



杭州上城区城市建设投资集团有限公司 2023年公司债券（第一期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



杭州上城区城市建设投资集团有限公司 2023年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2022-12-09

债券概况

发行规模：10 亿元

发行期限：7 年，在债券存续期第 5 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

发行目的：拟用于望江单元 SC0404-R21/R22-05 地块农转非拆迁安置房（含城市居民）项目、望江单元 SC0404-18 地块安置房项目、始版桥未来社区 SC0402-R21/R22-06 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目及补充营运资金

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定杭州上城区城市建设投资集团有限公司（以下简称“上城城投”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，评定公司本次拟发行 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司是杭州市上城区重要的土地整理及城市基础设施投资建设主体，上城区区位优势条件优越，经济财力较强，公司区域专营性强，业务可持续性较好且获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，存在一定资金压力，偿债压力加大，并且面临一定的或有负债风险。

未来展望

- 公司业务地位突出，预计未来业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.06	2021	2020	2019
总资产	750.68	726.17	696.32	659.90
所有者权益	379.91	361.90	347.86	337.82
总债务	278.64	298.61	285.53	267.58
资产负债率	49.39%	50.16%	50.04%	48.81%
现金短期债务比	0.73	0.77	0.99	1.36
营业收入	36.17	26.68	35.11	58.41
其他收益	0.00	0.02	0.01	0.02
利润总额	19.39	10.47	8.26	29.90
销售毛利率	56.91%	51.01%	32.92%	55.32%
EBITDA	--	13.26	11.12	32.84
EBITDA 利息保障倍数	--	1.03	0.89	1.94
经营活动现金流净额	26.50	30.52	8.02	34.47

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理



优势

- **上城区区位优势优越，经济财力较强，为公司发展提供了较好的外部环境。**杭州市作为浙江省省会，系长江三角洲重要中心城市和中国东南部交通枢纽，数字经济引领杭州经济高质量发展；上城区地处杭州市主城区，着力推动以数字经济为引领，聚焦发展金融服务、时尚消费、专业服务、文化产业、健康服务、智能制造的“1+6”产业体系，金融服务、批发零售等第三产业对经济增长的支撑作用明显，地区经济发展水平较高，财政实力较强。
- **区域专营性强。**2021年9月，中共杭州市上城区委发文将公司定位为上城区区属城市建设投资功能类公司之一，公司业务涵盖土地开发、安置房销售、基础设施建设等，2021年起公司业务范围主要在上城区艮山路以南区域内。目前公司业务涉及望江、艮北、普福等多区块的整体开发建设，区域专营性强。
- **业务可持续性较好。**截至2021年末，公司可供出让地块及待售安置房规模较大，且存在较大体量的代建管理项目，考虑到上城区为杭州市内核心区块，土地出让和房产销售价格较高，未来业务可持续性较好。
- **公司获得较大力度外部支持。**公司获得杭州市上城区人民政府、原江干区人民政府及下属指挥部等地方政府部门较大规模的资产注入，资本实力显著提升。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2022年6月末，公司资产中应收款项、项目建设成本及公共配套基础设施占比较高，其中应收款项回收时间存在不确定性，项目建设成本变现时间取决于委托方结算进度、安置计划等多重因素，且公共配套基础设施资产难以变现。
- **公司存在一定资金压力。**截至2021年末，公司区块整理、安置房建设及代建管理项目尚需较大规模资金投入，公司拟通过政府拨款、自有资金及外部融资方式解决，考虑到政府拨款时间受财政资金安排等因素影响存在一定不确定，公司仍面临一定投融资压力。
- **偿债压力加大。**公司负债水平不高，但总债务规模较大，且现金短期债务比持续下降。
- **公司存在一定或有负债风险。**公司对外担保规模较大，为关联方债券发行提供的担保金额占比较高，担保对象中存在公司参股的民营企业，且均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
上城城投	上城区艮山路以南区域内城市建设投资主体	726.17	361.90	26.68
中宸建设	主要负责原江干区范围内的城市投资建设	310.46	83.22	21.12
钱塘智慧城	主要负责钱塘智慧城的投资建设	222.41	78.87	8.65

注：（1）“中宸建设”为杭州中宸城镇建设有限公司的简称、“钱塘智慧城”为杭州钱塘智慧城投资开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为2021年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	6/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					2
主体信用等级					AAA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是上城区重要的城市建设投资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上城区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与上城区人民政府的联系非常紧密以及对上城区人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为上城区人民政府提供支持的能力极其强，主要体现为极其强的经济实力、财政实力和偿债能力。



一、发行主体概况

公司成立于2021年10月29日，系根据中共杭州市上城区委办公室文件（上委办[2021]113号），由杭州上城区国有资本运营集团有限公司（以下简称“上城资本”）组建的有限责任公司，初始注册资本68.00亿元。2021年10月30日，根据杭州市上城区财政局《关于对区属国有企业股权实施无偿划转（第一批）的通知》，将杭州望海潮建设有限公司（以下简称“望海潮”）和杭州上城区城市建设综合开发有限公司（以下简称“上城开发”）100%股权无偿划转至公司，划入出资人为上城资本，增加公司实收资本68.00亿元。截至2022年10月末，公司注册资本和实收资本均为68.00亿元，控股股东为上城资本，持股比例100%，实际控制人为杭州市上城区财政局，产权及控制关系见附录二。

公司作为杭州市上城区重要的土地整理及城市基础设施投资建设主体，业务涵盖土地开发、安置房销售、基础设施建设等，2021年起业务范围主要为上城区艮山路以南区域内。截至2022年6月末，公司纳入合并报表范围的子公司共17家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2023年杭州上城区城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）；

发行规模：人民币10亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券，在债券存续期第5年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为10亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
望江单元 SC0404-R21/R22-05 地块农转非拆迁安置房（含城市居民）项目	19.39	3.00	15.47%
望江单元 SC0404-18 地块安置房项目	12.08	1.50	12.42%
始版桥未来社区 SC0402-R21/R22-06 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目	26.61	3.00	11.27%
补充运营资金	-	2.50	-
合计	-	10.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



1、望江单元 SC0404-R21/R22-05 地块农转非拆迁安置房（含城市居民）项目

望江单元 SC0404-R21/R22-05 地块农转非拆迁安置房（含城市居民）项目（以下简称“望江单元 05 地块”）位于杭州市上城区望江单元，东临新开河绿化带，西临海潮路，北临海塘路。项目总用地面积约 41,763 平方米，建筑总面积 256,170.5 平方米，其中地上建筑面积 156,170.5 平方米，地下建筑面积 100,000 平方米。项目建设内容主要包括住宅、配套公建设施、地下停车库、按相关规定标准要求配建各类停车位。

望江单元 05 地块预计总投资为 19.39 亿元，其中项目资本金 3.88 亿元，占项目投资总额的比例为 20.00%，其余资金通过银行贷款及债券融资等方式解决，其中 13.50 亿元拟通过发行本期债券落实。截至 2022 年 10 月末，望江单元 05 地块项目获得的批复情况见下表。望江单元 05 地块计划建设期为 42 个月，从 2021 年 8 月至 2025 年 2 月底完成，截至 2022 年 6 月末，望江单元 05 地块已投资约 5.72 亿元，该项目已于 2021 年 8 月开工建设，目前处于土壤修复阶段，尚未开始主体建设，预计 2022 年 12 月启动主体建设。

表2 望江单元 05 地块项目获得批复情况

审批内容	文号	时间	部门
关于调整望江单元 SC0404-R21/R22-05 地块农转非拆迁安置房（含城市居民）项目可行性研究报告的批复	上发改经信审批[2021]28 号	2021 年 10 月 21 日	杭州市上城区发展改革和经济信息化局
关于望江单元 SC0404-R21/R22-05 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目可行性研究报告的批复	上发改经信审批[2021]20 号	2021 年 8 月 25 日	杭州市上城区发展改革和经济信息化局
中华人民共和国建设项目用地预审与选址意见书	用字第 330100202100303 号	2021 年 8 月 9 日	杭州市规划和自然资源局
中华人民共和国建设工程规划许可证	建字第 330100202100493 号	2021 年 12 月 22 日	杭州市规划和自然资源局

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据浙江政信建设工程项目管理有限公司（以下简称“浙江政信”）出具的可行性研究报告，望江单元 05 地块项目建成后，项目收入来源于安置房出售、停车位出售、停车位出租及配套商业出租，拟定安置房扩面部分平均销售价格为 6.00 万元/平方米，停车位销售价格为 40.00 万元/个。假定本期债券利率为 4%，在望江单元 05 地块项目能够按公司的投资建设计划、融资计划、销售计划实现的前提下，本期债券存续期内望江单元 05 地块项目预计可实现净收益 35.58 亿元，为本期债券偿付提供重要资金来源。但我们也关注到，望江单元 05 地块项目在建设过程中可能受成本价格上涨以及其他不可抗拒因素影响，存在募投项目实际投资超出预算、无法按时顺利完工等风险。此外，项目收益受租售市场行情及价格波动等因素影响，存在一定不确定性。

2、望江单元 SC0404-18 地块安置房项目

望江单元 SC0404-18 地块安置房项目（以下简称“望江单元 18 地块”）位于杭州市望江控规单元，南临望江单元 SC0404-A9-17 地块，东临规划绿地，西临海潮寺巷，北至望江路绿化带。项目总用地面



积约 18,312 平方米，建筑总面积 111,092 平方米，其中地上建筑面积 64,092 平方米，地下建筑面积 47,000 平方米。项目的建设内容主要包括住宅、配套服务设施用房、地下停车库（含社会公共停车库）、人防工程、室外道路及绿化等。

望江单元 18 地块预计总投资为 12.08 亿元，其中项目资本金 2.42 亿元，占项目投资总额的比例为 20.00%，其余资金通过银行贷款及债券融资等方式解决，其中 5.70 亿元拟通过发行本期债券落实。截至 2022 年 10 月末，望江单元 18 项目获得的批复情况见下表。望江单元 18 地块项目建设期为 3 年，从 2022 年 2 月至 2025 年 1 月底完成，目前正在进行主体施工建设，截至 2022 年 6 月末，望江单元 18 地块已投资约 6.13 亿元。

表3 望江单元 18 地块项目获得批复情况

审批内容	文号	时间	部门
关于望江单元 SC0404-18 地块安置房项目可行性研究报告的批复	上发改经信审批[2022]8 号	2022 年 2 月 18 日	杭州市上城区发展改革和经济信息化局
关于调整望江单元 SC0404-18 地块安置房项目可行性研究报告的批复	上发改经信审批[2022]22 号	2022 年 5 月 30 日	杭州市上城区发展改革和经济信息化局
中华人民共和国建设项目用地预审与选址意见书	用字第 330102202200002 号	2022 年 2 月 14 日	杭州市规划和自然资源局
中华人民共和国建设用地规划许可证	地字第 330102202200018 号	2022 年 4 月 14 日	杭州市规划和自然资源局

