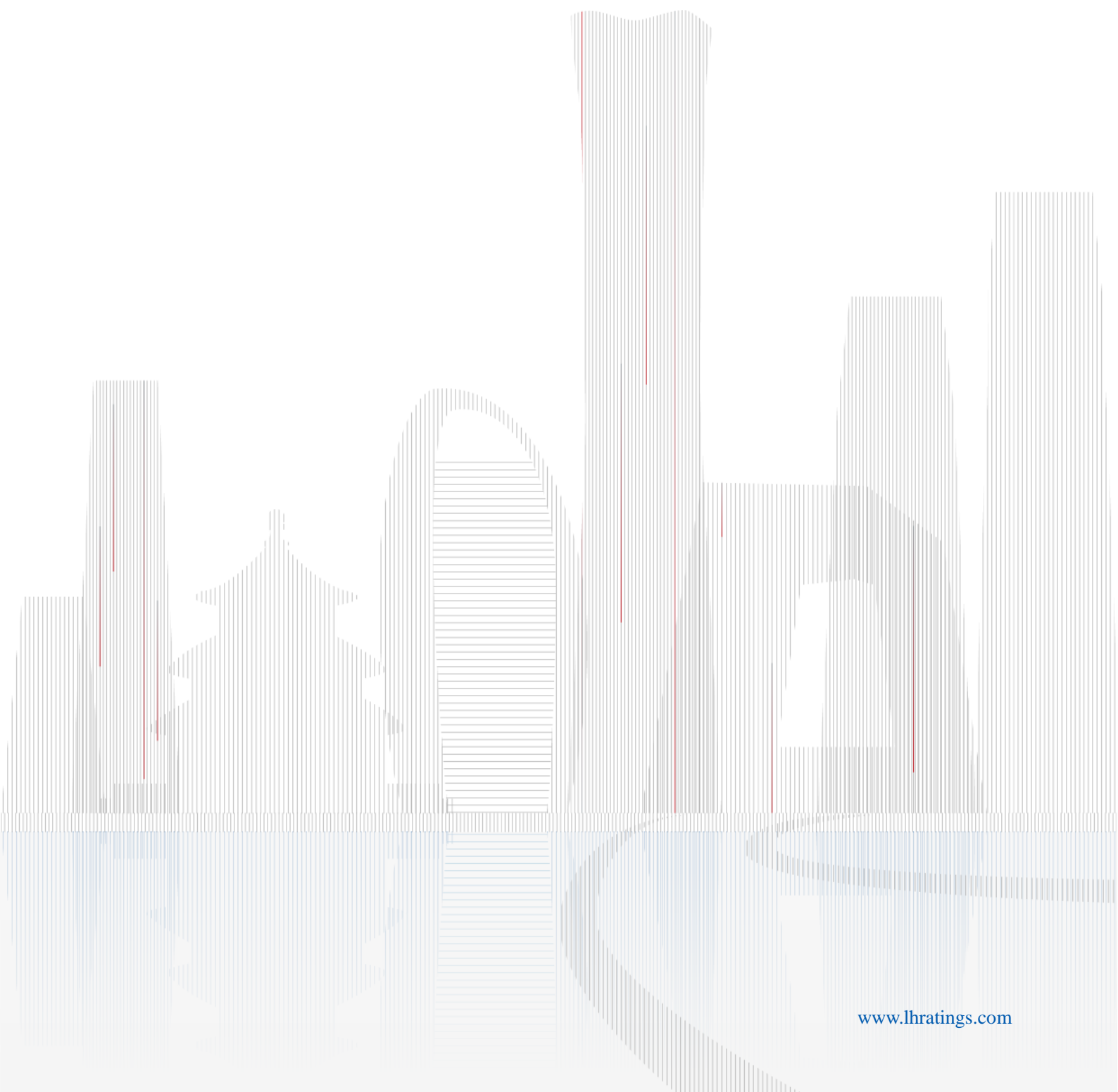


杭州市城市建设投资集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕4234号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市城市建设投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 杭投 01/19 杭城投债 01”“20 杭投 01/20 杭城投债 01”“21 杭投 01/21 杭城投债 01”“21 杭城 02”“22 杭城 01”“22 钱投债/22 钱投债 01”“23 杭城 01”“24 杭城投 MTN002A”“24 杭城投 MTN002B”“24 杭城投 MTN003A”“24 杭城投 MTN003B”“24 杭城 01”“24 杭城 03”“24 杭城 04”“24 杭城 05”“25 杭城 01”“25 杭城 02”“25 杭城 03”“25 杭城 04”“25 杭城 05”和“25 杭城 06”信用等级为 AAA，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：

二〇二五年六月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



杭州市城市建设投资集团有限公司 2025 年跟踪评级报告

| 项 目 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间 |
|---------------------|--------|--------|------------|
| 杭州市城市建设投资集团有限公司 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/06/25 |
| 19 杭投 01/19 杭城投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 20 杭投 01/20 杭城投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 21 杭投 01/21 杭城投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 21 杭城 02 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 22 钱投债/22 钱投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 22 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 23 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城投 MTN002A | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城投 MTN002B | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城投 MTN003A | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城投 MTN003B | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城 03 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城 04 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 24 杭城 05 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 25 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 25 杭城 02 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 25 杭城 03 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 25 杭城 04 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 25 杭城 05 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |
| 25 杭城 06 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |

评级观点

杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，区域地位突出，持续在资金划拨、股权注入及政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。杭州市地区生产总值和一般公共预算收入持续增长，财政收入质量良好，财政自给能力很强。公司业务多元化，其中市政公用板块属于特许经营类业务，在杭州市具有区域专营优势，经营获现能力强，但公益属性很强；建设施工与管理板块业务模式多样化，其中 PPP 项目整体投资规模较大，投资回收受项目运营及涉及的政府方财力变化情况影响较大，该业务板块未来尚需投资规模大；房地产板块中存量商品住宅和商业地产基本已进入销售尾声，整体去化率较高；在建项目存在一定的资金支出压力，需关注项目后续资金平衡情况；机电制造与销售业务行业地位领先，热、电、蒸汽业务需关注电煤价格变动对经营成本产生的影响。公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，资产质量较高；债务规模有所下降，债务负担尚可，债务期限结构良好，集中偿付压力不大；2024 年营业总收入有所下降，投资收益和政府补助对公司利润贡献大；偿债能力很强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司将立足核心主业和优势业务，持续构建和完善“1+4+X”的企业发展格局，综合实力有望得到进一步巩固，经营规模有望保持增长。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司债务负担明显加重，核心资产被划出，政府支持程度大幅减弱。

优势

- **经营环境良好。**杭州市是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，产业布局丰富且多元化，并向产业基础高级化和产业链现代化方向发展。2024 年，杭州市实现地区生产总值 21860 亿元，同比增长 4.7%；一般公共预算收入完成 2640.3 亿元，同比增长 0.9%。

- **持续获得有力的外部支持。**公司作为杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，持续得到杭州市人民政府在资金划拨、股权注入和财政补贴等方面的有力支持。2024 年，公司收到股东注入股权 13.75 亿元，项目配套资金 1.23 亿元，与资产相关的政府补助 19.39 亿元。
- **市政公用板块具有区域专营优势。**公司市政公用板块涵盖了燃气、水务、公交以及城市垃圾处理等业务，在杭州市具有区域专营优势，随着杭州市城镇化进程的进一步推进以及外来人口的不断增长，公司市政公用板块将稳定发展。
- **资产质量较高，经营获现能力强。**公司货币资金充裕，市政公用类固定资产经营获现能力强，对外投资可获得较好的投资收益及现金股利，整体资产质量较高。

关注

- **资金存在一定占用。**公司资产中对做地项目工程款及拨出专项资金规模较大，对资金形成一定占用。
- **PPP 项目投资回收存在不确定性。**公司 PPP 项目整体投资规模大，投资回收受项目运营及涉及的政府方财力变化情况影响较大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

| 评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 | | | | |
|---|------|-------|---------|------|
| 评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | | | | |
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | A | 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 | 1 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 1 |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 3 |
| | | | 盈利能力 | 2 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | | 2 |
| | | 偿债能力 | | 1 |
| 指示评级 | | | | aaa |
| 个体调整因素：无 | | | | -- |
| 个体信用等级 | | | | aaa |
| 外部支持调整因素：无 | | | | -- |
| 评级结果 | | | | AAA |

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持情况较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

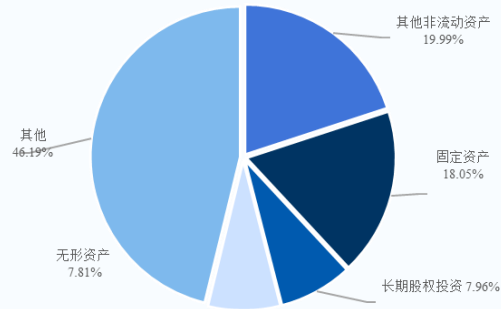
主要财务数据

| 合并口径 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 项 目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 310.99 | 337.47 | 306.90 | 314.84 |
| 资产总额（亿元） | 1811.82 | 2975.18 | 3027.59 | 3077.68 |
| 所有者权益（亿元） | 610.89 | 1340.01 | 1319.57 | 1329.33 |
| 短期债务（亿元） | 198.29 | 279.03 | 231.00 | 237.85 |
| 长期债务（亿元） | 598.70 | 831.89 | 833.17 | 803.53 |
| 全部债务（亿元） | 796.99 | 1110.91 | 1064.17 | 1041.39 |
| 营业总收入（亿元） | 462.00 | 645.29 | 607.66 | 140.63 |
| 利润总额（亿元） | 31.06 | 32.87 | 30.72 | 5.44 |
| EBITDA（亿元） | 105.70 | 119.27 | 134.85 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 111.50 | 43.47 | 36.82 | 38.62 |
| 营业利润率（%） | 1.57 | 4.88 | 5.97 | 4.02 |
| 净资产收益率（%） | 4.06 | 1.85 | 1.93 | -- |
| 资产负债率（%） | 66.28 | 54.96 | 56.42 | 56.81 |
| 全部债务资本化比率（%） | 56.61 | 45.33 | 44.64 | 43.93 |
| 流动比率（%） | 133.94 | 153.52 | 125.80 | 138.56 |
| 经营现金流动负债比（%） | 23.92 | 6.35 | 4.89 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.57 | 1.21 | 1.33 | 1.32 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.14 | 2.88 | 2.61 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 7.54 | 9.31 | 7.89 | -- |

