



内部编号:2024060774

2022 年杭州钱塘智慧城投资开发有限公司

城市停车场建设专项债券

跟踪评级报告

项目负责人: 陈婷婷  ctt@shxsj.com
熊桦  xh@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 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.

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）100644】

评级对象：2022 年杭州钱塘智慧城投资开发有限公司城市停车场建设专项债券

22 智慧债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 日

前次跟踪：AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 29 日

首次评级：AA/稳定/AA+/2021 年 11 月 23 日

评级观点

主要优势：

- 外部发展环境良好。智慧城开发是杭州市“创新三城”之一，区位和交通优势明显，近年来区域经济发展情况较好，且财政实力较强，区域融资环境良好，为智慧城开发的发展提供了较好的外部环境。
- 股东支持优势。智慧城开发承担着钱塘智慧城基础设施建设和国有资产经营管理等职能，在区域内具有专营地位，并可获得政府项目建设资金支持。
- 担保方增信。上城综合开发为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效增强本期债券偿付保障。

主要风险：

- 盈利稳定性较弱。智慧城开发的主营业务持续产生经营收益的稳定性较弱，跟踪期内因投资性房地产价值下降造成 3.32 亿元公允价值变动损失，导致公司当年净利润大幅下滑。
- 代建项目回款滞后。智慧城开发流动性资产集中为存货，主要由代建工程项目、棚户区改造项目投入成本构成，相关项目已完工但尚未结算，回款相对滞后，使得公司面临较大资金平衡压力。
- 刚性债务压力。跟踪期内，智慧城开发财务杠杆仍处于较高水平，公司刚性债务规模较大，存量货币资金覆盖相对不足，存在较大即期债务偿付压力。
- 投资性房地产价值变动风险。智慧城开发以公允价值计量的投资性房地产规模较大，2023 年由于房地产市场低迷导致房产市值下降，公司按公允价值计量的投资性房地产估值同比下降 10.10 亿元。若未来投资性房地产估值发生较大变动，仍将对公司利润、净资产规模等产生较大影响。
- 关联资金净占用规模大。2023 年智慧城开发与控股股东上城城建和关联方中宸城建产生较大规模往来拆借款。此外，公司因代建业务对四季青有较大规模其他应收款，长期未收回，需关注相关款项回收情况。
- 对外担保金额较大。截至 2023 年末，智慧城开发对控股股东及关联方中宸城建提供担保余额 9.00 亿元，对外担保金额较大，存在一定或有事项风险。

评级结论

通过对智慧城开发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 AA 主体信用等级；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

未来展望

本评级机构预计智慧城开发信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 发行人母公司口径数据： | | | |
| 货币资金（亿元） | 8.33 | 1.78 | 0.75 |

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|----------------------|----------|--------|--------|
| 刚性债务（亿元） | 56.79 | 57.79 | 40.09 |
| 所有者权益（亿元） | 71.70 | 75.92 | 77.53 |
| 经营性现金净流入量（亿元） | -4.69 | -8.70 | 5.03 |
| 发行人合并口径数据及指标: | | | |
| 总资产（亿元） | 222.41 | 261.97 | 261.88 |
| 总负债（亿元） | 143.54 | 177.63 | 177.12 |
| 刚性债务（亿元） | 64.07 | 69.01 | 63.81 |
| 所有者权益（亿元） | 78.87 | 84.35 | 84.77 |
| 营业收入（亿元） | 8.65 | 13.75 | 18.32 |
| 净利润（亿元） | 2.82 | 4.90 | 1.03 |
| 经营性现金净流入量（亿元） | 0.13 | -4.26 | -5.85 |
| EBITDA（亿元） | 4.85 | 9.18 | 2.23 |
| 资产负债率[%] | 64.54 | 67.80 | 67.63 |
| 权益资本/刚性债务[%] | 123.10 | 122.23 | 132.84 |
| 长短期债务比[%] | 2,690.92 | 370.70 | 165.44 |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%] | 1,365.02 | 19.38 | 36.34 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 1.50 | 3.22 | 0.59 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.08 | 0.14 | 0.03 |

注：发行人数据根据智慧城开发经审计的 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 | 2 | |
| | 财务风险 | 4 | |
| | 初始信用级别 | | aa ⁻ |
| | 调整因素 | 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 | | aa ⁻ | |
| 外部支持 | 支持因素 | +1 | |
| 主体信用级别 | | AA | |

调整因素：(0)

无。

支持因素：(+1)

该公司承担钱塘智慧城基础设施建设和国有资产经营管理等职能，公司为控股股东上城城建下属重要子公司之一，能够在政府项目建设资金方面获得一般性支持。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年杭州钱塘智慧城投资开发有限公司（简称“智慧城开发”）城市停车场建设专项债券（简称“22 智慧债”或“本期债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据智慧城开发提供的经审计的 2023 年财务报表及相关经营数据，对智慧城开发的财务状况、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 2022 年 4 月 29 日发行了本金为 9.60 亿元，期限 7 年的“22 智慧债”。本期债券募集资金 7.20 亿元用于杭政储出[2020]29 号地块、杭政储出[2021]23 号地块等六个停车场建设项目，2.40 亿元用于补充流动资金。截至 2023 年末，本期债券已使用募集资金 6.22 亿元（募投项目 3.82 亿元，流动资金 2.4 亿元）。募投项目计划总投资 10.93 亿元，项目于 2022 年 6 月陆续开工建设，根据各个停车场的建设进度，计划在 2026 年 12 月前陆续通过竣工验收，并分批投入使用。截至 2023 年末，项目已累计投资 7.10 亿元，其中除杭政储出[2020]29 号地块商业商务兼容社会停车场项目配套停车场处于竣工验收阶段，杭政储出[2021]23 号地块商业商务用房项目配套停车场和艮北新区单元 JG1601-R22-08 地块 9 班幼儿园配套停车场处于主体建设阶段，其余项目均处于地基建设阶段。

图表 1. 本期债券募投项目投资概况（单位：万平方米，亿元）

| 项目名称 | 用地面积 | 计划总投资 | 拟使用募集资金 | 截至 2023 年末累计投资 | 截至 2023 年末已使用募集资金 | 项目进度 | 预计完工时间 |
|--|------|-------|---------|----------------|-------------------|------------|---------|
| 杭政储出[2020]29 号地块商业商务兼容社会停车场项目配套停车场 | 3.41 | 4.68 | 3.08 | 4.68 | 3.08 | 竣工验收 | 2024.12 |
| 杭政储出[2021]23 号地块商业商务用房项目配套停车场 | 1.94 | 3.26 | 2.15 | 2.33 | 0.65 | 主体建设 | 2025.06 |
| 江干科技园单元 JG1505-17 地块 24 班小学及社会停车场工程配套停车场 | 2.35 | 1.45 | 0.96 | 0.025 | 0.025 | 地基建设 | 2027.12 |
| 江干科技园单元 JG1505-A6/R22-21 地块居住区配套项目配套停车场 | 0.47 | 0.63 | 0.42 | 0.018 | 0.018 | 地基建设 | 2026.12 |
| 杭州市数字商贸城单元 JG1807-A6/R22-09 综合配套工程配套停车场 | 0.59 | 0.57 | 0.37 | 0.018 | 0.018 | 地基建设 | 2026.12 |
| 艮北新区单元 JG1601-R22-08 地块 9 班幼儿园配套停车场 | 0.47 | 0.34 | 0.22 | 0.029 | 0.029 | 主体建设完成 80% | 2026.12 |
| 合计 | 9.23 | 10.93 | 7.20 | 7.10 | 3.82 | — | — |

资料来源：智慧城开发

数据基础

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行审计；天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行审计；容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制；按照中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。