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据浙江政信出具的可行性研究报告，望江单元 18 地块项目建成后，项目收入来源于安置房出售、停车位出售、停车位出租及配套商业出租，拟定安置房扩面部分平均销售价格为 6.00 万元/平方米，停车位销售价格为 40.00 万元/个。根据公司提供的数据，假定本期债券利率为 4%，在望江单元 18 地块项目能够按公司的投资建设计划、融资计划、销售计划实现的前提下，本期债券存续期内望江单元 18 地块项目预计可实现净收益 17.52 亿元，为本期债券偿付提供重要资金来源。但我们也关注到，望江单元 18 地块项目在建设过程中可能受成本价格上涨以及其他不可抗拒因素影响，存在募投项目实际投资超出预算、无法按时顺利完工等风险。此外，项目收益受租售市场行情及价格波动等因素影响，存在一定不确定性。

3、始版桥未来社区 SC0402-R21/R22-06 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目

始版桥未来社区 SC0402-R21/R22-06 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目（以下简称“始版桥未来社区项目”）位于杭州市上城区望江控规单元，东至 SC0402-G1/G3-35 地块，南至东宝路，西至海潮路，北至始版桥路。该项目总用地面积 35,809 平方米，其中项目建设用地 32,715 平方米，总建筑面积 269,527 平方米，其中地上建筑面积 175,081 平方米，地下建筑面积 94,446 平方米。项目建设内容主要包括安置房及社区配套服务用房、地下停车库（含社会公共停车）、人防工程、室外道路及绿化工程等。

始版桥未来社区项目预计总投资为 26.61 亿元，其中项目资本金 5.32 亿元，占项目投资总额的比例

为 20.00%，其余资金通过银行贷款及债券融资等方式解决，其中 4.80 亿元拟通过发行本期债券落实。截至 2022 年 10 月末，始版桥未来社区项目获得的批复情况见下表。始版桥未来社区项目建设期为 44 个月，从 2020 年 5 月至 2023 年 12 月底完成，目前项目正在进行主体施工建设，截至 2022 年 6 月末，已累计投入资金 12.73 亿元。

表4 始版桥未来社区项目获得批复情况

审批内容	文号	时间	部门
关于始版桥未来社区 SC0402-R21/R22-06 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目可行性研究报告的批复	上发改经信审批[2020]13 号	2020 年 5 月 29 日	杭州市上城区发展改革和经济信息化局
中华人民共和国建设项目用地预审与选址意见书	用字第 330100202000144 号	2020 年 5 月 28 日	杭州市规划和自然资源局
中华人民共和国建设用地规划许可证	地字第 330100202000218 号	2020 年 7 月 23 日	杭州市规划和自然资源局
中华人民共和国建设工程规划许可证	建字第 330100202000251 号	2020 年 7 月 27 日	杭州市规划和自然资源局
中华人民共和国建筑工程施工许可证	编号 330102202007290201	2020 年 7 月 29 日	杭州市上城区住房和城乡建设局
建设项目环境影响登记表	202033010200000093	2020 年 8 月 12 日	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据浙江政信出具的可行性研究报告，始版桥未来社区项目建成后，项目收入来源于安置房出售、停车位出售、停车位出租及配套商业出租，拟定安置房扩面部分平均销售价格为 6.00 万元/平方米，停车位销售价格为 40.00 万元/个。假定本期债券利率为 4%，在始版桥未来社区项目能够按公司的投资建设计划、融资计划、销售计划实现的前提下，本期债券存续期内始版桥未来社区项目预计可实现净收益 33.67 亿元，为本期债券偿付提供重要资金来源。但我们也关注到，始版桥未来社区项目在建设过程中可能受成本价格上涨以及其他不可抗拒因素影响，存在募投项目实际投资超出预算、无法按时顺利完工等风险。此外，项目收益受租售市场行情及价格波动等因素影响，存在一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济持续复苏，2022 年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021 年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022 年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情



多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022 年 1-8 月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8 月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期 LPR 利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

2019-2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来经济下行压力加大，城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23



号)，提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021 年，随着 2020 年疫情影响的缓解，经济形势好转，稳增长压力减轻，监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。

2022 年以来，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管有保有压。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

目前国内外经济形势仍较为复杂严峻，后续政策重心仍是稳增长，同时平衡好风险防范和处置工作，预计城投融资监管将保持合理适度，城投公司合理融资需求仍有一定保障。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约和技术违约等风险事件时有发生，城投区域分化加剧，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

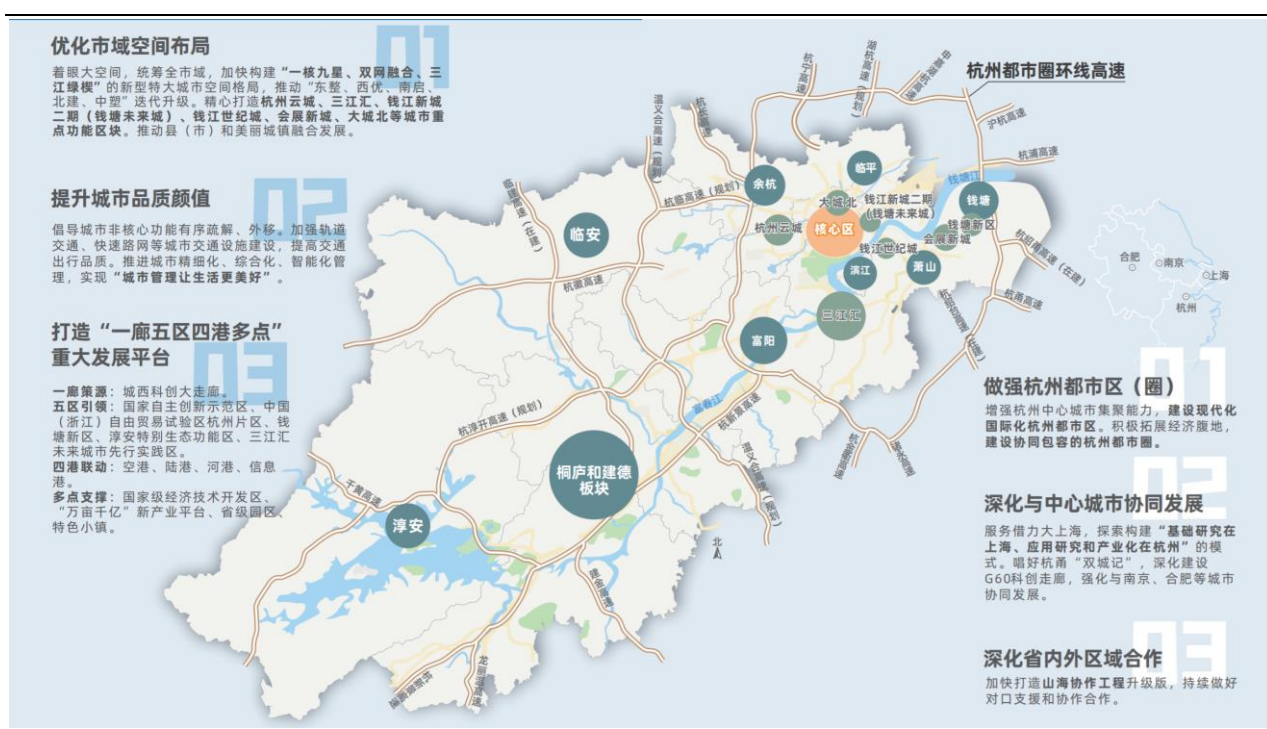
行业及区域经济环境

杭州市系长江三角洲重要中心城市和中国东南部交通枢纽，数字经济引领杭州经济高质量发展，财政实力较强，发展水平位居全国前列

区位优势：杭州市是浙江省省会城市，副省级城市，系长江三角洲重要中心城市、中国东南部交通枢纽、“丝绸之路经济带”和“网上丝绸之路”战略枢纽城市。杭州市地处中国东南沿海地区、长江三角洲南翼、杭州湾西端、钱塘江下游、京杭大运河南端，区域优势明显。杭州市水陆空综合交通建设完善，陆路交通方面，初步形成“一轴五向”的高速铁路网络，构建了以杭州东站、杭州西站、杭州站、杭州南站、钱塘站为主的“五主多辅”铁路客运枢纽体系，形成了“一环五向十三射三连”高速公路网、“三纵两横两支”的国道网络体系以及“六纵四横五联”的省道网；水路交通方面，以钱塘江为中轴，构筑了“一轴两翼”内河骨干航道网，同时杭州港为长三角南翼内河枢纽港；空运交通方面，杭州萧山

国际机场已逐步打造为长三角世界级机场群中心机场、国际枢纽机场和全国航空快件中心之一。杭州山水相依、湖城合璧，江、河、湖、海、溪五水共导，拥有中国南部沿海地区最大的水库新安江水库（又名千岛湖）、世界最大的人工运河京杭大运河以及以大涌潮闻名的钱塘江，风景如画，历史积淀深厚，山水人文旅游资源丰富。杭州市丘陵山地、平原和水资源分别占总面积的65.6%、26.4%和8.0%，地域内丘陵山地占地较广，平原集中于杭州市东北端。杭州市辖上城、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、临平、钱塘、富阳、临安10个区，建德1个县级市，桐庐、淳安2个县，全市土地面积16,850平方千米，其中市区面积8,289平方千米。截至2021年末，杭州市常住人口1,220.4万人，较2010年增长40.27%，城镇化率83.6%。截至2020年末，杭州人才总量294.5万人，人才净流入率和海外人才净流入率持续位居全国大中城市榜首，人才吸引力较强。

图1 杭州市区位及“十四五”空间布局示意图



资料来源：杭州市政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：数字经济引领，杭州市经济发展质量较高，发展水平位居全国前列。近年杭州市地区生产总值持续增长，其中2020年GDP增速受疫情影响有所下滑，2021年三次产业结构为1.8:30.3:67.9，第三产业占主导。数字经济保持引领，2021年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占杭州市GDP的36.2%，数字经济核心产业增加值4,905亿元，同比增长11.5%。杭州市民营经济活力较强，近年民营经济增加值占GDP的比重维持在60%以上。2019-2021年杭州市固定资产投资保持较快增长，分产业看，2021年基础设施投资同比增长8.2%，交通投资同比增长13.0%，房地产开发投资同比增长1.5%，房地产市场投资热度有所下降，但基建、交通投资维持较快增速。除2020年受疫情影响外，2019年及2021年杭州市社会消费品零售总额均保持快速增长，其中石油及制品、化妆



