

杭州市商贸旅游集团有限公司

及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022) 100487】

**评级对象:** 杭州市商贸旅游集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
17 杭旅 02	AAA/稳定/AAA/2022年6月23日	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	AAA/稳定/AAA/2017年7月3日
19 杭旅 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月23日	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	AAA/稳定/AAA/2019年5月5日
20 杭旅 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月23日	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	AAA/稳定/AAA/2020年4月22日
21 杭商贸 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月23日	--	AAA/稳定/AAA/2021年9月13日

### 主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	9.98	15.36	10.60	33.97
刚性债务	42.87	39.00	60.02	61.81
所有者权益	70.04	75.17	84.30	84.31
经营性现金净流入量	-0.91	0.42	-0.07	-0.08
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	257.82	278.26	335.99	345.93
总负债	135.20	147.68	189.89	198.21
刚性债务	65.36	75.02	93.50	96.98
所有者权益	122.62	130.58	146.10	147.71
营业收入	134.16	104.51	132.97	36.92
净利润	12.67	12.14	14.89	1.72
经营性现金净流入量	9.57	6.83	12.26	-4.07
EBITDA	24.49	23.14	27.14	--
资产负债率[%]	52.44	53.07	56.52	57.30
权益资本与刚性债务比率[%]	187.61	174.06	156.25	152.32
流动比率[%]	192.22	227.28	143.93	147.04
现金比率[%]	87.24	131.00	106.30	101.67
利息保障倍数[倍]	5.56	5.42	5.11	--
净资产收益率[%]	10.77	9.59	10.76	--
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.19	10.45	13.40	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.31	14.57	3.21	--
EBITDA/利息支出[倍]	7.10	6.79	6.22	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.33	0.32	--

注:根据杭州商旅经审计的2019~2021年度及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

熊桦: xh@shxsj.com  
王科柯: wkk@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对杭州市商贸旅游集团有限公司(简称杭州商旅、发行人、该公司或公司)及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了2021年以来杭州商旅在区位优势、品牌影响力及区域市场竞争力、资产质量、财务弹性等方面保持的优势,同时也反映了公司在竞争压力、疫情影响、资本性支出、收益稳定性及业务整合等方面持续面临的压力或风险。

#### 主要优势:

- **区位优势较好。**杭州市区域经济较为发达,商贸旅游市场活跃,消费需求旺盛,杭州商旅作为当地政府下属重要的国有资产经营主体,具有较好的区位优势。
- **品牌影响力大,区域市场竞争力强。**杭州商旅业务发展较多元,并已形成规模化经营。公司品牌资源丰富,下属杭州大厦、黄龙饭店、知味观等品牌知名度高。跟踪期内公司收入和利润维持在较大规模,在区域市场保持着突出的市场地位和较强的综合竞争力。
- **财务结构较稳健。**跟踪期内杭州商旅资产负债率处于合理水平,现金类资产较充足,并拥有肯德基等优质股权资产,以及一定规模位置优越的自有商业物业资产,总体来看公司财务结构仍较稳健,对债务保障程度良好。
- **财务弹性较好。**杭州商旅旗下拥有1家上市公司杭州解百,具备资本市场直接融资渠道。此外,公司与多家商业银行建立了合作关系,目前未使用银行授信规模较大,财务弹性较好。

#### 主要风险:

- **主业经营面临市场竞争、新冠疫情等外部压力。**近年来受我国经济增速放缓,零售行业线上线下竞争激烈等因素影响,杭州商旅业务运

营面临较大市场竞争压力。此外，新冠疫情反复也对公司酒店餐饮等业务运营带来压力，影响业绩表现。

- **利润构成稳定性较弱。**杭州商旅利润中投资收益等非经常性损益的贡献度较高，或影响盈利的稳定性。
- **后续仍存在一定资金投入需求。**杭州商旅未来在推进主业发展，实现经营规模扩大与丰富经营业态等方面仍会存在一定资金投入需求。
- **经营管理压力。**杭州商旅下属企业数量较多，涉及业务领域多元，公司在经营管理方面存在不断整合及提升效率方面的需求。

### ➤ 未来展望

通过对杭州商旅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，评级展望为稳定；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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 杭州市商贸旅游集团有限公司

## 及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照杭州市商贸旅游集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第二期）、2019 年公开发行公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（第一期）和 2022 年度第一期中期票据（分别简称“17 杭旅 02”、“19 杭旅 01”、“20 杭旅 01”和“21 杭商贸 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据杭州商旅提供的经审计的 2021 年、未经审计的 2022 年一季度财务报表及相关经营数据，对杭州商旅的财务状况、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。

