

2014 年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100210】

评级对象: 2014年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AAA	稳定	AAA	2020年6月12日
前次跟踪:	AAA	稳定	AAA	2019年6月28日
首次评级:	AA+	稳定	AA+	2013年3月28日

主要财务数据

项 目	2017年	2018年	2019年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	5.88	7.14	6.74
刚性债务	177.88	222.44	230.96
所有者权益	156.35	164.81	262.70
经营性现金净流入量	-9.70	75.87	30.97
发行人合并数据及指标:			
总资产	594.93	711.46	839.56
总负债	386.39	500.84	531.78
刚性债务	238.94	279.62	292.22
所有者权益	208.54	210.62	307.78
营业收入	26.92	31.89	39.50
净利润	6.23	7.29	8.73
经营性现金净流入量	-5.69	73.82	32.97
EBITDA	11.63	12.53	15.73
资产负债率[%]	64.95	70.40	63.34
长短期债务比[%]	408.89	195.96	172.24
营业利润率[%]	24.24	23.69	22.32
短期刚性债务现金覆盖率[%]	84.05	35.53	43.86
营业收入现金率[%]	116.06	114.55	129.56
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-29.59	-4.70	-33.87
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.38	1.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.06

注: 发行人数据根据余杭城建经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

分析师

罗媛媛 lyy@shxsj.com
刘道恒 ldh@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 14 余城建债的跟踪评级反映了 2019 年以来余杭城建在区域环境、政府支持、资金回笼等方面保持优势,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:

- **区域环境好。**跟踪期内,余杭区经济整体保持良好增长态势;临平新城是余杭区的重要组成部分,也是余杭城建主业集中开展区域,近年来临平新城基础设施不断完善,产业发展较好,为余杭城建提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度大,资本实力增强。**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,2019 年公司获得财政拨款拨付,加之实物及股权资产划入,资本实力进一步增强。
- **主营业务资金回笼不断加快。**2019 年余杭城建持续收到大额土地出让返还款项,同年公司房产预售款项陆续到位,公司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。

主要风险:

- **主业盈利能力欠佳。**跟踪期内,余杭城建土地收入保持增长,但房产销售收入出现亏损,公司盈利仍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,跟踪期内刚性债务规模快速增长,公司财务杠杆仍偏高,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。
- **对外担保规模较大，存在一定代偿风险。**跟踪期内，余杭城建对联营企业和区属其他企业或单位的担保规模仍较大，存在一定的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对余杭城建及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券（简称“14 余城建债”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据余杭城建提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对余杭建城的财务状况、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。

经国家发改委发改财金[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。

该公司有私募债、企业债、定向融资工具及多期中期票据等债券尚处存续期，截至 2020 年 5 月末，待偿还本金余额为 176.10 亿元，目前还本付息情况正常。

图表 1. 公司存续债券概况

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 MTN001	6	5	3.95	2015 年 12 月	正常付息
16 余城建 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	附投资者回售条款和发行人票面利率选择权条款
18 余杭城建 PPN002	5	5 (3+2)	6.08	2018 年 6 月	附投资者回售条款和发行人票面利率选择权条款
18 余杭城建 PPN003	20	5	4.98	2018 年 12 月	正常付息
19 余杭城建 MTN001	6	5	4.58	2019 年 4 月	正常付息
19 余水务	10	5 (3+2)	4.60	2019 年 4 月	附投资者回售条款和发行人票面利率选择权条款；由公司本部提供不可撤销连带责任担保

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
19 余杭 01	6	5	4.80	2019 年 6 月	未到付息期
19 余杭 02	10	5 (3+2)	3.90	2019 年 11 月	未到付息期
19 余杭城建 MTN002	5	5	4.09	2019 年 11 月	未到付息期
19 余杭 03	10	5 (3+2)	3.92	2019 年 12 月	未到付息期
20 余杭 01	12	5 (3+2)	3.60	2020 年 2 月	未到付息期
20 余杭城建(疫情防控 债)	1.5	5	3.89	2020 年 3 月	未到付息期
20 余杭城建 PPN002	10	5 (3+2)	3.40	2020 年 3 月	未到付息期
20 余杭 02	12	5 (3+2)	3.05	2020 年 4 月	未到付息期
20 余杭城建 MTN0001	5	5	3.30	2020 年 5 月	未到付息期

资料来源: Wind (截至 2020 年 5 月末)

