

杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司

2021 年度第一期中期票据

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(2020)010937】

评级对象: 杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司 2021 年度第一期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020 年 6 月 18 日

注册额度: 20 亿元

本期发行: 10 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还公司有息债务

偿还方式: 每年付息, 到期还本

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	18.76	21.59	27.56	22.19
刚性债务	57.10	96.07	53.95	51.69
所有者权益	161.98	164.90	186.45	185.11
经营性现金净流入量	20.92	-31.94	70.70	-2.44
合并数据及指标:				
总资产	303.35	338.21	439.00	453.48
总负债	140.02	171.93	249.83	265.49
刚性债务	69.71	125.38	83.65	81.95
所有者权益	163.33	166.29	189.18	187.99
营业收入	36.45	15.71	34.83	0.69
净利润	1.14	2.71	4.35	-1.36
经营性现金净流入量	32.07	-56.21	71.33	-4.58
EBITDA	7.45	11.07	12.24	—
资产负债率[%]	46.16	50.83	56.91	58.55
长短期债务比[%]	144.05	601.05	84.81	78.56
营业利润率[%]	3.75	18.64	13.05	-187.79
短期刚性债务现金覆盖率[%]	234.32	230.96	163.25	147.37
营业收入现金率[%]	115.58	63.63	233.28	851.67
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	42.07	-63.13	-1.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.15	1.99	2.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.11	0.12	—

注: 发行人数据根据杭州运河经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com

龚春云 gcy@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:

- **外部环境良好。** 杭州市是长江三角洲中心城市之一, 区位优势突出。在信息经济高速发展的助力下, 近年来全市产业结构不断优化, 综合经济实力稳步增长, 为杭州运河的发展提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度大。** 杭州运河是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体, 同时参与杭州市大城北地区-杭钢新城的开发建设, 能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。
- **业务区域专营优势。** 杭州运河可享受业务区域内土地开发投资收益。同时, 公司是杭州运河景区唯一运营商, 业务开展具备区域专营优势。

主要风险:

- **债务偿付压力。** 近年来随着项目投资增加, 杭州运河负债总额整体呈上升趋势, 且已积聚较大规模刚性债务, 2019 年以来即期债务有所增长, 公司面临的债务偿付压力有所上升。
- **投融资压力。** 杭州运河开发范围进一步扩大, 后续对运河新城和杭钢新城有较大规模的投资支出安排, 公司面临一定投融资压力。
- **资金回笼存在不确定性。** 杭州运河资金平衡主要依赖于区域内土地开发补偿, 但受杭州市城市建设规划、土地使用规划及土地和房地产市场行情等因素影响, 土地变现时点和价值存在不确定性。
- **资产流动性较弱。** 杭州运河资产主要以基础设施以及土地开发整理成本为主, 流动

性较弱。

➤ 未来展望

通过对杭州运河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 AA⁺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很强，并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司

2021 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司（以下简称“杭州运河”、“该公司”或“公司”）成立于 2003 年 12 月 19 日，系经中共杭州市委、杭州市人民政府共同签发的市委发【2003】53 号文件批准，由杭州市人民政府、拱墅区人民政府、江干区人民政府、下城区人民政府和杭州市交通投资集团有限公司¹（以下简称“杭州交投”）共同出资组建的国有企业，初始注册资本为 2.00 亿元。后经杭州市人民政府的两次增资，截至 2014 年末该公司注册资本增至 12.00 亿元。2015 年 12 月，公司以资本公积和未分配利润向股东转增资本，共增加实收资本 38.00 亿元。其中，资本公积转增 12.00 亿元²，由杭州市人民政府单独享有；未分配利润转增 26.00 亿元，由全体股东按原出资比例转增享有。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，杭州市人民政府、拱墅区人民政府、江干区人民政府、杭州交投和下城区人民政府分别持有公司 93.67%、2.53%、1.90%、1.27% 和 0.63% 的股份，杭州市人民政府为公司控股股东及实际控制人。

该公司是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等。2018 年末公司业务范围进一步拓展至杭钢新城。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司拟在中国银行间市场交易商协会申请注册总额为 20.00 亿元的中期票据，该中期票据已经股东会和董事会决议通过。本期中期票据拟发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年。

¹ 原名为“杭州市交通资产经营有限公司”，由杭州市人民政府全资持股。

² 2015 年，该公司将在运河综保工程中形成的物业资产暂按账面支出金额 15.77 亿元转入资本公积；同年，将其中 12.00 亿元的资本公积转增实收资本。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司 2021 年度第一期中期票据
总发行规模:	20.00 亿元人民币
本期发行规模:	10.00 亿元人民币
本期债券期限:	3 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，到期还本
增级安排:	无

资料来源：杭州运河

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务。截至 2020 年 3 月末，公司刚性债务余额合计 81.95 亿元。

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，贸易冲突仍是长时间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

杭州市是浙江省省会、长江三角洲中心城市之一，区位优势突出，近年来在数字经济引领带动下，综合经济实力稳步增长。受益于G20峰会和亚运会，城市基建进一步完善，同时各类人才政策的出台为区域房地产市场带来一定向好预期，近年来杭州市土地市场热度维持，同时房地产投资有所回暖，但房地产及土地调控基调趋紧，商品房销售面积持续下滑。

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部、地处长江三角洲南翼、杭州湾西端、钱塘江下游、京杭大运河南段，是浙江省省会和经济、文化、金融、科教中心，是长江三角洲中心城市之一，也是国家重点风景旅游和历史文化名城。全市总面积1.66万平方公里，市区面积为0.80万平方公里，现辖10个区、1个县级市和2个县。截至2019年末，全市常住人口为1036.0万人，较上年末增加55.4万人；城镇化率达78.5%，较上年末提高1.1个百分点。

近年来，依托于优越的地理环境和良好的经济基础，杭州市经济平稳增长，以数字经济为引领、服务业为主导、现代制造业为支撑的产业格局不断巩固，产业结构进一步优化。2017-2019年，杭州市分别实现地区生产总值12603亿元、13509亿元和15373亿元，同比分别增长8.1%、6.7%和6.8%，增速有所下降，但整体维持在较高水平，2019年增速高于全国水平0.7个百分点，与浙江省增速持平。分产业看，2019年，杭州市第一产业增加值为326亿元，同比增长1.9%；第二产业增加值为4875亿元，同比增长5.0%；第三产业增加值为10172亿元，同比增长8.0%；三次产业结构由2017年的2.5:34.6:62.9调整为2.1:31.7:66.2，产业结构不断优化，第三产业是杭州市经

经济发展的主要动力。

图表 2. 2017 年以来杭州市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

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	12603	8.1	13509	6.7	15373	6.8	3379	-4.8
第一产业增加值	311	1.8	306	1.8	326	1.9	61	-0.7
第二产业增加值	4362	4.8	4572	5.8	4875	5.0	888	-12.3
第三产业增加值	7930	10.5	8632	7.5	10172	8.0	2429	-1.1
三次产业结构	2.5:34.6:62.9		2.3:33.8:63.9		2.1:31.7:66.2		1.8:26.3:71.9	
人均生产总值（万元）	13.51	5.5	14.02	--	15.25	--	--	--
工业增加值	3968	6.3	4160	6.3	4288	5.3	--	--
全社会固定资产投资	5857	1.4	--	10.8	--	11.6	--	-6.0
社会消费品零售总额	5717	10.5	5715	9.0	6215	8.8	1154	-16.0
进出口总额	5085	13.3	5245	3.1	5597	6.7	1170	-4.2

资料来源：杭州市统计年鉴、2019 年国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计局

随着产业转型升级，杭州市工业经济保持增长，但增速有所下滑。2017-2019 年，杭州市分别实现工业增加值 3968 亿元、4160 亿元和 4288 亿元，同比增速分别为 6.3%、6.3%和 5.3%。2019 年全市规模以上工业中高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值分别增长 8.5%、13.1%和 7.8%，占规模以上工业增加值的比重分别为 61.7%、37.6%和 46.5%。

近年来在数字经济、现代金融、旅游业带动作用，杭州市服务业保持较快发展。阿里巴巴等龙头企业辐射带动效应显著，2014 年以来全市数字经济核心产业增加值年均增幅超过 20%，对全市经济增长贡献率保持在 50%左右；2018 年 10 月，杭州市提出打造全国数字经济第一城，明确了全市数字经济发展方向；2019 年全市数字经济核心产业实现增加值 3795 亿元，同比增长 15.1%，占 GDP 的比重为 24.7%。此外，2016 年 G20 峰会在杭州成功举办，进一步提升了杭州的城市品牌，对区域旅游及相关产业的发展起到明显促进作用，2019 年全市实现旅游总收入 4005 亿元，增长 18.3%，接待游客总人数达到 2.08 亿人次，增长 15.1%，其中入境游客达到 113.3 万人次，增长 5.7%。