2023 年该公司合并范围内新设立 1 家子公司杭州安慧商业管理有限公司（注册资本 100 万元，主营园区管理服务、商业综合体管理服务等业务）；当年划出 2 家子公司，分别为 4 月划出的杭州江滨物业管理有限公司（简称“江滨物业”）¹和 11 月划出的杭州钱塘智慧城产业投资有限公司（简称“智慧城产业投资”）²，对合并口径数据影响较小。截至 2023 年末公司合并范围内子公司共 5 家。

业务

上城区为杭州市主城区之一，经济发展水平较高。该区财政实力较强，且财政自给水平高；2023 年受杭州市房地产市场低迷影响，土地成交价格下滑，土地成交总额持续下降。上城区政府债务规模适中，政府债务率处于较低水平，区域融资环境较好。

该公司主要承担钱塘智慧城的基础设施建设和国有资产经营管理等职能，同时亦根据钱塘智慧城定位承载产业孵化、引育等职能。2023 年公司土地整理业务规模扩大，且新增较大金额投资性房地产处置收入，营业收入同比大幅增长且盈利水平有所提升。但是受房地产市场低迷影响，公司按公允价值计量的投资性房地产估值下降，造成较大金额公允价值变动损失，导致公司净利润同比大幅下滑，需关注公司净利润波动风险。

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

¹ 2022 年末江滨物业总资产和所有者权益分别为 123.85 万元和 446.59 万元，2022 年营业收入和净利润分别为 84.01 万元和 -296.83 万元。

² 2022 年末智慧城产业投资总资产和所有者权益分别为 0.84 亿元和 0.83 亿元，2023 年营业收入和净利润分别为 0.00 亿元和 0.02 亿元。

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2,668.5亿元，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2,046.5亿元，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 2. 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 | 2,417.5 | 7.2 | 2,560.5 | 3.8 | 2,668.5 | 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 | 1,812.9 | 7.8 | 1,889.5 | 4.2 | 2,046.5 | 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 | -- | -- |

| 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 |
| 人均地区生产总值倍数 ³ （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 | 1,073.1 | 8.8 | 1,107.0 | 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：表中数据为上新城区口径。

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1,107.0亿元，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。

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 3. 2021 年以来上城区土地市场情况

| 指标 ⁴ | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年第一季度 |
|-----------------|--------|--------|--------|-----------|
| 土地出让总面积（万平方米） | 74.31 | 62.04 | 70.28 | 19.02 |
| 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 | -- |
| 土地出让总价（亿元） | 403.90 | 399.38 | 330.66 | 68.33 |

³ 根据当期人均地区生产总值/人均国内生产总值计算所得。

⁴ 加总数与合计数存在尾差，系小数点四舍五入所致，下同。

| 指标 ⁴ | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年第一季度 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 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 | — |
| 土地出让均价（万元/平方米） | 5.44 | 6.44 | 4.71 | 3.59 |
| 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⁵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 4. 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 |
| 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

该公司主要承担钱塘智慧城的基础设施建设和国有资产经营管理等职能，在区域内具有专营地位。公司业务涉及城市基础设施建设、棚户区改造、资产租赁、物业管理、贸易等业务。另外，基于钱塘智慧城创新、智慧新城区的功能定位，公司承载着区域内产业孵化、引育等职能，相关业务包含产业园孵化器的规划、建设和运营等。

⁵ 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%。

未来待钱塘智慧城开发完毕，公司将转型以钱塘智慧城内房产物业开发、销售及租赁和物业管理业务为主。

(2) 经营规模

2023 年该公司营业收入为 18.32 亿元，较上年大幅增长 33.25%；综合毛利率为 28.13%，较上年增加 21.97 个百分点，营业收入和毛利率同比增长主要系受土地整理业务影响及当年新增投资性房地产处置收入且其毛利率较高所致。具体看，棚户区改造项目中释放地块实现出让，公司当年土地整理服务费收入同比大幅增长 141.91%，但成本确认方式改变导致该业务毛利率同比增加 10.34 个百分点至 15.05%。房屋租赁及物业管理业务虽然受自持物业及管理物业规模减少影响收入小幅下降，但是因为划出的承租物业人工成本较多，该业务毛利率同比大幅提升。贸易业务收入波动较大，其中 2023 年收入同比大幅减少系因业务调整所致，毛利率仍处于很低水平。此外，公司自持物业杭创中心被征收使得公司当年新增 4.63 亿元投资性房地产处置收入。公司产业园孵化器绿谷项目对外销售完毕，当年未产生销售收入。代建业务因已完工项目尚未竣工结算当年也未产生管理费收入。整体看，公司收入规模一般，且收入结构存在波动，并造成毛利率呈现较大波动。

图表 5. 公司资产及营业收入规模、毛利率构成（单位：万元，%）

| 项目 | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023 年 | |
|-------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 规模 | 占比 | 规模 | 占比 | 规模 | 占比 |
| 总资产 | 2,224,135.59 | - | 2,619,731.21 | - | 2,618,848.97 | - |
| 营业收入 | 86,484.82 | 100.00 | 137,515.61 | 100.00 | 183,241.19 | 100.00 |
| 其中：土地整理服务费 | 29,802.68 | 34.36 | 42,441.78 | 30.86 | 102,670.82 | 56.03 |
| 房屋租赁及物业管理费 | 16,972.80 | 19.60 | 18,652.67 | 13.56 | 18,358.40 | 10.02 |
| 贸易 | 15,275.29 | 17.66 | 75,460.44 | 54.87 | 15,228.52 | 8.31 |
| 代建管理费 | 1,077.66 | 1.25 | — | — | — | — |
| 产业园孵化器 | 22,686.01 | 26.23 | — | — | — | — |
| 投资性房地产处置 | — | — | — | — | 46,256.37 | 25.24 |
| 毛利率 | | 46.16 | | 6.17 | | 28.13 |
| 其中：土地整理服务费 | | 94.74 | | 4.71 | | 15.05 |
| 房屋租赁及物业管理费 | | 41.12 | | 27.52 | | 54.97 |
| 贸易 | | 0.04 | | 0.02 | | 0.04 |
| 代建管理费 | | 68.70 | | — | | — |
| 产业园孵化器 | | 14.53 | | — | | — |
| 投资性房地产处置 | | — | | — | | 55.71 |

资料来源：智慧城开发

A. 土地整理业务

该公司承担钱塘智慧城范围内的土地整理工作，并按照土地开发整理项目协议约定收取管理费。公司原与钱塘智慧城产业建设中心（简称“产业中心”）签订土地整理合同，土地整理服务费（不含税）按出让地块出让金乘以 6% 的净额法确认收入。2022 年公司变更与上城区财政局签订土地整理合同，改为以土地开发补偿费按照 45% 的总额法扣除相关业务费等后确认收入⁶，并以可行性研究报告及工程概算暂时估计相关成本。2023 年公司完成 5 个地块的土地开发整理，确认土地整理服务费合计为 10.27 亿元，由于 2023 年公司按照实际土地整理支出的方式确认成本，且不同地块成本差异较大，该业务毛利率较上年增加 10.34 个百分点至 15.05%。公司目前仅剩余发良北新区单元良北新区单元 JG1601-M1-39 地块待开发，预计未来开发面积为 12.70 亩，预计土地整理费 0.05 亿元，公司该类业务收入将存在缩减及不可持续风险。