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来,在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下,境外金融市场剧烈震荡,全球经济衰退概率大幅上升,主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式,全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击,国内经济增长压力陡增,宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下,我国经济秩序仍处恢复状态,经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来,在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下,境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌,全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下,杠杆率高企、资产价格大幅上涨,而实体经济增长明显放缓,导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式,其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪,但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击,供需两端均大幅下滑,就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下,我国经济秩序正有序恢复,消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳;制造业投资与房地产投资持续承压,基建加码将有力对冲整体投资增长压力;对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力,贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快,工业结构转型升级的大趋势不变,而工业企业面临的经营压力较大。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需求下,房地产调控政策总基

调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，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、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中

的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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》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，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。2019年末，我国城镇化率为60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

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；由该公司负责开发建设的临平新城是余杭区的重要组成部分，目前区域基础设施已趋于完善，并已初步形成了时尚、产业互联网和电商三大支柱产业。

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。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，2019年，全区实现地区生产总值2824.02亿元，按可比价计算，同比增长8.6%。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53.31亿元，同比增长2.6%；第二产业增加值652.25亿元，同比增长5.0%；第三产业增加值2118.46亿元，同比增长10.0%。经济结构持续优化，2019年三次产业结构由上年的2.2:27.2:70.6调整为1.9:23.1:75.0，第三产业比重较上年提高了4.4个百分点。截至2019年末，余杭区常住人口189.10万人。

图表 2. 2017 年以来余杭区主要经济指标及增速

经济指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1695.13	12.0	2312.45	11.2	2824.02	8.6	--	--
第一产业增加值 (亿元)	50.45	1.2	50.46	1.7	53.31	2.6	--	--
第二产业增加值 (亿元)	551.41	5.4	629.68	5.9	652.25	5.0	--	--
第三产业增加值 (亿元)	1093.27	16.2	1632.30	13.6	2118.46	10.0	--	--
规上工业增加值 (亿元)	384.96	7.6	431.40	7.0	454.71	5.3	81.00	-14.8
全社会固定资产投资 (亿元)	1123.30	8.0	--	10.0	--	7.4	188.25	-19.6
社会消费品零售总额 (亿元)	481.26	11.1	515.79	10.4	--	9.4	157.77	-10.2
进出口总额 (亿元)	399.94	13.9	462.43	17.0	478.56	3.4	103.00	-4.2
三次产业结构	3.0:32.5:64.5		2.2:27.2:70.6		1.9:23.1:75.0		--	

资料来源：余杭区国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，余杭区第三产业对区域经济贡献进一步提升。全区全年实现第三产业增加值2118.46亿元，同比增长10.0%，其中数字经济核心产业实现增加值1648.54亿元，增长15.2%，占GDP比重为58.4%。依托龙头企业淘宝，余杭区电子商务发展势头迅猛，2019年全区电子商务产业实现增加值1458.12亿元，增长11%；消费升级类相关商品增势较好，化妆品类增长35.7%，烟酒类增长78.4%，电子出版物及音像制品类增长350%，日用品类增长32.1%；上述因素共同拉动全区全年实现社会消费品零售总额增长9.4%。余杭区共有A级景区14家，其中4A级以上景区7家，2019年全区共接待国内外游客2535.66万人次，同比增长18.8%；实现旅游总收入283.47亿元，同比增长20.8%。

固定资产投资及对外贸易是余杭区经济的重要支撑，跟踪期内，二者增速均有所回落。其中2019年全区固定资产投资增速为7.4%，较上年下降2.6个百分点，主要系交通投资增速大幅下降14.2%，此外，房地产、高新技术产业和项目投资增速仍较快，分

别为 6.7%、9.5% 和 8.4%；同年全区实现进出口总额 478.56 亿元，增速为 3.4%，较上年下降 13.6 个百分点，主要受国际贸易形势持续恶化影响。

房地产市场方面，2019 年余杭区房地产开发投资增长 6.7%，较上年下降 3.6 个百分点。跟踪期内，余杭区保持房地产调控仍然严格，2019 年全区商品房成交面积持续下滑，当年商品房成交面积 392.8 万平方米，同比下降 14.4%，其中住宅成交 29631 套，同比下降 15.3%，成交面积 344.5 万平方米，同比下降 13.6%。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，2019 年全区商品房成交均价 23477 元/平方米，同比上涨 10.0%。

