



内部编号: 2023061062



2023 年第一期杭州上城区国有资本运营集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

分析师: 李艳晶 李艳晶 liyj@shxsj.com
邵一静 邵一静 syj@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100900】

评级对象：2023 年第一期杭州上城区国有资本运营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	2023 年 6 月 29 日
首次评级：	AAA	稳定	AAA	2022 年 8 月 15 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 较好的外部环境。上城区为杭州市主城区，具备区位优势和便利的交通条件，经济发展水平较高，可为上城资本业务开展提供较好的外部环境。
- 业务地位突出。上城资本作为上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体，下属四大集团子公司，主要承接上城区城市建设、资产投资运营、市政环境三大板块业务，公司主营业务在区域内具有专营性。
- 资本实力持续增强。跟踪期内，得益于政府持续注资、债权转增资本公积以及上城资本自身经营积累，公司资本实力持续增强。

主要风险：

- 资金平衡压力。目前上城资本在建项目资金需求仍较大，资金平衡对区域内土地出让情况的依赖程度较高。而区域土地市场行情波动较大，且后续出让情况易受上城区政府供地计划及土地市场行情的影响，预计公司将面临较大的资金平衡压力。
- 资产流动性一般。上城资本大量资金沉淀于土地整理、基础设施和安置房等项目建设投入，同时公司应收当地企事业单位往来款规模较大，其变现和回收进度存在一定不确定性，公司整体资产流动性一般。
- 即期债务偿付压力加大。随着前期融入债务逐步进入偿付期，2022 年末公司短期刚性债务规模大幅增长，而同期货币资金规模有所减少，即期债务偿付压力加大。
- 或有负债风险。上城资本对关联方有一定规模担保，存在一定或有损失风险。同时公司还从事经营性担保业务，存在一定代偿风险。
- 内部治理水平尚需持续观察。上城资本重组整合时间较短，公司业务主要由下属四大集团子公司承接，公司内部治理水平尚需持续观察。

未来展望

通过对上城资本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。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据:			
货币资金[亿元]	8.30	5.75	1.38
刚性债务[亿元]	0.00	0.00	4.55
所有者权益[亿元]	8.38	614.19	616.08
经营性现金净流入量[亿元]	-0.07	0.15	-9.12
合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	1382.07	1464.19	1666.20
总负债[亿元]	806.04	842.86	925.82
刚性债务[亿元]	526.88	539.48	575.82
所有者权益[亿元]	576.04	621.33	740.37
营业收入[亿元]	57.18	66.59	100.57
净利润[亿元]	13.63	15.46	28.81
经营性现金净流入量[亿元]	22.72	53.11	21.64
EBITDA[亿元]	20.75	25.06	42.08
资产负债率[%]	58.32	57.56	55.57
长短期债务比[%]	460.02	421.12	347.96
短期刚性债务现金覆盖率[%]	148.46	114.08	37.04
EBITDA/利息支出[倍]	0.80	1.00	1.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.05	0.08

注：发行人数据根据上城资本经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		3
	初始信用级别		aa
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	+2	
	支持理由： 上城资本作为上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体，可获政府支持。		
主体信用级别			AAA

同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净流入 量（亿元）
杭州萧山国有资产经营集团有限公司	2761.88	854.16	69.07	166.34	9.10	-108.06
杭州高新国有控股集团有限公司	791.58	463.34	41.47	17.08	3.44	-25.94
杭州上城区国有资本运营集团有限公司	1666.20	740.37	55.57	100.57	28.81	21.64

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2023 年第一期杭州上城区国有资本运营集团有限公司公司债券（简称“23 上城资本债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上城资本提供的经审计的 2022 年财务报表及相关经营数据，对上城资本的财务状况、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。

该公司于 2023 年 1 月 11 日公开发行了总额为 20 亿元的企业债券（即“23 上城资本债 01”），期限为 5+2 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行票面利率为 3.80%。23 上城资本债 01 募集资金用途为补充营运资金，截至 2023 年 4 月末，募集资金已使用 14.16 亿元。

目前，该公司直接融资主体包括公司本部、上城城投、上城国投、望海潮公司、城建公司、智慧城公司和中宸公司，近年来直融规模逐年增长，已发行了企业债、私募债、中期票据、超短期融资券、定向债务融资工具、美元债、企业 ABS 等品种，融资成本尚可，直接融资渠道较为畅通。截至 2023 年 6 月 16 日，公司待偿还债券余额合计为 201.96 亿元和 16.08 亿美元。

图表 1. 公司存续债券概况

证券简称	发行日期	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	发行期限 (年)	票面利率 (当期)(%)	证券类别	担保人
22 智慧债	2022-04-25	9.60	9.60	5+2	3.88	一般企业债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
21 智慧 01	2021-01-26	11.00	11.00	3+2	3.98	私募债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
20 智慧 01	2020-09-11	3.50	3.50	3+2	3.78	私募债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
22 智城开发 PPN001	2022-03-15	8.20	8.20	3	3.75	定向工具	--
21 智城开发 PPN001	2021-08-12	6.80	6.80	3	3.58	定向工具	--
20 钱塘债	2020-08-31	15.00	15.00	3	3.79	私募债	--
20 江干城建债	2020-09-03	2.00	2.00	5+2	3.99	一般企业债	--
江干城建 2.25% N20240812	2021-08-12	2 亿美元	2 亿美元	3	2.25	海外债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
江干城建 2.8% N20230929	2020-09-29	2 亿美元	2 亿美元	3	2.80	海外债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
21 望海潮债 02	2021-06-03	7.00	7.00	7	4.00	一般企业债	--
21 望海潮债 01	2021-04-06	8.00	8.00	7	4.35	一般企业债	--
20 望海潮债 01	2020-07-31	15.00	15.00	7	4.40	一般企业债	--
21 望江 01	2021-06-21	7.00	7.00	3+2	3.70	私募债	--
22 望海潮 MTN001	2022-04-27	3.10	3.10	3	3.19	一般中期票据	--
22 杭中宸债 01	2022-01-19	13.20	13.20	5+2	3.45	一般企业债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
21 中宸城建 PPN001	2021-10-20	2.00	2.00	3	3.70	定向工具	--
20 中宸 01	2020-12-28	5.00	5.00	3	4.20	私募债	杭州上城区城市建设综合开发有限公司
23 上国 01	2023-04-21	10.00	10.00	3+2	3.40	私募债	--
22 上城国投 PPN001	2022-10-13	3.00	3.00	3	2.78	定向工具	杭州上城区国有资本运营集团有限公司
ZI RARON B2309	2020-09-30	2 亿美元	2 亿美元	3	2.80	境外债	--

证券简称	发行日期	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	发行期限 (年)	票面利率 (当期)(%)	证券类别	担保人
ZJ RARON B2408	2021-08-13	2 亿美元	2 亿美元	3	2.25	境外债	--
上城城投 5.9% N20240611	2023-06-13	3 亿美元	3 亿美元	364 天	5.90	海外债	--
上城城投 3.99% N20230727	2022-07-28	3 亿美元	3 亿美元	364 天	3.99	海外债	--
23 上城城投债 02	2023-04-13	10.00	10.00	7	3.49	一般企业债	--
23 上城城投债 01	2023-01-16	10.00	10.00	5+2	3.50	一般企业债	--
23 上投 02	2023-06-05	8.00	8.00	3	3.20	私募债	--
23 上投 01	2023-02-16	10.00	10.00	3	3.48	私募债	--
上城资本 6.5% N20231103	2022-11-04	2.08 亿美元	2.08 亿美元	364 天	6.5	海外债	--
22 上资优	2022-11-25	4.55	4.32	2.926+6	2.99	企业 ABS	--
22 上资次	2022-11-25	0.24	0.24	8.926	--	企业 ABS	--
23 上城资本债 01	2023-01-10	20.00	20.00	5+2	3.80	一般企业债	--
23 上资 01	2023-06-08	10.00	10.00	3+2	3.15	私募债	--
合计	--	202.19 亿元 +16.08 亿美元	201.96 亿元 +16.08 亿美元	--	--	--	--

资料来源：Wind、上城资本（截至 2023 年 6 月 16 日）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前

发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

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

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021 年，国发[2021]5 号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策相继发布；2022 年 5 月和 7 月，财政部先后通报和问责了 16 个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022 年 6 月，国务院办公厅下发《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，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022 年 4 月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法依规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023 年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场化解转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、

同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

(3) 区域因素

上城区为杭州市主城区之一，经济发展水平较高。跟踪期内，全区经济总量和财税收入保持增长。

原上城区位于杭州市中部偏南，东临钱塘江，西贴西湖，南枕玉皇山，总面积 18.3 平方千米，是杭州中心城区之一，是杭州商贸旅游中心、文创中心。2021 年 4 月，根据《浙江省人民政府关于调整杭州市部分行政区划的通知》，撤销杭州市上城区、江干区，设立新的杭州市上城区，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。整合后的上城区¹腹地向东拓展，区划面积增至 122 平方公里，下辖 14 个街道，201 个村社，截至 2022 年末，全区常住人口为 137.1 万人²，较上年末增加 3.6 万人。

跟踪期内，上城区经济保持增长态势。2022 年，上城区实现地区生产总值 2560.5 亿元，同比增长 3.8%，增速位居全市第一，其中第二、三产业增加值分别为 671.0 亿元和 1889.5 亿元，同比分别增长 2.6%和 4.2%。按常住人口计算，2022 年，上城区人均地区生产总值为 18.92 万元，是全国水平的 2.21 倍。2023 年第一季度，上城区实现地区生产总值 656.2 亿元，同比增长 3.8%。