⁶ 根据《江干科技园单元 JG1505-R21/B1/B2-19 地块资金支付协议》，该地块土地出让金为 10.09 亿元，土地开发补偿费按照 45% 的总额法扣除业务费及土地储备专项债券后（0.64 亿元），确认实际土地整理服务费为 3.90 亿元。根据《杭州数字商贸城单元 JG1801-M1-10 地块资金支付协议》，该地块土地出让金为 0.16 亿元，土地开发补偿费按照 45% 的总额法扣除业务费后（14.81 万元），确认实际土地整理服务费为 0.07 亿元。根据《杭州数字商贸城单元 JG1801-M1-15 地块资金支付协议》，该地块土地出让金为 0.12 亿元，土地开发补偿费按照 45% 的总额法扣除业务费后（10.89 万元），确认实际土地整理服务费为 0.05 亿元。根据《江干科技园单元 JG1505-B1/B2-30 地块资金支付协议》，该地块土地出让金为 0.79 亿元，土地开发补偿费按照 45% 的总额法扣除业务费和土地开发补偿费后（0.14 亿元），确认实际土地整理服务费为 0.22 亿元。

图表 6. 2023 年公司出让地块及土地整理服务费获取情况（单位：亩，亿元）

| 地块名称 | 土地性质 | 出让面积 | 土地出让金额 | 土地整理服务费 |
|--------------------------------|--------------|--------|--------|---------|
| 艮北新区单元 JG1601-43 地块 | 工业用地 | 9.11 | 0.12 | 0.06 |
| 杭州市数字商贸城单元 JG1801-M1-14 地块 | 工业用地 | 18.82 | 0.17 | 0.08 |
| 杭州市数字商贸城单元 JG1801-M1-16 地块 | 工业用地 | 13.53 | 0.12 | 0.05 |
| 四堡、七堡单元 JG1406-R21-14 地块 | 住宅用地 | 55.36 | 21.62 | 9.53 |
| 江干科技园单元 JG1505-R21/B1/B2-19 地块 | 住宅用地兼容商务商业用地 | 47.48 | 10.09 | 0.55 |
| 合计 | — | 144.30 | 32.12 | 10.27 |

资料来源：智慧城开发

B. 棚户区改造业务

该公司棚户区改造业务主要包含安置房建设、棚户区配套基础设施建设等。公司负责项目的建设管理，并遵照施工合同按项目进度向施工单位支付工程款。在达到交付安置房条件前，公司与项目拆迁主体或市场化销售对象签订《安置房认购协议》或《安置房销售协议》，约定交付时间、认购面积、认购单价、结算方式等，项目建成经三方验收合格后，公司聘请专业机构对工程造价进行审定，并与项目拆迁主体或市场化销售对象进行安置房款结算。资金平衡方面，棚户区改造项目安置房、停车位等销售能形成一定资金回笼，同时棚户区改造项目征迁释放出的土地，也能通过土地出让等方式平衡公司相关投入。

该公司棚户区改造项目主要为牛田社区棚户区改造项目和蚕桑社区棚户区改造项目，上述项目均已于 2022 年 6 月完成竣工备案，累计投入资金 108.25 亿元，截至 2023 年末尚未销售，也未确认相关收入。根据公司测算，项目如全部销售预计可实现销售收入合计 50.84 亿元。另外，上述两大棚户区改造项目拆迁释放的补偿地块的出让金按照占比 45%扣除服务费返还给公司，截至 2023 年末土地出让金额 94.50 亿元。其余资金缺口主要通过政府购买服务方式支付给公司，2022 年已到位偿还牛田社区棚户区改造项目建设所用的银行贷款 15.10 亿元，2023 年末未产生相关资金。

C. 房屋租赁及物业管理业务

该公司房屋租赁业务由公司本部及子公司杭州九鑫投资有限公司（简称“九鑫公司”）负责运营，主要是将自持物业租赁给相关公司，每年获取租金收入，其中自持物业以绿谷项目未出售部分办公楼、车库等为主，另包含智慧城内部分标准工业厂房、农贸市场等。公司物业租赁周期根据具体合同约定，租金依据相关物业的评估价值相应变化。除自持业务外，公司另有部分业务为公司根据客户需求先承租相关物业再转租给客户的形式，该部分业务主要为实现园区协同发展。

截至 2023 年末，该公司自持物业可出租面积为 20.83 万平方米及多个停车场等；承租物业（可出租）面积为 10.39 万平方米，包含公寓、产业园等各类可出租物业。自持物业方面，2023 年由于公司自持物业杭创中心⁷（可出租面积 4.10 万平方米）被征收⁸，当年确认投资性房地产处置收入 4.63 亿元；由于杭创中心建设年份早且建设成本较低，故处置收入的毛利率较高为 55.71%。2023 年 10 月杭州上城区文商旅投资控股集团（简称“文商旅投控”）⁹将横河大厦和环城东路 23-1 等 4 处房产无偿划转至公司，但由于杭创中心处置，公司自持物业可出租面积有所下降，加之公司承租的 5 个项目划转至杭州智城产业运营管理有限公司（简称“智城产业”）¹⁰，公司整体可出租面积下降，导致 2023 年房屋租赁业务收入同比减少 3.76%至 1.59 亿元；由于划出承租物业的人工成本等较高，使得业务毛利率同比增加 37.60 个百分点至 67.97%。从出租率看，由于横河大厦和环城东路 23-1 等 4 处房产的移交时间较短，故目前出租率不高；大学科技园地下车库和创智绿谷发展中心车库等由于市场需求较弱导致出租率不高；其余物业整体出租率均较高。

⁷ 杭创中心项目位于艮山西路 102 号，园区由 4 栋独立楼宇，2 处裙楼构成，建筑面积近 5 万平方米。

⁸ 2023 年 5 月，根据《杭州市江干区人民政府房屋征收决定》（杭江政征字[2018]第 004 号）批准，因建设需要，征收该公司杭创中心所在地块，并对土地和房屋实施征收补偿。杭州市城东新城建设投资有限公司支付给该公司补偿收入 4.54 亿元和临时安置补助费、停产停业损失补贴 0.09 亿元（合计 4.63 亿元）。

⁹ 文商旅投控成立于 2008 年 8 月，注册资本 22 亿元，控股股东为杭州上城区国有资本运营集团有限公司，与该公司同属同一最终控制方控制。

¹⁰ 智城产业成立于 2022 年 12 月，注册资本 0.20 亿元，控股股东为杭州上城区城市建设发展集团有限公司，与该公司受同一母公司控制。

此外，九鑫公司 2020 年取得杭政储[2020]25 号地块住宅用地，用于人才专项租赁住房建设。项目总建筑面积 8.49 万平方米，其中地上建筑面积 4.92 万平方米（含住宅和配套设施），地下建筑面积 3.57 万平方米。项目计划总投资 6.36 亿元，资金来源于公司自有资金和银行贷款。截至 2023 年末已投资 4.45 亿元，预计 2024-2025 年分别投资 1.30 亿元和 0.61 亿元。该项目未来资金回笼将来自于人才专用租赁住房房屋、车位的出租收入，预计将增加公司房屋租赁收入。

该公司对于部分物业还提供物业管理服务，但目前总体规模不大，2023 年实现物业管理收入 0.24 亿元，较上年增长 15.75%，但由于当年人工和运营成本提升，导致毛利率同比下降 35.80 个百分点至-30.86%。

