

杭州上城区城市建设投资集团有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告（23 上城 01/23 上城城投债 01, 23 上城 02/23 上城城投债 02）

中鹏信评【2025】跟踪第【402】号 01

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。

杭州上城区城市建设投资集团有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（23上城01/23上城城投债01，23上城02/23上城城投债02）

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 |

评级日期

2025年06月26日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：上城区位于杭州市主城区，区域内金融服务及数字经济产业较发达，经济财力较强。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”）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投资建设主体，区域专营性强，项目储备充足，业务可持续性仍较好，且2024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及往来款项，难以短期集中变现，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续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，且有望持续获得来自上城区政府的支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2024 | 2023 | 2022 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 856.87 | 802.92 | 747.22 |
| 所有者权益 | 396.10 | 386.52 | 382.17 |
| 总债务 | 338.84 | 321.56 | 276.09 |
| 资产负债率 | 53.77% | 51.86% | 48.85% |
| 现金短期债务比 | 0.15 | 0.33 | 0.22 |
| 营业收入 | 40.32 | 61.41 | 52.51 |
| 其他收益 | 12.92 | 0.00 | 0.06 |
| 利润总额 | 11.30 | 8.31 | 21.73 |
| 销售毛利率 | 12.75% | 28.65% | 49.44% |
| EBITDA | 17.97 | 16.47 | 26.52 |
| EBITDA利息保障倍数 | 1.40 | 1.11 | 2.28 |
| 经营活动现金流净额 | -10.35 | -13.06 | 57.28 |

资料来源：公司2022-2024年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **上城区区位优势优越，经济财力较强。**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，区域内金融服务及数字经济产业较发达，对经济增长的支撑作用明显，2024 年上城区实现 GDP 2,803.51 亿元，一般公共预算收入 222.11 亿元，地区经济发展水平较高，财政实力较强。
- **项目储备充足，业务可持续性仍较好。**公司职能定位未发生变化，仍是上城区重要的基础设施投资建设主体，截至 2024 年末，公司剩余 103.67 亩土地可供出让，待售安置房规模较大，考虑到公司待出让地块及安置房项目均位于杭州主城区的核心区块，未来业务收入具有一定保障，且公司存在较大体量的代建管理项目，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。**2024 年上城区财政局向公司无偿划入工程项目增加资本公积 5.75 亿元，同期公司收到来自上城区财政局的政府补助 12.92 亿元，显著提升公司利润水平。

关注

- **资产大量沉淀于项目建设成本及往来款项，难以短期集中变现。**公司资产中其他应收款及项目建设成本占比较高，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，难以短期集中变现。
- **项目建设待投资规模较大，存在较大的资金压力。**截至 2024 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持续增长，现金类资产对短期债务覆盖程度继续弱化，债务结构有待优化。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对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 | 控股股东 | 总资产 | 所有者权益 | 营业收入 | 职能定位及业务 |
|-------|--------|--------|--------|-------|---------------------|
| 上城城投 | 上城资本 | 856.87 | 396.10 | 40.32 | 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 | 815.15 | 302.86 | 17.24 | 上城区艮山路以北区域内城市建设投资主体 |
| 上城文商旅 | 上城区财政局 | 240.65 | 121.26 | 9.57 | 承担上城区文商旅运营管理及资产管理职能 |

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，上城资本为杭州上城区国有资本运营集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：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 | cspy_ffmx_2024V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 指标 | 评分等级 | 评分要素 | 指标 | 评分等级 |
|--------|--------|------|---------|------|------------|
| 区域状况 | 区域状况评分 | 6/7 | 经营&财务状况 | 经营状况 | 6/7 |
| | | | | 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 | | | | | 2 |
| 主体信用等级 | | | | | AAA |

注：各指标得分越高，表示表现越好。本次评级公司个体信用状况下调 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存在一定波动，导致公司经营状况评分下降。经评估，上城区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下调 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增加 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“+1”调整为“+2”。

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 上城城投债 01/23 上城 01 | 10.00 | 10.00 | 2024-06-27 | 2030-01-18 |
| 23 上城城投债 02/23 上城 02 | 10.00 | 10.00 | 2024-06-27 | 2030-04-18 |