图表 2. 2020 年以来上城区主要经济指标及增速³（单位：亿元，%）

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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	1192.1 ⁴	1.8	2417.5	7.2	2560.5	3.8	656.2	3.8
其中：第二产业增加值	411.5	3.4	604.7	5.1	671.0	2.6	176.4	-5.5
第三产业增加值	780.5	0.8	1812.9	7.8	1889.5	4.2	479.8	7.4
人均地区生产总值（万元）	--	--	18.18	5.5	18.92	2.0	--	--
人均地区生产总值倍数 ⁵ （倍）	--		2.23		2.21		--	
规上工业增加值	381.9	3.4	466.7	6.5	479.8	3.0	156.3	-6.4
全社会固定资产投资	--	-6.8	--	-8.3	--	5.5	--	9.5
社会消费品零售总额	333.4	0.4	976.9	10.6	1073.1	8.8	240.8	8.5

资料来源：上城区人民政府网站、浙江省统计局网站

上城区是杭州市乃至长三角地区重要的交通枢纽，拥有杭州火车东站以及杭州城站两个高铁站，其中杭州火车东站是集客运专线、城际铁路、干线铁路、城市地铁、公路客运、城市公交、运河码头等多种交通形式和配套服务设施于一体的综合交通枢纽。此外，上城区拥有华东地区最大的杭州汽车客运中心站以及多条城市轨道交通线路，交通出行较为便捷。

上城区以“一区四中心”为战略定位，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；同时确立了“一轴双核五星”的发展规划，以 19 公里钱塘江黄金岸线为主轴，以钱江新城、湖滨地区两大板块为核心，以南宋皇城大遗址、杭港高端服务业示范区、艮北新城（东站枢纽）、钱塘智慧城、笕桥丁兰等板块为五星，推动以数字经济为引领，集聚金融服务、时尚消费、专业服务、文化产业、健康服务、智能制造的“1+6”产业高质量发展，对全区经济增长提供了重要的支撑作用。2022 年，上城区实现规上工业增加值 479.84 亿元，同比增长 3.0%，其中高新技术产业增加值、战略性新兴产业增加值和高端装备制造业增加值分别为 84.42 亿元、55.70 亿元和 68.62 亿元，同比分别增长 3.0%、21.1%和 11.6%。2023 年第一季度，全区实现规上工业增加值 156.3 亿元，受上年高基数影响，同比下降 6.4%。

¹ 如无特殊说明，下文所指上城区均为区划调整后的新上城区。

² 2022 年末常住人口数据系根据全区 5‰人口变动抽样调查推算。

³ 2020 年数据为原上城区口径，2021 年以来数据为新上城区口径。

⁴ 根据 2021 年上城区国民经济和社会发展统计公报：经最终核实，2020 年新上城区生产总值现价总量为 2198.99 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.0%，三次产业增加值结构为 0:25.1:74.9。

⁵ 根据当期人均地区生产总值/人均国内生产总值计算所得。

2022 年，上城区消费市场回暖，社会消费品零售总额为 1073.1 亿元，同比增长 8.8%。同年投资总量稳步提升，全区固定资产投资同比增长 5.5%；从结构看，高新技术产业投资、工业投资、制造业投资和生态环保、城市更新及水利设施投资同比分别增长 21.0%、41.4%、47.6%和 85.9%。2023 年第一季度，上城区固定资产投资同比增长 9.5%，社会消费品零售总额同比增长 8.5%。

土地市场方面，2022 年，上城区成交土地面积为 62.04 万平方米，同比下降 16.51%；实现土地出让总价 399.38 亿元，同比下降 1.12%。全区土地成交均价持续走高，宅地价格维持较高水平，2022 年住宅用地均价为 8.44 万元/平方米。2023 年第一季度，全区完成土地出让面积 14.96 万平方米，其中住宅用地和商办用地出让面积分别为 13.66 万平方米和 1.30 万平方米；同期，土地出让总价为 92.96 亿元，其中住宅用地和商办用地出让总价分别为 80.96 亿元和 12.00 亿元。

一般公共预算方面，2022 年，上城区一般公共预算收入为 210.56 亿元，按自然口径计算同比增长 4.6%；税收收入占一般公共预算收入的比重为 94.61%，占比较上年基本持平。2022 年，上城区一般公共预算支出为 129.45 亿元，主要用于教育、城乡社区、社会保障和就业等方面，一般公共预算自给率⁶较上年下降 6.08 个百分点至 162.65%，但上城区体制上解支出规模大，2022 年为 135.59 亿元，是其支出端的重要构成。政府性基金预算方面，2022 年，上城区政府性基金预算收入为 3.25 亿元，对应省市补助收入为 69.28 亿元。截至 2022 年末，上城区政府债务余额为 83.41 亿元，政府债务规模相对小。

图表 3. 上城区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020 年	2021 年	2022 年
一般公共预算收入	187.12	201.38	210.56
其中：税收收入	180.17	190.68	199.21
一般公共预算上级补助收入	57.82	49.54	50.14
一般公共预算支出	108.88	119.35	129.45
体制上解支出	122.93	130.16	135.59
政府性基金预算收入	1.83	1.22	3.25
其中：国有土地使用权出让收入	0.30	--	--
政府性基金预算上级补助收入	43.41	28.24	69.28
政府性基金预算支出	37.71	57.19	41.02
政府债务余额	68.63	75.93	83.41

资料来源：上城区财政局

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体，业务主要包括上城区城市建设、资产投资运营、市政环境三大板块。当年公司整理的土地出让及结算加快，带动公司营收规模大幅增长。公司区块综合开发业务已有大量投入，且在建项目仍有大规模的投资需求，资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高，需关注区域土地市场行情波动带来的影响，且后续出让情况易受上城区政府供地计划及土地市场行情的影响，预计公司将面临较大的资金平衡压力。

跟踪期内，该公司营业收入仍主要来自土地整理、房产销售及不动产租赁等业务，主要因土地出让及结算加快，当年公司营收规模大幅增长。2022 年，公司营业收入为 100.57 亿元，较上年大幅增长 51.02%，其中土地整理收入为 59.24 亿元，占营业收入的比重为 58.91%。公司安置房房产销售收入和不动产租赁收入分别为 10.93 亿元和 5.06 亿元。商品销售及安装服务因贸易业务拓展而快速增长，当年实现收入 11.63 亿元。此外，保安服务、工程施工、物业管理、养护、环卫、停车费等收入对公司营业收入形成一定补充，但规模相对较小。当年，公司综合毛利率为 31.28%，稳定在较高水平。

⁶ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

图表 4. 2020 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
营业收入	57.18	100.00	66.59	100.00	100.57	100.00
开发土地	43.60	76.24	37.18	55.84	59.24	58.91
房产销售	3.97	6.94	12.83	19.27	10.93	10.87
不动产租赁	4.29	7.50	5.21	7.82	5.06	5.03
保安服务费	2.16	3.78	1.43	2.15	2.75	2.73
商品销售及安装	0.32	0.56	1.57	2.36	11.63	11.56
工程施工	0.53	0.92	1.90	2.85	3.26	3.24
服务费	0.49	0.86	0.95	1.42	0.97	0.96
担保	0.03	0.05	0.07	0.11	0.10	0.10
停车	--	--	0.57	0.86	0.63	0.63
养护	--	--	0.82	1.23	1.21	1.21
环卫	--	--	0.31	0.46	0.90	0.89
车位销售 ⁷	--	--	0.61	0.92	0.96	0.96
其他	1.80	3.14	3.15	4.72	2.94	2.92
毛利率	32.25		33.52		31.28	
开发土地	30.27		34.17		39.48	
房产销售	29.57		33.82		27.68	
不动产租赁	69.11		60.66		50.93	
保安服务费	11.06		30.26		26.49	
商品销售及安装	12.54		13.83		0.25	
工程施工	2.85		6.24		7.41	
服务费	55.90		11.51		-2.36	
担保	14.04		74.27		73.85	
停车	--		20.96		29.99	
养护	--		23.10		21.85	
环卫	--		2.67		19.79	
车位销售	--		19.67		20.66	
其他	29.57		23.74		19.90	

资料来源：上城资本

（1） 主业运营状况/竞争地位

A. 区块综合开发

该公司根据上城区住建局下发的年度城市项目建设计划，在上城区内进行区块综合开发，具体包括土地整理、基础设施（包括道路、社区物业等）及安置房等项目的投资和建设。业务承接主体主要为上城城投下属子公司杭州望海潮建设有限公司（简称“望海潮公司”）和杭州上城区城市建设综合开发有限公司（简称“城建公司”）、上城城发下属子公司杭州中宸城镇建设有限公司（简称“中宸公司”）和杭州钱塘智慧城投资开发有限公司（简称“智慧城公司”）、上城国投下属子公司杭州湖滨南山商业发展有限公司（简称“湖滨南山公司”）等。项目实施时，由公司先行支付工程款，待土地出让后，区财政局或其他结算方将对应区块内的土地出让金返还至公司，返还进度及比例视土地出让进展及财政安排而定。

该公司区块综合开发业务目前主要分两种模式。第一种模式为“代建管理”模式，公司受指挥部或

⁷ 该公司将部分车位对外出售，2021 年和 2022 年子公司上城城投分别确认车位销售收入 0.61 亿元和 0.96 亿元。

产业建设中心等部门委托进行项目代建，委托方不定期向公司支付工程项目建设专项资金，在项目结算时公司将专项应付款和项目成本进行对冲；每年末，公司根据委托方出具的结算单，按照投资支出一定比例（通常为 3%-10%）确认代建管理费收入，同时将人工费用结转为代建管理成本。第二种模式为“合作做地”模式，由公司负责相关地块的开发整理支出，待土地出让后，区财政局将部分土地出让金确认为公司土地整理收入；部分土地出让金以专项拨款形式返还至公司，以平衡公司配套基础设施等公益性项目支出。