杭州市固定资产投资主要投向房地产及基础设施建设领域。作为第十九届亚运会主办城市，杭州市 2017 年出台了《杭州市“迎亚运保畅通”城市快速路网建设四年攻坚行动计划》，同年《杭州铁路枢纽规划（2016-2030 年）》获批，2018 年以来全市基础设施投资及房地产投资加快，拉动固定资产投资增速回升。2017-2019 年，全市全社会固定资产投资额同比分别增长 1.4%、10.8%和 11.6%，其中 2018-2019 年交通基础设施投资增速分别 93.4%和 16.9%。

图表 3. 2017 年以来杭州市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

投资方向	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	861.48	0.5	--	-11.3	--	5.6	--	-14.2
基础设施	1597.04	0.1	--	26.9	--	5.2	--	--
房地产开发	2734.00	4.9	--	12.2	--	10.7	--	-2.2

资料来源：杭州市统计年鉴、2019 年国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计局

受 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情影响，杭州市经济下滑明显。2020 年第一季度，全市实现地区生产总值 3379 亿元，按可比价计算，同比下降 4.8%。其中，第一产业增加值 61 亿元，同比下降 0.7%；第二产业增加值 888 亿元，同比下降 12.3%；第三产业增加值 2429 亿元，同比下降 1.1%。当期全市规模以上工业增加值 674 亿元，同比下降 11.6%，其中高技术产业（制造业）同比下降 0.6%；同期全市固定资产投资同比下降 6.0%，其中，项目民间投资、交通投资、工业投资、房地产开发投资分别同比下降 16.8%、3.9%、14.2%和 2.2%。2020 年第一季度，杭州市完成社会消费品零售总额 1154 亿元，同比下降 16.0%；受出口大幅下降影响，当期进出口总额呈负增长，全市货物进出口总额为 1170 亿元，同比下降 4.2%，其中出口总额为 699 亿元，同比下降 10.9%。

受益于 G20 峰会和亚运会，杭州市城市基建进一步完善，同时 2019 年出台的各类人才政策，为区域房地产市场带来一定向好预期，近年来全市土地市场热度维持，同时房地产投资有所回暖，2018-2019 年投资增速分别为 12.2%和 10.7%。为维护区域房地产市场平稳健康发展，2017 年以来杭州市政府相继出台了一系列房地产及土地调控政策，并于 2019 年首次出台土地双限政策，整体调控基调稳中趋紧。受此影响，2017-2019 年全市商品房销售面积持续下滑，同比增速分别为-11.7%、-18.4%和-9.7%；2019 年商品房销售额为 3924 亿元，同比下滑 2.1%。

图表 4. 2017-2019 年杭州市房屋建设、销售情况（单位：%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
房屋施工面积（万平方米）	11523	-0.3	11750	2.0	11996	2.1
房屋竣工面积（万平方米）	2086	8.5	1637	-21.5	1728	5.5
商品房销售面积（万平方米）	2054	-11.7	1675	-18.4	1514	-9.7
商品房销售额（亿元）	--	--	---	--	3924	-2.1

资料来源：杭州市统计年鉴、2019 年国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计局

近年来，杭州市土地市场热度维持，土地出让面积持续增长，带动土地出让总价攀升。2017-2019 年，全市土地出让面积分别为 1371.87 万平方米、1539.93 万平方米和 1948.30 万平方米，分别实现土地出让收入 2292.91 亿元、2501.08 亿元和 2836.63 亿元。受出让土地区位差异、土地限价政策等因素影响，杭州市住宅用地出让均价及整体土地出让均价近年来有所波动，2017-2019 年全市土地出让均价分别为 1.67 万元/平方米、1.62 万元/平方米和 1.46 万元/平方米；住宅用地出让均价分别为 3.12 万元/平方米、3.38 万元/平方米和 3.10 万元/平方米。2020 年第一季度，全市实现土地出让 338.16 万平方米，同比减少 23.24%，主要系商业/办公用地和工业用地出让规模下降所致；同期，实现土地出让金 516.02 亿元，同比增长 8.35%，其中住宅用地出让金同比增长 21.74%至 438.20 亿元，出让均价增至 2.94 万元/平方米；商业/办公用地出让金同比下降 41.65%至 54.16 亿元，出让均价降至 1.32 万元/平方米。

图表 5. 2017 年以来杭州市土地市场交易情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
土地出让总面积（万平方米）	1371.87	1539.93	1948.30	338.16
其中：住宅用地出让面积	636.35	609.75	754.85	148.93
商业/办公用地出让面积	185.58	234.33	256.34	41.10
工业用地出让面积	508.02	655.97	890.12	139.62
其它用地出让面积	41.92	39.88	46.98	8.51
土地出让总价（亿元）	2292.91	2501.08	2836.63	516.02
其中：住宅用地出让总价	1983.05	2062.86	2338.12	438.20
商业/办公用地出让总价	271.71	384.32	402.26	54.16
工业用地出让总价	30.63	46.67	81.54	21.16
其它用地出让总价	7.52	7.23	14.71	2.51
土地出让均价（元/平方米）	16713.77	16241.45	14558.33	15259.53
其中：住宅用地出让均价	31162.99	33831.35	30974.47	29423.23
商业/办公用地出让均价	14640.89	16400.47	15692.2	13176.97
工业用地出让均价	602.97	711.49	916.04	1515.21
其它用地出让均价	1793.77	1812.87	3081.87	2949.37

资料来源：CREIS 中指数据

该公司是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，同时参与杭州市大城北地区的开发建设，能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。

京杭大运河南起杭州，北至北京，途经浙苏鲁冀京津 6 个省市，全长约 1794 公里，作为中国大运河项目之一，于 2014 年入选世界文化遗产名录。2019 年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《大运河文化保护传承利用规划纲要》，中国大运河文化带建设上升为国家战略。

京杭运河杭州段南起钱塘江三堡船闸，北至杭州余杭区塘栖镇水北地区，全长约 39 公里，分为主城区段和郊区段。其中，主城区段南起三堡船闸，北至石祥路，长约 14 公里，流经江干、下城、拱墅三区，两岸用地横向至第一条城市主干道，每侧平均约 500 米，规划用地面积约 21.1 平方公里，开发主体为该公司。郊区段从石祥路至余杭区塘栖镇水北地区，长约 25 千米，流经拱墅、余杭两区，两岸横向用地每侧控制在约 1000 米，规划用地面积约 50 平方公里。郊区段开发主体包括公司和杭州余杭运河综合保护开发建设有限公司³（以下简称“余杭运河公司”）。其中，公司主要负责范围为东至拱康路，南至石祥路，西至京杭大运河、通益路，北至拱墅区界，规划用地面积约 7.20 平方公里，亦称为运河新城⁴；余杭运河公司负责余杭界内的综合治理和开发保护工作。目前，运河主城区段已基本建设完成，运河及两岸的生态功能、

³ 2017 年末，该公司持有余杭运河公司 49% 的股份。出资时，约定余杭运河公司在存续期间，不对任何收益进行任何形式的分配，至经营期限届满或撤销之日，余杭运河公司将依法清算后净资产的 30% 返还给公司。公司已于 2017 年末签署退出协议，资产清算后将按股份占比情况收回投资；余杭运河公司已于 2018 年 2 月变更工商信息。

⁴ 杭州市政府关于《杭州市运河新城单元（GS10）控制性详细规划（2020 版）》和《杭州市杭钢单元（GS13）控制性详细规划（2020 版）》批复中明确了运河新城的规划范围。

交通功能、旅游功能和文化功能得到了极大的提升，未来开发建设重心集中于郊区段。

2018 年 8 月，杭州市发布大城北地区规划建设三年行动计划（2018—2020 年）。该公司负责开发的运河新城纳入大城北地区规划，定位为大城北核心区的中部组团、城北城市副中心的重要组成部分。同年 9 月，根据府办简复（第 B20181614 号）公文，杭州市政府同意公司作为大城北地区-杭钢新城的做地主体，公司开发范围进一步拓展。杭钢新城东至 320 国道，南至金昌路，西至杭宁高铁、沿山港，北至拱墅区界，规划用地面积约 5.66 平方公里，是大城北核心区的东部组团，定位为以工业遗产活化利用为特色的新标志性区域。

2. 业务运营

该公司作为京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，2018 年末开发范围进一步拓展至大城北区域-杭钢新城。目前公司收入主要来源于土地开发，不动产租赁对收入形成有益补充；公司有较大规模的待出让、在整理土地，后续土地出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但易受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等影响。公司后续有较大规模的投资支出安排，面临一定投融资压力。

