

杭州余杭城市建设集团有限公司
及其发行的 12 余城建债与 14 余城建债
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100784】

评级对象: 杭州余杭城市建设集团有限公司及其发行的 12 余城建债与 14 余城建债

	12 余城建债	14 余城建债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2017 年 6 月 30 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 30 日
首次评级:	AA/稳定/AA+/2011 年 6 月 23 日	AA+/稳定/AA+/2013 年 3 月 28 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	13.07	4.87	5.88
刚性债务	115.35	126.78	177.88
所有者权益	143.88	148.63	156.35
经营性现金净流入量	-20.93	-2.62	-9.70
发行人合并数据及指标:			
总资产	485.68	514.88	594.93
总负债	279.32	311.24	386.39
刚性债务	145.09	164.44	238.94
所有者权益	206.36	203.65	208.54
营业收入	19.75	24.02	26.92
净利润	6.66	5.54	6.23
经营性现金净流入量	-21.39	-3.46	-5.69
EBITDA	10.01	9.60	11.63
资产负债率[%]	57.51	60.45	64.95
长短期债务比[%]	204.58	255.46	408.89
权益资本与刚性债务比率[%]	142.23	123.84	87.28
流动比率[%]	219.61	237.77	352.51
现金比率[%]	19.97	10.68	17.01
利息保障倍数[倍]	0.84	0.38	0.72
EBITDA/利息支出[倍]	1.12	0.55	1.06
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.06	0.06
12 余城建债担保方数据:			
总资产	104.06	130.47	191.65
所有者权益	63.86	66.64	100.29
担保余额	1710.66	1873.82	1263.98
担保放大倍数[倍]	26.79	28.12	12.60

注: 发行人数据根据余杭城建经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保经审计的 2015-2017 年财务数据整理、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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对杭州余杭城市建设集团有限公司(简称余杭城建、发行人、该公司或公司)及其发行的 12 余城建债与 14 余城建债的跟踪评级反映了 2017 年以来余杭城建在区域环境、政府支持、资金回笼、债务结构及融资渠道等方面保持优势,同时也反映了公司在债务压力、盈利状况、资产流动性及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域经济环境好。**跟踪期内,余杭区经济保持良好增长态势,且区域基础设施建设力度较大,可为余杭建城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。
- **主营业务资金回笼不断加快。**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。
- **债务结构持续优化。**余杭城建持续收到政府置换债务资金,相关资金体量大,不断缓解了公司短期债务压力,同时债务结构有显著优化。
- **财务弹性尚可。**余杭城建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。
- **12 余城建债担保方中投保维持较高信用水平。**跟踪期内,担保方中投保仍维持较高

的信用水平，其为 12 余城建债提供的担保能有效提升债券偿付的安全性。

主要风险：

- 主业盈利能力欠佳。跟踪期内，余杭城建主营业务收入实现增长，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，跟踪期内有息债务规模继续快速增长，导致公司财务杠杆有所上升，同时利息负担不断加重。
- 资产流动性一般。余杭城建资产中土地整理成本和市政项目资产占比仍然很高，非经营性占用资金规模大幅度上升，整体资产流动性一般。
- 对外担保增长较快，存在一定代偿风险。跟踪期内，余杭城建对联营企业和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，存在一定的代偿风险。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到余杭城建主业资金回笼速度不断加快，同时收到大规模政府置换债务资金，有效缓解了即期偿付压力，改善了债务结构，决定调升该公司主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定；同时，认为上述债券还本付息安全性极强，决定将 14 余城建债信用等级调升至 AAA 级，并维持 12 余城建债 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 及其发行的 12 余城建债与 14 余城建债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2012 年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券及 2014 年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券（分别简称“12 余城建债”及“14 余城建债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据余杭城建提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对余杭建建的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）发改财经[2012]650 号文批复同意，该公司于 2012 年 3 月 29 日发行了本金为 12 亿元的 2012 年企业债券（12 余城建债），期限为 7 年。中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）出具了担保函，承诺为 12 余城建债提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。12 余城建债募集资金用于西溪国家湿地公园综合保护三期工程（简称“西溪湿地三期工程”）、余杭区仁和水厂供水工程和临平大东安社区综合改造安置房等项目以及补充公司营运资金。目前募集资金已全部使用完毕，募投项目也已接近完工。