图表 7. 截至 2023 年末，公司主要出租物业情况

| 物业/项目名称 | 可出租面积（平方米） | 已出租（平方米） | 出租率（%） |
|-----------------------|---------------|---------------|--------|
| 自持物业 | | | |
| 创智绿谷发展中心 4 号、5 号、6 号楼 | 7,1537.45 | 65,382.98 | 91.40 |
| 创智绿谷发展中心车库 | 1371 个 | 684 个 | 49.89 |
| 创智绿谷发展中心 7、8、9 号楼地下门厅 | 529.77 | 529.77 | 100.00 |
| 创智绿谷发展中心地下商业街 | 6183.35 | 6183.35 | 100.00 |
| 大学科技园 3、4 号楼 | 40,528.01 | 25,515.70 | 62.96 |
| 大学科技园地下车库 | 238 个 | 59 个 | 24.79 |
| 标准厂房（一、二期） | 28,246.07 | 21698.20 | 76.82 |
| 运河二通道 | 12,017.10 | 12,017.10 | 100.00 |
| 金叶大楼农贸市场 | 3,181.57 | 3,181.57 | 100.00 |
| 冯普路北小学停车场 | 99 个 | 99 个 | 100.00 |
| 科晟大楼农贸市场 | 4,744.00 | 4,744.00 | 100.00 |
| 三卫家园南苑商铺 | 6,061.24 | 6,061.24 | 100.00 |
| 三卫家园东苑商铺 | 4,348.21 | 4,348.21 | 100.00 |
| 三卫家园北苑商铺 | 4,552.22 | 4,552.22 | 100.00 |
| 牛田东苑 | 3,868.27 | 3,868.27 | 100.00 |
| 牛田苑 | 3,234.78 | 3,234.78 | 100.00 |
| 横河大厦 | 1,485.29 | 216.21 | 14.56 |
| 国贸大厦 | 2,549.71 | 2,549.71 | 100.00 |
| 环城东路 23-1 | 5,536.81 | 0.00 | 0.00 |
| 邮政大楼 | 3913.31 | 3913.31 | 100.00 |
| 海天公寓 | 5795.18 | 5795.18 | 100.00 |
| 承租物业 | | | |
| 三卫蓝领公寓 | 17,670（258 套） | 10,953(159 套) | 61.99 |
| 米果（东大门） | 22,029.95 | 22,029.95 | 100.00 |
| 工艺纺织品 | 12,539 | 12,539 | 100.00 |
| 中娱数媒（新星光电） | 2,936.95 | 2,936.95 | 100.00 |
| 中邮普泰 | 13,995.38 | 13,995.38 | 100.00 |
| 鑫运时代金座 2 幢 2-8 层 | 3,238.90 | 2,313.50 | 71.43 |
| 铁牛大厦 | 25,506.78 | 25,506.78 | 100 |
| 财通大厦 5 幢、6 幢 | 5,981.00 | 5,981.00 | 48.00 |

资料来源：智慧城开发

D. 贸易业务

该公司贸易业务由子公司杭州智鑫茂物资贸易有限公司（简称“智鑫茂贸易”）负责，主要开展大宗原料精对乙二醇（EG）、涤纶短纤和盘扣式脚手架的内销贸易。2023 年公司实现贸易业务收入 1.52 亿元，同比大幅减少 79.82%，主要系当年减少苯二甲酸（PTA）和涤纶短纤的贸易规模所致。从收入构成看，2023 年公司精对乙二醇（EG）和盘扣式脚手架产品销售收入分别为 0.90 亿元和 0.62 亿元。但是贸易业务毛利率水平仍很低，2023 年仅为 0.04%。

该公司上游采购商主要为杭州城投资产管理集团有限公司、丽水市汽车运输集团股份有限公司和万向三农集团有限公司，2023 年上述采购商采购金额合计 3.30 亿元，供应商集中很高。公司根据客户需求，组织货源发运至公司，客户完成货物验收后，完成贸易服务。公司下游客户主要为海量（厦门）资源有限公司和浙江星光经贸有限公司，2023 年上述客户销售金额合计 3.30 亿元，客户集中度很高。结算方面，公司与贸易业务客户结算方式为现金及银行承兑汇票。2023 年，公司与客户结算周期为 7 天，较上年减少 38 天，回款周期大幅缩短，系因业务结构调整所致。总体看，公司贸易业务上下游客户集中度很高，需关注贸易业务风险。

E. 产业园孵化

该公司承载着钱塘智慧城产业孵化、引育等职能，相关业务包含产业园孵化器的规划、建设和运营等。公司产业园孵化器前期建设产业园区，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相结合的方式吸引入驻企业，产业园孵化器相关的项目资金由公司自筹。近年来公司主要开发的产业园孵化器承载主体绿谷杭州东部创新中心（简称“绿谷项目”）¹¹已于 2021 年销售完毕，2023 年暂未产生该类业务收入。

该公司产业园孵化类在建项目主要包括总部基地产业园集群项目和商业商务用房项目。其中，总部基地产业园集群项目投资主体为子公司杭州九鑫投资有限公司（简称“九鑫公司”），该项目位于上城区（九堡中心单元 JG1702-B1/B2/S42-09 地块），东至九堡中心单元 JG1702-13 地块绿化工程，南至规划东城路，西至杭州地铁 1 号线（九堡站）、牛田社区，北至香滨湾花园。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，预计建设办公塔楼（商业及办公）、配套用房、地下室及园区道路、停车场、绿化等附属工程，项目计划总投资 20.70 亿元，资金来源于公司自有资金和银行贷款，建设期间为 2020 年 11 月至 2025 年 3 月。截至 2023 年末，该项目已累计投入 15.02 亿元，已建成 6 幢 12 层商业写字楼和 1 幢 2 层会议中心，并于 2023 年预售，已预售写字楼面积 3.58 万平方米，2023 年实现购房款 3.28 亿元，剩余待销售写字楼面积 5.39 万平方米，如全部销售预计将实现销售收入 9.16 亿元。

商业商务用房项目由该公司子公司杭州慧视明科技有限公司（简称“慧视明科技”）负责，该项目位于杭州市九堡中西单元内，总建筑面积为 9.32 万平方米，计划建设两幢高层及裙房，用于慧视明眼科医院及其他商业商务办公用房，计划总投资 8.90 亿元，资金来源于自有资金和银行贷款，建设周期为 2022 年 7 月至 2025 年 6 月，截至 2023 年末，该项目已投入资金 5.39 亿元，目前已经完成 2 栋楼房主体建设，剩余室内外装修和室外工程尚处于在建中，计划 2024-2025 年分别投资 1.40 亿元和 0.20 亿元。项目建成后将采取租售相结合的方式回笼资金，需关注后续资金回笼情况。

F. 代建业务

公司以委托代建形式对钱塘智慧城区域内的市政、道路、河道和绿化工程等基础设施及公共配套设施开展建设。公司代建项目一般与产业中心和中国杭州四季青服装发展有限公司（简称“四季青”）¹²分别签订《委托代建协议》，由产业中心和四季青负责相关代建项目建设资金的筹集，并按照代建项目需要拨付建设资金。公司则按照相关计划及要求，从事代建项目前期至交付全过程的建设、生产、经营活动，并按照项目投资支出的 3% 确认代建管理费，项目完工结算后，委托方委托第三方对项目造价进行审核，根据审定金额冲减已列支的工程建设专项经费。截至 2023 年末，公司已完成多个基础设施的代建工作，累计投入资金 14.15 亿元，2023 年由于成本分摊规则未确定，代建项目均尚未进行完工结算，未产生代建业务收入。截至目前，公司无其他新增在建或拟建委托代建项目。

¹¹ 该项目是原江干区自主开发、销售运营的首个产业园项目，项目紧邻德胜高架、杭甬高速等两大交通主干线，距离杭州地铁 1 号线九和路站仅 300 米，位于钱塘智慧城产业板块的核心区块。该项目于 2018 年全部竣工，项目占地 105 亩，总建筑面积 30.10 万平方米，共建成 9 幢建筑单体。绿谷项目采用对外销售及自持相结合的运营模式。绿谷项目于 2019 年开始销售，销售物业为 1-3 号楼、4 号楼（部分）、7-9 号楼，截至 2021 年末已售面积为 11.59 万平方米，销售均价为 1.56 万元/平方米，全部楼栋已售罄。

