



内部编号:2024060754

## 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

项目负责人: 严奇昊 严奇昊 yanqihao@shxsj.com  
邵一静 邵一静 syj@shxsj.com  
项目组成员:  
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](http://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.*

## 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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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。

## 评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100625】

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

23上城资本债01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2024年6月28日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2023年6月29日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2022年8月15日

### 评级观点

#### 主要优势:

- 较好的外部环境。上城区为杭州市中心城区,具备区位优势和便利的交通条件,经济发展水平及财政收入质量优异,跟踪期内区域经济及财税保持增长态势,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,得益于政府持续资产注入、债权转增资本公积以及自身经营积累,上城资本资本实力持续增强。

#### 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,上城资本短期刚性债务规模大幅增长,而账面现金资产对其覆盖程度较弱,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,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。

### 评级结论

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,本评级机构维持公司AAA主体信用等级;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。

### 未来展望

本评级机构预计上城资本信用质量在未来12个月持稳,维持其主体信用评级展望为稳定。

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
<b>发行人母公司口径数据:</b>			
货币资金(亿元)	5.75	1.38	0.69
刚性债务(亿元)	0.00	4.55	34.08
所有者权益(亿元)	614.19	616.08	618.02
经营性现金净流入量(亿元)	0.15	-9.12	-27.85
<b>发行人合并口径数据及指标:</b>			
总资产(亿元)	1464.19	1666.20	1781.76
总负债(亿元)	842.86	925.82	1003.25
刚性债务(亿元)	539.48	575.82	668.18
所有者权益(亿元)	621.33	740.37	778.52
营业收入(亿元)	66.59	100.57	108.04
净利润(亿元)	15.46	28.81	9.71
经营性现金净流入量(亿元)	53.11	21.64	-34.00
EBITDA(亿元)	25.06	42.08	28.54
资产负债率[%]	57.56	55.57	56.31
权益资本/刚性债务[%]	115.17	128.58	116.51
长短期债务比[%]	421.12	347.96	272.86
短期刚性债务现金覆盖率[%]	114.08	37.04	34.75
EBITDA/利息支出[倍]	1.00	1.71	0.92
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.08	0.05

注: 发行人数据根据上城资本经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)

评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	1
	财务风险	3
	初始信用级别	<b>aa<sup>+</sup></b>
	合计调整	0
	其中: ①ESG 因素	0
	②表外因素	0
	③业务持续性	0
	④其他因素	0
	个体信用级别	<b>aa<sup>+</sup></b>
外部支持	支持因素	+1
主体信用级别		<b>AAA</b>

调整因素: (0)

无

支持因素: (+1)

上城资本是上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体, 主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资本投资、国有资产管理、市政养护等职能, 业务地位突出, 可获得政府较大力度的支持。

# 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 2023 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 2024 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

## 数据基础

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2023 年，该公司同一控制下合并新增浙江强飞环卫保洁有限公司、杭州诚承清洁服务公司、杭州大兴物业管理有限公司和杭州丁桥夜市管理有限公司等 4 家子公司，新设杭州五堡科技产业开发有限责任公司、杭州上华产业开发有限责任公司、杭州德寿宫商业运营管理有限公司、杭州安慧商业管理有限公司、杭州隆城置业发展有限公司、杭州玉蚕科技有限公司、杭州丰收湖科技发展有限公司、杭州安孚物业服务有限公司、杭州城发华威建材有限公司、杭州上城领航创业投资有限公司、杭州上城招商产业投资有限公司、杭州上城区产业园发展有限公司、杭州上城创领聚源创业投资合伙企业（有限合伙）等 13 家子公司，购买杭州上城区城投商业管理有限公司和浙江恒池建设有限公司等 2 家子公司。上述合并范围内新增子公司体量较小，对公司业务经营和财务状况影响不大。截至 2023 年末，公司合并范围共 112 家子公司。

## 业务

上城区属杭州市中心城区，经济发展水平及财政收入质量优异，跟踪期内，全区经济和财税收入保持增长态势。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，且随着业务拓展，公司营收规模保持增长。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。

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产

稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

## （2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任机制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

## （3）区域因素

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心，也是国家重点风景旅游和历史文化名城，2019 年全域被纳入长三角一体化发展中心区，属长三角中心城市之一。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，也是南宋王朝皇城所在地，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。整合后的上城区腹地向东拓展，区划面积增至 122 平方公里，下辖 14 个街道，203 个村社，截至 2023 年末，全区常住人口为 139 万人，较上年末增加 1.9 万人，城镇化率已达 100%。2023 年全区居民人均可支配收入 8.27 万元，高于同期杭州市城镇居民人均可支配收入水平（8.06 万元）。

跟踪期内，上城区经济总量保持杭州市内领先地位，但主要因工业经济下行，经济增幅居市内下游。2023 年，全区实现地区生产总值 2668.5 亿元，总量居杭州市下辖区县第二位；同比增长 4.3%，增速较上年略升 0.5 个百分点，低于同期杭州市水平 1.3 个百分点。其中，第二、三产业增加值分别为 622.0 亿元和 2046.5 亿元，同比增速分别为-2.0% 和 6.4%，其中工业经济转为负增长，服务业经济复苏态势较好。按常住人口计算，2023 年，上城区人均地区生产总值为 19.33 万元，是全国水平的 2.16 倍。2024 年第一季度，上城区实现地区生产总值 682.1 亿元，同比增长 3.1%。