一、 债券募集资金使用情况

“23上城01/23上城城投债01”、“23上城02/23上城城投债02”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2025年6月13日，募集资金已使用完毕，募集资金专项账户余额为34.95万元（利息）。

二、 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2025年5月末，公司注册资本和实收资本仍为68.00亿元，控股股东为上城资本，持股比例100%，实际控制人为杭州市上城区财政局。董监高变更方面，2025年2月上城区财政局发布上城区国有企业董事会成员任命通知，任命王勇为公司董事长，姚春宇、张春、贾曦、李鹏、王嵩峰为公司董事，胡颖为公司职工董事，同月公司取消监事会，在董事会中设置审计委员会。

跟踪期内，公司职能定位未发生变更，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。2024年10月经上城区财政局批复同意，公司利用自身经营性资源以及政府注入的经营性资产组建产业子公司杭州上城区新经济产业发展有限公司（以下简称“上城新经济公司”），截至2025年3月末，公司重要子公司包括杭州上城区城市建设综合开发有限公司（以下简称“上城开发”）、杭州望海潮建设有限公司（以下简称“望海潮”）及新组建的上城新经济公司。

表1 2024年末公司纳入合并报表范围的重要/一级子公司情况（单位：亿元）

| 企业名称 | 总资产 | 净资产 | 营业总收入 | 职能定位 |
|---------|--------|--------|-------|---------------------------------|
| 上城开发 | 393.58 | 225.41 | 7.17 | 主要负责上城区内艮北、普福、九堡以及庆春广场区块的城市投资建设 |
| 望海潮 | 453.87 | 156.19 | 17.51 | 主要负责上城区内望江区块的城市投资建设 |
| 上城新经济公司 | 75.66 | 38.93 | 15.85 | 上城城投下属的产业运营平台，负责商品销售、租赁等业务 |

注：财务数据为2024年末/2024年度。
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的债务化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明

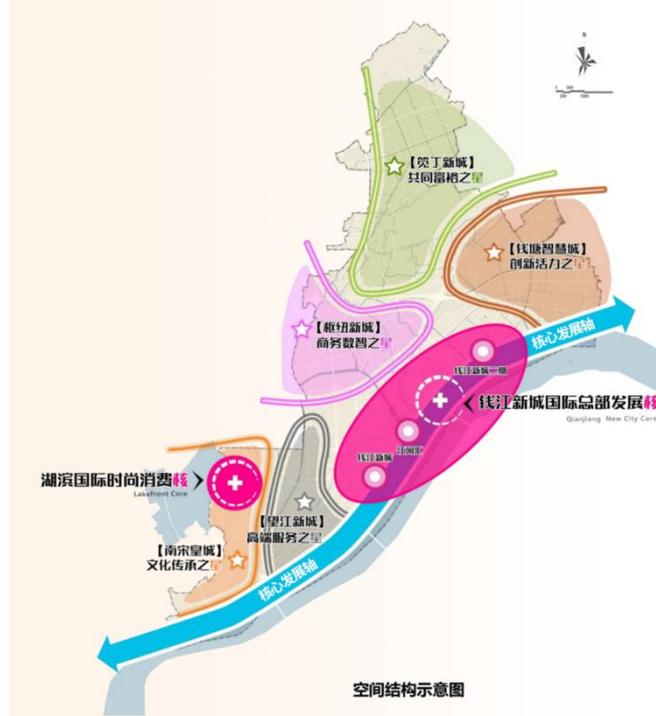
显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

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，区域内金融服务及数字经济产业较发达，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，全区面积122平方公里，下辖14个街道，201个村社。截至2024年末，上城区常住人口139.8万人，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1 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个区县中排名第三，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，2024年GDP同比增速为3.8%，在杭州区县中排名靠后。经济以第三产业为主导，2024年三