品、日用品、新能源汽车等增长较快；对外贸易方面，近年杭州市进出口总额持续增长，跨境电商综试区和电子世界贸易平台杭州实验区加快建设，中国（浙江）自由贸易试验区杭州片区落地，2021年杭州市进出口总额增速达到23.7%，其中跨境电商进出口总额同比增长9.4%，分品类看高新技术产品出口增幅高达40.4%，境内外贸易的高速增长为杭州市经济发展提供有力支撑。近年杭州市全市人均GDP显著高于全国平均水平，人均地区生产总值达到发达国家水平，经济发展水平位居全国前列。

表5 2021年浙江省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
杭州市	18,109.42	8.5%	14.99	2,386.59	2,460.61
宁波市	14,594.92	8.2%	15.39	1,723.13	1,594.60
温州市	7,585.02	7.7%	7.89	657.55	1,493.01
绍兴市	6,795.26	8.7%	12.79	603.80	1,154.78
金华市	5,355.44	9.8%	7.55	492.32	1,576.89
湖州市	3,644.87	9.5%	10.75	413.52	646.31
衢州市	1,875.61	8.7%	8.22	163.93	485.35
舟山市	1,703.62	8.4%	14.62	180.70	143.25

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 杭州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	18,109.4	8.5%	16,106.0	3.9%	15,373.0	6.8%
固定资产投资	-	9.0%	-	6.8%	-	11.6%
社会消费品零售总额	6,744	11.4%	5,973.0	-3.5%	6,215	8.8%
进出口总额	7,369	23.7%	5,934.0	5.9%	5,597.0	6.7%
人均 GDP（元）	149,857		134,936		152,465	
人均 GDP/全国人均 GDP	185.06%		186.25%		215.07%	

注：“-”表示数据未公告。2020年杭州市人均GDP系根据杭州市2020年第七次人口普查常住人口数据计算得到。

资料来源：2019-2021年杭州市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：杭州市聚焦发展“5+3”重点产业，数字经济为核心。近年杭州市积极推动数字经济再聚焦，推进工业、服务业、农业数字化转型，聚焦发展文化、旅游休闲、金融服务、生命健康、高端装备制造等五大支柱产业，重点发展人工智能、云计算大数据、信息软件等三大先导产业，区域内上市企业规模逐渐壮大，截至2021年末，杭州市上市公司达到262家，2021年新增上市公司52家，IPO融资503.2亿元。数字经济方面，多家知名数字经济企业已落户杭州，包括全球第三大云计算服务商阿里云、入选国家新一代人工智能开放创新平台的海康威视以及一批电子商务龙头企业淘宝、天猫、网易等。文化产业方面，杭州持续做强动漫游戏、网络文学、影视演艺等优势产品，并积极建设全国数字内容产业中心，宋城演艺、华数传媒等4家企业入选“全国文化企业30强”。旅游休闲方面，凭借“西湖、大运河、良渚古城遗址”三大世界文化遗产以及湘湖、千岛湖国家级旅游度假区等自然人文景观，杭州市旅游产业优势较强，正积极打造为世界一流的旅游目的地。金融服务方面，目前杭州已建成钱江新城和钱

江世纪城、玉皇山南基金小镇、西湖蚂蚁小镇、运河财富小镇、杭州金融城等若干金融集聚区，2020年末全市银行、证券、保险持牌法人金融机构及省级分支机构达到240家，其他金融业态如地方金融组织、中国证券投资基金业协会备案私募基金管理人达到2,080家，区域金融中心地位稳固。生命健康方面，杭州市推动生物、医药、健康协同共进，目前已建成重点平台包括中国智慧健康谷、富春山健康城、天目医药港、良渚生命科技小镇等。高端装备制造方面，杭州市积极打造杭州城西科创大走廊、杭州钱塘新区、国家级经济技术开发区、省级经济开发区等高端装备制造产业平台载体，杭叉集团、西奥电梯、金火机床、浙江正泰太阳能、杭锅集团等优质企业均已落户杭州。

发展规划与机遇：根据《杭州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，杭州市力争从数字变革、城市大脑、文化魅力、区域大统筹、全域大花园方面做到“五个率先”。数字化为杭州未来主要发展方向，从打造数字产业集群到政府数字化转型，“数智杭州”为杭州市未来的重要定位。作为“一带一路”枢纽城市，杭州市规划高水平推进浙江自贸区杭州片区建设，构建“自贸试验区+联动创新区+辐射带动区”开放新格局，打造“数字贸易示范区”，推动更高水平开放。城市空间规划方面，杭州市计划加快构建“一核九星、双网融合、三江绿楔”的特大城市新型空间格局，“一核”即核心区，由上城、拱墅、西湖、滨江四个区组成，“九星”即萧山、余杭、临平、钱塘、富阳、临安、建德、桐庐和淳安，同时规划精心打造杭州云城、三江汇、钱江新城二期（钱江未来城）、钱江世纪汇、会展新城、大城北等城市重点功能板块，推进全域城区化协调发展。

财政及债务水平：杭州市财政实力较强，财政自给能力强。近年杭州市一般公共预算收入持续增长，其中2021年一般公共预算收入增速达到两位数，税收收入占比较高，财源基础较好。2019-2021年杭州市财政自给率维持高位，财政自给能力强。此外，2019-2020年杭州市政府性基金收入增长较快，但2021年同比下降33.3%，主要系自2021年起杭州市开启住宅用地集中供地制度，限制拿地宗数、提高保证金比例等政策致使土拍门槛提升，叠加地产企业融资政策收紧，拿地意愿下滑所致。近年来杭州市地方政府债务余额持续扩张，同比增速均高于10%，2021年末狭义地方政府债务率（地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入））为69.51%，低于全国平均水平。

表7 杭州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	2,386.59	2,093.39	1,965.97
税收收入占比	93.59%	94.52%	91.11%
财政自给率	99.75%	101.14%	100.67%
政府性基金收入	2,460.61	3,690.45	2,788.66
地方政府债务余额	3,369.26	2,824.68	2,540.86

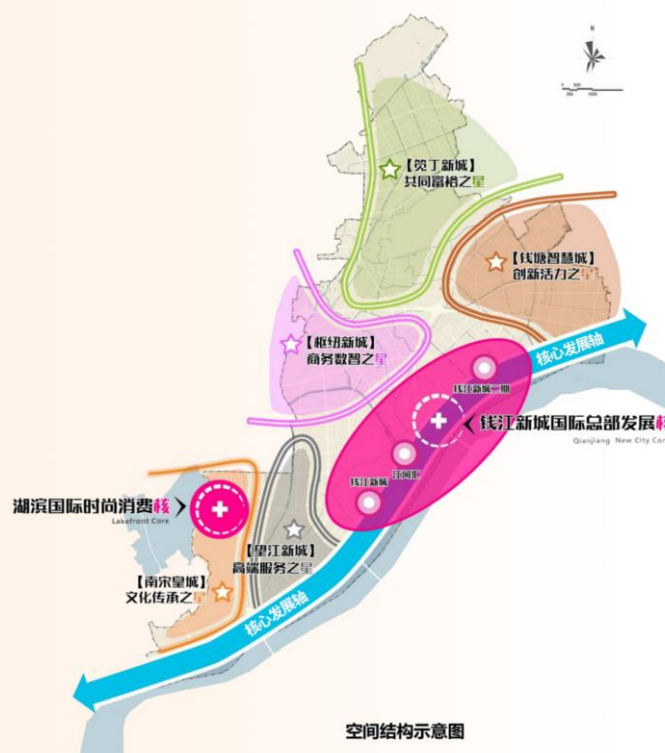
注：“-”表示数据未公布。财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：杭州市政府网站，中证鹏元整理

上城区地处杭州市主城区，坚持数字赋能，大力发展以金融服务、消费服务、智能制造为支撑，专业服务、大健康为特色的高端产业，金融服务、批发零售等第三产业对经济增长的支撑作用明显，经济财政实力较强

区域特征：上城区地处杭州市主城区，是杭州市委、市政府所在地，拥有深厚的文化底蕴及丰富的旅游资源。上城区隶属于浙江省杭州市，地处杭州城区中部偏南，2021年4月9日，经国务院批复同意，杭州市宣布正式启动实施部分行政区划优化调整，以原上城区、江干区的行政区域（不含下沙街道、白杨街道）为新的上城区的行政区域，全区面积122平方公里，下辖14个街道，199个社区。截至2021年末，上城区常住人口133.5万人，较2010年增长29.28%，城镇化率100%，人口呈净流入状态。铁路交通方面，上城区内拥有杭州火车东站、杭州城站等铁路枢纽。旅游资源方面，上城区濒临钱塘江、西湖等风景地，运河自南而北纵贯全区境内，且拥有首批全国示范步行街之一的湖滨步行街、省级高品质步行街试点之一的清河坊步行街等“城市风景线”，上城区历史文化底蕴深厚，是南宋文化、吴越文化、钱塘江文化的重要承载地和南宋皇城大遗址的所在地，拥有杭州市超过一半的历史建筑、历史地段、历史街区和各级文保单位，其中国家级文物保护单位9处。

图2 杭州市上城区区位及“十四五”空间布局示意图



资料来源：杭州市上城区政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：上城区经济总量（GDP）在杭州市13个区县中排名第2，经济以第三产业为主导，金融及批发零售产业发达，经济发展水平较高。近年上城区地区生产总值保持增长，2021年第三产业增

加值同比增长7.8%，为地区经济增长提供有力支撑。2021年上城区三次产业结构为0:25:75，区域内第三产业占主导，金融业、批发和零售业增加值占GDP比重分别为24.2%和15.3%，金融服务及批发零售产业较发达。2021年上城区固定资产投资规模有所下降，分行业看，房地产投资同比下降11.9%，项目投资同比增长8.4%，地产投资规模下降较快。2021年上城区社会消费品零售总额同比增长10.6%，增长主要由化妆品零售、石油制品、汽车类消费所贡献，对经济增长形成有力支撑。按常住人口计算，2021年上城区人均GDP为18.18万元，在杭州市市区内位居前列，经济发展水平较高。上城区位于杭州市核心区内，原上城区区划范围内可出让土地资源较稀缺，土地出让价格维持市场高位，原江干区土地出让价格略低于上城区。

表8 2021年杭州市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
余杭区	2,502.20	7.5%	19.12	375.69	244.44
上城区	2,417.51	7.2%	18.18	201.38	1.22
滨江区	2,022.60	11.3%	38.53	202.89	60.84
萧山区	2,011.62	8.7%	9.88	343.03	526.87
拱墅区	1,968.56	8.1%	17.37	179.54	0.20
西湖区	1,904.22	10.7%	17.03	175.67	24.51
桐庐县	413.88	9.5%	9.10	38.4	47.96
淳安县	255.17	5.2%	7.78	25.94	20.57