图表 1. 2021 年以来上城区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 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	2417.5	7.2	2560.5	3.8	2668.5	4.3	682.1	3.1
其中：第二产业增加值	604.7	5.1	671.0	2.6	622.0	-2.0	180.8	3.2
第三产业增加值	1812.9	7.8	1889.5	4.2	2046.5	6.4	501.3	3.1
人均地区生产总值（万元）	18.18	5.5	18.92	2.0	19.33	2.9	--	--
人均地区生产总值倍数 <sup>1</sup> （倍）	2.23		2.21		2.16		--	--
规上工业增加值	466.7	6.5	479.8	3.0	471.8	-1.2	160.2	3.1
全社会固定资产投资	--	-8.3	--	5.5	--	11.1	--	8.7
社会消费品零售总额	976.9	10.6	1073.1	8.8	1107.0	3.2	233.6	-3.0
三次产业结构比	0:25:75		0:26.2:73.8		0:23.3:76.7		0:26.5:73.5	
居民人均可支配收入	7.67	8.4	7.91	3.2	8.27	4.5	--	--

注：表中数据为新上城区口径。

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。工业方面，2023 年，上城区实现规上工业增加值 471.82 亿元，同比下降 1.2%，其中数字经济核心产业制造业增加值 15.13 亿元，同比微增 1.6%；装备制造业增加值 55.07 亿元，同比弱增长 3.7%；纺织服装、服饰业和仪器仪表制造业、时尚制造业和环保制造业增势较好，同比增幅高于 9.0%。2024 年第一季度，全区实现规上工业增加值 160.2 亿元，同比增速转为正增长 3.1%。服务业方面，2023 年全区批发业和营利性服务业分别实现增加值 370.1 亿元和 345.4 亿元，分别增长 6.1% 和 11.9%，分别拉动 GDP 增长 0.8 和 1.5 个百分点；住宿业、餐饮业营业额同比分别增长 42.0% 和 21.3%，增速均列市内首位。

2023 年上城区消费市场回暖，社会消费品零售总额为 1107.0 亿元，同比增长 3.2%，其中服装、鞋帽、针纺织品类低增长；增幅同比有所回落，主要系上年汽车类、办公用品类等高增长拉高基数所致。同年投资增速提速，全区固定资产投资同比增长 11.1%，高出全市增速 8.2 个百分点，其中房地产开发投资、制造业投资增势较突出，同比分别增长 18.9%、11.9%。2024 年第一季度，上城区固定资产投资增速为 8.7%，高出同期杭州市水平；同期社会消费品零售总额同比下降 3.0%，低于同期杭州市水平。

<sup>1</sup> 根据当期人均地区生产总值/人均国内生产总值计算所得。

土地市场方面，2023 年上城区涉宅地块成交面积有所增长，但宅地成交价格同比回落，全年全区土地出让金持续下降。2023 年全区土地成交总价 330.66 亿元，同比下降 17.21%，其中住宅用地成交占比 74.0%。2024 年第一季度，全区完成土地出让面积 19.02 万平方米，其中住宅用地和商办用地出让面积分别为 4.86 万平方米和 5.21 万平方米；同期，土地出让总价为 68.33 亿元，其中住宅用地和商办用地出让总价分别为 43.73 亿元和 23.38 亿元。

图表 2. 2021 年以来上城区土地市场情况

指标 <sup>2</sup>	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
<b>土地出让总面积（万平方米）</b>	<b>74.31</b>	<b>62.04</b>	<b>70.28</b>	<b>19.02</b>
其中：住宅用地	42.38	38.88	38.66	4.86
综合用地（含住宅）	19.11	3.17	8.86	—
商办用地	11.79	16.96	17.19	5.21
工业用地	1.03	2.36	5.11	8.95
其它用地	--	0.67	0.46	—
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>403.90</b>	<b>399.38</b>	<b>330.66</b>	<b>68.33</b>
其中：住宅用地	287.61	328.19	244.74	43.73
综合用地（含住宅）	67.35	10.09	24.82	—
商办用地	48.83	60.21	59.65	23.38
工业用地	0.13	0.29	0.74	1.22
其它用地	--	0.61	0.72	—
<b>土地出让均价（万元/平方米）</b>	<b>5.44</b>	<b>6.44</b>	<b>4.71</b>	<b>3.59</b>
其中：住宅用地	6.79	8.44	6.33	9.00
综合用地（含住宅）	3.52	3.18	2.80	—
商办用地	4.14	3.55	3.47	4.49
工业用地	0.12	0.12	0.14	0.14
其它用地	--	0.90	1.56	—

资料来源：CREIS 中指指数（数据提取时间为 2024 年 6 月 11 日）

财政方面，2023 年全区财政收入仍主要来自一般公共预算收入，收入质量高。当年上城区实现一般公共预算收入 244.94 亿元，同比增长 16.3%；其中税收收入 231.87 亿元，同比增长 16.39%，增幅走高，增量主要来自增值税、企业所得税及与土地和房地产相关的土地增值税；其中增值税及所得税合计占比 72.51%，税源结构较稳定；同年税收收入占一般公共预算收入的比重为 94.66%，占比较上年基本持平。2023 年，上城区一般公共预算支出为 134.77 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<sup>3</sup>较上年提升 19.01 个百分点至 181.74%，但上城区体制上解支出规模大，2023 年为 155.00 亿元，是其支出端的重要构成。政府性基金预算方面，2023 年，上城区政府性基金预算收入为 0.30 亿元，对应省市补助收入为 49.67 亿元，合计同比下降 30.89%。

截至 2023 年末，上城区政府债务余额为 107.99 亿元，较上年末增长 29.48%；其中一般债务余额 47.64 亿元、专项债务余额 60.35 亿元。2023 年上城区城投债净融资持续为正值，同时考虑到城投债务负担及城投债利差处相对低位，金融机构资源丰富，区域融资环境良好。