次产业结构为0:21.4:78.6，第二、三产业增加值同比增速分别为2.4%和4.2%，第三产业仍为地区经济增长的主要发力点。2024年上城区固定资产投资增速有所下滑，其中制造业投资及工业投资为投资增长主力，分别增长43.0%、39.6%，同期房地产投资下降6.4%，商品房销售面积同比下降51.3%。2022-2024年上城区社会消费品零售总额有所波动，2024年同比下降1.9%，主要系线上消费降幅扩大、线下消费持续不振；对外贸易方面，上城区进出口总额稳步增长，出口额仍保持较高增速，进口额2024年转为正增长。按常住人口计算，2024年上城区人均GDP在杭州市区县内位居前列，经济发展水平较高。

表2 2024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 | 3,355.67 | 6.0% | 23.60 | 429.28 | - |
| 滨江区 | 2,887.8 | 5.0% | 52.74 | 261.99 | 109.46 |
| 上城区 | 2,803.51 | 3.8% | 20.05 | 222.11 | 1.33 |
| 萧山区 | 2,431.65 | 4.9% | 11.24 | 322.61 | 261.92 |
| 拱墅区 | 2,206.30 | 4.0% | 18.49 | 179.06 | - |
| 桐庐县 | 502.06 | 5.2% | 10.89 | - | - |
| 淳安县 | 294.85 | 5.0% | 9.20 | 28.21 | - |

注：人均 GDP=GDP/常住人口。“-”表示未披露。上城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。

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3 上城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|-----------------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 2,803.51 | 3.8% | 2,668.48 | 4.3% | 2,560.53 | 3.8% |
| 固定资产投资 | - | -0.3% | - | 11.1% | - | 5.5% |
| 社会消费品零售总额 | 1,085.4 | -1.9% | 1,106.95 | 3.2% | 1,073.09 | 8.8% |
| 进出口总额 | 698.05 | 7.4% | 654.54 | 2.7% | 639.49 | 4.2% |
| 人均 GDP（元） | | 200,537 | | 193,298 | | 186,761 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 209.44% | | 216.32% | | 217.93% |

注：人均 GDP=GDP/常住人口；“-”表示数据未公告。

资料来源：2022-2023 年杭州市上城区国民经济与社会发展统计公报、上城区 2024 年 1-12 月主要经济指标、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，区域内金融服务及数字经济产业较发达，对经济增长的支撑作用明显。2024年以来上城区锚定“CBD+科创”发展路径，总部经济、金融服务、数字时尚、未来产业“四大产业”全面起势，新质生产力加速引育。总部经济方面，上城区聚焦19公里钱塘江黄金江岸线，打造“超级总部集群”，推动楼宇经济向更高端、更集群的方向发展，2024年，物产环能、希艺欧等总部集中落地，先后招引杭州盈德等10亿元以上项目24个、海洋风电研发总部等总部项目56个，获评省服务业领军企业24家，实现税收亿元楼宇69个，获评全国首批“楼宇经济品牌跨域示范城区”。

金融服务方面，金融产业为上城区核心产业，2024年上城区金融业增加值为679.5亿元，全省第一，比上年增长6.5%，占GDP比重为22.75%。目前上城区正着力打造“两中心两样板”，加快建设长三角科创金融服务中心、全国性大宗商品金融服务中心、中国特色世界级基金小镇样板和区域性股权市场改革样板。截至2024年末，上城区集聚了165家省级以上持牌金融机构，“五大行”、“四大所”区域总部相继落地，玉皇山南基金小镇入驻金融机构超2,300家，总资产管理规模超1.5万亿元，自创建以来累计税收突破200亿元，成为浙江特色小镇亩均效益的领跑者。

数字时尚方面，2024年上城区引进首店、旗舰店85家，落地品牌供应链企业19家，三大商圈实现销售额480亿元。未来产业方面，上城区围绕生成式人工智能、低空经济、人形机器人、类脑智能、合成生物等五大风口潜力产业以及元宇宙、未来网络、量子科技、先进能源、前沿新材料等X个前沿领域，创建N个国家级、省级、市级未来产业先导区，打造“5+X+N”未来产业培育体系。2024年新落地元宇宙企业54家，新增“小巨人”企业3家、省级专精特新企业37家，西子智慧产业园成功入选市级专精特新产业园。