该公司主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，并参与杭州市大城北地区的开发建设，可持续享有上述区域内土地开发投资收益。同时，公司是杭州运河景区唯一运营商，综合保护的历史街区等相关资产由公司自主经营，业务开展具备区域专营优势。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 36.45 亿元、15.71 亿元和 34.83 亿元，以土地开发收入为主，在出让规划等影响下，近年来收入有所波动；随着物业出租面积的不断增加，不动产租赁业务收入持续增长，对营业收入形成有益补充。此外，公司唯一在售不动产项目天城国际已基本完成销售，短期内该业务收入不持续。2020 年第一季度，公司实现营业收入 0.69 亿元，其中不动产租赁收入为 0.58 亿元。

图表 6. 2017 年以来公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元，%）⁵

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入	36.45	100.00	15.71	100.00	34.83	100.00	0.69	100.00
开发土地	32.48	89.11	13.27	84.47	32.06	92.04	--	--
不动产销售 ⁶	1.97	5.40	0.02	0.10	0.00	0.01	--	--

⁵ 表内合计数略有差额系“四舍五入”所致，下同。

⁶ 2019 年，该公司实现不动产销售收入 42.66 万元。

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
不动产租赁	1.14	3.12	1.63	10.35	1.90	5.47	0.58	82.94
酒店经营	0.47	1.28	0.50	3.21	0.45	1.30	0.05	7.33
其他	0.40	1.09	0.29	1.87	0.41	1.17	0.07	9.73
毛利率	19.17		70.29		36.14		46.89	
开发土地	14.81		72.59		34.65		--	
不动产销售	47.07		100.00		100.00		--	
不动产租赁	74.35		70.88		69.94		61.01	
酒店经营	77.20		76.49		39.17		-8.16	
其他	11.39		-49.15		-8.15		-32.07	

资料来源：杭州运河

(1) 运河综合保护及杭钢新城开发

该公司依照市政府要求承担京杭运河杭州主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）综合整治、沿岸土地开发整理和基础设施建设职责；2018 年末新增杭钢新城的土地整理及基础设施建设职能。运营模式方面，根据杭州市政府纪要【2004】44 号《关于京杭运河（杭州段）综合整治和保护开发问题的专题会议纪要》的规定，《京杭运河（杭州段）综合整治和保护开发战略规划》范围内的全部土地出让金及拱墅区土地出让收益上缴市的 30%用于运河整治和保护开发，其中杭州市财政局将出让土地的土地出让金 55%部分和拱墅区土地出让收益上缴市的 30%作为公司运河两岸景点建设、基础设施建设等的专项资金直接划付公司，计入“专项应付款”，市财政土地出让金剩余的 45%部分划拨至杭州市土地储备中心，由其扣除相关费用后转拨公司，作为返还土地开发补偿费确认土地开发收入。杭钢新城沿用运河的运营模式，公司可持续享有区域内土地开发投资收益。

从区域开发及投资进展看，现阶段该公司开发重点为运河新城和杭钢新城。其中，运河新城整体投资规模预计约 445 亿元，前期土地整理已基本完成，截至 2020 年 3 月末累计已投资约 195 亿元，尚需投资 250 亿元；杭钢新城整体投资规模预计约 320 亿元，包括征地拆迁 120 亿元⁷和基建投资 200 亿元，现主要进行征地拆迁，截至 2020 年 3 月末杭钢新城累计已投资约 63 亿元，尚需投资 257 亿元。整体看，公司尚需在运河新城和杭钢新城投资逾 500 亿元。

主要投建项目方面（计划总投资在 4 亿元及以上的项目），截至 2020 年 3 月末，该公司主要在建项目计划总投资合计 64.80 亿元，已投资 41.13 亿元；主要拟建项目计划总投资合计 141.54 亿元；2020 年公司投资支出安排约 78 亿元。

⁷ 该公司自 2019 年一季度起，每季度支付杭州钢铁集团公司 12.5 亿元转型升级包干资金。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）⁸

项目名称	计划总投资	已投资	计划工期
香积寺路西延（莫干山路西侧-上塘路东侧）	23.60	17.84	2016-2020 年
丽水路（石祥路-金昌路）	10.47	6.19	2017-2021 年
三里亭单元 JG0906-R21-10 地块拆迁安置房	8.49	5.23	2019-2022 年
凯旋单元 FG19-R21-12 地块	4.91	2.16	2016-2020 年
景芳三堡单元 JG1201-R21-06 地块	4.38	3.01	2016-2020 年
运河新城单元 GS1202-A33-28 地块 48 班小学	4.36	0.51	2019-2021 年
顾扬路	4.30	4.49	2015-2020 年
运河湾 GS1201-13 地块 36 班小学项目	4.27	1.70	2013-2020 年
在建项目小计	64.80	41.13	--
运河新城炼油厂地块文化艺术公园	31.30	--	2020-2023.11
杭钢遗址公园 GS1303-08 地块	23.07	--	2020-2023.11
中国京杭大运河博物院	18.66	--	2020-2023.11
小河公园	12.29	--	2020-2023.11
杭钢遗址公园 GS1303-06 地块	10.57	--	2020-2023.11
杭钢遗址公园 GS1303-14 地块	8.37	--	2020-2023.11
康园路（独城路-金昌路）	6.64	--	2020-2023.11
三里亭单元 JG0906-R21-18 地块拆迁安置房	6.46	--	2020.11-2023.11
三里亭单元 JG0906-R21-20 地块拆迁安置房	5.78	--	2020.11-2023.11
运河新城单元 GS1202-A33-30 地块 36 班初中	5.12	--	2020.11-2023.11
杭钢遗址公园 GS1303-12 地块	4.57	--	2020-2023.11
杭钢遗址公园 GS1303-04 地块	4.52	--	2020-2023.11
山水环链电厂河景观带（运河-拱康路）	4.19	--	2020-2023.11
拟建项目小计	141.54	--	--

资料来源：杭州运河

从资金平衡情况看，近年来该公司整理的景芳三堡单元 JG1201-17 地块、运河新城 A-R21-03 地块、运河新城单元 GS1201-04、05、10 地块等陆续实现出让，形成大规模的资金回笼。2017-2019 年，公司分别确认土地开发收入 32.48 亿元、13.27 亿元和 32.06 亿元，2020 年第一季度公司未实现土地开发收入。截至 2020 年 3 月末，公司确认的土地开发收入已基本实现回笼，土地开发投入余额 86.20 亿元；基础设施建设投入余额 174.98 亿元，专项应付款余额 56.94 亿元。

该公司开发建设资金平衡主要依赖于区域内土地开发补偿，截至 2020 年 3 月末，公司已完成整理待出让的土地约 334.20 亩，以住宅用地和商业用地为主，计划全部于 2020 年 4-12 月出让，预计实现土地出让总价为 89.11 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司在整理土地面积为 5320.22 亩，集中于运河新城和杭钢新城。公司有较大规模的待出让、在整理土地，后续土地出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但土地出让进度及收益空间受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等因素影响，存在不确定性。

此外，2018 年 9 月，该公司与杭州市下辖县级市建德市政府的直属国有

⁸ 仅列示计划总投资在 4 亿元及以上的项目；部分项目已完工，但由于尚未完成验收决算，因此仍在在建项目体现。

企业建德市资产经营投资有限公司合作成立子公司杭州运河集团严州古城（梅城）综合保护开发有限公司（以下简称“严州古城综保”），注册资本为 3.00 亿元，公司持有严州古城综保 70% 的股权。严州古城综保主要负责严州古城的保护、开发和利用以及平衡区块的一级土地开发，实施范围为富春江、新安江梅城段两岸约 20 平方公里，总投资（不含前期征地拆迁）约 10 亿元，截至 2020 年 3 月末已累计投资 2.83 亿元，未来通过周边商业性地块⁹的土地出让收入实现资金平衡，公司将按持股比例对收益分成。目前计划三年基本完成古城保护开发同步开展古城周边区域城市更新，五年基本建成严州古城。