经国家发改委发改财经[2013]2195 号文批准，该公司于 2014 年 3 月 3 日发行了 13 亿元、7 年期的 2014 年企业债券（14 余城建债）。14 余城建债募集资金用于杭州市临平污水处理厂一期工程项目、塘栖保障房项目和余杭区永玄路工程项目，其中临平污水处理厂一期工程项目分配资金 6 亿，已全部使用；塘栖保障房项目分配资金 6 亿，已全部使用，项目已竣工备案；余杭区永玄路工程项目分配资金 1 亿，资金已全部使用。

此外，该公司还有私募债、定向融资工具及多期中期票据等债券尚处存续期。目前，公司处于存续期的债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司尚处于存续期的债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
12 余城建债	12	7 年	7.55	2012 年 3 月	附本金提前偿还条款
14 余城建债	13	7 年	7.00	2014 年 3 月	附本金提前偿还条款
15 余城建设 MTN001	6	5 年	3.95	2015 年 12 月	未到期
16 余城建设 MTN001	5	5 年	3.45	2016 年 3 月	未到期
16 余城建	10	5 年（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 年	4.89	2017 年 7 月	未到期
17 余杭城建 MTN002	10	5 年	5.00	2017 年 10 月	未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
18 余杭城建 MTN001	10	5 年	6.12	2018 年 1 月	未到期
18 余杭城建 PPN001	10	5 年	6.20	2018 年 3 月	未到期

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平

稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

（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，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业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 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

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。2017年末，我国城镇化率为58.52%，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年以来，行业监管力度进一步加大。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，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。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。

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，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域环境

跟踪期内，余杭区经济保持良好增长态势，产业结构进一步优化。该区城市基础设施建设力度较大，为该公司基础设施建设业务的开展创造了较好的环境。

余杭区是良渚文化的发祥地，地处杭嘉湖平原南端，从东、北、西三面环绕杭州中心城区，是杭州市通往沪、苏、皖的门户。余杭区交通便利，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“三路一环”的开工建设，余杭与杭州市主城区之间的交通往来将更加快速和便捷。

在新一轮的杭州市发展规划中，余杭区定位为主城区主要扩展方向之一，重点发展现代服务业、文化创意、现代工业、都市农业等产业。跟踪期内，余杭区经济保持较快增长。2017年，余杭区实现地区生产总值1695.13亿元，按可比价计算，同比增长12.0%。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50.45亿元，同比增长1.2%；第二产业增加值551.41亿元，同比增长5.4%；第三产业增加值1093.27亿元，同比增长16.2%。经济结构持续优化，2017年三次产业结构由上年3.5：33.9：62.6调整为3.0:32.5:64.5，第三产业比重较上年提高了1.9个百分点。

图表 2. 2015-2017 年余杭区主要经济指标及增速

经济指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1235.66	11.0	1411.62	12.2	1695.13	12.0
第一产业增加值 (亿元)	47.07	1.4	50.04	1.5	50.45	1.2
第二产业增加值 (亿元)	455.11	4.7	477.86	4.1	551.41	5.4
第三产业增加值 (亿元)	733.47	17.1	883.72	18.1	1093.27	16.2
规上工业增加值 (亿元)	322.97	2.6	329.27	5.0	384.96	7.6

经济指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
全社会固定资产投资(亿元)	920.0	17.0	1040.32	13.1	1123.30	8.0
城镇居民人均可支配收入(元)	49273	8.7	53215	8.0	57738	8.5
社会消费品零售总额(亿元)	391.21	12.0	433.16	10.7	481.26	11.1
进出口总额(亿美元)	54.33	-9.7	53.22	-2.2	61.21	13.9
人均生产总值(万元)	13.17	8.1	14.59	8.8	16.74	7.1
三次产业结构	3.8:36.8:59.4		3.5:33.9:62.6		3.0:32.5:64.5	

资料来源：余杭区国民经济和社会发展统计公报

注：2017年进出口总额为399.94亿元，根据国家外汇管理局披露的2017年12月29日人民币兑美元汇率折算为61.21亿美元

2017年，余杭区完成固定资产投资1123.30亿元，增长8.0%。从投资主体看，完成国有投资311.50亿元，增长11.5%；民间投资647.71亿元，增长4.5%，占总投资的比重为57.7%。从投资产业结构看，第二产业完成投资115.27亿元，增长15.9%；第三产业完成投资1008.03亿元，增长7.1%。