¹² 四季青为公司控股股东上城区城市建设发展集团有限公司子公司，属于公司关联方公司。

图表 8. 截至 2023 年末，公司主要已完工未结算代建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 建设期 | 已投资 ¹³ |
|--------------------------------|-----------|-------------------|
| 三村宣家埠综合整治 | 2017-2021 | 7.85 |
| JG1601-A33/S42-12 地块 36 班九年制学校 | 2020-2021 | 2.62 |
| 九华路（九恒路-胜稼北路北侧）及两侧绿化工程 | 2018-2022 | 2.14 |
| 冯普路（九昌路-和睦港） | 2018-2021 | 0.46 |
| 蚕桑幼儿园（九堡中心单元 JG1701-09 地块） | 2018-2021 | 0.31 |
| 蚕桑街(航海路-和睦港) | 2020-2022 | 0.23 |
| 九州路（九昌路-和睦港） | 2020-2021 | 0.13 |
| 九沙里街 | 2019-2022 | 0.22 |
| 红普路（九盛路-和睦港）道路两侧绿化带工程 | 2020-2021 | 0.10 |
| 规划支路八（九格路-和睦港） | 2020-2022 | 0.05 |
| JG1502-17 地块公园绿化 | 2018-2021 | 0.04 |
| 合计 | - | 14.15 |

资料来源：智慧城开发

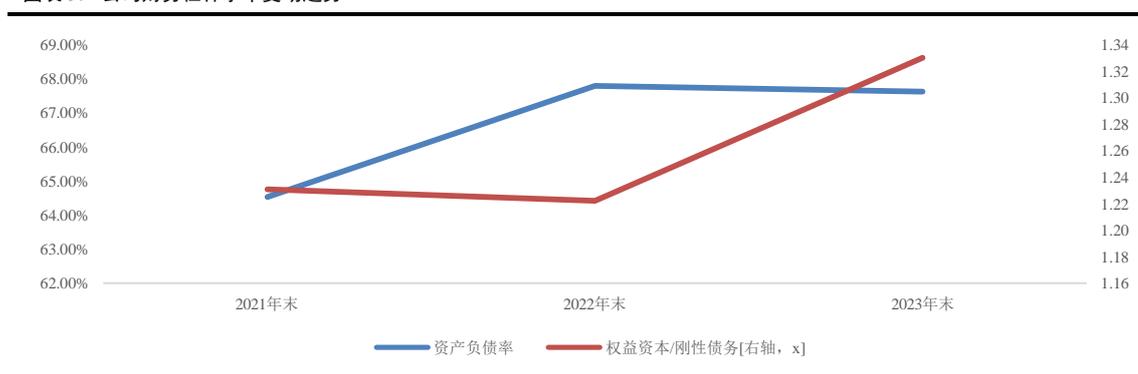
财务

跟踪期内，该公司财务杠杆仍处于较高水平。公司土地整理项目持续产生建设资金支出，而政府单位回款相对滞后，导致经营性现金流持续净流出，加之产业园孵化项目建设款现金投入及被关联方占用资金等投资性现金流亦呈现净流出，跟踪期内公司整体现金流状况不佳，外部融资依赖度较高。但是公司承担钱塘智慧城的基础设施建设和国有资产经营管理等职能，能够获得政府项目建设资金支持。此外，公司未使用银行授信较充足，有望提供一定支撑。

1. 财务杠杆

2021-2023 年末该公司负债总额分别为 143.54 亿元、177.63 亿元和 177.12 亿元，2023 年末公司债务规模有所控制。同期末公司负债经营程度仍处于较高水平，资产负债率分别为 64.54%、67.80%和 67.63%。

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据智慧城开发所提供的数据整理、绘制

(1) 资产

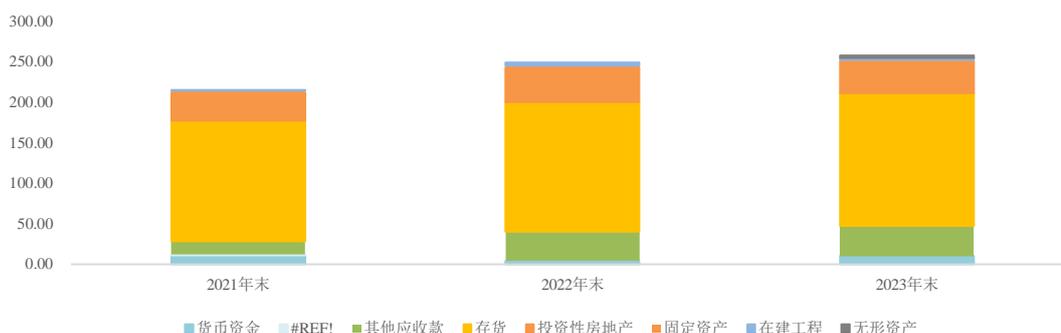
2021-2023 年末，该公司资产总额分别为 222.41 亿元、261.97 亿元和 261.88 亿元，以流动资产为主，同期末流动资产占总资产的比重分别为 79.63%、79.37%和 81.30%。公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构

¹³已完工未结算代建项目投资金额均未包含征地费用。

成，2023 年末占流动资产的比例分别为 4.65%、76.79%和 17.55%。2021-2023 年末公司货币资金分别为 10.86 亿元、3.92 亿元和 9.89 亿元，其中 2022 年末较上年末减少 63.93%主要系控股股东对公司实施资金归集以及土地整理项目及总部基地产业园集群项目等建设持续投入资金等，2023 年末较上年末增长 152.53%主要是公司收到投资性房地产收储资金所致。同期末，公司存货分别为 148.33 亿元、160.24 亿元和 163.48 亿元，近年来有所增长主要是土地整理项目投入资金不断增加所致，2023 年末存货主要由开发成本 23.40 亿元和工程施工 138.83 亿元构成，其中工程施工主要系前期已完工但尚未结算的城市基础设施建设投入资金。2021-2023 年末，公司其他应收款分别为 16.67 亿元、36.19 亿元和 37.37 亿元，其中 2022 年末大幅增长主要系控股股东杭州上城区城市建设发展集团有限公司（简称“上城城建”）对下属子公司实施资金归集所致，2023 年末主要包括因资金归集对上城城建的其他应收款 9.85 亿元和因代建业务应收四季青代建资金 16.43 亿元，需关注相关款项回收情况。

2021-2023 年末，该公司非流动资产为 45.30 亿元、54.04 亿元和 48.98 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和使用权资产构成。其中，2021-2023 年末投资性房地产分别为 35.25 亿元、42.42 亿元和 39.66 亿元，其中 2022 年末增长主要是公司以公允价值计量的出租物业重新评估使得资产增加，而 2023 年末有所减少主要是公司自持物业杭创中心被收储导致减少 2.05 亿元，以及公司房产市值下降所致，2023 年末投资性房地产主要包括绿谷中心、科晟大楼九昌路农贸市场等。2021-2023 年末公司固定资产分别为 1.88 亿元、1.79 亿元和 1.69 亿元，近年来逐年减少主要是计提折旧所致。同期末公司在建工程分别为 0.17 亿元、3.95 亿元和 2.41 亿元，2022 年末大幅增长主要系产业园孵化业务的项目持续建设投入所致，2023 年末在建工程主要为商务用房项目建设投入（JG1707-B1/B2-09 地块），年末余额 2.29 亿元。

图表 10. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据智慧城开发所提供的数据整理、绘制

截至 2023 年末，该公司受限资产为 29.74 亿元，占资产总额的比重为 11.36%，主要系因银行借款而抵押受限的存货和投资性房地产构成，年末分别为 12.96 亿元和 12.56 亿元。此外，公司货币资金因存放监管账户受限 4.22 亿元。

