

杭州余杭城市建设集团有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪债评(2019)011399】

评级对象： 杭州余杭城市建设集团有限公司 2019 年度第二期中期票据

主体信用等级： AAA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AAA

评级时间： 2019 年 11 月 5 日

注册额度： 16 亿元

本期发行： 5 亿元

存续期限： 5 年

增级安排： 无

发行目的： 偿还有息债务

偿还方式： 每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金一起支付

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	4.87	5.88	7.14	18.42
刚性债务	126.78	177.88	222.44	207.48
所有者权益	148.63	156.35	164.81	259.89
经营性现金净流入量	-2.62	-9.70	75.87	10.00
合并数据及指标：				
总资产	514.88	594.93	711.46	818.36
总负债	311.24	386.39	500.84	514.11
刚性债务	164.44	238.94	279.62	269.63
所有者权益	203.65	208.54	210.62	304.26
营业收入	24.02	26.92	31.89	19.70
净利润	5.54	6.23	7.29	6.34
经营性现金净流入量	-3.46	-5.69	73.82	24.22
EBITDA	9.60	11.63	12.53	-
资产负债率[%]	60.45	64.95	70.40	62.82
长短期债务比[%]	255.46	408.89	195.96	173.30
营业利润率[%]	13.15	24.24	23.69	32.30
短期刚性债务现金覆盖率[%]	30.84	84.05	35.53	90.29
营业收入现金率[%]	88.38	116.06	114.55	107.37
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.02	-25.59	-4.70	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.55	1.06	1.38	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.05	-

注：发行人数据根据余杭城建经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

刘道恒 ldh@shxsj.com

罗媛媛 lyy@shxsj.com

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

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- **区域经济环境好。**余杭区经济以第三产业为主，近年来保持较快增长，且区域基础设施建设力度较大，可为余杭城建的业务开展提供有力支持。
- **政府支持力度大。**余杭城建承担着杭州市余杭区部分城市基础设施和市政公用事业项目的投建、运营及管理职能，能够得到余杭区政府的积极支持。
- **主业资金回笼不断加快。**近年来，受益于土地业务拉动，余杭城建主营业务资金回笼不断加快，减轻了公司即期债务偿付压力。
- **财务弹性尚可。**2019 年上半年余杭城建获得财政大额资金拨付，权益资本实力进一步增强，负债经营程度有所下降；公司在持现金类资产维持较大规模，同时还持有部分市场价值较高的经营性物业，相关资产对公司即期债务覆盖程度较高。

主要风险：

- **主业盈利能力欠佳。**近年来，余杭城建营业收入规模稳步增长，但主业盈利能力欠佳，对政府补助及投资收益依赖较大。
- **刚性债务规模大。**余杭城建承担了较多政府性项目，随着项目建设及土地整理的持续推进，公司刚性债务规模快速增长，利息负担较重。
- **资产流动性一般。**余杭城建资产中土地整理成本及市政项目资产占比较高，非经营性占用资金规模大幅度上升，整体资产流动性一般。
- **对外担保规模较大，存在一定代偿风险。**余杭

城建对联营企业及其他区属企业或单位的担保增长较快，担保规模已达到很高水平，存在一定代偿风险。

➤ 未来展望

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



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

杭州余杭城市建设集团有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司前身为杭州余杭城市建设投资有限公司，成立于 2004 年 3 月，系由杭州市余杭区财政局出资 2 亿元组建的国有独资有限公司。2007 年经杭州市余杭区国有资产管理委员会办公室（简称“余杭区国资办”）《关于同意增加注册资本的通知》（余国资办[2007]83 号文）批准，通过股权划转、增资，公司获得杭州余杭供水集团有限公司、杭州余杭城市排水有限责任公司、杭州余杭区经济房项目建设有限公司等五家企业 100% 的股权，注册资本增至 6.87 亿元，同时控股股东变更为余杭区国资办，并变更为现名。

2010 年经余杭区政府办公室（余政办简复[2010]第 863 号）和余杭区国资办《关于同意将资本公积、未分配利润转增资本的批复》（余国资办[2010]160 号文）批准，该公司以资本公积及未分配利润转增注册资本 23.13 亿元，公司注册资本增至 30.00 亿元。2012 年 11 月，为进一步规范余杭区的国资管理，区政府办公室出具余政办[2012]288 号文，成立了余杭区国有资产管理领导小组办公室（简称“余杭区国资领导小组”）。公司股东自 2013 年起正式变更为余杭区国资领导小组，此后公司注册资本及股权结构未再发生调整。

该公司为余杭区重要的政府性项目投建主体之一，主要在余杭区进行土地开发整理、基础设施建设、国有资产经营管理等业务，现阶段主要承担余杭区下辖临平新城的开发建设职能。

2. 债项概况

2018 年 12 月，该公司注册额度为 16 亿元的中期票据申请获中国银行间市场交易商协会批准通过，注册文号为中市协注[2018]MTN729 号。2019 年 4 月，公司在注册额度内第一次发行了待偿还金额为 6 亿元的中期票据（19 余杭城建 MTN001）；本期为第二次发行，拟发行规模为 5 亿元，募集资金拟全部用于偿还公司有息债务，以改善融资结构。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	杭州余杭城市建设集团有限公司 2019 年度第二期中期票据
总发行规模:	16 亿元人民币

本期发行规模:	5 亿元人民币
本期债券期限:	5 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一期兑付
增级安排:	无

资料来源：余杭城建

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。全球经济增长承压，多国央行的货币政策相继宽松。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内经济增长有望保持在目标区间内运行。为缓释输入性风险和提高经济增长质量，我国对外开放水平进一步提高、供给侧结构性改革不断深化，经济基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，多国制造业景气度降至荣枯线以下，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位回落，美联储降息以应对就业及物价的潜在压力，美国的关税加征行为对其自身经济及全球经济的负面影响已有所显现；欧盟经济增长放缓，欧洲央行降息并重启资产购买计划，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济低迷，货币政策持续保持宽松状态，消费税的上调将进一步加大经济增长压力。除中国外的金砖国家悉数降息以缓解经济增长压力，其中印度经济增速大幅回落，以刺激房地产和外贸为代表的保增长政策效果有待观察；俄罗斯经济持续低速增长，同时面临来自美国的贸易冲突和经济制裁的双重挑战；巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下；南非经济虽有所恢复，但市场信心依旧不佳。

我国就业情况总体稳定、物价水平受猪肉价格影响涨幅有所扩大，经济增长压力加大且增速放缓至目标区间底部附近。我国消费新业态增长仍较快，汽车零售持续低迷拖累整体消费增长，促进消费增长政策的成效有待释放；在地产融资收紧及土地购置负增长影响下房地产投资增长放缓，贸易争端前景不确定及需求不足导致制造业投资不振，地方政府专项债资金加速投放及可作为重

大项目资本金使用的政策拉动基建投资增速回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响，但随外贸区域结构的不断调整而影响程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；随着减税降费逐步落地，工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的背景下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化，住房租赁市场迎来发展机遇期，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

为缓释输入性风险、对冲国内经济增长压力，我国供给侧结构性改革持续深入推进，各类宏观政策逆周期调节力度不断加码，协同合力确保经济的稳定运行。积极的财政政策加力提效，减税降费力度大且在逐步落实，促进了经济的稳定增长和经济结构的调整；地方政府债券发行进一步提速且使用加快，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策松紧适度，央行降准力度加大，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，更多地通过完善 LPR 形成机制等改革措施来降低实体经济融资成本。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，适时适度调整监管节奏和力度，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线；影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，实体融资增长保持在合理水平，债券市场违约风险明显改善。人民币兑美元汇率“破 7”是中美贸易摩擦过程中市场预期及事件冲击的共同结果，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

同时，我国自由贸易试验区扩容，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。人民币跨境结算量仍保持较快增长，在越来越多的主要经济体国债进入“负利率”及合格境外投资者投资额度限制取消的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在逆周期调节力度加码的对冲下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的进一步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴

随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

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

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断

增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不

增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

余杭区地理位置优越、交通便利。随着杭州市主城区不断北扩，余杭区区位优势及基础设施还会进一步得到提升。

杭州市是浙江省省会和经济文化中心，是长江三角洲中心城市之一，现辖上城、下城、江干、拱墅、西湖、高新（滨江）、萧山、余杭、富阳临安 10 个区，建德 1 个县级市，桐庐、淳安 2 个县。其中，余杭于 1994 年 4 月撤县设市，于 2001 年 3 月撤市设区并入杭州市，其下辖乔司、仁和、良渚和临平等 14 个街道，塘栖、径山和黄湖等 6 个镇，1 个国家级经济开发区“杭州余杭经济技术开发区（钱江经济开发区）”。截至 2018 年末，余杭区户籍人口 109.86 万人。

余杭区地处浙江省北部，位于杭嘉湖平原和京杭大运河的南端，西依天目山，南濒钱塘江，从东、北、西三面环绕杭州主城区，是杭州通往沪、苏、皖的门户。该区东西长约 63 公里，南北宽约 30 公里，总面积约 1228.23 平方公里。沪杭铁路、宣杭铁路、沪杭高速、杭宁高速、京杭大运河、钱塘江等水陆运输体系贯穿全区。此外，已开通运营的沪杭城际高速铁路、宁杭铁路客运专线和杭州轨道交通 1、2 号线均通过余杭区，拉近了余杭和杭州市主城区以及上海、南京等长三角地区重要城市的时空距离。根据规划，未来余杭区内还将新增 4 条轨道交通线，同时随着临平副城“三路一环¹”的开工建设，其与杭州市主城区之间的交通往来将更加快速和便捷。

由于杭州市主城区规模相对较小，受钱塘江、西湖以及西北部山脉等地理因素影响，东北方向是主城区的主要扩张方向之一。余杭区从东、北、西三面环绕杭州市主城区，后期发展空间较大。根据 2016 年 1 月国务院批复同意的《杭州市城市总体规划(2001-2020 年)》(2016 年修订)，杭州市延续了“一主三副六组团”的城市格局。其中，一主三副由主城、江南城、临平城、下沙城组

¹ 分别是秋石快速路余杭段、石大快速路余杭段、东湖快速路余杭段、临平环线快速路。

成，承担生活居住、行政办公、商业金融、旅游服务、科技教育、文化娱乐等功能，形成体现杭州城市形象的主体区域。六大组团分成北片和南片，北片由塘栖、良渚和余杭组团组成，南片由义蓬、瓜沥和临浦组团组成，功能主要在于吸纳中心城区人口及产业扩散，形成相对独立、各具特色、功能齐全的组合城镇。