土地市场方面，2019 年全区土地市场成交仍然活跃，全区全年成交土地面积 355.82 万平方米，同比增长 16.56%，住宅用地及工业用地贡献了主要的成交量，当年成交面积分别为 168.04 万平方米和 144.17 万平方米，同比分别增长 7.66% 和 9.18%。但受地方楼市持续调控影响，余杭区住宅及商办用地成交均价出现回落，2019 年全区土地成交综合均价较上年下降 12.23% 至 1.28 万元/平方米，同年全区实现土地成交总价 454.21 亿元，同比小幅增长 2.30%。

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，包括核心区块 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。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。经过多年建设，临平新城核心区主干路网已全面贯通，余杭高铁站投入使用，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更为紧密。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，2019 年临平新城签约重大项目 36 个，迎来了阿里云 supET、中国工业互联网研究院浙江分院“两大引擎”，全区企业数量超过 1.7 万余家，全年实现税收 39.4 亿元，其中产业税收 21.4 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、供排水和房地产开发等方面，在余杭区相关领域内处于重要地位。跟踪期内，受益于土地开发业务收入增长，公司营收规模保持增长态势；由于南苑地产不再纳入合并范围，2019 年公司房产销售收入有所下滑，但地铁上盖物业项目正在有序推进，其中商业综合体已对外出租，商住项目已开始预售，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，但土地开发及房产开发存在跨周期性，公司各项收入占比有一定波动。

2019年，该公司实现营业收入39.50亿元，同比增长23.87%；从收入构成看，土地开发收入、供排水业务收入和房产销售业务收入仍然为公司营业收入的主要来源，当年分别为26.98亿元、7.19亿元和3.83亿元，较上年增长分别为38.09%、6.64%和-8.70%，占当年营业收入的比重分别为68.31%、18.20%和9.70%；2019年商业地产运营主体杭州南苑房地产开发有限公司（简称“南苑地产”）不再纳入公司合并范围，当年房地产销售收入有所下滑。

图表 3. 近年来公司营业收入及毛利情况

业务类型	2017年		2018年		2019年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
营业收入	26.92	100.00	31.89	100.00	39.50	100.00
土地开发	15.72	58.39	19.54	61.27	26.98	68.31
供排水 ¹	6.03	22.42	6.74	21.14	7.19	18.20
房地产销售 ²	4.09	15.18	4.19	13.15	3.83	9.70
其他	1.08	4.01	1.41	4.43	1.50	3.80
毛利率		19.04		24.21		21.43
土地开发		35.34		40.00		42.00
供排水		-14.10		-16.25		-18.34
房地产销售		30.64		40.91		-6.33
其他		-76.88		-50.62		-87.10

资料来源：余杭城建

(1) 城市基础设施建设

该公司的基础设施建设以市政道路为主，公司未就市政道路建设项目与余杭区政府签订回购协议³，余杭区财政每年向公司拨付一定资金⁴，但尚无法完全覆盖项目支出。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。2019年，公司市政道路工程完成投资27.26亿元，获得财政专项拨款1.73亿元，主要投资年组装2万套数字设备项目、永玄路、西安路南延、迎宾大道改造提升和亚运场馆改建等数十个项目，未来仍有一定的资金需求；截至2019年末，在建的市政道路工程账面余额为88.21亿元，累计已转入固定资产的市政道路年末账面价值为25.03亿元。

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，西溪湿地三期工程项目的建设资金由财政全额承担。2019年度，西溪湿地三期工程完成投资为0.92亿元，获得财政专项补贴为0.42亿元。目前西溪湿地三期工程除农居安置工程外⁵的其他建设工作已基本完成，截至2019年末，公司共投入资金101.54亿元，累计获得财政专项拨款92.82亿元。

¹含供水、排污和供水管网安装及修理收入。

²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。

³项目建成后由该公司自持，入账“固定资产”。

⁴挂账于专项应付款。

⁵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。

(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，2019 年公司持续推进临平新城重点建设区域区块的土地开发，继续推进杭州地块 1 号线部分站点周边地块，以及海宁合作区块、星桥南星社区、联胜社区、海宁许村镇胜利前进区块、南星城中村改造等项目的开发，土地开发范围较上年无变化。2019 年，公司完成土地开发面积 948.01 亩，当年完成土地开发投资 26.30 亿元，截至 2019 年末，公司在开发地块面积为 681 亩，累计已投资约 16 亿元，尚余 11 亿元待投资；同年末，公司已完成开发待出让的土地面积为 2000 亩，累计已投资 168.63 亿元。

