



内部编号: 2025060594

上海新世纪  
评级

# 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(2025)100481】

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/2025年6月27日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2024年6月28日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2022年8月15日



## 评级观点

### 主要优势:

- 良好的外部环境。上城区属杭州市中心城区，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，跟踪期内区域经济保持增长态势，可为上城资本业务开展提供良好的外部环境。
- 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，主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资本投资、国有资产管理等职能，业务地位突出。
- 资本实力持续增强。跟踪期内，由于政府持续资产注入、子公司少数股东增资以及经营积累，上城资本资本实力持续增强。

### 主要风险:

- 资金平衡压力。上城资本区块综合开发业务已有大量投入，后续仍有持续的投资需求，资金平衡对区域内土地出让情况的依赖程度较高，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；加之公司还有大规模商业房产项目在建，后续租售情况存在不确定性，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、商业房产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。跟踪期内，上城资本债务期限结构整体偏长期，但由于融入大量短期借款，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趋弱，即期债务偿付压力加大。

## 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。

主要财务数据及指标			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
<b>发行人母公司口径数据:</b>			
货币资金(亿元)	1.38	0.69	3.22
刚性债务(亿元)	4.55	34.08	34.16
所有者权益(亿元)	616.08	618.02	618.22
经营性现金净流入量(亿元)	-9.12	-27.85	20.37
<b>发行人合并口径数据及指标:</b>			
总资产(亿元)	1666.20	1781.76	1942.68
总负债(亿元)	925.82	1003.25	1108.82
刚性债务(亿元)	575.82	668.18	724.11
所有者权益(亿元)	740.37	778.52	833.86
营业收入(亿元)	100.57	108.04	78.89
净利润(亿元)	28.81	9.71	14.90
经营性现金净流入量(亿元)	21.64	-34.00	-21.72
EBITDA(亿元)	42.08	28.54	37.08
资产负债率[%]	55.57	56.31	57.08
权益资本/刚性债务[%]	128.58	116.51	115.16
长短期债务比[%]	347.96	272.86	228.73
短期刚性债务现金覆盖率[%]	37.04	34.75	26.11
EBITDA/利息支出[倍]	1.71	0.92	1.31
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.05	0.05

注: 发行人数据根据上城资本经审计的 2022-2024 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	aa <sup>+</sup>	
	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 <sup>+</sup>
外部支持	支持因素	+1	
主体信用级别		AAA	

调整因素: (0)

无。

支持因素: (+1)

- ① 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、国有资本投资、国有资产管理等职能, 业务地位突出。
- ② 该公司唯一股东和实际控制人为上城区财政局(上城区国资办), 可持续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 2024 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 2024 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。

2024 年，该公司新设立杭州铸辰建设开发有限公司、杭州安孚物流有限公司、浙江安孚云通科技有限公司、杭州旺德福品牌管理有限公司、杭州上城城投城市服务有限公司、杭州六堡置业有限责任公司、杭州创悦盈景衍商业运营管理有限公司、杭州七云置地有限责任公司、杭州景盈置业有限责任公司、杭州上城数字新基建管理有限公司、浙江大易汽车销售有限公司、杭州元谷餐饮管理有限公司等 12 家子公司，股权划入杭州尚易商业管理有限公司、杭州福浩投资管理有限公司、杭州市食品开发公司、杭州江干区乡镇企业总公司、杭州上城区上辰商业管理有限公司等 5 家子公司，注销杭州城发中航供应链管理有限公司、杭州城发华威建材有限公司和杭州馒头山基础设施建设与环境整治工程有限公司等 3 家子公司，有偿转让杭州上湖置业有限公司 50% 股权减少 1 家子公司。上述子公司体量较小，对公司业务经营和财务状况影响不大。截至 2024 年末，公司合并范围共 125 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，2024 年公司安置房销售有所增加，但由于土地出让及结算规模大幅缩减，公司营收规模明显下降。公司区块综合开发业务已有大量投入，后续仍有持续的投资需求，资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高，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波动的影响，同时公司还有大规模商业房产项目在建，后续租售情况存在不确定性，预计公司将面临较大的资金平衡压力。2025 年第一季度，上城文商旅和上城市政划出公司合并范围，后续公司将不再从事相关业务，同时对公司财务指标有一定影响。

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025年有望维持经济增速稳定：加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。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。2023年7月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源化债成为相对主要的化债方式。2024年11月，历年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，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，政策端为债务周转仍留有空间。

2024年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

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，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。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、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营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 2024 年末，全区常住人口为 139.8 万人，较上年末增加 0.8 万人，城镇化率已达 100%。2024 年全区居民人均可支配收入 8.53 万元，高于同期杭州市城镇居民人均可支配收入水平（8.34 万元）。

跟踪期内，上城区经济总量保持杭州市内领先地位，但主要因投资及消费增速放缓，经济增幅总体小幅回落。2024 年，全区实现地区生产总值 2803.5 亿元，总量居杭州市下辖区县第三位；同比增长 3.8%，增速较上年略降 0.5 个百分点，低于同期杭州市水平 0.9 个百分点。其中，第二、三产业增加值分别为 599.7 亿元和 2203.8 亿元，同比增速分别为 2.4% 和 4.2%，其中工业经济恢复正增长，服务业增长放缓。按常住人口计算，2024 年，上城区人均地区生产总值为 20.11 万元，是全国水平的 2.10 倍。2025 年第一季度，上城区实现地区生产总值 747.4 亿元，同比增长 4.7%。

图表 1. 2022 年以来上城区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 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	2560.5	3.8	2723.6	4.3	2803.5	3.8	747.4	4.7
其中：第二产业增加值	671.0	2.6	601.9	-2.0	599.7	2.4	184.2	2.9
第三产业增加值	1889.5	4.2	2121.7	6.4	2203.8	4.2	563.2	5.2
人均地区生产总值（万元）	18.92	2.0	19.33	2.9	20.11	2.8	--	--
人均地区生产总值倍数 <sup>1</sup> （倍）	2.17		2.11		2.10		--	
规上工业增加值	479.8	3.0	471.8	-1.2	481.7	2.8	--	3.2
全社会固定资产投资	--	5.5	--	11.1	--	-0.3	--	1.1
社会消费品零售总额	1073.1	8.8	1107.0	3.2	1251.8	-1.9	287.9	6.4
三次产业结构比	0:26.2:73.8		0:22.1:77.9		0:21.4:78.6		--	
居民人均可支配收入	7.91	3.2	8.27	4.5	8.53	3.2	--	--