房地产领域，2017年余杭区房地产开发投资586.99亿元，其中，住宅完成投资398.40亿元，增长3.1%。房屋施工面积3031.47万平方米，下降8.3%，其中住宅1794.52万平方米，下降10.0%。全年共成交商品房64105套，下降10.5%，成交面积615.8万平方米，下降12.2%，成交额1000.2亿元，增长14.3%，商品房成交均价16234元/平方米，较上年增长30.1%。项目投资方面，2017年余杭区完成项目投资536.31亿元，增长18.3%，其中基本建设领域方面，2017年地铁2号线建成通车，余杭区运营地铁线路增至2条，同时5号线加快推进，杭临线余杭段开工建设。104国道改建、人民路隧道等项目建成通车，东西向快速路完成PPP招标并签约，临平副城“三路一环”快速路加快推进。

2017年，余杭区实现进出口总额399.94亿元，增长13.9%，其中进口29.61亿元，增长4.2%；出口370.33亿元，增长14.7%。从出口产品看，机电产品、高新技术产品出口分别增长17.0%和43.8%，两者合计占出口总额的48.0%。从出口地区看，对美国、欧盟、“一带一路”沿线国家及金砖国家出口分别增长9.1%、15.7%、15.5%和29.4%。全年全区实到外资10.39亿美元，引进市外内资123.82亿元，浙商回归项目到位资金100.79亿元，其中涉及世界500强企业3家。此外，余杭区共举行5次重大项目集中签约活动，菜鸟网络总部、浙大校友总部园项目、华润大健康小镇项目、华侨城战略合作项目等77个重大项目签约，协议投资总额超1900亿元。

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、供排水和保障性住房建设等方面，且在余杭区相关领域内处于重要地位。跟踪期内，受益于土地出让规模上升，公司营收规模明显增长。公司地铁商业体项目正在有序推进中，预计后续能对公司业绩形成一定支撑。

该公司为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。跟踪期内，公司业务结构未发生显著调整，但土地开发及保障房开发存在周期，公司各项

收入占比有一定波动。2017年，公司实现营业收入26.92亿元，从收入构成看，土地开发收入、供排水业务收入和保障性住房业务收入为公司营业收入的主要来源，当年分别为15.72亿元、6.03亿元和4.09亿元，较上年增长分别为78.43%、-0.99%和-49.57%，2017年以上业务收入占营业收入的比重分别为58.39%、22.42%和15.19%。

图表 3. 近年来公司收入结构（单位：亿元、%）

	2017年				2016年			
	营业收入		营业毛利		营业收入		营业毛利	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地开发	15.72	58.39	5.55	108.36	8.81	36.68	4.05	73.17
供排水	6.03	22.42	-0.85	-16.59	6.09	25.35	-0.66	-11.96
保障性住房 ¹	4.09	15.18	1.25	24.42	8.11	33.76	2.42	43.69
其他	1.08	4.01	-0.83	-16.18	1.00	4.16	-0.27	-4.90
合计	26.92	100.00	5.13	100.00	24.02	100.00	5.54	100.00

资料来源：余杭城建

该公司的基础设施建设以市政道路为主，跟踪期内公司的业务重心仍然是临平新城，现阶段主要从事新城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。2017年，公司共投入11.02亿元用于余杭区的45个项目建设，主要投资项目是水汀东湖、东湖绿道、文正街、沪杭高速抬升及互通改迁及其他零星工程等。另外，西溪湿地三期工程2017年新增投资0.85亿元，获得财政专项补贴1.02亿元。目前西溪湿地三期工程除农居安置工程外²的其他建设工作已基本完成，公司共投入资金99.93亿元，累计获得财政专项拨款92.11亿元。

该公司为余杭区重要的土地一级开发主体，2017年公司持续推进临平新城重点建设区域区块的土地开发，且新增了海宁合作区块、星桥南星社区及联胜社区地块的开发，新增土地开发面积为3654亩。当年公司启动了海宁许村镇胜利前进区块、南星城中村改造项目，实际完成土地整理投资25亿元，至2017年末公司已完成开发尚未出让的土地面积为1615亩。公司在收到出让地块全部出让金补偿后方确认该地块的土地出让收入，差额部分计入其他应付款，2017年共结转土地出让收入15.72亿元，较上年增长78.43%。