收入实现方面，2019 年该公司完成土地出让面积为 948.01 亩，可获得的土地出让返还款为 85.38 亿元；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，2019 年实现土地出让收入 26.98 亿元；由于土地出让款项回笼具有跨周期性，以前年度出让地块部分资金于当年回笼，2019 年公司实际收到的土地出让款项为 36.59 亿元。

图表 4. 2017 年以来公司土地开发业务开展情况

	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让面积 (亩)	662.24	358.86	948.01
土地出让金 (亿元)	89.30	63.89	124.32
公司可获得的土地出让款项 (亿元)	57.64	43.90	85.38
公司实际收到的土地出让款项 (亿元)	30.64	90.59	36.59

资料来源：余杭城建

(3) 供排水业务

该公司供排水业务主要包括自来水供水业务、污水处理业务和供水管网安装及修理业务三个板块，2019 年供排水业务实现收入 7.19 亿元，由于仁和水厂扩容工程网，加之临平净水厂投入运营，收入规模同比增长 6.64%；由于该项业务均有一定公益性质，近年来处于持续亏损状态，当年业务毛利为-1.32 亿元，毛利率为-18.34%。

截至 2019 年末，该公司供水区域约 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 100 万吨，拥有供水管道总长 9298 公里(DN75 以上管道长 3377 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 33 万户。排水方面，余杭水务污水收集管道长 1193 公里，城乡污水集中处理率为 95.59%。在供排水设施建设方面，2019 年公司共完成投资 9.48 亿元，其中供水设施完成投资 3.23 亿元，排水设施完成投资 6.25 亿元。余杭区财政每年给予公司供排水业务一定的补贴或拨款⁶，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，2019 年公司收到财政拨付的工程建设款项 1.07 亿元。

⁶ 供排水工程财政拨款计入“递延收益”科目。

图表 5. 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)	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)			2.55 (西部四镇)
	阶梯三	300 以上			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		非工业污水	1.75	2.90 (其他地区)
	经营性用水	商业服务业	非工业污水	1.75	2.60 (西部四镇)
		一般工业企业、建筑 业	工业污水	2.05	4.05
		高污染企业 (暂未执行)		2.45	4.35
		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；商业房地产业务主要开发主体为子公司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”）。

跟踪期内，该公司保障房业务模式未有变化，公司目前主要在售的保障房为高新农业园经济房、塘栖保障房 ABC 和星桥经济房等，截至 2019 年末，上述项目累计投资 19 亿元，累计已回笼资金 13 亿元，，剩余可回笼规模为 7.30 亿元。同年末，公司主要在建房产为南星人才房和九乔人才房，计划总投资 19.15 亿元，年末累计已投资 5.40 亿元，尚余 13.75 亿元待投资。

图表 6. 2019 年末公司主要在建保障房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	总建筑面积	建设周期	累计已投资 ⁷
南星人才房	12.86	18.41	2020/3-2024/11	3.30
九乔人才房	6.29	10.52	2019/12-2023/4	2.10
合计	19.15	28.93	-	5.40

资料来源：余杭城建

近年来，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，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，公司子公司杭州南苑控股（集团）有限公司（简称“南苑控股”）对孙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

⁷ 截至 2019 年末累计已投资部分主要系土地购置款项。

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⁸，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。受南苑地产股权划出影响，公司 2019 年商品房销售收入 0.13 亿元。

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。

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 年末累计已投资 17.8 亿元（含土地成本）；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 年及 2019 年分别实现租赁收入 532.43 万元和 709.9 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⁹，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 年末累计已投资 8.61 亿元，目前主体已结项，户内楼地面开始施工；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（简称“绿地地产”）全面负责艺郡府项目代销工作，2019 年 1 月开始预售，截至 2019 年末累计已回笼资金 13.55 亿元，尚未开始确认销售收入。

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 48 万平方米，已出租面积约 47 万平方米，2017-2019 年分别实现租赁收入 0.81 亿元、0.91 亿元和 1.20 亿元。

(5) 其他业务

该公司其他业务主要为机动车停放收费、水电费、道路广告以及工程建设管理费等，2019 年收入合计 0.26 亿元，对公司营收贡献有限。

⁸ 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。

⁹ 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。

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，但股东名称由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”）变更为杭州市余杭区人民政府国有资产监督管理办公室（简称“余杭区国资办公室”），公司仍为国有独资企业。