余杭区积极发展现代服务业，主导的电子商务产业发展迅速，文化创意、文化旅游等产业也有良好的基础，拉动地区经济持续快速增长，整体经济实力居杭州市各区县前列。

近年来，余杭区着力构建“3+1”现代产业体系，大力发展都市农业、现代工业、现代服务业及文化创意产业，各项经济发展指标居杭州市下辖各区县市前列。2018 年全区实现地区生产总值 2312.45 亿元，按可比价计算，同比增长 11.2%。余杭区以转变经济发展方式为主线，稳步推进产业结构调整，从三次产业完成情况看，第一产业增加值 50.46 亿元，同比增长 1.7%；第二产业增加值 629.68 亿元，同比增长 5.9%；第三产业增加值 1632.30 亿元，同比增长 13.6%。经济结构持续优化，2018 年三次产业结构由上年的 3.0:32.5:64.5 调整为 2.2:27.2:70.6，第三产业比重较上年提高了 6.1 个百分点。2019 年上半年，余杭区实现地区生产总值 1170.05 亿元，同比增长 9.0%。

图表 2. 2016 年以来余杭区主要经济指标及增速

经济指标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1411.62	12.2	1695.13	12.0	2312.45	11.2	1170.05	9.0
第一产业增加值 (亿元)	50.04	1.5	50.45	1.2	50.46	1.7	25.42	1.8
第二产业增加值 (亿元)	477.86	4.1	551.41	5.4	629.68	5.9	310.64	2.6
第三产业增加值 (亿元)	883.72	18.1	1093.27	16.2	1632.30	13.6	833.99	11.5
规上工业增加值 (亿元)	329.27	5.0	384.96	7.6	431.40	7.0	-	-
全社会固定资产投资 (亿元)	1040.32	13.1	1123.30	8.0	--	10.0	-	5.3
城镇居民人均可支配收入 (元)	53215	8.0	57738	8.5	62819	8.8	34985	8.3
社会消费品零售总额 (亿元)	433.16	10.7	481.26	11.1	515.79	10.4	249.67	10.7
进出口总额 (亿美元/亿元)	53.22	-2.2	399.94	13.9	462.43	17.0	221.31	1.2
人均生产总值 (万元)	14.59	8.8	16.74	7.1	21.62	5.3	-	-
三次产业结构	3.5:33.9:62.6		3.0:32.5:64.5		2.2:27.2:70.6		-	

资料来源：余杭区国民经济和社会发展统计公报

注：进出口总额 2017 年以后单位为亿元

第三产业是余杭区核心产业，其中以电子商务、文化创意、旅游休闲等优势产业为主，对全区经济发展贡献显著。2018 年全区实现第三产业增加值 1632.30 亿元，同比增长 13.6%，其中信息经济（智慧经济）产业实现增加值 1340.87 亿元，增长 20.3%，占 GDP 比重为 58.0%。依托龙头企业淘宝，余杭区电子商务发展势头迅猛，当年成功举办了 2018 中国（杭州）跨境电商峰会，2018 年全区实现电子商务产业实现增加值 1192.23 亿元，增长 21%，消费升级

类商品增长明显；传统商贸物流继续保持较好增长，银泰城、余之城、亲橙里等综合体建成开业，全区实现社会消费品零售总额 519.79 亿元，增长 10.4%；截至 2018 年末，余杭区共有 A 级景区 14 家，其中 4A 级以上景区 7 家，2018 年全区共接待国内外游客 2134.41 万人次，同比增长 13.1%；实现旅游总收入 234.76 亿元，同比增长 16.0%

固定资产投资方面，近年来余杭区固定资产投资规模一直较大，且保持较快增长。2018 年余杭区完成固定资产投资额同比增长 10.0%，增速较上年提升 2 个百分点。从投资领域来看，基础设施投资方面，在“三路一环”²、崇贤至老余杭连接线（高架）、临平老城区有机更新等重点项目带动下，全年基础设施投资增长 24.7%，拉动固定资产投资增长 5.4 个百分点，其中交通运输业增长 20.9%，水利、环境和公共设施管理业增长 14.8%，全区城市功能不断完善，东西向快速路、迎宾大道北延隧道等工程，以及多条城市轨道交通开工建设，东湖高架路、秋石高架路余杭段及望梅高架路北段建成通车。项目投资方面，2018 年全区完成项目投资 349.62 亿元，其中续建项目完成投资 234.15 亿元，新建项目完成投资 115.47 亿元，全年已开（竣）工项目 388 个。

房地产市场方面，经历了 2016 年房地产市场高热以后，近两年余杭区商品房成交量有所下滑。2018 年余杭区房地产开发投资仍然保持快速增长但全区商品房销售呈“量缩价涨”态势。2018 年全区房地产投资增速为 10.3%，受杭州市摇号政策出台，市场观望情绪浓厚等因素影响，全年全区商品房成交面积有所下滑，当年共成交商品房 557.10 万平方米，同比下降 9.5%，其中住宅成交 43149 套，成交面积 487.1 万平方米，分别同比下降 3.9%和 3.6%。受益于区域经济、产业的快速发展，以及主城区房价过高造成的购房需求溢出，余杭区房产需求仍然较大，房产成交均价仍然保持增长，2018 年全区商品房成交均价 17834.82 元/平方米，同比增长 9.9%。

图表 3. 2016-2018 年余杭区房屋建设、销售情况

	2016 年		2017 年		2018 年	
	数据	增速（%）	数据	增速（%）	数据	增速（%）
商品房成交面积（万平方米）	701.19	51.0	615.80	-12.2	557.10	-9.5
商品房成交总价（亿元）	875.20	79.1	1000.20	14.3	993.57	-0.7
商品房成交均价（万元/平方米）	1.23	18.6	1.63	30.1	1.78	9.9

资料来源：余杭区国民经济和社会发展统计公报

受益于余杭区土地供应增加，2017 年全区土地成交规模较 2016 年大幅提升，2018 年余杭区土地供应仍然充足，但成交面积较上年小幅下降，主要系工业用地成交放缓。具体来看，2018 年度全区土地总成交面积 4598.98 亩，同比下降 4.68%。其中，住宅用地成交 2163.59 亩，同比增长 14.26%；工业用地成交 2000.69 亩，同比下降 13.31%。由于余杭区仍然为杭州市价格洼地，房企拿地热情较高，全年全区土地成交总价 444.09 亿元，同比增长 2.19%，其中住宅用地成交总价 378.01 亿元，同比增长 10.12%。2019 年 1-9 月，余杭区实现

² 秋石快速路余杭段、石大快速路余杭段、东湖快速路余杭段、临平环线快速路。

土地成出让面积为 3813.13 亩，较去年同期微增 0.86%，但出让总价较去年同期下降 10.72%至 343 亿元，主要系受地方楼市持续调控影响，住宅用地均价出现回落。

图表 4. 2016 年以来余杭区土地市场交易情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月	2018 年 1-9 月
土地出让总面积（亩）	2754.14	4825.03	4598.98	3813.13	3780.43
其中：工业用地出让面积（亩）	647.10	2307.89	2000.69	1513.04	1664.10
住宅用地出让面积（亩）	1720.04	1893.59	2163.59	2045.39	2028.29
商服用地出让面积（亩）	375.75	623.40	427.40	247.20	80.55
土地出让总价（亿元）	220.38	434.58	444.09	343.00	384.18
其中：工业用地出让总价（亿元）	2.98	9.89	10.61	14.20	8.75
住宅用地出让总价（亿元）	207.04	343.26	378.01	318.78	367.87
商服用地出让总价（亿元）	10.28	81.42	55.43	9.81	7.53
土地出让均价（万元/亩）	800.18	900.67	965.63	899.53	1016.23
其中：工业用地出让单价（万元/亩）	46.03	42.87	53.03	93.86	52.57
住宅用地出让单价（万元/亩）	1203.70	1812.76	1747.16	1558.53	1813.68
商服用地出让单价（万元/亩）	273.64	1306.07	1297.60	396.95	934.89

资料来源：Wind

由该公司负责开发建设的临平新城是余杭区“五城一基地”布局的重要组成部分，临平新城建设的持续推进可为公司业务增长提供支持。

近年来，余杭区在产业结构和空间结构方面做出了一系列重大调整。2012 年，余杭区区委区政府确立了集中资源要素，重点推进未来科技城（海创区）、杭州北部新城、高新企业城（杭州余杭经济技术开发区）、乔司国际商贸城、临平新城、仁和先进制造业基地“五城一基地”六大产业平台建设的发展方向，以此带动其他区域发展，最终实现余杭区城市发展和产业发展并进的格局。

2016 年 3 月发布的《杭州市余杭区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》重新调整了区域经济发展布局，即以临平创业城、未来科技城、良渚文化城为主要载体，以艺尚小镇、梦想小镇、梦栖小镇等创新创业小镇为研发孵化核心，以周边经提升改造后的特色产业园为产业加速器，形成“以城兴产、以产促城、产城人融合协同发展”的都市型工业梯级成长格局。具体而言，临平创业城以艺尚小镇为建设重点，定位于发展智能制造、时尚产业和电商服务；良渚文化城拥有五千年良渚文化遗址，以梦栖小镇为建设重点，定位于发展文化创意、工业设计、智能硬件等智能产业；未来科技城，以梦想小镇建设为重点，定位于发展信息软件服务业和电子商务服务业等“互联网+”产业。

在余杭区“五城一基地”的发展布局中，临平新城位于杭州市主城区东北部，是杭州接轨上海、融入长三角的门户和枢纽，区域总面积为 83.92 平方公里，具体范围为南苑街道、乔司街道（除乔司国际商贸城外）、星桥街道、临平街道（除余杭经济技术开发区外）和东湖街道的行政区域。现阶段的重点建设区域面积约 25 平方公里，包括核心区 9.40 平方公里、西区块 4.42 平方公里以及地铁沿线（即南区块）11.27 平方公里。临平创业城位于规划的临平新

城范围内，其中艺尚小镇总面积 3 万平方公里，将空间格局划分为“一中心三街区”，一中心是指文化艺术中心，三街区分别是时尚文化街区、时尚历史街区和时尚艺术街区。艺尚小镇紧邻杭州四季青、乔司服装加工区和海宁皮革城，产业集聚效应明显。