图表 3. 上城区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
一般公共预算收入	201.38	210.56	244.94
其中：税收收入	190.68	199.21	231.87
一般公共预算上级补助收入	49.54	64.87	42.20
一般公共预算支出	119.35	129.39	134.77
体制上解支出	130.16	132.17	155.00
政府性基金预算收入	1.22	3.25	0.30

<sup>2</sup> 加总数与合计数存在尾差，系小数点四舍五入所致，下同。

<sup>3</sup> 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%。

指标	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
其中：国有土地使用权出让收入	0.00	0.00	0.00
政府性基金预算上级补助收入	28.24	69.05	49.67
政府性基金预算支出	57.19	41.02	24.41
政府债务余额	75.93	83.41	107.99

注：2021 年及 2022 年为财政决算数，2023 年为预算执行数。

资料来源：上城区财政局

## 2. 业务运营

### （1）业务地位

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，主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资本投资、国有资产管理、市政养护等职能，同时开展房产租售、融资担保、物业管理、保安服务等经营性业务。目前公司具体业务仍主要由下属四大集团子公司负责，公司本部主要承担国有企业统筹管理职责以及负责基金投资业务。

### （2）经营规模

跟踪期内，该公司营业收入仍主要来自土地整理、房产销售、不动产租赁和商品销售及安装等业务，当年公司土地出让及结算规模有所缩减，但由于贸易业务扩张以及安置房销售增加，当年公司营收规模仍保持增长。2023 年，公司营业收入为 108.04 亿元，较上年增长 7.43%，其中土地整理收入为 40.68 亿元，占营业收入的比重为 37.65%。公司安置房等房产销售收入和不动产租赁收入分别为 22.95 亿元和 7.66 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 16.15 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 27.87%，稳定在较高水平。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
<b>总资产</b>	<b>1464.19</b>	-	<b>1666.20</b>	-	<b>1781.76</b>	-
<b>营业收入</b>	<b>66.59</b>	<b>100.00</b>	<b>100.57</b>	<b>100.00</b>	<b>108.04</b>	<b>100.00</b>
开发土地	37.18	55.84	59.24	58.91	40.68	37.65
房产销售	12.83	19.27	10.93	10.87	22.95	21.25
不动产租赁	5.21	7.82	5.06	5.03	7.66	7.09
保安服务费	1.43	2.15	2.75	2.73	2.59	2.39
商品销售及安装	1.57	2.36	11.63	11.56	16.15	14.95
工程施工	1.90	2.85	3.26	3.24	4.65	4.30
服务费	0.95	1.42	0.97	0.96	1.71	1.58
担保	0.07	0.11	0.10	0.10	0.09	0.09
停车	0.57	0.86	0.63	0.63	0.70	0.64
养护	0.82	1.23	1.21	1.21	1.34	1.24
环卫	0.31	0.46	0.90	0.89	1.86	1.72
车位销售 <sup>4</sup>	0.61	0.92	0.96	0.96	0.11	0.10
其他	3.15	4.72	2.94	2.92	7.56	7.00

注：根据上城资本提供资料整理

#### 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杭州上城区城市建设投

<sup>4</sup> 该公司将部分车位对外出售，2021-2023 年车位销售收入均来自子公司上城城投。

资集团有限公司（简称“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“上城城建”）、杭州上城区城市建设发展集团有限公司（简称“上城城发”）及下属子公司杭州中宸城镇建设有限公司（简称“中宸公司”）和杭州钱塘智慧城市投资开发有限公司（简称“智慧城市公司”）、杭州上城区文商旅投资控股集团有限公司（简称“上城文商旅”，原名为“杭州上城区国有资产控股集团有限公司”）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采用“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。此外，个别子公司采用“代建管理”模式，公司受指挥部或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；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。

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2023年末，公司存货中开发成本、开发产品和安置房余额合计1123.13亿元，同期末在建工程中公共配套基础设施余额为29.58亿元。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。2023年，公司确认土地开发业务收入40.68亿元，同比减少31.32%，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2023年确认代建管理费收入0.35亿元<sup>5</sup>。

截至2023年末，该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804.22亿元。

图表5. 截至2023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
上城城建	艮北区块	6000.00	1598.00	276.00	282.80	1464.06	519.62	286.11
上城城建	普福区块	1200.00	384.85	46.98	42.89	384.85	50.89	37.40
中宸公司	水墩区块（含水墩、笕新、万事利）	1292.00	411.78	94.40	87.75	411.78	106.92	51.03
中宸公司	黎明区块	2240.00	619.12	149.11	116.51	434.80	166.20	78.70
中宸公司	常青区块（夕照区块、剩余区块）	400.00	46.75	125.56	120.00	8.65	6.35	2.86
中宸公司	杨公区块	136.00	54.71	36.37	33.04	54.71	14.60	9.71
智慧城市公司	牛田社区棚户区改造项目	1945.00	122.10	62.44	62.36	38.56	30.14	9.59
智慧城市公司	蚕桑社区棚户区改造项目	1167.00	147.28	61.35	58.87	92.00	33.77	--
<b>合计</b>	--	<b>14380.00</b>	<b>3384.59</b>	<b>852.21</b>	<b>804.22</b>	<b>2889.41</b>	<b>928.49</b>	<b>475.40</b>

注：根据上城资本提供资料整理

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。2023年，公司确认安置房销售收入19.67亿元，主要来自望海潮公司。

截至2023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191.62万平方米，计划总投资合计194.95亿元，累计已投资合计134.14亿元<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 部分安置房项目总投资及已投资包括土地整理及拆迁成本，下同。