注：表中数据为新上城区口径。2023 年 GDP、三次产业结构比数据为五经普修订数，2023 年第二、第三产业增加值为根据五经普修订后的三次产业结构比与 GDP 估算所得。

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）、钱塘智慧城市、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，2024 年，上城区实现规上工业增加值 481.7 亿元，同比增长 2.8%，增速较上年回升 4.0 个百分点，其中战略性新兴产业增势相对较好，同比增长 4.0%；数字经济核心产业制造业、高新技术产业增加值增速均低于同期规上工业平均水平，同比分别增长 2.7% 和 1.2%。2025 年第一季度，全区规模以上工业增加值同比增长 3.2%，增速继续小幅回升。其中，规上时尚产业制造业、装备制造业增加值分别增长 23.6% 和 6.9%。服务业方面，2024 年全区实现服务业增加值 2203.8 亿元，总量居市内第二位；同比增长 4.2%，增速较上年回落 2.2 个百分点，主要系房地产业持续下行所致。其中，金融业增加值 679.51 亿元，总量居省内第 1 位，同比增长 6.5%，增速小幅走高；房地产业增加值 237.60 亿元，同比下降 5.4%，降幅较上年扩大 3.3 个百分点。

2024 年上城区消费及投资增速均放缓。其中，2024 年全区实现社会消费品零售总额为 1251.8 亿元，同比下降

<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。

1.9%，其中限额以上批发和零售业实现商品销售额 12839.82 亿元，同比下降 4.6%。同年，全区固定资产投资同比下跌 0.3%，其中制造业投资保持两位数增长，房地产开发投资放缓。2025 年第一季度，上城区固定资产投资增速为 1.1%；同期社会消费品零售总额同比转为正增长 6.4%，消费市场复苏态势较好。

土地市场方面，2024 年上城区宅地成交价格同比回升，但涉宅地块成交面积有所减少，全年全区土地出让金总体持续下降。2024 年全区土地成交总价 262.37 亿元，同比下降 20.65%，其中住宅用地成交额贡献 83.0%。2025 年第一季度，全区完成土地出让面积 16.96 万平方米，其中住宅用地和商办用地出让面积分别为 9.21 万平方米和 5.63 万平方米；当期宅地成交宗数虽较少，但地块成交单价均处高位，地块平均溢价率均超 20%，当期全区实现土地出让总价 181.66 亿元，主要来自涉宅地块，出让地块主要位于望江地区、城东新城及四堡七堡单元等；其中望江地区出让地块总价为 80.78 亿元，拿地主体为央企中国海外发展有限公司下属房地产开发公司。

图表 2. 2022 年以来上城区土地市场情况

指标 <sup>2</sup>	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
<b>土地出让总面积（万平方米）</b>	<b>62.04</b>	<b>70.28</b>	<b>52.19</b>	<b>16.96</b>
其中：住宅用地	38.88	38.66	29.59	9.21
综合用地（含住宅）	3.17	8.86	--	5.63
商办用地	16.96	17.19	12.17	2.12
工业用地	2.36	5.11	9.90	--
其它用地	0.67	0.46	0.53	--
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>399.38</b>	<b>330.66</b>	<b>262.37</b>	<b>181.66</b>
其中：住宅用地	328.19	244.74	217.82	99.18
综合用地（含住宅）	10.09	24.82	--	80.78
商办用地	60.21	59.65	43.17	1.70
工业用地	0.29	0.74	1.35	--
其它用地	0.61	0.72	0.03	--
<b>土地出让均价（万元/平方米）</b>	<b>6.44</b>	<b>4.71</b>	<b>5.03</b>	<b>10.71</b>
其中：住宅用地	8.44	6.33	7.36	10.77
综合用地（含住宅）	3.18	2.80	--	14.35
商办用地	3.55	3.47	3.55	0.80
工业用地	0.12	0.14	0.14	--
其它用地	0.90	1.56	0.06	--

资料来源：CREIS 中指指数（数据提取时间为 2025 年 6 月 22 日）

财政方面，2024 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 222.11 亿元，同比下降 9.3%；其中税收收入 206.12 亿元，同比减收 25.7 亿元，主要系增值税、企业所得税、土地增值税等减收所致；其中增值税及企业所得税合计 126.71 亿元，同比减少 14.8 亿元，占税收比重为 61.5%，税源结构较稳定；与房地产及土地市场相关税种中土地增值税为 15.14 亿元，同比减少 11.6 亿元。同年税收收入占一般公共预算收入的比重为 92.80%，收入质量仍高。2024 年，上城区一般公共预算支出为 119.22 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>较上年提升至 186.29%。政府性基金预算方面，2024 年，上城区政府性基金预算收入为 1.33 亿元，对应省市补助收入为 53.82 亿元，合计小幅增长。

截至 2024 年末，上城区政府债务余额为 109.87 亿元，较上年末增加 1.88 亿元；其中一般债务余额 47.74 亿元、专项债务余额 62.13 亿元，上述债务性资金用于保障性安居工程和城乡基础设施等公益性项目支出。根据财汇披露，年末上城区城投带息债务较年末继续增长，但增速明显放缓，2024 年区域城投债净融资转为净融出，但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，区域融资环境很好。

<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%。

图表 3. 上城区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
一般公共预算收入	210.56	244.94	222.11
其中：税收收入	199.21	231.87	206.12
一般公共预算上级补助收入	64.87	62.89	54.69
一般公共预算支出	129.39	134.77	119.22
体制上解支出	132.17	155.00	—
政府性基金预算收入	3.25	0.30	1.33
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	69.05	49.67	53.82
政府性基金预算支出	41.02	24.41	7.74
政府债务余额	83.41	107.99	109.87