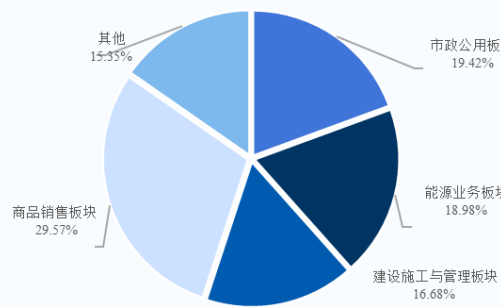
| 公司本部口径 | | | | |
|--------------|--------|---------|---------|------------|
| 项 目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 592.55 | 1385.70 | 1526.42 | 1568.24 |
| 所有者权益（亿元） | 345.03 | 959.78 | 1026.09 | 1038.33 |
| 全部债务（亿元） | 137.16 | 266.03 | 260.39 | 252.85 |
| 营业总收入（亿元） | 3.81 | 5.13 | 6.22 | 0.30 |
| 利润总额（亿元） | 11.06 | 10.24 | 12.06 | 1.00 |
| 资产负债率（%） | 41.77 | 30.74 | 32.78 | 33.79 |
| 全部债务资本化比率（%） | 28.44 | 21.70 | 20.24 | 19.58 |
| 流动比率（%） | 207.65 | 172.01 | 111.24 | 120.87 |
| 经营现金流动负债比（%） | 21.10 | -6.37 | -0.21 | -- |

注：1. 本报告合并口径将其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息部分纳入全部债务进行核算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

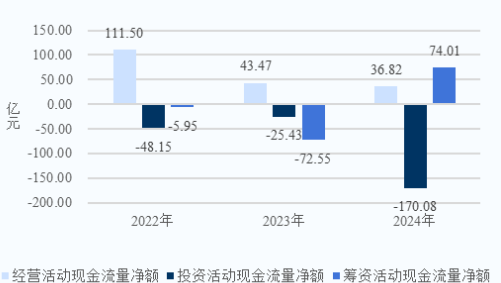
截至 2024 年底公司资产构成情况



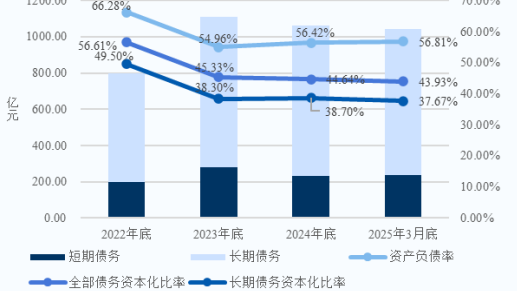
2024 年公司营业总收入构成情况



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 | 特殊条款 |
|---------------------|----------|----------|------------|--------------|
| 19 杭投 01/19 杭城投债 01 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2029/12/30 | -- |
| 20 杭投 01/20 杭城投债 01 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2030/12/10 | -- |
| 21 杭投 01/21 杭城投债 01 | 12.00 亿元 | 12.00 亿元 | 2026/02/01 | -- |
| 21 杭城 02 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2026/12/13 | 偿债保障措施承诺 |
| 22 杭城 01 | 18.00 亿元 | 18.00 亿元 | 2032/08/29 | 偿债保障措施承诺 |
| 22 钱投债/22 钱投债 01 | 30.60 亿元 | 30.60 亿元 | 2029/07/11 | 调整票面利率；回售选择权 |
| 23 杭城 01 | 15.00 亿元 | 15.00 亿元 | 2033/09/18 | 偿债保障措施承诺 |
| 24 杭城投 MTN002A | 7.00 亿元 | 7.00 亿元 | 2029/01/19 | -- |
| 24 杭城投 MTN002B | 3.00 亿元 | 3.00 亿元 | 2034/01/19 | -- |
| 24 杭城投 MTN003A | 7.00 亿元 | 7.00 亿元 | 2034/03/14 | -- |
| 24 杭城投 MTN003B | 3.00 亿元 | 3.00 亿元 | 2044/03/14 | -- |
| 24 杭城 01 | 6.00 亿元 | 6.00 亿元 | 2027/09/02 | 经营维持承诺 |
| 24 杭城 03 | 5.00 亿元 | 5.00 亿元 | 2027/09/23 | 经营维持承诺 |
| 24 杭城 04 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2029/09/23 | 经营维持承诺 |
| 24 杭城 05 | 7.00 亿元 | 7.00 亿元 | 2029/10/25 | 经营维持承诺 |
| 25 杭城 01 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2030/01/06 | 经营维持承诺 |
| 25 杭城 02 | 5.00 亿元 | 5.00 亿元 | 2035/01/06 | 经营维持承诺 |
| 25 杭城 03 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2028/02/17 | 经营维持承诺 |
| 25 杭城 04 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2030/02/17 | 经营维持承诺 |
| 25 杭城 05 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2028/04/18 | 经营维持承诺 |
| 25 杭城 06 | 9.40 亿元 | 9.40 亿元 | 2035/04/18 | 经营维持承诺 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

| 债项简称 | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|--------|--------|------------|---------|--|----------------------|
| 25 杭城 05 25 杭城 06 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/02/25 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 25 杭城 03 25 杭城 04 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/01/23 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 25 杭城 01 25 杭城 02 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/12/30 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 24 杭城 05 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/10/16 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 24 杭城 03 24 杭城 04 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/09/09 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 24 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/08/14 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 19 杭投 01/19 杭城投债 01 20 杭投 01/20 杭城投债 01 21 杭投 01/21 杭城投债 01 21 杭城 02 22 杭城 01 22 钱投债/22 钱投债 01 23 杭城 01 24 杭州城投 MTN002A 24 杭州城投 MTN002B 24 杭州城投 MTN003A 24 杭州城投 MTN003B | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/06/27 | 许狄龙 付若琨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 24 杭州城投 MTN003A 24 杭州城投 MTN003B | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/02/26 | 许狄龙 胡元杰 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 24 杭州城投 MTN002A 24 杭州城投 MTN002B | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/12/25 | 许狄龙 胡元杰 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 23 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/09/08 | 许狄龙 胡元杰 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 22 杭城 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2022/08/01 | 马玉丹 胡元杰 | 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) | 阅读全文 |

| | | | | | | |
|---------------------|--------|--------|------------|---------|--|----------------------|
| 21 杭城 02 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2021/11/26 | 马玉丹 胡元杰 | 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） | 阅读全文 |
| 21 杭投 01/21 杭城投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2020/12/25 | 马玉丹 胡元杰 | 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） | 阅读全文 |
| 20 杭投 01/20 杭城投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2020/10/27 | 马玉丹 胡元杰 | 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） | 阅读全文 |
| 19 杭投 01/19 杭城投债 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2019/12/26 | 马玉丹 胡元杰 | 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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：许狄龙 xudl@lhratings.com

项目组成员：朱玉洁 zhuyj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2024 年，根据杭国资改〔2024〕23 号和市国资委简复〔2024〕第 64 号文件，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”）同意公司将 234.28 亿元资本公积转增实收资本。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 300.00 亿元，杭州市人民政府持有公司 89.76% 股权，浙江省财务开发有限责任公司（以下简称“省财务公司”）持有公司 9.53% 股权，国开发展基金有限公司持有公司 0.72% 股权。杭州市国资委代表杭州市人民政府行使出资人的职能，公司实际控制人为杭州市人民政府。

跟踪期内，公司仍是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，核心业务板块包括市政公用板块、房地产板块、建设施工与管理板块及商品销售板块等。截至 2024 年底，公司本部内设办公室、党群工作部、纪检监察室、人力资源部、财务管理部、投资发展部、工程管理部、风控法务部等职能部门；拥有纳入合并范围的子公司 252 家。

截至 2024 年底，公司资产总额 3027.59 亿元，所有者权益 1319.57 亿元（含少数股东权益 119.75 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 607.66 亿元，利润总额 30.72 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 3077.68 亿元，所有者权益 1329.33 亿元（含少数股东权益 110.55 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 140.63 亿元，利润总额 5.44 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市拱墅区仙林桥直街 3 号 1501 室；法定代表人：李红良。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均使用完毕。跟踪期内，公司已按期足额支付存续债券当期利息，“24 杭城 01”“24 杭城 03”“24 杭城 04”“24 杭城 05”“25 杭城 01”“25 杭城 02”“25 杭城 03”“25 杭城 04”“25 杭城 05”和“25 杭城 06”尚未到首次付息日。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券情况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|---------------------|-------|-------|------------|-----------|
| 19 杭投 01/19 杭城投债 01 | 10.00 | 10.00 | 2019/12/30 | 10 年 |
| 20 杭投 01/20 杭城投债 01 | 10.00 | 10.00 | 2020/12/10 | 10 年 |
| 21 杭投 01/21 杭城投债 01 | 12.00 | 12.00 | 2021/02/01 | 5 年 |
| 21 杭城 02 | 10.00 | 10.00 | 2021/12/13 | 5 年 |
| 22 钱投债/22 钱投债 01 | 30.60 | 30.60 | 2022/07/11 | 7 (5+2) 年 |
| 22 杭城 01 | 18.00 | 18.00 | 2022/08/29 | 10 年 |
| 23 杭城 01 | 15.00 | 15.00 | 2023/09/18 | 10 年 |
| 24 杭州城投 MTN002A | 7.00 | 7.00 | 2024/01/19 | 5 年 |
| 24 杭州城投 MTN002B | 3.00 | 3.00 | 2024/01/19 | 10 年 |
| 24 杭州城投 MTN003A | 7.00 | 7.00 | 2024/03/14 | 10 年 |
| 24 杭州城投 MTN003B | 3.00 | 3.00 | 2024/03/14 | 20 年 |
| 24 杭城 01 | 6.00 | 6.00 | 2024/09/02 | 3 年 |
| 24 杭城 03 | 5.00 | 5.00 | 2024/09/23 | 3 年 |
| 24 杭城 04 | 10.00 | 10.00 | 2024/09/23 | 5 年 |
| 24 杭城 05 | 7.00 | 7.00 | 2024/10/25 | 5 年 |
| 25 杭城 01 | 10.00 | 10.00 | 2025/01/06 | 5 年 |
| 25 杭城 02 | 5.00 | 5.00 | 2025/01/06 | 10 年 |

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|----------|-------|-------|------------|------|
| 25 杭城 03 | 10.00 | 10.00 | 2025/02/17 | 3 年 |
| 25 杭城 04 | 10.00 | 10.00 | 2025/02/17 | 5 年 |
| 25 杭城 05 | 10.00 | 10.00 | 2025/04/18 | 3 年 |
| 25 杭城 06 | 9.40 | 9.40 | 2025/04/18 | 10 年 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

杭州市是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，产业布局丰富且多元化，并向产业基础高级化和产业链现代化方向发展。杭州市地区生产总值和一般公共预算收入持续增长，财政收入质量良好，财政自给能力很强。总体看，公司外部经营环境良好。

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。杭州市地处长江三角洲南翼、杭州湾西端，是丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的延伸焦点和网上丝绸之路战略枢纽城市。杭州市下辖 10 区，即上城区、拱墅区、西湖区、

滨江区、萧山区、余杭区、临平区、钱塘区、富阳区和临安区；1 县级市，即建德市；2 县，即桐庐县和淳安县；土地总面积 1.68 万平方公里。

杭州市具有较好的产业基础，产业布局丰富且多元化，并向产业基础高级化和产业链现代化方向发展。目前，杭州市已形成文化、旅游休闲、金融服务、生命健康和高端装备制造共五大支柱产业，并重点发展人工智能、云计算大数据、信息软件等三大先导产业，着力打造视觉智能、生物医药与健康、智能计算、集成电路、网络通信、节能与新能源汽车、智能家居、智能装备和现代纺织与时尚等九大标志性产业链。