图表 6. 截至 2023 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	计划建设周期	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	8.51
望海潮公司	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	2020-2023	24.17	26.61	18.16
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	3.62
中宸公司	笕桥生态公园单元 JG0701-03 地块拆迁安置房项目	2021-2024	9.71	5.93	2.89
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	3.52
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	19.16
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	13.42
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	5.92
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	9.94
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	20.42
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	9.50
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	4.32
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	3.58
湖滨南山公司	岳王新村地块危旧房改建	2020-2022	6.53	18.68	7.90
湖滨南山公司	小营紫阳项目	2020-2025	0.85	4.49	1.80
湖滨南山公司	三元坊巷 10 号项目	2021-2025	1.18	1.32	1.48
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>191.62</b>	<b>194.95</b>	<b>134.14</b>

注: 根据上城资本提供资料整理

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文商旅、上城城发下属子公司智慧城市公司负责。其中, 上城文商旅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文商旅运营; 此外, 上城文商旅另有自建及合作开发的商业地产项目用于对外租售。智慧城市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 2023 年末, 该公司租赁房产可出租面积合计约 99 万平方米, 整体出租率约为 88%。其中, 上城文商旅可出租面积约 43.6 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<sup>7</sup>”) 等商业用房; 智慧城公司可出租面积约 31.2 万平方米 (其中自持房产约 20.8 万平方米、转租房产约 10.4 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<sup>8</sup>”) 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等, 转租房产主要为东大门交易中心和蓝领公寓。2023

<sup>7</sup> 勾山项目毗邻西湖风景名胜区, 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 2023 年末, 该项目已销售 0.36 万平方米 (累计已实现销售收入 5.06 亿元), 在租面积 0.84 万平方米, 整体招商率约 76%。

<sup>8</sup> 绿谷项目为智慧城市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 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 2023 年末, 该项目整体招商率达 100%。

年，公司实现不动产租赁业务收入 7.66 亿元，毛利率为 64.54%。

目前勾山项目和绿谷项目出售物业已基本销售完毕，2023 年该公司确认房产销售(扣除安置房)收入 3.28 亿元，主要来自云商大厦商业商务用房出售。除上述项目外，目前公司主要在建房地产开发项目为子公司智慧城市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用房项目以及上城文商旅负责的三角地项目（杭政储出[2021]55 号地块），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 2023 年末已投资 15.02 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用房项目总建筑面积 8.49 万平方米，计划总投资 6.36 亿元，截至 2023 年末已投资 5.39 亿元，项目完工后将根据杭州市的人才政策对外出租；三角地项目（杭政储出[2021]55 号地块）用地面积 2.31 万平方米，总建筑面积 6.38 万平方米，规划用途为商业商务用地，计划总投资 11.86 亿元，截至 2023 年末已投资 6.97 亿元，项目完工后将自营租售。

图表 7. 截至 2023 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	15.02	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用房项目	6.36	5.39	根据杭州市的人才政策对外出租
三角地项目（杭政储出[2021]55 号地块）	11.86	6.97	自营租售
<b>合计</b>	<b>38.92</b>	<b>27.38</b>	<b>—</b>

注：根据上城资本提供资料整理

此外，子公司上城文商旅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）<sup>9</sup>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<sup>10</sup>。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 2023 年末项目已投资 62.53 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 99%。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 2023 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 98.5%。

### 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，推动区域创新创业和产业转型升级。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杭州市上城区产业投资有限公司（简称“上城产投”）、杭州上城区产业发展投资有限公司（简称“上城产发”）、杭州上城领航创业投资有限公司（简称“领航创投”）和杭州钱塘智慧城市产业投资有限公司（简称“智慧城市产投”）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 2023 年末，该公司直接股权投资金额 35.38 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 8.50 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 5.79 亿元、杭州龙翔商业发展有限公司 4.84 亿元、杭州盛寅房地产开发有限公司 2.51 亿元、杭实临芯科技创新（杭州）有限公司 2.12 亿元等；同期末公司参股子基金 18 家，投资余额 2.06 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。

图表 8. 截至 2023 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 <sup>11</sup>	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型产业，或者具有明确的上市意向及

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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%。

<sup>11</sup> 部分投资已实现退出。

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 <sup>11</sup>	公司持股比例	投资方向
							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（非上市公司）
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	上城产投	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	上城产投	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	2.65	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	现代服务业、新材料、新能源、节能环保、先进制造、生物医药等
杭州盛杭景晟投资管理合伙企业(有限合伙)	3.97	3.97	上城产投	2015 年	0.30	7.62	主要投资子基金
<b>合计</b>	<b>36.61</b>	<b>33.80</b>	--	--	<b>2.26</b>	--	--

注：根据上城资本提供资料整理

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 2023 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，已完成全部出资，目前项目仍在运营中，已实现回款 200 万元；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。2023 年，公司实现投资收益 1.65 亿元，其中，权益法核算的长期股权投资收益为 1.35 亿元，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、杭州龙翔商业发展有限公司和杭实临芯科技创新（杭州）有限公司等，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 1017.29 万元和 1631.39 万元。

图表 9. 2021 年以来公司投资收益明细情况（单位：万元）

年份	2021 年	2022 年	2023 年
类别			
权益法核算的长期股权投资收益	7899.28	9187.37	13520.74
处置长期股权投资产生的投资收益	-6.88	296.74	--
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	2668.07	5776.80	1017.29
其他权益工具投资持有期间取得的股利收入	1427.46	1427.61	1631.39
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	--	1124.75	--

类别	年份	2021 年	2022 年	2023 年
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	355.02
其他		2937.94	25.30	--
<b>合计</b>		<b>15057.60</b>	<b>17900.86</b>	<b>16524.44</b>

注：根据上城资本提供资料整理

#### ➤ 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 2023 年末，上城担保共获得 12 家金融机构担保放贷授信，授信总额为 14.5 亿元。

2023 年，该公司实现担保业务收入 918.57 万元。2023 年末，上城担保在保 120 笔，担保余额为 4.53 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 819 万元，目前已收回 72 万元，剩余代偿款仍在追索中。