财政实力：上城区财政实力较强，财源基础较好，财政自给能力较强。2022-2024年上城区一般公共预算收入有所波动，2024年同比下降9.3%，其中税收收入同比下降11.1%，主要系房地产业、金融服务业和消费服务业税收下降。上城区税收收入占比较高，财源基础较好，近年上城区财政自给率虽有所下降，但仍维持较高水平，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，2024年上城区土地出让收入为46.92亿元，较上年有所下降。

表4 杭州市上城区主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 | 2023年 | 2022年 |
|----------|---------|---------|---------|
| 一般公共预算收入 | 222.11 | 244.94 | 210.56 |
| 税收收入占比 | 92.80% | 94.66% | 94.61% |
| 财政自给率 | 153.14% | 181.74% | 162.65% |
| 政府性基金收入 | 1.33 | 0.30 | 3.25 |

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2022年上城区土地出让金调入收入为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，2023年上城区获得省市补助收入49.67亿元，2024年上城区获得上级专项转移支付收入53.82亿元。

资料来源：杭州市上城区政府网站，中证鹏元整理

四、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，业务范围在上城区艮山路以南区域内专营性强。公司毛利润仍主要由开发土地业务及房产销售业务所贡献，营业收入结构发生明显变化，商品销售及安装业务增长明显。2024年公司营业收入有所下降，主要系受政府土地出让安排以及房屋安置计划影响，当期公司确认的开发土地收入及房产销售收入

均有所下滑所致，而随着贸易规模扩大，公司商品销售及安装收入小幅增加。同期公司销售毛利率明显下降，主要系当期房产销售业务毛利率下降，以及低毛利率的商品销售及安装收入占比提升所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 | | | 2023年 | | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 开发土地收入 | 4.95 | 12.27% | 63.34% | 22.73 | 37.01% | 60.23% |
| 房产销售收入 | 18.57 | 46.07% | 7.69% | 22.91 | 37.31% | 13.45% |
| 车位销售收入 | 0.06 | 0.16% | 87.53% | 0.11 | 0.17% | 21.16% |
| 代建收入 | 0.37 | 0.92% | 100.00% | 0.35 | 0.56% | 87.34% |
| 商品销售及安装收入 | 15.37 | 38.12% | 0.91% | 14.63 | 23.82% | 1.53% |
| 房租收入 | 0.87 | 2.15% | 2.25% | 0.08 | 0.12% | 85.22% |
| 其他收入 | 0.13 | 0.31% | -5.48% | 0.61 | 1.00% | 34.60% |
| 合计 | 40.32 | 100.00% | 12.75% | 61.41 | 100.00% | 28.65% |

资料来源：公司 2023-2024 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，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，2024年公司开发土地收入大幅下降，但公司尚有一定规模土地可供出让，考虑到地块所处区位较优，短期内业务收入具有一定保障，但收入实现时间受政府安排影响存在不确定性

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，业务主要由子公司上城开发负责运营。目前上城开发业务范围主要系上城区内艮北区块，其他区块基本整理完毕。跟踪期内，公司开发土地业务模式未发生变更。上城开发的地块整理完成后，交由杭州市土储中心验收并出让，区财政局将根据上城开发的申请核拨土地开发补偿费。此外，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，2024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6 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 |
|-------|-------------------------|------|------|---------------|-------------|--------------|
| 2024年 | 牛田单元 R21-03-2 地块 | 上城开发 | 住宅用地 | 30.25 | 1.81 | 4.95 |
| 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 |

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2024年末，艮北区块预计可供出让面积为1,598.00亩，已出让1,494.33亩，剩余103.67亩可供出让，考虑到上城区作为杭州市主城区，艮北区块位置较好，土地出让价格相对较高，短期内业务收入具有一定保障。但需注意，受土地市场行情、土地开发周期和政府安排等因素影响，收入实现时间存在不确定性，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，2024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。

（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，2024年末公司已完工待销售及在建的房产面积较大，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¹。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。