该公司通过土地竞拍和开发建设，获得翁梅站上盖物业产权。翁梅站商业体项目规划分三期滚动开发，截至2017年末公司累计投资约27亿元。其中项目一期总建筑面积为19.40万平方米（含西侧地铁站房面积1.21万平方米），主要内容为2幢6层、地下为2层的地铁上盖商业体，该项目已于2017年4月完成竣工备案，同年7月公司将其中一栋商业楼整体出租给杭州乾唐商业经营管理有限公司，目前装修工作已基本完成，预计下半年将开业；项目二期公司开发尚未规划；项目三期开发正在前期筹备中。

该公司水务收入主要来源于自来水供水业务、城市污水收集处理及运营业务以及供水管网安装及修理业务，受供水管网安装及修理收入大幅下滑影响，该项业务收入较上年下降0.99%。截至2017年末，公司水务下辖12个分公司、1个水务设施分公司和1

¹ 包括经济适用房销售收入和商品房销售收入

² 西溪湿地三期工程以保护、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、景区建设工程、农居安置工程和基础及服务配套设施四部分，目前仅农居安置工程尚有部分尾款待支付，其他部分已完工，后续支出规模不大。

个水质检测中心，供水区域约 1000 平方公里，日供水能力 80 万吨。2017 年公司实现供水收入 3.94 亿元，收取排污收入 1.67 亿元，同比均有一定幅度增长，主要系当年余杭区供水、排水价格上调所致。当年公司供水管网安装及修理实现收入 0.42 亿元，同比下降明显。在供排水基础设施建设方面，2017 年公司完成投资 6.40 亿元，主要投资项目为临平净水厂工程、良渚污水三期工程和仁和水厂二期工程等项目；当期收到财政补助 0.91 亿元，其中供水工程补助 850 万元，排水工程补助 0.83 亿元。

图表 4. 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)
	阶梯二	216-300 (含)	2.85			2.55 (西部四镇)
	阶梯三	300 以上	5.70			3.80 (其他地区)
	合表居民用户和执行居民水价的非居民用户		1.95			3.50 (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	6.65 (其他地区)
	经营性用水	商业服务业		非工业污水	1.75	6.35 (西部四镇)
		一般工业企业、建筑业		工业污水	2.05	2.90 (其他地区)
		高污染企业 (暂未执行)		工业污水	2.45	2.60 (西部四镇)
		特种用水		5.00	非工业污水	1.75

资料来源：余杭城建

在房地产开发方面，该公司塘栖保障房项目于 2017 年 5 月完工，当年此项目完成投资 1.47 亿元，目前公司保障房项目均已完成建设，后续仅有少量尾款支付，投资规模不大。当年公司结转保障房销售收入 1.69 亿元，主要来自星桥经济房的持续销售。此外，2013 年之前公司还通过下属子公司杭州南苑房地产开发有限公司开发了 3 个商品房项目，系大美公寓、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，累计总投资 8.95 亿元，截至 2017 年末大部分已完成销售，投资风险基本释放。当年，公司结转商品房销售收入 2.40 亿元，后续存量房销售对公司整体业绩影响有限。

其他业务方面，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，可租赁面积合计 21.98 万平方米，2017 年实现房产租赁收入 0.81 亿元。此外，公司还通过机动车停放收费和道路广告等业务也可取得少量经营收入。

管理

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构保持稳定；公司高管人员发生调整，但对公司运营影响不大。

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定。公司为国有独资企业，实际控制人为杭州市余杭区国有资产管理领导小组办公室（以下简称“余杭区国资办”）。