2019年12月，该公司董事会成员发生调整，原职工董事唐明改任公司监事会监事，任命傅丽君为公司职工董事，王慎跃不再担任公司监事。2020年5月，公司管理人员进一步调整，原监事会成员唐明及吴晋改任公司董事，其中唐明兼任公司副总经理，新增闫本波、赵林玲为公司监事会成员，同时免去方良海董事兼副总经理职务。

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，公司向关联方乾唐商业出租房产，2019年确认的收入为709.90万元；关联担保方面，2019年末公司为关联方提供担保余额为4.43亿元；资金拆借及往来方面，2019年末公司应付关联方资金余额为15.06亿元，主要系应付杭州余杭惠农投资建设有限公司（简称“惠农投资”）拆借款15.04亿元，应收关联方资金余额51.10亿元，主要包括惠农投资和余杭区国资办公室拆借款，分别为49.10亿元和1.97亿元。

根据该公司本部及子公司余杭基建2020年4月15日，子公司余杭保障房2020年5月7日的《企业信用报告》，公司本部及上述子公司近三年未有发生违约情况。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台2020年6月9日信息查询结果，公司本部及子公司基建公司、余杭水务和地铁上盖物业开发公司近三年均不存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司负债规模继续扩大，但2019年公司收到大额财政资金拨付，加之实物、股权资产的无偿划入，公司资本实力进一步增强，财务杠杆有所下降。当年公司外部融资力度加大，刚性债务增长较快，但公司经营现金持续大额净流入，且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

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2019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。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2019年，该公司通过新设增加4家子公司，分别为杭州临平新城科创发展有限公司、杭州余杭制水有限公司、杭州余杭城东净水有限公司和杭州余杭城西净水有限公司；同年公司减少5家子公司，其中南苑地产及杭州好望物业管理有限公司（简称“好望物业”）因被减资而不再纳入公司合并范围，杭州新辰沅投资管理合伙企业（有限合伙）被注销，

临平新城开发公司和艺睿建设分别被基建公司和公司本部吸收合并。此外，由于余杭区国资办规划成立余杭环境控股集团有限公司（简称“余杭环境控股”），子公司余杭水务下属尚未全面展开新业务的 5 家供排水公司以及嘉澍市政等 6 家配套子公司全部股权被划转至余杭环境控股，上述公司股权处置总价款为 1.88 亿元。截至 2019 年末，公司合并范围二级子公司共 16 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，该公司收到财政拨付资金 89.60 亿元¹⁰，加之余杭区政府实物、股权资产的无偿划入，以及自身经营积累，2019 年末公司所有者权益较上年末大幅增长 46.13% 至 307.78 亿元。同年末，所有者权益构成中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 9.75%、66.34% 和 18.44%，其中资本公积主要包括货币资金 22.38 亿元、22.81 亿元的股权资产、58.74 亿元地铁一号线和西溪湿地三期项目资本金、89.60 亿元政府债券转增资本公积等。

随着项目建设和土地整理的推进，该公司的负债规模不断扩大，2019 年末公司负债总额为 531.78 亿元，较上年末增长 6.81%，增量主要来自刚性债务及预收款项。得益于权益资本的增强，年末资产负债率为 63.34%，较上年末下降 7.06 个百分点，公司财务杠杆仍处于较高水平，同年公司负债期限结构较上年有所弱化，年末长短期债务比为 172.24%，主要系较多长期借款步入偿付周期，加之公司收到的大额土地出让款项尚未结转，以及城区改造公司等企业资金流入，年末流动负债大幅增长所致。

负债构成方面，该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，2019 年末余额占负债总额的比重分别为 54.95%、2.06%、5.98%、18.52%、15.30% 和 3.06%。年末应付账款余额为 10.94 亿元，主要为尚未结算的工程款；预收账款余额 31.80 亿元，主要系预收保障房及商业房产销售款、预收供水建设费等，同比增长 65.53%，主要系艺郡府项目销售款增加，年末主要包括预收艺郡府商住项目销售款 13.55 亿元、预收保障房销售款 3.20 亿元以及供水建设费 3.84 亿元；其他应付款余额 98.51 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 76.90 亿元¹¹，以及押金保证金、教育基金及保障性住房资金等；专项应付款余额为 81.38 亿元，由于财政项目建设资金的持续拨付¹²，近三年呈逐年增长态势，2019 年新增对文化艺术中心项目拨款 8.34 亿元，同年因艺睿建设被吸收合并而抵消 6.44 亿元；递延收益 16.26 亿元，主要系公司收到的供排水工程补助款。