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 | 4.22 | 42.71 | 九鑫公司在杭州银行的监管资金 ¹⁴ |
| 投资性房地产 | 12.56 | 31.68 | 借款抵押 |
| 存货 | 12.96 | 7.93 | 借款抵押 |

注：根据智慧城开发所提供的数据整理、绘制

（2）所有者权益

近年来该公司所有者权益持续增长，2021-2023 年末为 78.87 亿元、84.35 亿元和 84.77 亿元。其中，2021-2023 年末公司实收资本均为 20.10 亿元；资本公积分别为 39.61 亿元、40.01 亿元和 40.93 亿元，其中 2023 年末较上年末增长 2.30%，主要是 1) 文商旅投控将 4 处房产（承租物业）划入公司，资本公积同比增加 1.36 亿元，2) 公司划出滨江物业和智慧城产业投资，资本公积同比减少 0.44 亿元。同期末，公司其他综合收益分别为 11.91 亿元、12.09 亿元和 10.78 亿元，主要是投资性房地产公允价值大于成本部分收益，受投资性房地产公允价值变动

¹⁴ 其中 8.52 万元冻结资金（审计报告披露）经了解实际系为银行的监管资金受限。

影响存在波动。同期末，公司未分配利润分别为 6.26 亿元、10.81 亿元和 11.93 亿元，随着公司经营积累而逐年增加。

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据智慧城开发所提供的数据整理、绘制

（3） 负债

2021-2023 年末该公司负债总额分别为 143.54 亿元、177.63 亿元和 177.12 亿元，主要以刚性债务、其他应付款和长期应付款构成。公司债务以非流动负债为主，同年末长短期债务比分别为 2690.92%、370.70%和 165.44%，近年来由于流动负债增加，长短期债务比逐年下降，但债务期限结构仍合理。

从债务构成看，该公司负债主要由刚性债务、其他应付款和长期应付款等构成，2023 年末分别为 63.72 亿元、33.86 亿元和 68.58 亿元，占负债总额比重分别为 35.98%、19.12%和 38.72%。2021-2023 年末，公司其他应付款分别为 2.40 亿元、15.51 亿元和 33.86 亿元，近年来持续增长主要是单位往来款大幅增长所致，2023 年末的单位往来款主要是与上城城发和杭州中宸城镇建设有限公司（简称“中宸城建”）的资金拆借款（年末分别为 19.80 亿元和 3.22 亿元）。同期末，公司长期应付款分别为 65.11 亿元、81.59 亿元和 68.58 亿元，其中 2022 年末增量主要为政府购买服务（划拨基础设施建设款项，年末增加 15.49 亿元），2023 年末较上年有所下降主要是上缴杭创中心拆迁补偿款所致。

2021-2023 年末该公司刚性债务分别为 64.07 亿元、69.01 亿元和 63.81 亿元，近年来有所波动。其中，同期末公司短期刚性债务分别为 0.80 亿元、20.21 亿元和 27.22 亿元，主要由短期借款、一年内到期的长期借款和其他短期刚性债务构成。其中，2023 年末短期借款为 5.01 亿元，包括保证借款 5.00 亿元和利息 0.01 亿元；一年内到期的长期借款（含利息）为 3.34 亿元；其他短期刚性债务为 18.87 亿元，包括一年内到期的应付债券 17.78 亿元，以及计提利息 1.09 亿元。2021-2023 年末，公司中长期刚性债务分别为 63.28 亿元、48.80 亿元和 36.59 亿元，由长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务构成。其中，2023 年末长期借款为 17.53 亿元，包括抵押借款 9.00 亿元、保证借款 6.46 亿元、抵押和保证借款 5.40 亿元，抵押物为创智绿谷发展中心 4 号、6 号楼，年末借款利率区间为 4.75%-5.20%；应付债券为 17.76 亿元，主要包含本金为 6.80 亿元的“21 智城开发 PPN001”、本金为 8.20 亿元的“22 智城开发 PPN001”、本金为 9.60 亿元的“22 智慧债”；其他中长期刚性债务为政府性债券 1.30 亿元。2023 年公司综合融资成本为 4.14%，同比减少 0.09 个百分点。

图表 13. 公司已发行/存续债券概况

| 债项名称 | 发行金额（亿元） | 期限 | 发行利率（%） | 发行时间 | 本息兑付情况 |
|----------------|----------|---------|---------|------------|-----------|
| 21 智城开发 PPN001 | 6.80 | 3 年 | 3.58 | 2021 年 8 月 | 正常付息，尚未还本 |
| 22 智城开发 PPN001 | 8.20 | 3 年 | 3.75 | 2022 年 3 月 | 正常付息，尚未还本 |
| 22 智慧债 | 9.60 | 7（5+2）年 | 3.88 | 2022 年 4 月 | 正常付息，尚未还本 |

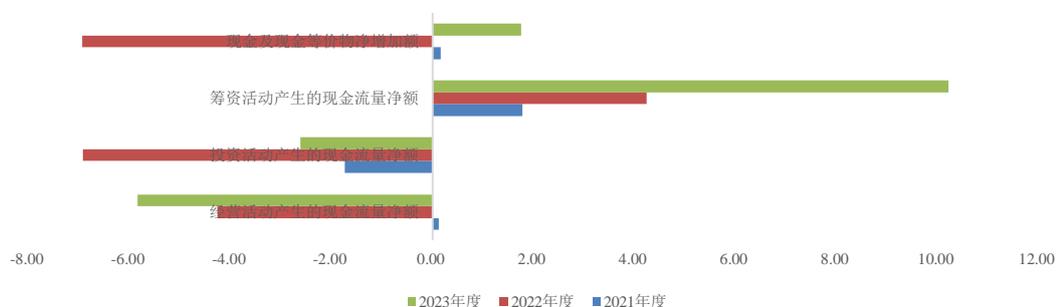
注：根据公开资料整理、绘制

2. 偿债能力

(1) 现金流量

该公司土地整理、项目开发等投入规模大、建设周期长，现金回笼相对较慢，综合现金流情况主要取决于项目开发进度以及相应周期内收到的资金拨付或销售、租赁回款情况等。2021-2023 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.13 亿元、-4.26 亿元和 -5.85 亿元，近年来持续下降主要是土地整理项目建设款支出增加，以及政府相关单位回款相对滞后所致。其中 2023 年公司归还上城城发和中宸城建往来款，导致当年支付其他与经营活动有关的现金同比增加 15.43 亿元至 24.79 亿元，当年经营性现金净流出额进一步扩大。2021-2023 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为 -1.74 亿元、-6.92 亿元和 -2.62 亿元，其中 2022 年减少主要系公司因产业园孵化项目建设款现金支出增加，以及被关联方上城城发和中宸城建占用较多资金所致；2023 年资金被占用的情况有所缓解，投资活动净流出额较上年有所增长。同期公司筹资活动产生的现金流净额分别为 1.78 亿元、4.25 亿元和 10.22 亿元，近年来持续增长系公司收到的银行借款和债券融资金额增加，此外 2023 年由于收到上城城发转贷资金净额为 18.61 亿元，当年筹资活动净现金流进一步增长。

图表 14. 公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据智慧城开发所提供的数据整理、绘制

(2) 盈利

近年来该公司收入规模持续扩大，2021-2023 年分别实现营业收入 8.65 亿元、13.75 亿元和 18.32 亿元，由于收入结构调整，公司盈利能力有所波动，同期营业毛利分别为 3.99 亿元、0.85 亿元和 5.16 亿元，毛利率分别为 46.16%、6.17%和 28.13%。