（2）不动产开发及运营

该公司还在开发区域内进行不动产项目开发和运营。2017-2019 年公司分别实现不动产销售业务收入 1.97 亿元、154.76 万元和 42.66 万元，全部来自天城国际房地产项目，随着天城国际销售进入尾期，公司不动产销售收入大幅下滑，2020 年第一季度公司未实现不动产销售收入。天城国际系集酒店、住宅、商业为一体的建筑综合体，分为西侧塔楼和东侧塔楼两部分，总投资 15.58 亿元，总建筑面积为 13.60 万平方米。其中，西侧塔楼为办公写字楼及相应配套，写字楼共 107 套，公司自持 18 套，对外出租 32 套，剩余拟全部对外销售；东侧塔楼为住宅，建筑面积为 3.00 万平方米，共 256 套商品房，全部对外销售。截至 2020 年 3 月末，天城国际已基本完成销售，累计确认销售收入 11.00 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司在建的不动产项目为夏衍项目和人才公寓项目，建筑面积合计 16.98 万平方米，计划总投资 21.12 亿元，累计已投资 10.95 亿元，尚需投资 10.17 亿元。其中，夏衍项目为经营性的商业街区，预计于 2020 年 10 月开街，未来拟通过租金收入和小剧场表演实现资金平衡；人才公寓项目为配合政府人才扶持政策建设的住宅项目，未来主要以租金收入实现资金平衡，政府或会适当予以补助。

图表 8. 截至 2020 年 3 月末公司在建的房地产项目（单位：亿元，平方米）

项目名称	计划总投资额	建筑面积	已投资额	计划工期
夏衍项目 ¹⁰	13.85	60951	7.98	2020 年 10 月开街
人才公寓项目	7.27	108832	2.97	2021 年 12 月竣工
合计	21.12	169783	10.95	--

资料来源：杭州运河

截至 2020 年 3 月末，该公司暂无拟建的不动产项目。随着天城国际项目销售接近尾声，短期内公司不动产销售收入不持续。

该公司不动产租赁业务主要系天成国际、大兜路街区、桥西街区、运河天地等自持物业和空置码头的出租，随着出租物业面积的不断增加，该业务

⁹ 目前平衡地块尚未明确。

¹⁰ 夏衍项目总投资为初步设计批复上的计划总投资。

收入持续上升,2017-2019 年及 2020 年第一季度不动产租赁分别实现收入 1.14 亿元、1.63 亿元、1.90 亿元和 0.58 亿元。此外,公司将历史文化街区中的老厂房改建为酒店,由子公司杭州祈利酒店管理有限公司实际运营,2017-2019 年及 2020 年第一季度,公司酒店经营分别实现收入 0.47 亿元、0.50 亿元、0.45 亿元和 0.05 亿元。

图表 9. 截至 2020 年 3 月末公司主要不动产租赁情况

名称	出租总价 (万元)			截至 2020 年 3 月末出租率 (%)	截至 2020 年 3 月末出租面积 (平方米)
	2018 年	2019 年	2020 年第一季度 ¹¹		
天城国际	3860.00	4590.00	991.92	100.00	46363.56
湖墅大厦	637.00	709.00	202.55	100.00	17068.52
坤和中心	864.00	850.00	191.1	57.29	2661.17
大兜路街区	2331.47	2472.84	190.33	95.43	23663.05
小河直街	639.46	989.21	84.65	100.00	10389.30
桥西街区	1415.66	1484.71	117.59	97.32	14779.35
运河天地 (一、二期)	1390.25	1494.58	165.05	93.46	23256.60
运河天地文化艺术园区	535.67	600.07	49.37	100.00	6781.43
浙窑公园	243.96	243.09	28.08	90.91	3530.60
富义仓	175.58	184.94	15.16	100.00	2935.05
桑庐	154.42	173.43	14.73	100.00	1583.79
高家花园	42.73	44.04	3.77	100.00	716.00
安置房底商	392.00	533.00	77.54	96.24	15384.98
蓝领公寓	13.00	310.00	73.00	41.03	--
码头租金 ¹²	1162.00	2724.00	3784.00	100.00	--
合计	13857.20	17402.91	5988.84	--	--

资料来源: 杭州运河

管理

该公司为杭州市人民政府控股企业,产权结构清晰;公司已建立了较为健全的法人治理结构,并根据业务需要设置了相应的职能部门与管理制度,日常运作较规范,可为各项业务的顺利开展提供良好保障。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司系经杭州市人民政府批准,由杭州市、区级政府和杭州交投共同出资组建的国有企业。截至 2020 年 3 月末,杭州市人民政府、拱墅区人民政府、

¹¹ 该公司租赁业务产生的收入计入不动产租赁收入和其他业务收入。表中出租总价包括预收租金 0.02 亿元,尚未确认收入。2020 年第一季度,因受疫情影响,部分物业资产涉及免租。

¹² 空置码头包括城东粮库和路河码头,2020 年该公司对路河码头重新招标,2020 年租金为 1.50 亿元。

江干区人民政府、杭州交投和下城区人民政府分别持有公司 93.67%、2.53%、1.90%、1.27% 和 0.63% 的股份，杭州市人民政府为公司控股股东及实际控制人。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

该公司按照《公司法》等有关法律法规的要求规范运作，建立健全法人治理机制。公司设股东会，股东会由全体股东组成，股东会是公司的权利机构。公司设董事会，董事会由 5 名董事组成，其中 3 名由杭州市人民政府委派，1 名由杭州交投委派，1 名职工董事由职工代表大会选举产生。董事任期三年，任期届满，可以连任。董事会设董事长一名，由杭州市人民政府委派，董事长为公司的法定代表人。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中 3 名由杭州市人民政府委派，2 名职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 名，由杭州市人民政府指定。监事每届任期三年，任期届满，可以连任。公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘，负责公司的日常经营与管理。目前，公司董事缺位 1 名，监事缺位 3 名，上述缺位高管人员任命尚未确定。

（3）主要关联方及关联交易

该公司与关联方之间存在资金拆借、资金往来和担保事项。关联方资金拆借方面，2019 年公司向联营公司子公司杭州融祥置地有限公司¹³（以下简称“融祥置地”）拆借资金 6.90 亿元，年利率 10%。关联资金往来方面，截至 2019 年末，公司应收关联方款项余额为 2.86 亿元，其中应收融祥置地借款和房租余额分别为 2.18 亿元和 0.01 亿元，应收浙江运河协安置业有限公司¹⁴（以下简称“协安置业”）减资款余额为 0.68 亿元；同期末，应付广州蓝海豚旅运股份有限公司游轮建造款 0.09 亿元。

关联担保方面，截至 2019 年末，该公司作为担保方对下属子公司的关联担保余额为 23.16 亿元，其中对杭州运河集团投资发展有限公司（以下简称“运河投发”）、杭州运河集团建设管理有限公司（以下简称“运河建管”）和杭州祈利酒店管理有限公司的担保余额分别为 9.61 亿元、12.55 亿元和 1.00 亿元；运河投发对下属子公司杭州产业运营管理有限公司的担保余额为 2.30 亿元。同期末，子公司运河投发、杭州运河集团文化旅游有限公司作为担保方对公司的担保余额为 16.40 亿元。

¹³ 杭州融祥置地有限公司成立于 2018 年 12 月，注册资本 1.00 亿元，为厦门融地置业有限公司（以下简称“融地置业”）的全资子公司。融地置业成立于 2016 年 8 月，注册资本 1.00 亿元，该公司下属子公司运河投发持有融地置业 28% 的股权，主要从事房地产开发经营、物业管理和房地产中介服务等业务。

¹⁴ 浙江运河协安置业有限公司成立于 2009 年 12 月，注册资本 1.00 亿元，该公司下属子公司运河投发和杭州协安建设管理有限公司均分别持有其 50% 的股权，公司主要从事房地产开发经营、实业投资和物业管理等。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置了人力资源部、战略规划部、投资发展部、品牌公关部、资产运营部、项目管理部、财务管理部、审计法务部和纪检监察室等 11 个部门。各部门之间权责明确，部门设置和职责分工能够满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司结合自身工作管理的需要，制定了一系列内部控制制度，对财务管理、子公司管控、内部审计和项目招标及建设管理等方面实行制度化规定，基本能够控制公司经营活动中的主要风险。

财务管理方面，该公司对银行账户开设、资金存放、战略性合作金融机构的选择和退出等方面做出制度化规定。对于限额 2000 万元以下的闲置资金，应配置货币基金等现金管理工具，如需办理理财（不得购买非保本的理财产品），除纳入各级决策程序外，须上报党委会议决；2000 万元以上的理财操作还需上报公司总部议决。

该公司主要通过项目审批和资料报备对子公司进行管控。对于审批类事项，子公司主要负责人须在项目决议后，填写集团会议议题报送审批单，签字并将相关资料汇报至公司分管领导，分管领导审批后汇总至总经理办公室；对于备案类和报告类事项，子公司须在决议或事项完成后 5 个工作日内上报至公司。