¹⁰ 2019 年，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作为资本投入拨付至公司。

¹¹ 该公司土地出让后，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”。

¹² 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，该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。2019 年末，专项应付款中 51.78 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。

2019 年末，该公司刚性债务余额为 292.22 亿元，同比增长 4.51%，其中短期刚性债务余额 53.42 亿元，占比 18.28%。根据公司提供数据，2020 年 4-12 月及 2021-2024 年公司待偿还债务规模分别约为 39 亿元、131 亿元、91 亿元、133 亿元和 113 亿元，中短期内存在一定偿债压力。

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，2019 年末余额占刚性债务总额的比重分别为 36.99%、47.20%、2.19% 和 11.79%。其中 2019 年末金融机构借款（含一年内到期部分）余额 108.08 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，年利率主要分布于 4.35%-6% 区间；从借款方式看，以保证借款及抵质押借款为主，其中保证借款余额 54.38 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（简称“余杭经济开发公司”）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 47.50 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 137.93 亿元，较上年末大幅增加 41.96 亿元，主要系 2019 年公司本部及子公司余杭水务发行的债券资金到位。政府债务置换资金 6.40 亿元（入账“长期应付款”），年利率区间为 3.37%-4.04%，较上年末减少 49.21 亿元，主要系 2019 年公司将本部收到的置换款项归还财政。第三方机构借款为惠农投资向公司提供的 15.04 亿元借款，利率为 4.145%，期限 25 年；杭州临平城区综合改造有限公司（简称“城区改造公司”）向公司提供的 19.40 亿元拆借资金（入账“其他应付款”），利率根据协商每年调整，2019 年度为 5.05%。

作为余杭区重要的国有独资企业，该公司在区政府或股东批准的情况下为区属其他单位提供担保。截至 2019 年末，公司对外担保余额为 117.42 亿元，规模较大，担保比率为 38.15%。公司对外担保多为互保，公司对外担保多为互保，担保对象主要为城区改造公司、杭州余杭创新投资有限公司、杭州余杭九乔保障房建设有限公司和杭州余杭经济开发建设有限公司等其他区属单位。

（2）现金流分析

2019 年，随着财政拨付的大额土地出让金返还款并收回以前年度土地保证金，房产项目预收款项到位，加之政府补助资金的持续流入，该公司经营活动现金持续大额净流入，为 32.97 亿元；同年公司基础设施建设投资持续推进，理财产品投资收支规模均较大，加之当年对余杭区其他平台企业的资金拆借资金维持较大规模，投资活动净现金流为-129.80 亿元，缺口规模较上年扩大 43.80 亿元；2019 年公司收到财政拨付资金 89.60 亿元，同年外部融资力度加大，筹资活动现金大额净流入 105.08 亿元。

（3）资产质量分析

跟踪期内，该公司资产规模保持较快增长，2019 年末资产总额为 839.56 亿元，同比增长 18.01%，同年末流动资产及非流动资产占比分别为 52.23% 和 47.77%。

资产构成方面，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，2019 年末占流动资产的比重分别为 5.34%、36.21%、53.23% 和 4.83%。其中年末货币资金为 23.43 亿元，由于融资款项到位尚未投入使用，同比增长 54.30%，其中受限货币资金为 0.10 亿元；其他应收款为 158.80 亿元，主要系公司对外拆借款、往来及代

垫款项等，同比增长 93.29%，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、惠农投资和余杭区国资办公室的拆借款分别为 104.10 亿元、49.10 亿元和 1.97 亿元；存货为 233.40 亿元，同比增长 13.15%，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 219.73 亿元和以完工房产项目为主的开发产品 10.71 亿元；其他流动资产为 21.18 亿元，主要系理财产品投资，2019 年由于部分产品赎回，同比下降 36.69%。此外，年末预付款项较上年末增加 1.10 亿元至 1.17 亿元，包括预付杭海城际铁路有限公司 0.68 亿元和预付绿地地产 0.36 亿元。