图表 2 • 杭州市主要经济指标

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| GDP（亿元） | 18753 | 20059 | 21860 |
| GDP 增速（%） | 1.5 | 5.6 | 4.7 |
| 固定资产投资增速（%） | 6.0 | 2.8 | -2.9 |
| 三产结构 | 1.8:30.0:68.2 | 1.7:28.3:70.0 | 1.7:25.3:73.0 |
| 人均 GDP（万元） | 15.26 | 16.11 | 17.39 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022—2024 年，杭州市地区生产总值持续增长，在浙江省内排名第一；2024 年，杭州市第一产业增加值同比增长 3.3%，第二产业增加值同比增长 3.8%，第三产业增加值同比增长 5.0%，产业结构持续优化。同年，杭州市工业增加值同比增长 4.8%，规模以上工业中高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值同比分别增长 4.6%、5.0% 和 5.3%。2022—2024 年，杭州市固定资产投资增速逐年下滑，2024 年由正转负，主要系房地产开发投资下滑导致。

图表 3 • 杭州市主要财政指标

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------------|---------|---------|---------|
| 一般公共预算收入（亿元） | 2450.6 | 2616.8 | 2640.3 |
| 一般公共预算收入增速（%） | 2.7 | 6.8 | 0.9 |
| 税收收入（亿元） | 2169.9 | 2348.1 | 2283.3 |
| 税收收入占一般公共预算收入比重（%） | 88.54 | 89.72 | 86.48 |
| 一般公共预算支出（亿元） | 2542.1 | 2636.2 | 2690.4 |
| 财政自给率（%） | 96.40 | 99.28 | 98.14 |
| 政府性基金预算收入（亿元） | 3202.2 | 2233.4 | 1531.1 |
| 地方政府债务余额（亿元） | 3682.44 | 3867.10 | 4464.91 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022—2024 年，杭州市一般公共预算收入逐年增长，在浙江省内排名第一，收入质量良好；一般公共预算支出持续增长，财政自给能力很强。2022—2024 年，杭州市政府性基金预算收入持续下降，主要系受房地产市场深度调整影响。截至 2024 年底，杭州市政府债务限额 4465.40 亿元，余额控制在限额以内。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，区域地位突出。公司本部和重要子公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部和重要子公司本部存在重大失信行为。

跟踪期内，公司仍是杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，区域地位突出。公司逐步形成了由杭州市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）、杭州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）、杭州市能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）、杭州市安居集团有限公司（以下简称“安居集团”）四家产业集团及多个其他专业化集团组成的“1+4+X”格局，承担产城、水务、公交、能源、安居、城建、置业及投资板块等八大主责主业。

根据中国人民银行于 2025 年 6 月 12 日出具的《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91330100751708923K），公司本部无未结清和已结清的不良信贷记录，信用记录良好。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 6 月 24 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度方面无重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入同比有所下降，主要系建设施工与管理板块和商品销售板块收入的减少导致；主营业务收入主要由市政公用板块、能源板块、建设施工与管理板块和商品销售板块构成，收入构成变动不大。同年，公司综合毛利率同比小幅增长，主要系市政公用板块减亏所致。

图表 4 • 公司营业总收入及综合毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2022 年 | | | 2023 年 | | | 2024 年 | | |
|-----------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 市政公用板块 | 115.20 | 21.15% | -29.49% | 118.85 | 18.42% | -24.92% | 118.03 | 19.42% | -18.57% |
| 能源板块 | 105.38 | 19.35% | 14.38% | 108.57 | 16.83% | 15.74% | 115.32 | 18.98% | 16.94% |
| 建设施工与管理板块 | 113.57 | 20.85% | 19.71% | 116.33 | 18.03% | 20.11% | 101.34 | 16.68% | 23.60% |
| 资产运营板块 | 12.40 | 2.28% | 30.71% | 16.54 | 2.56% | 31.24% | 15.36 | 2.53% | 31.60% |
| 房地产板块 | 3.51 | 0.64% | 43.16% | 38.81 | 6.01% | 15.03% | 40.21 | 6.62% | 7.52% |
| 商品销售板块 | 148.59 | 27.28% | 1.12% | 210.41 | 32.61% | 1.26% | 179.70 | 29.57% | 0.82% |
| 其他板块 | 14.87 | 2.73% | 33.74% | 15.35 | 2.38% | 32.75% | 19.29 | 3.17% | 24.54% |
| 主营业务小计 | 513.53 | 94.28% | 3.03% | 624.86 | 96.83% | 4.73% | 589.24 | 96.97% | 6.05% |
| 其他业务 | 31.15 | 5.72% | 47.97% | 20.44 | 3.17% | 44.07% | 18.41 | 3.03% | 32.20% |
| 合计 | 544.68 | 100.00% | 5.60% | 645.29 | 100.00% | 5.97% | 607.66 | 100.00% | 6.84% |

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）市政公用板块

公司市政公用板块属于特许经营类业务，在杭州市具有区域专营优势，经营获现能力强，但公益属性很强，业务经营亏损，政府予以适当补贴。未来，随着杭州市城镇化进程的进一步推进以及外来人口的不断增长，公司市政公用板块将稳定发展。

公司市政公用板块包括天然气销售业务、垃圾处理业务、公交营运业务、自行车建设运营业务及自来水及原水业务。2024 年，公司市政公用板块收入同比变化不大；受公交运营业务公益性较强影响，市政公用板块整体持续亏损。

图表 5 • 公司市政公用板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | | 2023 年 | | 2024 年 | |
|---------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 天然气销售 | 60.78 | -3.86% | 60.28 | -3.12% | 56.71 | -0.24% |
| 垃圾处理 | 10.32 | 11.15% | 11.53 | 16.48% | 12.19 | 16.93% |
| 公交营运 | 7.27 | -588.18% | 7.35 | -553.98% | 7.42 | -499.87% |
| 自行车建设运营 | 3.90 | 22.90% | 4.10 | 29.85% | 4.00 | 21.22% |
| 自来水及原水 | 32.93 | 27.57% | 35.60 | 27.60% | 37.71 | 32.90% |
| 合计 | 115.20 | -29.49% | 118.85 | -24.92% | 118.03 | -18.57% |

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

天然气销售

公司天然气销售业务由子公司杭州市燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）经营，业务范围涵盖高中低压天然气输配、燃气工程安装、分布式能源应用等，服务区域辐射杭州市 9 区 4 县（市）。截至 2025 年 3 月底，燃气集团已拥有较为完备的燃气管道输配设施，已建成 9300 余公里高中低压管线，运行 5 个门站，服务 530 多万人口。

燃气集团天然气销售业务以管道燃气为主，另配套少量 LNG。管道燃气全部向国家管网集团浙江省天然气管网有限公司采购，采购价格由浙江省杭州市发展和改革委员会和杭州市发展和改革委员会制定。2024 年，燃气集团天然气累计用户数及购销量均同比有所增长。

图表 6 • 燃气集团运营情况

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 天然气购入量（亿立方米） | 16.20 | 17.80 | 21.75 |
| 天然气销售量（亿立方米） | 16.10 | 17.61 | 21.52 |
| 天然气累计用户数（万户） | 156.64 | 177.08 | 186.46 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，杭州市居民用户天然气供应价格未发生变化，非居民用户天然气供应价格有所下降；对于城市燃气企业因未调整居民用气价格产生的购销差价亏损，由市县财政酌情补贴。

2024 年，受天然气供应价格下降影响，公司天然气销售收入同比有所下降，业务毛利率仍为负，但亏损幅度有所收窄。

自来水及原水

公司自来水及原水业务由水务集团经营，业务范围涵盖自来水供应和污水处理，其中自来水供应范围包括杭州市主城区、建德市、滨江区、临安区和富阳区，污水处理供应范围包括杭州市主城区、建德市、临安区和富阳区。

自来水结算方式：用户根据实际用水量定期向水务集团缴纳水费，水务集团根据用户用水用途的不同（工业用水、居民用水和其他用水）执行不同的水价收费标准。杭州市现行水价根据 2014 年发布的杭价资〔2014〕205 号文件实施。

污水结算方式：污水处理收费在每次抄表收取自来水费时一并收取，由代收机构收取的污水处理费，经核对无误后，当日或下一个工作日划至水务集团账户。2024 年，杭州市污水处理价格未发生变化。

图表 7 • 水务集团运营情况

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------------|----------|----------|----------|
| 售水量（万立方米） | 79216.05 | 78738.86 | 82459.10 |
| 自来水用户数（万户） | 180.07 | 204.84 | 234.06 |
| 污水处理量（万立方米） | 41347.15 | 42393.93 | 47682.72 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，水务集团售水量、污水处理量和自来水用户数同比均有所增长，带动公司自来水及原水收入同比有所增长，业务毛利率有所提升。

公交运营

公司公交运营业务由公交集团负责，其中杭州市主城区由公交集团及下属子公司独立运营，余杭区、萧山区、钱塘区、富阳区由公交集团与当地政府共同成立合资公司（公交集团控股）运营。

杭州市公交车票价采用政府定价，定价原则体现公共产品特征，近年来公交业务持续经营亏损。根据杭政办函〔2015〕179 号文件，杭州市人民政府采用购买公交运营服务的办法，对公交业务进行补贴。2024 年，杭州市公交车票价和补贴标准均未发生变化。

图表 8 • 公交集团运营情况

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|------------|----------|----------|----------|
| 运营线路数量（条） | 1175 | 1245 | 1141 |
| 运营线路里程（公里） | 18795.54 | 18161.60 | 18357.60 |
| 运营车辆数量（万辆） | 10217 | 9550 | 8949 |

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 客运量（亿人次） | 5.03 | 5.26 | 5.40 |
| 总行驶里程（亿车公里） | 5.08 | 4.82 | 4.52 |
| 公交运营补助（亿元） | 33.33 | 22.94 | 24.53 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公交集团根据需求调整运营线路和车辆，各项运营指标均同比小幅变动；客运量同比小幅提升，带动公交运营收入同比小幅增长，亏损幅度有所收窄；同年，公交集团应收公交运营补助 60.00 亿元，实收 24.53 亿元，一定程度上缓解了业务经营压力。

垃圾处理

公司垃圾处理业务由子公司杭州市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）承担，主要指城市固体垃圾收集与处理，采用政府购买服务方式实现经营收益；环境集团与杭州市各城区每 3 年签订一次合同，以垃圾处理量来进行结算。

图表 9 • 环境集团运营情况

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 年垃圾处理能力（万吨） | 403.33 | 670.16 | 722.22 |
| 当期垃圾处理规模（万吨） | 525.52 | 604.50 | 655.89 |
| 产能利用率 | 130% | 90% | 91% |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司垃圾处理能力和规模均持续增长，产能利用率维持高水平，垃圾处理收入同比小幅增长。