2024年公司房产销售收入有所下降，主要系根据政府安置规划，当期公司定向安置规模下降所致；同期公司房产销售业务毛利率继续下滑，主要系当期市场化销售占比下降，部分安置房销售收入无法覆盖成本所致。

表7 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 |
|-------|-----------|--------------|--------------|
| 2024年 | 东宝翠轩 | 3.89 | 3.37 |
| | 映霞璟庭 | 3.14 | 4.30 |
| | 甬江嘉院 | 3.41 | 3.65 |
| | 海潮雅园二园 | 3.94 | 4.52 |
| | 云商大厦 | 1.65 | 1.67 |
| | 平澜商务中心 | 1.04 | 0.98 |
| | 清江名潮院 | 0.06 | 0.09 |
| | 合计 | 17.15 | 18.57 |
| 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 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 阶梯价格结算制度系所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，阶梯价格最高为所购房屋的市场评估价。

截至2024年末，公司在建房产项目如下表所示，预计总投资128.22亿元，已投资106.38亿元，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，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。2024年末公司房产项目尚需投资28.11亿元（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8 截至2024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 |
|--|---------------|---------------|
| 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 |
| 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 | 18.77 |
| 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 | 18.20 |
| 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 | 14.65 |
| 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 | 8.80 |
| 望江单元 SC0404-18 地块安置房项目 | 12.08 | 9.25 |
| 望江单元 SC0401-R21/B-08 地块 | 7.62 | 13.89 |
| 合计 | 128.22 | 106.38 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）代建管理业务

2024年公司代建管理费收入略有增加，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，杭州市望江地区改造建设指挥部（以下简称“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，望江指挥部负责代建项目建设资金的筹集，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。根据项目建设进度，每年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。

2024年公司实现代建管理费收入0.37亿元，较上年略有增加；公司代建业务成本主要系与工程相关的管理人员的工资，因当期代建业务人员与管理人员重叠，相应人力成本计入管理费用，故2024年公司业务毛利率提升至100.00%。截至2024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86.03亿元，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9 截至2024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 | 16.37 |
| 望江单元 SC0401-R21-11 地块安置房项目 | 22.85 | 15.72 |
| 望江单元 SC0401-R21-12 地块安置房项目 | 16.45 | 14.16 |
| 望江单元 SC0401-R21/B1-14 地块安置房项目 | 6.97 | 10.2 |
| 望江单元 SC0401-R21/B1-15 地块安置房项目 | 10.52 | 9.81 |
| 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 | 2.96 |
| 望江单元 SC0402-R22/A1/A51/A6-15 地块邻里中心项目 | 4.01 | 0.95 |
| 望江单元凯旋路五期（婺江路-甘王路）道路工程项目 | 0.19 | 1.10 |
| 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 | 86.03 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

随着贸易规模扩大，公司商品销售及安装收入小幅增长，且2024年公司房租收入大幅增加，为公司营业收入提供有益补充，但需关注商品销售业务盈利能力弱

公司商品销售及安装业务主要系子公司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，随着贸易规模扩大，2024年公司商品销售及安装收入小幅增长，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供货同时收取账款。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，考虑到存在一定账期，需关注资金占用及款项回收风险。

表10齐禹供应链前五大客户情况（单位：万元）

| 年份 | 客户名称 | 销售商品类型 | 交易金额 | 占比 |
|-------|------------------|-----------|------------------|---------------|
| 2024年 | 浙江惠龙进出口有限公司 | 螺纹钢 | 19,329.61 | 12.59% |
| | 嘉善国贸实业有限公司 | 钢坯、矿砂 | 18,981.37 | 12.36% |
| | 浙江钧宸国际贸易有限公司 | 盘螺、线材 | 16,745.76 | 10.91% |
| | 杭州西湖区商业有限公司 | 螺纹钢、盘螺 | 15,640.80 | 10.19% |
| | 浙江龙行供应链有限公司 | 螺纹钢、盘螺 | 12,882.78 | 8.39% |
| | 合计 | - | 83,580.32 | 54.44% |
| 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% |
| | 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% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 齐禹供应链前五大供应商情况（单位：万元）