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，2019 年末占非流动资产的比重分别为 6.62%、6.83%、17.28%、43.19% 和 23.17%。其中可供出售金融资产 26.55 亿元，主要系公司投资的股权资产，年末主要包括杭州余杭信宸惠投资管理合伙企业（有限合伙）股权资产 22.60 亿元和杭州余杭金融控股集团有限公司股权资产 3.21 亿元；投资性房地产为 27.39 亿元，主要包括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 69.31 亿元和 173.22 亿元，其中在建工程同比增长 11.63%，主要系市政道路工程的持续投入，固定资产同比增长 28.75%，主要系在建项目完工转入。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 92.94 亿元，同比下降 7.34%，主要系公司将部分土地资产成本调整至“无形资产”科目核算，受此影响，年末无形资产较上年末增加 4.20 亿元至 4.24 亿元。

（4）流动性/短期因素

2019 年以来，由于外部融资到位且尚未投入使用，该公司货币资金大幅增加，同时对区属国资企业拆借大额资金，其他应收款增长明显，加之土地整理及房产项目的持续投入，流动资产规模持续扩大，受此影响，2019 年末公司流动比率、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。且公司在持现金类资产较充裕，其中可动用的货币资金 23.33 亿元，短期理财产品余额 21.18 亿元，可为即期债务的偿付提供一定支持。

图 7. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	352.51	199.51	224.49
现金比率 (%)	17.01	8.97	11.99
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	84.05	35.53	43.86

资料来源：余杭城建

截至 2019 年末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 18.33 亿元，占资产总额的 2.18%。

图 8. 截至 2019 年末公司受限资产明细

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	0.43	保函保证金，住房资金及维修基金
其他应收款	0.10	0.06	借款质押保证金

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
存货	1.95	0.84	借款抵押
投资性房地产	15.37	56.11	借款抵押
无形资产	0.80	18.95	借款抵押
合计	18.33	--	--

资料来源：余杭城建

3. 公司盈利能力

2019年，该公司实现营业收入 39.50 亿元，同比增长 23.87%；实现营业毛利 8.46 亿元，同比增长 9.64%，综合毛利率较上年下降 2.78 个百分点至 21.43%。具体来看，近年来余杭区土地市场景气度持续较好，2019 年公司土地开发业务实现营业毛利 11.33 亿元，同比增长 44.99%，毛利率较上年上升 2 个百分点至 42%；由于南苑地产出表，商品房销售收入大幅下降，保障房销售收入为公司房地产销售收入的主要来源，基于保障房的公益性质，2019 年房产销售业务出现亏损，营业毛利为-0.24 亿元，毛利率为-6.33%；供排水业务持续亏损，营业毛利亏损扩大 1.31 亿元。

2019 年，该公司期间费用为 4.86 亿元，同比增长 45.07%，其中管理费用为 3.12 亿元，同比增长 29.42%，主要系职工薪酬及专项经费等增加较多；财务费用为 1.52 亿元，同比增长 41.31%，主要系刚性债务规模扩大影响。投资收益和政府补助仍是公司利润的重要补充，其中投资收益主要来自理财产品、股权投资收益以及联营企业权益变动收益，当年实现投资收益 1.86 亿元，同比增长 19.80%，同年公司收到政府补助资金 3.81 亿元，主要系供排水工程补助以及业务亏损补助。2019 年公司实现利润总额和净利润分别为 8.78 亿元和 8.73 亿元，同比分别增长 16.70% 和 19.61%，当年总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.37% 和 3.37%。

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、供排水和房地产开发等方面，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保持增长，同时公司持续收到较大规模土地出让返还款项并收回以前年度土地保证金，加之当年房产预售款项陆续到位，资金回笼速度加快。跟踪期内，公司短期刚性债务规模虽然仍维持在较大规模，但在持现金类资产较充裕，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，近年来公司资本实力不断

增强。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 年末，公司共获得商业银行授信额度 254.25 亿元，未使用额度为 122.15 亿元，能够对公司资金需求提供一定支持。

跟踪评级结论

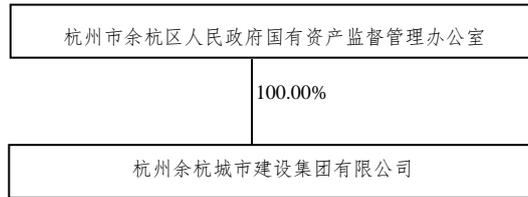
跟踪期内，余杭区经济保持良好增长态势，产业结构进一步优化，由该公司负责开发的临平新城是余杭区的重要组成部分，目前区域基础设施已趋于完善，且产业发展较好，为公司的业务开展创造了较好的环境。公司业务主要涉及城市基础设施建设、土地开发、供排水和房地产开发等方面，在余杭区相关领域内处于重要地位。跟踪期内，受益于土地开发业务收入增长，公司营收规模保持增长态势；由于南苑地产不再纳入合并范围，2019 年公司房产销售收入有所下滑，但地铁上盖物业项目正在有序推进，其中商业综合体已对外出租，商住项目已开始预售，预计后续能对公司业绩形成一定支撑。