#### 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”）<sup>12</sup>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 2023 年末，上城市政在手合同金额 19.08 亿元。近年来随着业务量增大，公司上述业务收入逐年增长。2023 年公司分别确认养护收入、环卫收入和工程施工收入 1.34 亿元、1.86 亿元和 4.65 亿元，同比分别增长 10.50%、107.09% 和 42.81%，其中环卫收入大幅增长的原因还包括新增合并子公司。

#### 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商务楼宇、产业园区、安置房小区、蓝领公寓等。2023 年，公司确认物业管理业务收入 1.71 亿元，较上年大幅增长 76.42%，主要系新增合并子公司所致。

#### 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<sup>13</sup>，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。2023 年，公司确认保安服务业务收入 2.59 亿元，毛利率为 11.40%。

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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。

#### 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。2023年，智鑫茂公司业务规模有所收窄，但由于齐禹公司业务规模的快速扩张，当年公司实现商品销售及安装收入16.15亿元，较上年大幅增长38.94%；同期毛利率为1.39%，较上年提升1.14个百分点。

#### 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2023年末，上城市政共管理收费泊位5857个和停车场库26个。2023年，公司确认停车费收入0.70亿元。

## 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，财务杠杆仍处于可控水平。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，公司短期刚性债务规模大幅增长，而账面现金资产对其覆盖程度较弱，即期债务偿付压力加大，但公司外部融资渠道较为通畅，流动性风险可控。

### 1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司区块综合开发等项目保持较大投资规模，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，2023年末负债总额较上年末增长8.36%至1003.25亿元；但得益于政府持续债权转增资本公积、划拨资产以及自身经营积累，公司权益资本实力不断增强，使得财务杠杆仍处于可控水平，2023年末资产负债率较上年末增加0.74个百分点至56.31%。年末股东权益与刚性债务比率为116.51%，较上年末下降12.07个百分点，但仍处于较好水平。

#### （1）资产

跟踪期内，随着项目建设的推进以及业务拓展，该公司资产规模保持增长，2023年末为1781.76亿元，同比增长6.94%。公司资产主要集中于流动资产，年末占资产总额的比重为74.37%，其中存货占据绝对份额，占资产总额的比重为63.18%。此外，公司货币资金、预付款项、其他应收款、投资性房地产、固定资产和在建工程余额较大，2023年末分别占资产总额的3.24%、2.22%、5.29%、10.43%、9.01%和2.75%。

图表10. 2021-2023年末公司资产构成情况（单位：亿元，%）

科目	2021年末		2022年末		2023年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>资产合计</b>	<b>1464.19</b>	<b>100.00</b>	<b>1666.20</b>	<b>100.00</b>	<b>1781.76</b>	<b>100.00</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>1065.17</b>	<b>72.75</b>	<b>1137.13</b>	<b>68.25</b>	<b>1325.15</b>	<b>74.37</b>
其中：货币资金	56.91	3.89	38.33	2.30	57.69	3.24
应收账款	49.35	3.37	9.39	0.56	4.15	0.23
预付款项	21.24	1.45	23.57	1.41	39.62	2.22
其他应收款	107.28	7.33	101.94	6.12	94.30	5.29
存货	826.32	56.44	961.60	57.71	1125.64	63.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>399.02</b>	<b>27.25</b>	<b>529.06</b>	<b>31.75</b>	<b>456.61</b>	<b>25.63</b>
其中：投资性房地产	133.26	9.10	150.60	9.04	185.77	10.43

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定资产	93.72	6.40	188.79	11.33	160.59	9.01
在建工程	115.30	7.87	129.71	7.79	49.03	2.75

注：根据上城资本提供资料整理

流动资产方面，2023 年末该公司货币资金余额为 57.69 亿元，由于融入款项尚未使用较上年末增长 50.51%，其中 5.00 亿元因保证金、履约保函、监管资金等使用受限。年末预付款项较上年末增长 68.13%至 39.62 亿元，主要为预付上城区住建局的拆迁安置款 33.93 亿元以及预付杭州龙瑄房地产开发有限公司购房款 2.30 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，由于款项回笼，年末余额减少 7.50%至 94.30 亿元，主要包括应收望江改造指挥部 21.88 亿元（主要为上城城建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建设指挥部办公室 10.78 亿元和杭州市三堡经济适用房建设前期指挥部 8.56 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，随着项目建设推进以及当年将交易中心一二期及九乔国际商贸城等项目由在建工程科目转入核算，年末余额较上年末增长 17.06%至 1125.64 亿元，年末包括开发成本 957.36 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）和开发产品 158.10 亿元（主要核算已完工房产及土地）等。此外，由于收回应收上城区财政局款项，年末应收账款余额减少 55.75%至 4.15 亿元；其他流动资产主要为待抵扣增值税和预缴税款等，年末余额增至 3.01 亿元。

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），2023 年末余额为 185.77 亿元，同比增长 23.35%，增量主要系固定资产等其他科目转入 32.96 亿元、外购陆家坪人才公寓等房产 5.02 亿元以及划拨金牛坊等房产 4.10 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，当年由于将交易中心一二期及九乔国际商贸城等项目转入存货核算以及部分项目完工转固，年末余额大幅减少 62.20%至 49.03 亿元，其中公共配套基础设施为 29.58 亿元。固定资产由于当年公司新增并表子公司以及其他科目转入等增加 7.28 亿元，但主要因转入投资性房地产科目核算减少 30.05 亿元，使得年末余额减少 14.94%至 160.59 亿元，主要包括公共配套基础设施 103.64 亿元和房屋建筑物 56.17 亿元。此外，2023 年末，公司长期股权投资 14.88 亿元，投资对象主要包括杭州新湖滨商业发展有限公司 5.79 亿元、杭州龙翔商业发展有限公司 4.84 亿元和杭实临芯科技创新（杭州）有限公司 2.12 亿元；年末其他权益工具投资 10.98 亿元，主要包括对杭州银行股份有限公司投资 8.50 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 11.58 亿元，主要系对参股公司及基金出资，分布较为分散。