2012 年 9 月，临平新城开发建设管理委员会（以下简称“新城管委会”）正式成立，同年 12 月，临平新城完成整体规划，进入全面开发阶段。目前，临平新城核心区主干路网全面贯通，余杭高铁站投入使用，未来随着“三路一环”建成通车，临平新城至杭州主城以及周边城市的时空联系将更为紧密。产业发展方面，2015 年临平新城以建设“艺尚小镇”为契机，积极推进专业电商园区、中国艺尚中心、华东珠宝首饰城等项目，2016 年艺尚小镇正式开园并逐步展开招商引资工作，同年产业互联网小镇启动开发，目前时尚、产业互联网、电商已成为临平新城重点打造的三大支柱产业。

2. 业务运营

该公司业务主要涉及城市基础设施建设、土地开发、供排水和房地产等方面，且在余杭区相关领域内处于主导地位。近年来公司重点从事临平新城范围内的城市基础设施建设和土地开发业务，受益于土地出让规模的上升，公司营业收入稳步增长。

该公司是余杭区城市基础设施建设、土地开发及市政公用事业运营的重要主体，业务涉及基础设施建设、土地整理、供排水和房地产业务等。近年来，公司营业收入保持持续增长态势，2016-2018 年分别为 24.02 亿元、26.92 亿元和 31.89 亿元。近年来公司土地整理业务收入持续快速增长，近三年年均复合增长率为 48.93%，为公司营收的主要来源；公司供排水业务在余杭区具有一定垄断优势，近年来该项业务收入保持平稳，占营业收入总额的比重维持在 20%左右；公司房地产业务收入规模易受项目结转周期影响，2016 年由于瓶窑区块安置房完工交付，当年房产销售规模较大。2019 年上半年度，公司实现营业收入 15.67 亿元，较去年同期增长 22.63%，仍主要来自土地整理和供排水业务。

图表 5. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年度	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
营业收入	24.02	100.00	26.92	100.00	31.89	100.00	19.70	100.00
土地开发	8.81	36.68	15.72	58.39	19.54	61.27	15.67	79.49
供排水 ³	6.09	25.35	6.03	22.42	6.74	21.14	3.34	16.94
房地产销售 ⁴	8.11	33.76	4.09	15.18	4.19	13.15	0.03	0.16
其他	1.00	4.16	1.08	4.01	1.41	4.43	0.67	3.42
毛利率	23.07		19.04		24.21		27.85	

³含供水、排污和供水管网安装及修理收入。

⁴房地产销售收入包括经济适用房销售收入和商品房销售收入。

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年度	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
土地开发		46.02		35.34		40.00		40.00
供排水		-10.88		-14.10		-16.25		-11.03
房地产销售		29.85		30.64		40.91		-337.05
其他		-27.09		-76.88		-50.62		-45.44

资料来源：余杭城建

(1) 城市基础设施建设

该公司是余杭区城市基础设施项目的建设主体之一，承接项目以市政道路为主。2012 年以前，公司承担了全区范围内的基础设施建设。2012 年以后，由于余杭区发展规划的调整，公司将业务重心转移至临平新城，现阶段主要从事临平新城 25 平方公里重点区域的基础设施建设，同时也承接临平新城以外的部分余杭区重大基建项目。

该公司市政道路建设业务由下属子公司杭州余杭基础设施建设有限公司负责。在具体操作中，公司根据余杭区政府每年下达的任务安排项目建设，通过招投标确认施工单位，聘请监理机构对工程进行监理，同时对项目质量、进度和安全进行全程监控，根据工程进度支付工程款，并持有建成后的基础设施资产。公司未就市政道路建设项目与余杭区政府签订回购协议，余杭区财政每年向公司拨付一定资金⁵，但尚无法完全覆盖项目支出。

2016-2018 年，该公司分别完成以市政道路为主的基础设施投入 8.80 亿元、11.20 亿元和 12.26 亿元，同期获得财政专项拨款分别为 1.78 亿元、1.80 亿元和 0.08 亿元。2018 年公司主要投资水汀东湖、临丁路三期、东湖绿道、文正街、永玄路、西安路二期及迎宾大道改造提升等数十个项目，并新增羊头坝港整治工程、天华路、人武部民兵训练基地提升工程、华丰路（乔司段）等项目；截至 2018 年末，在建的市政道路工程账面余额为 60.94 亿元，累计已转入固定资产的市政道路年末账面价值为 26.16 亿元。2019 年上半年度，公司完成市政道路建设投入 7.97 亿元，同期获得财政专项建设资金为 0.16 亿元。

此外，该公司还负责西溪湿地三期工程项目建设，项目建设主体为子公司杭州西溪国家湿地公园三期工程有限公司。西溪湿地三期工程位于余杭区五常街道辖区范围内，是余杭区政府于 2007 年启动的重大投资项目，规划面积为 3.15 平方公里，项目以保护、改善区域生态环境为立足点，主要建设内容包括：生态项目建设工程⁶、景区建设工程⁷、农居安置工程⁸和基础及服务配套设施⁹四

⁵挂账于专项应付款。

⁶主要包括污水控制工程、引水工程、河塘水系疏通清淤工程、拦截水土流失的生态工程、净化富营养化生态工程、生物多样性恢复工程、新型生态农业系统工程等。

⁷建设湿地自然景观区和民俗体验区，恢复洪园隐秀、五常龙舟、观音庵、烟渚觅渡、曲港棹幽、幔芦寻幽、返朴得趣、水乡遗韵、博雅墨新、花屿溢香等自然景观和人文景观。

⁸满足三期综合保护区块及安置点拆复建居民安置的需要。

⁹基础配套设施主要包括公路、道路、桥梁、航道、水、电、燃气等；服务配套设施包括游客中心、停车场、出租车停靠站、游船码头、电瓶车服务站、旅游商业网点等。

部分。

根据项目批复，西溪湿地三期工程项目的建设资金由财政全额承担。在具体操作上，项目建设前期先由财政投入资本金，该公司在此基础上通过外部融资解决部分建设资金，后期余杭区政府通过出让五常管委会区域内的 1800 亩商住综合用地的方式来偿还外部融资和补充建设资金。目前该项工程除农居安置工程仍有少量项目在建外，其他建设工作已基本完成，截至 2019 年 6 月末，公司共投资资金 168.95 亿元，累计获得财政专项拨款 92.63 亿元。

（2）土地一级开发

该公司为余杭区重要的土地一级开发主体，余杭区政府每年对公司下达土地开发计划，具体业务主要由本部和下属的杭州临平新城开发建设有限公司负责实施。根据余政发[2012]87 号文等文件，区政府委托公司对余杭区中心区域的临平街道（除经济开发区范围外）、南苑街道、东湖街道和星桥街道进行一级开发，开发完成后交由区国土部门挂牌出让，如无特殊约定，出让收入扣除规定上缴的规费和区政府确定的专项提存项后的 34.2%由区政府统一安排使用，65.8%拨付给公司。土地出让前发生的征地和拆迁补偿支出、土地开发支出、安置房建设支出等费用在区政府分配给各乡镇（街道）及公司的部分中列支；土地出让金中按规定上缴的规费和区政府确定的专项提存项在区财政留成部分中列支。在实际业务中，公司通常在收到出让地块相应的全部出让金返还后方确认该地块的土地出让收入，已收到尚未确认收入的部分计入“其他应付款”。

近年来，该公司土地开发范围主要为临平新城重点建设区域的相关区块，具体包括海宁合作区块、星桥南星社区、联胜社区、海宁许村镇胜利前进区块、南星城中村改造等；此外，公司土地开发业务还包括杭州市地铁 1 号线工程余杭区 5 个站点周边土地开发¹⁰等。2016-2018 年，公司完成土地开发投资分别为 20 亿元、25 亿元和 17 亿元，完成土地开发面积分别为 2820 亩、3654 亩和 1937 亩；同期公司实施开发整理并产生收益的土地面积分别为 424.04 亩、662.24 亩和 358.86 亩，收到财政拨付的土地出让返还款分别为 7.03 亿元、30.64 亿元和 90.56 亿元，其中 2017 年随着公司土地出让面积的增加，资金回笼规模显著增长，2018 年资金回笼规模进一步提升，一方面由于以前年度出让地块部分资金于当年回笼，另一方面系当年收到财政预拨的用于偿债的土地出让返还款 36.90 亿元。

目前，该公司在开发地块面积为 3115 亩，截至 2019 年 6 月末，累计已投资约 114 亿元，尚余 10.86 亿元待投资；同期末，公司已完成开发待出让的土地面积为 372 亩，累计已投资 14.88 亿元。临平新城区域范围内待开发土地面积仍然较大，可为公司土地开发业务的后续增长提供较有力的支撑。但土地出让受区域土地市场和招商引资的影响较大，且出让金返还具有一定滞后性。因

¹⁰该公司原从事地铁 1 号线余杭区 6 个站点周边土地的开发，其中的乔司南站因位于临平新城以外，自 2013 年起已不在公司的土地开发业务范围内。

此，随着临平新城土地开发的不断深入，公司面临的资金压力将有所上升。

图表 6. 2016 年以来公司土地开发业务开展情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
土地出让面积（亩）	424.04	662.24	358.86	509.00
土地出让金（亿元）	9.05	89.30	63.89	54.60
公司可获得的土地出让款项（亿元）	8.81	57.64	43.90	34.97
公司实际收到的土地出让款项（亿元）	7.03	30.64	90.59	17.49

资料来源：余杭城建

（3）供排水业务

该公司供排水业务主要由子公司杭州余杭水务控股集团有限公司（简称“余杭水务”，原名为杭州余杭水务有限公司）负责。余杭水务经营范围包括余杭区供排水基础设施建设管理、自来水供应管理、城市污水收集处理运营管理、供排水设备和物资的供应、水质化验和供水计量检测等服务。

供水方面，截至 2019 年 6 月末，余杭水务供水区域约 966 平方公里，涉及余杭区 6 个乡镇、14 个街道，占余杭区总面积的 79.20%，日供水能力 80 万吨，拥有供水管道总长 9291 公里（DN80 以上管道长 3327 公里），目前余杭水务已基本实现了一户一表管理，直接结算的供水水表户为 32 万户。排水方面，余杭水务污水收集管道长 913 公里，城乡污水集中处理率为 95.43%。在供排水基础设施建设方面，近年来余杭水务陆续投资建设了临平污水一期、仁和水厂二期等项目，2016-2018 年和 2019 年上半年，公司完成供排水基础设施建设投资分别为 5.31 亿元、6.40 亿元、7.33 亿元和 5.84 亿元。