注：人均GDP=GDP/常住人口。2021年上城区政府性基金收入中未包含土地出让收入，当期上城区土地出让金调入55.76亿元，主要系上城区内土地由杭州市级统一出让，扣除市级计提部分后返还至上城区。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表9 上城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,417.51	7.2%	2,198.99	-	2,120.81	-
固定资产投资	-	-8.3%	-	-	-	-
社会消费品零售总额	976.86	10.6%	876.93	-	-	-
进出口总额	633.08	11.3%	-	-	-	-
人均 GDP（元）	181,767		166,154		185,062	
人均 GDP/全国人均 GDP	224.47%		231.38%		261.05%	

注：人均 GDP=GDP/常住人口。2019-2020 年经济指标系根据原上城区及原江干区经济数据合并计算得出，2021 年经济指标为统计公报内区划调整后上城区经济指标。“-”表示数据未公告。

资料来源：2019-2021 年杭州市上城区国民经济与社会发展统计公报、2019-2020 年杭州市江干区国民经济与社会发展统计公报、政府网站等，中证鹏元整理

产业情况：上城区坚持数字赋能，大力发展以金融服务、消费服务、智能制造为支撑，专业服务、大健康为特色的高端产业，第三产业对经济增长的支撑作用明显。区划调整后，上城区以“一区四中心”为战略定位，全面打造全国重要的高端服务业中心、消费中心、创业创新中心和宋韵文化传承展示中心。截至2021年底，上城区内拥有上市公司36家，位居浙江省区县前列。金融服务方面，上城区着力打造长

三角南翼金融总部集聚地，以金融为代表的高端服务业优势明显，“五大行”、“四大所”区域总部相继落地，2021年末钱塘江金融港湾核心区累计入驻持牌金融机构省级以上总部122家，占杭州市总数40%以上，玉皇山南基金小镇总资产管理规模突破11,000亿元，投资实体企业7,700余家，累计实现税收120亿元，并积极推动世界银行全球数字金融中心、国改双百子基金、深耕玉皇山南基金小镇2.0版、创投股权报价转让平台等重大项目。消费服务方面，上城区聚焦“国际、数智、时尚”核心元素，提升“三圈三街”能级，已有200余家旗舰店首店落地，湖滨步行街获评首批全国示范步行街，同时上城区加快推进杭州国际中心、K11购物艺术中心、吴山广场地下空间一期（阿里新零售示范区）、丰收龙湖新零售、世茂集团笕桥总部等重点项目。智能制造方面，上城区重点聚焦光电传感、数字时尚等产业，延伸布局高端装备、生物医药和节能环保等，大力推进“湾区之芯”总部集聚区建设，一汽奥迪全国销售总部等标志性项目落地，中科网联等8个重点税源型企业总部入驻。专业服务方面，上城区以钱江新城和杭港高端服务业示范区为核心，发展法律服务、财会税务、检验检测、信息咨询、人力资源服务及会展展览、知识产权、勘察设计、资产评估、科技中介等知识密集型高端专业服务业。健康服务方面，围绕医疗器械、生物医药、互联网医疗、临床医学、医疗美容等重点方向，上城区成功创建省级产业创新服务综合体，小营智慧健康产业园丰平园区开业，浙江美年大健康等16家企业落户健康智谷。

发展规划及机遇：根据《杭州市上城区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，上城区规划高水平打造“五个新高地”，包括改革引领新高地、高端产业新高地、宋韵文化新高地、品质生活新高地和精细治理新高地。城市空间规划方面，上城区形成“一轴引领、双核驱动、五星辉映”的发展格局，“一轴”指钱塘江黄金岸线为主轴的中央活动区核心发展轴，“双核”指钱江新城国际总部发展核、湖滨国际时尚消费核。上城区坚持数字赋能、文化浸润两大方向，积极打造“3+2”高端产业体系，到2025年，力争服务业增加值突破2,500亿元、税收超亿元楼宇达80幢；同时奋力打造宋韵文化新高地，宋韵文化、钱塘江文化、红色文化相互交融赋能，文化产业做大做强，规划文化产业增加值年均增幅超6.5%。

财政及债务水平：上城区财政实力较强，财源基础较好，财政自给能力较强。2019年及2021年上城区一般公共预算收入保持较快增长，2020年受疫情影响略有下降，上城区税收收入占比较高，财源基础较好。近年上城区财政自给率维持较高水平，财政自给能力较强。2020-2021年上城区政府性基金收入较低，主要系上城区内土地由杭州市级政府统一对外出让，扣除市级计提部分后返还至上城区，2020-2021年上城区土地出让金调入收入分别为38.48亿元和55.76亿元。2021年上城区地方政府债务余额有所增加，浙江省核定上城区地方政府债务限额为86.89亿元，上城区仍有一定额度未使用。

表10 杭州市上城区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	201.38	187.12	188.81
税收收入占比	94.68%	96.29%	96.70%



财政自给率	168.73%	171.86%	174.55%
政府性基金收入	1.22	1.83	47.50
地方政府债务余额	75.93	68.63	68.68

注：2019 年上城区财政指标系根据原上城区及原江干区财政数据合并计算得出，当期原江干区政府性基金收入未包括土地出让金调入收入，当期上级财政向江干区专项转移支付 40.50 亿元，原上城区政府性基金收入中包含土地出让收入，为 46.00 亿元。2020-2021 年财政数据为上城区政府公布的区划调整后的数据。财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：杭州市上城区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：2021 年上城区政府对区域内平台实施整合，形成“1+4”的区属国有企业布局，上城资本履行出资人职责，并按照业务板块组建四大集团公司，分别为杭州上城区国有投资控股集团有限公司（以下简称“上城国投”，负责资产投资运营）、杭州上城区市政工程集团有限公司（以下简称“上城市政”，负责市政环境）、杭州上城区城市建设发展集团有限公司（以下简称“上城城发”，负责城市建设）和公司（负责城市建设），上城城发与公司业务范围以艮山路为界，区域内其他投融资平台主要为上城城发及公司的子公司。

表11 截至 2021 年末上城区主要区属投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
上城资本	上城区财政局	-	-	-	-	履行区属国企出资人职责
上城城投	上城资本	361.90	50.16%	26.68	298.61	上城区艮山路以南区域内城市建设投资主体
上城城发	上城资本	-	-	-	-	上城区艮山路以北区域内城市建设投资主体
上城国投	上城资本	-	-	-	-	上城区资产投资运营主体
上城市政	上城资本	-	-	-	-	上城区市政环境运营主体
上城开发	上城城投	208.83	33.71%	15.50	77.41	主要负责原江干区范围内的城市投资建设
望海潮	上城城投	153.07	62.77%	11.18	231.60	主要负责望江区块内的城市投资建设
中宸建设	上城城发	83.22	73.19%	21.12	121.75	主要负责原江干区范围内的城市投资建设
钱塘智慧城	上城城发	78.87	64.54%	8.65	64.07	主要负责钱塘智慧城的投资建设

注：财务数据为 2021 年末/2021 年度。除上城城投外，其余平台总债务数据来源于公开资料。“-”表示数据未公开。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和有关法律、法规规定，公司建立了由股东、党委委员会、董事会、监事会和经营层构成的法人治理结构。公司不设股东会，股东可对《公司法》第三十七条第1项至第10项职权作出决定，也可对公司向其他企业投资或者为他人提供担保作出决定，对公司聘用、解聘承办公司审计业务的会计师事务所作出决议。公司设党委委员会，由书记、副书记及委员组成，由全体党员选举产生，党委主要工作包括贯彻落实党和国家方针政策、重大部署和上级决策，贯彻落实党要管党、从严治党要求，研究加强基层党组织建设和党员的学习教育管理工作等。公司设董事会，其成员为七人，非职工代表六人，职工代表一人由公司职工代表大会民主选举产生，董事会设董

事长一人，董事会对股东负责，依法行使《公司法》第四十六项规定的第1至第10项等职权。公司设监事会，其成员为五人，其中非职工代表一人，由出资方委派，职工代表四人，由公司职工代表大会民主选举产生，监事会对股东负责，依法行使《公司法》第五十三条规定的第1至第6项职权。公司设经理，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责，依法行使《公司法》第四十九条规定的职权。

组织任命方面，根据杭州市上城区人民政府干部任免通知（上政干[2021]8号），杭州市上城区人民政府决定任命王勇同志为公司董事、董事长，任命周志斌同志为公司总经理。各子公司任命由公司集团党委会研究决定，后续根据党委会决议，各子公司领导层任命可能会进一步调整。

组织结构方面，公司根据业务需要，设置办公室、总师办、人力资源部、党群纪检部、计划财务部、征迁安置部等职能部门。公司组织结构图见附录三。

六、经营与竞争

作为杭州市上城区重要的土地整理及城市基础设施投资建设主体，公司主要从事上城区内的土地开发、安置房销售、基础设施建设等业务，2021年起业务范围主要为艮山路以南区域内，具有较强区域专营性。公司营业收入有所波动，从收入构成来看，开发土地业务为公司重要收入来源，目前公司开发地块主要涉及艮北、普福等地，受政府土地出让安排等因素影响，公司开发土地收入有所波动；公司房产销售业务受安置房建设进度及安置计划、地区房地产市场行情等因素影响较大，2021年因杭州房价上涨以及当期定向销售安置规模较大，公司房产销售收入大幅提升；2021年公司新增代建收入，主要系子公司望海潮与委托方重新签订协议，按照代建管理费模式确认土地整理、基础设施建设等项目收入所致；2021年公司新增化学品销售业务致使商品销售及安装收入大幅增加，因子公司杭州市江干保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）于2022年2月无偿划出，公司保安服务、服务费业务将不再确认相关收入。

毛利率方面，公司开发土地业务毛利率保持较高水平；受益于上城区房地产市场热度较高以及房价提高等因素，2020-2021年公司房产销售业务毛利率处于较高水平，2022年1-6月该业务毛利率为负，主要系当期所售房产中海潮雅园一园项目拆迁成本较高所致；因公司代建业务采用管理费模式核算，业务毛利率处于较高水平；公司保安服务费、商品销售及安装、服务费业务毛利率有所波动。综合影响下，公司销售毛利率处于较高水平，盈利能力较强。

表12 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
开发土地收入	33.51	59.82%	13.30	67.92%	32.56	33.60%	54.86	56.78%
房产销售收入	1.70	-2.64%	10.29	37.56%	0.28	29.03%	1.01	20.45%
车位销售收入	0.00	-	0.61	19.67%	0.00	-	0.00	-