从资产受限情况看，截至 2023 年末，该公司账面受限资产总额为 39.43 亿元，占资产总额的比重为 2.21%，主要为因保证金、履约保函、监管资金等受限的货币资金以及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 11. 截至 2023 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	5.00	8.66	保证金、履约保函、监管资金等
存货	13.54	1.20	借款抵押
投资性房地产	20.89	11.24	借款抵押
合计	39.43	-	-

注：根据上城资本提供资料整理

## （2）所有者权益

跟踪期内，该公司所有者权益较上年末增长 5.15%至 778.52 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2023 年末占所有者权益的比重分别为 12.84%、56.36%和 25.20%。2023 年公司资本公积增减变动较大，其中当年资本公积增量 41.25 亿元，主要包括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 39.11 亿元、收到凯旋指挥部移交金牛坊增加 2.01 亿元等；此外，当年子公司杭州玉皇山南建设有限公司根据《关于进一步明确山南指挥部、复兴指挥部资产划转及运营管理有关事宜的请示》（上财[2023]59 号）以及《关于指挥部往来欠款账务处理的报告》（上国投[2023]9 号）等文件，冲减无偿划拨资产形成的资本公积 11.65

亿元；综合影响下，年末资本公积余额较上年末增长 7.24%至 438.79 亿元。由于公司经营积累，年末未分配利润增长 2.75%至 196.17 亿元。2023 年末，主要因其他权益工具投资公允价值变动以及外币财务报表折算差额影响，公司其他综合收益较上年末下降 4.45%至 38.14 亿元。此外，年末公司其他权益工具 5.00 亿元系上城城发发行的可续期公司债券。

### (3) 负债

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，2023 年末，公司长短期债务比为 272.86%，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、政府债券转贷资金和非银机构借款等构成的刚性债务为主，2023 年末刚性债务占负债总额的比重为 66.60%。公司其他负债主要包括合同负债、其他应付款、专项应付款和递延所得税负债，2023 年末占同期末负债总额的比重分别为 2.04%、6.39%、19.36% 和 2.70%。其中，合同负债由于当年预收大额安置房款，年末余额大幅增长 149.76%至 20.49 亿元，主要包括预收安置房款 18.48 亿元和预收货款 1.26 亿元。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，由于当年公司将应收安置房销售款与应付望江指挥部款项对冲，年末其他应付款较上年末减少 21.05%至 64.06 亿元，余额主要包括应付上城区财政局 19.45 亿元、杭州建华股份经济合作社 6.11 亿元、红五月股份经济合作社 6.48 亿元、望江指挥部 8.20 亿元和杭州盛寅房地产开发有限公司 2.10 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，由于部分资金转增资本公积，年末余额减少 10.27%至 194.22 亿元。递延所得税负债主要形成于投资性房地产评估增值，2023 年末余额为 27.04 亿元。

2023 年末，该公司刚性债务同比增长 16.04%至 668.18 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，并保有一定规模的非银机构借款。截至 2023 年末，公司银行借款、发行债券、政府债券转贷资金、非银机构借款占刚性债务总额的比重分别为 45.31%、43.33%、3.76% 和 6.44%。公司刚性债务以长期限为主，2023 年末公司长期刚性债务占比为 75.05%。同期末，公司银行借款余额为 302.73 亿元，银行借款期限偏长期，其中一年内到期余额为 71.17 亿元、超过一年到期借款余额为 231.56 亿元，银行借款利率在 2.90%-4.75% 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 289.51 亿元，直接融资主体包括公司本部、上城城发、上城城投、上城文商旅、望海潮公司、上城城建、智慧城市公司和中宸公司，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。公司非银机构借款包括资产管理公司借款 30.00 亿元、信托借款 11.19 亿元和融资租赁借款 1.83 亿元。此外，年末公司还有非流动负债应付利息 6.05 亿元和应付票据 1.72 亿元。

截至 2024 年 6 月 24 日，该公司合并范围内各公司存续期债券情况如下，本息兑付情况正常。

图表 12. 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
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 江干城建债	2020-09-03	2.00	2.00	5+2	3.99	一般企业债	--
ZJ BARON B2408	2021-08-12	2 亿美元	2 亿美元	3	2.25	海外债	--
ZJ BARON BONDS DUE 2026	2023-08-25	2 亿美元	2 亿美元	3	5.85	海外债	--
21 望海潮债 02	2021-06-03	7.00	5.60	7	4.00	一般企业债	--
21 望海潮债 01	2021-04-06	8.00	6.40	7	4.35	一般企业债	--
20 望海潮债 01	2020-07-31	15.00	12.00	7	4.40	一般企业债	--

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
21 望江 01	2021-06-21	7.00	7.00	3+2	2.00	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	--
24 文商旅	2024-01-15	10.00	10.00	3+2	2.99	私募债	杭州上城区国有资本运营集团有限公司
23 上国 02	2023-06-21	10.00	10.00	3+2	3.26	私募债	--
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
BOXIN BONDS DUE 2024	2023-06-06 2023-07-18	3.25 亿美元	3.25 亿美元	1	5.90	海外债	--
Zhejiang Kunpeng bonds due 2024	2023-10-18	2.23 亿美元	2.23 亿美元	1	6.70	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 03	2023-08-02	12.00	12.00	3	3.14	私募债	--
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	--
24 上发 Y2	2024-01-19	11.00	11.00	3+N	3.13	私募债	--
23 上发 Y1	2023-12-15	5.00	5.00	3+N	3.39	私募债	--
23 上发 02	2023-10-13	10.00	10.00	3+2	3.00	私募债	杭州上城区国有资本运营集团有限公司
23 上发 01	2023-09-25	15.00	15.00	3+2	2.94	私募债	杭州上城区国有资本运营集团有限公司
22 上资优	2022-11-25	4.55	3.88	2.926+3+3	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	--
<b>合计</b>	--	<b>240.69 亿元 +9.48 亿美元</b>	<b>234.02 亿元 +9.48 亿美元</b>	--	--	--	--