2016-2018 年及 2019 年上半年，该公司供排水业务收入分别为 6.09 亿元、6.03 亿元、6.74 亿元和 3.34 亿元，同期毛利率分别为-10.88%、-14.10%、-16.25%和-11.03%，持续处于亏损状态。余杭区财政每年给予公司供排水业务一定的补贴或拨款¹¹，其中补贴主要用于弥补供水业务每年产生的经营亏损，拨款主要用于供排水基础设施建设的资金支出，2016-2018 年和 2019 年上半年，余杭水务分别获得财政拨付 1.17 亿元、2.14 亿元、1.43 亿元和 3.16 亿元。

图表 7. 2016 年以来公司供排水业务开展情况

	售水总量 (亿吨)	自来水产值 (亿元)	污水处理量 (亿吨)	污水处理费 (亿元)	供水管道建设费 (亿元)	安装维修产值 (亿元)
2016 年	1.53	3.23	0.81	1.69	1.24	0.77
2017 年	1.65	3.47	0.93	2.25	1.34	0.73
2018 年	1.78	3.75	1.02	2.51	1.29	0.95
2019 年上半年	0.85	1.79	0.60	1.14	0.39	1.16

资料来源：余杭城建

供排水价格方面，2016 年 12 月，由余杭区物价局、财政局及住建局联合

¹¹供排水工程财政拨款计入“递延收益”科目。

发布的《关于调整余杭区居民生活污水处理收费标准的通知》规定，自 2017 年 1 月 1 日起，临平城区（包括临平、东湖、南苑街道）居民污水处理费标准由此前的 0.70 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，西部四镇(径山、黄湖、鸬鸟、百丈镇)由此前的 0.40 元/立方米调整为 0.65 元/立方米，其他地区由此前的 0.40 元/立方米调整为 0.95 元/立方米。此后，余杭区水价未有变更。

图表 8. 余杭区供排水价格表

供水类别			供水价格 (元/立方米)	污水类别	污水处理费 (元/立方米)	到户价格 (元/立方米)
居民生活用水	阶梯一	0-216（含）	1.90	居民生活污水	0.95（其他地区） 0.65（西部四镇） 径山镇、黄湖镇、 鸬鸟镇、百丈镇。	2.85（其他地区） 2.55（西部四镇）
	阶梯二	216-300（含）	2.85			3.80（其他地区） 3.50（西部四镇）
	阶梯三	300 以上	5.70			6.65（其他地区） 6.35（西部四镇）
	合表居民用户和执行居民水价的非居民用户		1.95			2.90（其他地区） 2.60（西部四镇）
非居民生活用水	非经营性用水		2.30	非工业污水	1.75	4.05
	经营性用水	商业服务业		非工业污水	1.75	4.05
		一般工业企业、建筑业		工业污水	2.05	4.35
		高污染企业（暂未执行）			2.45	4.75
特种用水			5.00	非工业污水	1.75	6.75

资料来源：余杭城建

(4) 房地产业务

该公司房地产业务涉及房产项目类型主要为保障房及商业房产，其中保障房业务的开展主要依托子公司杭州余杭区保障房建设有限公司（简称“余杭保障房”）进行，余杭保障房成立于 2004 年 10 月，为余杭区唯一一家承担政府保障性住房开发建设职能的企业，具备国家房地产开发企业一级资质，从事的保障房物业形态包括经济适用房、廉租住房、人才专用房和外来务工人员公寓等；商业房地产业务主要开发主体为子公司杭州南苑房地产开发有限公司（简称“南苑地产”）和杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司（简称“地铁上盖物业开发公司”）。

该公司保障房业务运作模式为：余杭区房改办确定购买者和可购面积。购房者购买面积中核定部分按区物价局核定的经济适用房价格（通常在核定建设成本的基础上加成 5%）购买，超面积部分价格由区物价局另行核定。经济适用房由公司按核定售价直接向特定购房者销售，首付比例通常为 20%-30%，剩余售房款的回款周期一般为 3-10 个月，资金回笼存在一定滞后性。公司近年来陆续投建了余杭直街保障房、塘栖保障房和瓶窑区块安置房等，目前均已完工并交付，截至 2019 年 6 月末，上述项目累计投资 5.16 亿元，累计已回笼资金 4.84 亿元，目前暂无在建及拟建保障房项目。

2016-2018 年，该公司商业房产销售收入主要来自南苑地产开发的大美公寓、毓秀家园和发展大厦，上述项目投资已于 2013 年之前全部完成，同期分别实现销售收入 4.05 亿元、2.40 亿元和 1.24 亿元，截至 2018 年末已完成销售 1312 套，剩余 60 套，投资风险基本释放。2019 年初，余杭区政府对部分区属国有资产进行清算处置，同年 4 月，杭州南苑控股（集团）有限公司（简称“南苑控股”）对子公司南苑地产减资方案获批通过，南苑控股对南苑地产减资 0.20 亿元（占南苑地产 51% 股权），减资后南苑控股不再持有南苑地产股权，南苑地产按净资产的 51% 扣除实收资本后以利润分配方式支付给南苑控股；根据杭州恒升资产评估有限公司出具的资产评估报告（杭州恒升评报字[2018]第 105 号），截至 2018 年 8 月 31 日（评估基准日），南苑地产净资产评估值为 5.21 亿元，经过利润调整以及扣除已售物业评估增值后¹²，合计需分割的净资产为 5.27 亿元，按照协议约定分配方案，本次减资公司共计确认投资收益 1.63 亿元。

此外，该公司于 2010 年通过土地竞拍获得翁梅站上盖物业开发权，由地铁上盖物业开发公司负责开发建设，计划分三期滚动开发，一期项目为翁梅站上盖商业综合体项目，目前已完工并对外出租，三期为艺郡府商住项目，目前已开始预售，二期项目尚未制定开发计划。其中翁梅站上盖商业综合体项目为沿临平迎宾路东西两侧共两栋建筑，总建筑面积 19.40 万平方米（含地铁站房 1.21 万平方米），其中地上 6 层 6.95 万平方米，地下 2 层 2.67 平方米，公司于 2011 年 8 月开工建设，并于 2017 年 4 月完成竣工备案，截至 2019 年 6 月末累计已投资 17.8 亿元；公司通过对外出租实现资金回笼，目前东侧综合体整栋出租给杭州乾唐商业经营管理有限公司（简称“乾唐商业”），租赁期为 2017 年 12 月 1 日至 2032 年 11 月 30 日，合计可实现租金收入 2.23 亿元，2018 年实现租赁收入 532.43 万元；西侧综合体整栋出租给杭州迪鑫投资有限公司，租赁期为 2021 年 8 月 19 日至 2036 年 8 月 18 日¹³，合计可实现租金收入 3.60 亿元。艺郡府商住项目包括 13 栋住宅和 3 栋配套商业，总建筑面积 11.11 万平方米，共建设 89 平方米三室户型 472 套，120 平方米四室户型 280 套，商业面积 0.27 万平方米，地下车位 769 个，该项目计划总投资 12.5 亿元，截至 2019 年 6 月末累计已投资 7.98 亿元，预计将于 2019 年底完成建设；公司拟对外销售回笼建设资金，项目住宅、配套商业及车位预估收入规模为 18.5 亿元，公司已委托绿地控股集团（浙江）房地产开发有限公司全面负责艺郡府项目代销工作，2019 年 1 月开始预售，截至 2019 年 6 月末累计已回笼资金 8.06 亿元。

除上述项目外，该公司在余杭区和深圳市有多处自有房产用于对外出租，物业类型涵盖住宅、商铺、办公楼、商业用房和厂房等类型，可租面积为 41 万平方米，已出租面积约 40 万平方米，2016-2018 年分别实现租赁收入 0.82 亿元、0.81 亿元和 0.91 亿元。

¹² 2018 年 9 月起至分割日（2019 年 2 月 28 日）南苑地产净利润调整净资产 551.27 万元，同期已售物业评估增值为 19.40 万元。

¹³ 装修期为 2019 年 2 月 19 日至 2020 年 2 月 18 日，免租期为 2020 年 2 月 19 日至 2021 年 8 月 18 日。

（5）其他业务

该公司还有代建工程、物业管理、机动车停放收费和道路广告等业务，由于收入规模较小，对公司营收影响不大。

管理

该公司产权结构清晰，建立了完善的法人治理结构，并根据业务管理需要制定了内部管理制度，经营管理各环节的主要风险能够得到基本控制。

1. 产权关系与公司治理

（1）产权关系

该公司为国有独资公司，截至 2019 年 6 月末余杭区国资领导小组持有公司 100%的股权。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

作为余杭区城市建设的重要项目运作载体，余杭区政府对该公司的管控力度较强。公司高管任命、各年度经营安排、投融资等重大事项均需区政府批准。另外，公司还在区政府的安排下对其他区属企业或单位提供担保及资金借用等。临平新城规划出台后，新城管委会受托对公司在临平新城范围内的业务开展行使监管职能。

该公司不设股东会，由余杭区国资领导小组行使股东会职权。公司设有董事会、监事会，由总经理负责日常管理。公司对董事会、监事会的权利和义务、人员组成、职责权限及议事规则，以及总经理的职责权限等做出了必要的规定。公司董事会成员及高级经营管理人员由余杭区政府选派任命，监事会成员由余杭区国资领导小组委派，职工董事、职工监事由公司内部选举产生，业绩考核由余杭区国资领导小组组织实施。公司高级管理人员来自于水务、市政建设、经济房开发等领域，具有多年的相关行业从业经历，经营管理经验丰富。

（3）主要关联方及关联交易

关联交易管理方面，该公司规定了集团财务部为关联交易的归口管理部门；根据实际业务需要，集团公司相关职能部门和子公司负责提出关联交易计划，报集团公司财务部审核，财务部负责人、集团审核签字后，报董事会审议批准，集团公司财务部备案，关联交易合同或协议一经确定，各关联公司需严格按照合同或协议规定的交易条件进行交易；各单位财务部每半年将《关联交易明细表》报送至集团公司财务部进行汇总并编制集团公司《关联交易明细表》，交集团公司财务部负责人审核确认。