代建收入	0.28	100.00%	0.14	66.69%	0.00	-	0.00	-
保安服务费收入	0.00	-	0.30	73.82%	1.27	14.35%	1.36	22.07%
商品销售及安装收入	0.22	30.02%	1.57	13.83%	0.32	12.54%	0.14	-13.34%
服务费收入	0.30	73.64%	0.06	3.85%	0.21	79.51%	0.30	78.65%
其他收入	0.17	12.26%	0.41	14.35%	0.47	31.65%	0.73	60.00%
合计	36.17	56.91%	26.68	51.01%	35.11	32.92%	58.41	55.32%

注：公司其他收入包括房租收入、借款利息收入、停车费收入等。

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告及 2021 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

公司负责上城区内多地块的开发整理工作，覆盖面积较广，相关地块开发已进入中后期，但尚有较大规模土地可供出让，考虑到上城区作为杭州市主城区，土地出让价格相对较高，公司业务可持续性较好，随着开发整理进程的推进，公司面临一定建设资金压力

公司是上城区重要的土地整理及城市基础设施投资建设主体，承担了上城区内多地块的开发整理建设任务，业务运营主体主要为子公司上城开发以及望海潮。

上城开发业务范围涵盖上城区内艮北、普福等区块，在地块出让前后，上城开发与杭州市土地储备交易中心（以下简称“杭州市土储中心”）签订相关协议，由上城开发负责土地开发整理、征地拆迁安置、建筑物拆除、土地平整等工作，并承担相关费用。通常情况下，上城开发地块整理完成后，交由杭州市土储中心验收并出让，同时向杭州市土储中心及区财政提交土地整理成本及相关费用核算申请，土地验收出让后，区财政局将根据上城开发的申请核拨土地开发补偿费，作为上城开发的开发土地收入。此外，除土地开发补偿款以外，上城开发可根据开展安置房建设和基础配套设施建设业务所需金额向区财政局申请，以专项资金形式拨付给上城开发，用于相关项目建设。

根据杭州市上城区人民政府授权，望海潮主要负责望江新城区块2.94平方公里区域的整体开发建设工作，具体包括征地拆迁、计划、规划、设计、建设、区域综合管理、土地出让、招商、社会投资项目服务和投资分析工作，区块开发建设过程中所需资金由望海潮向国开行等金融机构进行融资。实际操作中，上城区财政局委托杭州市望江地区改造建设指挥部（以下简称“望江指挥部”）对望海潮每年的土地整理项目进度、完成质量等要素进行考核，在土地整理完成并出让后，望江指挥部根据考核结果，结合公司提供的成本核算材料确定应向望海潮支付的土地整理费用，报上城区财政局请款支付至望海潮。2021年起望海潮建设开发地块均采用代建管理模式（业务模式具体见下文代建管理业务部分），不再采用原开发土地业务模式。

随着区块整理进度推进，公司所负责区块逐步建设完善，可供出让土地面积有所下降，受政府土地出让安排等因素影响，公司土地出让面积、开发土地收入有所波动，业务毛利率处于较高水平，但2020年该业务毛利率相对较低，主要系子公司望海潮负责地块毛利率低于上城开发，而2020年望海潮开发土地收入占比较高所致。



表13 2019-2021年及2022年1-6月公司开发土地收入明细（单位：亩、亿元）

年度	项目名称	业务主体	土地用途	出让面积	结算成本	结算收入
2019年	望江单元 SC0402-R21-05 地块	望海潮	住宅用地	48.51	4.66	5.67
	望江单元核心区块 1-7#地块	望海潮	住宅用地、商业商务用地、社会停车场库	173.53	12.52	14.95
	牛田单元 R21-04 地块	上城开发	住宅用地	78.96	2.43	14.74
	牛田单元 R21-07 地块	上城开发	住宅用地	98.77	3.04	18.39
	普福 JG1501-22 地块	上城开发	商业商务用地	19.54	1.07	1.12
	合计	-	-	419.31	23.71	54.86
2020年	望江单元 SC0402-R21-08 地块	望海潮	住宅用地	63.78	8.93	10.60
	望江单元棚户区改造地块	望海潮	住宅用地、商业商务用地	99.23	9.27	11.00
	牛田单元 R21-06 地块	上城开发	住宅用地	44.85	2.08	8.02
	牛田单元 C2/R21-01 地块	上城开发	住宅用地、商业商务用地	21.60	1.00	2.60
	普福 JG1501-25 地块	上城开发	商业商务用地	9.70	0.34	0.34
	合计	-	-	239.16	21.62	32.56
2021年	牛田单元 R21-19 地块	上城开发	住宅用地	66.97	4.27	13.30
2022年1-6月	牛田单元 R21-11 地块	上城开发	住宅用地	91.65	6.38	14.75
	牛田单元 R21-12 地块	上城开发	住宅用地	101.87	7.08	18.76
	合计	-	-	193.52	13.46	33.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司所负责整理区块主要包括望江新城区块、艮北区块以及普福区块，截至2021年末，望江新城一至四期区块内土地已基本出让完毕，艮北及普福区块合计剩余509.29亩可供出让，剩余可供出让土地规模较大，考虑到上城区作为杭州市主城区，土地出让价格相对较高，公司业务可持续性较好，预期收益较为可观。但公司开发土地收入受土地开发周期和政府安排等因素影响，未来可能存在波动，且土地出让实际回款情况需视上城区政府资金安排而定。此外，2021年末公司主要负责的艮北、普福区块尚需投资规模达到81.97亿元，公司拟通过政府拨款、自有资金投入及外部融资解决，存在一定建设资金支出压力。

表14 截至2021年末公司主要负责区块整理情况（单位：亩、亿元）

业务主体	项目名称	预计总投资	已投资	可供出让土地总面积	已出让土地面积
望海潮	望江新城一期	54.31	70.55	58.65	58.65
望海潮	望江新城二期	60.63	45.70	63.80	63.80
望海潮	望江新城三期	59.00	43.47	113.98	113.98
望海潮	望江新城四期	154.30	133.76	-	-
上城开发	艮北区块	276.07	199.00	1,598.00	1,088.71
上城开发	普福区块	46.98	42.08	384.85	384.85
合计	-	651.29	534.56	2,219.28	1,709.99

注：上表中区块预计总投资、已投资包括安置房、代建项目建设成本。望江新城四期无可供出让土地，全部为代建及安置房建设项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司拟定的土地整理移交计划，2022年下半年及2023年公司计划整理移交140.50亩土地，计划整理移交规模较大，预计可为公司带来较为可观的收益来源，但收入实现受房地产市场行情、政府土地出让安排等因素影响，存在一定不确定性。

表15 公司土地整理移交计划（单位：亩、亿元）

计划整理移交年度	地块名称	土地面积	预计出让金额
2022年7-12月	牛田单元 C6/C2-01 地块	41.80	8.34
	牛田单元 R21-08 地块	63.45	21.50
2023年	牛田单元 R21-14 地块	35.25	11.90
	小计	98.70	33.40
合计	-	140.50	41.74

注：预计出让金额系以杭州市上城区地块楼面评估价计算确定。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房产销售业务剩余可售面积较大，且房屋区位条件较为优越，未来业务可持续性较好，但在一定建设资金支出压力

公司房产销售业务由子公司望海潮及上城开发负责，房产类型主要为安置房。公司负责项目立项、施工、资金筹集等工作，待竣工验收后，公司根据政府安置计划定向安置拆迁居民，并实行阶梯价格结算制度，即所选购房屋在一定面积以内互不结算差价，超出部分按照所购房屋阶梯价格与拆迁房屋评估价格的价差结算，阶梯价格最高为所选购房屋的市场评估价。此外，公司将车位以市场价对外销售，剩余安置房可以按照市场评估价7折销售给有需求的单位，一定程度上可以平衡建设资金支出。近年公司房产销售收入存在较大波动，其中2021年公司房产销售收入大幅增长，主要系当期公司安置房项目定向销售规模较大所致；受益于上城区内房地产市场热度较高以及房价提高等因素，2021年公司房产销售业务毛利率有所提升。2022年上半年公司房产销售收入主要来源于海潮雅园一园项目，由于该项目拆迁成本较高，导致当期房产销售业务亏损。

表16 2019-2021年及2022年1-6月公司房产销售收入明细（单位：亿元）

年度	项目名称	确认成本	确认收入
2019年度	九堡东华苑安置房	0.60	0.73
	婺江家园一园	0.20	0.29
	合计	0.80	1.01
2020年度	婺江家园一园	0.18	0.26
	婺江家园三园	0.02	0.03
	合计	0.20	0.28
2021年度	婺江家园一园	0.10	0.19



	婺江家园三园	0.18	0.34
	婺江家园四园	0.22	0.33
	清江名潮院	2.58	4.18
	海潮雅园	3.34	5.25
	杭贵芳安置房	0.00	0.00
	合计	6.42	10.29
2022 年 1-6 月	海潮雅园一园	1.29	1.21
	清江名潮院	0.36	0.37
	婺江家园三园	0.06	0.08
	婺江家园四园	0.04	0.04
	合计	1.75	1.70

注：杭贵芳安置房确认成本为 29.53 万元，确认收入为 14.73 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司在建房产项目如下表所致，预计总投资80.35亿元，已投资62.73亿元，公司在建的可供出售房产面积达到74.85万平方米，建成后将为公司提供较大规模可售房产。此外，另有两块用于出租，目前计划人才专项租赁住房由政府统筹出租，租金归属于公司，商业商务用房计划出租给酒店、写字楼等，预计可为公司带来一定租赁收入。此外，2021年末公司房产项目尚需投资26.57亿元（未纳入已投资超过预计总投资的项目），主要通过公司自筹完成，存在一定建设资金支出压力。

表17 截至 2021 年末公司主要在建房产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	预计总投资	累计已投资	收入实现方式
红五月留用地项目	14.34	15.73	10.13	销售
01-望江单元 SC0403-R21-06 地块 南星单元 A-R21-03 地块	25.62	19.39	18.53	销售
02-望江单元 SC0403-R21-04 地块 南星单元 A-R21-04 地块	7.94	6.81	15.76	销售
始版桥未来社区项目	26.95	26.61	12.27	销售及出租
杭政储出（2018）8 号地块人才专项租赁住房	8.25	8.62	5.22	出租
杭政储出【2019】87 号地块商业商务用房	2.66	3.19	0.82	出租
合计	85.76	80.35	62.73	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要的已完工房产项目包括婺江家园一园、婺江家园三园等，可售面积累计122.93万平方米，已售97.47万平方米，已累计确认收入35.51亿元（包括在开发土地收入中确认的安置房收入），下表所列示的房产项目销售均价相差较大，主要系婺江家园、望江家园系列中部分房屋安置时间较早，房价较低所致，随着上城区内房地产市场热度提升，公司安置房销售均价提升较快，一定程度上减轻了公司建设资金平衡压力；2021年末公司已完工房产剩余可售面积为25.46万平方米，公司在建和已完工可售房产面积较大，且区位条件较为优越，近期销售房屋均价较高，未来业务可持续性较好，但需关注房地产市场价格波动可能对公司安置房资金平衡产生影响。