该公司债券市场融资经验丰富，历史债券兑付情况正常。截至 2022 年 5 月末，公司存续期债券情况见下表。

图表 1. 公司存续期债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	本金余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	到期日期	本息兑付情况
17 杭旅 02	15.00	14.00	5 (3+2) 年	4.71	2022 年 7 月 11 日	正常
19 杭旅 01	10.00	10.00	3 年	3.55	2022 年 9 月 2 日	正常
20 杭旅 01	10.00	10.00	3 年	2.48	2023 年 5 月 6 日	正常
21 杭商贸 MTN001	10.00	10.00	3 年	3.40	2024 年 10 月 15 日	正常
22 杭商贸 SCP001	10.00	10.00	270 日	2.25	2022 年 11 月 13 日	正常
22 杭商贸 SCP002	5.00	5.00	270 日	2.15	2022 年 12 月 5 日	正常

资料来源：杭州商旅

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政

策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

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；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

### A. 零售业<sup>1</sup>

2021年，得益于常态化疫情防控的推进，国内宏观经济不断复苏，消费市场亦出现较明显反弹。从零售各业态来看，受益于消费的复苏，各零售业态同比均呈现增长态势，但不同业态增速表现存在一定分化。其中线上零售得益于疫情期间消费者购买路径的转变及线上消费习惯的培养，继续保持了较好的增长态势；线下百货等业态反弹较为明显；超市业态由于2020年同期基数较高，增速明显弱于其他实体业态。零售行业内部继续呈现着激烈竞争态势。总体来看，国内消费市场长期发展的内在动力未发生根本性变化，但仍需关注疫情防控形势变化对零售行业复苏态势的影响。2022年一季度末以来受国内疫情反复影响，零售市场消费复苏面临压力。

在国家推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下，政府将继续以消费作为推动经济增长的主要内生动力，不断推进消费升级，激发消费活力，对零售行业而言能继续形成长期政策利好，同时2021年以来政府加强对行业监管力度，有助于促进行业健康有序发展。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。多年来得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求提升，我国零售行业总体保持着持续增长的发展态势，但同时受宏观经济波动、新冠疫情等因素影响，近年来增速有所波动。

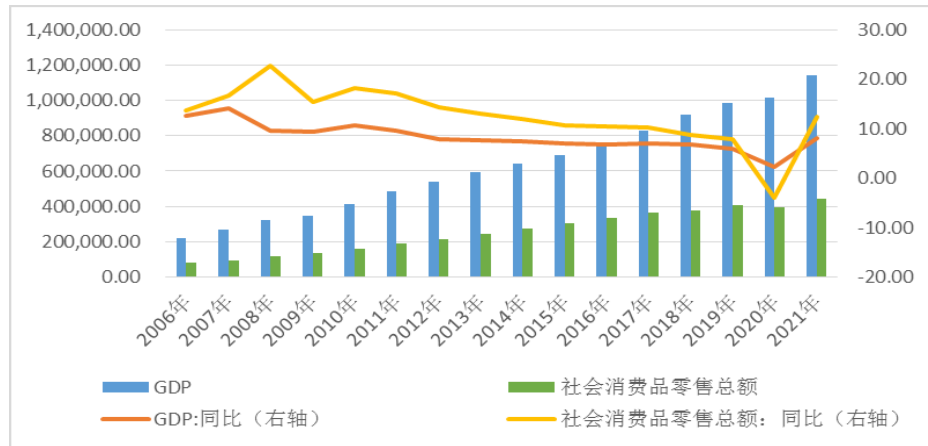
2020年，新冠疫情的爆发对国际经贸形势及消费市场带来显著冲击影响，一季度国内经济出现负增长，二季度以来，随着国内疫情防控形势的逐步向好，以及复工复产复商复市的稳步推进，经济逐步回暖。2021年，得益于常态化疫情防控成果显现，国民经济稳定恢复，消费市场持续复苏。根据国家统计局数据，经初步核算，2021年国内生产总值为114.37万亿元，比上年增长8.1%，两年平均增长5.1%。同期国内社会消费品零售总额为44.08万亿元，同比增长12.5%，比2019年增长8%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长

<sup>1</sup> 本节所涉及数据来源于国家统计局。



10.7%。消费继续是国内经济增长的核心动力，当期最终消费支出对经济增长的贡献率为 65.4%，拉动 GDP 增长 5.3 个百分点。2022 年一季度，国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%；社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.3%，当期最终消费支出对经济增长贡献率为 69.4%，拉动 GDP 增长 3.3 个百分点。一季度，消费市场总体保持平稳增长，但 3 月以来，国内疫情多发频发，部分地区发生聚集性疫情，居民出行和消费活动减少，又对消费市场产生较大冲击。