自行车建设运营

公司自行车建设运营业务由子公司杭州金通科技集团股份有限公司负责，业务涵盖智慧单车、智慧公交和智慧停车等，为客户提供高质量、定制化的数字化转型及建设解决方案。2024 年，公司自行车建设运营收入同比变化不大。

在建项目

截至 2025 年 3 月底，公司市政公用板块主要在建项目未来三年计划投资 72.89 亿元，建设资金主要来自自筹资金和政府匹配专项资金；拟建项目 7 个，计划总投资 12.08 亿元，未来三年计划投资 7.39 亿元。总体看，公司存在一定的资本支出压力。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月底公司市政公用板块主要在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目类型 | 计划总投资 | 已完成投资 | 未来投资计划 | | |
|----------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 |
| 江南水厂改扩建工程 | 自来水及原水 | 13.76 | 7.61 | 0.90 | 0.80 | 0.50 |
| 七格污水处理厂提标改造（三期、四期） | 自来水及原水 | 5.36 | 0.52 | 0.68 | 0.62 | 0.32 |
| 扩大杭嘉湖南排后续西部通道（南北线）工程 | 自来水及原水 | 77.93 | 17.89 | 4.89 | 18.39 | 18.39 |
| 扩大杭嘉湖南排后续西部通道（西线）工程 | 自来水及原水 | 44.99 | 6.38 | 2.69 | 11.97 | 11.97 |
| 公交三公司公交综合体 | 公交运营 | 5.42 | 5.12 | 0.07 | 0.64 | 0.06 |
| 合计 | — | 147.46 | 37.52 | 9.23 | 32.42 | 31.24 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）建设施工与管理板块

公司建设施工与管理板块业务模式多样化，包括工程施工及养护、代建项目、土地一级开发及 PPP 项目等。其中，PPP 项目整体投资规模较大，已逐步投入运营，投资回收受项目运营及涉及的政府方财力变化情况影响较大。该业务板块未来投资规模大。

公司建设施工与管理板块包括工程施工及养护业务、代建业务、土地一级开发业务、PPP 业务、勘察测绘业务和渣土消纳业务。2024 年，公司建设施工与管理板块收入同比有所下降，主要系工程施工及养护收入下降导致；业务毛利率同比有所提升。

图表 11 • 公司建设施工与管理板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | | 2023 年 | | 2024 年 | |
|-----------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 工程施工及养护 | 56.65 | 19.53% | 66.43 | 20.88% | 52.32 | 21.77% |
| 土地一级开发建设 | 0.00 | -- | 8.86 | 10.57% | 0.00 | -- |
| 土地一级开发管理费 | 3.34 | 100.00% | 3.03 | 100.00% | 3.62 | 100.00% |
| PPP 项目 | 47.55 | 13.19% | 28.00 | 14.88% | 40.33 | 18.16% |
| 勘察测绘 | 5.55 | 30.46% | 4.53 | 27.88% | 4.07 | 38.14% |
| 渣土消纳 | 0.48 | 2.00% | 5.49 | 2.38% | 1.00 | 2.94% |
| 合计 | 113.57 | 19.71% | 116.33 | 20.11% | 101.34 | 23.60% |

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

工程施工及养护

公司工程施工及养护业务包括城市基础设施施工及养护及燃气、热电、水务等市政公用类工程施工，主要由子公司杭州市路桥集团股份有限公司（以下简称“路桥公司”）经营；此外，在经营天然气销售、自来水及原水与热、电、蒸汽等业务时，负责运营上述业务的子公司还承担了天然气、自来水及热电工程施工等业务。

路桥公司具有国家市政公用工程施工总承包一级资质，是杭州市主要的市政施工企业之一，现有纳入固定资产的各类车辆等生产运行设备约 1000 台，专业技术人员 500 余人；在全国范围内养护的设施总量达 4600 余座，在杭州范围内养护的道路、桥梁、高架、河道等设施总量达 2800 余座。

根据政府的规范性要求，杭州地区各项基础设施施工及养护工作均通过市场化方式运作，由各级设施拥有主体招标确定施工单位，路桥公司通过参与公开招投标，取得业务合同。工程施工及养护收入主要由日常道路养护、沥青铺设构成，日常道路养护方面业务主要上游客户为杭州市各级市政设施管理单位，路桥公司一般根据中标合同与业主单位签署年度养护合同，市级业主单位每季度结算一次养护费用，区一级业主单位一季度或半年结算一次养护费用；沥青铺设项目，如果金额较小的需先付款后施工，金额较大的按照完工进度支付款项。

2024 年，公司工程施工及养护收入同比有所下滑，主要系燃气、水务等工程施工收入下降导致，业务毛利率同比变化不大。

代建项目

公司代建项目主要由子公司杭州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“杭州城建”）负责。政府财政按工程进度分阶段支付施工方工程款，杭州城建按照合同约定标准收取部分工程管理费（1%~3%）。截至 2025 年 3 月底，公司在建主要委托代建项目计划总投资 93.39 亿元，已完成投资 32.26 亿元；拟建主要委托代建项目计划总投资 14.58 亿元。

土地一级开发

公司土地一级开发业务由杭州城建和杭州市钱江新城投资集团有限公司（以下简称“钱投集团”）负责，项目主要为长睦项目、城东新城项目和钱江新城二期项目。

长睦项目：2005 年，杭州城建与杭州土地储备中心签订土地一级开发委托协议，由杭州城建负责该项目的土地一级开发及部分配套设施建设工作。按照合作协议，长睦项目所有投资需杭州城建自筹，土地一级开发完成后挂牌出让，杭州市财政局通过杭州土地储备中心将土地出让收入扣除相关税费后的 45% 返还给公司，再由公司与杭州城建单独结算，根据先前支付的土地净出让收入的 45% 进行多退少补。财综〔2016〕4 号文件出台后，长睦项目结算不再与土地出让金挂钩，收益主要来自于管理费，费率为 5%。截至 2025 年 3 月底，长睦项目计划总投资 78.08 亿元，已完成投资 75.21 亿元，预计实现土地出让总收入 73.63 亿元，累计已确认收入 67.28 亿元，累计收到土地出让金返还 71.60 亿元。

城东新城和钱江新城二期项目：根据相关文件，钱投集团承担片区开发任务，业务模式为政府代建或政府委托建设，资金由杭州市财政局根据实际情况拨付一部分或按比例预拨，项目竣工后据实结算。钱投集团按照实际发生的做地成本计提一定比例的土地一级开发管理费。截至 2025 年 3 月底，钱投集团片区开发项目未来尚需投资约 260 亿元。

2024 年，公司确认土地一级开发管理费 3.62 亿元，业务毛利率为 100.00%。

PPP 项目

截至 2024 年底，公司累计参与 15 个 PPP 项目，均作为社会资本方参与项目建设，上述项目均已纳入财政部 PPP 项目库；项目已逐步投入运营，后续投资压力不大。2024 年，公司确认 PPP 项目收入 40.33 亿元。公司 PPP 项目投资规模较大，资金回收周期长，且政府方主要为杭州市下辖区县级政府，未来现金流入均以运营期的可行性补助及政府付费形式实现，项目运营情况及涉及的政府方财力变化情况将对项目回款实现产生较大影响。

图表 12 • 截至 2024 年底公司 PPP 项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 发起时间 | 项目状态 | 所属行业 | 计划总投资 | 合作期限 | 已完成投资 |
|--|------------|-------------------|--------|---------------|--------|---------------|
| 浙江省杭州市余杭区良渚新城小洋坝农居点一、二期工程 PPP 项目 | 2017/07/03 | 运营 | 保障性住房 | 24.76 | 10 年 | 24.76 |
| 嘉善县保障性安居工程及绿化公园 PPP 项目 | 2017/04/27 | 运营 | 保障性住房 | 22.80 | 14.5 年 | 22.80 |
| 拱墅区新文村城中村改造 PPP 项目 | 2017/01/10 | 7 个子项目运营/1 个子项目在建 | 保障性住房 | 13.69 | 15 年 | 13.61 |
| 杭州市下城区长木、草庵、沈家三村连片综合改造工程 PPP 项目 | 2016/04/12 | 在建 | 市政工程 | 66.05 | 17 年 | 62.74 |
| 浙江省台州市路桥游艇小镇 PPP 项目 | 2017/05/22 | 在建 | 政府基础设施 | 32.01 | 16 年 | 6.79 |
| 新昌县旧城改造工程 | 2017/08/18 | 运营 | 政府基础设施 | 27.94 | 16 年 | 27.94 |
| 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 | 2017/08/10 | 运营 | 政府基础设施 | 31.68 | 22 年 | 32.57 |
| 浙江省开化县 351 国道龙游横山至开化华埠段公路工程（开化段）PPP 项目 | 2017/06/14 | 运营 | 政府基础设施 | 15.66 | 15 年 | 18.43 |
| 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 | 2017/03/01 | 在建 | 政府基础设施 | 22.96 | 15.5 年 | 23.85 |
| 浙江省杭州市富阳区金桥北路市政综合管廊工程 PPP 项目 | 2017/08/09 | 运营 | 地下管廊 | 14.54 | 23 年 | 14.51 |
| 浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道二期 PPP 项目 | 2017/09/30 | 运营 | 市政工程 | 6.00 | 11 年 | 3.68 |
| 浙江省杭州市临安区青山湖环湖绿道三期 PPP 项目 | 2018/10/29 | 运营 | 市政工程 | 4.59 | 11 年 | 3.55 |
| 富阳区银湖水厂一期工程及千岛湖配水工程配套供水设施建设工程 PPP 项目 | 2018/09/21 | 运营 | 市政工程 | 11.65 | 32 年 | 10.55 |
| 浙江省杭州市之江净水厂工程 PPP 项目 | 2018/10/26 | 运营 | 污水处理 | 13.43 | 25 年 | 13.43 |
| 浙江省丽水市景宁畲族自治县金村水库及供水工程 | 2017/10/30 | 在建 | 水利建设 | 5.27 | 15 年 | 4.94 |
| 合计 | -- | -- | -- | 313.03 | -- | 284.15 |

注：部分项目计划总投资随建设进度有所调整，部分项目投资超过概算
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

渣土消纳

公司渣土消纳业务主要由杭州城建负责，主要系杭州市人民政府授权将杭州市内建设项目工地工程渣土中转外运消纳，业务于 2022 年底开展。2024 年，公司渣土消纳收入同比大幅下降，主要系中央环保督察等因素综合影响。

（3）房地产板块

公司房地产板块涉及商品住宅、商业地产和保障房等。其中，存量商品住宅和商业地产基本已进入销售尾声，整体去化率较高；在建项目存在一定的资金支出压力，需关注项目后续资金平衡情况。

