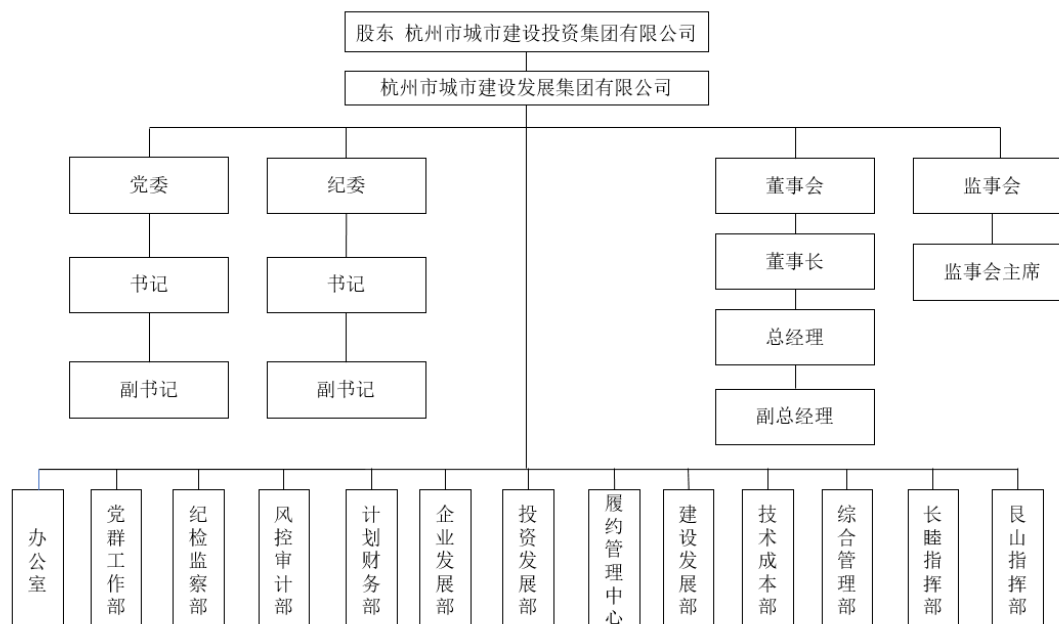
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

企业名称	级次	业务性质	实收资本 (万元)	持股比 例 (%)	享有的表 决权 (%)	取得 方式
杭州城发资产经营管理有限公司	2	广告房地产业	300.00	100.00	100.00	投资设立
杭州城发置业发展有限公司	2	房地产开发	17000.00	100.00	100.00	投资设立
杭州市地下管道开发有限公司	2	公用事业	25000.00	56.00	56.00	投资设立
杭州临安城市管网建设开发有限公司	3	公共设施服务业	2000.00	51.00	51.00	投资设立
杭州富阳地下管道开发有限公司	3	公用事业	2000.00	51.00	51.00	投资设立
杭州大江东城市资源开发有限公司	3	公用事业	2000.00	50.00	50.00	投资设立
杭州临安长西投资建设管理有限公司	3	公用事业	1000.00	70.00	70.00	投资设立
建德城发建设发展有限公司	2	公共设施服务业	1000.00	51.20	51.20	投资设立
杭州千岛湖城发实业发展有限公司	2	投资开发	4000.00	57.00	57.00	投资设立
杭州城投租赁有限公司	2	租赁	17000.00	100.00	100.00	投资设立
杭州余杭交通发展有限公司	2	公共设施服务业	5000.00	50.00	50.00	投资设立
杭州富阳城发建设发展有限公司	2	公共设施服务业	10000.00	60.00	60.00	投资设立
温州城发二航建设发展有限公司	2	公共设施服务业	15000.00	80.00	80.00	投资设立
衢州城发交通建设发展有限公司	2	公共设施服务业	45000.00	51.11	51.11	投资设立
杭州城享商业发展有限公司	2	房地产开发	20000.00	65.00	65.00	投资设立
杭州富阳城发建设管理有限责任公司	2	公共设施服务业	5000.00	60.00	60.00	投资设立