从费用支出方面看，2021-2023 年该公司期间费用分别为 0.75 亿元、0.90 亿元和 1.38 亿元，期间费用率分别为 8.72%、6.57%和 7.55%，期间费用率处于较低水平。公司期间费用主要由管理费用和财务费用组成，2021-2023 年公司管理费用分别为 0.31 亿元、0.32 亿元和 0.42 亿元，近年来持续增长主要系职工薪酬增加所致；财务费用分别为 0.35 亿元、0.56 亿元和 0.96 亿元，近年来增长较快主要系公司融资规模，利息支出逐年增加所致。

此外，2021-2023 年该公司公允价值变动收益分别为 0.54 亿元、6.78 亿元和 -3.32 亿元，其中 2022 年同比增加 6.24 亿元系当年杭州正大房地产评估有限公司对公司以公允价值计量的投资性房地产进行重新评估所致¹⁵，2023 年由于房地产市场低迷导致房产市值下降，导致按公允价值计量的投资性房地产同比减少 10.10 亿元。2021-2023 年公司其他收益分别为 0.10 亿元、-0.09 亿元和 0.03 亿元，近年来有所波动主要是增值税加计扣除抵减变化所致，同期政府补助分别仅为 0.00 万元、88.47 万元和 56.00 万元。近年来，受主业盈利能力和非经常性损益波动的影响，公司净利润呈现较大波动，2021-2023 年净利润分别为 2.82 亿元、4.90 亿元和 1.03 亿元，其中 2023 年受投资性房地产公允价值减少影响，公司净利润同比大幅下降。

¹⁵ 2021 年投资性房地产评估公司为浙江正大评估有限公司，2022 年更换为杭州正大房地产评估有限公司，其中公司所有位于上城区红普路 788 号创智绿谷发展中心 4 幢等投资性房地产公允价值较上年合计增加 1.04 亿元，位于上城区三卫家园北苑 5 幢底商 5 等投资性房地产公允价值较上年增加 5.74 亿元。

(3) 偿债能力

2021-2023 年该公司 EBITDA 为 4.85 亿元、9.18 亿元和 2.23 亿元，近年来波动下降主要系公司利润总额变动所致。同年公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 1.50 倍、3.22 倍和 0.59 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.08 倍、0.14 倍和 0.03 倍，整体保障程度仍较低。

2021-2023 年末该公司流动比率分别为 3,443.74%、551.02% 和 319.07%，整体看流动性指标良好。但考虑到公司流动资产中存货规模很大，实际流动性弱于账面所示。同期末，公司现金比率分别为 211.12%、10.38% 和 14.82%，其中 2022 年末大幅下降主要系公司货币资金大幅减少所致，整体看公司流动性压力上升。

图表 15. 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) | 1.50 | 3.22 | 0.59 |
| EBITDA/刚性债务(倍) | 0.08 | 0.14 | 0.03 |
| 经营性现金净流入与流动负债比率(%) | 2.60 | -19.89 | -11.20 |
| 经营性现金净流入与刚性债务比率(%) | 0.20 | -6.41 | -8.81 |
| 非筹资性现金净流入与流动负债比率(%) | -33.01 | -52.18 | -16.21 |
| 非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%) | -2.60 | -16.81 | -12.75 |
| 流动比率(%) | 3,443.74 | 551.02 | 319.07 |
| 现金比率(%) | 211.12 | 10.38 | 14.82 |
| 短期刚性债务现金覆盖率(%) | 1,365.02 | 19.38 | 36.46 |

注：根据智慧城开发所提供的数据整理、绘制短期偿债能力。结合公司现金类资产储备、短期债务规模，以及影响公司该公司与金融机构保持较好的合作关系，截至 2023 年末，公司获得各银行授信总额为 69.09 亿元，剩余未使用授信额度为 31.77 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司董事、监事及高管人员未发生变动。

2. 表外因素

截至 2023 年末，该公司对外担保余额为 9.00 亿元，其中对控股股东上城城建提供担保余额 8.20 亿元，担保期限为 2023 年 6 月 27 日至 2024 年 9 月 25 日；对关联方杭州中宸城镇建设有限公司（简称“中宸城建”）提供的担保余额 0.80 亿元，担保期间为 2022 年 6 月 22 日至 2031 年 6 月 14 日，公司对外担保金额较大，存在一定或有事项风险。

3. 其他因素

该公司关联交易主要系因代建业务产生的应收账款及与控股股东及同一控制下企业之间产生的往来款等，2023 年末公司应收关联方款项合计 37.07 亿元，主要包含因代建业务应收四季青代建资金 16.43 亿元，以及因资金归集对上城城建的其他应收款 9.85 亿元，因资金拆借对关联方中宸城建的往来借款 7.71 亿元。当年末应付关联方款项合计 23.35 亿元，主要是对上城城建和中宸城建的其他应付款合计 23.02 亿元。2023 年末公司被控股股东及关联方合计净占用资金 13.72 亿元，需关注对公司流动性的影响。

根据该公司提供的 2024 年 5 月 20 日《企业信用报告》，公司无不良信贷信息。根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，公司未存在异常情况。

外部支持

该公司控股股东为上城城建，截至 2024 年 3 月末持有公司 100% 股权。公司实控人为杭州市上城区人民政府，对公司的经营战略和财务决策施加较大影响。

该公司承担钱塘智慧城的基础设施建设和国有资产经营管理等职能，在区域内具有专营地位，在钱塘智慧城开发和运营上起着重要的作用。公司在项目承接、代建项目资金拨付等方面能够得到地方政府一般性支持。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 募投项目收益

该公司本期债券募投项目规划营业收入包括停车位收入、充电桩收入、广告位收入。募投项目具有一定经营性收入，能够为本期债券偿债提供一定资金来源。

2. 担保分析

该公司本期债券由杭州上城区城市建设综合开发有限公司（简称“上城综合开发”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

上城区是杭州市主城区之一，近年来该市经济保持增长态势。跟踪期内，上城综合开发主要从事上城区所辖部分区块内土地整理及基础设施建设业务，主要职能未发生变化。土地开发业务是上城综合开发最主要的收入来源，2023 年结转收入虽有所下降，但该业务效益良好，毛利率保持高水平。跟踪期内，上城综合开发新增房屋销售收入，来源于商办项目的销售，因项目建设成本略高于协议售价，毛利率为负。上城综合开发在建物业开发项目未来将产生一定的投资需求。因保安公司无偿划出，上城综合开发 2023 年不再产生保安服务费收入和商品销售及安装业务收入。

2023 年末上城综合开发所有者权益小幅增长；因应付股东往来款增加，上城综合开发资产负债率有所上升但仍处于低位，财务结构稳健。上城综合开发短期刚性债务占比较高，且规模较大，面临一定的滚续压力。2023 年上城综合开发收到土地出让金返还减少，当年开发投入仍较大，非筹资性现金流维持大额净流出状态。业务回款缩减，叠加资金拆出规模加大因素影响，上城综合开发货币资金减少，对短期刚性债务的覆盖程度下降至较低水平。上城综合开发资产以开发的土地及应收往来款为主，前者变现能力受未来土地出让和财政资金安排影响，后者虽主要产生于其控股股东体系内资金集中管理过程，但仍需关注资金拨付的及时性。