内部审计方面，该公司印发了《市运河集团内部审计管理暂行办法》，规定每三年对控股子公司及下属公司进行全面审计，审计内容包括制定审计计划并成立由 2 名以上审计人员组成的审计工作组，由工作组通过访谈、调查、函证、分析性复核等方法，取得相关证明资料并出具审计报告。被审计单位在收到审计报告后，原则上 3 个月内向内部审计机构上报问题的处理情况和整改报告。

项目招标及建设管理方面，该公司规定由公司单独或联合立项、概算工程造价在 3000 万元以上（含 3000 万元）的建设项目，其招标方案须经过公司党委会审议；概算工程造价在 3000 万元以下且限额以上的项目，其招标方案须经过直属公司领导班子集体审议后上报公司营运管理部备案；概算工程造价在 10 万元（含）以上规定限额以下的项目（绿化养护及物业管理除外），可由公司责任部门或子公司自主公开招标或建库采购；对具备实施条件的单位较少且费用较低的项目，可通过询价采购和邀请招标等方式进行采购。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的本部 2020 年 4 月 30 日《企业基本信用信息报告》，近

三年公司本部无未结清欠息记录。

根据中国执行信息公开网、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 2020 年 5 月 31 日信息查询结果，未发现该公司存在重大异常情况。

3. 发展战略

该公司在未来 3-5 年里将以基建产业、旅游休闲产业和文化创意产业为发展重点，不断提升市场化经营能力和可持续发展能力，建设大运河文化带样板，打造国际化示范走廊。具体包括优化大运河新城、夏衍影视文化街区、运河新城南片区、闸弄口区块等的空间布局；保护利用好并展示文化遗存；加大城中村征迁与安置工作；依托运河码头岸线、工业遗存等旅游资源，探索新旅游商业模式，构建滨水景观公共文化走廊；依托运河水系、码头岸线等水域岸线资源，加快钱塘江和运河水上旅游产品的拓展，重点培育水上休闲产业；利用运河新城和杭钢新城东西相邻的地理优势，打造运河开放经济带；以文旅融合为抓手，推进梅城美丽城镇建设，打造文旅目的地。

财务

近年来，随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司负债总额整体呈上升趋势，但受益于专项应付款和地方政府债券转增资本公积及经营积累，目前公司负债经营程度尚处于适中水平；2019 年以来短期刚性债务有所增长，但现金类资产对即期债务偿付保障力度较好；公司资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱，未来债务偿付仍主要依赖于土地开发补偿费返还。公司营业毛利主要由土地开发和不动产租赁业务贡献，近年来综合毛利率受地块出让均价差异影响，波动较大，同时期间费用对营业利润形成较大侵蚀，公司资产获利能力较弱。

1. 公司财务质量

众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2018 年财务报表进行了审计，2019 年公司改聘上会会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2019 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。公司编制财务报表的基础为《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的子公司为 14 家。其中，2018 年新设立 3 家子公司；2019 年新并入 2 家子公司，解散 2 家子公司。2018 年公司新设立的 3 家子公司分别为杭州建运资产管理有限公司（以下简称“建运资管”）、杭州钱航游船有限公司（以下简称“钱航游船”）和严州古城综保。建运资管系公司于 2018 年 3 月为了向招商证券资产管理有限公司进行融资租赁

借款而成立的子公司，该笔借款结束后建运资管已于 2019 年 6 月注销。钱航游船主要从事杭州水上客运、国内及入境旅游等。严州古城综保主要负责严州梅城古城的综合开发保护。2019 年 7 月，子公司运河建管与自然人吴家锋签订股权转让合同，收购吴家锋持有的杭州科运环境技术有限公司¹⁵（以下简称“科运环境”）51.00%的股权，收购价为 1.77 万元，科运环境主要负责杭州市及周边区域的污染土壤修复和固废资源化利用和无害化处置，2019 年实现营业收入 339.72 万元。2019 年 8 月，子公司严州古城综保新设立二级子公司建德市严州古城（梅城）文化旅游开发有限公司，主要从事严州古城旅游开发、物业管理等业务。2019 年 7 月，根据股东会决议，公司决定解散浙江古韵旅游开发有限公司¹⁶。2020 年第一季度，公司合并范围未发生变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

近年来随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司资金需求总体呈上升趋势。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 140.02 亿元、171.93 亿元、249.83 亿元和 265.49 亿元；资产负债率分别为 46.16%、50.83%、56.91%和 58.55%，负债经营程度持续推高，尚处于适中水平。

从债务期限结构看，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 144.05%、601.05%、84.81%和 78.56%，受长期借款中的较大规模地方政府债券作为预收土地整理款和补充公司资本分别转入预收账款和资本公积影响，2019 年以来公司负债以流动负债为主。从具体构成看，公司负债主要由刚性债务、预收账款、专项应付款和其他应付款构成。2019 年末，公司刚性债务余额 83.65 亿元，较上年末减少 41.73 亿元，主要系原在长期借款列示的地方政府债券 45.51 亿元分别转为预收土地整理款和转增资本公积所致¹⁷；预收账款余额为 80.66 亿元，较上年末增加 80.27 亿元，主要系预收杭州市土地储备中心土地整理款大幅增加 79.00 亿元所致；专项应付款余额为 55.59 亿元，较上年末增长 75.17%，主要系杭州市财政局拨付的运河景区公共配套基建资金增加所致，待相关项目完工形成固定资产后，结转至资本公积；其他应付款余额为 16.18 亿元，较上年末增长 55.94%，主要系应付安置房购

¹⁵ 原名为浙江八丰建设有限公司，2019 年 8 月更为现名。截至 2020 年 3 月末，科运环境注册资本 0.50 亿元，均未实缴。科运环境已获得建设主管部门颁发的环保工程专业承包壹级资质，且具有安全生产许可证。

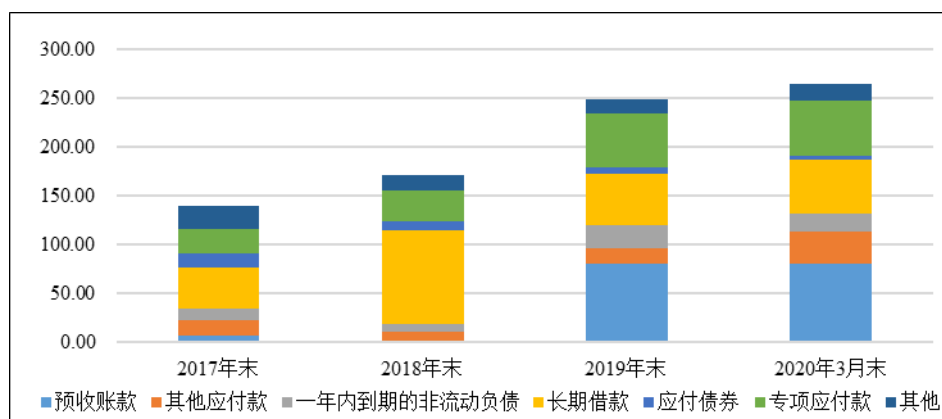
¹⁶ 浙江古韵旅游开发有限公司由该公司下属子公司运河投发于 2012 年 6 月因进行一笔信托融资而成立，2019 年该笔信托到期偿付，因此将其注销。

¹⁷ 根据杭州市财政局印发的《关于印发市运河集团市场化转型具体措施的通知》杭财综（2019）29 号，自 2019 年起，将该公司向杭州市土地储备中心的借款 8 亿元以及应支付其的土储专项债 21 亿元转为预拨做地款，将公司地方政府债券 16.51 亿元，通过债务转资本等措施化解。

房款¹⁸增至 12.86 亿元所致。此外，当年末应付账款余额为 13.33 亿元，主要为应付工程款，较上年末显著增长 462.05%，主要系应付杭州运河（江干段）综合整治与保护开发指挥部办公室（以下简称“运河江干综保办”）工程款大幅增加所致；期末长期应付款（不含专项应付款）无余额，系款项全部到期偿付所致。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 6.27% 至 265.49 亿元，增量主要来源于其他应付款和长期借款。其中，其他应付款余额为 32.89 亿元，较上年末增长 103.33%，主要系其他应收款和其他应付款的挂账款项当期未做调整所致；长期借款较上年末增长 5.31% 至 55.87 亿元。

图表 10. 2017 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：杭州运河

B. 刚性债务

该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券等构成，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务分别为 69.71 亿元、125.38 亿元、83.65 亿元和 81.95 亿元，占负债总额的比重分别为 49.78%、72.93%、33.48% 和 30.87%。同期末，股东权益与刚性债务的比率分别为 234.31%、132.62%、226.14% 和 229.39%，股东权益能对刚性债务形成覆盖。同期末，公司短期刚性债务分别为 12.51 亿元、11.08 亿元、24.62 亿元和 22.22 亿元；短期刚性债务现金覆盖率分别为 234.32%、230.96%、163.25% 和 147.37%，2019 年以来公司短期刚性债务有所增长，但现金类资产对短期刚性债务偿付保障力度仍较好。