| 年份 | 供应商名称 | 采购商品类型 | 交易金额 | 占比 |
|-------|----------------|-----------|-------------------|---------------|
| 2024年 | 杭州拱联供应链服务有限公司 | 螺纹钢、盘螺 | 44,667.08 | 29.45% |
| | 杭州热联集团股份有限公司 | 螺纹钢、盘螺 | 23,848.61 | 15.72% |
| | 杭州钱泰供应链有限公司 | 螺纹钢、钢坯 | 12,433.33 | 8.20% |
| | 上海钢银电子商务股份有限公司 | 螺纹钢、盘螺 | 11,995.07 | 7.91% |
| | 宁波镇联贸易有限公司 | 螺纹钢、钢坯 | 6,171.60 | 4.07% |
| | 合计 | - | 99,115.69 | 65.35% |
| 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% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司房屋出租收入大幅增长，主要系当期公司将农贸市场以及部分竣工待售的房产项目暂用于出租，但业务毛利率明显下滑，主要系新增租赁物出租率较低，租赁收入无法覆盖房屋建筑物折旧等成本支出所致。目前公司对外出租房产包括德汀大厦、衍印中心、政策性公寓、农贸市场、园区楼宇等，截至2024年末，公司租赁房产可出租面积合计约20.81万平方米，已出租面积18.42万平方米，整体出租率约为88.52%。

2024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。2024年，上城区财政局向公司无偿划入工程项目增加资本公积5.75亿元，同期公司收到来自上城区财政局的政府补助12.92亿元。

五、 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2023-2024年审计报告。

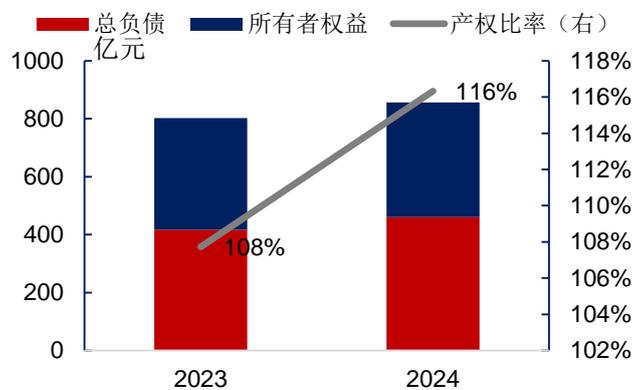
公司资产规模持续扩大，资产中应收上城区政府部门及地方国有企业款项、项目建设成本占比较高，应收款项回收时间存在不确定性，项目建设成本难以短期集中变现，整体资产质量一般；公司总

债务规模较大且持续增长，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，债务成本继续下降，再融资能力及财务弹性较好

资本实力与资产质量

得益于利润的积累，2024年末公司所有者权益继续保持增长，其中其他综合收益为-1.43亿元，主要系美元债的外币折算差额持续为负，同时资本公积有所下降，主要系政府划出文体中心资产所致。随着融资规模扩大以及应付往来款增加，公司负债规模持续增长。综合影响下，公司产权比率有所提高，所有者权益对负债的保障程度减弱。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 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）为主，2024年末上述资产合计占公司总资产的87.44%。受应收望江指挥部往来款增加较多所致，2024年末公司其他应收款同比大幅增加，同期末公司其他应收款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政府单位的往来款，规模较大，由于应收对象主要为政府部门及地方国有企业，回收风险较小，但部分款项账龄较长且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，2024年末公司存货规模同比大幅增加，主要系公司固定资产及在建工程中的公共配套基础设施资产计划由望江指挥部予以结算，故重分类至存货所致，受此影响，公司固定资产及在建工程规模大幅下降；考虑到公司存货变现时间取决于委托方结算进度、安置计划、区域土地市场行情等多重因素，存在不确定性，短期集中变现难度较大。