公司房地产板块包括商品住宅、商业地产和保障房等。2024 年，公司房地产板块收入均来自商品住宅，同比变化不大，但业务毛利率持续下降，主要系房价下降导致。

图表 13 • 公司房地产板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | | 2023 年 | | 2024 年 | |
|-----------|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 商品住宅 | 3.51 | 43.16% | 38.81 | 15.03% | 40.21 | 7.52% |
| 合计 | 3.51 | 43.16% | 38.81 | 15.03% | 40.21 | 7.52% |

注：2022 年数据为 2023 年年初数
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

商品住宅和商业地产

公司商品住宅和商业地产项目主要由子公司杭州市房地产开发集团有限公司负责，开发范围主要集中在杭州市和绍兴市等地。另外，杭州城建和杭州城投资本集团有限公司也有少量项目。

近年来，公司新建项目主要为商品住宅项目，2024 年新开工项目包括湖著观邸和潮语映月等，竣工面积同比有所下降，合约销售面积和销售金额均同比大幅增长，主要来自湖著观邸和潮语映月项目的预售。

图表 14 • 公司商品住宅和商业地产开发情况

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 新开工面积（万平方米） | 40.23 | 0.00 | 16.30 |
| 竣工面积（万平方米） | 4.07 | 18.50 | 16.70 |
| 合约销售面积（万平方米） | 3.10 | 5.17 | 17.37 |
| 合约销售金额（亿元） | 8.13 | 9.90 | 57.69 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司已完工在售的商品住宅和商业地产项目计划总投资 247.38 亿元，可销售面积 121.18 万平方米，累计销售金额 242.29 亿元，整体去化效率较高，基本已进入销售尾声。

图表 15 • 截至 2025 年 3 月底公司已完工在售商品住宅和商业地产项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目类别 | 计划总投资 | 可销售面积（万平方米） | 累计销售金额 | 销售进度 |
|----------------------|-----------|--------|-------------|--------|------|
| 和园三四期 | 商品住宅 | 7.49 | 8.85 | 11.89 | 99% |
| 悦荟 17℃生活广场 | 商业地产 | 8.02 | 6.57 | 2.53 | 23% |
| 云锦城 | 商品住宅 | 30.00 | 24.98 | 30.65 | 94% |
| 悦东方 | 商品住宅 | 23.00 | 14.07 | 20.93 | 96% |
| 御东方 | 商品住宅 | 45.00 | 12.06 | 31.23 | 95% |
| 和风苑 | 商品住宅 | 5.77 | 6.12 | 5.55 | 99% |
| 钱江御府 | 商品住宅 | 22.66 | 6.64 | 29.53 | 98% |
| 建德洋安新城 N-8-5 地块商业综合楼 | 商业地产 | 1.37 | 1.35 | 0.00 | 0% |
| 江南御府 | 商品住宅 | 21.04 | 10.25 | 32.43 | 99% |
| 和景商务中心 | 商业地产 | 8.77 | 5.68 | 15.28 | 95% |
| 和雅苑 | 商品住宅 | 4.39 | 3.60 | 5.82 | 97% |
| 养云静舍 | 商品住宅 | 19.01 | 3.25 | 18.79 | 99% |
| 启润学府 | 商品住宅/商业地产 | 20.85 | 7.78 | 10.43 | 74% |
| 润如园 | 商品住宅 | 30.01 | 9.98 | 27.23 | 100% |
| 合计 | -- | 247.38 | 121.18 | 242.29 | -- |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司在建商品住宅和商业地产项目建筑面积 80.29 万平方米，未来三年计划投资 38.81 亿元。同期末，湖著观邸和潮语映月均已开启预售，其中湖著观邸销售进度 42.40%，潮语映月销售进度 70.67%。杭州市钱江新城二期五堡总部超核（一期）项目位于钱江新城二期四七堡片区，建设内容包括写字楼、配套商业、文化及其他，建设资金由公司自筹，建成后计划采用销售和租赁的方式平衡建设资金。娱乐康体兼容商业兼容商务用房项目位于杭州城东新城核心区，建设内容包括酒店、商业办公和会议会展等，建设资金由公司自筹，建成后计划采用销售和租赁的方式平衡建设资金。

图表 16 • 截至 2025 年 3 月底公司在建商品住宅和商业地产项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目类型 | 建筑面积（万平方米） | 计划总投资 | 已完成投资 | 未来投资计划 | | |
|-----------------------|------|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 |
| 娱乐康体兼容商业兼容商务用房 | 商业地产 | 20.01 | 32.10 | 3.26 | 2.60 | 5.20 | 3.20 |
| 杭州市钱江新城二期五堡总部超核（一期）项目 | 商业地产 | 30.70 | 50.20 | 3.59 | 4.35 | 6.94 | 0.02 |

| 项目名称 | 项目类型 | 建筑面积 (万平方米) | 计划总投资 | 已完成投资 | 未来投资计划 | | |
|------|------|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 |
| 湖著观邸 | 商品住宅 | 13.28 | 19.06 | 16.78 | 1.62 | 0.29 | 0.37 |
| 潮语映月 | 商品住宅 | 16.30 | 53.00 | 38.78 | 6.50 | 6.50 | 1.22 |
| 合计 | -- | 80.29 | 154.36 | 62.41 | 15.07 | 18.93 | 4.81 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

保障房

公司保障房项目主要由安居集团负责经营，其拥有房地产二级开发资质，产品类型包括经济适用房、拆迁安置房、共有产权房、廉租房及公租房等，项目资金来源于自有资金和外部融资。

保障房项目立项后，安居集团通过招投标确定工程各标段承包方，并签订施工合同；项目建设用地主要为安居集团负责前期开发的土地，工程完工后，经济适用房一般由安居集团按政府指导价定向配售给符合经济适用房购买条件的申请对象，配套建设的廉租房由政府按指导价回购。经济适用房价格为政府指导价，优惠部分的面积销售价格为 4518 元/平方米，超出优惠部分的面积销售价格为 7200 元/平方米。

共有产权住房方面，安居集团以合作或代建形式参与区级人才共有产权保障住房项目建设，受委托负责人才共有产权保障住房项目运营管理和物业管理。人才共有产权保障住房销售面向市、区认定的各类人才（包括经认定的机关企事业单位等各类用人单位人才），销售基准价按照新建商品住房所属板块销售指导价格的 95% 确定，以旧房房源转化为人才共有产权保障住房的，原则上要求整体进行整修和提升改造后达到新房标准后销售。

公共租赁住房方面，2023 年杭州市财政局将 4.40 万套价值 409.24 亿元公共租赁住房住宅、配套用房、车位无偿划转至安居集团，后续由安居集团负责投资、建设和管理，按限定建设标准和租金水平，租赁给符合条件的城市中等偏下收入住房困难家庭、新就业大学毕业生和创业人员。安居集团是市级公租房的运营管理单位，住房保障中心作为公租房租金的执收单位，通过统一公共支付平台实行线上线下一体化收缴。安居集团向客户收取租金后全部上缴给杭州市财政局专户，不确认为收入，仅向住房保障中心收取公租房运营管理费收入。

截至 2025 年 3 月底，公司在建保障房项目未来尚需投资 56.77 亿元，存在一定的资金支出压力。

图表 17 • 截至 2025 年 3 月底公司在建保障房情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目类别 | 建筑面积 (万平方米) | 可售/租面积 (万平方米) | 计划总投资 | 已完成投资 |
|--|------|----------------|------------------|-------|-------|
| 三墩北单元 A-R21-02B 地块人才共有产权保障房工程 | 共产房 | 5.10 | 2.78 | 4.70 | 1.52 |
| 三墩北单元 A-R21-24 地块人才共有产权保障房工程 | 共产房 | 10.16 | 5.93 | 9.60 | 3.83 |
| 三墩北单元 A-R21-25 地块人才共有产权保障房及三墩北单元 A-R22-11 地块 15 班幼儿园（附设 5 个托班）工程 | 共产房 | 45.50 | 26.88 | 40.90 | 10.55 |
| 七堡公交停车场保障性租赁住房项目 | 公租房 | 10.07 | 3.06 | 6.61 | 0.01 |
| 振华路公交场站保障性租赁住房项目 | 公租房 | 4.98 | 1.99 | 4.02 | 0.01 |
| 池华街公交站保障性租赁住房项目 | 公租房 | 6.27 | 3.50 | 4.89 | 0.01 |
| 九堡中心单元 JG1702-03A 地块保障性租赁住房项目 | 公租房 | 3.51 | 1.94 | 2.83 | 0.85 |
| 合计 | -- | 85.59 | 46.08 | 73.55 | 16.78 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）能源板块

公司能源板块涉及热、电、蒸汽业务、机电制造与销售业务和煤炭销售业务。其中，机电制造与销售业务行业地位领先，业务毛利率稳定；热、电、蒸汽业务需关注电煤价格变动对经营成本产生的影响。

公司能源板块包括热、电、蒸汽业务、机电制造与销售业务和煤炭销售业务。2024 年，公司能源板块收入和业务毛利率同比均小幅增长。

图表 18 • 公司能源板块收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | | 2023 年 | | 2024 年 | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 热、电、蒸汽 | 24.37 | 18.03% | 23.58 | 21.35% | 21.73 | 23.33% |
| 机电制造与销售 | 57.92 | 16.70% | 70.90 | 16.10% | 76.81 | 18.43% |
| 煤炭销售 | 23.10 | 4.69% | 14.09 | 4.55% | 16.77 | 1.85% |
| 合计 | 105.38 | 14.38% | 108.57 | 15.74% | 115.32 | 16.94% |

注：尾差系数数据四舍五入所致；2022 年数据为 2023 年期初数
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

机电制造与销售

公司机电制造与销售业务由子公司杭州电力设备制造有限公司（以下简称“电力设备公司”）负责运营。电力设备公司是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企业，也是全国电力系统内最大的中低压成套设备制造企业之一，目前主要从事 40.5 千伏及以下高低压成套设备的研发、生产与销售，产品分 6 大类 50 余种，主要包括中压环网柜、中压中置柜、箱式变电站、低压开关柜和低压三箱类产品，销售网络覆盖北京、上海、新疆、重庆等 24 个省、市、自治区。

原材料采购方面，电力设备公司采购包括铜材、断路器、变压器、互感器、浪涌保护器、SVG、环网柜附件等在内的多种原材料，主要采取集约化采购模式，采购货款付款周期一般在 3 个月左右；2024 年，电力设备公司前五名供应商采购额占比为 21.59%，集中度很低。

产品销售方面，电力设备公司产品主要用于电力系统，客户主要为电力系统内企业，产品销售区域集中在浙江省内；销售结算方式一般为验收合格后一次性支付，账期一般是 6 个月，并留 5%质保金在 1 年的质保期满后收取。2024 年，电力设备公司前五名客户销售额占比为 52.93%，集中度较高。