注 1：2022 年及 2023 年为财政决算数，2024 年为预算执行数。

注 2：2024 年上城区一般公共预算上级补助收入取 2024 年杭州市预算执行报告中市本级一般公共预算税收返还和转移支付执行情况表披露的对上城区的中央税收返还支出、一般性转移支付支出、专项转移支付支出合计数。

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。公司具体业务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。

根据上城区财政局下发的《关于无偿划转区属国有股权的通知》（上财[2024]65 号），该公司将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”）及杭州上城区市政工程集团有限公司（简称“上城市政”）的 100% 股权无偿划转至上城区财政局，上述股权划转已于 2025 年第一季度完成工商登记变更，自此上城文商旅和上城市政将不再纳入公司合并范围。上城文商旅主要负责经营性房产租赁、保安服务等业务，上城市政主要经营市政养护、环卫、工程施工、停车、物业管理等业务，其 2024 年合并口径财务指标如下表所示。上述股权划转后，公司将不再从事相关业务板块，同时公司总资产、净资产、营业收入和净利润规模将有一定下降。但公司职能定位未有变化，后续将主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资本投资、国有资产管理等职能。

图表 4. 本次划出的子公司基本情况（财务指标为 2024 年/末数据，单位：亿元）

公司名称	核心业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
上城文商旅	经营性房产租赁、保安服务	240.65	121.26	9.57	0.15
上城市政	市政养护、环卫、工程施工、停车、物业管理	29.88	23.46	11.48	0.01
合计	-	<b>270.53</b>	<b>144.72</b>	<b>21.05</b>	<b>0.16</b>

注：根据上城资本提供资料整理

### （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，当年公司安置房销售有所增加，但由于土地出让及结算规模大幅缩减，当年公司营收规模明显下降。2024 年，公司营业收入为 78.89 亿元，较上年下降 26.98%，其中土地整理收入为 9.98 亿元，占营业收入的比重降至 12.65%。公司安置房等房产销售收入和不动产租赁收入分别为 26.29 亿元和 9.31 亿元。商品销售及安装服务因贸易业务拓展而保持增长，当年实现收入 18.35 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 17.92%，较上年下降 9.95 个百分点，主要系毛利率较高的土地整理业务规模下降所致。

图表 5. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	1666.20	-	1781.76	-	1942.68	-
营业收入	100.57	100.00	108.04	100.00	78.89	100.00
开发土地	59.24	58.91	40.68	37.65	9.98	12.65
房产销售	10.93	10.87	22.95	21.25	26.29	33.32
不动产租赁	5.06	5.03	7.66	7.09	9.31	11.80
保安服务费	2.75	2.73	2.59	2.39	1.90	2.41
商品销售及安装	11.63	11.56	16.15	14.95	18.35	23.26
工程施工	3.26	3.24	4.65	4.30	5.14	6.51
服务费	0.97	0.96	1.71	1.58	0.54	0.68
担保	0.10	0.10	0.09	0.09	0.07	0.09
停车	0.63	0.63	0.70	0.64	0.68	0.86
养护	1.21	1.21	1.34	1.24	1.43	1.82
环卫	0.90	0.89	1.86	1.72	2.56	3.25
车位销售 <sup>4</sup>	0.96	0.96	0.11	0.10	0.06	0.08
其他	2.94	2.92	7.56	7.00	2.57	3.26

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，其中包括土地整理、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”）、上城文商旅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 2024 年末，公司存货中开发成本、开发产品和安置房余额合计 1332.35 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。2024 年，公司确认土地开发业务收入 9.98 亿元，同比减少 75.46%，主要系受区域房地产市场行情、土地出让安排、项目建设进度影响。此外，望海潮公司 2024 年确认代建管理费收入 0.37 亿元<sup>5</sup>。

截至 2024 年末，该公司主要在开发项目包括艮北区块、普福区块、笕桥区块、采荷区块、九堡区块等，计划总投资合计 872.98 亿元，已投资 848.99 亿元，未来仍需持续投入；可供出让面积合计 4896.77 亩，尚有 1127.49 亩土地未出让，未来公司土地开发业务收入持续性仍有保障。

图表 6. 截至 2024 年末公司主要在开发地块情况（单位：亿元，亩）

项目名称	可供出让面积	计划总投资	已投资	累计已出让面积	已回款金额
艮北区块	1598.00	276.00	288.93	1494.33	291.05

<sup>4</sup> 该公司将部分车位对外出售，2022-2024 年车位销售收入均来自子公司上城城投。

<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。

项目名称	可供出让面积	计划总投资	已投资	累计已出让面积	已回款金额
普福区块	384.85	46.98	43.39	384.85	37.40
笕桥区块	1288.08	245.00	224.75	828.11	117.91
采荷区块	50.28	135.00	128.37	8.65	2.80
九堡区块	1575.56	170.00	163.55	1053.34	33.43
<b>合计</b>	<b>4896.77</b>	<b>872.98</b>	<b>848.99</b>	<b>3769.28</b>	<b>482.59</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。2024年，望海潮公司确认安置房销售收入16.91亿元。

截至2024年末，该公司主要在建安置房项目包括望江单元SC0404-R21/R22-05地块农转非拆迁安置房（含城市居民）项目、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、笕桥生态公园单元JG0702-R21-01黎明社区拆迁安置房项目等17个项目，建筑面积合计230.79万平方米，计划总投资合计241.68亿元，累计已投资合计201.94亿元<sup>6</sup>。

图表7. 截至2024年末公司在建安置房项目情况（单位：万平方米，亿元）<sup>7</sup>

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	10.20
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	19.60
望海潮公司	望江单元SC0404-R21-04地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）	2019-2024	7.92	6.81	7.86
望海潮公司	望江单元SC0401-08地块安置房项目	2022-2025	13.34	40.53	33.12
望海潮公司	望江单元SC0404-R21/R22-05地块农转非居民拆迁安置房（含城市居民）项目	2022-2025	25.62	19.39	17.20
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	3.94
中宸公司	笕桥生态公园单元JG0701-03地块拆迁安置房项目	2022-2025	9.71	5.93	3.74
中宸公司	笕桥生态公园单元JG0703-R21-01浜河社区拆迁安置房项目	2018-2022	8.06	6.55	4.58
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	19.70
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	13.65
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	9.94
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	2021-2024	17.35	10.59	9.95
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	21.62
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	12.39
中宸公司	采荷单元JG1105-09地块拆迁安置房项目	2021-2024	4.53	4.71	4.78
上城城发	笕桥单元JG0607-R21-01地块拆迁安置房项目	2023-2026	25.23	18.38	7.53
湖滨南山公司	小营紫阳项目	2020-2025	0.85	4.49	2.14
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>230.79</b>	<b>241.68</b>	<b>201.94</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