2018年3月26日，经余杭区国资办同意，该公司董事会、监事会均有3名成员发生调整。公司原董事陈国良、王慎跃、钟洁因组织安排或个人原因不再担任公司董事，新增孙剑赟、王邕、唐明为公司董事会成员，其中孙剑赟、王邕原为公司监事。孙剑赟、王邕因改任公司董事，不再担任公司监事；陈纽约因个人原因不再担任公司监事；新增李丽、张斌、王慎跃（原董事会成员）为公司监事会成员。同年5月25日，经公司董事会研究决定，公司原总经理杨如芬改任为公司董事长及法人代表，不再担任总经理职务，任命贺平为公司总经理。贺平先生为大专学历，高级工程师职称，历任余杭县房地产开发总公司地产部经理、杭州南苑控股（集团）有限公司副总经理兼规划开发部经理，余杭城建副总经理，现任杭州南苑控股（集团）有限公司董事长、总经理，余杭城建公司董事、总经理。本次董事会、监事会成员变更系正常人事调整，预计不会造成公司正常生产经营出现波动。

根据该公司本部提供的2018年5月10日的《企业信用报告》显示，公司本部近三年未发生违约情况，公司已发行债券的兑付情况正常。

财务

跟踪期内，该公司负债规模不断扩大，刚性债务增长较快；公司经营性现金流仍呈现净流出状态，但主业回笼资金速度明显加快。2017年末公司可动用货币资金及理财产品规模较大，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。

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2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新的企业会计准则。2017年，公司针对当年实施的《企业会计准则第16号—政府补助》（财会[2017]15号）的相关规定进行了会计政策变更；并根据财政部于2017年颁布的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30号）要求编制2017年度财务报表，并追溯调整了2016年度数据，其中调减2016年度营业外收入43190.10元，调减2016年度营业外支出491038.27元，调增资产处置收益-447848.17元。

跟踪期内，该公司子公司杭州余杭信辰达投资管理合伙企业（有限合伙）注销，该企业截至2016年末资产总额和净资产总额均为551.26万元，其注销不会对公司经营及财务产生重大影响。截至2017年末，公司合并范围的子公司较上年末减少1家为19家，子公司经营业务主要包括工程建设、土地一级开发、保障房建设、公用事业等。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2017 年末，该公司所有者权益较上年小幅增长 2.40%至 208.54 亿元，年末实收资本、资本公积、未分配利润及少数股东权益分别为 30.00 亿元、118.24 亿元、42.73 亿元和 10.76 亿元，其中资本公积主要包括 26.19 亿元的货币资金、25.26 亿元的长期股权投资、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。

随着项目建设的推进，该公司的负债规模不断扩大，2017 年末负债总额同比上升 24.15%至 386.39 亿元，资产负债率上升 4.5 个百分点至 64.95%。从负债构成看，公司负债主要由刚性债务、预收款项、其他应付款、专项应付款和递延收益构成，2017 年末余额占总负债的比例分别为 61.84%、4.09%、8.40%、18.26%和 4.23%。其中，预收款项为 15.80 亿元，主要系预收保障房销售款及预收土地款等；其他应付款为 32.44 亿元，较上年增长 20.09%，主要系公司已收到尚未确认收入的土地出让金；专项应付款为 70.55 亿元，较上年减少 3.19%，系财政拨付的项目建设资金³；递延收益主要系公司供排水工程收到的财政专项拨款⁴，2017 年末达到 16.35 亿元。

该公司偿债压力主要来源于由银行借款、应付债券和长期应付款组成的刚性债务，2017 年末余额为 238.94 亿元，较上年增长 45.31%，仍表现出较快增长态势。其中，公司长期借款余额为 110.16 亿元（包含一年内到期的长期借款 10.20 亿元），较上年增长 43.62%，期限以中长期为主，利率期间为 4.15%-6.88%。应付债券余额为 56.20 亿元，较上年增长 36.41%，主要系 2017 年公司新发行了两期中期票据（17 余杭城建 MTN001、17 余杭城建 MTN002），发行额均为 10 亿元。长期应付款余额 68.41 亿元，较上年增长 55.38%，主要系新增地方政府置换债务 10.38 亿元，成本在 2%-4%之间，地方政府置换债务资金基本全部到位；此外，杭州余杭惠农投资建设有限公司（简称“惠农公司”）向公司提供了 14 亿元借款⁵，利率为 4.145%。公司的短期刚性债务主要由一年内到期的长期借款、短期借款和应付利息构成，年末余额为 15.38 亿元，受益于政府债务置换资金到位，公司即期偿付压力有所缓解。