近年来，该公司承接了大量的区块综合开发任务，每年需要进行大规模的项目投入，截至 2022 年末，公司存货中开发成本、开发产品、安置房和工程施工余额合计 959.18 亿元，同期末在建工程中公共配套基础设施余额为 26.79 亿元。随着区块内土地开发整理地块完成出让，公司每年也结算一定的收入。2022 年，公司确认土地开发业务收入 59.24 亿元⁸，同比增长 59.32%，受区域土地出让安排、项目建设进度有所波动。此外，望海潮公司 2022 年确认代建管理费收入 0.30 亿元⁹。

截至 2022 年末，公司主要在开发项目包括艮北区块、普福区块、黎明区块和牛田社区棚户区改造项目等，开发涉及地块面积合计 1.44 万亩，计划总投资合计 852.21 亿元，合计已投资 710.53 亿元。

图表 5. 截至 2022 年末公司主要在开发地块情况（单位：亿元，亩）

项目承接主体	项目名称	地块面积	可供出让面积	计划总投资	已投资	累计已出让面积	累计已出让土地金额	已收到土地出让金返还
城建公司	艮北区块	6000.00	1598.00	276.00	224.30	1321.71	467.50	263.39
城建公司	普福区块	1200.00	384.85	46.98	42.58	384.85	50.89	37.40
中宸公司	水墩区块(含水墩、笕新、万事利)	1292.00	395.01	94.40	80.64	411.78	106.92	51.03
中宸公司	黎明区块	2240.00	619.12	149.11	102.46	382.75	149.12	71.01
中宸公司	常青区块(夕照区块、剩余区块)	400.00	46.75	125.56	110.32	8.65	6.35	--
中宸公司	杨公区块	136.00	54.71	36.37	31.58	54.71	14.60	9.71
智慧城公司	牛田社区棚户区改造项目	1945.00	122.10	62.44	61.23	34.16	8.40	--
智慧城公司	蚕桑社区棚户区改造项目	1167.00	147.28	61.35	57.42	92.00	33.77	--
合计	--	14380.00	3367.82	852.21	710.53	2690.61	837.55	432.54

资料来源：上城资本

该公司建设安置房项目主要用于定向安置回迁的拆迁居民，安置房建设成本计入公司在开发区块的土地整理成本；另有部分安置房用于调拨安置其他区块的拆迁户，该部分安置房确认销售收入，收到的回款可用于平衡建设资金。2022 年，公司确认安置房销售收入 10.93 亿元。

截至 2022 年末，该公司主要在建安置房项目包括始版桥未来社区 SC0403-R21/R22/A2/A4-04 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）、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）项目和笕桥生态公园单元 JG0702-R21-01 黎明社区拆迁安置房项目等 16 个项目，建筑面积合计 191.28 万平方米，计划总投资合计 194.45 亿元，累计已投资合计 114.08 亿元¹⁰。

图表 6. 2022 年末公司在建安置房项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目承接主体	项目名称	建设周期(年)	建筑面积	计划总投资	已投资
望海潮公司	始版桥未来社区 SC0403-R21/R22/A2/A4-04 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）	2020-2023	17.12	13.56	7.20
望海潮公司	始版桥未来社区 SC0402-R21/R22-06 地块农转	2020-2023	24.17	26.61	15.24

⁸ 2022 年，智慧城公司区块综合开发业务已由原“代建管理”模式转为“合作做地”模式。当年，智慧城公司确认土地开发业务收入 4.24 亿元。

⁹ 根据 2021 年 10 月 28 日区属国有企业改革专班例会精神，杭州市上城区人民政府办公室同意将望海潮公司的做地主体调整至杭州市望江地区改造建设指挥部；望海潮公司自 2021 年起按照代建管理模式确认相关收入。

¹⁰ 部分安置房项目总投资及已投资包括土地整理及拆迁补偿成本，下同。

项目承接主体	项目名称	建设周期 (年)	建筑面积	计划总投资	已投资
	非居民拆迁安置房（含城市居民）项目				
中宸公司	采荷单元 R21/C2-B 地块安置房及东侧 R24-A02 绿地项目	2022-2025	3.06	5.22	3.22
中宸公司	笕桥生态单元 JG0701-03 地块拆迁安置房项目	2022-2025	9.37	5.93	1.38
中宸公司	笕桥生态公园单元 JG0703-R21-01 滨河社区拆迁安置房项目	2018-2022	8.06	6.55	3.42
中宸公司	笕桥生态公园单元 JG0702-R21-01 黎明社区拆迁安置房项目	2018-2022	22.70	20.45	17.44
中宸公司	笕桥生态公园单元 JG0701-R21-01 黎明社区拆迁安置房项目	2018-2022	18.23	15.80	13.32
中宸公司	笕桥单元 JG0603-R21-05 地块农转非居民拆迁安置房项目	2018-2022	14.81	11.49	4.70
中宸公司	钱江新城单元 JG1309-R/A/S-17 地块及常青拆迁安置房及西侧 JG1309-G2/S2-20 地块防护绿地项目	2021-2023	17.35	10.59	7.65
中宸公司	采荷单元 JG1104-R21-01 地块拆迁安置房项目	2021-2024	13.53	21.70	18.45
中宸公司	采荷单元 JG1105-08 地块拆迁安置房项目	2021-2024	4.56	9.47	8.39
中宸公司	采荷单元 JG1105-09 地块拆迁安置房项目	2021-2024	4.53	4.71	3.82
上城城发	笕桥单元 JG0607-R21-01 地块拆迁安置 房项目	2022-2025	25.23	18.38	0.08
湖滨南山公司	岳王新村地块危旧房改建	2020-2022	6.53	18.68	6.57
湖滨南山公司	小营紫阳项目	2020-2025	0.85	4.49	1.75
湖滨南山公司	三元坊巷 10 号项目	2021-2025	1.18	1.32	1.45
合计	--	--	191.28	194.95	114.08

资料来源：上城资本

总体看，该公司因片区综合开发而沉淀了较大规模的资金，且在建项目未来仍有大规模的投资需求，资金平衡对区域内土地出让情况的依赖程度较高，但近年来区域土地市场行情波动较大，且后续出让情况易受上城区政府供地计划及土地市场行情的影响，公司将面临较大资金平衡压力。

B. 房产租售

该公司房产租售业务主要由上城国投、上城城发下属子公司智慧城公司负责。其中，上城国投作为上城区重要的国有资产运营主体，上城区政府将上城区各行政事业单位经营性房产无偿划入上城国投运营；此外，上城国投另有自建及合作开发的商业地产项目用于对外租售。智慧城公司作为钱塘智慧城主要的开发建设及国有资产运营主体，为促进钱塘智慧城内产业孵化、引育，自主规划建设并运营多个产业园，建成后以政府指定价向特定产业的企业销售园区办公楼、为企业提供政策性免租等方式吸引入驻企业，除自持房产外，智慧城公司另有部分租赁资产是根据政府产业政策指导由公司先承租再转租给入驻企业。此外，子公司上城城投和上城市政也有部分房产对外出租，但租金规模相对较小。

截至 2022 年末，该公司租赁房产可出租面积合计约 119 万平方米，整体出租率约为 84%。其中，上城国投可出租面积约 40.6 万平方米，主要为居民区底商、街道铺面、龙翔桥等专门市场以及勾山商务中心（简称“勾山项目¹¹”）等商业用房；智慧城公司可出租面积约 42.9 万平方米（其中自持房产约 21.9 万平方米、转租房产约 21.0 万平方米）和多个停车位，用于出租的自持房产主要为绿谷杭州东部创新中心（简称“绿谷项目¹²”）部分办公楼及车库、大学科技园、杭创中心、标准厂房以及农贸市场

¹¹ 勾山项目毗邻西湖风景名胜，地上建筑面积 1.56 万平方米，共包括 25 幢商务办公楼，其中新建 22 幢、保留建筑 3 幢；勾山项目于 2016 年完工，总投入资金 12.37 亿元，主要用于对外出租，其中 22 幢新建办公楼招商以高端金融投资企业为主、3 幢保留建筑招商以创新型文化企业为主。截至 2022 年末，该项目已销售 0.36 万平方米（累计已实现含税销售收入 5.31 亿元），在租面积 0.77 万平方米，整体招商率约 72%。

¹² 绿谷项目为智慧城公司自建产业园项目，该项目位于钱塘智慧城产业板块的核心区块，总建筑面积 30.10 万平方米，共建成 9

等，转租房产主要为工业厂房和蓝领公寓。2022 年，公司实现不动产租赁业务收入 5.06 亿元，毛利率为 50.93%。

由于勾山项目和绿谷项目出售物业已基本销售完毕，2022 年该公司未有房产销售（扣除安置房）收入确认。除上述两个项目外，目前公司主要在建房地产开发项目为子公司智慧城公司负责的总部基地产业园集群项目和杭政储出[2020]25 号地块人才专项租赁住房项目，其中总部基地产业园集群项目总建筑面积为 16.14 万平方米，其中地上建筑面积为 10.91 万平方米，计划总投资 20.70 亿元，截至 2022 年末已投资 12.90 亿元，项目完工后将主要用于对外销售、少量自持，以孵化和引育优质企业；杭政储出[2020]25 号地块人才专项租赁住房项目总建筑面积 8.49 万平方米，计划总投资 6.36 亿元，截至 2022 年末已投资 3.50 亿元，项目完工后将根据杭州市的人才政策对外出租。

图表 7. 截至 2022 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	已投资	用途
总部基地产业园集群项目	20.70	12.90	主要对外销售、少量自持，用于孵化和引育优质企业
杭政储出[2020]25 号地块人才专项租赁住房项目	6.36	3.50	根据杭州市的人才政策对外出租
合计	27.06	16.40	--