<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。

<sup>7</sup> 部分项目实际已完工，但暂未竣工结算；部分项目根据实际情况有所超支。

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杭州上城区产业发展投资有限公司（简称“上城产发”）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。上城产发为上城城发下属的产业投资运营主体，2024年10月以来整合了上城区大部分产业园区的经营性资产，主要负责产业园孵化器的规划、建设和运营。为促进区内产业孵化、引育，上城产发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，上城产发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2024年末，上城文商旅可出租面积约58.2万平方米，主要为居民区底商、街道铺面、体育场馆、景区房产、龙翔桥等专门市场以及勾山商务中心（简称“勾山项目<sup>8</sup>”）等商业用房；上城城发可出租面积约61.5万平方米（其中自持房产约52.8万平方米、转租房产约8.7万平方米）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>9</sup>”）部分办公楼及车库、基金小镇园区、大学科技园、杭创中心、标准厂房、人才公寓以及农贸市场等，转租房产主要为标准厂房和办公楼等。2024年，公司实现不动产租赁业务收入9.31亿元，毛利率为54.62%。

目前该公司前期主要销售房产勾山项目和绿谷项目出售部分已基本销售完毕，2024年该公司确认房产销售（扣除安置房）收入9.38亿元，主要来自杭海金座和云商大厦。其中杭海金座建筑面积16.16万平方米，由6栋12层写字楼和1栋2层会议中心组成，于2024年6月完工，项目总投资15.96亿元，已销售面积4.60万平方米，2024年确认销售收入7.26亿元，剩余部分将主要用于对外租售。

截至2024年末，该公司在建房地产项目主要为上城产发负责的杭政储出【2024】35号地块商业商务用房、上政工出【2023】4号地块工业用房（标准厂房）等7个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），计划总投资合计101.06亿元，截至2024年末已投资42.41亿元，建设完成后将主要通过租售结合的方式获取收益。

图表8. 截至2024年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	建筑面积	计划总投资	已投资	项目情况
杭政储出【2024】35号地块商业商务用房项目	25.62	26.00	12.12	项目主要建设内容为9幢酒店及办公楼。
杭政储出【2023】186号地块商业商务用房项目	10.72	11.56	6.53	项目为商业商务用房，其中地上建筑面积为7.09万平方米，地下建筑面积为3.63万平方米。
杭政储出【2023】189号地块商业商务用房项目	10.15	10.27	4.26	项目为商业商务用房，其中地上建筑面积为6.85万平方米，地下建筑面积为3.3万平方米，共计7幢，层数为-2至11层
上政工出【2023】4号地块工业用房（标准厂房）项目	40.60	23.09	2.72	项目布局十五幢多层工业厂房和两幢配套用房、地下停车位，定位为都市工业综合体标杆项目
杭政储出【2022】60号地块商业商务用房项目	0.90	1.56	1.21	项目为商业商务用房，其中地上建筑面积为0.67万平方米，地下建筑面积为0.23万平方米，为一幢商务办公楼。
上政工出【2023】2号地块工业用房项目	10.42	7.50	1.18	项目共分两期开发，其中一期先行启动建设，由一幢九层的厂房、一幢八层的配套用房及地下配套车位构成
杭政储出【2021】23号地块商业商务用房项目	9.32	9.22	6.14	项目共建设一栋十一层（含四层裙房）和一栋九层（含两层裙房）商务楼，其中2号楼建筑面积约3.21万平方米，建成后作为温州医科大学附属

<sup>8</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2024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0.76万平方米，整体招商率约69%。

<sup>9</sup> 绿谷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，总投资24.24亿元，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2024年末，该项目已销售11.43万平方米（累计已实现销售收入17.58亿元）。

项目名称	建筑面积	计划总投资	已投资	项目情况
				眼视光医院使用；1号楼建筑面积约1.56万平方米，位于地块南侧（沿金禾街），作为商业商务用房用于销售及出租。
三角地项目（杭政储出[2021]55号地块）	6.38	11.86	8.46	项目为商业商务用房
<b>合计</b>	<b>114.11</b>	<b>101.06</b>	<b>42.41</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>10</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>11</sup>。湖滨银泰 in77 项目总建筑面积 21.24 万平方米，总投资 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 95%。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，总投资 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 70%。

### 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”）、上城产发、杭州上城领航创业投资有限公司（简称“领航创投”）、杭州上城区新经济产业发展有限公司（简称“上城新经济”）和杭州钱塘智慧城产业投资有限公司（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 2024 年末，该公司直接股权投资余额 38.30 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 12.41 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 6.68 亿元、杭州龙翔商业发展有限公司 4.69 亿元、杭州星日房地产开发有限公司 1.85 亿元、杭实临芯科技创新（杭州）有限公司 2.24 亿元等；同期末公司参股子基金 24 家，投资余额 13.09 亿元，主要投资领域为新材料、新能源、半导体、工业气体、互联网和信息技术产业、生物医药、文化创意等。

图表 9. 截至 2024 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>12</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基金合伙企业（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）
杭州绩优卓源创业投资基金合伙企业（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基金合伙企业（有限合伙）	2.00	2.00	上城产投	2015 年	0.04	2.00	高新技术产业
杭州凯泰创裕投资基金合伙企业（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