表18 截至 2021 年末公司主要已完工房产项目情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目名称	可售面积	已售面积	销售均价	累计确认收入
婺江家园一园	8.70	7.64	0.36	2.74
婺江家园三园	9.12	6.78	0.33	2.26
近江家园四-九园	32.25	32.25		
望江家园一期	30.05	30.05	0.26	19.81
望江家园二期	15.38	15.38		
婺江家园四园	1.56	1.14	0.72	0.82
海潮雅园一园	8.75	1.59	1.42	2.25
清江名潮院	2.17	1.41	2.97	4.18
海潮雅园二园	14.95	1.23	2.81	3.45
合计	122.93	97.47	-	35.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年望海潮新增代建管理业务，公司代建项目体量较大，未来业务可持续性较好，但随着代建项目建设进度推进，公司建设资金支出压力进一步加大

公司代建业务由子公司望海潮负责，由于望江区块土地整理逐步完善，未来项目多为基础设施建设类项目，故2021起望海潮土地整理、基础设施建设等项目的业务模式发生变化，不再以开发土地业务模式确认收入，转而采用代建管理模式，2021年以前发生的土地整理及基础设施项目成本在存货中统一归类为基础设施建设成本，待项目竣工移交后以代建管理费模式确认收入。2021年起，根据望海潮与委托方望江指挥部签订的《委托代建协议书》，望江指挥部将包括且不限于上城区望江新城区域范围内的建设项目委托至望海潮，其中部分项目已竣工，部分项目仍在建设施工中，由望海潮具体执行项目工程前期至项目交付全过程建设、生产、经营活动，望江指挥部负责代建项目建设资金的筹集，并按照望海潮建设进度需要及时拨付建设资金。实际操作中，若望江指挥部拨付资金暂不足以支付工程款，由公司通过自有资金及外部融资先行垫付。每年根据项目建设进度，望海潮将当期每个项目投资支出的6%作为代建管理费收入核算，并在望江指挥部支付给望海潮的工程建设专项经费中列支。2021年及2022年1-6月公司分别实现代建管理费收入0.14亿元和0.28亿元，代建业务成本主要系与工程相关的人员的工资，相关成本于年底统一结算，公司代建管理业务毛利率处于较高水平。

截至2021年末，公司在建的代建项目体量较大，主要的在建的代建项目如下表所示，预计总投资81.75亿元，已投资18.57亿元，待投资规模较大，预计公司未来业务可持续性较好；虽然协议中约定由望江指挥部负责代建项目资金筹集，但实际建设过程中仍存在垫付情况，一定程度上加大了公司建设资金支出压力。

表19 截至 2021 年末公司主要在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
望江单元 SC0402-R21/B-06 地块	26.61	5.43



十三湾巷周边地区旧城区改建项目	7.23	4.97
望江单元 SC0403-R21/R22/A2/A4-04 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目	13.57	4.33
杭州南宋皇城遗址文化中心项目	9.91	1.50
望江单元 SC0402-R22/A1/A51/A6-15 地块邻里中心项目	4.01	0.78
望江单元凯旋路五期（婺江路-甘王路）道路工程项目	0.19	0.52
南兴加儿巷旧城区改建项目	13.65	0.39
汽车南站临时过渡站点临时站房工程	0.05	0.34
望江单元 SC0402-G1/S42-24	3.30	0.23
望江地区（望江新园）外立面改造提升工程	2.65	0.06
望江单元 SC0401-G1/S42-44 地块绿化及社会地下停车库工程	0.60	0.02
合计	81.75	18.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

保安公司于2022年2月无偿划出，相关业务收入不再确认，预计未来化学品销售业务仍可为公司营业收入及利润提供有益补充

公司保安服务业务主要由子公司保安公司负责，保安公司主要承接各企事业单位的保安服务、电视监控、防火、防盗、综合布线、电教系统市场开发等，目前已先后为江干区政府、江干区看守所、孔雀大厦、银行信用社等百余家单位安装了安防系统设施。公司保安服务费收入持续下降，其中2021年降幅较高，主要系当期安保需求下降以及保安公司响应杭州市政府倡议，退出外部市场保安服务，让利民营企业，保安公司主要为内部单位服务，故合并口径保安服务收入大幅下滑。

商品销售及安装业务主要包括保安公司开展的安保用品销售及安装服务业务、杭州江芯贸易有限公司（以下简称“江芯贸易”）开展的化学品销售业务，受商品贸易规模增加影响，2021年该业务收入规模增长较快，且业务毛利率持续提升。此外，保安公司还从事区域联网服务、网络服务、网审服务等，该部分形成服务费收入，收入规模较小。

2022年2月，上城区财政局将公司持有的保安公司100%股权无偿划转至上城资本，保安公司不再纳入公司合并报表范围，故保安服务、服务费及保安公司涉及的商品销售及安装业务收入将不再确认，但江芯贸易所从事的化学品销售业务仍为公司营业收入及利润提供有益补充。

公司获得的外部支持力度较大

作为上城区重要的土地整理及城市基础设施投资建设主体，公司获得来自上城区、原江干区政府部门及下属单位在资产注入方面的较大力度支持。2021年9月，中共杭州市上城区委发文将公司和上城城发定位为上城区区属城市建设投资功能类公司，二者业务范围以艮山路为界¹。公司资本公积的累积主要来源于望江指挥部、原江干区人民政府下属指挥部资产的注入，以及长期以来根据江干区人民政府办

¹ 2021 年末公司净资产为 361.90 亿元，2021 年末上城城发主要子公司杭州中宸城镇建设有限公司、杭州钱塘智慧城投资开发有限公司净资产合计为 162.09 亿元。



公室公文（江建司[2017]22号），财政部门拨付至公司的城市建设运作资金不予收回，待基础配套设施工程项目完工形成长期资产后，运作资金自专项应付款科目转至资本公积，较大规模资产注入显著提升了公司资本实力。

表20 近年公司获得的主要资产注入情况（单位：亿元）

年份	单位	内容	金额
2014 年	望江指挥部	在建工程项目	12.42
2015 年	江干区人民政府	原指挥部净资产划转增加资本公积（房产、股权）	3.06
2017 年	望江指挥部	在建工程项目	68.69
2017 年	江干区人民政府	原指挥部净资产划转增加资本公积（股权）	3.05
2018 年	上城区人民政府	停车位使用权	8.08
2019 年	江干区财政局	无偿划入江干文体中心、庆春广场二期房屋等	7.46
历年	江干区人民政府	基础配套设施工程项目完工形成长期资产，财政部门拨付的项目运作资金不予收回	79.28
合计	-	-	182.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年三年连审模拟审计报告²、2021年审计报告及未经审计的2022年半年度财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年合并报表范围变化情况见下表。

表21 近年公司合并报表范围内子公司变化情况

年度	子公司名称	变动情况
2019年	杭州江鸿置业有限公司	新增，投资设立
	杭州江铭商业经营管理有限公司	新增，投资设立
	杭州江投联华超市有限公司	新增，投资设立
	杭州江盈科技发展有限公司	新增，投资设立
2020年	杭州盛锐建设开发有限公司	减少，出售
	浙江东茂宾馆有限公司	新增，购买股权
2021年	杭州新益诚商业运营管理有限公司	新增，出资设立
	杭州江鸿置业有限公司	减少，注销
2022年1-6月	杭州市江干保安服务有限公司	减少，无偿划出

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告及 2021 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

² 在编制模拟合并财务报表时，假设本次公司重组交易事宜于 2018 年 1 月 1 日已经存在，并按此假设合并后作为财务报表报告主体。



资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，账面资金充裕，但应收款项及项目建设成本即时变现能力较弱，公共配套设施资产难以变现，整体资产流动性较弱

随着政府资产注入以及外部融资规模的扩大，公司资产规模持续增长，资产以流动资产为主。

近年公司货币资金规模有所下降，2021年末货币资金中0.12亿元因诉讼冻结³及履约保证而使用受限，受限比例较低，账面资金充裕。公司应收款项规模较大，近年来呈波动上升态势，其中应收账款主要系应收上城区财政局结算款项，其他应收款主要系应收杭州市上城区农居多层公寓建设管理中心、杭州城投海潮建设发展有限公司等单位的往来款，以及应收杭州市三堡经济适用房建设前期指挥部、杭州市江干区文体中心项目建设指挥部等单位的借款，公司应收关联方借款多未收取利息，部分款项账龄在5年以上；由于主要应收对象为政府部门及地方国有企业，回收风险较小，但款项回笼时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司预付款项主要系向杭州市上城区住房和城市建设局预付的安置补偿款。

存货系公司资产最主要组成部分，主要包括子公司望海潮的基础设施建设成本、安置房建设成本以及上城开发的土地整理成本、开发成本（主要为未完工的安置房建设）、开发产品（已建成的安置房），随着项目建设投入增加，公司存货规模持续增长。根据新金融工具准则，2021年起公司将对外投资由可供出售金融资产科目调整至其他非流动金融资产及其他权益工具投资科目，公司投资对象主要包括区域内企业、股权投资基金等，2021年末公司对外投资规模大幅下滑，主要系公司将其持有的6.60亿元杭州中宸城镇建设有限公司（以下简称“中宸建设”）股权无偿划出所致。公司固定资产规模较大，2021年末固定资产主要由公共配套基础设施（70.78亿元）以及房屋建筑物（8.24亿元）组成，其中公共配套基础设施多为道路资产，此外，公司尚有0.49亿元房屋建筑物于划拨转入时未移交产证，2022年6月末公司固定资产规模变化不大。随着项目建设投入增加，公司在建工程规模持续增长，2021年末公司在建工程包括公共配套基础设施（90.81亿元）、人才专项租赁住房（5.36亿元）以及东茂宾馆（0.49亿元），公司公共配套基础设施建设资金来源于公司自筹以及政府专项资金，待工程达到预定可使用状态转为固定资产；人才专项租赁住房由政府统一安排租赁，租金归属于公司；东茂宾馆项目规划待建设完毕后用于安置拆迁户；2021年末公司在建工程中2.33亿元资产使用受限。截至2021年末，公司货币资金及在建工程中存在受限资产，受限规模合计2.45亿元，占总资产的0.34%，受限比例低，公司存在一定规模可供抵质押的房产、土地等资产，具有一定融资弹性。