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的情况下为其他区属单位提供担保。截至 2017 年末，公司对外担保余额为 138.76 亿元，规模较大。公司对外担保多为互保，担保对象主要为杭州余杭经济开发建设有限公司、杭州余杭新农村建设有限公司、杭州余杭交通集团有限公司等其他区属单位。目前被担保企业经营情况正常。

³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。

⁴2014 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。

⁵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。2017 年余杭城建收到 14 亿元借款，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，入账“长期应收款”。

(2) 现金流分析

该公司在土地开发领域一直有大规模投资，2017 年公司土地开发范围增加，当年土地开发支出较多，当年经营性现金净流量为-5.69 亿元。近年来，公司基础设施建设投资规模相对稳定，公司理财产品投资收支波动较大，同时公司与其他区属单位之间的资金往来也对投资活动现金流影响较大，导致投资性现金流波动幅度很大，2017 年投资活动现金净流量为-53.99 亿元，主要系对区属单位拆借资金规模较大以及购买大额理财产品所致。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，2017 年筹资活动现金净流入量高达 63.25 亿元。

(3) 资产质量分析

该公司资产规模持续增长，2017 年末已达 594.93 亿元，增幅 15.55%。从资产构成来看，公司资产仍以非流动资产为主，占比 55.01%。公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他非流动资产，年末分别占流动资产的比重为 4.83%、13.72%、71.47% 和 9.33%。年末公司其他应收款年末余额 36.72 亿元，同比增长 129.93%，主要是对杭州余杭乔司国际商贸城建设发展有限公司的拆借款；存货年末余额为 191.29 亿元，较上年增长 14.35%，增量主要来自土地开发成本；其他流动资产 24.97 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，2017 年末分别占非流动资产的比重为 3.34%、9.76%、16.83%、41.83% 和 24.93%，结构较上年无显著调整。其中投资性房地产年末余额为 31.95 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，同比基本持平；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，合计规模同比小幅增长。其他非流动资产主要为部分代建工程项目支出、西溪湿地公园工程及杭州地铁 1 号线项目资本金等，年末余额为 81.60 亿元，同比变化很小。

(4) 流动性/短期因素

该公司债务期限结构偏长期，2017 年末公司流动比率、速动比率分别为 352.51%、100.48%。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。短期刚性债务虽有所减少，但维持在较大规模，年末余额为 15.37 亿元，同比减少 49.30%。公司年末可动用货币资金较充裕，为 12.91 亿元，理财产品余额 24.14 亿元，可为即期债务的偿付提供一定支持。

截至 2017 年末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 27.08 亿元，占资产总额的 4.55%。

图表 5. 截至 2017 年末公司受限资产明细

名称	受限金额（万元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	12.05	0.01	住房资金及维修资金
其他应收款	3025.00	0.82	借款质押保证金
存货	62589.96	3.27	借款抵押

名称	受限金额（万元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
投资性房地产	191096.58	59.82	借款抵押
在建工程	14035.62	1.03	借款抵押

资料来源：余杭城建

3. 公司盈利能力

2017年该公司实现营业收入26.92亿元，较上年增长12.09%，实现毛利润5.13亿元，下降7.40%，综合毛利率下降4.03个百分点至19.04%。在各类业务毛利来看，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，2017年毛利率为35.37%，同比下降了10.6个百分点，导致公司整体毛利率出现下滑。公司其他业务收入占比相对较小，毛利率波动幅度也较小。

2017年该公司期间费用发生额为2.64亿元，较上年小幅增长26.32个百分点，其中管理费用为1.51亿元，较上年基本持平；财务费用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，是导致公司期间费用增长的主要因素。投资收益仍是公司利润的重要补充，公司投资收益主要来自理财产品及联营企业权益变动收益，2017年投资净收益为1.29亿元，较上年大幅增长122.49%，其中理财收益略有增长，联营企业因房地产项目结转，对公司投资收益贡献大幅度上升。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，2017年公司收到政府补助3.60亿元。2017年，公司实现净利润6.23亿元，较上年增长12.42%，总资产报酬率和净资产收益率分别为1.43%和3.02%。

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、供排水和保障性住房建设等方面，且在余杭区相关领域内处于重要地位。跟踪期内，公司营收规模因土地业务收入增加而大幅增长跟踪期内，且主营业务资金回笼速度明显加快。跟踪期内，公司短期刚性债务规模虽然仍维持在较大规模，但年末可动用货币资金及理财产品规模较大，可为即期债务偿付提供一定支持。