<sup>10</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>11</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>12</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>12</sup>	公司持股比例	投资方向
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	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
杭州司南科创股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10.00	7.48	领航创投	2024 年	1.25	25.00	新材料、新能源、半导体和元宇宙等
深圳鹏城愿景创业投资合伙企业（有限合伙）	11.11	3.30	领航创投	2024 年	0.15	4.50	人工智能、数字经济创新业态等
杭州解百消费创业投资合伙企业（有限合伙）	3.00	0.72	领航创投	2024 年	0.07	10.00	新消费等
普华凤起（宁波）创业投资基金合伙企业（有限合伙）	20.00	6.00	领航创投	2024 年	0.15	2.50	先进制造、集成电路、医疗健康、新材料等
普华中小二期（杭州）创业投资合伙企业（有限合伙）	28.00	4.455	领航创投	2024 年	0.30	5.00	先进制造、集成电路、医疗健康、新材料等
杭州杭盟管理咨询合伙企业（有限合伙）	36.66	36.66	领航创投	2024 年	5.12	13.97	工业气体
杭州综改领航管理咨询合伙企业（有限合伙）	9.37	9.37	领航创投	2024 年	4.38	46.74	工业气体
杭州城智未来创业投资合伙企业（有限合伙）	1.10	0.55	上城新经济	2023 年	0.15	13.6	有机膨润土、有机硅、轨道交通智能装备等
<b>合计</b>	<b>154.85</b>	<b>101.49</b>	--	--	<b>13.74</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 2024 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 1700 万元。

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。2024 年，公司实现投资收益 2.66 亿元，其中，权益法核算的长期股权投资收益为 1.65 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、杭州新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 2456.07 万元和 5458.45 万元。

图表 10. 2022 年以来公司投资收益明细情况（单位：万元）

类别	年份	2022 年	2023 年	2024 年
权益法核算的长期股权投资收益		9187.37	13520.74	16494.94
处置长期股权投资产生的投资收益		296.74	--	2025.81
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		5776.80	1017.29	2456.07
其他权益工具投资持有期间取得的股利收入		1427.61	1631.39	5458.45
处置其他非流动金融资产取得的投资收益		1124.75	--	--
理财产品投资收益		54.05	--	--
交易性金融资产在持有期间的投资收益		8.23	355.02	87.28
其他		25.30	--	88.80
<b>合计</b>		<b>17900.86</b>	<b>16524.44</b>	<b>26611.35</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 2024 年末，上城担保共获得 10 家金融机构担保放贷授信，授信总额为 12 亿元。

2024 年，该公司实现担保业务收入 700.15 万元。2024 年末，上城担保在保 74 笔，担保余额为 2.74 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 1096.33 万元，目前已收回 323.88 万元，剩余代偿款仍在追索中。

#### D. 商品销售及安装

该公司商品销售业务主要由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，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。此外，2024 年公司新成立浙江大易汽车销售有限公司<sup>13</sup>（简称“大易汽销”），主要经营全国二手车贸易，利用线上交易平台提供集检测、评估、采购、销售于一体的一站式服务。2024 年，公司实现商品销售及安装收入 18.35 亿元，较上年增长 13.62%，其中上城城投和大易汽销分别贡献收入 15.37 亿元和 2.13 亿元；同期毛利率为 1.43%，与上年基本持平。

#### 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。2024 年，公司确认物业管理业务收入 0.54 亿元。

#### F. 其他业务

该公司市政养护、环卫、工程施工及停车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

<sup>13</sup> 注册资本 1000 万元，杭州大井供应链有限公司和易商新程(杭州)有限公司分别持股 60% 和 40%。

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>14</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工程建设指挥部、各街道办事处以及区属国有企业等，资金来源主要为自有资金，委托方按工程进度支付工程款。截至2024年末，上城市政在手合同金额24.6亿元。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2024年末，上城市政共管理收费泊位6282个和停车场库27个。2024年公司分别确认养护收入、环卫收入、工程施工和停车收入1.43亿元、2.56亿元、5.14亿元和0.68亿元，同比分别增长6.77%、38.16%、10.47%和-2.09%，其中环卫收入大幅增长主要系新增渣土消纳业务。

该公司保安服务业务目前主要由上城文商旅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>15</sup>，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。2024年，公司确认保安服务业务收入1.90亿元，毛利率为12.93%。

## 财务

跟踪期内，由于政府持续资产注入、子公司少数股东注资以及经营积累，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、商业房产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。公司债务期限结构整体偏长期，但由于当期融入大量短期借款，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趋弱，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、房地产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，2024年末负债总额较上年末增长10.52%至1108.82亿元；但得益于政府持续划拨资产和股权、合营公司少数股东股权投入以及自身经营积累，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，2024年末资产负债率较上年末增加0.77个百分点至57.08%。年末股东权益与刚性债务比率为115.16%，较上年末下降1.35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，2024年末为1942.68亿元，同比增长9.03%。公司资产主要集中于流动资产，年末占资产总额的比重为80.61%，其中存货占据绝对份额，占资产总额的比重为68.71%。此外，公司货币资金、预付款项、其他应收款、投资性房地产和固定资产余额较大，2024年末分别占资产总额的2.76%、2.19%、6.05%、11.67%和2.96%。

图表 11. 2022-2024年末公司资产构成情况（单位：亿元，%）

科目	2022年末		2023年末		2024年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产合计	1666.20	100.00	1781.76	100.00	1942.68	100.00
流动资产合计	1137.13	68.25	1325.15	74.37	1565.98	80.61
其中：货币资金	38.33	2.30	57.69	3.24	53.71	2.76
应收账款	9.39	0.56	4.15	0.23	10.27	0.53
预付款项	23.57	1.41	39.62	2.22	42.57	2.19

<sup>14</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>15</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。

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应收款	101.94	6.12	94.30	5.29	117.47	6.05
存货	961.60	57.71	1125.64	63.18	1334.79	68.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>529.06</b>	<b>31.75</b>	<b>456.61</b>	<b>25.63</b>	<b>376.70</b>	<b>19.39</b>
其中：投资性房地产	150.60	9.04	185.77	10.43	226.78	11.67
固定资产	188.79	11.33	160.59	9.01	57.43	2.96
在建工程	129.71	7.79	49.03	2.75	13.08	0.67