跟踪期内，该公司负债规模继续扩大，但 2019 年公司收到大额财政资金拨付，加之实物、股权资产的无偿划入，公司资本实力进一步增强，财务杠杆有所下降。当年公司外部融资力度加大，刚性债务增长较快，但公司经营性现金持续大额净流入，且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。

同时，我们仍将持续关注：（1）余杭区的经济发展情况；（2）该公司基础设施、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公司土地开发及出让的影响；（4）公司获得的财政补助及拨款情况；（5）公司对外担保、资金借出及对方经营情况；（6）公司经营活动现金流回笼情况。

附录一：

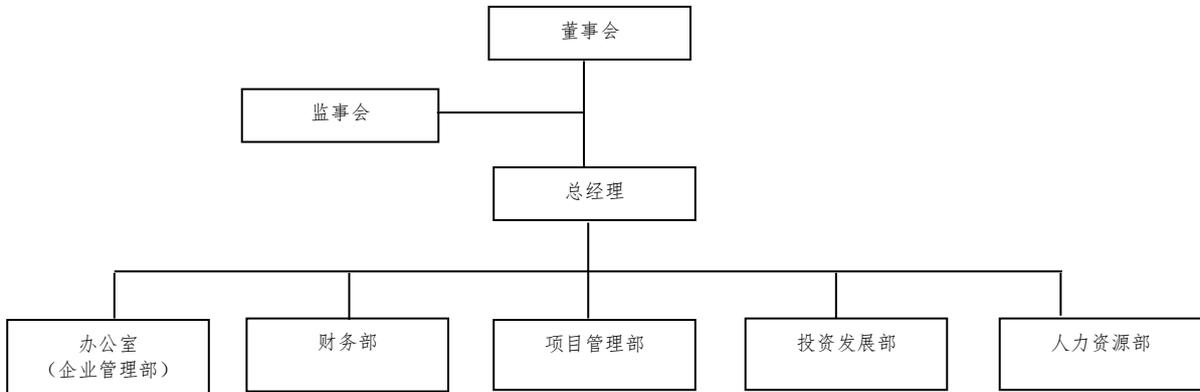
公司股权结构图



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]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	594.93	711.46	839.56
货币资金 [亿元]	12.92	15.18	23.43
刚性债务[亿元]	238.94	279.62	292.22
所有者权益 [亿元]	208.54	210.62	307.78
营业收入[亿元]	26.92	31.89	39.50
净利润 [亿元]	6.23	7.29	8.73
EBITDA[亿元]	11.63	12.53	15.73
经营性现金净流入量[亿元]	-5.69	73.82	32.97
投资性现金净流入量[亿元]	-53.99	-86.00	-129.80
资产负债率[%]	64.95	70.40	63.34
长短期债务比[%]	408.89	195.96	172.24
权益资本与刚性债务比率[%]	87.28	75.32	105.32
流动比率[%]	352.51	199.51	224.49
速动比率[%]	100.48	77.58	104.40
现金比率[%]	17.01	8.97	11.99
短期刚性债务现金覆盖率[%]	84.05	35.53	43.86
利息保障倍数[倍]	0.72	0.96	0.99
有形净值债务率[%]	189.37	237.84	175.20
担保比率[%]	66.54	48.02	38.15
毛利率[%]	19.04	24.21	21.43
营业利润率[%]	24.24	23.69	22.32
总资产报酬率[%]	1.43	1.34	1.37
净资产收益率[%]	3.02	3.48	3.37
净资产收益率*[%]	2.98	3.62	3.39
营业收入现金率[%]	116.06	114.55	129.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.97	60.23	18.09
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.82	28.47	11.53
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-73.01	-9.93	-53.12
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-29.59	-4.70	-33.87
EBITDA/利息支出[倍]	1.06	1.38	1.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.06

注：表中数据依据余杭城建经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

附录四：

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%
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

附录五：

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。