资料来源：上城资本

此外，子公司上城国投还与其他公司合作开发商业项目，包括与银泰集团合作开发的湖滨银泰 in77 项目（共分五期）¹³以及与杭州市商贸旅游集团有限公司合作开发的尚城 1157 项目¹⁴。湖滨银泰 in77 项目总建筑面积 21.24 万平方米，目前项目已完工，截至 2022 年末项目已投资 62.50 亿元，其中公司按持股比例缴纳实收资本 1.10 亿元；主要由合资公司自持出租、少部分对外销售，目前项目整体出租率约 96%。尚城 1157 项目是以杭州卷烟厂旧址为基础改造升级的旅游商业综合体，总建筑面积约 10.00 万平方米，目前项目已完工，截至 2022 年末项目已投资 3.63 亿元，其中公司按持股比例缴纳实收资本 0.20 亿元；全部对外出租，整体出租率约为 96%。

C. 类金融业务

➤ 股权投资

该公司股权投资业务以服务上城区招商引资及产业发展为主要目标，主要选取文化创意、互联网和信息技术产业、生物医药、节能环保等产业的优质项目为投资标的，通过市场化投资的方式，发挥国有资本带动作用，支持地方经济发展。公司股权投资采用直接股权投资和产业基金投资等方式，其中产业基金投资主体包括上城国投及其下属子公司杭州市上城区产业投资有限公司（简称“上城产投”）、城建公司下属子公司杭州上城区产业发展投资有限公司（简称“上城产发”）、智慧城公司下属子公司杭州钱塘智慧城产业投资有限公司（简称“智慧城产投”）等。公司股权投资资金来源主要为自有资金，其中产业基金对外投资期限在 2-10 年区间，并采用市场化的方式进行退出。

截至 2022 年末，该公司直接股权投资余额 30.48 亿元，主要投资对象分布于金融、食品、房地产开发、投资公司等领域，主要包括杭州银行股份有限公司 5.33 亿元、杭州娃哈哈集团有限公司 2.42 亿元、杭州新湖滨商业发展有限公司 5.22 亿元、杭州龙翔商业发展有限公司 4.67 亿元、杭州星日房地产开发有限公司 1.99 亿元、杭州盛寅房地产开发有限公司 2.54 亿元等；同期末公司参股子基金 13 家，投资余额 1.54 亿元，主要投资领域为文化创意、互联网和信息技术产业、生物医药、节能环保等。

幢建筑单体；绿谷项目已于 2018 年全部竣工，采用对外销售及自持相结合的运营模式，其中，1-3 号楼、4 号楼（部分）、7-9 号楼为出售物业，其余为租赁物业。截至 2022 年末，该项目整体租售率约 96%。

¹³ 一至五期分别成立杭州湖滨国际商业发展有限公司、杭州新湖滨商业发展有限公司、杭州新龙翔商业发展有限公司、杭州龙翔商业发展有限公司和杭州湖滨环球商业发展有限公司五家合资公司，公司持股比例均为 50%，实际控制人均为银泰集团董事长沈国军。

¹⁴ 合资公司为杭州紫烟投资管理有限公司，该公司和合作方持股比例分别为 40%和 60%。

图表 8. 截至 2022 年末公司主要投资基金情况（单位：亿元，%）

基金名称	基金计划募集规模	基金实际募集规模	公司出资主体	公司首次出资年份	公司实际出资规模 ¹⁵	公司持股比例	投资方向
杭州先锋基石股权投资合伙企业（有限合伙）	11.58	11.58	上城产发	2015 年	0.20	1.73	符合国家产业政策、产业处于成长期、成熟期或者是战略新兴产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值或具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间的未上市企业
杭州赛富丽元创业投资合伙企业（有限合伙）	2.43	2.43	上城产发	2014 年	0.20	8.23	处于创建或重建过程中的成长性企业（非上市企业）
浙江华睿兴华股权投资合伙企业（有限合伙）	1.00	0.85	上城产发	2013 年	0.09	10.00	具有良好发展前景和退出渠道的农业高技术企业
杭州绩优卓源创业投资合伙企业（有限合伙）	0.50	0.50	上城国投	2015 年	0.08	16.00	移动互联网、健康、大数据等
杭州绩优悦泉创业投资合伙企业（有限合伙）	2.00	2.00	上城国投	2015 年	0.04	2.00	高新技术产业
杭州凯泰创裕投资合伙企业（有限合伙）	2.50	2.50	上城产投	2016 年	0.30	11.99	文化创意、生物技术、精准医学、旅游和体育、互联网和信息技术产业、高端金融服务等
杭州凯泰成德投资合伙企业（有限合伙）	2.80	2.80	上城产投	2017 年	0.30	10.71	文化创意、生物技术、精准医学、旅游和体育、互联网和信息技术产业、高端金融服务等
杭州城霖股权投资合伙企业（有限合伙）	1.50	1.50	上城产投	2017 年	0.20	13.33	现代服务业、新材料、新能源、节能环保、先进制造、生物医药等
杭州金投智业创业投资合伙企业（有限合伙）	1.26	1.26	上城产投	2019 年	0.20	15.87	先进制造、生物医药、节能环保、信息软件、人工智能等
杭州恒钦投资管理合伙企业（有限合伙）	5.31	5.31	上城产投	2019 年	0.15	5.65	金融科技领域
杭州城田创业投资合伙企业（有限合伙）	1.76	1.76	上城产投	2020 年	0.20	11.36	代服务业、新材料、新能源、节能环保、先进制造、生物医药等
合计	32.64	32.49	--	--	1.96	--	--

资料来源：上城资本

此外，该公司还通过直接投资电视剧等影视作品来促进区域文创产业发展。截至 2022 年末，公司主要已投资的影视作品为《鸡毛飞上天》、《在远方》和《大浪淘沙》（原名《一大代表》），并均已实现投资退出，上述影视作品总制作费用 6.30 亿元，其中公司投入本金 4800 万元，已回款 5340.72 万元（含投资收益 540.72 万元）。此外，公司分别于 2021 年 2 月、2022 年 4 月和 7 月投资影视作品《梦想城》、《杭州女人》和《天下同心》，拟投资金额分别为 3000 万元、3000 万元和 500 万元，已投资金额分别为 3000 万元、2000 万元和 500 万元，目前暂未实现退出；公司拟投资影视作品为《王阳明》，但目前投资时间和投资金额尚未确定。

该公司主要通过市场化的方式实现退出并获取投资收益，目前由于公司投资的大多数企业处于成长阶段，每年的分红规模较少，因此公司总体投资收益偏低。2022 年，公司实现投资收益 1.79 亿元，其中，权益法核算的长期股权投资收益为 9187.37 万元，主要来自杭州湖滨国际商业发展有限公司、杭州新湖滨商业发展有限公司和杭州龙翔商业发展有限公司，此外，其他非流动金融资产在持有期间的投资收益和其他权益工具投资持有期间取得的股利收入分别为 5776.80 万元和 1427.61 万元。

图表 9. 2020 年以来公司投资收益明细情况（单位：万元）

类别 \ 年份	2020 年	2021 年	2022 年
权益法核算的长期股权投资收益	-1663.44	7899.28	9187.37
处置长期股权投资产生的投资收益	442.89	-6.88	296.74

¹⁵ 部分投资已实现退出。

类别 \ 年份	2020 年	2021 年	2022 年
可供出售金融资产/其他非流动金融资产在持有期间的投资收益	2806.80	2668.07	5776.80
其他权益工具投资持有期间取得的股利收入	3290.61	1427.46	1427.61
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	--	--	1124.75
理财产品投资收益	--	131.73	54.05
交易性金融资产在持有期间的投资收益			8.23
其他	1574.68	2937.94	25.30
合计	6451.53	15057.60	17900.86

资料来源：上城资本

➤ 融资担保

该公司融资担保业务由下属子公司杭州市上城区融资担保有限公司（简称“上城担保”）负责，上城担保自 2019 年 1 月改制完成后开始实体化运作，为一家政策性融资担保机构，主要为上城区内中小微企业、“三农”、供应链金融、专业市场商户、商协会等对象提供融资担保，还有小部分招投标保函和工程履约保函等非融资性担保业务。公司担保业务收费标准为 1%-1.5%/年。截至 2022 年末，上城担保共获得 11 家金融机构担保放贷授信，授信总额为 14.5 亿元。

2022 年，该公司实现担保业务收入 975.76 万元。截至 2022 年末，上城担保资产总额为 0.63 亿元，所有者权益总额为 0.18 亿元¹⁶。2022 年末，上城担保在保 138 笔，担保余额为 4.76 亿元。为控制担保风险，上城担保要求大部分被担保企业以专利商标权、房产作为抵押。自实体化运作以来，上城担保累计发生担保代偿 161 万元，目前代偿款尚未回收，仍在追索中。

D. 市政养护、环卫及工程施工

该公司市政养护、环卫及工程施工业务主要由上城市政负责。其中市政养护由下属子公司杭州路通市政园林工程有限公司（简称“路通市政”）负责，业务类型包括城市道路、排水管渠、城市桥隧等市政设施的养护，委托方包括上城区城市行政执法局、上城区城市管理局、各街道等，项目以直接委托为主，还有部分通过市场化招投标取得，公司可于每季度预收委托方支付的养护经费，缺口资金由公司自筹解决。公司环卫业务主要由路通市政下属子公司杭州路通环境科技有限公司（简称“路通环境”）负责，业务区域覆盖上城区湖滨街道、清波街道、望江街道、紫阳街道、南星街道、采荷街道、四季青街道、凯旋街道、彭埠街道、闸弄口街道、笕桥街道、九堡街道等 12 个街道，主要负责主次道路（街巷）、垃圾分类及再生资源回收等工作，项目以行业主管部门直接委托为主，还有部分通过市场化招投标取得，委托方包括上城区综合行政执法局等。承包经费一般在作业后以月度或季度结算回款为主，合同期满委托方对业务质量进行考核，并根据考核结果结算相应合同款项。公司工程施工业务主要由上城市政下属子公司杭州时代建设有限公司（简称“时代建设”）¹⁷负责，该项业务以 EPC 联合总承包项目为主，业务类型包括社区“微更新”综合整治、老旧小区改造、道路整治修缮等，委托方主要为上城区城市管理基础设施工程建设指挥部、各街道办事处以及区属国有企业等，资金来源主要为自有资金，委托方按工程进度支付工程款。截至 2022 年末，上城市政在手合同金额 5.08 亿元。随着原江干区并入上城区行政范围，公司上述业务范围得以拓展，2022 年公司分别确认养护收入、环卫收入和工程施工收入 1.21 亿元、0.90 亿元和 3.26 亿元，同比分别增长 48.81%、190.70%和 71.29%。