注：根据上城资本提供资料整理

流动资产方面，2024 年末该公司货币资金余额为 53.71 亿元，由于款项使用较上年末减少 6.90%，其中 2.16 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 7.44%至 42.57 亿元，主要为预付上城区住建局的拆迁安置款 38.36 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，主要因应收望江改造指挥部业务款尚未回笼，年末余额增长 24.57%至 117.47 亿元，主要包括应收望江改造指挥部 53.02 亿元（主要为上城城建应收的土地整理和安置房销售收入款）、上城区笕桥历史文化街区保护及黎明区块改进建设指挥部办公室 28.44 亿元、杭州市上城区农居多层公寓建设管理中心 12.65 亿元、皋亭山景区建设管理委员会 4.55 亿元和杭州市三堡经济适用房建设前期指挥部 3.33 亿元等。存货主要为公司土地整理、基础设施建设、商业房产和安置房等项目建设投入，当年上城城建将其建设的公共配套基础设施项目投入由固定资产及在建工程科目转入存货科目核算，年末余额较上年末增长 18.58%至 1334.79 亿元。此外，由于应收湖滨地区商贸旅游特色街居建设整治指挥部的安置房款未回笼，年末应收账款余额增长 147.18%至 10.27 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 6.62 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），2024 年末余额为 226.78 亿元，同比增长 22.08%，增量主要系固定资产科目转入 9.53 亿元、上城区财政局无偿划入房产 8.95 亿元以及无偿划入的子公司并表房产 22.60 亿元。由于大量公共配套基础设施项目转入存货科目核算，年末固定资产和在建工程分别较上年末大幅减少 64.24% 和 73.32% 至 57.43 亿元和 13.08 亿元；年末固定资产主要为公司持有的房屋建筑物 48.14 亿元和公共配套基础设施 8.45 亿元（主要来自中宸公司），在建工程为部分自营项目投入。此外，2024 年末，公司长期股权投资 16.76 亿元，投资对象主要包括杭州新湖滨商业发展有限公司 6.68 亿元、杭州龙翔商业发展有限公司 4.69 亿元和杭实临芯科技创新（杭州）有限公司 2.24 亿元；年末其他权益工具投资 15.02 亿元，较上年末增长 36.87%，主要系对杭州银行股份有限公司投资市值由 8.50 亿元增至 12.41 亿元，此外还包括对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增长 69.33% 至 19.61 亿元，主要系当年增加基金投资所致。

从资产受限情况看，截至 2024 年末，该公司账面受限资产总额为 53.07 亿元，占资产总额的比重为 2.73%，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 12. 截至 2024 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	2.16	4.03	保证金、履约保函、监管资金等
存货	0.59	0.04	借款抵押
投资性房地产	50.32	22.19	借款抵押
<b>合计</b>	<b>53.07</b>	-	-

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 7.11% 至 833.86 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2024 年末占所有者权益的比重分别为 11.99%、53.95% 和 24.90%。2024 年末公司资本公积增长 2.53% 至 449.87 亿元，当年增减变动主要包括无偿划入房产和股权分别增加 11.50 亿元和 0.75 亿元、股东投入资本金 0.50 亿元；返还腾龙换鸟资金减少 0.86 亿元、无偿划出杭州市运河集团股权减少 0.86 亿元。由于公司经营积累，

年末未分配利润增长 5.86%至 207.67 亿元。2024 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增长 5.41%至 40.21 亿元。此外，当年上城城发新发行一期 11 亿元的可续期公司债券，年末其他权益工具增至 16.00 亿元；少数股东权益由于留用地项目子公司少数股东的注资，年末余额大幅增加 19.69 亿元至 20.11 亿元。

### (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，2024 年末，公司长短期债务比为 228.73%，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，2024 年末刚性债务占负债总额的比重为 65.30%。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，2024 年末占负债总额的比重分别为 1.49%、8.60%、18.83% 和 2.73%。其中，合同负债由于当年部分安置房移交，预收房款结转，年末余额减少 19.56% 至 16.48 亿元，余额主要包括预收安置房款 14.68 亿元和预收货款 0.69 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、保证金及押金，由于往来款项增加，年末其他应付款较上年末增长 48.78% 至 95.31 亿元，余额主要包括应付望江指挥部 28.92 亿元、上城区财政局 20.33 亿元、五堡股份经济合作社 11.38 亿元、红五月股份经济合作社 6.48 亿元、杭州建华股份经济合作社 6.11 亿元。专项应付款主要系公司收到的项目建设专项资金和政府项目协议费等，随着款项拨付，年末余额增长 7.50% 至 208.78 亿元。递延所得税负债主要形成于投资性房地产评估增值，2024 年末余额为 30.32 亿元。

2024 年末，该公司刚性债务同比增长 8.37% 至 724.11 亿元。目前，公司对外融资仍主要依赖银行借款和发行债券；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 2024 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 51.54%、32.80%、2.99% 和 11.35%。同期末，公司银行借款余额为 373.18 亿元，较上年末增加 70.45 亿元，银行借款期限偏长期，其中一年内到期余额为 134.49 亿元、超过一年到期借款余额为 238.69 亿元，银行借款利率主要在 2.70%-4.55% 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 237.50 亿元，由于直接偿付到期债券，较上年末减少 52.01 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，与上年末一致；信托借款 52.21 亿元，较上年末增加 41.11 亿元。此外，年末公司还有应付的利息 4.17 亿元和应付票据 5.44 亿元。从刚性债务期限结构来看，由于 2024 年公司融入大量短期借款，年末公司短期刚性债务较上年末增长 23.39% 至 205.74 亿元，占刚性债务的比重上升 3.46 个百分点至 28.41%。

截至 2025 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 13. 公司存续债券概况<sup>16</sup>

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	7.68	5+2	3.88	一般企业债	上城城建、上城城发
20 江干城建债	2020-09-03	2.00	2.00	5+2	3.99	一般企业债	--
21 望海潮债 02	2021-06-03	7.00	4.20	7	4.00	一般企业债	--
21 望海潮债 01	2021-04-06	8.00	4.80	7	4.35	一般企业债	--
20 望海潮债 01	2020-07-31	15.00	9.00	7	4.40	一般企业债	--
21 望江 01	2021-06-21	7.00	7.00	3+2	2.00	私募债	--
22 杭中宸债 01	2022-01-19	13.20	10.56	5+2	3.45	一般企业债	上城城建
江干城建 6.05 2027-07-12	2024-07-12	2 亿美元	2 亿美元	3	6.05	海外债	--