2024 年，公司机电制造与销售收入和业务毛利率均同比有所增长。

热、电、蒸汽和煤炭销售

公司热、电、蒸汽和煤炭销售业务主要由子公司杭州热电集团股份有限公司（以下简称“热电集团”）和环境集团负责。

热、电、蒸汽方面，热电集团主要采用煤炭和天然气为原材料进行热电联供，环境集团则为沼气发电及垃圾焚烧发电。截至 2024 年底，公司热电联产机组总装机容量为 135.00MW，沼气发电机组功率为 14.30MW，焚烧发电汽轮机组功率为 150.00MW。2024 年，公司上网电价和上网电量均有所下降。同年，公司热、电、蒸汽收入同比小幅下降，但业务毛利率同比有所提升，主要系电煤采购价格下降导致。

图表 19 • 公司电力及煤炭销售经营情况

| 项目 | 指标 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 煤炭销售 | 电煤采购规模（万吨） | 204.34 | 240.41 | 305.41 |
| | 电煤采购金额（万元） | 216722.64 | 191125.58 | 217116.60 |
| 电力销售（热电） | 发电量（万千瓦时） | 71151.19 | 75465.80 | 70074.90 |
| | 上网电量（万千瓦时） | 65037.70 | 62388.45 | 57224.02 |
| | 上网电价（元/万千瓦时） | 488.06 | 497.49 | 487.27 |
| 电力销售（垃圾发电） | 发电量（万千瓦时） | 104557.27 | 107793.09 | 109474.04 |
| | 上网电量（万千瓦时） | 88620.53 | 90914.96 | 92052.33 |
| | 上网电价（元/万千瓦时） | 666.00 | 666.00 | 503.69 |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

煤炭销售方面，热电集团在满足自用需求后，会将采购的煤炭进行销售。2024 年，公司煤炭销售收入同比有所增长，但业务毛利率有所下降，主要系电煤价格下降导致。

（5）其他业务

除上述业务板块外，公司其他业务构成还包括商品销售板块、资产运营板块和其他业务板块，经营业务包括商品销售业务、汽配销售业务、超市经营业务、租赁及物业服务业务、酒店会展业务、停车场库运营业务、加油站运营业务、广告代理业务、商

品及使用权转让业务、咨询服务业务和其他业务等，对营业总收入形成良好补充。

2 未来发展

未来，公司将持续构建和完善“1+4+X”的企业发展格局，聚焦主责主业，推进公用事业一体化改革进程，加快构建高质高效的城市服务保障体系。此外，公司加快钱江新城二期总部基地等产业高地的规划、建设和运营，积极推动和浙江大学等深度合作。最后，公司立足核心主业和优势业务，力争实现“122556”发展目标，即至 2025 年营业收入达 1000 亿元、累计投资额 2000 亿元，净资产 2000 亿元，资产总额 5000 亿元，超百亿营收子集团 5 家，利润总额 60 亿元。

(四) 财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年底，公司拥有纳入合并范围子公司合计 252 家。2024 年，公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，市政公用类固定资产经营获现能力强，对外投资可获得较好的投资收益及现金股利，整体资产质量较高。同时，联合资信也关注到，公司做地项目工程款及拨出专项资金规模较大，对资金形成一定占用。

图表 20 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年底 | | 2025 年 3 月底 | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动资产 | 624.21 | 34.45% | 1050.21 | 35.30% | 948.10 | 31.32% | 991.52 | 32.22% |
| 货币资金 | 294.74 | 16.27% | 287.62 | 9.67% | 230.81 | 7.62% | 237.49 | 7.72% |
| 其他应收款 | 97.59 | 5.39% | 334.69 | 11.25% | 235.50 | 7.78% | 253.24 | 8.23% |
| 存货 | 95.55 | 5.27% | 189.38 | 6.37% | 220.76 | 7.29% | 227.06 | 7.38% |
| 非流动资产 | 1187.61 | 65.55% | 1924.96 | 64.70% | 2079.49 | 68.68% | 2086.16 | 67.78% |
| 长期应收款 | 25.98 | 1.43% | 40.84 | 1.37% | 119.75 | 3.96% | 138.04 | 4.49% |
| 长期股权投资 | 142.55 | 7.87% | 204.89 | 6.89% | 240.98 | 7.96% | 230.94 | 7.50% |
| 投资性房地产 | 55.00 | 3.04% | 162.15 | 5.45% | 160.78 | 5.31% | 153.87 | 5.00% |
| 固定资产 | 487.61 | 26.91% | 511.35 | 17.19% | 546.52 | 18.05% | 540.87 | 17.57% |
| 无形资产 | 200.20 | 11.05% | 222.80 | 7.49% | 236.58 | 7.81% | 227.86 | 7.40% |
| 其他非流动资产 | 159.59 | 8.81% | 592.98 | 19.93% | 605.17 | 19.99% | 613.45 | 19.93% |
| 资产总额 | 1811.82 | 100.00% | 2975.18 | 100.00% | 3027.59 | 100.00% | 3077.68 | 100.00% |

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2024 年底，公司资产总额较 2023 年底稳步增长，资产结构仍以非流动资产为主。其中，公司货币资金主要由银行存款（218.60 亿元）和其他货币资金（12.21 亿元）构成。公司其他应收款主要由应收做地项目工程款、政府购买服务款和往来款构成，较 2023 年底下降的主要原因系收回做地项目工程款导致；从类别看，单项计提坏账准备的其他应收款 24.20 亿元，计提坏账准备 19.38 亿元，主要系做地项目亏损导致预计款项无法收回；低信用风险组合的其他应收款 223.37 亿元，其余为按账龄组合的其他应收款；从集中度看，其他应收款前五名欠款方集中度较高；整体看，公司其他应收款项规模较大，整体回收风险不大，但对资金形成一定占用。公司存货主要由开发成本（113.48 亿元）、开发产品（56.87 亿元）、库存商品（24.88 亿元）及合同履约成本（16.21 亿元）构成，较 2023 年底增长的主要原因系房地产项目建设持续投入导致。

截至 2024 年底，公司长期应收款主要为拆借款（88.09 亿元）、代建项目工程款（15.56 亿元）及 PPP 项目应收款（11.84 亿元）。公司长期股权投资主要由对杭州银行股份有限公司（77.56 亿元）、杭州大家实业集团有限公司（28.76 亿元）、信泰人寿保险股份有限公司（25.89 亿元）、杭州润地亚运村开发有限公司（14.07 亿元）及杭州奥体博览中心建设投资有限公司（13.02 亿元）等

投资构成，较 2023 年底增长主要系投资信泰人寿保险股份有限公司和按权益法核算的投资收益增加导致；2024 年，长期股权投资实现投资收益 22.44 亿元，收到现金股利 7.95 亿元，主要来自杭州银行股份有限公司。公司投资性房地产账面原值 188.51 亿元，累计计提折旧和摊销 27.72 亿元，主要由房屋建筑物（132.51 亿元）构成，其中 20.53 亿元房屋所有权未办妥产权证书。公司固定资产账面原值 722.80 亿元，累计计提折旧 276.17 亿元，主要由房屋、建筑物（206.03 亿元）及管道资产构成（171.34 亿元），其中 19.14 亿元房屋所有权未办妥产权证书；固定资产较 2023 年底增长的主要原因系在建工程完工结转导致。公司无形资产账面原值 298.35 亿元，累计计提摊销 61.35 亿元，主要由 PPP 项目收益权（129.47 亿元）和土地使用权（80.25 亿元）构成，其中 1.90 亿元土地使用权未办妥产权证书。公司其他非流动资产主要由公租房及配套用房（409.24 亿元）和拨出专项资金（150.37 亿元）构成。

图表 21 • 截至 2024 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元）

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 占比 | 账龄 |
|------------------|----------|--------|-------|-------------|
| 做地项目工程款 | 做地项目工程款 | 119.80 | 46.27 | 0-2 年/4-5 年 |
| 杭州富阳城市建设投资集团有限公司 | 往来款及拆借款 | 31.34 | 12.11 | 0-5 年 |
| 杭州市财政局 | 政府购买服务款等 | 22.08 | 8.53 | 0-2 年 |
| 杭州市余杭区财政局 | 政府购买服务款 | 13.55 | 5.23 | 0-2 年 |
| 杭州市富阳区财政局 | 政府购买服务款 | 9.69 | 3.74 | 0-2 年 |
| 合计 | -- | 196.47 | 75.88 | -- |

注：做地项目工程款系钱投集团土地整理业务产生，对应若干单位；尾差系数数据四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产主要为土地和房屋资产等，受限比例较低。

图表 22 • 截至 2024 年底公司资产受限情况（单位：万元）

| 科目 | 受限金额 | 受限原因 |
|-------------|------------|---|
| 货币资金 | 61734.11 | 银行承兑汇票、票据、信用证、保函、履约、ETC 车辆、融资、担保、农民工工资保证金、因冻结使用受限制的款项、非预算单位专用存款、住房维修基金、补充医疗专项账户资金、贷款监管账户资金、质押的定期存单及利息、住房租赁企业风险防控金 |
| 应收账款 | 15365.41 | PPP 项目收益权 |
| 合同资产 | 269333.38 | 质押融资 |
| 存货 | 287288.24 | 抵押融资 |
| 其他流动资产 | 504.63 | 定期存款存单及利息质押 |
| 固定资产 | 73549.84 | 质押融资、抵押融资 |
| 开发成本 | 370422.33 | 质押融资 |
| 无形资产 | 411619.50 | 质押融资、抵押融资 |
| 一年内到期的非流动资产 | 6622.16 | 质押融资 |
| 投资性房地产 | 31958.29 | 质押融资、抵押融资 |
| 长期应收款 | 35791.92 | 质押融资 |
| 使用权资产 | 6414.22 | 债券质押 |
| 合计 | 1570604.04 | -- |

注：尾差系数数据四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）资本结构

受收购子公司少数股东股权影响，公司所有者权益规模小幅下降；债务规模有所下降，整体债务负担尚可，债务期限结构良好，集中偿付压力不大。

图表 23 • 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年底 | | 2025 年 3 月底 | |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 实收资本 | 65.72 | 10.76% | 65.72 | 4.90% | 300.00 | 22.73% | 300.00 | 22.57% |
| 资本公积 | 289.54 | 47.40% | 909.98 | 67.91% | 673.15 | 51.01% | 688.82 | 51.82% |

| 科目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年底 | | 2025 年 3 月底 | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 未分配利润 | 141.63 | 23.18% | 196.63 | 14.67% | 207.61 | 15.73% | 210.76 | 15.85% |
| 少数股东权益 | 105.75 | 17.31% | 158.81 | 11.85% | 119.75 | 9.08% | 110.55 | 8.32% |
| 所有者权益 | 610.89 | 100.00% | 1340.01 | 100.00% | 1319.57 | 100.00% | 1329.33 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2024 年底，公司所有者权益较 2023 年底有所下降，主要系能源集团收购电力设备公司少数股东股权导致。此外，资本公积转增实收资本导致所有者权益结构变化较大。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较 2024 年底小幅增长，主要系收到杭州市国资委注入的股权导致。