E. 物业管理

该公司物业管理业务经营主体包括上城市政下属杭州尚城智享生活服务有限公司（简称“尚城智享”）和杭州城南物业服务有限公司（简称“城南物业”）以及上城城发下属杭州智合物业管理有限公司（简称“智合物业”）。其中，城南物业范围主要覆盖望江街道、紫阳街道、南星街道、小营街道、清波街道，尚城智享管理范围主要位于湖滨街道、清波街道、上羊市街，智合物业主要负责智慧城范围内的

¹⁶ 2022 年末，上城担保所有者权益中：实收资本 1.01 亿元、未分配利润-0.83 亿元。

¹⁷ 该公司工程施工业务原主要由下属子公司杭州路通时代建设有限公司（简称“路通建设”）负责，但路通建设已于 2022 年 4 月注销，其人员及业务已并入时代建设。

商务楼宇、产业园区、安置房小区、蓝领公寓等。2022 年，公司确认物业管理业务收入 0.97 亿元。

F. 保安服务

该公司保安服务业务目前主要由下属子公司杭州上城安保服务集团有限公司（简称“上城保安”）负责¹⁸，上城保安共拥有保安人员 2700 余人，主要承接上城区范围内企事业单位及商业楼宇的巡逻护卫、安全检查、防火防盗、电视监控等安保服务。2022 年，公司确认保安服务业务收入 2.75 亿元，大幅增长 92.10%，主要系当年将安防器材及设施销售安装等收入从商品销售及安装业务收入重新转回保安服务业务收入统计口径所致；当年该项业务毛利率为 26.49%。

G. 商品销售及安装

该公司商品销售业务主要由上城城发下属杭州智鑫茂物资贸易有限公司（简称“智鑫茂公司”）和上城城投下属杭州齐禹供应链服务有限公司（简称“齐禹公司”）负责。智鑫茂公司主要开展大宗原料精对苯二甲酸（PTA）、乙二醇（EG）和涤纶短纤的内销贸易，齐禹公司主要开展螺纹钢、盘螺、线材、热轧卷板、钢坯、角钢、冷轧卷板和圆钢的销售。业务模式为公司根据客户需求，确定采购品种和采购量，并组织货源发货，客户完成货物验收后，即完成贸易服务。业务结算方式为现汇，按月结算，账期为 1-2 个月以内。由于业务规模的快速扩张，2022 年公司实现商品销售及安装收入 11.63 亿元，毛利率为 0.25%。

H. 停车场

该公司停车场业务主要由上城市政下属子公司杭州上城道路停车收费服务有限公司和杭州江干停车收费服务有限公司运营，主要负责上城区公共道路停车泊位及政府投资的公共停车场库的运营管理，在区域内具有专营优势。截至 2022 年末，上城市政共管理收费泊位 5728 个、免费泊位 381 个、停车场库 25 个。2022 年，公司确认停车费收入 0.63 亿元。

(2) 运营规划/经营战略

该公司将立足服务上城区城市建设和民生保障，依托全区国有资本、资产及资源，通过业务重组、低效资产剥离等手段，提升企业运营能力，同时将加大对符合上城区产业发展方向的战略性新兴产业、新兴产业的资本投入，引导和撬动社会资本共同发展，提高国有资本运营效率，实现国有资本保值增值，推动区属国有企业做大做强。

管理

2022 年，该公司股东以公司资本公积转增资本，但公司股权结构未有变更，唯一股东和实际控制人仍为上城区财政局，同时在治理结构、管理制度、机构设置等方面无重大变化。

1. 公司治理

2022 年，上城区财政局以该公司资本公积 99.70 亿元转增股本，公司实收资本增至 100 亿元。截至 2022 年末，上城区财政局（上城区国资办）为公司唯一股东及实际控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司是依照《公司法》规定设立的国有独资企业，设立了包括董事会、监事会和经理在内的法人治理结构。2021 年 10 月，公司进行重组整合并更为现名。根据最新《章程》，公司不设股东会，由公司董事长行使相关职权。公司董事会成员为 7 人，董事会对股东负责；其中 6 名为非职工董事，经股东委派产生；1 名为职工董事，由公司职工代表大会民主选举产生；董事每届任期 3 年，任期届满，连派可以连任；董事会设董事长一人，由股东指定，公司的法定代表人由董事长担任。监事会成员为 5 人，

¹⁸ 该公司保安服务业务原主要由下属子公司上城保安和杭州市江干保安服务有限公司（简称“江干保安”）负责，但江干保安已于 2022 年 11 月注销，其人员及业务已并入上城保安。

由公司职工代表大会选举产生，监事会对股东负责；监事会设主席一名，由股东指定。公司设经理，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。为适应重组整合后公司业务规划调整，上城区人民政府已对公司部分高管重新任免，根据杭州市上城区人民政府关于游文程等同志职务任免的通知（上政干[2021]8号），游文程任公司董事长和总经理，陈轰任公司副总经理；根据杭州市上城区财政局关于游文程等同志任杭州上城区国有资本运营集团有限公司董事的通知（上财[2022]5号），任命游文程、陈凌军、王勇、朱波、俞友武、陈轰为公司董事。2022年2月，经公司职工大会，选举谢林挺为公司职工董事，周景峰、杨元元、俞瑛、蒋玲秀、周怡俊为公司监事，其中周景峰为监事会主席。根据上城区人民政府关于涂小莉等同志职务任免的通知（上政干[2022]6号），陈轰不再担任公司副总经理职务。根据上城区财政局于2023年3月30日出具的《关于<推荐和变更杭州上城区国有资本运营集团有限公司第一届董事会董事的意见>的批复》（上财[2023]21号），同意增补林时鹏为公司第一届非独立董事，免去陈凌军¹⁹公司第一届非独立董事职务。根据上城区人民政府于2023年5月30日出具的《杭州市上城区人民政府关于倪受南等同志职务任免的通知》（上政干[2023]3号），任命陈轰为公司总经理，免去游文程公司总经理职务。公司现任董事长游文程历任浙江省人民检察院正科级助理检察员、上城区紫阳街道办事处副主任、上城区南星街道党工委副书记和杭州市清河坊资产管理公司董事长、总经理。公司现任总经理陈轰历任浙江省平阳县国土资源局办公室秘书、平阳县国土资源局办公室副主任、江干区城市建设综合开发办公室前期科科长、江干区城市建设综合开发有限公司副总经理、杭州上城区国有资本运营集团有限公司副总经理和杭州上城区城市建设发展集团有限公司总经理。

该公司关联方主要包括上城区财政局、公司的联营和合营子公司、子公司之原股东以及受同一最终方控制的其他关联方等。公司与关联方交易较为频繁，2022年，公司向关联方采购商品/接受劳务支付0.63亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到0.03亿元，公司向关联方出租房屋建筑物及停车场确认收入0.24亿元。2022年末，公司作为担保方为关联企业担保余额29.25亿元。截至2022年末，公司应收（包括应收账款、预付款项、其他应收款）关联方余额28.63亿元，公司应付（包括应付账款、其他应付款）关联方余额12.90亿元。

2. 运营管理

该公司设立了综合管理部、计划财务部、风控法务部、投融资管理部等多个职能部门，基本能满足现阶段经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

该公司在预算、资金调拨、融资、投资和对外担保等方面建立了相应的内部管理制度。预算管理方面，国有资本经营预算收入的编制应结合公司年度经营情况、经济调整和发展规划，以及所出资企业预算项目申请编制；集团各单位应当依照有关规定，及时、足额收缴国有资本收入，不得违反规定擅自减免收入，不得挪用国有资本预算收入；集团本部计划财务部应于每年3月31日前，编制上一年度国有资本经营决算草案，报上城区财政局。资金调拨方面，集团各单位财务部门是资金调拨（拆借）的归口管理部门，对集团公司通过各种渠道新募集的资金，由集团计划财务部统一调配，各子公司需要借用集团公司或其他子公司资金进行经营活动时，需先提出申请报告并说明资金使用途径及归还时间；集团公司与各子公司之间资金往来，实行往来核算且有偿使用。融资管理方面，公司投融资管理部负责对外融资工作，包括根据集团发展规划、项目建设需要制定融资计划，统筹规划和统一管理集团的融资工作，对子公司的融资工作进行协调、指导、监督和检查，对集团所有筹集资金使用的监督和管理等。投资管理方面，集团投资实行业务管理，按职能分工进行归口管理，按权限行使职权；集团本部对全资子公司、控股子公司的投资活动进行指导、监督和管理；一般投资项目均由集团投融资管理部负责审查，投资项目立项程序分为审批制和备案制，授权外投资项目（包含已列入重大投资计划的授权外投资项目）适用于审批制，已列入投资计划的授权内投资项目适用于备案制。对外担保方面，集团董事会是公司对外担保行为的责任主体，应当对集团公司及其所属全资、控股子公司的所有对外担保事项进行审议和决策；对外担保仅限于在区属各类国有企业间进行，一般不得向区属以外的机构提供担保；公司为所出资的全资、控股企业提供担保，以被担保企业的效益和偿债能力为主要依据确定对各

¹⁹ 根据2023年1月30日公司发布的关于董事无法履职的公告，公司原董事陈凌军目前正在接受上城区纪委区监委纪律审查和监察调查。

企业的担保额度，对控股、参股企业原则上不高于出资比例提供担保，向非控股企业提供担保时必须要求其提供反担保约定。

该公司业务主要由下属四大集团子公司负责运营，公司本部及股东共同对子公司的投融资、财务规划、资金调度、资金融通、融资担保进行统筹管理，公司内部治理水平尚需持续观察。

3. 严重不良行为记录

根据该公司提供的本部（2023 年 4 月 18 日）、上城国投（2023 年 4 月 11 日）、上城市政（2023 年 5 月 17 日）、上城城投（2023 年 5 月 10 日）、上城城发（2023 年 6 月 21 日）、城建公司（2023 年 5 月 10 日）、中宸公司（2023 年 4 月 21 日）、智慧城公司（2023 年 4 月 21 日）和望海潮公司（2023 年 5 月 10 日）的《企业信用报告》，公司本部及上述子公司近三年信用记录正常²⁰，无违约情况发生。

根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息 2023 年 6 月 26 日的查询结果，除望海潮公司于 2021 年 8 月、城建公司于 2022 年 7 月因未办理工程渣土处置手续处置工程渣土而被杭州市上城区综合行政执法局合计处以 1.1 万元的罚款；望海潮公司于 2023 年 2 月和 2023 年 5 月因未办理工程渣土处置手续而被紫阳街道办事处处以合计 1.37 万元的罚款；中宸公司因未经规划主管部门验线合格擅自开工建设而于 2022 年 3 月被杭州市上城区综合行政执法局处以 2 万元的罚款；上城城投因未将工程渣土消纳到经合法登记的场地而于 2022 年 12 月被杭州上城区综合执法局（城管局）处以罚款 5500 元；该公司本部、上城国投、上城市政、上城城投、上城城发、望海潮公司、城建公司、中宸公司和智慧城公司无其他异常情况。

财务

跟踪期内，得益于政府持续资产注入、债权转增资本公积以及经营积累，该公司权益资本实力持续增强，财务杠杆水平有所下降。公司大量资金沉淀于土地整理、代建项目和安置房建设等项目投入，同时应收当地企事业单位往来款规模较大，其变现和回收存在一定不确定性，整体资产流动性一般。公司债务期限结构偏长期，但随着前期融入债务逐步进入偿付期，2022 年公司短期刚性债务规模大幅增长，而同期货币资金规模有所减少，即期债务偿付压力加大，但公司外部融资渠道较为通畅，即期偿付风险可控。

1. 数据与调整

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2022 年度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。

2022 年，该公司同一控制下合并新增中国杭州四季青服装发展有限公司、杭州上城市政工程有限公司、杭州厦安物业管理有限公司和杭州上城区城发商业管理有限公司等 4 家子公司，新设杭州建隆投资开发有限公司、杭州建铸科技有限公司、杭州安孚商业管理有限公司、杭州汇健体育文化发展有限公司、杭州城发中航供应链管理有限公司、杭州智城产业运营管理有限公司、杭州齐禹供应链服务有限公司、杭州创悦盈科技有限责任公司、Zhejiang Boxin (BVI) Limited、杭州城鑫供应链管理有限公司、杭州城裕工程管理有限公司、杭州城盈建设管理有限公司、杭州上城文商旅集团有限公司、杭州上辰置业有限公司、杭州上湖置业有限公司、杭州上城玉皇山南基金小镇企业发展有限公司、杭州大井供应链有限公司、杭州高银供应链有限公司、杭州思鑫供应链有限公司、杭州上城资本私募基金管理有限公司、浙江鲲鹏（香港）有限公司和浙江鲲鹏（BVI）有限公司等 22 家子公司；同时注销杭州西凌文化传媒有限公司、杭州明豪清洁服务有限公司和杭州路通时代建设有限公司等 3 家子公司。截至 2022 年末，公司合并范围共 93 家子公司。

²⁰ 智慧城公司已结清信贷中存在 7 笔 2011 年及以前的关注类贷款，均已正常还款。

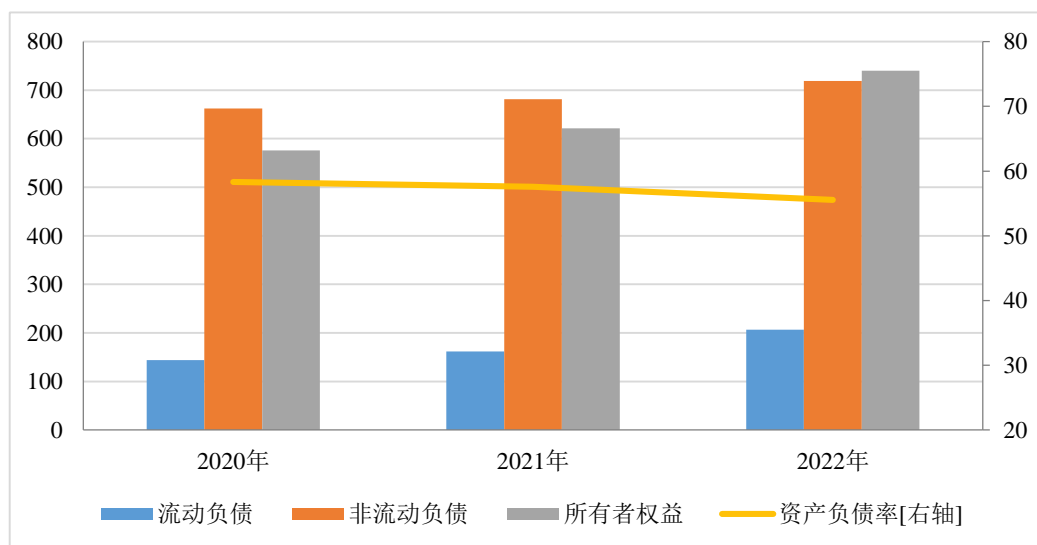
2. 资本结构

(1) 财务杠杆

跟踪期内，该公司区块综合开发投入保持较大规模，仍主要依赖外部融资以及政府拨付的项目建设专项资金，推动债务规模持续增长，2022 年末负债总额较上年末增长 9.84%至 925.82 亿元；但得益于政府持续资产注入、债权转增资本公积以及自身经营积累，公司权益资本实力不断增强，推动财务杠杆水平逐年下降，2022 年末资产负债率较上年末下降 2.00 个百分点至 55.57%。年末股东权益与刚性债务比率为 128.58%，较上年末提升 13.41 个百分点。

跟踪期内，该公司所有者权益较上年末增长 19.16%至 740.37 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2022 年末占所有者权益的比重分别为 13.51%、55.26%和 25.79%。2022 年公司资本公积增减变动较大，其中当年资本公积增量 91.92 亿元，主要包括区财政局无偿划拨房产等资产增加 54.65 亿元，将用于基础配套设施工程项目的专项资金由专项应付款转至资本公积增加 12.90 亿元，将区财政局拨付的政府债券资金 6.88 亿元、调度款及财政拨款 16.37 亿元转增资本公积等；但由于当年上城区财政局以公司资本公积转增实收资本减少 99.70 亿元，使得年末资本公积余额较上年末略降 1.11%至 409.16 亿元，同时年末公司实收资本为 100.00 亿元。由于公司经营积累，年末未分配利润增加 24.80 亿元至 190.93 亿元。2022 年末，主要因外币财务报表折算差额减少 2.10 亿元，公司其他综合收益较上年末下降 2.37%至 39.92 亿元。

图表 10. 近年来公司资金来源及资产负债率（单位：亿元，%）



资料来源：上城资本

(2) 债务结构

为适应业务发展需求以及项目建设的长期资金需要，该公司主要考虑长期借款、中长期债券等方式进行融资，同时可从政府获得建设专项资金和政府债券转贷资金，以匹配项目建设周期并缓解短期债务的偿还压力，2022 年末，公司长短期债务比为 347.96%，公司债务以长期债务为主，期限结构较为合理。

从债务构成来看，该公司负债以银行借款、应付债券和政府债券转贷资金等构成的刚性债务为主，2022 年末刚性债务占负债总额的比重为 62.20%。公司其他负债主要包括其他应付款、专项应付款²¹和递延所得税负债，2022 年末占同期末负债总额的比重分别为 8.76%、23.29%和 2.80%。其中，其他应付款主要为公司与当地其他企事业单位之间的往来款、拆迁补偿款和保证金及押金，主要因将前期收

²¹ 剔除地方政府专项债券，下同。

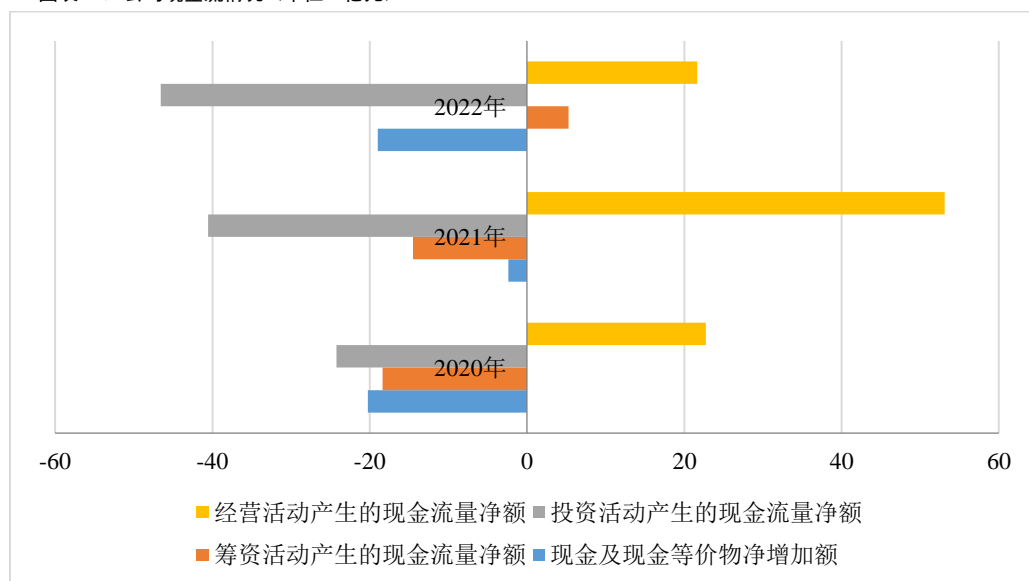
到的调度款及财政拨款转增资本公积，年末其他应付款较上年末减少 18.60%至 81.14 亿元，余额主要包括应付杭州市望江地区改造建设指挥部（简称“望江改造指挥部”）46.53 亿元、红五月份经济合作社 6.47 亿元、杭州投资发展有限公司 3.62 亿元、杭州思鑫供应链有限公司 3.00 亿元和上城区财政局 2.55 亿元。专项应付款主要系公司收到的项目建设专项资金和政府项目协议费等，随着款项的拨付，年末余额增加 54.36 亿元至 215.64 亿元。递延所得税负债主要形成于投资性房地产以公允价值计量与计税基础的差异，2022 年末余额为 25.91 亿元。

2022 年末，该公司刚性债务同比增长 6.74%至 575.82 亿元。目前，公司对外融资仍主要依赖银行借款，但近年来随着公司直融渠道逐步打通，债券融资规模逐年增长，已成为公司融资的重要渠道之一；此外，公司还可获得政府债券转贷资金，并保有少量的非银机构借款。截至 2022 年末，公司银行借款、发行债券、政府债券转贷资金、非银机构借款（含理财直融）占刚性债务总额的比重分别为 56.76%、32.68%、4.46%和 5.38%。公司刚性债务以长期限为主，2022 年末公司长期刚性债务占比为 81.87%。同期末，公司银行借款余额为 326.84 亿元，银行借款期限偏长期，其中一年内到期余额为 32.87 亿元、超过一年到期借款余额为 293.97 亿元，银行借款利率主要在 3.20%-5.05%区间。从借款方式来看，公司银行借款主要以质押借款、信用借款和保证借款为主，质押物主要为应收账款收益权和项目未来收益权等；保证方主要为集团内互保。年末，公司债券融资余额为 188.16 亿元，直接融资主体包括公司本部、上城国投、望海潮公司、城建公司、智慧城公司和中宸公司，品种包括企业债、私募债、中期票据、定向债务融资工具、美元债、企业 ABS 等品种，融资成本尚可，直接融资渠道较为畅通。此外，公司非银机构借款包括资产管理公司借款 20.00 亿元、理财直融 6.90 亿元和融资租赁借款 4.10 亿元。

3. 现金流量

该公司经营环节的现金流主要反映公司区块综合开发、房产租售、市政养护、物业管理、停车费等现金收支及财政拨款、经营性资金往来款收支等。2022 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 107.06 亿元，当年公司营业收入现金率为 106.45%，业务收现水平良好。公司主营业务支出规模较大，当年购买商品、接受劳务支付的现金为 107.86 亿元。但由于公司往来款持续净流入，使得当年经营性现金流量净额为 21.64 亿元。公司投资性现金流主要反映公司直接股权投资和产业基金业务收支、在建工程和固定资产投入、有息往来款现金流等。由于公司对外投资以及项目建设投入规模较大，2022 年投资活动产生的现金流量净额为-46.60 亿元。公司仍主要通过银行借款和发行债券等方式进行融资，同时收到政府债券转贷资金。2022 年，公司加大外部融资力度，筹资活动产生的现金转为净流入 5.26 亿元。

图表 11. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：上城资本

4. 资产质量

跟踪期内,随着合并范围扩大以及项目建设的推进,该公司资产规模保持增长,2022 年末为 1666.20 亿元,同比增长 13.80%。公司资产主要集中于流动资产,年末占资产总额的比重为 68.25%,其中存货占据绝对份额,占资产总额的比重为 57.71%。此外,公司货币资金、预付款项、其他应收款²²、投资性房地产、固定资产和在建工程余额较大,2022 年末分别占资产总额的 2.30%、1.41%、6.12%、9.04%、11.33%和 7.79%。

图表 12. 2020-2022 年末公司资产构成情况(单位:亿元,%)

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产合计	1382.07	100.00	1464.19	100.00	1666.20	100.00
流动资产合计	1035.94	74.96	1065.17	72.75	1137.13	68.25
其中:货币资金	59.16	4.28	56.91	3.89	38.33	2.30
应收账款	51.07	3.69	49.35	3.37	9.39	0.56
预付款项	20.79	1.50	21.24	1.45	23.57	1.41
其他应收款	117.39	8.49	107.28	7.33	101.94	6.12
存货	784.43	56.76	826.32	56.44	961.60	57.71
非流动资产合计	346.14	25.04	399.02	27.25	529.06	31.75
其中:投资性房地产	113.43	8.21	133.26	9.10	150.60	9.04
固定资产	82.83	5.99	93.72	6.40	188.79	11.33
在建工程	105.54	7.64	115.30	7.87	129.71	7.79

资料来源:上城资本

流动资产方面,2022 年末该公司货币资金余额为 38.33 亿元,较上年末减少 32.65%,其中 0.27 亿元因保证金、履约保函使用受限。由于城建公司应收上城区财政局的土地整理业务款实际由上城区财政局先行拨付给望江改造指挥部后,再由望江改造指挥部拨付给城建公司,公司将该部分对上城区财政局的应收账款转为应收望江改造指挥部的往来款(计入“其他应收款”),使得应收账款年末余额降至 9.39 亿元,余额包括应收上城区财政局 4.74 亿元、杭州市湖滨地区商贸旅游特色街居建设整治指挥部 0.76 亿元和杭州乾兴贸易有限公司 0.60 亿元。年末预付款项较上年末增长 10.94%至 23.57 亿元,主要为预付上城区住建局的拆迁安置款 22.96 亿元。其他应收款主要为公司与当地其他企事业单位之间的往来款,由于四季青公司并表,公司对其往来款合并抵消,年末余额减少 4.98%至 101.94 亿元,主要包括应收望江改造指挥部 31.45 亿元(主要为城建公司应收的土地整理业务收入款)、上城区凯旋地区旧城改造指挥部 17.18 亿元、杭州市上城区农居多层公寓建设管理中心 12.65 亿元、上城区笕桥历史文化街区保护及黎明区块改造工程指挥部办公室 10.64 亿元和杭州市三堡经济适用房建设前期指挥部 5.48 亿元等。存货主要为公司土地整理、基础设施建设和安置房等项目建设投入,随着项目建设推进,年末余额较上年末增长 16.37%至 961.60 亿元,年末包括开发成本 646.11 亿元(主要核算土地整理、基础设施建设以及在建房产等项目投入)、开发产品 162.98 亿元(主要核算已完工房产及土地)和工程施工 142.37 亿元等。

非流动资产方面,该公司投资性房地产主要为公司用于租赁的房产(以公允价值计量),2022 年末余额为 150.60 亿元,同比增长 13.01%,增量主要系购置陆家圩人才公寓 3.95 亿元、其他科目转入 1.99 亿元以及当年评估增值 8.99 亿元。在建工程主要为公共配套基础设施项目及公司自建项目投入,当年公司大量公共配套基础设施完工结转,但由于四季青公司并表带入大量自营项目,年末余额增至 129.71 亿元,主要包括公共配套基础设施 26.79 亿元和四季青公司自营的交易中心二期及九乔国际商贸城 61.60 亿元等。由于当年政府无偿划入大量房产以及部分公共配套基础设施完工转入,固定资产年末余额增加 95.07 亿元至 188.79 亿元,年末主要包括公共配套基础设施 107.25 亿元和房屋建筑物 80.88 亿元。此外,2022 年末,公司长期股权投资 11.80 亿元,投资对象主要包括杭州新湖滨商业发展有限公

²² 已扣除应收利息和应收股利,下同。

司 5.22 亿元、杭州龙翔商业发展有限公司 4.67 亿元和杭州湖滨国际商业发展有限公司 0.95 亿元；年末其他权益工具投资 8.85 亿元，主要包括对杭州银行股份有限公司投资 5.33 亿元、杭州娃哈哈集团有限公司投资 2.42 亿元；其他非流动金融资产 11.37 亿元，主要系对参股公司及基金出资，分布较为分散。

5. 盈利能力

该公司业务种类多元，营业毛利主要由土地整理、房屋销售、租赁等业务贡献。2022 年，公司实现营业毛利 31.45 亿元，较上年大幅增加 9.14 亿元。其中，土地整理业务是公司毛利的最主要构成和当年毛利增量主要来源，毛利占比达到 74.36%；房产销售和租赁业务也为营业毛利的重要组成部分，2022 年营业毛利占比分别为 9.62% 和 8.19%；公司保安服务、商品销售及安装、养护、工程施工、车位销售、担保等业务营业毛利规模不大。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，其中管理费用为 6.65 亿元，随着职工薪酬和折旧费增加而增长 30.74%；财务费用为 2.87 亿元，财务费用规模较小主要系公司利息大部分资本化，同时公司因资金拆借和金融机构存款可获得一定的利息收入所致。当年公司期间费用合计为 9.67 亿元，期间费用率分别为 9.61%，但 2022 年公司资本化利息支出为 19.66 亿元，公司实际的利息负担较大。