该公司与关联方之间的交易主要包括房产租赁、资金往来、借款担保等。

房产租赁方面，公司向关联方出租房产，2016-2018 年确认的收入分别为 90.79 万元、2.20 万元和 769.07 万元；关联担保方面，2018 年末公司为关联方提供担保余额为 2.66 亿元，其中为杭州余杭惠农投资建设有限公司（简称“惠农投资”）提供的担保余额为 2.64 亿元；资金拆借及往来方面，2018 年末公司应付关联方资金余额为 16.66 亿元，主要系应付惠农投资拆借款 16.25 亿元，应收关联方资金余额 28.40 亿元，主要包括惠农投资和余杭区国有资产管理领导小组办公室拆借款，分别为 21.40 亿元和 6.97 亿元。

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理的需要设置了相应的职能部门，主要包括办公室、财务部、项目管理部、投资发展部和人力资源部等。各部门职责分工明确，协作顺畅，较好地实现了对资金、投融资、项目建设以及人力资源等的统一管理。公司组织架构详见附录二。

（2）管理制度及水平

该公司根据自身经营特点制定了相关经营管理制度，基本能够覆盖公司重大层面的管控。

在财务管理方面，该公司制定了相应的财务管理制度，对财务人员、会计核算原则、现金管理、票据管理、内部审计等多个方面做出了规定。公司通过健全内部岗位职责、规范工作流程和权限管理等措施，保障资金使用的安全性。

在对外担保方面，该公司结合自身承担着余杭区城市基础设施及市政公用事业项目投资、融资任务以及作为国有独资公司的特点，制定了相应的担保制度。公司明确了以下原则：所有子公司担保必须报母公司审批后方可提供；为合并范围以外企业提供担保，金额在 1.00 亿元（含 1.00 亿元）以下的由余杭区国资领导小组审批；金额在 1.00 亿元以上，由余杭区国资领导小组审核后报区政府审批。以上条款在实际操作中得到了严格的执行。

在项目管理方面，该公司项目管理部主要负责项目的前期筹备及监督、协调下属子公司工程项目管理工作，从事项目建设的子公司具体对工程建设全过程或分阶段进行专业化管理和服务活动。具体操作中，公司通过执行专家论证制，加强工程的前期工作；通过推行工程全程跟踪审计，以保证工程质量；通过强化项目人员的安全生产意识，以保证工程实施人员的安全。

在对子公司管理方面，下属子公司负责人均由母公司任命和考核。考核的具体实施由母公司人力资源部负责牵头协调，考核采取业绩考核和民主评议相结合的方式。其中业绩考核的内容涉及经营目标任务考核、工程建设管理考核和内部管理考核等。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的公司本部 2019 年 9 月 19 日、子公司杭州余杭地块上盖物业开发有限公司（简称“南苑控股”）2019 年 9 月 24 日及子公司杭州余杭基础设施建设有限公司（简称“基础公司”）2019 年 9 月 24 日的《企业信用报告》，近三年公司本部及子公司南苑控股和基础公司未发生违约情况。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2019 年 10 月 29 日信息查询结果，该公司本部不存在异常情况。

财务

随着项目建设的推进，加之与区属企业资金拆借频繁，该公司负债规模快速扩张，目前刚性债务已集聚较大规模。2019 年上半年度，公司获得财政大额资金拨付，权益资本实力进一步增强，期末负债经营程度有所下降。近年来，公司主业资金回笼明显加速，且 2018 年收到财政预拨的土地出让款项，当年公司经营活动现金呈大额净流入。目前公司在持现金类资产充裕，可为即期债务偿付提供一定支持。公司资产中土地开发及基础设施建设成本占比较重，且非经营性占用资金规模大幅度上升，整体资产流动性一般。

1. 公司财务质量

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年和 2017 年财务报表进行了审计，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2017 年杭州余杭信辰达投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“信辰达”）因注销不再纳入合并范围。2018 年公司新增 3 家子公司，其中通过股权转让方式获得杭州余杭艺睿建设有限公司（简称“艺睿建设”）83.33%股权¹⁴，通过新设新增 2 家，分别为杭州嘉澍投资有限公司和杭州嘉澍市政工程设计有限公司；同年减少 1 家子公司，主要系无偿划出子公司杭州南苑农业开发有限公司。2019 年上半年，孙公司南苑地产因被减资而不再纳入合并范围。截至 2019 年 6 月末，公司合并范围子公司共计 20 家，其中二级子公司 11 家。

南苑地产为该公司商品房业务运营主体之一，目前仅有部分尾盘在售且未有新开发楼盘，其不再纳入合并范围对公司账面影响有限。截至 2018 年末南苑地产资产总额为 2.31 亿元，净资产 2.03 亿元，2018 年实现营业收入为 1.39 亿元。

¹⁴ 该公司与杭州盛睿投资合伙企业（有限合伙）（简称“盛睿投资”）签订《股权转让协议》，公司支付对价 0.50 亿元取得盛睿投资持有的艺睿建设 83.83%股权，截至 2018 年末款项已支付完毕，购买日（2018/7/13）艺睿建设净资产为 0.6 亿元。

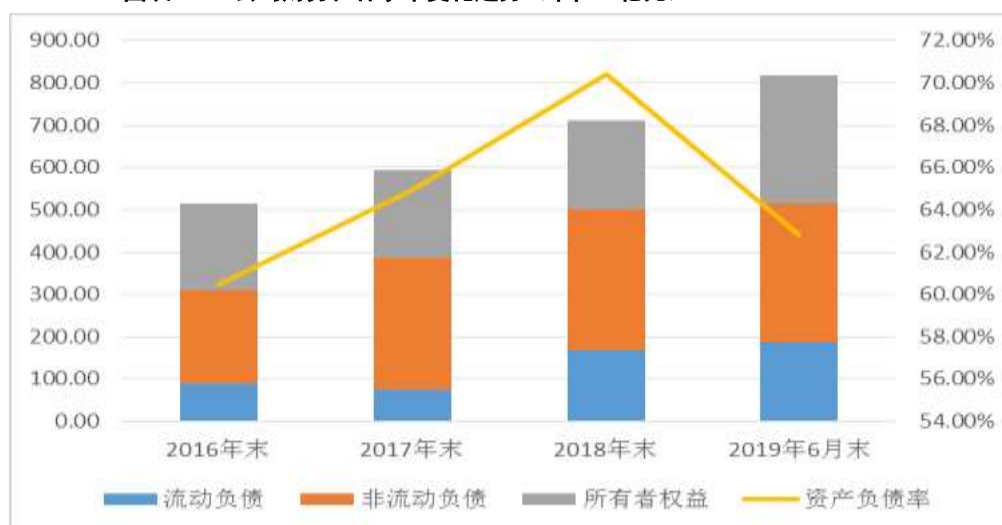
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

随着项目建设及土地整理的推进，该公司的负债规模不断扩大，目前财务杠杆已偏高。2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司负债总额分别为 311.24 亿元、386.39 亿元、500.84 亿元和 514.11 亿元，同期资产负债率分别为 60.45%、64.95%、70.40%和 62.82%。

图表 9. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



资料来源：余杭城建

该公司债务期限结构偏长期，2016-2018 年末公司长短期债务比分别为 255.46%、408.89%和 195.96%，其中 2018 年出现下滑主要系较多长期借款步入偿付周期，年末流动负债大幅增长所致。从债务构成看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款、其他应付款（不含带息债务部分）、专项应付款和递延收益构成，2018 年末余额占负债总额的比重分别为 55.83%、2.30%、3.84%、18.94%、15.62%和 3.30%。年末应付账款余额为 11.54 亿元，主要为尚未结算的工程款；预收账款余额 19.21 亿元，主要系预收保障房销售款及预收土地款等，2018 年由于收到预付的供水工程建设安装费用，同比增长 21.59%；其他应付款余额 94.85 亿元（不包括计入带息债务部分），主要为公司已收到尚未确认收入的土地出让款¹⁵，以及押金保证金、教育基金及保障性住房资金等，2018 年公司收到土地出让金返还 90.59 亿元（含用于化解债务提前拨付的土地出让金 39.6 亿元），年末余额显著扩大；专项应付款余额为 78.21 亿元，主要为财政拨付的项目建设资金¹⁶，同比增长 10.86%，主要系艺

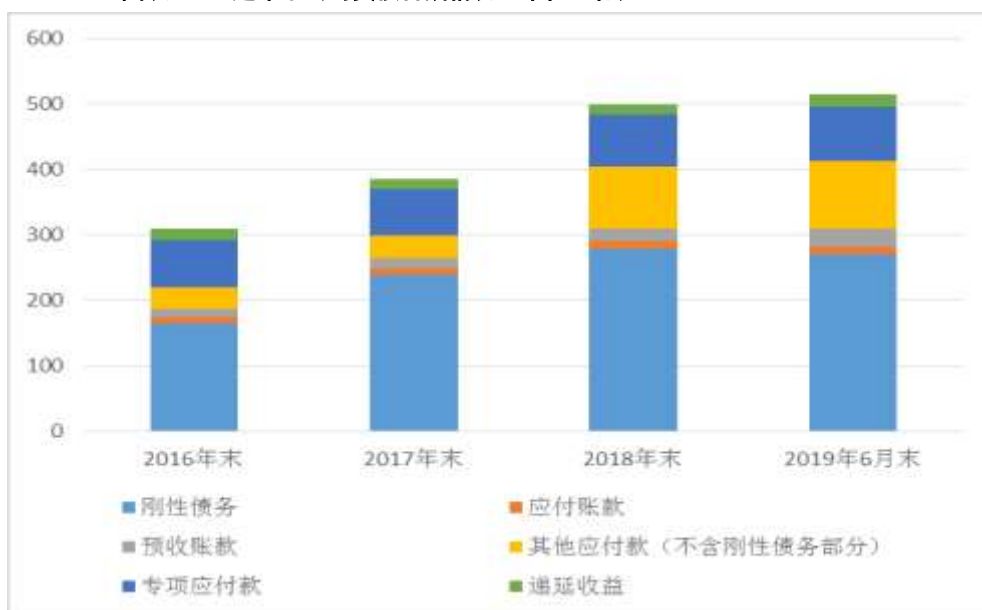
¹⁵ 公司土地出让后，土地出让返还款陆续到账，全部款项到位后确认收入，先到账的部分款项挂账“其他应付款”。