2020 年 3 月末，该公司银行借款余额为 55.86 亿元¹⁹，其中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款余额分别为 2.65 亿元、14.35 亿元和 38.87 亿元；借款方式以保证借款²⁰和信用借款为主，担保人主要为公司本部和子公司运河投发。从借款主体看，公司本部银行借款余额为 25.60 亿元，子公司银行

¹⁸ 该安置房购房款系收到安置户超面的款项及调拨其他做地主体安置房收到的款项，暂挂其他应付款，待安置房决算时冲减安置房建设成本。该公司代政府建设并分配安置房，通过政府支付土地返还款实现资金平衡。

¹⁹ 2020 年 3 月末，该公司长期借款中包含地方政府债券 17.00 亿元，此处银行借款余额剔除了地方政府债券部分。

²⁰ 含该公司并表范围内的借款担保。

借款合计为 30.26 亿元。从融资成本看，公司银行借款利率在 3.828%-5.39% 之间。

图表 11. 2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司刚性债务结构情况（单位：亿元）

刚性债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	12.51	11.08	24.62	22.22
其中：短期银行借款	0.10	1.80	0.06	2.65
应付利息	0.51	0.89	1.31	1.23
一年内到期的长期银行借款	9.90	3.25	19.25	14.35
一年内到期的应付债券	2.00	4.00	4.00	4.00
一年内到期的融资租赁及其他	--	1.14	--	--
中长期刚性债务合计	57.20	114.30	59.03	59.73
其中：长期银行借款	31.20	49.68	36.05	38.87
应付债券	14.00	10.00	5.98	3.86
地方政府债券	12.00	45.51	17.00	17.00
融资租赁及其他	--	9.12	--	--
刚性债务合总计	69.71	125.38	83.65	81.95

资料来源：杭州运河

截至 2020 年 5 月 27 日，该公司应付债券余额为 8.00 亿元，公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 12. 截至 2020 年 5 月末公司存续期内债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行余额	发行时间	本息兑付情况
16 杭运河	10.00	7 年	3.40	8.00	2016.10.17	正常

资料来源：Wind

根据该公司提供的到期债务期限分布情况，2020 年 4-12 月及 2021-2022 年，公司到期债务规模分别为 22.90 亿元、7.79 亿元和 15.11 亿元，2020 年公司面临一定偿付压力。

C. 或有负债

2020 年 3 月末，该公司对合并范围外企业担保余额为 10.71 亿元，担保比率为 5.70%，包括对杭州临江投资发展有限公司的担保 5.00 亿元和对杭州奥体博览中心建设投资有限公司的担保 5.71 亿元。

图表 13. 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	期限
杭州临江投资发展有限公司 ²¹	5.00	2018.05-2020.05
杭州奥体博览中心建设投资有限公司 ²²	5.71	2015.09-2030.09
合计	10.71	--

资料来源：杭州运河

²¹ 杭州临江投资发展有限公司成立于 2003 年 5 月，注册资本 5.00 亿元，杭州钱塘新区管理委员会为其唯一股东和实际控制人。截至 2020 年 5 月末该笔担保已到期解除。

²² 杭州奥体博览中心建设投资有限公司成立于 2008 年 8 月，注册资本 10.69 亿元，国开发展基金有限公司、杭州市财政局、杭州市萧山区财政局、杭州市滨江区财政局和交银施罗德资产管理股份有限公司分别持有其 39.22%、28.05%、18.70%、9.35% 和 4.68% 的股权。

该公司担保对象集中于杭州市属企业，上述企业经营情况正常，担保代偿风险相对可控。

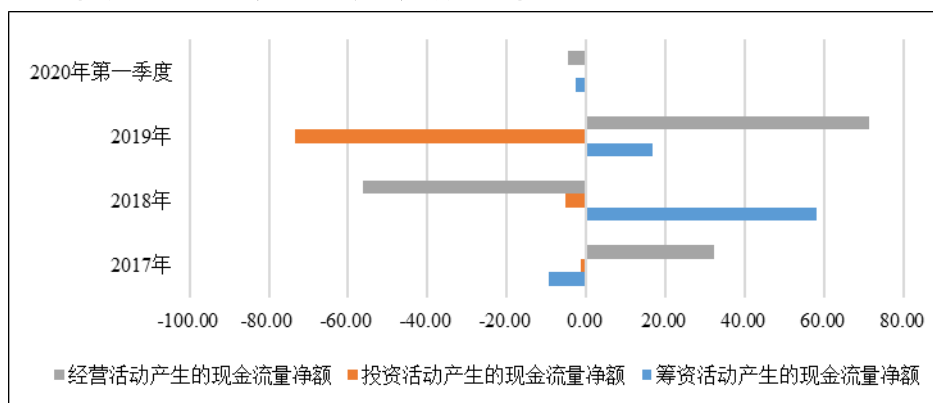
(2) 现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映公司土地开发整理业务、不动产租赁和不动产销售业务的现金收支及往来情况。2017-2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 42.13 亿元、10.00 亿元和 81.25 亿元，营业收入现金率分别为 115.58%、63.63%和 233.28%，受土地出让金拨付进度影响，公司收现情况有所波动。同时，公司与企事业单位存在较大规模的往来款，也对经营活动现金流情况产生一定影响。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 32.07 亿元、-56.21 亿元和 71.33 亿元，其中 2018 年经营性现金流呈大额净流出状态主要系当年土地开发整理业务资金回笼大幅减少，土地整理投入资金大幅上升，以及往来净流出规模较大所致。

2017-2019 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.45 亿元、-5.37 亿元和-73.35 亿元，其中受基础设施建设项目投入规模较大影响，2017-2019 年公司投资性现金流均呈净流出状态。同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.47 亿元、57.88 亿元和 16.73 亿元，2017 年受偿还较大规模债务影响，筹资性现金流净额呈净流出状态；2018 年外部融资取得借款现金 59.77 亿元和永赢租赁有限公司融资租赁款 2.94 亿元，使得当年筹资性净现金流呈大额净流入状态。

2020 年第一季度，该公司营业收入现金率为 851.67%，当期经营活动现金流量净额为-4.58 亿元，主要系本期往来款净流出以及土地整理及基础设施建设项目持续投入所致；投资活动现金流量净额为-0.25 亿元，主要系严州古城综合保护开发项目投入所致；此外当期筹资活动现金流量净额为-2.76 亿元，其中外部融资取得借款现金 6.10 亿元，偿还债务本息支付现金 8.86 亿元。

图表 14. 2017 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：杭州运河

该公司 EBITDA 主要来源于列入财务费用的利息支出、利润总额和固定资产折旧，2017-2019 年 EBITDA 分别为 7.45 亿元、11.07 亿元和 12.24 亿元，对利息支出的保障程度较好；公司经营活动现金流受土地出让金拨付进度和

往来款波动影响较大，无法对公司债务形成稳定保障。

图表 15. 2017-2019 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出（倍）	2.15	1.99	2.24
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.11	0.12
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	71.60	-137.27	89.32
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	44.06	-57.63	68.24
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	68.38	-150.38	-2.53
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	42.07	-63.13	-1.93

资料来源：杭州运河

（3）资产质量分析

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 163.33 亿元、166.29 亿元、189.18 亿元和 187.99 亿元，主要由实收资本和资本公积构成。2018 年末公司资本公积余额较上年末增长 0.37%，主要系收到政府无偿划拨的杭州港航管理局 13 个水上巴士码头 0.39 亿元所致；2019 年末资本公积余额较上年末增长 16.64%，主要系将公司地方政府债券 16.51 亿元转增资本公积以及补充资本 1.50 亿元所致。2019 年末，公司实收资本与资本公积分别为 50.00 亿元和 126.22 亿元，合计占所有者权益的比重为 93.15%，资本结构稳定性强。

近年来该公司资产规模迅速增长，2017-2019 年末资产总额分别为 303.35 亿元、338.21 亿元和 439.00 亿元，以非流动资产为主。2019 年末公司非流动资产余额为 303.38 亿元，占资产总额的比重为 69.11%。从具体构成看，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和投资性房地产构成。其中，固定资产余额为 112.55 亿元，其中 109.13 亿元为公共配套基础设施，主要为道路、河道、公园和安置房等资产，较上年末增长 11.55%，主要为在建工程转入的公配基建；在建工程余额为 171.36 亿元，主要系运河公共配套基础设施成本 169.52 亿元和严州古城（梅城）综合保护开发成本 1.47 亿元，较上年末增长 57.34%，主要系公司对运河公配基建的持续投入；投资性房地产余额为 16.91 亿元，包括经营性房屋、建筑物 10.83 亿元和土地使用权 6.08 亿元，主要为公司自持的历史建筑物及历史街区等，其中账面价值 9.18 亿元的房产尚未办妥产权证书。此外，同期末长期股权投资余额为 1.33 亿元，较上年末下降 45.70%，主要系收回协安置业投资款 1.13 亿元²³所致。