<sup>16</sup> 上城文商旅已划出合并范围，下表不再列示其存续债券。

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
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	上城资本
23 上发 01	2023-09-25	15.00	15.00	3+2	2.94	私募债	上城资本
22 上资优	2022-11-25	4.55	3.44	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>187.59 亿元 +2 亿美元</b>	<b>169.92 亿元 +2 亿美元</b>	--	--	--	--

注：根据上城资本提供资料及 Wind 整理（截至 2025 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。2024 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 66.55 亿元，当年公司营业收入现金率为 84.36%，业务收现水平尚可。当年公司往来款保持净流入，但由于区块综合研发投入及业务运营支出规模较大，使得当年经营性现金仍净流出 21.72 亿元。公司投资性现金流主要反映公司直接股权投资和产业基金业务收支、在建工程和固定资产投入等。由于公司对外投资以及项目建设投入规模较大，2024 年投资活动产生的现金流量净额为 -36.49 亿元。2024 年公司加大银行借款和信托借款融资力度，同时主要因子公司收到少数股东注资等收到现金 20.17 亿元，筹资活动产生的现金净额 57.17 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。2024 年，公司实现营业毛利 14.14 亿元，较上年减少 15.97 亿元，主要系土地整理业务收入结算大幅减少所致，业务毛利占比由上年的 53.36% 降至 28.34%；房产租赁和销售业务也为营业毛利的重要构成部分，2024 年营业毛利占比分别为 35.98% 和 13.51%；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 6.71 亿元，由于大量公共配套基础设施自固定资产科目转入存货科目后不再计提折旧而减少 34.15%；财务费用为 11.74 亿元，因当年费用化的利息支出增加而较上年增长 50.02%。综合影响下，当年公司期间费用合计为 18.67 亿元，较上年增长 2.44%，期间费用率为 23.67%，但 2024 年公司资本化利息支出为 15.02 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，同时因承担重要的开发建设职能，每年可获得一定的政府补助。2024 年公司收到大额政府补助等其他收益为 19.94 亿元，同比大幅增加 18.14 亿元。此外，当年公司投资净收益为 2.66 亿元，确认投资性房地产等公允价值变动净收益 -0.22 亿元，实现资产处置收益 0.48 亿元。综合影响下，2024 年公司净利润为 14.90 亿元，同比增长 53.49%，净资产收益率 1.85%，资产获利能力较弱。

### （3）偿债能力

2024 年，该公司 EBITDA 为 37.08 亿元，较上年增加 8.54 亿元，其中利润总额增加 6.17 亿元至 17.02 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 14. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
EBITDA/利息支出(倍)	1.71	0.92	1.31
EBITDA/刚性债务(倍)	0.08	0.05	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	11.75	-14.30	-7.16
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.88	-5.47	-3.12
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-13.55	-24.47	-19.20
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-4.47	-9.36	-8.36
流动比率 (%)	550.20	492.50	464.27
现金比率 (%)	18.71	21.53	15.93
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	37.04	34.75	26.11

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、商业房产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，但实际流动性较大幅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。2024 年末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别较上年末下降 5.60 个百分点和 8.64 个百分点至 15.93% 和 26.11%，现金资产对即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 2024 年末，公司银行综合授信额度为 1249.60 亿元，其中尚未使用授信额度 764.83 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。

该公司于 2025 年 2 月 17 日发布《杭州上城区国有资本运营集团有限公司关于董事会成员发生变动的公告》，上城区财政局决定任命游文程（董事长）、陈轰、沈明刚、李鹏、贾瞰、胡颖、谢林挺（职工董事）为公司第二届董事会成员，其中沈明刚、李鹏、贾瞰、胡颖为新任职人员。公司于 2025 年 3 月 13 日发布《杭州上城区国有资本运营集团有限公司关于监事及公司章程变更的公告》，根据《关于同意杭州市上城区国有企业章程修改意见稿的批复》（上财[2025]9 号）及最新《公司章程》，公司董事会中设置审计委员会，不设监事会或者监事，审计委员会由董事会成员中外部董事 3 名组成，由董事会研究决定。原监事会任职人员包括周景峰、杨元元、俞瑛、蒋玲秀、周怡俊，目前公司已聘任审计委员会成员，包括沈明刚、贾瞰、胡颖。

跟踪期内，该公司调整了职能部门设置，目前包括综合管理部、计划财务部、风控法务部、战略投资部、审计监察部五个部门，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。

### 2. 表外因素

截至 2024 年末，该公司对外担保余额合计 24.76 亿元，担保比率为 2.97%，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 2024 年末上城担保在保余额为 2.74 亿元，尚未追回代偿金额 772.45 万元。

图表 15. 截至 2024 年末公司对外担保概况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保终止日
杭州盛锐建设开发有限公司	0.40	2025/4/15
杭州湖滨国际商业发展有限公司	4.31	
杭州新湖滨商业发展有限公司	10.55	2037/12/31
杭州龙翔商业发展有限公司	3.29	
杭州新龙翔商业发展有限公司	3.13	2035/6/5
杭州新龙翔商业发展有限公司	0.68	2035/6/5
杭州湖滨环球商业发展有限公司	1.41	2033/12/31
杭州上复资产管理有限公司	1.00	2036/12/5
<b>合计</b>	<b>24.76</b>	--

注：根据上城资本提供资料整理

### 3. 业务持续性

2025 年第一季度，该公司原下属子公司上城文商旅和上城市政 100% 股权无偿划转至上城区财政局，上述股权划转后公司将不再从事部分经营性业务，同时对公司总资产、净资产、营业收入和净利润规模产生一定影响。但公司仍定位为上城区核心的城市基础设施建设和国有资本运营主体，后续仍将主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资本投资、国有资产管理等职能。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

该公司与关联方存在一定的关联交易、关联担保和资金往来事项。2024 年，公司向关联方出售商品/提供劳务收到 0.18 亿元，公司向关联方出租房屋建筑物确认收入 0.60 亿元。2024 年末，公司作为担保方为关联企业担保余额 24.76 亿元。截至 2024 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 12.55 亿元，公司其他应付关联方余额 6.52 亿元。