¹⁶ 根据余杭区财政局《关于明确政府拨款性质和账务处理的决定》规定，公司收到的政府性工程项目建设专项资金应计入“专项应付款”核算，待项目完工后再明确产权归属。2018 年末，专项应付款中 51.36 亿元为政府拨付的用于杭州西溪国家湿地公园三期工程的专项建设资金。

睿建设并入公司后增加余杭区文化艺术中心项目财政拨款 6.44 亿元；递延收益 16.53 亿元，主要系公司收到的供排水工程补助款¹⁷。

2019 年 6 月末，该公司负债总额较上年末微增 2.65%至 514.10 亿元，增量主要来自预收账款及其他应付款。其中因艺郡府销售款增加，预收账款较上年末增长 43.29%至 27.53 亿元；因对区属企业拆借款项增加，其他应付款（不含刚性债务）较上年末增长 9.68 亿元至 104.53 亿元。此外，2019 年 4 月，公司本部发行了规模为 6 亿元的中期票据（19 余杭城建 MTN001）和规模为 6 亿元的私募债券（19 余杭 01），余杭水务发行了规模为 10 亿元的私募债（19 余杭水务），同期公司将以前年度收到的 49.21 亿元的政府置换债务款归还财政，公司刚性债务仍较上年末减少 10 亿元至 269.63 亿元。

图表 10. 近年来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：余杭城建

B. 刚性债务

2016-2018 年末，该公司刚性债务余额分别为 164.44 亿元、238.94 亿元和 279.62 亿元，呈快速增长态势。同期末所有者权益对刚性债务的比率分别为 123.84%、87.28%和 75.32%，净资产对全部债务的覆盖程度持续降低。根据公司提供数据，2019 年下半年、2020-2022 年公司待偿还债务规模分别为 14.31 亿元、36.38 亿元、51.60 亿元和 52.00 亿元，中短期内偿债压力不断上升。

从融资渠道来看，该公司主要通过金融机构借款、债券直融、政府置换债务资金拨付及第三方机构借款进行融资，2018 年末余额占刚性债务总额的比重分别为 34.69%、35.59%、20.62%和 7.51%。其中金融机构借款（含一年内到期部分）余额 93.54 亿元，主要为银行借款，以及少量信托及融资租赁借款，期限以中长期为主，年利率处于 4.35%-6.98%区间；从借款方式看，以保证借

¹⁷ 2014 年因会计政策调整，年度会计报表中公司供排水工程收到的财政专项拨款由“其他非流动负债”转至“递延收益”科目反映。但在季度会计报表中，仍在其他非流动负债科目反映。

款及抵质押借款为主，其中保证借款余额 49.86 亿元，担保单位主要为公司本部、杭州余杭经济开发建设有限公司以及杭州余杭交通集团有限公司等余杭区内其他国资企业，抵质押借款（含质押及保证借款）余额 42.34 亿元，抵质押物主要为存货及投资性房地产。应付债券（含一年内到期的应付债券）余额为 95.97 亿元，较上年末大幅增加 39.70 亿元，主要系 2018 年公司发行了多期债券（18 余杭城建 MTN001、18 余杭城建 PPN001、18 余杭城建 PPN002 和 18 余杭城建 PPN003）。政府债务置换资金 55.61 亿元（入账“长期应付款”），年利率区间为 2.58%-4.04%，公司置换的政府性债务资金已全部到位。第三方机构借款为惠农投资向公司提供的 16.25 亿元借款¹⁸，利率为 4.145%，期限 25 年；杭州临平城区综合改造有限公司向公司提供的 14 亿元拆借资金（入账“其他应付款”），利率根据协商每年调整，2018 年度为 4.84%。

2019 年 6 月末，该公司刚性债务较上年末微降 3.57%至 269.63 亿元，减量主要来自长期应付款。2019 年上半年度，公司归还了财政以前年度收到的政府置换债务款项 49.21 亿元，长期应付款较上年末下降 69.31%至 22.05 亿元，同期公司通过金融机构筹集资金，长短期借款合计增加 20 亿元；此外，公司本部及子公司水务集团发行债券资金到位，应付债券增加 22 亿元至 112.91 亿元。

图表 11. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 余城建债	13	7	7.00	2014 年 3 月	附本金提前偿还条款
15 余城建设 MTN001	6	5	3.95	2015 年 12 月	正常付息
16 余城建设 MTN001	5	5	3.45	2016 年 3 月	正常付息
16 余城建	10	5 (3+2)	3.50	2016 年 10 月	附投资者回售条款和 发行人票面利率选择 权条款
17 余杭城建 MTN001	10	5	4.89	2017 年 7 月	正常付息
17 余杭城建 MTN002	10	5	5.00	2017 年 10 月	正常付息
18 余杭城建 MTN001	10	5	6.12	2018 年 1 月	正常付息
18 余杭城建 PPN001	10	5 (3+2)	6.20	2018 年 3 月	正常付息
18 余杭城建 PPN002	5	5 (3+2)	6.08	2018 年 6 月	未到付息期
18 余杭城建 PPN003	20	5	4.98	2018 年 12 月	未到付息期
19 余水务	10	5 (3+2)	4.60	2019 年 4 月	公司本部提供不可撤 销连带责任担保
19 余杭 01	6	5	4.80	2019 年 6 月	未到付息期
19 余杭城建 MTN001	6	5	4.58	2019 年 4 月	未到付息期

资料来源：Wind（截至 2019 年 6 月末）

C. 或有负债

作为余杭区重要的国有独资企业，该公司在区政府或区国资领导小组批准

¹⁸ 余杭区棚户区改造一期项目专项贷款，此项目由余杭区属的多个平台公司共同负责，惠农公司作为承贷主体，收到国开行贷款后转借给各平台公司。其中 2.2 亿元转借给杭州余杭乔司国际商贸城建设发展有限公司（简称“乔司商贸城”），入账“长期应收款”。

的情况下为其他区属单位提供担保。截至 2019 年 6 月末，公司对外担保余额为 108.71 亿元，与上年末基本持平，规模仍较大。公司对外担保多为互保，担保对象主要为临平新城综合改造公司、杭州余杭经济开发建设有限公司和杭州余杭新农村建设有限公司等其他区属单位。目前被担保企业经营情况正常。

图表 12. 公司对外担保明细（单位：亿元、%）

被担保单位名称	企业性质	担保余额	占比
临平城区综合改造公司	国有企业	26.20	24.10
杭州余杭创新投资有限公司	国有企业	22.40	20.61
杭州余杭经济开发建设有限公司	国有企业	12.50	11.50
杭州余杭新农村建设有限公司	国有企业	9.80	9.02
杭州余杭九乔保障房建设有限公司	国有企业	9.75	8.97
杭州市开发投资有限公司	国有企业	7.00	6.44
杭州余杭旅游集团有限公司	国有企业	6.00	5.52
杭州余杭金融控股集团	国有企业	3.00	2.76
杭州余杭运河综合保护开发建设有限公司	国有企业	2.55	2.35
杭州开投市政园林建设有限公司	国有企业	2.51	2.31
杭州余杭实业投资有限公司	国有企业	2.40	2.21
杭州余杭生物医药高新园区开发有限公司	国有企业	2.00	1.84
杭州余杭 320 国道有限公司	国有企业	1.80	1.66
杭州余杭交通经营有限公司	国有企业	0.80	0.74
合计	-	108.71	100.00

资料来源：余杭城建（截至 2019 年 6 月末）

（2）现金流分析

近年来，该公司主业资金回笼有所加快，2016-2018 年公司营业收入现金率分别为 88.38%、116.06%和 114.55%。同期公司经营活动现金净流量分别为 -3.46 亿元、-5.69 亿元和 73.82 亿元，其中 2016-2017 年随着土地开发领域资金的不断投入，销售商品、提供劳务收到的现金无法覆盖购买商品、接受劳务支付的现金，经营性现金持续呈净流出状态；2018 年收到财政预拨的大额的土地出让金返还款，同年公司土地开发、保证金及经营性往来款项等支出均有所下降，当年经营活动现金呈大额净流入。

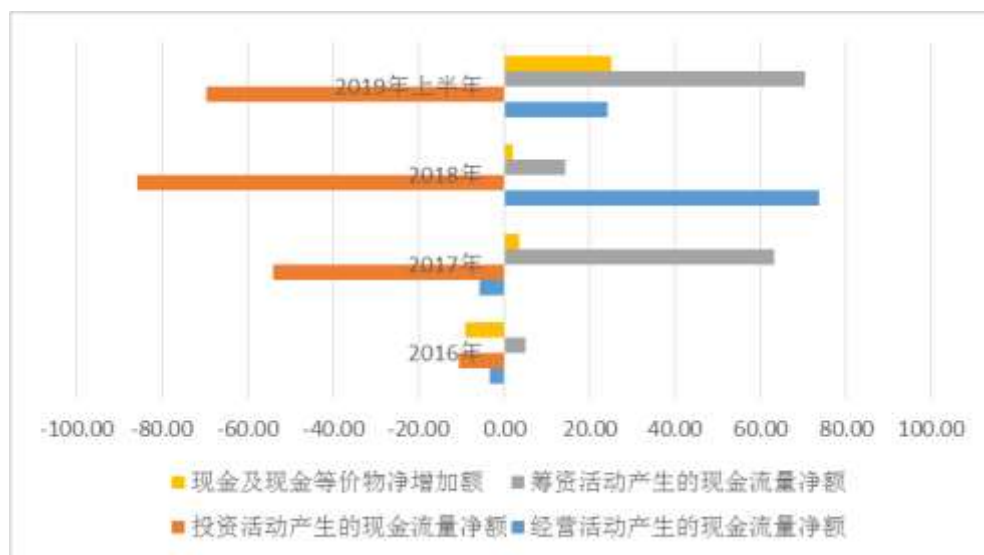
该公司投资活动现金流主要反映市政道路工程、供排水项目改扩建、西溪湿地三期等项目建设所发生的资金投入及财政建设资金收取状况，近年来公司理财产品收支对投资活动现金流影响也较大，此外公司与其他区属单位之间的资金往来也主要反映在其中¹⁹。近年来，公司对余杭区其他平台企业的资金拆借以及购置理财产品支出规模快速增长，加之项目项目的持续推进，投资性活动现金净流出规模快速扩大，2016-2018 年公司投资活动现金净流量分别为 -10.49、-53.99 亿元和 -86.00 亿元。