图表 24 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

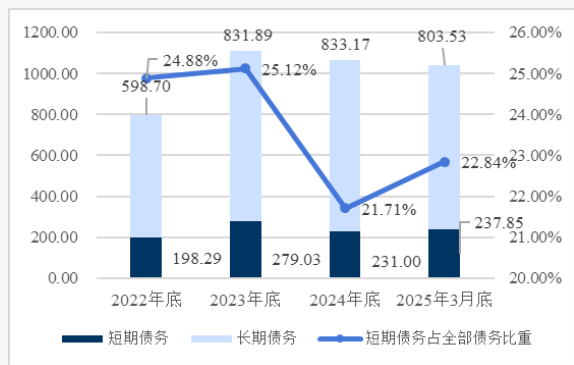
| 科目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年底 | | 2025 年 3 月底 | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动负债 | 466.03 | 38.81% | 684.08 | 41.84% | 753.65 | 44.12% | 715.61 | 40.93% |
| 短期借款 | 77.89 | 6.49% | 94.77 | 5.80% | 102.36 | 5.99% | 99.44 | 5.69% |
| 应付账款 | 78.84 | 6.56% | 146.82 | 8.98% | 140.42 | 8.22% | 132.11 | 7.56% |
| 其他应付款 | 97.20 | 8.09% | 141.95 | 8.68% | 138.23 | 8.09% | 158.16 | 9.05% |
| 一年内到期的非流动负债 | 69.70 | 5.80% | 140.07 | 8.57% | 190.01 | 11.12% | 116.03 | 6.64% |
| 合同负债 | 65.53 | 5.46% | 60.91 | 3.72% | 76.82 | 4.50% | 81.79 | 4.68% |
| 非流动负债 | 734.90 | 61.19% | 951.08 | 58.16% | 954.37 | 55.88% | 1032.74 | 59.07% |
| 长期借款 | 355.82 | 29.63% | 419.74 | 25.67% | 461.26 | 27.01% | 488.02 | 27.91% |
| 应付债券 | 186.71 | 15.55% | 307.37 | 18.80% | 228.32 | 13.37% | 276.20 | 15.80% |
| 长期应付款 | 87.99 | 7.33% | 104.77 | 6.41% | 129.55 | 7.58% | 131.16 | 7.50% |
| 递延收益 | 97.99 | 8.16% | 105.70 | 6.46% | 121.95 | 7.14% | 122.90 | 7.03% |
| 负债总额 | 1200.93 | 100.00% | 1635.16 | 100.00% | 1708.02 | 100.00% | 1748.35 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2024 年底，公司负债总额较 2023 年底有所增长，主要系预收售房款增加及收到财政补贴等导致；负债结构相对均衡。其中，公司经营性负债主要体现为应付工程款形成的应付款项、拆借款及往来款形成的其他应付款、预收工程款及货款形成的合同负债、政府专项债券和项目专项资金形成的长期应付款及政府财政补贴形成的递延收益。本报告将其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至全部债务计算。

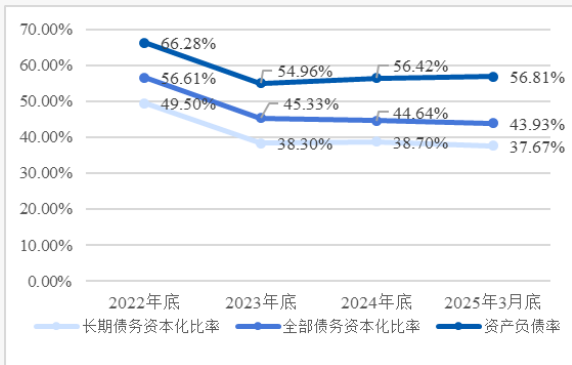
截至 2024 年底，公司全部债务较 2023 年底有所下降，主要系压降有息债务规模导致；债务构成以长期债务（占 78.29%）为主，债务期限结构良好。同期末，公司全部债务中银行融资和债券融资分别约占 51%和 38%；其中，银行融资主要来自国家开发银行、中国工商银行、中国建设银行和中国农业银行等，年利率区间为 1.50%~4.70%；债券融资包括中期票据、资产支持证券、公司债券和定向融资债务工具等，票面利率介于 1.70%~4.38%。截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率较 2023 年底有所提升，但全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，整体债务负担尚可。

图表 25 • 公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 26 • 公司债务杠杆情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从有息债务期限分布来看，公司集中偿付压力不大。

图表 27 • 截至 2025 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

| 项目 | 1 年以内 | 1 至 2 年 | 2 至 3 年 | 3 年以上 | 合计 |
|----------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 偿还金额（亿元） | 237.85 | 82.23 | 113.23 | 608.08 | 1041.39 |
| 占有息债务的比例 | 22.84% | 7.90% | 10.87% | 58.39% | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）盈利能力

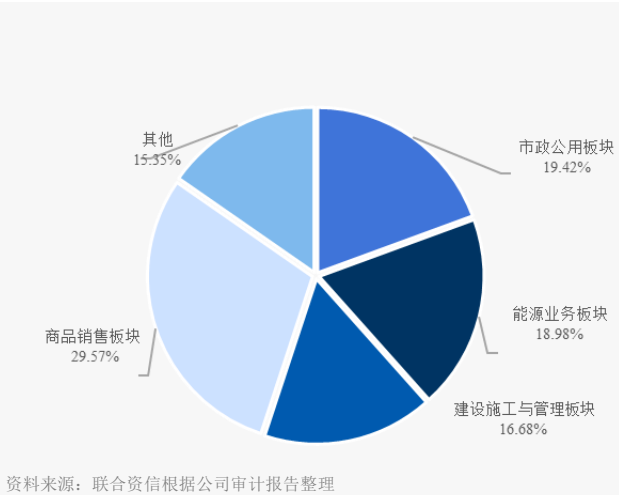
2024 年，公司营业总收入同比有所下降，投资收益和政府补助对公司利润贡献大。

图表 28 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入 | 462.00 | 645.29 | 607.66 | 140.63 |
| 营业成本 | 451.61 | 606.75 | 566.10 | 133.90 |
| 期间费用 | 51.75 | 70.16 | 70.57 | 17.68 |
| 其他收益 | 55.00 | 53.27 | 48.10 | 12.66 |
| 投资收益 | 15.81 | 25.01 | 27.98 | 4.09 |
| 信用减值损失 | -0.42 | 4.01 | 7.58 | -0.01 |
| 资产减值损失 | -0.37 | 3.56 | 3.76 | 0.00 |
| 利润总额 | 31.06 | 32.87 | 30.72 | 5.44 |
| 营业利润率 | 1.57% | 4.88% | 5.97% | 4.02% |
| 总资本收益率 | 3.74% | 2.17% | 2.67% | -- |
| 净资产收益率 | 4.06% | 1.85% | 1.93% | -- |

注：2025 年一季度，公司资产减值损失为 22.41 万元
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 29 • 2024 年公司营业总收入构成情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年，公司营业总收入和营业成本均同比有所下降，但营业利润率有所提升。同期，公司期间费用同比变化不大，仍主要由管理费用（34.91 亿元）和财务费用（22.30 亿元）构成。非经常性损益中，公司其他收益为收到的政府财政补贴，投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，其余来自交易性金融资产和其他权益工具投资等；公允价值变动收益来自交易性金融资产，信用减值损失主要为应收账款和其他应收款的坏账损失，资产减值损失主要为房地产项目减值损失；其他收益和投资收益对利润总额贡献大，利润总额同比小幅下降。2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所提升。

（4）现金流

2024 年，公司收入实现质量仍维持在较高水平，经营活动现金净流入规模有所减少，投资活动现金净流出规模很大，筹资活动前现金缺口较大，筹资活动现金流转为净流入。

图表 30 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|-------------|---------|---------|---------|--------------|
| 经营活动现金流入小计 | 624.66 | 793.53 | 790.25 | 265.53 |
| 经营活动现金流出小计 | 513.16 | 750.06 | 753.44 | 226.91 |
| 经营活动现金流量净额 | 111.50 | 43.47 | 36.82 | 38.62 |
| 投资活动现金流入小计 | 200.95 | 252.00 | 148.88 | 119.10 |
| 投资活动现金流出小计 | 249.11 | 277.43 | 318.96 | 111.08 |
| 投资活动现金流量净额 | -48.15 | -25.43 | -170.08 | 8.02 |
| 筹资活动前现金流量净额 | 63.34 | 18.04 | -133.27 | 46.64 |
| 筹资活动现金流入小计 | 362.67 | 342.77 | 471.36 | 183.63 |
| 筹资活动现金流出小计 | 368.63 | 415.32 | 397.36 | 224.02 |
| 筹资活动现金流量净额 | -5.95 | -72.55 | 74.01 | -40.39 |
| 现金收入比 | 106.53% | 101.60% | 110.35% | 134.57% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2024 年，公司各项经营性业务回款良好，收入实现质量仍维持在较高水平，经营活动现金流入流出均同比变化不大，经营活

动现金净流入规模同比有所减少。同年，公司投资活动现金流出规模很大，主要系自建项目支出和资金拆出至区县级平台公司导致，筹资活动前现金缺口较大。2024 年，公司筹资活动现金流由净流出调整为净流入。

2 偿债指标变化

公司偿债能力很强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

图表 31 • 公司偿债指标情况

| 项目 | 指标 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 | 133.94% | 153.52% | 125.80% | 138.56% |
| | 速动比率 | 113.44% | 125.84% | 96.51% | 106.83% |
| | 现金短期债务比（倍） | 1.57 | 1.21 | 1.33 | 1.32 |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元） | 105.70 | 119.27 | 134.85 | -- |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | 7.54 | 9.31 | 7.89 | -- |
| | EBITDA 利息倍数（倍） | 3.14 | 2.88 | 2.61 | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，流动资产和速动资产对流动负债的覆盖能力有所下降。截至 2025 年 3 月，公司现金短期债务比为 1.32 倍。总体看，公司短期偿债能力很强。

2024 年，公司 EBITDA 同比有所增长，EBITDA 对全部债务的覆盖能力有所提升，但对利息支出的覆盖能力有所下降。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2024 年底，公司对外担保比率为 6.61%，担保对象为业务合作方或参股公司，均为国有控股或参股企业，公司或有负债风险可控。

图表 32 • 截至 2024 年底公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方名称 | 担保余额 | 是否为关联方 |
|-----------------|-----------|--------|
| 杭州翠祥房地产有限公司 | 81910.38 | 是 |
| 温州金泽置业有限公司 | 87775.00 | 是 |
| 温州怡祥置业有限公司 | 48974.21 | 是 |
| 杭州众安杭房房地产开发有限公司 | 10067.70 | 是 |
| 杭州建工集团有限责任公司 | 13000.00 | 是 |
| 杭州铁路枢纽建设有限公司 | 60000.00 | 否 |
| 杭州市国有资本投资运营有限公司 | 92000.00 | 是 |
| 杭州市城建开发集团有限公司 | 44000.00 | 是 |
| 杭州大家实业集团有限公司 | 234500.00 | 是 |
| 杭州国际会议中心有限公司 | 200000.00 | 否 |
| 合计 | 872227.29 | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 1928.68 亿元，未使用额度 1129.74 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司本部存在重大未决诉讼及仲裁。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要为控股平台，主要行使管理职能，对子公司的控制能力较强，业务主要由子公司负责经营，收入来源于下属子公司。截至 2024 年底，公司本部全部债务 260.39 亿元，全部债务资本化比率 20.24%，债务负担很轻，现金短期债务比 1.41 倍。