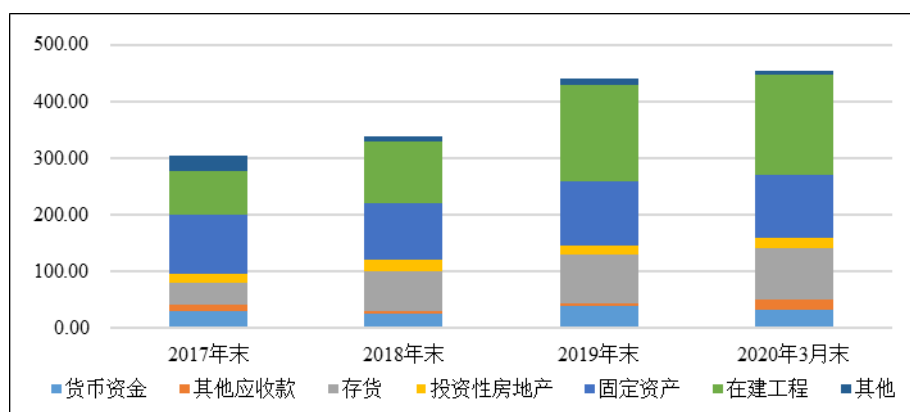
2019 年末该公司流动资产余额为 135.62 亿元，主要由存货、货币资金、应收账款和其他应收款构成。同期末，公司存货余额为 84.44 亿元，主要为土地开发成本余额 74.12 亿元和开发产品余额 10.29 亿元，较上年末增长 20.62%，主要系土地开发成本以及夏衍项目和人才公寓项目投入增加所致；货币资金

²³ 2019 年 7 月 1 日协安置业通过了第一次股东大会，决议通过注册资本减资 2.50 亿元，该公司下属子公司运河投发应收回投资款 11250.00 万元，已收回投资款 4500 万元，剩余 6750 万元挂其他应收款待收回。

余额为 40.20 亿元，较上年末增长 57.11%，主要系当期土地回款和外部融资增长所致，受限资金 0.02 亿元，受限程度较小；应收账款余额为 3.47 亿元，较上年末增加 3.39 亿元，主要为应收杭州市土地储备中心土地出让补偿费返还款 3.38 亿元；其他应收款余额为 4.22 亿元，主要为应收融祥置业借款 2.18 亿元、协安置业减资款 0.68 亿元和杭州铁路及东站枢纽建设指挥部往来款 0.63 亿元等，较上年末下降 27.32%，主要系收回融地置业土地购置款、余杭运河公司借款和运河江干综保办工程款等所致。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 453.48 亿元，较上年末增长 3.30%。其中，货币资金余额为 31.99 亿元，较上年末下降 20.43%；新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 0.60 亿元系子公司严州古城综保购买的货币基金，交易性金融资产 0.76 亿元系子公司运河建管购买的货币基金；其他应收款余额为 18.90 亿元，较上年末增加 14.67 亿元，主要系新增应收融地置业往来款 2.00 亿元以及其他应收款和其他应付款的挂账款项当期未调整所致。

图表 16. 2017 年末以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：杭州运河

(4) 流动性/短期因素

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产余额为 1.62 亿元，主要为借款抵押而受限的投资性房地产和存货，占同期末资产总额的比重为 3.58%。总体看，公司资产受限程度较低。

2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 100.33% 和 97.81%；现金比率分别为 29.74% 和 22.02%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 163.25% 和 147.37%，公司现金类资产对短期刚性债务的保障程度较高，但公司资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱。

图表 17. 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	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	176.90	433.32	100.33	97.81
现金比率 (%)	51.09	104.33	29.74	22.02
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	234.32	230.96	163.25	147.37

资料来源：杭州运河

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来自土地开发业务，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司分别实现营业毛利 6.99 亿元、11.04 亿元、12.59 亿元和 0.33 亿元，其中土地开发业务毛利贡献率分别 68.85%、87.24%、88.23%和 0.00%。同期，公司综合毛利率分别为 19.17%、70.29%、36.14%和 46.89%。分业务看，2017-2019 年公司土地开发业务的毛利率分别为 14.81%、72.59%和 34.65%，受地块出让均价差异及拆迁成本相对稳定影响，近年来毛利率波动较大，2020 年第一季度公司未出让土地；同期，不动产销售业务的毛利率分别为 47.07%、100.00%和 100.00%，2018 年以来公司仅销售了天诚国际无产权停车位，无成本，导致毛利率高，2020 年第一季度未实现不动产销售收入；2017-2019 年及 2020 年第一季度，不动产租赁业务的毛利率分别为 74.35%、70.88%、69.94%和 61.01%，近年来略有下滑。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 6.02 亿元、8.66 亿元、7.92 亿元和 1.63 亿元，主要由管理费用和财务费用构成；期间费用率分别为 16.52%、55.11%、22.75%和 235.50%。同期，公司管理费用分别为 3.08 亿元、3.27 亿元、3.42 亿元和 0.79 亿元，近年来持续增长主要系公司将已完工项目转入固定资产并计提折旧，导致固定资产折旧增长，以及 2019 年公司进行项目调研使得差旅交通费和设计招标等宣传费增加所致；财务费用分别为 2.46 亿元、5.08 亿元、4.17 亿元和 0.77 亿元，主要为费用化的利息支出。总体看，由于资产折旧摊销及利息支出规模较大，公司期间费用水平较高，对盈利吞噬较大。

该公司盈利主要来源于营业毛利，投资净收益可对盈利形成一定补充。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司投资净收益分别为 0.43 亿元、0.53 亿元、0.05 亿元和 17.57 万元，主要来自公司对协安置业和杭州运河协安置业有限公司的投资；营业利润分别为 1.37 亿元、2.93 亿元、4.54 亿元和-1.30 亿元；同期，公司分别收到政府补助为 0.16 亿元、0.15 亿元、0.16 亿元和 0.00 亿元；实现净利润 1.14 亿元、2.71 亿元、4.35 亿元和-1.36 亿元。从获利能力看，2017-2019 年公司总资产报酬率分别为 1.77%、2.64%和 2.41%，净资产收益率分别为 0.71%、1.65%和 2.45%，公司资产获利能力较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司作为京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，2018 年末开发范围进一步拓展至大城北区域-杭钢新城。目前公司收入主要来源于土地开发，不动产租赁对收入形

成有益补充；公司有较大规模的待出让、在整理土地，后续土地出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但易受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等影响。公司后续有较大规模的投资支出安排，面临一定投融资压力。

近年来，随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司负债总额整体呈上升趋势，但受益于专项应付款转增资本公积及经营积累，目前公司负债经营程度尚处于适中水平；2019 年以来公司短期刚性债务有所增长，但现金类资产对即期债务偿付保障力度较好；公司资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱，未来债务偿付仍主要依赖于土地开发补偿费返还。公司营业毛利主要由土地开发和不动产租赁业务贡献，近年来综合毛利率受地块出让均价差异影响，波动较大，同时期间费用对营业利润形成较大侵蚀，公司资产获利能力较弱。

2. 外部支持因素

该公司是京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，同时参与杭州市大城北地区的开发建设，能持续获得杭州市政府在政策和业务扶持、资金和资产划拨等方面的有力支持。具体而言，政府将土地出让金以不同方式返还公司，公司享有开发区域内土地开发投资收益，同时相应资产由公司自主经营；2018 年末政府授权公司成为大城北地区-杭钢新城做地主体，公司做地范围进一步扩大，相关土地出让将对公司收益实现及现金回笼形成支撑。2017-2019 年，公司分别收到政府补助 0.16 亿元、0.15 亿元和 0.16 亿元；2017 年公司将已完工基础配套设施及安置房工程项目的专项资金转增资本公积，增加资本公积 4.74 亿元；2018 年，公司收到政府无偿划拨的杭州港航管理局 13 个水上巴士码头价值 0.39 亿元，计入资本公积；2019 年，政府将公司地方政府债券 16.51 亿元转入资本公积以及补充资本 1.50 亿元。近年来，公司资本公积的大幅增加有利于提升公司外部融资和经营能力。