¹⁹反映在“收到/支付其他与投资活动有关的现金”科目。

该公司主要通过外部借款来弥补经营活动与投资活动的资金缺口。2016-2018 年公司筹资活动现金净流量分别为 4.99 亿元、63.25 亿元和 14.34 亿元，其中 2017 年公司通过金融机构借款及发行债券筹集大量资金，当年筹资活动现金大额净流入，2018 年公司偿还了大量到期债务，同年由于融资环境趋紧，公司整理融资规模较去年下滑，当年筹资活动现金净流入量大幅下降。

2019 年上半年度，该公司主业获现情况仍较好，当期营业收入现金率为 107.37%，同期由于收到土地出让返还款项以及以前年度土地保证金的退回，公司经营活动现金净流入 24.22 亿元；1-6 月公司对区属国资企业拆借大额资金，加之交通设施及供排水设施的投入，投资活动现金净流出-69.67 亿元；筹资活动方面，2019 年上半年公司偿还了较大规模债务，同期获得财政拨款资金 89.60 亿元，且债券融资及金融机构借款等外部融资到位，筹资活动现金净流入 70.51 亿元。

图表 13. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：余杭城建

该公司 EBITDA 主要由利润总额以及固定资产折旧构成，近年来因营业收入增长拉动，公司利润总额持续增长，EBITDA 逐年增长，2016-2018 年分别为 9.60 亿元、11.63 亿元和 12.53 亿元。同期 EBITDA 对利息支出的保障程度逐年提升，2016-2018 年公司 EBITDA 对利息支出倍数分别为 0.55 倍、1.06 倍和 1.38 倍。2016-2017 年公司经营活动现金净流出，无法覆盖公司债务，2018 年由于收到大额土地出让返还款，经营活动现金流对债务的保障系数提升明显。

图表 14. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.55	1.06	1.38
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.06	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.86	-6.97	60.23

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-2.24	-2.82	28.47
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-15.57	-73.01	-9.93
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-9.02	-29.59	-4.70

资料来源：余杭城建

(3) 资产质量分析

受益于经营积累，该公司所有者权益不断增长，2016-2018 年末分别为 203.65 亿元、208.54 亿元和 210.62 亿元。2018 年末所有者权益构成中，实收资本、资本公积、未分配利润及少数股东权益分别为 30.00 亿元、114.74 亿元、49.12 亿元和 9.11 亿元，其中资本公积主要包括 26.19 亿元的货币资金、22.26 亿元的股权资产、41.04 亿元西溪湿地三期转增资本公积、17.48 亿元地铁 1 号线项目资本金等。2019 年 6 月末，公司所有者权益增长 44.46%至 304.26 亿元，主要系公司收到的财政拨付资金 89.60 亿元²⁰，期末资本公积较上年末增长 77.84%至 204.05 亿元。

该公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产，年末分别占流动资产的比重为 4.50%、24.33%、61.10%和 9.91%。年末货币资金为 15.18 亿元，其中受限货币资金为 0.10 亿元；其他应收款为 82.16 亿元，主要系公司对外拆借款、往来及代垫款项等，同比增长 123.73%，主要系对乔司商贸城和惠农投资的拆借款大幅增加所致，年末对乔司商贸城、惠农投资、余杭区国有资产管理领导小组办公室及余杭区财政局的拆借款分别为 47.16 亿元、21.40 亿元、6.98 亿元和 3.96 亿元；存货为 206.28 亿元，同比增长 7.84%，增量主要来自土地开发成本，年末主要包括以土地开发支出为主的开发成本 192.98 亿元和以完工房产项目为主的开发产品 11.39 亿元；其他流动资产为 33.45 亿元，主要系理财产品投资。

该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产，2018 年末分别占非流动资产的比重为 6.91%、8.14%、14.40%、41.51%和 26.83%。其中可供出售金融资产 25.94 亿元，同比增长 137.17%，主要系公司受让中信建投证券股份有限公司持有的杭州余杭信宸惠投资管理合伙企业（有限合伙）²¹（简称“余杭信宸惠”）15.00 亿元财产份额所致；投资性房地产为 30.42 亿元，主要包括时代广场 5 号楼、翁梅站综合体一期工程以及其他租赁物业等；公司在建工程和固定资产具体包括在建或已建成的供排水设施、西溪湿地三期和市政道路等项目建设支出，年末余额分别为 53.83 亿元和 155.18 亿元，其中在建工程同比增长 4.62%，主要系市政道路工程、供排水设施及西溪湿地三期工程的持续投入及新增文化艺术中心一、

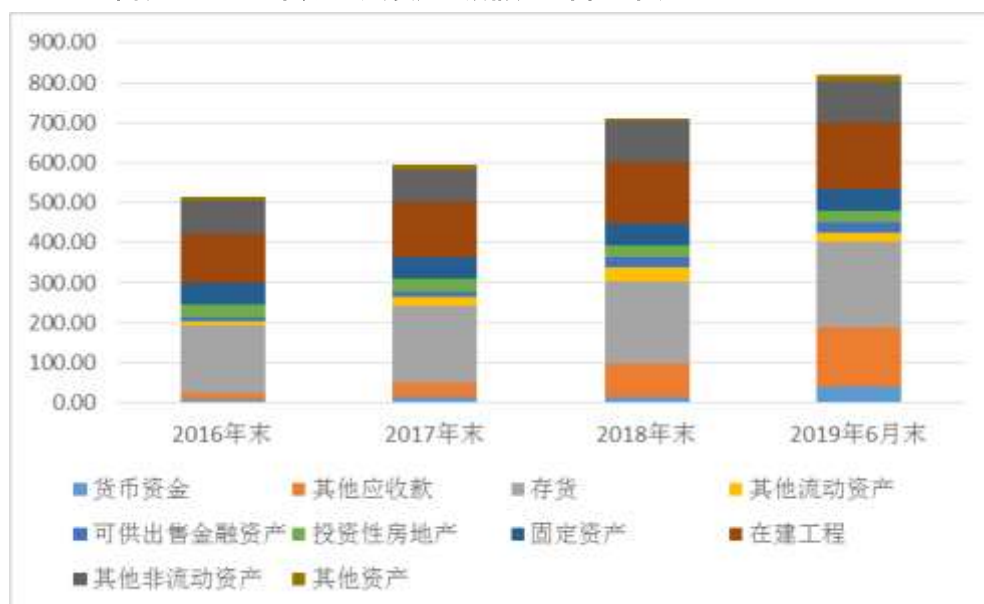
²⁰ 2019 年上半年度，该公司及区属的惠农投资、乔司商贸城将收到的 89.60 亿元政府置换债务款项归还余杭区财政，同期财政将这部分资金拨付至公司。

²¹ 截至 2018 年末，该公司对余杭信宸惠投资的账面余额为 22.00 亿元，持股比例为 62.86%，公司作为有限合伙人，未委派相关人员参与经营管理，对其不具有重大影响。

二期项目 6.44 亿元²²。其他非流动资产主要为西溪湿地公园工程、代建工程项目支出及杭州地铁 1 号线项目资本金等，年末余额为 100.31 亿元，同比增长 22.93%，主要系代建工程项目支出增加及杭州东明山森林公园地块等储备用地由“无形资产”科目调整至本科目所致，受此影响，年末无形资产同比下降 99.30%。

2019 年 6 月末，该公司资产总额同比增长 15.03%至 818.36 亿元，增量主要来自货币资金、其他应收款和在建工程。其中因财政拨付资金及外部融资款项到位尚未投入使用，货币资金较上年末增长 1.65 倍至 40.24 亿元；因对惠农公司及乔司商贸城资金拆借增加，其他应收款较上年末增长 80.75%至 148.50 亿元；因项目建设投入，在建工程较上年末增长 8.88%至 168.95 亿元。此外，由于收回部分理财投资，其他流动资产较上年末下降 37.84%至 20.79 亿元。

图表 15. 2016 年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：余杭城建

（4）流动性/短期因素

该公司债务期限结构偏长期，且公司流动资产占比较高，因此账面流动性指标表现较好，但公司流动资产集中于土地开发及项目建设成本，资产变现易受土地市场政策及财政资金拨付效率影响，实际流动性一般。2019 年 6 月末，由于财政资金拨付及外物融资到位且尚未投入使用，期末货币资金大幅增加，同期公司对区属国资企业拆借大额资金，其他应收款增长明显，期末流动资产较上年末增长 26.36%至 426.64 亿元，受此影响，公司流动比率、现金比率以及现金对短期刚性债务的覆盖程度均较上年末显著提升。

²² 文化艺术中心项目系 2018 年并入的子公司艺睿建设负责，该项目已完工交付使用，2019 年开始运营，待竣工结算后转入固定资产。

图表 16. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率 (%)	237.77	352.51	199.51	226.81
现金比率 (%)	10.68	17.01	8.97	21.39
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	30.84	84.05	35.53	90.29

资料来源：余杭城建

截至 2018 年末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 24.14 亿元，占资产总额的 3.39%。

图表 17. 截至 2018 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	0.10	0.66	保函保证金等
其他应收款	0.26	0.32	借款质押保证金
存货	6.26	3.03	借款抵押
投资性房地产	16.12	52.99	借款抵押
在建工程	1.40	0.90	借款抵押
合计	24.14	--	--

资料来源：余杭城建

3. 公司盈利能力

受土地开发业务收入规模及毛利率波动的影响，该公司近年来主业盈利能力有一定的波动，2016-2018 年分别实现毛利 5.54 亿元、5.13 亿元和 7.72 亿元，综合毛利率分别为 23.07%、19.04%和 24.21%。土地开发业务毛利率由于出让环境、土地性质结构以及整理成本的上升变化波动较大；由于业务的公益性质，供排水业务持续亏损；受益于房价上升，公司房产销售毛利率逐年提升。