（五）ESG 方面

环境方面，公司本部作为控股平台，面临的环境问题较少，但下属子公司涉及水务运营、垃圾处理及垃圾焚烧等可能产生环境污染的业务，长期受到环保部门监管。此外，公司工程建设等业务可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至目前，公司未发生安全责任事故，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司员工激励制度完善、培养体系健全，在国有资产运营、投融资管理等方面积累了较丰富的经验。此外，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务。同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了比较有效的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，作为杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，区域地位突出，持续在资金划拨、股权注入和政府补贴等方面获得政府的有力支持。

公司实际控制人是杭州市人民政府。杭州市地区生产总值和一般公共预算收入持续增长，财政收入质量良好，财政自给能力很强，经济水平和财政实力均处于浙江省上游水平。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

公司作为杭州市最重要的城市基础设施建设和市政公用运营主体，并开展房地产开发和商品销售等经营性业务，区域地位突出，持续在资金划拨、股权注入及政府补贴等方面获得政府的有力支持。

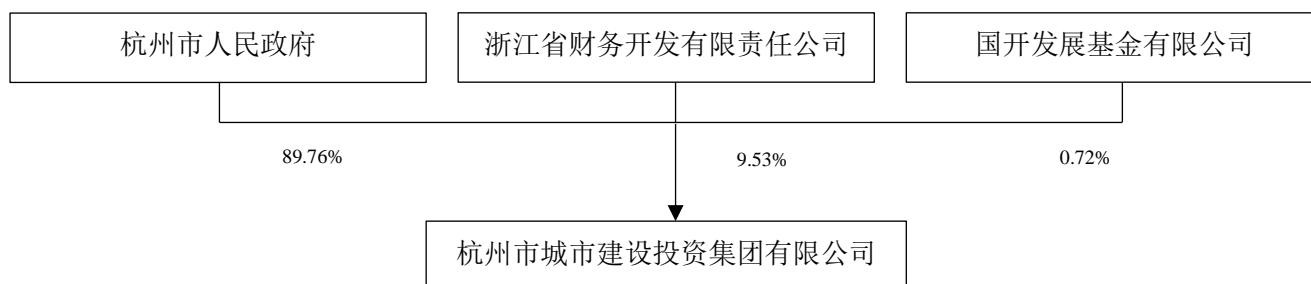
2024 年，根据浙财资产〔2023〕53 号文件，公司收到省财务公司注入的钱投集团 10% 股权，价值 13.75 亿元；同年，水务集团子公司收到杭州市财政局注入的项目配套资金 1.23 亿元；此外，公司将收到的各类项目建设或市政公用经营补助确认为递延收益，2024 年新增与资产相关政府补助 19.39 亿元，截至 2024 年底递延收益余额为 118.90 亿元。公司将在未来年度根据资产及业务经营具体实施情况，将上述递延收益确认至当期损益。2025 年 1 月，公司收到杭州市国资委注入的杭州市千岛湖原水股份有限公司股权 11.24 亿元，计入“资本公积”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 杭投 01/19 杭城投债 01”“20 杭投 01/20 杭城投债 01”“21 杭投 01/21 杭城投债 01”“21 杭城 02”“22 杭城 01”“22 钱投债/22 钱投债 01”“23 杭城 01”“24 杭城投 MTN002A”“24 杭城投 MTN002B”“24 杭城投 MTN003A”“24 杭城投 MTN003B”“24 杭城 01”“24 杭城 03”“24 杭城 04”“24 杭城 05”“25 杭城 01”“25 杭城 02”“25 杭城 03”“25 杭城 04”“25 杭城 05”和“25 杭城 06”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

| 子公司名称 | 主营业务 | 持股比例 | 取得方式 |
|-----------------|---------|---------|------|
| 杭州市水务集团有限公司 | 自来水制造销售 | 100.00% | 其他 |
| 杭州市公共交通集团有限公司 | 公共客运 | 100.00% | 其他 |
| 杭州市能源集团有限公司 | 技术服务 | 100.00% | 投资设立 |
| 杭州市安居集团有限公司 | 房地产开发经营 | 100.00% | 投资设立 |
| 杭州市城市建设发展集团有限公司 | 投资与资产管理 | 100.00% | 其他 |
| 杭州城投资本集团有限公司 | 实业投资 | 100.00% | 其他 |
| 杭州市钱江新城投资集团有限公司 | 资本投资服务 | 100.00% | 其他 |
| 杭州市路桥集团股份有限公司 | 工程施工 | 56.00% | 其他 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 310.99 | 337.47 | 306.90 | 314.84 |
| 应收账款（亿元） | 47.29 | 81.23 | 88.03 | 92.33 |
| 其他应收款（亿元） | 97.59 | 334.69 | 235.50 | 253.24 |
| 存货（亿元） | 95.55 | 189.38 | 220.76 | 227.06 |
| 长期股权投资（亿元） | 142.55 | 204.89 | 240.98 | 230.94 |
| 固定资产（亿元） | 488.29 | 511.35 | 546.52 | 540.87 |
| 在建工程（亿元） | 84.97 | 97.34 | 77.67 | 88.82 |
| 资产总额（亿元） | 1811.82 | 2975.18 | 3027.59 | 3077.68 |
| 实收资本（亿元） | 65.72 | 65.72 | 300.00 | 300.00 |
| 少数股东权益（亿元） | 105.75 | 158.81 | 119.75 | 110.55 |
| 所有者权益（亿元） | 610.89 | 1340.01 | 1319.57 | 1329.33 |
| 短期债务（亿元） | 198.29 | 279.03 | 231.00 | 237.85 |
| 长期债务（亿元） | 598.70 | 831.89 | 833.17 | 803.53 |
| 全部债务（亿元） | 796.99 | 1110.91 | 1064.17 | 1041.39 |
| 营业总收入（亿元） | 462.00 | 645.29 | 607.66 | 140.63 |
| 营业成本（亿元） | 451.61 | 606.75 | 566.10 | 133.90 |
| 其他收益（亿元） | 55.00 | 53.27 | 48.10 | 12.66 |
| 利润总额（亿元） | 31.06 | 32.87 | 30.72 | 5.44 |
| EBITDA（亿元） | 105.70 | 119.27 | 134.85 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 492.16 | 655.62 | 670.53 | 189.24 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 624.66 | 793.53 | 790.25 | 265.53 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 111.50 | 43.47 | 36.82 | 38.62 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -48.15 | -25.43 | -170.08 | 8.02 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -5.95 | -72.55 | 74.01 | -40.39 |
| 财务指标 | | | | |
| 现金收入比（%） | 106.53 | 101.60 | 110.35 | 134.57 |
| 营业利润率（%） | 1.57 | 4.88 | 5.97 | 4.02 |
| 总资本收益率（%） | 3.74 | 2.17 | 2.67 | -- |
| 净资产收益率（%） | 4.06 | 1.85 | 1.93 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 49.50 | 38.30 | 38.70 | 37.67 |
| 全部债务资本化比率（%） | 56.61 | 45.33 | 44.64 | 43.93 |
| 资产负债率（%） | 66.28 | 54.96 | 56.42 | 56.81 |
| 流动比率（%） | 133.94 | 153.52 | 125.80 | 138.56 |
| 速动比率（%） | 113.44 | 125.84 | 96.51 | 106.83 |
| 经营现金流动负债比（%） | 23.92 | 6.35 | 4.89 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.57 | 1.21 | 1.33 | 1.32 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.14 | 2.88 | 2.61 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 7.54 | 9.31 | 7.89 | -- |

注：1. 本报告将其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中付息部分纳入全部债务进行核算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计；4. “--”代表不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------------------|--------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 131.69 | 105.31 | 114.91 | 164.07 |
| 应收账款（亿元） | 0.20 | 0.56 | 0.71 | 0.73 |
| 其他应收款（亿元） | 29.52 | 162.18 | 164.52 | 133.22 |
| 存货（亿元） | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资（亿元） | 212.29 | 910.37 | 1025.32 | 1038.59 |
| 固定资产（亿元） | 69.64 | 66.62 | 63.61 | 62.87 |
| 在建工程（亿元） | 0.02 | 0.06 | 0.30 | 0.30 |
| 资产总额（亿元） | 592.55 | 1385.70 | 1526.42 | 1568.24 |
| 实收资本（亿元） | 65.72 | 65.72 | 300.00 | 300.00 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益（亿元） | 345.03 | 959.78 | 1026.09 | 1038.33 |
| 短期债务（亿元） | 31.93 | 62.20 | 81.42 | 38.87 |
| 长期债务（亿元） | 105.23 | 203.83 | 178.97 | 213.98 |
| 全部债务（亿元） | 137.16 | 266.03 | 260.39 | 252.85 |
| 营业总收入（亿元） | 3.81 | 5.13 | 6.22 | 0.30 |
| 营业成本（亿元） | 0.66 | 3.12 | 3.54 | 0.21 |
| 其他收益（亿元） | 0.40 | 0.40 | 0.45 | 0.11 |
| 利润总额（亿元） | 11.06 | 10.24 | 12.06 | 1.00 |
| EBITDA（亿元） | / | / | / | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 7.18 | 2.30 | 0.53 | 0.19 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 20.36 | 5.74 | 6.83 | 1.64 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 16.65 | -10.03 | -0.55 | -34.74 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -2.07 | -39.68 | -39.83 | 49.11 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -17.68 | 23.61 | 13.69 | 28.49 |
| 财务指标 | | | | |
| 现金收入比（%） | 188.24 | 44.86 | 8.45 | 62.98 |
| 营业利润率（%） | 82.36 | 36.21 | 42.15 | 26.59 |
| 总资本收益率（%） | 3.85 | 2.04 | 1.85 | -- |
| 净资产收益率（%） | 3.20 | 1.07 | 1.18 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 23.37 | 17.52 | 14.85 | 17.09 |
| 全部债务资本化比率（%） | 28.44 | 21.70 | 20.24 | 19.58 |
| 资产负债率（%） | 41.77 | 30.74 | 32.78 | 33.79 |
| 流动比率（%） | 207.65 | 172.01 | 111.24 | 120.87 |
| 速动比率（%） | 207.65 | 172.01 | 111.24 | 120.87 |
| 经营现金流动负债比（%） | 21.10 | -6.37 | -0.21 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 4.12 | 1.69 | 1.41 | 4.22 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / | / | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / | / | -- |

注：1. 2025 年一季度财务数据未经审计；2. “--”代表不适用；3. 因缺少数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 3 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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% |
| 营业总收入年复合增长率 | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业总收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×100% |
| 营业利润率 | (营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 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，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| 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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义 |
|------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 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，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |