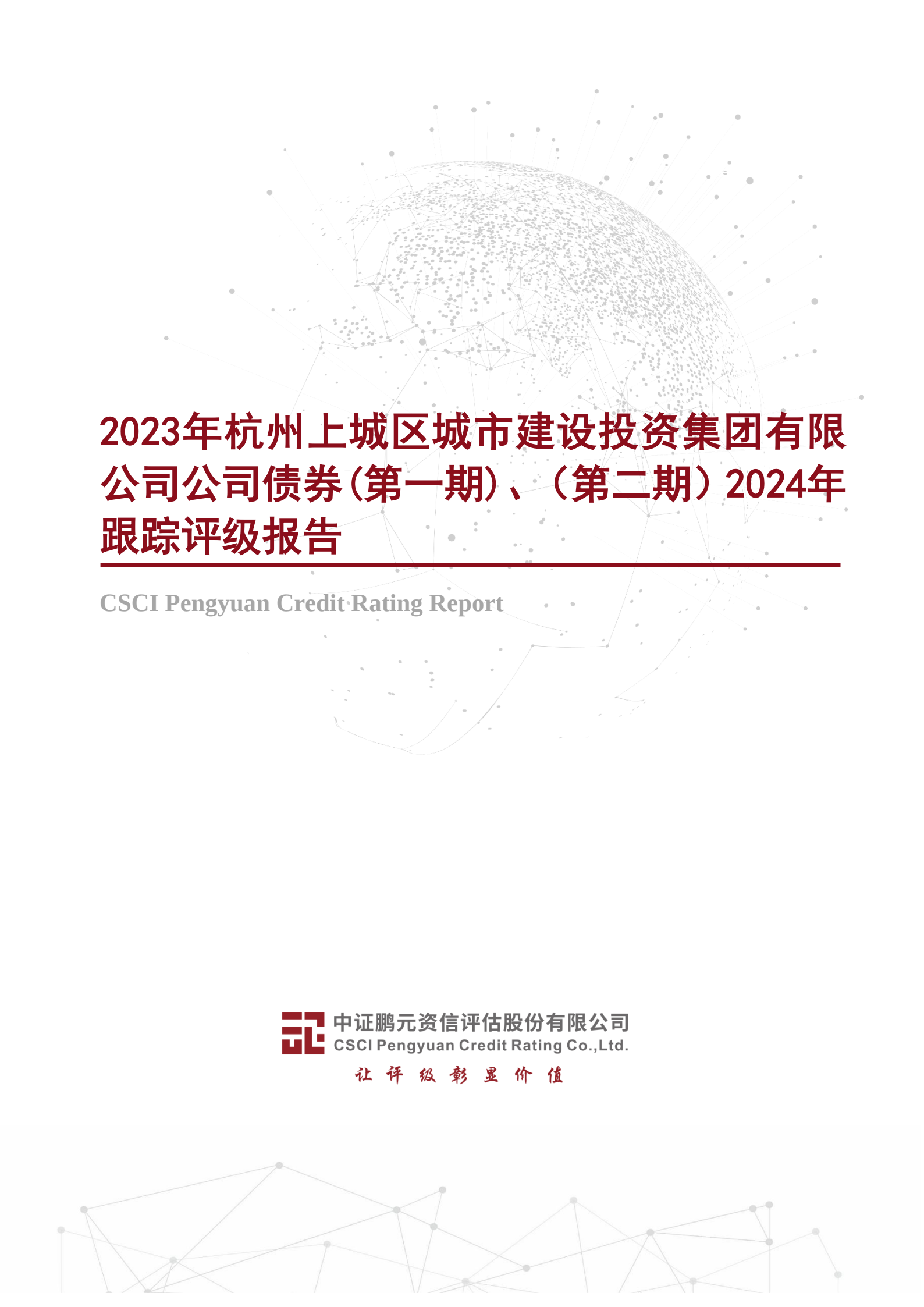




2023年杭州上城区城市建设投资集团有限公司公司债券(第一期)、(第二期) 2024年跟踪评级报告

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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)、(第二期) 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
23 上城 01/23 上城城投债 01	AAA	AAA
23 上城 02/23 上城城投债 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）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，上城区位于杭州市主城区，区位优势条件优越，经济财力较强，公司业务区域专营性强，项目储备充足，业务可持续性仍较好，且 2023 年继续获得来自上城区政府部门的支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产大量沉淀于项目成本，公共配套基础设施资产难以变现，整体资产流动性较弱，存在较大资金压力和短期偿债压力，未来大额的项目投资计划和债务滚动需求可能继续推升外部融资依赖度，并且面临一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍将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，业务区域专营性强，公益性业务可以保持一定规模，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 06 月 27 日

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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	802.92	747.22	726.17
所有者权益	386.52	382.17	361.90
总债务	321.56	276.09	298.61
资产负债率	51.86%	48.85%	50.16%
现金短期债务比	0.33	0.22	0.77
营业收入	61.41	52.51	26.68
其他收益	0.00	0.06	0.02
利润总额	8.31	21.73	10.47
销售毛利率	28.65%	49.44%	51.01%
EBITDA	16.47	26.52	13.27
EBITDA 利息保障倍数	1.11	2.28	1.03
经营活动现金流净额	-13.06	57.28	30.52

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **上城区区位优势条件优越，金融服务、批发零售等第三产业发达，经济财力较强。**杭州市为浙江省省会，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。2023 年上城区实现 GDP 2,668.48 亿元，一般公共预算收入 244.94 亿元，地区经济发展水平较高，财政实力较强。
- **公司业务区域专营性强。**跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为杭州市上城区重要的土地整理及城市基础设施建设投资建设主体，业务涵盖土地开发、安置房销售、基础设施建设等，自 2021 年起公司业务范围主要在上城区艮山路以南区域内，区域专营性强。
- **项目储备充足，业务可持续性仍较好。**截至 2023 年末，公司剩余 133.94 亩土地可供出让，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主城区核心区块，土地出让和房产销售价格较高，未来业务可持续性较好。
- **公司继续获得来自上城区政府部门的支持。**2023 年上城区财政局向公司无偿划入杭州银行等公司股权，净增加公司资本公积 1.45 亿元。

关注

- **资产大量沉淀于项目成本，公共配套基础设施难以变现。**截至 2023 年末，公司资产中其他应收款、项目建设成本及公共配套基础设施占比分别为 6.32%、64.38% 和 15.52%，其中其他应收款主要系应收上城区政府部门及地方国有企业款项，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，2023 年末公司公共配套基础设施资产账面价值为 124.64 亿元，变现存在难度。
- **项目建设待投资规模较大，存在较大的资金压力和短期偿债压力。**截至 2023 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，但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；公司总债务体量较大且增长较快，现金类资产对短期债务覆盖程度较弱，短期偿债压力较大，综合来看，未来大额的项目投资计划和债务滚续需求可能继续推升外部融资依赖度。
- **公司存在一定或有负债风险。**公司对外担保规模较大，为区域内城投公司发行债券提供的担保金额占比较高，此外，公司对外担保中存在与其他方合作开发地块而设立的参股企业的担保，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	802.92	386.52	61.41
上城城发	上城区艮山路以北区域内城市建设投资主体	712.31	245.48	27.22
上城文商旅	主要负责钱塘智慧城的投资建设	233.15	124.33	9.14

注：（1）“上城城发”为杭州上城区城市建设发展集团有限公司的简称、“上城文商旅”为杭州上城区文商旅投资控股集团有限公司的简称；
（2）以上各指标均为 2023 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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspv_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspv_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	经营&财务状况	经营状况	7/7
				财务状况	5/7
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					1
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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强，主要体现为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，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，且近年受到政府支持的次数多且支持力度较大，预计与政府的联系将比较稳定；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，在基础设施建设方面对当地政府的贡献很大，且作为发债主体，如若公司发生违约，将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为上城区人民政府提供支持的能力极强，主要体现为上城区金融服务、批发零售等第三产业发达，对经济支撑作用明显，地区经济发展水平较高，财政实力强。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 上城 01/23 上城城投债 01	10.00	10.00	2023-05-31	2030-01-18
23 上城 02/23 上城城投债 02	10.00	10.00	2023-05-31	2030-04-18

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年1月18日及2023年4月18日分别发行7年期10.00亿元企业债券，募集资金原计划用于望江单元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。“23上城01/23上城城投债01”、“23上城02/23上城城投债02”共用募集资金专项账户，截至2024年3月31日，募集资金专项账户余额为3.69亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2024年5月末，公司注册资本和实收资本均为68.00亿元，控股股东为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”），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。2023年公司合并报表范围内新增3家子公司，减少1家，截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共25家，详见附录四。

跟踪期内，公司定位未发生变化，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，仍主要负责土地开发、安置房销售、基础设施建设等业务，自2021年起公司业务范围主要为上城区艮山路以南区域内。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州上城区城投商业管理有限公司	100.00%	100.00	商务服务业	购入
杭州五堡科技产业开发有限责任公司	49.00%	5,000.00	商务服务业	投资设立
杭州上华产业开发有限责任公司	49.00%	5,000.00	商务服务业	投资设立

2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
杭州上城区产业发展投资有限公司	100.00%	22,500.00	资本市场服务	无偿划出

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业

经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

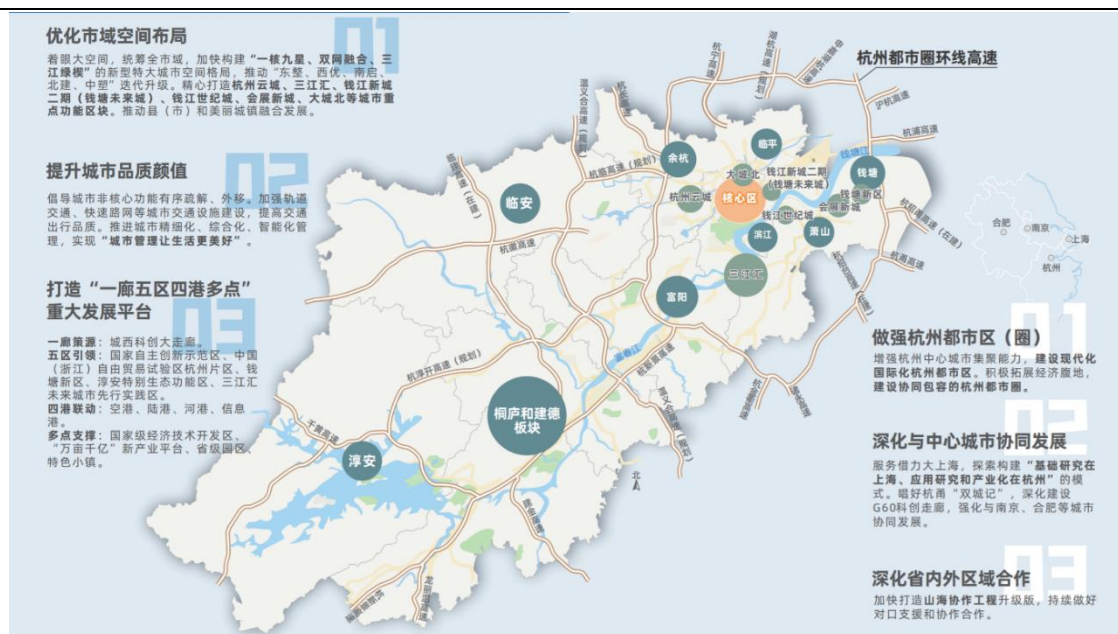
区域经济环境

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，财政实力非常强，发展水平位居全国前列

区位特征：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。近年杭州市呈人口持续净流入状态，截至2023年末，常住人口达1,252.2万人，城镇化率84.2%。截至2024年1月末，杭州人才总量已超过300万人，2023年引进35周岁以下大学生超过39万人，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，民营经济有活力，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，但受内部结构性矛盾等因素影响，2022年GDP增速相对较低，2023年增速有所回升，2023年三次产业结构为1.7:28.3:70.0，第三产业占主导。杭州市数字经济保持引领，2023年数字经济核心产业增加值5,675亿元，占GDP比重为28.3%，同比增长8.5%。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。

2021-2023年杭州市固定资产投资保持增长，民间投资保持活跃，2023年民间投资占全部固定资产投资的比重为51.9%，但同期基础设施投资下降27%，降幅较大，主要系大批亚运会保障项目已完工所致；分产业看，2023年第一产业投资增长131.9%；工业投资同比增长29.9%，其中重点行业计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、专用设备制造业等行业投资增速较高，高新技术产业投资增势强劲；第三产业投资小幅下降0.6%。房地产市场方面，2023年房地产开发投资比上年增长11.6%。商品房销售面积1,448万平方米，增长3.9%，其中住宅销售面积1,202万平方米，增长2.9%，房地产市场热度有所提升。

2020-2023年杭州市社会消费品零售总额均保持增长，其中新能源汽车、升级类商品（家用电器和音像器材类、金银珠宝类、可穿戴智能装备）等消费增长较快，2023年新能源汽车零售额在上期增速为119.8%的基础之上仍增长18.9%；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，2023年杭州市进出口总额增速为6.1%，其中电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池等“新三样”出口分别增长557.9%、37.3%和55.0%，对外贸易的持续增长为杭州市经济发展提供有力支撑。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2 2023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	20,059.00	5.6%	16.11	2,616.81	2,233.40
宁波市	16,452.80	5.5%	17.04	1,785.76	902.21
温州市	8,730.60	6.9%	8.98	622.68	1,310.70
绍兴市	7,791.00	7.8%	14.50	578.75	445.07
金华市	6,011.27	6.8%	-	525.80	859.98
湖州市	4,015.10	5.8%	11.72	410.50	546.64
衢州市	2,125.20	6.8%	9.27	204.21	303.71
舟山市	2,100.80	8.2%	-	193.51	89.74

注：“-”表示数据未公告。

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3 杭州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	20,059.00	5.6%	18,753.07	1.5%	18,109.4	8.5%
固定资产投资	-	2.8%	-	6.0%	-	9.0%
社会消费品零售总额	7,671	5.2%	7,294	5.8%	6,744	11.4%
进出口总额	8,030	6.1%	7,565	2.7%	7,369	23.7%
人均 GDP（元）	161,129		151,528		149,857	
人均 GDP/全国人均 GDP	180.32%		176.82%		185.06%	

注：“-”表示数据未公告；人均 GDP 系根据年末常住人口数据计算；2023 年全国人均 GDP 为 89,358 元。

资料来源：2021-2023 年杭州市国民经济与社会发展统计公报、2022 年杭州经济运行情况、政府网站等，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，2023年全市规模以上工业增加值4,355亿元，同比增长2.4%，高新技术产业持续发展壮大，占规上工业的比重维持70%。区域内上市企业规模逐渐壮大，截至2023年末，杭州市上市公司达到302家，2023年新增上市公司22家，同期末创业板上市公司67家，同期增加4家。

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，华数传媒、华策影视等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，截至2024年1月末，以钱江新城、钱江世纪城、滨江区沿江区域为中心的钱塘江金融港湾核心区已入驻省级以上持牌金融机构130家，各类金融机构和财富管理机构总部600余家，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：杭州市财政实力非常强，财政自给能力强。近年杭州市一般公共预算收入持续增长，2023年全市一般公共预算收入2,616.81亿元，比上年执行数增长6.8%。杭州市税收收入占比较高，财源基础较好，2023年税收收入占比89.73%，保持全国副省级城市首位。2021-2023年杭州市财政自给率维持高位，财政自给能力强。近年杭州市政府性基金收入有所波动，2021-2023年国有土地使用权出让收入分别为2,294.02亿元、2,916.64亿元和2,026.93亿元，由于现阶段房地产市场低迷，房企拿地意愿下滑，整体致近年杭州土地出让收入波动下降，2024年3月，杭州市进一步放开二手房限购，政策效果如何仍有待市场检验。近年来杭州市地方政府债务余额持续扩张，但考虑到区域综合财力非常强，债务压力基本可控。

表4 杭州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
----	--------	--------	--------

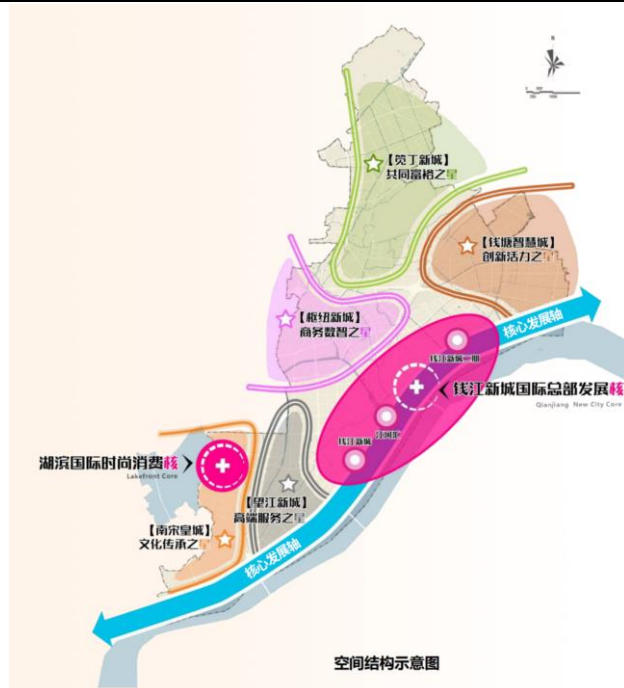
一般公共预算收入	2,616.81	2,450.61	2,386.59
税收收入占比	89.73%	88.54%	93.59%
财政自给率	100.79%	96.40%	99.75%
政府性基金收入	2,233.40	3,202.24	2,460.61
地方政府债务余额	3,867.09	3,682.44	3,369.26

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，近年持续推动总部经济、楼宇经济提质增效，区域内金融服务及批发零售产业较发达，对经济增长的支撑作用明显，地区经济财政实力较强

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2023年末，上城区常住人口139.0万人，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个区县中排名第二，经济以第三产业为主导，经济发展水平较高。近年上城区地区生产总值保持增长，经济体量稳居杭州市的区县前列，但是经济增速有所波动，2023年GDP同比增速为4.3%，在杭州市区县中排名靠后。2023年上城区三次产业结构为0:23.3:76.7，区域内第三产业占主导，第二、三产业增加值同比增速分别为-2.0%和6.4%，第三产业仍为地区经济增长的主要发力点。近年上城区固定资产投资增速持续提升，2023年投资增速达到11.1%，其中工业投资及制造业投资为投资增长主力，同期房地产业增加值继续下滑，房屋施工面积与上年基本持平，商品房销售面积同比下降5.7%，房地产市场未有明显好转。2021-2023年上城区社会消费品零售总额保持增长，消费需求持续释放，对区域经济增长形成助力；对外贸易方面，上城区进出口总额保持增长，但增速有所下滑，主要系进口额持续下降所致，出口额仍保持较高增速。按常住人口计算，2023年上城区人均GDP为19.33万元，在杭州市区县内位居前列，经济发展水平较高。

表5 2023 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	2,936.43	8.5%	20.90	416.68	348.76
上城区	2,668.48	4.3%	19.33	244.94	0.30
滨江区	2,467.90	8.0%	45.45	242.14	129.16
萧山区	2,230.69	5.8%	10.50	332.00	352.90
拱墅区	2,091.48	5.1%	17.69	199.18	0.36
临安区	686.45	3.5%	10.56	87.60	66.13
桐庐县	469.23	6.5%	10.22	45.03	36.60
淳安县	280.49	5.0%	8.68	26.99	26.90

注：人均 GDP=GDP/常住人口。上城区、拱墅区政府性基金收入中未包含土地出让收入，该部分收入由市级征收、计提后返还，2023 年上级调整土地出让金拨付方式，全额纳入省市补助，当期上城区获得省市补助收入 49.67 亿元，拱墅区获得转移支付补助收入 50.5 亿元。

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6 上城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,668.48	4.3%	2,560.53	3.8%	2,417.51	7.2%
固定资产投资	-	11.1%	-	5.5%	-	-8.3%
社会消费品零售总额	1,106.95	3.2%	1,073.09	8.8%	976.86	10.6%
进出口总额	654.54	2.7%	639.49	4.2%	633.08	11.3%
人均 GDP（元）	193,298		186,761		181,767	
人均 GDP/全国人均 GDP	216.32%		217.93%		224.47%	

注：人均 GDP=GDP/常住人口。“-”表示数据未公告。

资料来源：2021-2023 年杭州市上城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：上城区持续推动总部经济、楼宇经济提质增效，区域内金融服务及批发零售产业较发达，对经济增长的支撑作用明显。近年来上城区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，推动总部经济、楼宇经济持续做大做强，2023年引进东方电气集团光伏全球总部、中兴新集团长三角总部等总部项目46个，一汽奥迪全国销售总部等59家企业被认定为全市首批总部企业，实现税收亿元楼宇64个、税收10亿元楼宇10个。

金融服务方面，金融产业为上城区核心产业，2023年上城区金融业增加值为637.18亿元，比上年增长6.1%，占GDP比重为23.88%。目前上城区正着力打造长三角南翼金融总部集聚地，“五大行”、“四大所”区域总部相继落地，2023年新增省级以上持牌金融机构7家、投资总部企业9家，截至2024年1月底，钱塘江金融港湾核心区累计已入驻省级以上持牌金融机构130家，各类金融机构和财富管理机构总部600余家，玉皇山南基金小镇入驻金融机构2,175家，总资产管理规模超1.2万亿元，自创建以来累计实现税收近200亿元，是全省特色小镇亩均效益的领跑者。

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，湖滨步行街获评首批全国示范步行街，汇集近1,400家商业店铺，2023年实现全国首发元宇宙消费场景“滨次元”，杭州时尚中心顺利开园，新增品牌首店、旗舰店80家。2023年上城区实现批发和零售业增加值441.46亿元，比上年增长4.9%，占GDP比重为16.54%；住宿和餐饮业增加值49.85亿元，同比增长16.7%。

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，2023年引进注册资金250亿元的杭州盈德气体科技有限公司等重点项目；同时聚焦大数据、区块链、元宇宙等新技术领域，中国元谷·杭港科技大厦顺利开园，落地内地首个Web3 Hub、全省首个元宇宙产业基地、杭州5.5元宇宙科创园，新增国家高新技术企业161家、省科技型中小企业601家，入选独角兽、准独角兽企业14家。2023年区域内新增境内外上市公司3家，截至2023年底辖区内上市公司超30家，位居浙江省区县前列。

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、人力资源服务及会务展览等知识密集型高端专业服务业。2023年落地新加坡必博人力资源等专业服务企业36家，营利性服务业营收突破500亿元、增长16.7%。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。2021-2023年上城区一般公共预算收入保持较快增长，2021-2023年同比增速分别为7.62%、14.2%（剔除留抵退税因素）和16.3%。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。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，2021-2022年上城区土地出让金调入收入分别为55.76亿元和33.47亿元，2023年上级调整土地出让金拨付方式，全额纳入省市补助，当期上城区获得省市补助收入49.67亿元。近年来上城区地方政府债务余额持续增加，2023年末为107.99亿元，同比增长29.47%。

表7 杭州市上城区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	244.94	210.56	201.38
税收收入占比	94.66%	94.61%	94.68%
财政自给率	181.74%	162.65%	168.73%
政府性基金收入	0.30	3.25	1.22
地方政府债务余额	107.99	83.41	75.93

注：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

区属国有企业：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，分别为上城文商旅（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）、上城城发（负责城市建设）和上城城投（负责城市建设），上城城发与上城城投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上城城投的子公司。

表8 截至 2023 年末上城区主要区属国有企业（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	778.52	56.31%	108.04	575.82	履行区属国企出资人职责
上城城投	上城资本	386.52	51.86%	61.41	276.09	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	245.48	65.54%	27.22	211.96	上城区艮山路以北区域内城市建设投资主体
上城文商旅	上城资本	124.33	46.67%	9.14	74.22	上城区资产投资运营主体
望海潮	上城城投	156.00	65.22%	20.29	181.26	主要负责望江区块内的城市投资建设
上城开发	上城城投	227.82	38.10%	26.99	86.43	主要负责原江干区范围内（艮北、普福、九堡以及庆春广场区块）的城市投资建设
中宸建设	上城城发	121.14	65.45%	8.01	111.66	主要负责原江干区范围内的部分城市投资建设

钱塘智慧城	上城城发	84.77	67.63%	18.32	70.86	主要负责钱塘智慧城的投资建设工作
-------	------	-------	--------	-------	-------	------------------

注：财务数据期为 2023 年末/2023 年度，总债务为 2022 年末数据。上城城发、上城文商旅总债务按照附录公式计算，未考虑其他债务调整项。上表中“望海潮”为杭州望海潮建设有限公司的简称、“上城开发”为杭州上城区城市建设综合开发有限公司的简称、“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。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司职能定位未发生变化，公司仍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，自2021年起业务范围主要为艮山路以南区域内，区域专营性强；上城区区位优势，公司尚有一定规模土地可供出让，在建及已完工待销售的安置房面积较大，代建管理项目储备充足，业务可持续性仍较好

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，公司仍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，且自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。公司营业收入及毛利润主要由开发土地业务及房产销售业务所贡献，2023年公司营业收入有所提升，主要系根据政府安置规划，当期公司房产销售收入大幅提升，且贸易规模迅速扩大促使相关收入提升所致；同期公司销售毛利率有所下降，主要系当期低毛利率的商品销售及安装业务占比提升，且当期公司销售的部分房产拆迁安置成本较高，导致房产销售业务毛利率下降。受子公司无偿划出影响，2023年公司未确认保安服务费以及服务费收入。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
开发土地业务	22.73	37.01%	60.23%	39.32	74.89%	56.98%
房产销售业务	22.91	37.31%	13.45%	7.01	13.35%	40.53%
车位销售业务	0.11	0.17%	21.16%	0.96	1.84%	20.66%
代建管理业务	0.35	0.56%	87.34%	0.30	0.57%	85.79%
保安服务费	0.00	0.00%	-	0.28	0.54%	36.34%
商品销售及安装业务	14.63	23.82%	1.53%	4.08	7.77%	0.70%
服务费	0.00	0.00%	-	0.17	0.33%	38.60%
其他业务	0.69	1.12%	40.23%	0.38	0.72%	15.06%
合计	61.41	100.00%	28.65%	52.51	100.00%	49.44%

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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）开发土地业务

跟踪期内公司开发土地业务模式未发生变更，2023年公司土地出让面积、开发土地收入同比有所

下降，目前公司主要负责上城区内艮北区块的开发整理工作，相关地块开发已进入中后期，但尚有一定规模土地可供出让，考虑到上城区作为杭州市主城区，土地出让价格相对较高，短期内业务收入具有一定保障，随着开发整理进程的推进，公司仍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。跟踪期内，公司开发土地业务模式未发生变更。目前上城开发业务范围主要为上城区内艮北区块，其他区块基本整理完毕。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，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。随着区块整理进度推进，公司所负责区块逐步建设完善，区块整体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，2023年公司土地出让面积、开发土地收入同比有所下降，但业务毛利率仍处于较高水平。

表10 2022-2023 年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
2023 年	牛田单元 R21-08 地块	上城开发	住宅用地	64.48	4.45	11.41
	牛田单元 R21-09 地块	上城开发	住宅用地	59.08	4.12	10.58
	牛田单元 JG1605-B1/B2-27 地块	上城开发	商务用地	19.64	0.47	0.73
	合计	-	-	143.20	9.04	22.72
2022 年	牛田单元 R21-11 地块	上城开发	住宅用地	91.37	6.38	14.75
	牛田单元 R21-12 地块	上城开发	住宅用地	101.87	8.09	18.75
	牛田单元 R21-14 地块	上城开发	住宅用地	35.28	2.45	5.82
	合计	-	-	228.52	16.92	39.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司主要负责整理区块为艮北区块，截至2023年末，艮北区块预计可供出让面积为1,598.00亩，已出让1,464.06亩，剩余133.94亩可供出让，考虑到上城区作为杭州市主城区，土地出让价格相对较高，短期内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市场行情、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，2023年末，公司负责的艮北区块已投资金额已超出前期预计的总投资金额，未来尚需投资一定规模，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。

根据公司拟定的土地整理移交计划，2024年公司计划整理移交41.80亩土地，预计可为公司带来一定收益来源，但收入实现受土地市场行情、政府土地出让安排等因素影响，存在一定不确定性。

表11公司 2024 年土地整理移交计划（单位：亩、亿元）

地块名称	业务主体	土地面积	已投资金额
牛田单元 C6/C2-01 地块	上城开发	41.80	3.22

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房产销售业务

公司仍承担了上城区内大量的安置房建设任务，2023年末公司已完工待销售及在建的房产面积较大，且房屋区位条件较为优越，未来业务可持续性较好，但存在较大建设资金支出压力

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。跟踪期内，公司房产销售业务模式未发生变更。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。2023年公司房产销售收入大幅提升，主要系根据政府安置规划，当期公司定向安置规模上升所致；同期公司房产销售业务毛利率显著下滑，主要系当期海潮三园项目开始安置，该项目拆迁成本较高，毛利率低，拉低业务整体盈利水平。

表12 2022-2023 年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
2023 年	海潮二园	8.57	11.00
	海潮三园	7.18	8.11
	清江名潮园	0.76	0.52
	云商大厦	3.32	3.28
	合计	19.83	22.91
2022 年	海潮雅园	3.66	6.15
	清江名潮院	0.36	0.60
	婺江家园一园	0.03	0.05
	婺江家园三园	0.08	0.15
	婺江家园四园	0.04	0.06
	合计	4.17	7.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在建房产项目如下表所致，预计总投资128.22亿元，已投资99.07亿元，预计建成后可形成较大规模待售房产；同期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、海潮三园等，可售面积累计142.69万平方米，已售112.89万平方米，公司在建及已完工项目的剩余可售面积较大，且区位条件较为优越，销售房屋均价相对较高，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。2023年末公司房产项目尚需投资33.80亿元（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，存在较大建设资金支出压力。

表13截至 2023 年末公司主要在建房产项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	收入主要实现方式
望江单元 SC0402-R21-01 地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目	26.61	22.82	销售
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	18.16	销售
望江单元 SC0403-R21-06 地块南星单元 A-R21-03 地块杭发改投资（2011）168 号	22.34	17.16	销售
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	12.37	销售
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	8.51	销售
望江单元 SC0404-18 地块安置房项目	12.08	7.78	销售
望江单元 SC0401-R21/B-08 地块	7.62	12.27	销售
合计	128.22	99.07	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）代建管理业务

2023年公司代建管理费收入有所增长，公司代建项目体量较大，未来业务可持续性仍较好，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，跟踪期内，公司代建业务模式未发生变更。根据望海潮与委托方杭州市望江地区改造建设指挥部（以下简称“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。2023年公司实现代建管理费收入0.35亿元，较上年有所增长，代建业务成本主要系与工程相关的管理人员的工资，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2023年末，公司在建的代建项目规模较大，主要在建的代建项目如下表所示，预计总投资126.92亿元，已投资84.95亿元，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14截至 2023 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 SC0401-R21-13 地块安置房项目	23.91	16.35
望江单元 SC0401-R21-11 地块安置房项目	22.85	15.54

望江单元 SC0401-R21-12 地块安置房项目	16.45	14.05
望江单元 SC0401-R21/B1-14 地块安置房项目	6.97	9.81
望江单元 SC0401-R21/B1-15 地块安置房项目	10.52	9.74
望江单元 SC0401-A33-20 地块 54 班小学建设项目	10.63	8.90
十三湾巷周边地区旧城区改建项目	7.23	5.25
杭州南宋皇城遗址文化中心项目	9.91	2.95
望江单元 SC0402-R22/A1/A51/A6-15 地块邻里中心项目	4.01	0.93
望江单元凯旋路五期（婺江路-甘王路）道路工程项目	0.19	0.82
南兴加儿巷旧城区改建项目	13.65	0.43
望江单元 SC0401-G1/S42-44 地块绿化及社会地下停车库工程	0.60	0.18
合计	126.92	84.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

受子公司无偿划出影响，2023年公司未确认保安服务、服务费等收入；随着商品销售规模扩大，公司商品销售及安装收入大幅增长，为公司营业收入提供有益补充

公司保安服务业务主要由子公司杭州市江干保安服务有限公司（以下简称“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。服务费收入主要系保安公司从事区域联网服务、网络服务、网审服务等业务所形成的收入。2022年2月，公司持有的保安公司100%股权被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。

商品销售及安装业务主要包括杭州齐禹供应链服务有限公司（以下简称“齐禹供应链”）开展的钢材销售业务、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”）开展的化学品销售等业务。2022年2月保安公司无偿划出后，其所从事的安保用品销售及安装不再确认收入，江芯贸易基本不再开展贸易业务。随着子公司齐禹供应链商品贸易规模显著增加，2023年公司商品销售及安装收入大幅增长，为公司营业收入提供有益补充，但毛利率仍处于低水平。齐禹供应链在与下游客户进行磋商、达成一致意见并签订销售合同后，按照下游客户需求向上游企业进行相应物品采购，并按销售合同约定的期限向下游企业进行供货以及进行账款的收取。齐禹供应链与上游供应商、下游客户分别签订购销合同，并在合同中对交货地点、付款方式、发货指令等做出约定，账期一般在1个月之内，公司客户主要是浙江省内企业，且国有企业占比较高，但考虑到存在一定账期，仍需关注资金占用及款项回收风险。

表15 商品销售及安装业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售商品类型	交易金额	占比
2023年	杭州拱联供应链服务有限公司	螺纹钢、盘螺	67,294.80	46.00%
	湖州市交通集团供应链管理有限公司	螺纹钢、盘螺	16,636.96	11.37%
	浙江长城建设集团物资有限公司	螺纹钢、盘螺、角钢	8,302.99	5.68%

2022年	安吉天茂贸易有限公司	螺纹钢、盘螺、角钢	4,874.21	3.33%
	浙江大华建设集团有限公司	螺纹钢、盘螺、圆钢	4,586.34	3.13%
	合计	-	101,695.30	69.51%
	江山市莲华山投资开发有限公司	钢坯	9,532.56	24.03%
	浙江赤道工贸有限公司	热轧卷板	6,161.62	15.53%
	永康市城联供应链有限公司	热轧卷板、冷轧卷板	5,038.82	12.70%
	杭州金鱼电器营销有限公司	钢坯	3,702.46	9.33%
2022年	宁波市镇海区城市建设投资开发有限公司	热轧卷板	3,575.90	9.02%
	合计	-	28,011.36	70.61%

注：因 2023 年商品销售及安装收入全部由齐禹供应链贡献，故对 2022 年占比计算中的销售总额口径进行了调整，调整为 2022 年齐禹供应链的商品销售及安装收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 商品销售及安装业务前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购商品类型	交易金额	占比
2023年	九江萍钢钢铁有限公司	螺纹钢、盘螺	64,345.56	44.67%
	九江方大科技有限公司	螺纹钢、盘螺	18,900.60	13.12%
	杭州热联集团股份有限公司	螺纹钢、盘螺	9,053.97	6.29%
	上海钢银电子商务股份有限公司	螺纹钢、盘螺、圆钢	8,519.83	5.91%
	宁波镇联贸易有限公司	螺纹钢、盘螺、圆钢	4,299.95	2.98%
	合计	-	105,119.91	72.97%
2022年	宁波镇联贸易有限公司	钢坯、热轧卷板	9,735.25	24.63%
	杭州拱联供应链服务有限公司	螺纹钢、钢坯	9,572.55	24.22%
	杭州城投供应链有限公司	螺纹钢、热轧卷板	6,163.08	15.59%
	上海热联钢铁贸易有限公司	螺纹钢、钢坯	3,753.01	9.50%
	杭州轻联投资集团有限公司	冷轧卷板	3,625.49	9.17%
	合计	-	32,849.38	83.11%

注：因 2023 年商品销售及安装收入全部由齐禹供应链贡献，故对 2022 年占比计算中的采购总额口径进行了调整，调整为 2022 年齐禹供应链的商品销售及安装业务成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司继续获得来自上城区政府部门的支持

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，公司持续获得来自上城区政府部门在资产注入等方面的支持。2023年，上城区财政局（区划调整后，原江干区财政局与原上城区财政局合并为现上城区财政局）向公司无偿划转杭州银行等公司股权，净增加公司资本公积1.45亿元。

表17 2023 公司资本公积变动情况（单位：亿元）

单位	内容	金额
上城区财政局	无偿划入 40,784,625 股杭州银行股权	3.94
江干区财政局	无偿划入杭州汽车东站小商品市场有限公司股权	0.03
上城区财政局	杭州市上城区产业发展投资有限公司 100%股权	-2.52

合计	-	1.45
----	---	------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、 财务分析

财务分析基础说明

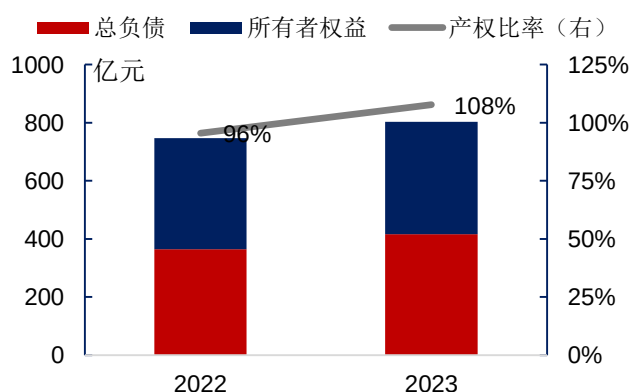
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围内新增3家子公司，减少1家，详见表1。

资本实力与资产质量

公司资产规模不断扩大，资产中应收上城区政府部门及地方国有企业款项、项目建设成本以及公共配套基础设施占比较高，项目建设成本变现时间存在不确定性，公共配套基础设施资产难以变现，整体资产质量一般

随着政府无偿划入股权以及利润的积累，2023年末公司所有者权益继续保持增长，其中其他综合收益为-3.42亿元，主要系美元债的外币折算差额以及杭州银行股权市值下降带来的公允价值变动；随着融资规模扩大，负债规模有所增加。综合影响下，公司产权比率有所提高，关注到公司所有者权益中因基础设施建设项目完工形成长期资产而不做收回的项目运作资金规模较大，公司实际财务杠杆水平高于账面表现。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以其他应收款（应收上城区政府部门及地方国有企业款项）、存货（项目建设成本）、固定资产以及在建工程（主要为公共配套基础设施）为主，2023年末上述资产合计占公司总资产的88.49%。公司其他应收款规模较大，主要系应收望江指挥部、杭州市上城区农居多层公寓建设管理中心等单位的往来款，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。

存货系公司资产最主要组成部分，其中开发成本主要为土地整理成本、未完工的安置房建设成本以及代建项目建设成本、开发产品主要为已建成的安置房项目，随着项目建设投入增加，公司存货规模进一步扩大，但存货变现时间取决于委托方结算进度、安置计划等多重因素，存在不确定性。

公司固定资产规模较大，2023年末固定资产规模基本保持稳定，主要由公共配套基础设施（95.07亿元）以及房屋建筑物（10.47亿元）组成，其中公共配套基础设施多为道路资产，变现难度大，此外，公司固定资产中尚有3.22亿元房产未办妥产证。随着项目建设逐步推进，公司在建工程规模小幅增长，2023年末公司在建工程包括公共配套基础设施（29.58亿元）、人才专项租赁住房（7.64亿元），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。

其他资产构成方面，2023年末公司货币资金规模有所上升，其中0.53亿元因作为定期存款、票据保证金而使用受限，受限比例较低。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。整体来看，公司仅货币资金中存在受限资产，受限比例低，且公司拥有一定规模可供抵质押的房产、土地等资产，融资弹性较强。

表18公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.16	2.76%	13.98	1.87%
预付款项	36.16	4.50%	27.15	3.63%
其他应收款	50.72	6.32%	57.12	7.64%
存货	516.93	64.38%	479.46	64.17%
流动资产合计	628.43	78.27%	578.84	77.47%
固定资产	105.58	13.15%	106.43	14.24%
在建工程	37.22	4.64%	33.44	4.47%
非流动资产合计	174.49	21.73%	168.38	22.53%
资产总计	802.92	100.00%	747.22	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入有所提升，销售毛利率有所下滑，但盈利能力仍较强，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、房产销售、商品销售及安装业务，2023年公司营业收入有所增长，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为艮北地块，2023年

公司开发土地收入有所下滑主要系受政府土地出让规划影响，当期土地出让规模减少所致；同期公司安置面积大幅增加，房产销售收入显著提升；公司代建管理业务以代建管理费确认收入，2023年收入规模有所增长，业务毛利率水平较高；随着公司贸易规模的扩大，公司商品销售及安装收入大幅增长。截至2023年末，公司尚有133.94亩土地可供出让，在建及已完工的安置房项目面积较大，代建项目储备充足，考虑到上城区位于杭州市主城区，土地出让及房产销售价格相对较高，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。

毛利率方面，2023年公司开发土地业务毛利率保持较高水平；因2023年开始定向安置的海潮三园项目拆迁成本较高，拉低了公司房产销售业务整体毛利率水平；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；公司商品销售及安装业务毛利率仍处于低水平，且收入占比显著提升。综合影响下，公司销售毛利率大幅下滑，但公司自身造血能力仍较强，利润总额主要由自身业务毛利所贡献。

表19公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	61.41	52.51
营业利润	8.30	21.78
其他收益	0.00	0.06
利润总额	8.31	21.73
销售毛利率	28.65%	49.44%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模快速增长且债务规模较大，短期债务压力仍较大，存在一定的流动性缺口，但公司融资渠道通畅，再融资能力及财务弹性较好

随着外部融资力度加大，2023年末公司总债务快速增长，带动负债规模上升。公司债务以长期债务为主，债务期限结构安排较合理。公司债务主要由银行借款、债券发行及财政借款构成，银行借款多为质押借款及信用借款，利率水平主要在2.90%-4.75%之间。应付债券主要包括公司本部发行的企业债、私募债，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，以及海外注册子公司发行的海外债，2023年1-8月，公司本部成功发行多期境内债券，新增债券融资规模50.00亿元，票面利率处于3.14%-3.50%区间，2024年4月子公司新发行2亿美元的境外债，票面利率6.2%，公司融资渠道多元化程度较高；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，公司需支付利息，2023年末财政借款余额为25.15亿元；公司非标债务系10.00亿元的债权投资计划，利率为3.80%和3.75%，非标债务占公司总债务比重较低。

此外，2023年末公司合同负债大幅增加，主要系公司预收安置房款增加所致，待安置房交付后予以结转。公司其他应付款占比较高，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，2023年末公司其他应付款主要应付对象包括杭州市上城区财政局、望江指挥部等政府部门及杭州高银供应链有限公司等地方国有企业，款项偿付具有一定弹性。公司长期应付款（不包括专项应付款）主要包括德寿宫项目专项资金、财政置换资金以及财政专项拨款，其中德寿宫项目专项资金以及财政置换资金需支付利息，德寿宫项目专项资金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，2023年公司新增3.44亿元财政专项拨款，主要用于覆盖公司公益性项目建设成本；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，2023年公司新增3.07亿元的公共配套基础设施专项资金。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.22	4.37%	7.16	1.96%
合同负债	15.99	3.84%	7.65	2.10%
其他应付款	47.77	11.47%	67.46	18.48%
一年内到期的非流动负债	46.96	11.28%	44.15	12.10%
流动负债合计	143.08	34.36%	139.72	38.27%
长期借款	140.70	33.79%	153.31	42.00%
应付债券	97.19	23.34%	52.93	14.50%
长期应付款	24.14	5.80%	17.77	4.87%
非流动负债合计	273.32	65.64%	225.33	61.73%
负债合计	416.40	100.00%	365.05	100.00%
总债务	321.56	77.22%	276.09	75.63%
其中：短期债务	66.90	16.07%	62.95	17.24%
长期债务	254.66	61.16%	213.14	58.39%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2023年末公司资产负债率小幅上升，考虑到公司资产中存在较大规模难以变现的公共配套基础设施项目，实际负债率高于账面表现；公司总债务规模较大，现金类资产对公司短期债务覆盖程度较弱，EBITDA利息保障倍数有所下降，但盈利对利息偿付仍提供了一定保障。总体来看，公司短期债务压力较大。

公司资金需求主要来源于项目建设投入以及债务的还本付息，2024年需偿付短期债务66.90亿元，且2023年公司利息支出已达到14.84亿元，短期内公司仍存在一定流动性缺口，继而可能推升外部融资规模。目前公司融资渠道通畅，融资多元化程度较高，截至2023年末，公司银行授信额度为347.42亿元，剩余可使用额度为228.23亿元，剩余可使用额度较高，再融资能力和财务弹性较好。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
------	--------	--------

资产负债率	51.86%	48.85%
现金短期债务比	0.33	0.22
EBITDA 利息保障倍数	1.11	2.28

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，跟踪期内，公司因未将工程渣土消纳到经合法登记的场地而被警告罚款 8,000 元，因对产生建设工程渣土的单位未按规定办理处置手续而被罚款 1 万元，除此以外，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。中证鹏元认为，该事项对公司经营和信用水平不构成重大影响。

社会方面

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《杭州上城区城市建设投资集团有限公司章程》，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。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司系由望海潮及上城开发两家公司组建而成，存在一定资源整合和管理难度。组织任命方面，公司非职工董事及总经理均由杭州市上城区人民政府任命，各子公司任命由公司集团党委会研究决定。2024年3月，郑燕不再担任公司监事会主席，郑倩不再担任公司监事，顾远新任公司监事会主席，胡青春新任公司监事，除此以外，跟踪期内公司董事、监事及高管未发生变更。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月22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。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保金额合计35.38亿元，占同期末净资产的9.15%，对外担保规模较大，担保对象均为公司关联方，其中33.80亿元系对区域内城投公司发行的公司债券、企业债券进行担保，此外，担保对象中杭州盛锐建设开发有限公司为公司参股企业，系与其他方合作开发地块而设立，因参股公司业务融资需求，公司作为股东按照参股比例履行担保责任，公司对外担保均未有反担保措施，存在一定或有负债风险。

表22 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	被担保方与公司关系	担保金额	担保到期日
杭州钱塘智慧城投资开发有限公司	受同一控制	11.00	2026 年 2 月 1 日
杭州钱塘智慧城投资开发有限公司	受同一控制	9.60	2029 年 4 月 27 日
杭州中宸城镇建设有限公司	受同一控制	13.20	2027 年 1 月 21 日
杭州湖滨南山商业发展有限公司	受同一控制	1.07	2027 年 10 月 8 日
杭州盛锐建设开发有限公司	持有其 20%的股权	0.51	2024 年 5 月 23 日
合计	-	35.38	-

注：子公司上城开发为杭州钱塘智慧城投资开发有限公司发行的11亿元私募债提供担保，该债券已于2024年2月21日摘牌。

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

其他

本次评级公司个体信用状况为aa+，较上次评级上调1个级别，主要是由于近三年公司公益性及准公益性业务收入转为持续增长，以及贸易收入增加带来的公司业务多样性打分提高，上述因素促使公司经营状况评分提升。

八、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，且公司本部、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。

（3）经评估，上城区人民政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+1”。

九、 结论

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；2023年末公司土地整理、安置房建设及代建管理项目尚需较大规模资金投入，存在较大资金压力；公司总债务规模快速增长且债务规模较大，短期债务压力仍较大。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，公司业务区域专营性较强，且可持续性较好，同时近年公司获得较大规模的政府资产注入。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。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“23上城01/23上城城投债01”、“23上城02/23上城城投债02”的信用等级为AAA。

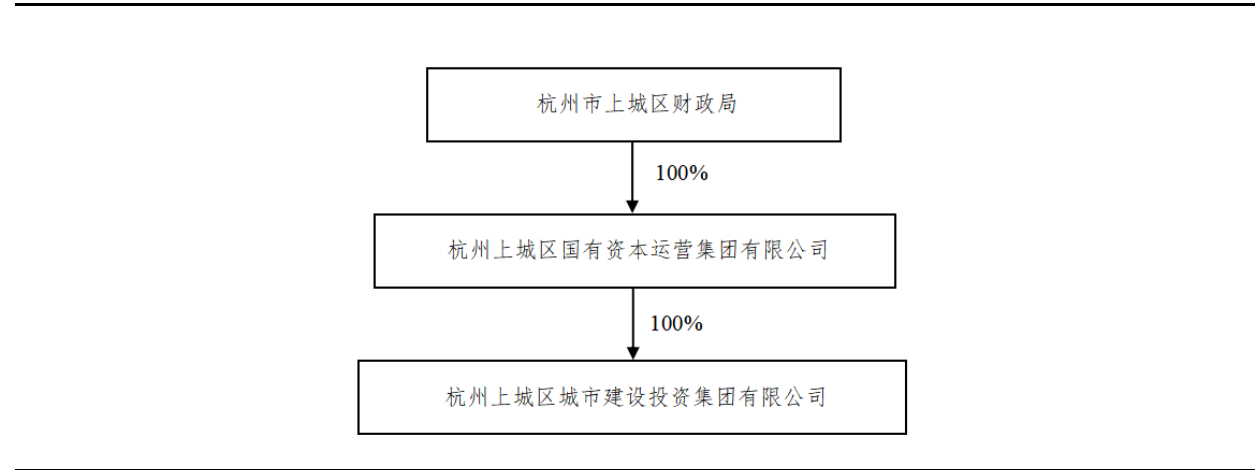
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	22.16	13.98	25.21
预付款项	36.16	27.15	20.94
其他应收款	50.72	57.12	35.61
存货	516.93	479.46	402.30
流动资产合计	628.43	578.84	526.16
固定资产	105.58	106.43	79.11
在建工程	37.22	33.44	96.66
非流动资产合计	174.49	168.38	200.01
资产总计	802.92	747.22	726.17
短期借款	18.22	7.16	1.00
应付账款	3.91	2.86	2.86
合同负债	15.99	7.65	0.34
其他应付款	47.77	67.46	53.37
一年内到期的非流动负债	46.96	44.15	15.21
流动负债合计	143.08	139.72	78.09
长期借款	140.70	153.31	195.93
应付债券	97.19	52.93	65.28
长期应付款	24.14	17.77	22.90
非流动负债合计	273.32	225.33	286.19
负债合计	416.40	365.05	364.27
总债务	321.56	276.09	298.61
其中：短期债务	66.90	62.95	32.45
长期债务	254.66	213.14	266.16
所有者权益	386.52	382.17	361.90
营业收入	61.41	52.51	26.68
营业利润	8.30	21.78	10.49
其他收益	0.00	0.06	0.02
利润总额	8.31	21.73	10.47
经营活动产生的现金流量净额	-13.06	57.28	30.52
投资活动产生的现金流量净额	-20.95	-28.61	-33.05
筹资活动产生的现金流量净额	41.53	-40.56	-1.86
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	28.65%	49.44%	51.01%
资产负债率	51.86%	48.85%	50.16%
短期债务/总债务	20.80%	22.80%	10.87%
现金短期债务比	0.33	0.22	0.77

EBITDA（亿元）	16.47	26.52	13.27
EBITDA 利息保障倍数	1.11	2.28	1.03

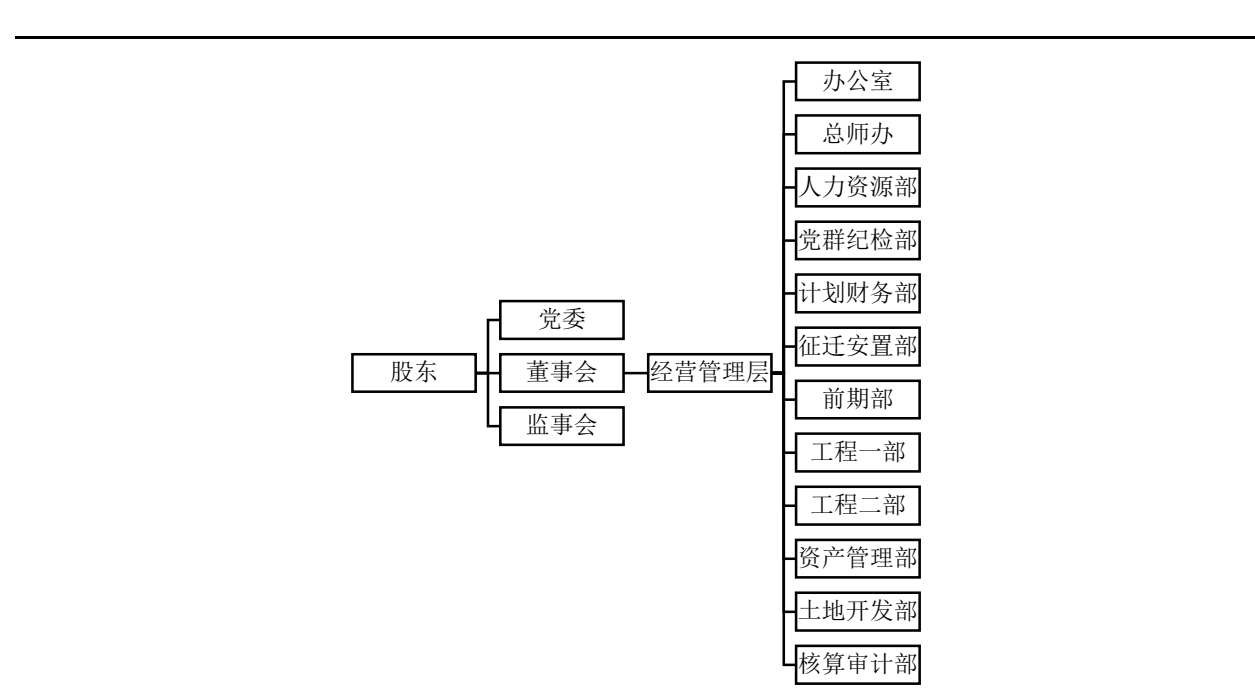
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 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 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%）

公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务
杭州望海潮建设有限公司	浙江	100.00	房屋建筑业
杭州望海潮开发有限公司	浙江	100.00	建筑工程
杭州盛锦建设开发有限公司	浙江	100.00	建筑工程
浙江东茂宾馆有限公司	浙江	100.00	住宿业
杭州新益诚商业运营管理有限公司	浙江	100.00	商务服务
杭州齐禹供应链服务有限公司	浙江	65.00	商务服务
杭州创悦盈科技有限责任公司	浙江	100.00	专业技术服务
杭州上城区城市建设综合开发有限公司	浙江	100.00	土木工程建筑业
杭州上城区科技投资有限公司	杭州	100.00	资本市场服务
Zhejiang Boxin (BVI) Limited	香港	100.00	资本市场服务
ZHEJIANG BARON(HK) COMPANY LIMITED	香港	100.00	资本市场服务
ZHEJIANG BARON(BVI) COMPANY LIMITED	香港	100.00	资本市场服务
杭州江联物业管理有限公司	杭州	100.00	房地产业
杭州江芯贸易有限公司	杭州	100.00	房地产业
杭州江凌物业管理有限公司	杭州	100.00	房地产业
杭州众鑫房产置业有限公司	杭州	100.00	房地产业
杭州江铭商业经营管理有限公司	杭州	100.00	租赁和商务服务业
杭州江投联华超市有限公司	杭州	51.00	批发和零售业
杭州江盈科技发展有限公司[注 1]	杭州	49.00	批发和零售业
杭州城鑫供应链管理服务有限公司	杭州	100.00	批发业
杭州城裕工程管理有限公司	杭州	100.00	商务服务业
杭州城盈建设管理有限公司	杭州	100.00	商务服务业
杭州上城区城投商业管理有限公司	杭州	100.00	商务服务业
杭州五堡科技产业开发有限责任公司[注 2]	杭州	49.00	商务服务业
杭州上华产业开发有限责任公司[注 3]	杭州	49.00	商务服务业

注：1：公司间接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，公司之股东杭州市江干区红五月股份经济合作社不参与公司利润分配。2：杭州创悦盈科技有限责任公司直接持有杭州五堡科技产业开发有限责任公司 49.00%股权。根据杭州五堡科技产业开发有限责任公司之各股东签订的项目合作开发协议书，杭州五堡科技产业开发有限责任公司的收益或亏损由股东杭州创悦盈科技有限责任公司享有和承担。3：杭州创悦盈科技有限责任公司直接持有杭州上华产业开发有限责任公司 49.00%股权。根据杭州上华产业开发有限责任公司之各股东签订的项目合作开发协议书，杭州上华产业开发有限责任公司的收益或亏损由股东杭州创悦盈科技有限责任公司享有和承担。

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。