2016-2018 年，该公司期间费用分别为 2.09 亿元、2.64 亿元和 3.35 亿元，主要由财务费用和管理费用构成，2017 年由于刚性债务规模的快速增长，费用化利息支出规模显著上升，同比增长 149.95%至 1.11 亿元，2018 年公司财务费用较上年基本持平，但由于职工薪酬及专项经费的增加，管理费用同比增长 48.02%至 2.24 亿元。投资收益是公司利润的重要补充，主要来自理财产品、委托贷款的投资收益以及联营企业权益变动收益，2016-2018 年分别为 0.58 亿元、1.29 亿元和 1.55 亿元，2017 年由于公司购买了大量理财产品，当年理财产品投资收益大幅增长，同期联营企业杭州洲际房地产开发有限公司因房地产项目结转获得较多收益，对公司投资收益贡献较大。公司的营业外收入主要来源于政府补助，2017 年由于会计政策调整，与日常经营有关的政府补助纳入“其他收益”科目核算，2016-2018 年公司获得的政府补助分别为 2.20 亿元、3.60 亿元和 2.46 亿元，同期公司净利润分别为 5.54 亿元、6.23 亿元和 7.29 亿元，总资产报酬率分别为 1.62%、1.31%和 1.34%。整体看，公司盈利对投资收益和政府补助依赖程度较高，资产获利能力仍偏弱。

2019 年上半年度，该公司实现营业收入 19.70 亿元，同期营业毛利为 5.49 亿元；由于管理费用增长，公司期间费用较去年同期增长 100%至 2.55 亿元；当期公司因对南苑地产减资以及获得政府补助款，分别取得投资收益 1.90 亿元和其他收益 1.53 亿元，同期公司实现净利润 6.34 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司业务主要涉及城市基础设施建设、土地开发、供排水和房地产等方面，且在余杭区相关领域内处于主导地位。近年来公司重点从事临平新城范围内的城市基础设施建设和土地开发业务，受益于土地出让规模的上升，公司营业收入稳步增长。

随着项目建设及土地开发的推进，该公司负债规模不断扩大，但近年来主业资金回笼速度明显加快；公司较为充裕的可动用货币资金及理财产品可为即期债务偿付提供一定支持；公司资产集中于土地开发及基础设施建设成本，非经营性占用资金规模大幅度上升，整体资产流动性一般。

2. 外部支持因素

该公司经营余杭区国资委授权的国有资产，在水务业务方面具有自然垄断性。同时，公司也是区内唯一从事保障性住房建设的企业。余杭区“五城一基地”的发展布局出台后，公司作为临平新城主要的土地开发主体，业务开展具备区域优势。同时公司是余杭区主要的基础设施建设企业之一，区政府对其支持力度较大。近年来，区政府通过股权划转、注入土地资产等方式提升了公司资本实力。此外，区政府对公司因承担余杭区供水业务而形成的政策性亏损每年给予财政补贴，对城市道路改造、供排水设施建设等公用事业提供专项拨款，从而对公司经营形成较强支持。

该公司与多家银行保持了良好合作，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2019 年 6 月末，公司共获得商业银行授信额度 151.70 亿元，未使用额度为 35.83 亿元，能够对公司营运资金正常周转提供一定保障。

本期债券偿付保障分析

近年来，该公司主业资金回笼速度加快，同时往来款项流入可为公司提供一定资金支持，且 2018 年公司收到财政预拨大额土地出让款，缓解了公司流动性压力。2016-2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 21.23 亿元、31.24 亿元和 36.53 亿元，同期收到其他与经营活动有关的现金分别为 7.78 亿元、18.60 亿元和 72.81 亿元（其中财政预拨的土地返还款为 36.9 亿元）。

作为余杭区重要的政府性项目投建主体，公司能够持续收到政府的相关补助，2016-2018 年，公司获得的政府补助分别为 2.20 亿元、3.60 亿元和 2.46 亿元。此外，公司融资渠道较通畅，可通过企业债、定向融资工具及中期票据等进行直接融资，且尚有 35.83 亿元商业银行授信额度未使用，可对公司资金周转提供一定保障。

评级结论

余杭区地理位置优越、交通便利，随着杭州市主城区不断北扩，余杭区区位优势及基础设施还会进一步得到提升。近年来余杭区积极发展现代服务业，主导的电子商务产业发展迅速，文化创意、文化旅游等产业也有良好的基础，拉动地区经济持续快速增长，整体经济实力居杭州市各区县前列。由该公司负责开发建设的临平新城是余杭区“五城一基地”布局的重要组成部分，临平新城的持续建设可为公司业务增长提供支持。

该公司业务主要涉及城市基础设施建设、土地开发、供排水和房地产等方面，且在余杭区相关领域内处于主导地位。近年来公司重点从事临平新城范围内的城市基础设施建设和土地开发业务，受益于土地出让规模的上升，公司营业收入稳步增长。随着项目建设的推进，加之与区属企业资金拆借频繁，公司负债规模快速扩张，目前刚性债务已集聚较大规模。2019 年上半年度，公司获得财政大额资金拨付，权益资本实力进一步增强，期末负债经营有所下降。近年来，公司主业资金回笼明显加速，且 2018 年收到财政预拨的土地出让款项，当年公司经营活动现金呈大额净流入。目前公司在持现金类资产充裕，可为即期债务偿付提供一定支持。公司资产中土地开发及基础设施建设成本占比较重，且非经营性占用资金规模大幅度上升，整体资产流动性一般。

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

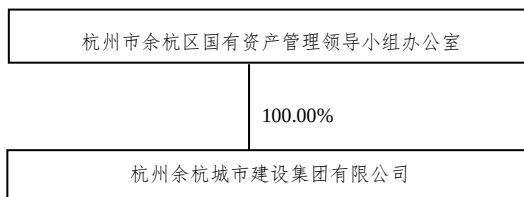
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

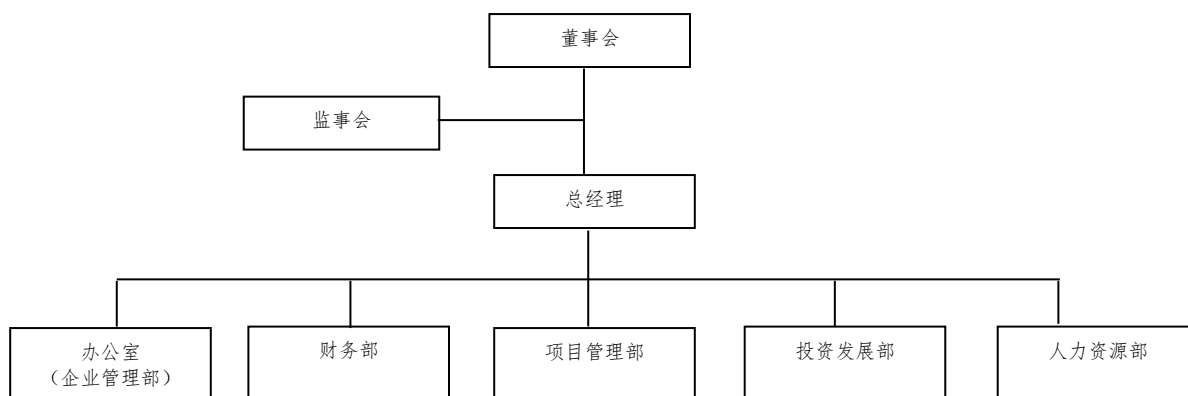
公司股权结构图



注：根据余杭城建提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据余杭城建提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
杭州余杭城市建设集团有限公司	余杭城建	-	土地开发	202.21	164.81	20.26	8.47	75.87	本部
杭州余杭基础设施建设有限公司	基建公司	100.00	基础设施建设	4.15	0.30	0.018	-0.037	-2.54	
杭州西溪国家湿地公园三期工程有限公 司	西溪湿地公 司		工程建设	6.4	42	0	0	0.008	
杭州余杭水务控股集团有限公司	水务公司	76.72	公用事业	14.64	17.9	6.78	-0.82	3.29	
杭州余杭区保障房建设有限公司	保障房公司	100.00	房地产开发	0	0.35	3.02	0.59	2.85	
杭州临平新城开发建设有限公司	新城公司	100.00	土地利用与开发	24.5458	18.16	0	-0.062	-0.82	
杭州南苑控股（集团）有限公司	南苑控股公 司	100.00	房地产开发	3.8902	6.49	0.073	0.15	-7.02	
杭州余杭钱塘资产管理有限公司	钱塘公司	100.00	投资	0	6.6	0.092	0.15	-0.038	

注：根据 ABC 公司提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
资产总额 [亿元]	514.88	594.93	711.46	818.36
货币资金 [亿元]	9.35	12.92	15.18	40.24
刚性债务[亿元]	164.44	238.94	279.62	269.63
所有者权益 [亿元]	203.65	208.54	210.62	304.26
营业收入[亿元]	24.02	26.92	31.89	19.70
净利润 [亿元]	5.54	6.23	7.29	6.34
EBITDA[亿元]	9.60	11.63	12.53	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.46	-5.69	73.82	24.22
投资性现金净流入量[亿元]	-10.49	-53.99	-86.00	-69.67
资产负债率[%]	60.45	64.95	70.40	62.82
长短期债务比[%]	255.46	408.89	195.96	173.30
权益资本与刚性债务比率[%]	123.84	87.28	75.32	112.84
流动比率[%]	237.77	352.51	199.51	226.81
速动比率[%]	46.67	100.48	77.58	111.80
现金比率[%]	10.68	17.01	8.97	21.39
短期刚性债务现金覆盖率[%]	30.84	84.05	35.53	90.29
利息保障倍数[倍]	0.38	0.72	0.96	—
有形净值债务率[%]	156.30	189.37	237.84	171.39
担保比率[%]	64.74	66.54	48.02	—
毛利率[%]	23.07	19.04	24.21	27.85
营业利润率[%]	13.15	24.24	23.69	32.30
总资产报酬率[%]	1.31	1.43	1.34	—
净资产收益率[%]	2.70	3.02	3.48	—
净资产收益率*[%]	2.39	2.98	3.62	—
营业收入现金率[%]	88.38	116.06	114.55	107.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.86	-6.97	60.23	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.24	-2.82	28.47	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.57	-73.01	-9.93	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.02	-29.59	-4.70	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.55	1.06	1.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.05	—

注：表中数据依据余杭城建经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	3
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	5
		流动性	7
	个体风险状况		4
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2008年6月27日	AA+/稳定	姚可、蒋卫	-	报告链接
	评级结果变化	2018年6月29日	AAA/稳定	刘道恒、罗媛媛	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2019年6月28日	AAA/稳定	刘道恒、罗媛媛、何敬岩	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2019年11月5日	AAA/稳定	刘道恒、罗媛媛	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级	本次评级	2019年11月5日	AAA	刘道恒、罗媛媛	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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