该公司盈利主要来自经营收益，同时可获得一定的政府补助，2022 年公司计入其他收入的政府补助为 4294.94 万元。此外，当年公司投资净收益为 1.79 亿元；公司投资性房地产按公允价值计量，同期确认公允价值变动净收益 8.98 亿元。2022 年，公司净利润为 28.81 亿元，净资产收益率为 4.23%，资产获利能力较弱。

6. 偿债能力与流动性

该公司资产以土地整理、基础设施和安置房等项目建设投入及往来款等为主，相对集中于存货和其他应收款科目，而融资以长期借款、债券、政府债券转贷资金为主，因此账面反映的流动比率处于较高水平，但实际流动性较大程度上依赖于政府土地出让金的返还及往来占款回收进度等。由于账面货币资金减少，年末公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别较上年末下降 16.48 个百分点和 77.04 个百分点至 18.71% 和 37.04%，现金资产对即期债务的覆盖程度较弱，但公司外部融资渠道较为通畅，即期偿付风险可控。2022 年，公司 EBITDA 为 42.08 亿元，较上年增加 17.02 亿元，其中利润总额增加 13.74 亿元至 31.94 亿元。公司刚性债务维持在较大规模，EBITDA 对于刚性债务本金偿付的保障程度偏低。2022 年公司项目投资和对外投资规模加大，非筹资性现金转为净流出，无法对债务偿付提供持续保障。

图表 13. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.80	1.00	1.71
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.05	0.08
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	14.79	34.75	11.75
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	4.23	9.96	3.88
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-0.98	8.20	-13.55
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-0.28	2.35	-4.47
流动比率（%）	719.75	658.57	550.20
现金比率（%）	41.10	35.19	18.71
短期刚性债务现金覆盖率（%）	148.46	114.08	37.04

资料来源：上城资本

从资产受限情况看，截至 2022 年末，该公司账面受限资产总额为 84.08 亿元，占资产总额的比重为 5.05%，主要为公司因借款抵押的土地和房产。此外，公司大部分借款的质押物为项目应收账款收益权，因项目尚未结算，故此部分受限未体现在账面余额中。

图表 14. 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	0.27	0.71	保证金、履约保函
存货	43.21	4.49	银行借款抵押
投资性房地产	36.80	24.43	银行借款抵押
在建工程	2.33	1.80	银行借款抵押
固定资产	1.46	0.78	银行借款抵押
合计	84.08	--	--

资料来源：上城资本

7. 表外事项

截至 2022 年末，该公司对外担保余额合计 29.25 亿元，担保比率为 3.95%，均为对关联公司的担保；此外，子公司上城担保从事担保业务，截至 2022 年末上城担保在保余额为 4.76 亿元，尚未追回代偿金额 161 万元。

图表 15. 截至 2022 年末公司对外担保概况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保终止日
杭州盛锐建设开发有限公司	0.90	2021/9/6	2024/5/23
杭州湖滨国际商业发展有限公司	19.50	2020/10/1	2037/12/31
杭州新湖滨商业发展有限公司			
杭州龙翔商业发展有限公司			
杭州新龙翔商业发展有限公司	3.48	2022/6/20	2035/6/5
杭州新龙翔商业发展有限公司	0.68	2022/8/23	2035/6/5
杭州湖滨环球商业发展有限公司	2.00	2019/4/4	2033/12/31
杭州上复资产管理有限公司	0.70	2019/11/8	2024/11/4
杭州盛寅房地产开发有限公司(为云悦湾项目建设和日常经营业务中形成的应付账款开展供应链项目提供反担保)	2.00	--	--
合计	29.25	--	--

资料来源：上城资本

外部支持

该公司作为新上城区核心的基础设施建设和国有资本运营主体，在业务开展及资金上能够得到上城区人民政府大力度的支持。融资渠道方面，公司与多家银行建立了良好的合作关系。截至 2022 年末，公司银行授信额度为 951.74 亿元，其中尚未使用授信额度 585.85 亿元。

跟踪评级结论

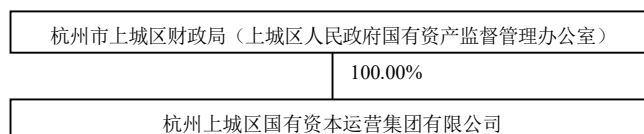
上城区为杭州市主城区之一，经济发展水平较高。跟踪期内，全区经济总量和财税收入保持增长。

跟踪期内，该公司仍为上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体，业务主要包括上城区城市建设、资产投资运营、市政环境三大板块。当年公司整理的土地出让及结算加快，带动公司营收规模大幅增长。公司区块综合开发业务已有大量投入，且在建项目仍有大规模的投资需求，资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高，需关注区域土地市场行情波动带来的影响，且后续出让情况易受上城区政府供地计划及土地市场行情的影响，预计公司将面临较大的资金平衡压力。

跟踪期内，得益于政府持续资产注入、债权转增资本公积以及经营积累，该公司权益资本实力持续增强，财务杠杆水平有所下降。公司大量资金沉淀于土地整理、代建项目和安置房建设等项目投入，同时应收当地企事业单位往来款规模较大，其变现和回收存在一定不确定性，整体资产流动性一般。公司债务期限结构偏长期，但随着前期融入债务逐步进入偿付期，2022 年公司短期刚性债务规模大幅增长，而同期货币资金规模有所减少，即期债务偿付压力加大，但公司外部融资渠道较为通畅，即期偿付风险可控。

附录一：

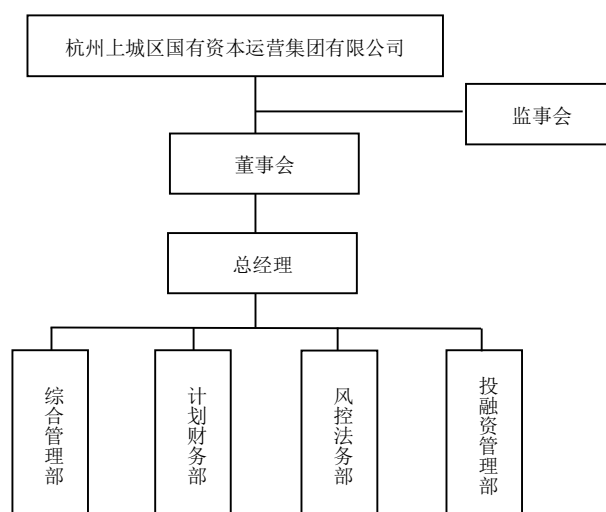
公司股权结构图



注：根据上城资本提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上城资本提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				刚性债务余额 (亿元) ²³	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)	
杭州上城区国有资本运营集团有限公司	上城资本	--	国有资本运营管理	4.55	616.08	0.002	0.0002	-9.12	本部
杭州上城区城市建设投资集团有限公司	上城城投	100	城市建设投资	264.40	382.17	52.51	20.95	57.28	
杭州上城区城市建设发展集团有限公司	上城城发	100	城市建设投资	206.17	196.98	30.90	5.97	-14.51	
杭州上城区国有投资控股集团有限公司	上城国投	100	国有资产投资运营	75.83	133.75	11.05	1.68	-12.11	
杭州上城区市政工程集团有限公司	上城市政	100	市政工程建设养护	2.31	25.01	6.63	0.07	0.41	

注：根据上城资本 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

²³ 子公司刚性债务为其财务报表中短期借款、应付票据、一年内到期的其他非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款（不包括专项应付款）的合计数。

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额[亿元]	1,382.07	1,464.19	1,666.20
货币资金[亿元]	59.16	56.91	38.33
刚性债务[亿元]	526.88	539.48	575.82
所有者权益[亿元]	576.04	621.33	740.37
营业收入[亿元]	57.18	66.59	100.57
净利润[亿元]	13.63	15.46	28.81
EBITDA[亿元]	20.75	25.06	42.08
经营性现金净流入量[亿元]	22.72	53.11	21.64
投资性现金净流入量[亿元]	-24.23	-40.57	-46.60
资产负债率[%]	58.32	57.56	55.57
长短期债务比[%]	460.02	421.12	347.96
权益资本与刚性债务比率[%]	109.33	115.17	128.58
流动比率[%]	719.75	658.57	550.20
速动比率[%]	160.30	134.54	73.53
现金比率[%]	41.10	35.19	18.71
短期刚性债务现金覆盖率[%]	148.46	114.08	37.04
利息保障倍数[倍]	0.70	0.84	1.50
有形净值债务率[%]	142.50	138.80	126.75
担保比率[%]	—	5.01	3.95
毛利率[%]	32.25	33.52	31.28
营业利润率[%]	26.64	27.26	31.90
总资产报酬率[%]	1.35	1.49	2.36
净资产收益率[%]	2.57	2.58	4.23
净资产收益率*[%]	2.57	2.58	4.24
营业收入现金率[%]	162.96	115.69	106.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.79	34.75	11.75
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	4.23	9.96	3.88
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.98	8.20	-13.55
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-0.28	2.35	-4.47
EBITDA/利息支出[倍]	0.80	1.00	1.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.05	0.08

注：表中数据依据上城资本经审计的 2020~2022 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

指标名称	计算公式
	负债合计 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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) $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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、CCC 及以下等级外，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、CCC 及以下等级外，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。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2022 年 8 月 15 日	AAA/稳定	李艳晶、徐丽	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）	报告链接
	前次评级	2023 年 3 月 16 日	AAA/稳定	李艳晶、张琪	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA/稳定	李艳晶、邵一静	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级	历史首次评级	2022 年 8 月 15 日	AAA	李艳晶、徐丽	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA	李艳晶、邵一静	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。
注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。

公司