注：根据上城资本提供资料及 Wind 整理（截至 2024 年 6 月 24 日）

## 2. 偿债能力

### （1）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、停车费等的现金收支及财政拨款、经营性资金往来款收支等。2023 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 88.66 亿元，当年公司营业收入现金率为 82.06%，业务收现水平尚可。当年公司往来款保持净流入，但由于区块综合开发投入及业务运营支出规模较大，使得当年经营性现金转为净流出 34.00 亿元。公司投资性现金流主要反映公司理财产品的投资与收回、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，2023 年投资活动产生的现金流量净额为-24.20 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，2023 年公司加大直接融资力度，筹资活动产生的现金净额增至 72.36 亿元。

## (2) 盈利

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。2023年，公司实现营业毛利30.11亿元，较上年减少1.35亿元。其中，土地整理业务是公司毛利最主要的构成，毛利占比达到53.36%；房产销售和租赁业务也为营业毛利的重要构成部分，2023年营业毛利占比分别为10.20%和16.42%；公司保安服务、商品销售及安装、工程施工、养护、环卫、停车费、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10.19亿元，由于当年固定资产折旧大幅增加而增长53.26%；财务费用为7.83亿元，因当年费用化的利息支出增加而较上年大幅增长172.25%。综合影响下，当年公司期间费用合计为18.23亿元，较上年增长88.53%，期间费用率为16.87%，但2023年公司资本化利息支出为21.44亿元，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，2023年公司政府补助等其他收益为1.80亿元。此外，当年公司投资净收益为1.65亿元，确认投资性房地产和其他非流动金融资产公允价值变动净收益-2.87亿元，实现资产处置收益0.23亿元，因坏账和债权投资减值确认信用减值损失-0.63亿元，获得拆迁补偿等营业外收入0.35亿元。综合影响下，2023年公司净利润为9.71亿元，较上年减少19.11亿元，净资产收益率1.28%，资产获利能力较弱。

## (3) 偿债能力

2023年，该公司EBITDA为28.54亿元，较上年减少13.54亿元，其中利润总额减少21.10亿元至10.85亿元。公司刚性债务持续增长，EBITDA对于刚性债务本金偿付的保障程度偏低。公司项目投资和对外投资规模较大，非筹资性现金保持净流出，无法对债务偿付提供有效保障。

图表 13. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021年/末	2022年/末	2023年/末
EBITDA/利息支出(倍)	1.00	1.71	0.92
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.08	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	34.75	11.75	-14.30
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	9.96	3.88	-5.47
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	8.20	-13.55	-24.47
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	2.35	-4.47	-9.36
流动比率(%)	658.57	550.20	492.50
现金比率(%)	35.19	18.71	21.53
短期刚性债务现金覆盖率(%)	114.08	37.04	34.75

注：根据上城资本提供资料整理

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、政府债券转贷资金等为主，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。2023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增加2.82个百分点和下降2.29个百分点至21.53%和34.75%，现金资产对短期债务的覆盖程度较弱。

融资渠道方面，该公司与多家银行建立了良好的合作关系。截至2023年末，公司银行授信额度为1068.39亿元，其中尚未使用授信额度720.51亿元。总体来看，公司尚有大额未使用授信额度，且外部融资渠道较为通畅，融资成本较低，流动性风险可控。

## 调整因素

### 1. ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，唯一股东和实际控制人仍为上城区财政局（上城区国资办）。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。根据最新《章程》，公司不设股东会，由公司股东行使相关职权。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，连选可以连任；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，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。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<sup>14</sup>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有限公司总经理。

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。

### 2. 表外因素

截至 2023 年末，该公司对外担保余额合计 24.75 亿元，担保比率为 3.18%，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 2023 年末上城担保在保余额为 4.53 亿元，尚未追回代偿金额 747 万元。

图表 14. 截至 2023 年末公司对外担保概况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保终止日
杭州盛锐建设开发有限公司	0.51	2021/9/6	2024/5/23
杭州湖滨国际商业发展有限公司	4.40		
杭州新湖滨商业发展有限公司	10.79	2020/10/1	2037/12/31
杭州龙翔商业发展有限公司	3.36		
杭州新龙翔商业发展有限公司	3.30	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	1.57	2019/4/4	2033/12/31
杭州上复资产管理有限公司	0.15	2019/11/8	2024/11/4
<b>合计</b>	<b>24.75</b>	--	--

注：根据上城资本提供资料整理

### 3. 业务持续性

该公司是上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体，主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资

<sup>14</sup> 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监委纪律审查和监察调查。

本投资、国有资产管理、市政养护等职能，同时开展房产租售、融资担保、物业管理、保安服务等经营性业务。截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

#### 4. 其他因素

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，2023年，公司向关联方采购商品/接受劳务支付0.03亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到0.08亿元，公司向关联方出租房屋建筑物及停车场确认收入0.92亿元。2023年末，公司作为担保方为关联企业担保余额24.75亿元。截至2023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22.31亿元，公司应付（包括应付账款、预收款项、合同负债、其他应付款）关联方余额15.15亿元。