³ 公司 100.00 万元货币资金因诉讼而冻结，主要系保安公司参股企业杭州居欢颜信息技术有限公司涉及货物款项纠纷，截至 2021 年 12 月 31 日，保安公司已根据（2021）浙 0108 民初 967 号履行出资 75 万元。同时根据（2021）浙 0108 民初 961 号判决，仍需在未出本金 25 万元的范围内对杭州居欢颜信息技术有限公司所欠款项承担补充赔偿责任。2022 年 2 月公司已将保安公司 100%股权无偿划转至上城资本，2022 年 4 月该诉讼判决已执行完毕。



总体来看，近年公司资产规模持续增长，账面资金充裕，受限比例低，但资产中应收款项、存货、固定资产及在建工程占比较高，其中应收款项回收时间存在不确定性，存货主要为项目建设成本，未来变现时间取决于委托方结算进度、政府安置计划等多重因素；固定资产及在建工程中公共配套基础设施占比较高，该部分资产难以变现，公司整体资产流动性较弱。

表22 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.74	2.10%	25.21	3.47%	29.87	4.29%	39.91	6.05%
应收账款	64.42	8.58%	38.96	5.36%	44.30	6.36%	33.88	5.13%
预付款项	28.47	3.79%	20.94	2.88%	20.14	2.89%	23.52	3.56%
其他应收款	26.58	3.54%	35.61	4.90%	38.62	5.55%	24.66	3.74%
存货	405.00	53.95%	402.30	55.40%	368.80	52.96%	349.33	52.94%
流动资产合计	540.77	72.04%	526.16	72.46%	504.30	72.42%	471.31	71.42%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	14.07	2.02%	13.98	2.12%
其他非流动金融资产	7.34	0.98%	7.04	0.97%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	78.38	10.44%	79.11	10.89%	69.49	9.98%	69.96	10.60%
在建工程	107.36	14.30%	96.66	13.31%	90.17	12.95%	90.60	13.73%
非流动资产合计	209.91	27.96%	200.01	27.54%	192.02	27.58%	188.59	28.58%
资产总计	750.68	100.00%	726.17	100.00%	696.32	100.00%	659.90	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所下滑，但盈利能力较强，利润总额主要由自身业务毛利所贡献

公司营业收入主要来源于开发土地业务、房产销售业务、代建收入等，受区块开发进度及政府土地出让安排等因素影响，公司开发土地收入有所波动，致使2019-2021年及2022年1-6月公司营业收入先降后升。截至2021年末，公司尚有509.29亩土地可供出让，在建及已完工安置房可售面积合计100.31万平方米，代建项目待投资规模较大，考虑到上城区位于杭州市主城区，土地市场及房地产热度较高，公司未来业务可持续性较好，但需关注上城区土地市场行情波动风险。公司销售毛利率处于较高水平，自身造血能力较强，利润总额主要由自身业务毛利所贡献。

表23 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
营业收入	36.17	26.68	35.11	58.41
营业利润	19.42	10.49	8.26	29.88
其他收益	0.00	0.02	0.01	0.02
利润总额	19.39	10.47	8.26	29.90

销售毛利率	56.91%	51.01%	32.92%	55.32%
-------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，偿债压力有所加大，但公司整体负债水平不高，整体债务期限结构安排较合理

近年得益于政府资产注入以及利润的积累，公司所有者权益持续增长；随着公司应付往来款规模持续增加，总负债规模也逐步上升。综合影响下，公司产权比率小幅波动，所有者权益对总负债的保障程度一般。

图3 公司资本结构

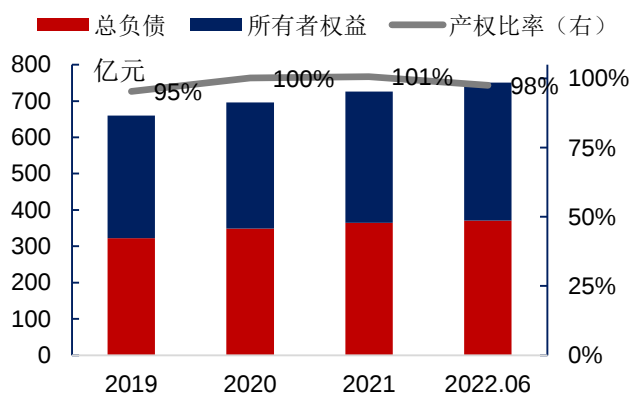
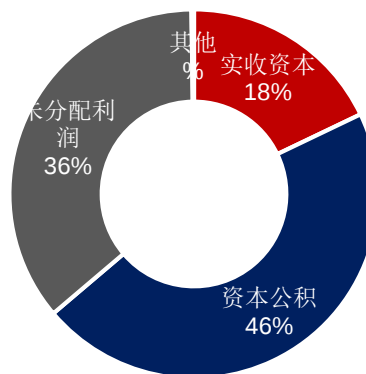


图4 2022年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

近年公司负债结构以非流动负债为主。公司短期借款规模持续下降，2022年6月末公司无短期借款。公司其他应付款主要系应付往来款及拆迁补偿款，拆迁补偿款主要按照拆迁安置进度支付给拆迁居民，2021年末公司其他应付款主要应付对象包括中宸建设（13.22亿元）、杭州市土储中心、望江指挥部等政府部门及地方国有企业，其中应付中宸建设款项需偿付利息，2022年6月末公司其他应付款规模大幅增加，主要系公司应付望江指挥部款项增加所致。公司一年内到期的非流动负债规模有所波动，2022年6月末主要为一年内到期的长期借款。公司其他流动负债主要为短期应付债券“22望海潮SCP001”，已于2022年9月到期偿付。

公司长期债务规模较大，长期借款占公司总负债比重较高，2022年6月末长期借款（包括一年内到期的长期借款）主要由质押借款（97.04亿元）、信用借款（67.80亿元）及财政借款（20.85亿元）构成，其中质押物为应收账款，财政借款主要系上城区财政局将地方政府债券转贷至公司。公司应付债券增长较快，2022年6月末应付债券主要包括子公司望海潮及上城开发发行的企业债、中期票据、私募公司债券等，以及上城开发发行的4.00亿美元海外债，融资渠道多元化程度较高。公司长期应付款（不包括专

项应付款)主要包括财政专项拨款、德寿宫项目专项资金及财政置换资金,其中财政专项拨款系望江棚户区改造一期化债资金,财政专项拨款、德寿宫项目专项资金均于项目完工移交结算后冲减存货,财政置换资金系财政部门以地方债资金置换银行借款,需予以偿付;专项应付款主要系公共配套基础设施专项资金,随着公司公共配套基础设施项目完工转固,配套专项资金由长期应付款转至资本公积科目,受此影响,近年公司长期应付款逐年下滑。公司其他非流动负债系银行理财直融产品。

表24 公司主要负债构成情况(单位:亿元)

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	1.00	0.27%	2.00	0.57%	4.50	1.40%
其他应付款	81.25	21.92%	53.37	14.65%	38.87	11.15%	29.39	9.13%
一年内到期的非流动负债	5.50	1.48%	15.21	4.18%	13.86	3.98%	10.37	3.22%
其他流动负债	3.59	0.97%	3.26	0.89%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	94.63	25.52%	78.09	21.44%	66.62	19.12%	55.39	17.20%
长期借款	182.53	49.23%	195.93	53.79%	208.41	59.81%	215.15	66.80%
应付债券	69.64	18.78%	65.28	17.92%	36.08	10.36%	17.05	5.29%
长期应付款	21.90	5.91%	22.90	6.29%	31.34	8.99%	33.11	10.28%
其他非流动负债	1.08	0.29%	1.08	0.30%	6.00	1.72%	0.00	0.00%
非流动负债合计	276.14	74.48%	286.19	78.56%	281.83	80.88%	266.70	82.80%
负债合计	370.77	100.00%	364.27	100.00%	348.46	100.00%	322.09	100.00%

资料来源:公司2018-2020年三年连审模拟审计报告、2021年审计报告及未经审计的2022年半年度财务报表,中证鹏元整理

随着债务逐步到期偿付,近年公司总债务规模总体有所下降,由于应付往来款规模持续增加,公司总债务占总负债比重有所下降。从融资渠道来看,公司融资以财政借款、银行借款及债券发行为主,融资渠道通畅且多元化程度较高,非标占比较低,2021年末非标债务占总债务比重仅为0.36%。从债务结构来看,公司总债务以长期债务为主,债务期限结构安排较合理。

图5 公司债务占负债比重

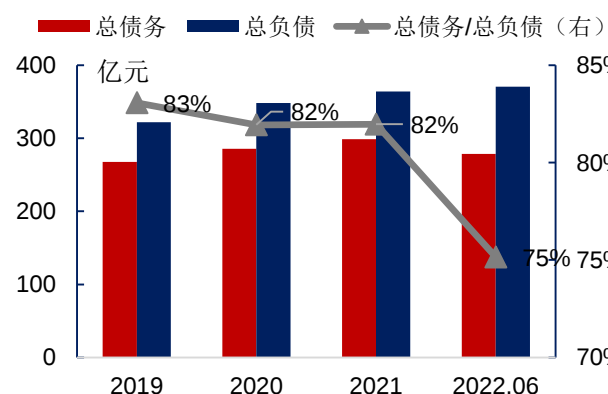
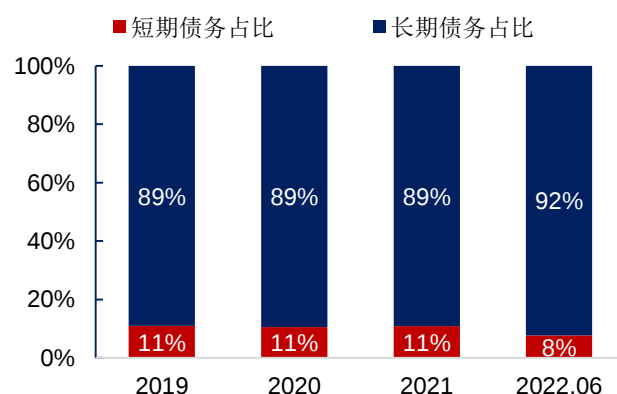


图6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来公司资产负债率相对稳定，负债水平不高，现金类资产对短期债务的保障程度持续下滑，EBITDA利息保障倍数虽有所波动，但盈利对利息偿付提供了一定保障。整体来看，公司总债务规模较大，资产中存在较大规模难以变现的公共配套基础设施项目，且现金短期债务比持续下降，偿债压力加大，但由于公司负债水平不高，债务结构相对合理，公司融资渠道通畅，再融资能力和财务弹性较好。