其他资产构成方面，2024年末公司货币资金规模有所下降，其中2.12亿元涉及委贷资金冻结、保证金等原因而使用受限。公司预付款项主要系向杭州市上城区住房和城乡建设局预付的安置补偿款。2024年末公司在建工程主要系人才专项租赁住房，建成后由政府统一安排租赁，租金归属于公司。总体来看，公司仅货币资金中存在受限资产，受限比例低，整体资产质量及流动性一般。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 | | 2023年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 17.54 | 2.05% | 22.16 | 2.76% |
| 预付款项 | 40.13 | 4.68% | 36.16 | 4.50% |
| 其他应收款 | 79.06 | 9.23% | 50.72 | 6.32% |
| 存货 | 670.15 | 78.21% | 516.93 | 64.38% |
| 流动资产合计 | 810.61 | 94.60% | 628.43 | 78.27% |
| 固定资产 | 1.33 | 0.15% | 105.58 | 13.15% |
| 在建工程 | 8.11 | 0.95% | 37.22 | 4.64% |
| 非流动资产合计 | 46.26 | 5.40% | 174.49 | 21.73% |
| 资产总计 | 856.87 | 100.00% | 802.92 | 100.00% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

随着外部融资力度加大，2024年末公司总债务有所增长，同时应付往来款规模大幅增加，带动负债规模上升。公司债务以长期债务为主，但2024年短期债务增长较快。公司融资渠道较为多元化，债务主要由银行借款、债券及财政借款构成，银行借款多为质押借款及信用借款，2024年新增银行借款成本分布在2.86%-3.95%，融资成本有所下行。目前公司存续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、私募债、海外债等，2024年仅有海外债成功发行；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，2024年末财政借款余额为21.62亿元；公司非标债务系26.95亿元的债权投资计划，非标债务占公司总债务比重较低。

此外，2024年末公司合同负债有所下降，主要系公司预收的安置房款结转收入所致。2024年末公司其他应付款大幅增加，主要系应付望江指挥部往来款增加所致，考虑到应付对象主要为望江指挥部、上城区财政局等政府部门及地方国有企业，款项偿付时间具有一定弹性。公司长期应付款主要包括财政专项拨款以及公共配套基础设施专项资金，2024年财政专项拨款有所增加。

表13 截至 2024 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

| 债务类型 | 融资成本 | 融资余额 | 1年以内 | 1年以上 |
|-------------|-------------|--------|-------|--------|
| 银行借款 | 2.86%-4.85% | 177.52 | 64.69 | 112.83 |
| 境内债券融资 | 2.00%-4.40% | 84.94 | 11.00 | 73.94 |
| 境外债券融资（亿美元） | 5.85%-6.20% | 4.35 | 0.00 | 4.35 |
| 非标融资 | 3.25%-3.80% | 26.98 | 16.98 | 10.00 |

注：上表统计包含利息。

资料来源：公司债券年度报告，公司提供，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 | | 2023年 | |
|----|-------|----|-------|----|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |

| | | | | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 短期借款 | 61.04 | 13.25% | 18.22 | 4.37% |
| 合同负债 | 8.15 | 1.77% | 15.99 | 3.84% |
| 其他应付款 | 77.14 | 16.74% | 47.77 | 11.47% |
| 一年内到期的非流动负债 | 26.92 | 5.84% | 46.96 | 11.28% |
| 其他流动负债 | 20.67 | 4.49% | 4.57 | 1.10% |
| 流动负债合计 | 202.59 | 43.97% | 143.08 | 34.36% |
| 长期借款 | 127.90 | 27.76% | 140.70 | 33.79% |
| 应付债券 | 88.32 | 19.17% | 97.19 | 23.34% |
| 长期应付款 | 30.22 | 6.56% | 24.14 | 5.80% |
| 其他非流动负债 | 10.00 | 2.17% | 10.00 | 2.40% |
| 非流动负债合计 | 258.18 | 56.03% | 273.32 | 65.64% |
| 负债合计 | 460.77 | 100.00% | 416.40 | 100.00% |
| 总债务 | 338.84 | 73.54% | 321.56 | 77.22% |
| 其中：短期债务 | 105.92 | 31.26% | 66.90 | 20.80% |
| 长期债务 | 232.92 | 68.74% | 254.66 | 79.20% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2024年末公司资产负债率小幅上升，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利息保障倍数小幅提升，盈利对利息偿付提供了一定保障。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，2025年需偿付短期债务105.92亿元，且2024年公司利息支出已达到12.79亿元，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2024年末，公司银行授信额度为334.97亿元，剩余可使用额度为197.23亿元，剩余可使用额度较高，再融资能力和财务弹性较好。