根据该公司提供的本部（2025 年 5 月 6 日）、上城文商旅（2025 年 5 月 28 日）、上城市政（2025 年 5 月 27 日）、上城城投（2025 年 5 月 19 日）、上城城发（2025 年 6 月 4 日）、上城城建（2025 年 5 月 19 日）、中宸公司（2025 年 5 月 20 日）、智慧城市公司（2025 年 5 月 12 日）和望海潮公司（2025 年 5 月 19 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>17</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，系对杭州盛锐建设开发有限公司的担保借款总额 2.50 亿元展期所致。

根据信用中国、国家企业信用信息系统、国家税务总局、最高人民法院等信用信息公开平台信息 2025 年 6 月 25 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，主要承担区域内的区块综合开发建设、国有资本投资、国有资产管理等职能，业务地位突出。

该公司唯一股东和实际控制人为上城区财政局（上城区国资办），可持续获得政府在业务开展、项目资金、资产划拨、财政补贴等方面较大力度的支持。2024 年末，公司因股东增资及资产划拨等净增加资本公积 11.08 亿元。此外，2024 年公司获得政府补助等各类奖补资金 19.94 亿元。

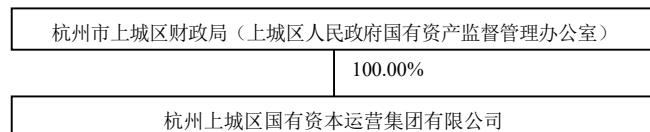
<sup>17</sup> 智慧城公司已结清信贷中存在 7 笔 2011 年及以前的关注类贷款，均已正常还款。

## 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,“23 上城资本债 01”信用等级为 AAA。

附录一：

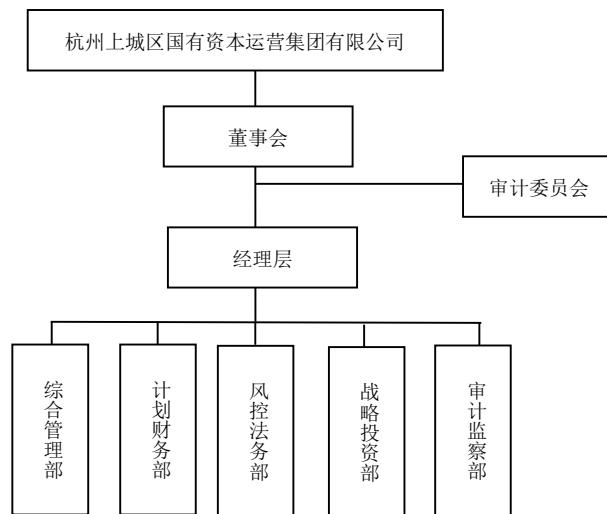
公司与实际控制人关系图



注：根据上城资本提供的资料整理绘制（截至2024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2024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	2024年(末) 主要财务数据					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	676.16	618.22	1.25	-0.30	20.37	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	858.20	397.43	40.32	10.92	-10.35	合并口径，下同
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	816.48	302.86	17.24	3.57	-29.37	
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	240.65	121.26	9.57	0.15	1.59	
杭州上城区市政工程集团有限公司	上城市政	100	市政工程建设养护	29.88	23.46	11.48	0.01	1.22	

注：根据上城资本提供的资料整理（截至 2024 年末）

## 附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 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	3630.91	1081.11	70.22	199.11	2.46	-73.33
杭州高新国有控股集团有限公司	971.99	453.60	53.33	27.69	2.61	-15.20
杭州上城区国有资本运营集团有限公司	1942.68	833.86	57.08	78.89	14.90	-21.72

注：根据 Wind 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]	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额[亿元]	1,666.20	1,781.76	1,942.68
货币资金[亿元]	38.33	57.69	53.71
刚性债务[亿元]	575.82	668.18	724.11
所有者权益[亿元]	740.37	778.52	833.86
营业收入[亿元]	100.57	108.04	78.89
净利润[亿元]	28.81	9.71	14.90
EBITDA[亿元]	42.08	28.54	37.08
经营性现金净流入量[亿元]	21.64	-34.00	-21.72
投资性现金净流入量[亿元]	-46.60	-24.20	-36.49
资产负债率[%]	55.57	56.31	57.08
长短期债务比[%]	347.96	272.86	228.73
权益资本与刚性债务比率[%]	128.58	116.51	115.16
流动比率[%]	550.20	492.50	464.27
速动比率[%]	73.53	59.42	55.92
现金比率[%]	18.71	21.53	15.93
短期刚性债务现金覆盖率[%]	37.04	34.75	26.11
利息保障倍数[倍]	1.50	0.66	1.07
有形净值债务率[%]	126.75	131.08	135.17
担保比率[%]	3.95	3.18	2.97
毛利率[%]	31.28	27.87	17.92
营业利润率[%]	31.90	9.80	21.61
总资产报酬率[%]	2.36	1.18	1.63
净资产收益率[%]	4.23	1.28	1.85
净资产收益率*[%]	4.24	1.27	1.87
营业收入现金率[%]	106.45	82.06	84.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.75	-14.30	-7.16
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.88	-5.47	-3.12
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.55	-24.47	-19.20
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.47	-9.36	-8.36
EBITDA/利息支出[倍]	1.71	0.92	1.31
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.05	0.05

注：表中数据依据上城资本经审计的 2022~2024 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+其他应付款

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+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	<a href="#">新世纪评级方法总论(2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	首次评级	2024年6月28日	AAA/稳定	严奇昊、邵一静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">新世纪评级方法与模型FM-GG001(2024.06)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2025年6月27日	AAA/稳定	严奇昊、邵一静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">新世纪评级方法与模型FM-GG001(2024.06)</a>	<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	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	首次评级	2024年6月28日	AAA	严奇昊、邵一静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">新世纪评级方法与模型FM-GG001(2024.06)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2025年6月27日	AAA	严奇昊、邵一静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">新世纪评级方法与模型FM-GG001(2024.06)</a>	<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。