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、给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 2018 年 3 月末，公司共获得商业银行授信额度 188.14 亿元，未使用额度为 83.87 亿元，能够对公司营运资金正常周转提供一定保障。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

12 余城建债由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保公司是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中國投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保公司并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保公司引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保公司整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2017 年末，中投保公司注册资本为 45.00 亿元，国家开发投资公司为其控股股东。

图表 6. 截至 2017 年末中投保公司股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	国家开发投资公司	212383.35	47.20
2	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	58095.55	12.91
3	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	50130.00	11.14
4	CDH Guardian (China) Limited	44999.95	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	34269.20	7.62
6	金石投资有限公司	19045.80	4.23
7	国投创新（北京）投资基金有限公司	7785.45	1.73
8	北京环球银证投资有限公司	5707.70	1.27
9	宁波中车一期股权投资合伙企业(有限合伙)	4000.00	0.89
10	上海义信投资管理有限公司	3906.90	0.87
合计:		440323.90	97.86

资料来源：中投保公司

截至 2017 年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为 191.65 亿元，净资产为 100.29 亿元；当年实现营业收入 16.66 亿元，其中担保业务净收入 6.49 亿元，投资收益

9.69 亿元，净利润 6.85 亿元。2017 年中投保公司担保业务发生额为 168.30 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 1263.98 亿元。

中投保公司法人治理结构较完整，内部组织机构设置合理，各项管理制度逐步完善，实现了规范化、制度化管理。近年来中投保公司不断加强风险管理体系的建设和优化，已建立了较为完善的信用风险管理体系，并在审查、审批和保后等环节对客户信用风险进行全程监督和控制。随着担保创新业务的不断拓展以及投资业务种类的增加，中投保公司仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保公司提供的担保进一步增强了 12 余城建债的安全性。

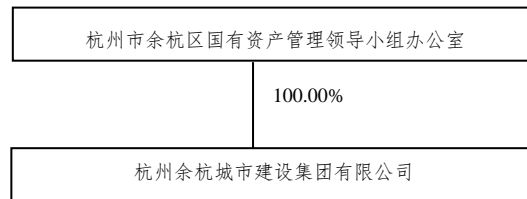
跟踪评级结论

跟踪期内，余杭区经济保持良好增长态势，产业结构进一步优化，区域基础设施建设力度较大，为该公司基础设施建设业务的开展创造了较好的环境。公司为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，在余杭区相关领域内处于重要地位。跟踪期内，得益于土地开发收入增多，公司营业收入实现增长，同时盈利状况也有一定改善。公司债务规模显著上升，但主营业务资金回笼速度明显加快，并收到大规模政府置换债务资金，有效缓解了即期债务偿付压力，债务结构持续优化；同时年末可动用货币资金及理财产品规模较大，可为即期债务偿付提供较好保障。跟踪期内，担保方中投保资本实力雄厚，可有效提升 12 余城建债安全性。经本评级机构信用评级委员会评审，决定调升余杭城建的主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定；调升 14 余城建债等级为 AAA 级，维持 12 余城建债等级 AAA 级。

同时，我们仍将持续关注：（1）余杭区的经济发展情况；（2）余杭城建基础设施、供排水工程及保障房等项目建设进度及后续资金保障情况；（3）区域房地产市场环境对余杭城建土地开发及出让的影响；（4）余杭城建获得的财政补助及拨款情况；（5）余杭城建对外担保、资金借出及对方经营情况；（6）余杭城建经营活动现金流回笼情况；（7）12 余城建债担保方中投保的信用质量变动情况。