表15 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2024年 | 2023年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 53.77% | 51.86% |
| 现金短期债务比 | 0.15 | 0.33 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.40 | 1.11 |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（公司本部、望海潮及上城开发：2025年5月19日；上城新经济公司：2025年5月26日），公司本部以及重要子公司望海潮、上城开发、上城新经济公司均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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月15日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保金额合计23.20亿元，占同期末净资产的5.86%，担保对象均为公司关联方，其中22.80亿元系对区域内城投公司发行的债券进行担保，此外，对参股企业杭州盛锐建设开发有限公司（以下简称“盛锐建设”）²担保金额为0.40亿元，盛锐建设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，目前该笔贷款已展期，存在代偿风险。公司对外担保均未有反担保措施，存在一定或有负债风险。

七、外部特殊支持分析

公司是杭州市上城区政府下属重要企业，上城区政府间接持有公司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。

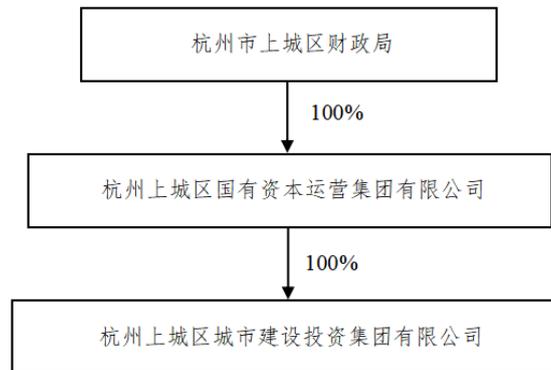
²浙江兴合实业投资集团有限公司持有盛锐建设 80%股份，望海潮持股比例为 20%，需关注浙江兴合实业投资集团有限公司系被执行人。

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） | 2024年 | 2023年 | 2022年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 17.54 | 22.16 | 13.98 |
| 存货 | 670.15 | 516.93 | 479.46 |
| 流动资产合计 | 810.61 | 628.43 | 578.84 |
| 非流动资产合计 | 46.26 | 174.49 | 168.38 |
| 资产总计 | 856.87 | 802.92 | 747.22 |
| 短期借款 | 61.04 | 18.22 | 7.16 |
| 其他应付款 | 77.14 | 47.77 | 67.46 |
| 一年内到期的非流动负债 | 26.92 | 46.96 | 44.15 |
| 流动负债合计 | 202.59 | 143.08 | 139.72 |
| 长期借款 | 127.90 | 140.70 | 153.31 |
| 应付债券 | 88.32 | 97.19 | 52.93 |
| 非流动负债合计 | 258.18 | 273.32 | 225.33 |
| 负债合计 | 460.77 | 416.40 | 365.05 |
| 所有者权益 | 396.10 | 386.52 | 382.17 |
| 营业收入 | 40.32 | 61.41 | 52.51 |
| 营业利润 | 11.31 | 8.30 | 21.78 |
| 其他收益 | 12.92 | 0.00 | 0.06 |
| 利润总额 | 11.30 | 8.31 | 21.73 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -10.35 | -13.06 | 57.28 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -11.96 | -20.95 | -28.61 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 16.48 | 41.53 | -40.56 |
| 财务指标 | 2024年 | 2023年 | 2022年 |
| 销售毛利率 | 12.75% | 28.65% | 49.44% |
| 资产负债率 | 53.77% | 51.86% | 48.85% |
| 短期债务/总债务 | 31.26% | 20.80% | 22.80% |
| 现金短期债务比 | 0.15 | 0.33 | 0.22 |
| EBITDA（亿元） | 17.97 | 16.47 | 26.52 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.40 | 1.11 | 2.28 |

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 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 | 现金类资产 / 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 + 其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务 + 长期债务 |

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。 |



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号