注：杭州千岛湖城发实业发展有限公司已于 2021 年 6 月底注销

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.84	13.44	13.62	17.28
资产总额（亿元）	209.14	184.89	206.53	214.14
所有者权益（亿元）	90.27	92.37	94.33	95.09
短期债务（亿元）	26.57	10.12	13.59	13.91
长期债务（亿元）	58.66	63.58	76.75	69.82
全部债务（亿元）	85.23	73.70	90.35	83.73
营业收入（亿元）	46.74	21.58	9.90	2.44
利润总额（亿元）	2.43	1.73	2.22	0.70
EBITDA（亿元）	5.49	4.63	4.84	--
经营性净现金流（亿元）	18.26	9.35	2.20	1.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	30.06	10.86	5.68	--
存货周转次数（次）	1.24	1.27	0.77	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.11	0.05	--
现金收入比（%）	88.98	153.99	113.59	243.51
营业利润率（%）	8.80	15.50	18.55	30.75
总资产收益率（%）	1.99	1.70	1.60	--
净资产收益率（%）	1.70	1.37	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	39.39	40.77	44.86	42.34
全部债务资本化比率（%）	48.57	44.38	48.92	46.82
资产负债率（%）	56.84	50.04	54.33	55.59
流动比率（%）	150.04	184.61	155.11	307.90
速动比率（%）	113.12	152.72	118.82	265.22
经营现金流动负债比（%）	32.86	37.02	7.28	--
现金短期债务比（倍）	0.78	1.33	1.00	1.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.77	2.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	15.93	18.67	--

注：1. 2018 年数据采用 2019 年报表期初数；2. 2021 年一季度财务数据未经审计；3. 已将其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.80	7.63	4.78	9.12
资产总额（亿元）	178.00	163.69	164.16	167.97
所有者权益（亿元）	78.66	80.59	81.32	81.43
短期债务（亿元）	15.17	9.24	11.21	11.48
长期债务（亿元）	57.26	59.22	56.21	44.16
全部债务（亿元）	72.43	68.46	67.42	55.64
营业收入（亿元）	28.28	15.57	4.74	1.33
利润总额（亿元）	0.52	0.42	1.80	0.11
EBITDA（亿元）	4.25	3.74	5.10	--
经营性净现金流（亿元）	9.93	12.39	-0.93	2.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	26.75	13.21	4.56	--
存货周转次数（次）	2.13	4.15	1.41	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.09	0.03	--
现金收入比（%）	76.98	118.13	91.94	114.34
营业利润率（%）	0.59	11.52	15.34	22.06
总资本收益率（%）	2.12	1.74	2.31	--
净资产收益率（%）	0.64	0.53	1.97	--
长期债务资本化比率（%）	42.13	42.36	40.87	35.16
全部债务资本化比率（%）	47.94	45.93	45.33	40.59
资产负债率（%）	55.81	50.77	50.47	51.52
流动比率（%）	136.03	168.20	129.39	91.18
速动比率（%）	123.34	160.28	112.75	75.02
经营现金流动负债比（%）	25.73	58.17	-4.07	--
现金短期债务比（倍）	0.98	0.83	0.43	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	1.35	1.36	2.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.04	18.31	13.22	--

注：1. 2018 年数据采用 2019 年报表期初数；2. 2021 年一季度财务数据未经审计；3. 已将其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^ (1 / (n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	营业利润 / 营业收入净额 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 杭州市城市建设发展集团有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年杭州市城市建设发展集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

杭州市城市建设发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。杭州市城市建设发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对杭州市城市建设发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，杭州市城市建设发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州市城市建设发展集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现杭州市城市建设发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对杭州市城市建设发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如杭州市城市建设发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对杭州市城市建设发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送杭州市城市建设发展集团有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。