经本评级机构评审委员会评定，上城综合开发主体级别维持为 AA⁺。

上城综合开发为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保可对本期债券起到良好的增信作用。

跟踪评级结论

综上，本评级机构智慧城开发主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AA⁺。

附录一：

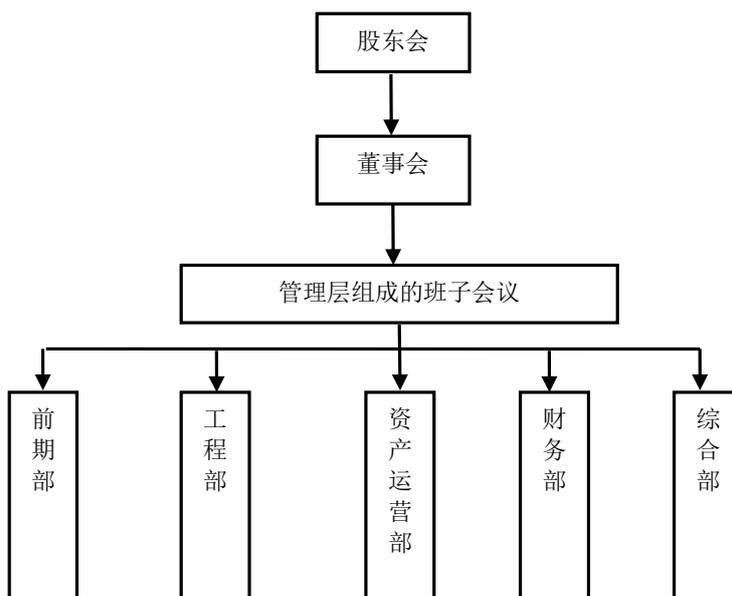
公司与实际控制人关系图



注：根据智慧城开发提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据智慧城开发提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

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 |
|-----------------|--------|--------------------|-----------------|--------------------|---------------|--------------|-------------|------------------------|-------|
| | | | | 刚性债务 (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) | |
| 杭州钱塘智慧城投资开发有限公司 | 本部 | - | 项目代建等 | 40.09 | 77.53 | 15.75 | 2.07 | 5.03 | 母公司口径 |
| 杭州九鑫投资有限公司 | 九鑫公司 | 100.00 | 产业园孵化器的规划、建设及运营 | 22.59 | 14.13 | 0.81 | -1.07 | 10.31 | |
| 杭州智鑫茂物资贸易有限公司 | 智鑫茂 | 100.00 | 物资贸易 | - | 3.23 | - | - | - | |
| 杭州慧视明科技有限公司 | 慧视明科技 | 100.00 | 研究与实验 | - | 0.02 | 1.52 | -0.16 | 7.06 | |
| 杭州智合物业管理有限公司 | 智合物业公司 | 51.00 | 物业管理 | - | 0.74 | - | 0.18 | - | |

注：根据智慧城开发提供的资料整理

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） |
| 南京六合新城建设(集团)有限公司 | 576.91 | 220.61 | 61.76 | 23.80 | 1.07 | -53.10 |
| 宁波慈溪交通集团有限公司 | 376.82 | 146.84 | 61.30 | 7.40 | 0.86 | -22.34 |
| 杭州中宸城镇建设有限公司 | 350.60 | 121.14 | 65.45 | 8.01 | 0.79 | 14.11 |
| 杭州钱塘智慧城投资开发有限公司 | 261.88 | 84.77 | 67.63 | 18.32 | 1.03 | -5.85 |

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] | 222.41 | 261.97 | 261.88 |
| 货币资金[亿元] | 10.86 | 3.92 | 9.89 |
| 刚性债务[亿元] | 64.07 | 69.01 | 63.72 |
| 所有者权益[亿元] | 78.87 | 84.35 | 84.77 |
| 营业收入[亿元] | 8.65 | 13.75 | 18.32 |
| 净利润[亿元] | 2.82 | 4.90 | 1.03 |
| EBITDA[亿元] | 4.85 | 9.18 | 2.23 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 0.13 | -4.26 | -5.85 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -1.74 | -6.92 | -2.62 |
| 资产负债率[%] | 64.54 | 67.80 | 67.63 |
| 长短期债务比[%] | 2,690.92 | 370.70 | 165.44 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 123.10 | 122.23 | 132.84 |
| 流动比率[%] | 3,443.74 | 551.02 | 319.07 |
| 速动比率[%] | 540.21 | 123.75 | 72.38 |
| 现金比率[%] | 211.12 | 10.38 | 14.82 |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%] | 1,365.02 | 19.38 | 36.34 |
| 利息保障倍数[倍] | 1.25 | 2.53 | 0.40 |
| 有形净值债务率[%] | 181.99 | 210.88 | 216.67 |
| 担保比率[%] | — | 0.46 | 10.61 |
| 毛利率[%] | 46.16 | 6.17 | 28.13 |
| 营业利润率[%] | 42.15 | 47.36 | 2.47 |
| 总资产报酬率[%] | 1.90 | 2.98 | 0.57 |
| 净资产收益率[%] | 3.68 | 6.00 | 1.22 |
| 净资产收益率*[%] | 3.68 | 6.06 | 1.23 |
| 营业收入现金率[%] | 168.13 | 65.81 | 96.55 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 2.60 | -19.89 | -11.20 |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率[%] | 0.20 | -6.41 | -8.81 |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -33.01 | -52.18 | -16.21 |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -2.60 | -16.81 | -12.75 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 1.50 | 3.22 | 0.59 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.08 | 0.14 | 0.03 |

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

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

附录六：

担保方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] | 315.02 | 345.03 | 368.02 |
| 货币资金[亿元] | 20.07 | 8.71 | 4.88 |
| 刚性债务[亿元] | 77.41 | 86.43 | 85.81 |
| 所有者权益[亿元] | 208.83 | 227.07 | 227.82 |
| 营业收入[亿元] | 15.50 | 40.28 | 26.99 |
| 净利润[亿元] | 6.45 | 19.80 | 7.60 |
| EBITDA[亿元] | 9.44 | 23.43 | 14.50 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 26.70 | 7.93 | 1.49 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -29.41 | -45.85 | -11.47 |
| 资产负债率[%] | 33.71 | 34.19 | 38.10 |
| 长短期债务比[%] | 149.23 | 80.27 | 54.60 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 269.76 | 262.72 | 265.51 |
| 流动比率[%] | 300.85 | 295.72 | 240.01 |
| 速动比率[%] | 164.47 | 140.29 | 128.14 |
| 现金比率[%] | 47.12 | 13.30 | 5.39 |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%] | 328.64 | 22.48 | 9.96 |
| 利息保障倍数[倍] | 3.15 | 6.06 | 4.06 |
| 有形净值债务率[%] | 50.85 | 51.95 | 61.54 |
| 担保比率[%] | 11.17 | 18.64 | 14.84 |
| 毛利率[%] | 61.16 | 56.49 | 53.68 |
| 营业利润率[%] | 43.97 | 49.97 | 29.79 |
| 总资产报酬率[%] | 2.50 | 6.34 | 2.97 |
| 净资产收益率[%] | 3.17 | 9.09 | 3.34 |
| 净资产收益率*[%] | 3.18 | 9.10 | 3.34 |
| 营业收入现金率[%] | 171.39 | 23.48 | 25.67 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 59.55 | 14.67 | 1.91 |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率[%] | 36.38 | 9.68 | 1.74 |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -6.04 | -70.21 | -12.78 |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -3.69 | -46.30 | -11.58 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.81 | 6.79 | 5.56 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.13 | 0.29 | 0.17 |

注：表中数据依据上城综合开发经审计的 2021-2023 年度财务数据整理、计算。

附录七：

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。

附录八：
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 | 2021年11月23日 | AA/稳定 | 熊桦、翁斯喆 | 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6月29日 | AA/稳定 | 陈婷婷、熊桦 | 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） | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2024年6月28日 | AA/稳定 | 陈婷婷、熊桦 | 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06） | - |
| 22 智慧债 | 历史首次评级 | 2021年11月23日 | AA* | 熊桦、翁斯喆 | 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6月29日 | AA* | 陈婷婷、熊桦 | 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） | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2024年6月28日 | AA* | 陈婷婷、熊桦 | 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06） | - |

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。