根据该公司提供的本部（2024年4月19日）、上城文商旅（2024年1月30日）、上城市政（2024年3月27日）、上城城投（2024年5月22日）、上城城发（2024年6月20日）、上城城建（2024年5月22日）、中宸公司（2024年5月20日）、智慧城市公司（2024年5月20日）和望海潮公司（2024年5月22日）的《企业信用报告》，公司本部及上述子公司近三年还款记录正常<sup>15</sup>，无违约情况发生；但望海潮公司其他借贷交易中存在一笔关注类担保，系对盛锐建设的担保借款总额2.50亿元展期所致。

根据国家企业信用信息系统、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息2024年6月26日的查询结果，该公司本部、上城文商旅、上城市政、上城城投、上城城发、望海潮公司、上城城建、中宸公司和智慧城市公司无重大异常情况。

### 外部支持

该公司作为上城区核心的基础设施建设和国有资本运营主体，在业务开展及项目资金上能够得到上城区人民政府大力度的支持。2023年末，公司因股东债权转增资本公积以及资产划拨等增加资本公积41.25亿元。此外，2023年公司获得政府补助等各类奖补资金1.70亿元。

### 跟踪评级结论

综上，本评级机构维持上城资本主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“23上城资本债01”信用等级为AAA。

<sup>15</sup> 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。

附录一：

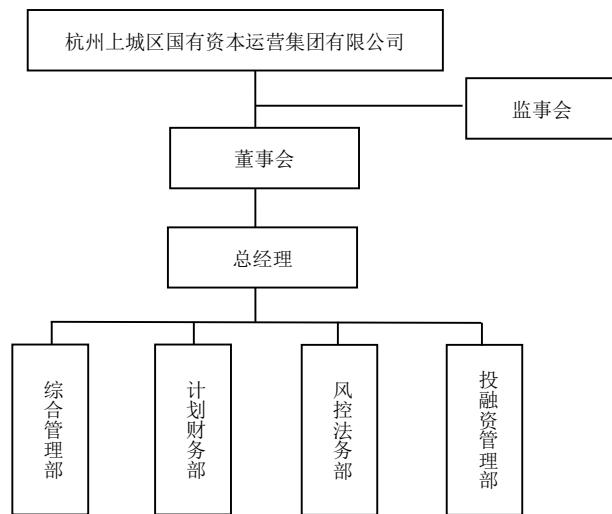
公司与实际控制人关系图



注：根据上城资本提供的资料整理绘制（截至 2023 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上城资本提供的资料整理绘制（截至 2023 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	2023年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
杭州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	659.96	618.02	1.24	0.0001	-27.85	母公司口径
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	803.99	387.59	61.41	7.43	-13.06	合并口径
杭州上城区城市发展集团有限公司	上城城发	100	城市建设投资	712.31	245.48	27.22	2.71	-2.58	合并口径
杭州上城区文商旅投资控股集团有限公司	上城文商旅	100	国有资产投资运营	233.15	124.33	9.14	0.14	1.62	合并口径
杭州上城区市政工程集团有限公司	上市政	100	市政工程建设养护	30.04	24.48	10.02	-0.41	0.90	合并口径

注：根据上城资本提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 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（亿元）
杭州萧山国有资产经营集团有限公司	3400.17	1007.18	70.38	181.75	5.05	-52.09
杭州高新国有控股集团有限公司	873.75	455.41	47.88	24.22	3.30	-4.20
杭州上城区国有资本运营集团有限公司	1781.76	778.52	56.31	108.04	9.71	-34.00

注：根据公开资料整理

附录五：

**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]	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额[亿元]	1,464.19	1,666.20	1,781.76
货币资金[亿元]	56.91	38.33	57.69
刚性债务[亿元]	539.48	575.82	668.18
所有者权益[亿元]	621.33	740.37	778.52
营业收入[亿元]	66.59	100.57	108.04
净利润[亿元]	15.46	28.81	9.71
EBITDA[亿元]	25.06	42.08	28.54
经营性现金净流入量[亿元]	53.11	21.64	-34.00
投资性现金净流入量[亿元]	-40.57	-46.60	-24.20
资产负债率[%]	57.56	55.57	56.31
长短期债务比[%]	421.12	347.96	272.86
权益资本与刚性债务比率[%]	115.17	128.58	116.51
流动比率[%]	658.57	550.20	492.50
速动比率[%]	134.54	73.53	59.42
现金比率[%]	35.19	18.71	21.53
短期刚性债务现金覆盖率[%]	114.08	37.04	34.75
利息保障倍数[倍]	0.84	1.50	0.66
有形净值债务率[%]	138.80	126.75	131.08
担保比率[%]	5.01	3.95	3.18
毛利率[%]	33.52	31.28	27.87
营业利润率[%]	27.26	31.90	9.80
总资产报酬率[%]	1.49	2.36	1.18
净资产收益率[%]	2.58	4.23	1.28
净资产收益率*[%]	2.58	4.24	1.27
营业收入现金率[%]	115.69	106.45	82.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.75	11.75	-14.30
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	9.96	3.88	-5.47
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.20	-13.55	-24.47
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.35	-4.47	-9.36
EBITDA/利息支出[倍]	1.00	1.71	0.92
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.08	0.05

注：表中数据依据上城资本经审计的 2021~2023 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) / 期末流动负债合计 ×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他长期债务

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

## 附录六：

### 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 附录七：

## 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)	<a href="#">报告链接</a>
	首次评级	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)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AAA/稳定	严奇昊、邵一静	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	<a href="#">报告链接</a>
债项评级 (23上城资本债01)	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)	<a href="#">报告链接</a>
	首次评级	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)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AAA	严奇昊、邵一静	新世纪评级方法总论(2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	<a href="#">报告链接</a>

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。