附录一：

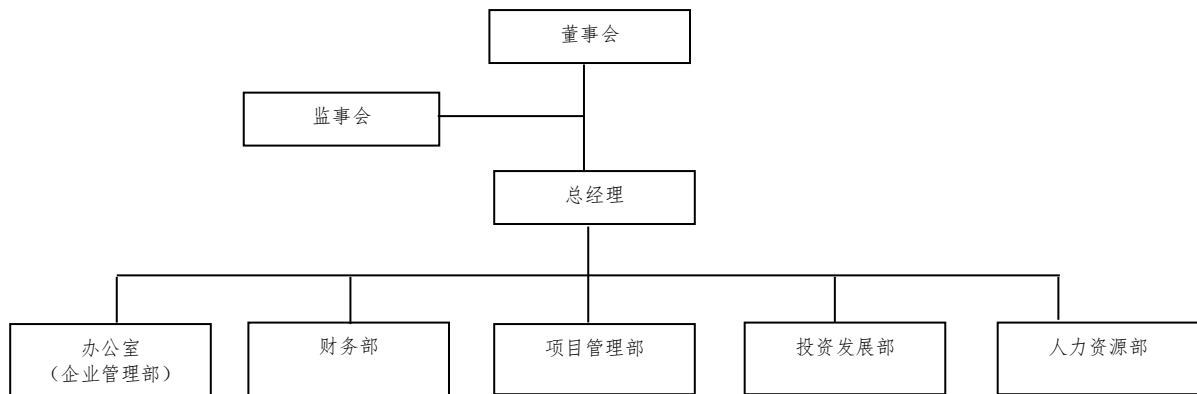
公司与实际控制人关系图



注：根据余杭城建提供的资料绘制（截至 2017 年末）

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 2017 年末）



附录三：

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]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	485.68	514.88	594.93
货币资金 [亿元]	18.32	9.35	12.92
刚性债务[亿元]	145.09	164.44	238.94
所有者权益 [亿元]	206.36	203.65	208.54
营业收入[亿元]	19.75	24.02	26.92
净利润 [亿元]	6.66	5.54	6.23
EBITDA[亿元]	10.01	9.60	11.63
经营性现金净流入量[亿元]	-21.39	-3.46	-5.69
投资性现金净流入量[亿元]	8.03	-10.49	-53.99
资产负债率[%]	57.51	60.45	64.95
长短期债务比[%]	204.58	255.46	408.89
权益资本与刚性债务比率[%]	142.23	123.84	87.28
流动比率[%]	219.61	237.77	352.51
速动比率 [%]	52.46	46.67	100.48
现金比率[%]	19.97	10.68	17.01
利息保障倍数[倍]	0.84	0.38	0.72
有形净值债务率[%]	138.39	156.30	189.37
担保比率[%]	40.53	64.74	66.54
毛利率[%]	18.25	23.07	19.04
营业利润率[%]	5.24	13.16	24.24
总资产报酬率[%]	1.62	1.31	1.43
净资产收益率[%]	3.43	2.70	3.02
净资产收益率*[%]	3.30	2.39	2.98
营业收入现金率[%]	97.40	88.38	116.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.49	-3.86	-6.97
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.88	-1.17	-1.63
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.30	-15.57	-73.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.92	-4.73	-17.11
EBITDA/利息支出[倍]	1.12	0.55	1.06
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.06	0.06

注：表中数据依据余杭城建经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

担保方主要财务数据及指标表

项目	2015年	2016年	2017年
财务数据与指标：			
注册资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	63.86	66.64	100.29
总资产（亿元）	104.06	130.47	191.65
风险准备金（亿元）	15.95	14.96	14.48
担保业务收入（亿元）	7.04	6.81	6.49
营业利润（亿元）	7.59	8.14	8.92
净利润（亿元）	6.03	5.99	6.85
营业利润率（%）	105.56	114.88	126.34
平均资本回报率（%）	9.55	10.40	8.27
担保责任放大倍数（倍）	26.79	28.12	12.60
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.45	4.06	2.39
资本充足率（%）	3.73	3.56	7.93
代偿保障率（%）	26.24	46.53	13.91
现金类资产比率（%）	17.31	16.81	8.58
担保业务：			
担保发生额（亿元）	958.11	554.22	168.30
担保责任余额(亿元)	1710.66	1873.82	1263.98
当期担保代偿率（%）	0.008	0.15	0.07
累计担保代偿率（%）	1.29	0.11	0.10
代偿回收率（%）	46.91	45.59	54.64
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保公司经审计的 2015-2017 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017 年末，中投保公司股东权益中包括 25.15 亿元的可续期公司债券；

注 3：中投保公司根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融[2015]91 号）和《关于中国投融资担保有限公司开展担保业务风险分级管理的意见》（京金融[2015]126 号），加权计算风险调整融资性担保放大倍数。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
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%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	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

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。