表25 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	49.39%	50.16%	50.04%	48.81%
现金短期债务比	0.73	0.77	0.99	1.36
EBITDA 利息保障倍数	--	1.03	0.89	1.94

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年11月16日），公司本部、子公司望海潮及上城开发不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。截至本评级报告出具日，未取得母公司上城资本征信报告。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计69.97亿元，占同期末净资产的19.33%，其中62.00亿元系对关联方发行的公司债券、企业债券进行担保。公司对外担保规模较大，担保对象中杭州德森置业有限公司、杭州盛锐建设开发有限公司为民营企业，但均为公司参股企业，考虑到公司对外担保均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表26 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
杭州玉皇山南建设有限公司	1.00	2022 年 7 月 8 日
杭州湖滨南山商业发展有限公司	2.25	2027 年 10 月 8 日
杭州湖滨南山商业发展有限公司	2.10	2022 年 7 月 24 日
杭州钱塘智慧城投资开发有限公司	15.00	债券存续期及债券到期之日起二年



杭州钱塘智慧城投资开发有限公司	12.00	债券存续期间及债券期限届满之日起两年
杭州德淼置业有限公司	1.62	借款期限届满或提前到期的借款到期日之次日起两年
杭州中宸城镇建设有限公司	15.00	债券存续期及债券到期之日起二年
杭州中宸城镇建设有限公司	20.00	债券存续期间及债券期限届满之日起两年
杭州盛锐建设开发有限公司	1.00	2024 年 5 月 23 日
合计	69.97	-

注：截至 2022 年 8 月末，公司为杭州钱塘智慧城投资开发有限公司提供的债券担保中尚存 2.90 亿元担保额度未使用，公司为杭州中宸城镇建设有限公司提供的债券担保中尚存 16.80 亿元担保额度未使用。

资料来源：公司 2021 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

九、外部特殊支持分析

公司是上城区人民政府下属重要企业，上城区财政局间接持有公司 100% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上城区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与上城区人民政府的联系非常紧密。上城区财政局间接持有公司 100% 股权，为公司实际控制人，公司非职工董事及总经理均由上城区人民政府任命，重大事项需经上城区人民政府审批，政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司开发土地及代建业务均经上城区政府部门及下属单位委托，近年来获得来自上城区、原江干区政府部门及下属单位在资产注入方面的较大力度支持，预计未来公司与政府联系将较为稳定。

(2) 公司对上城区人民政府非常重要。公司主要从事上城区内土地开发、安置房销售、基础设施建设等公益性业务，公司规模在上城区城投公司内排名靠前，2021 年起业务范围主要为艮山路以南区域内，具有较强区域专营性，公司在基础设施建设等方面对政府贡献很大，且公司下属子公司望海潮及上城开发均为发债平台，如果出现债务违约情况，将对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

十、抗风险能力分析

公司为杭州市上城区重要的土地整理及城市基础设施投资建设主体，公司资产中应收款项及项目建设成本占比较高且即时变现能力较弱，公共配套设施资产难以变现，公司整体资产流动性较弱；2021 年末公司区块整理、安置房建设及代建管理项目尚需较大规模资金投入，存在一定资金压力；公司总债务规模较大，偿债压力有所加大。但是考虑到公司所在地为杭州市主城区，金融服务及批发零售业较发达，经济发展水平较高，财政实力较强。2021 年起公司主要负责上城区艮山路以南区域内的城市建设开发工作，目前业务涉及望江、艮北、普福等多区块的整体开发建设，区域专营性较强，且业务可持续性较好，同时近年公司获得较大规模的指挥部资产注入。总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等因素的综合判断，公司抗风险能力很强。



十一、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的重要来源。本期债券募投项目望江单元05地块、望江单元18地块和始版桥未来社区项目建成后，将通过出租及出售方式实现收益，根据收益测算数据，在本期债券存续期内，募投项目预计可实现净收益86.77亿元，为本期债券本息的偿付提供了重要资金来源。但值得关注的是，本期债券募投项目在建设过程中可能存在成本价格上涨以及其他不可抗拒的问题，将导致募投项目实际投资超出预算、无法按时顺利完工等情况，此外受市场需求和价格波动等因素影响，募投项目可能存在无法实现预期收益的风险。

公司经营活动获取的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。2020-2021年及2022年1-6月公司经营活动现金流净额分别为8.02亿元、30.52亿元和26.50亿元，持续大规模净流入。截至2021年末，公司尚有较大规模土地及房产可供出让或销售，且代建项目待投资规模较大，公司经营活动将成为本期债券偿还的重要保障，但考虑到公司未来收入规模及实现时间受多重因素影响，存在较大不确定性，使经营现金流对本期债券的保障存在不确定性。

公司的资产变现是本期债券的另一项偿债资金来源。截至2021年末，公司受限资产比例较低，固定资产、投资性房地产中房产及无形资产中土地合计15.88亿元，在极端情况下，以上资产可以通过变现提供偿债资金。需要注意的是，公司房产及土地资产短期内集中处置难度较大，且变现价值存在一定的不确定性。

十二、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。



跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

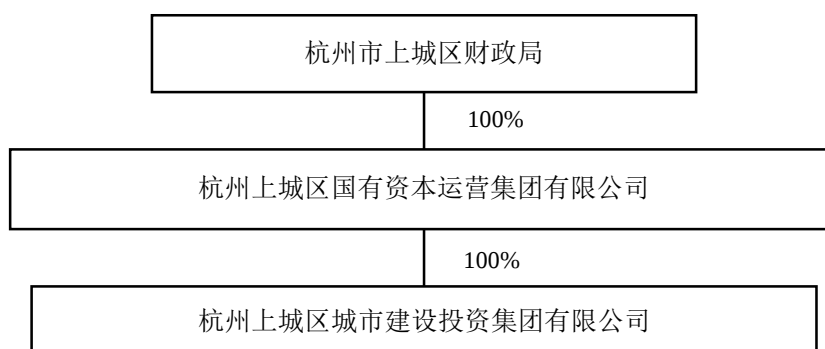


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	15.74	25.21	29.87	39.91
存货	405.00	402.30	368.80	349.33
流动资产合计	540.77	526.16	504.30	471.31
固定资产	78.38	79.11	69.49	69.96
在建工程	107.36	96.66	90.17	90.60
非流动资产合计	209.91	200.01	192.02	188.59
资产总计	750.68	726.17	696.32	659.90
短期借款	0.00	1.00	2.00	4.50
其他应付款	81.25	53.37	38.87	29.39
一年内到期的非流动负债	5.50	15.21	13.86	10.37
流动负债合计	94.63	78.09	66.62	55.39
长期借款	182.53	195.93	208.41	215.15
应付债券	69.64	65.28	36.08	17.05
长期应付款	6.11	7.21	4.88	6.01
非流动负债合计	276.14	286.19	281.83	266.70
负债合计	370.77	364.27	348.46	322.09
总债务	278.64	298.61	285.53	267.58
所有者权益	379.91	361.90	347.86	337.82
营业收入	36.17	26.68	35.11	58.41
营业利润	19.42	10.49	8.26	29.88
其他收益	0.00	0.02	0.01	0.02
利润总额	19.39	10.47	8.26	29.90
经营活动产生的现金流量净额	26.50	30.52	8.02	34.47
投资活动产生的现金流量净额	-7.50	-33.05	-23.18	-10.05
财务指标	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	56.91%	51.01%	32.92%	55.32%
资产负债率	49.39%	50.16%	50.04%	48.81%
现金短期债务比	0.73	0.77	0.99	1.36
EBITDA（亿元）	--	13.27	11.12	32.84
EBITDA 利息保障倍数	--	1.03	0.89	1.94

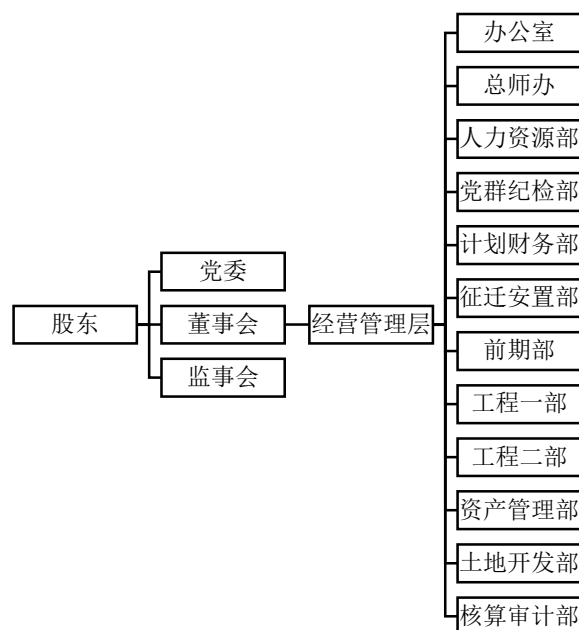
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 10 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 10 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2022 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	级次	注册资本	持股比例	主营业务
杭州望海潮建设有限公司	1	38.00	100%	房屋建筑业
杭州望海潮开发有限公司	2	0.50	100%	建筑工程
杭州盛锦建设开发有限公司	2	0.05	100%	建筑工程
杭州新益诚商业运营管理有限公司	1	0.50	100%	商务服务
浙江东茂宾馆有限公司	2	0.10	100%	住宿业
杭州上城区城市建设综合开发有限公司	1	30.00	100%	土木工程建筑业
杭州上城区科技投资有限公司	2	0.56	100%	资本市场服务
杭州上城区产业发展投资有限公司	2	2.25	100%	资本市场服务
ZHEJIANG BARON(HK) COMPANY LIMITED	2	-	100%	资本市场服务
ZHEJIANG BARON(BVI) COMPANY LIMITED	3	-	100%	资本市场服务
杭州江联物业管理有限公司	3	1.00 亿美元	100%	房地产业
杭州江芯贸易有限公司	3	1.00 亿美元	100%	房地产业
杭州江凌物业管理有限公司	3	1.36 亿美元	100%	房地产业
杭州众鑫房产置业有限公司	2	2.33	100%	房地产业
杭州江铭商业经营管理有限公司	2	0.25	100%	租赁和商务服务业
杭州江投联华超市有限公司	3	0.10	51%	批发和零售业
杭州江盈科技发展有限公司	2	0.50	49%	批发和零售业

注：公司持有杭州江盈科技发展有限公司 49.00%股权。根据杭州江盈科技发展有限公司章程，股东杭州市江干区红五月股份经济合作社不参与利润分配。

资料来源：公司 2021 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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。
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。