此外，该公司与多家商业银行存在长期合作关系，获得资金周转与补充的能力较强。截至 2020 年 3 月末，公司合并口径银行授信额度为 114.67 亿元，尚未使用的授信额度为 40.73 亿元。

本期债券偿付保障分析

该公司作为京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，可以得到政府在政策优惠、资金扶持和资产划拨等方面的有力支持。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 36.45 亿元、15.71 亿元和 34.83 亿元；净利润分别为 1.14 亿元、2.71 亿和 4.35 亿元，公司自身盈利积累能对本期债券偿付提供一定保障。

评级结论

杭州市是浙江省省会、长江三角洲中心城市之一，区位优势突出，近年来在数字经济引领带动下，综合经济实力稳步增长。受益于 G20 峰会和亚运会，城市基建进一步完善，同时各类人才政策的出台为区域房地产市场带来一定向好预期，近年来杭州市土地市场热度维持，同时房地产投资有所回暖，但房地产及土地调控基调趋紧，商品房销售面积持续下滑。

该公司作为京杭运河杭州段综合保护开发和建设运营主体，主要负责运河主城区段及郊区段（石祥路以北至拱墅区界）沿岸土地开发利用、公共配套设施建设、项目建设和运营管理等，2018 年末开发范围进一步拓展至大城北区域-杭钢新城。目前公司收入主要来源于土地开发，不动产租赁对收入形成有益补充；公司有较大规模的待出让、在整理土地，后续土地出让将为公司带来较为可观的收益及现金回笼，但易受区域土地及房地产市场行情、政府土地出让规划安排等影响。公司后续有较大规模的投资支出安排，面临一定投融资压力。

近年来，随着土地整理和基础设施建设的不断推进，该公司负债总额整体呈上升趋势，但受益于专项应付款转增资本公积及经营积累，目前公司负债经营程度尚处于适中水平；2019 年以来公司短期刚性债务有所增长，但现金类资产对即期债务偿付保障力度较好；公司资产集中于基础配套设施以及土地开发整理成本，实际流动性较弱，未来债务偿付仍主要依赖于土地开发补偿费返还。公司营业毛利主要由土地开发和不动产租赁业务贡献，近年来综合毛利率受地块出让均价差异及拆迁成本相对稳定影响，波动较大，同时期间费用对营业利润形成较大侵蚀，公司资产获利能力较弱。

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。

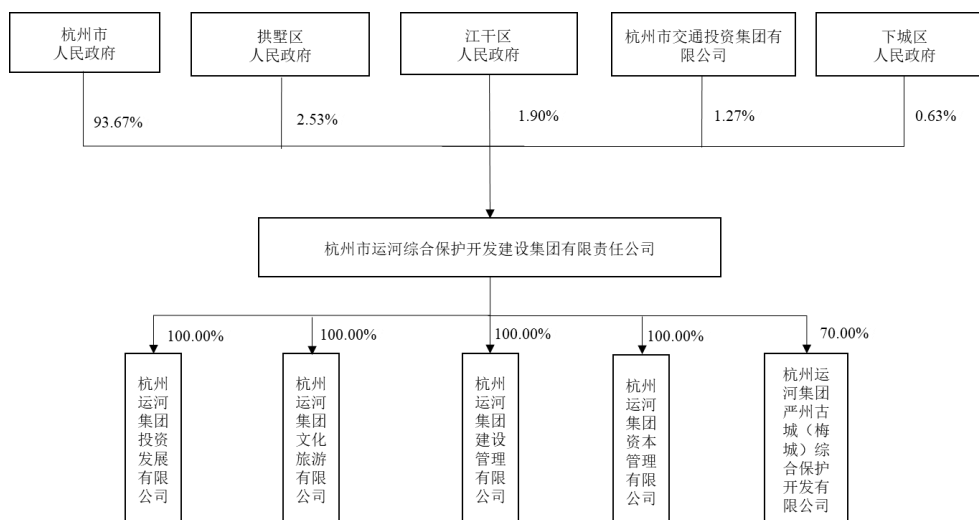
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

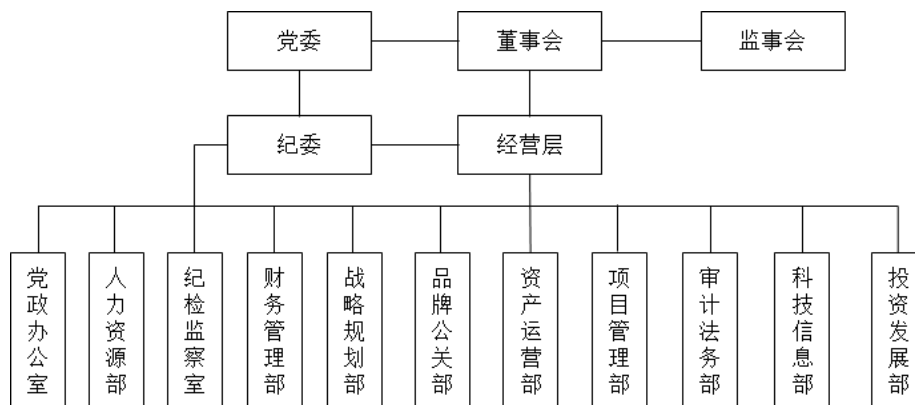
公司股权结构图



注：根据杭州运河提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭州运河提供的资料绘制（截至 2020 年 3 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	2019 年（末）主要财务数据				
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)
杭州市运河综合保护开发建设集团有限责任公司	杭州运河	--	京杭运河（杭州段）及两岸工程建设、开发、经营、管理等	53.95	186.45	32.07	3.85	70.70
杭州运河集团投资发展有限公司	运河投发	100	房地产开发、经营；实业投资，受托资产管理；自有房屋出租，物业管理，酒店管理等	17.14	13.65	1.51	-0.15	1.96
杭州运河集团文化旅游有限公司	运河文旅	100	国内旅游业务；旅游项目规划设计；酒店管理；物业管理；自有房屋出租；会展服务等	0.00	10.24	1.12	0.16	3.95
杭州运河集团建设管理有限公司	运河建管	100	建设工程项目管理；建筑工程、市政工程、园林绿化工程的设计、施工；工程咨询，工程监理；自有房屋租赁等	12.57	7.22	0.63	0.17	-5.10
杭州运河集团资本管理有限公司	运河资管	100	资产管理	0.00	0.28	0.00	0.04	-0.01

注：根据杭州运河提供资料整理

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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额[亿元]	303.35	338.21	439.00	453.48
货币资金[亿元]	29.31	25.59	40.20	31.99
刚性债务[亿元]	69.71	125.38	83.65	81.95
所有者权益 [亿元]	163.33	166.29	189.18	187.99
营业收入[亿元]	36.45	15.71	34.83	0.69
净利润 [亿元]	1.14	2.71	4.35	-1.36
EBITDA[亿元]	7.45	11.07	12.24	—
经营性现金净流入量[亿元]	32.07	-56.21	71.33	-4.58
投资性现金净流入量[亿元]	-1.45	-5.37	-73.35	-0.25
资产负债率[%]	46.16	50.83	56.91	58.55
长短期债务比[%]	144.05	601.05	84.81	78.56
权益资本与刚性债务比率[%]	234.31	132.62	226.14	229.39
流动比率[%]	176.90	433.32	100.33	97.81
速动比率[%]	81.75	131.53	36.10	35.31
现金比率[%]	51.09	104.33	29.74	22.02
短期刚性债务现金覆盖率[%]	234.32	230.96	163.25	147.37
利息保障倍数[倍]	1.41	1.52	1.71	—
有形净值债务率[%]	86.35	104.14	132.91	142.14
担保比率[%]	6.56	6.44	5.66	5.70
毛利率[%]	19.17	70.29	36.14	46.89
营业利润率[%]	3.75	18.64	13.05	-187.79
总资产报酬率[%]	1.77	2.64	2.41	—
净资产收益率[%]	0.71	1.65	2.45	—
净资产收益率*[%]	0.71	1.65	2.48	—
营业收入现金率[%]	115.58	63.63	233.28	851.67
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	71.60	-137.27	89.32	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	44.06	-57.63	68.24	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	68.38	-150.38	-2.53	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	42.07	-63.13	-1.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.15	1.99	2.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.11	0.12	—

注：表中数据依据杭州运河经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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	5
		盈利能力	7
		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	6
		负债结构与资产质量	3
		流动性	3
	个体风险状况		3
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA ⁺

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	本次评级	2020年6月18日	AA ⁺ /稳定	陆奕璇、龚春云	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	2020年6月18日	AA ⁺	陆奕璇、龚春云	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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。