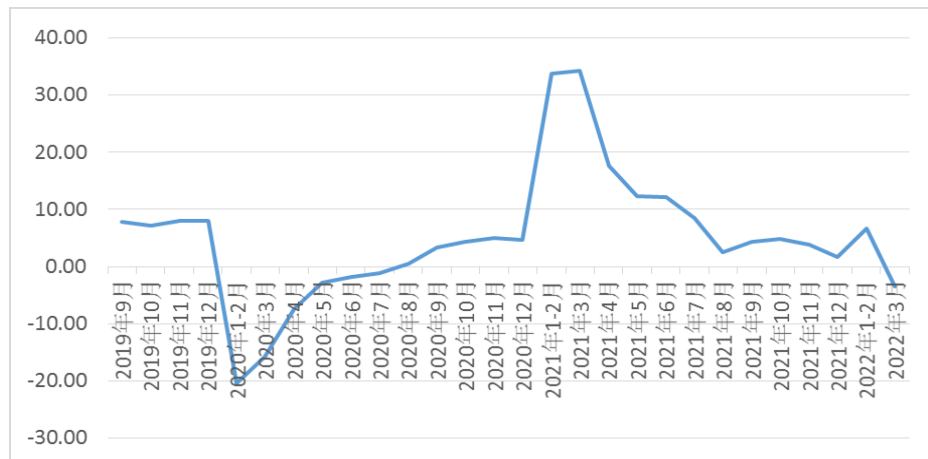
图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

从趋势上看，国内社会消费品零售总额在 2020 年 1-2 月达到 20.5%的跌幅后，单月跌幅呈现逐步收窄趋势，至当年 8 月开始单月社会消费品零售总额增速开始恢复增长。2021 年以来月度继续保持着恢复增长势头，但受基数逐渐上升，以及局部地区散发疫情、极端天气等因素影响，月度增速亦呈现放缓态势。2022 年 3 月开始本土疫情呈现点多面广频发，又对消费市场产生较大影响，当月社会消费品零售总额同比下降 3.5%。总体来看，2021 年以来国内消费市场呈现着复苏态势，但仍需关注疫情防控形势变化对零售行业持续复苏的影响。

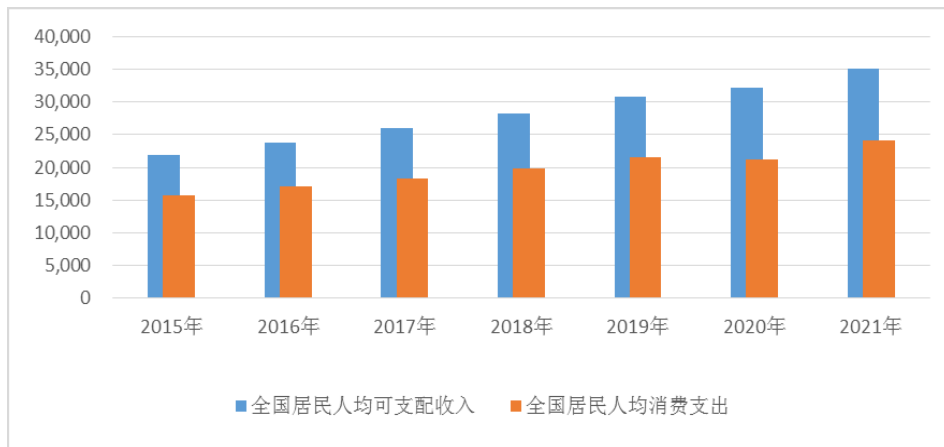
图表 3. 社会消费品零售总额月度变化数据（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

总体来看，此次疫情影响具有外在性和突发性，并未对国内消费市场长期发展的内在推动因素产生根本性影响。需求方面，根据 2021 年 5 月公布的第七次全国人口普查数据，我国人口数量已达 14.12 亿；截至年末达到 14.13 亿。人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的持续发展提供了良好支撑。收入方面，2021 年全国居民人均可支配收入 35,128 元，比上年名义增长 9.1%；扣除价格因素实际增长 8.1%。消费支出方面，同期全国居民人均消费支出 24,100 元，比上年名义增长 13.6%；扣除价格因素实际增长 12.6%。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 10,345 元，比上年名义增长 6.3%，扣除价格因素，实际增长 5.1%；全国居民人均消费支出 6,393 元，比上年名义增长 6.9%，扣除价格因素影响，实际增长 5.7%。随着居民收入持续增长以及疫情形势总体可控，居民消费需求逐步复苏，消费支出恢复增长。

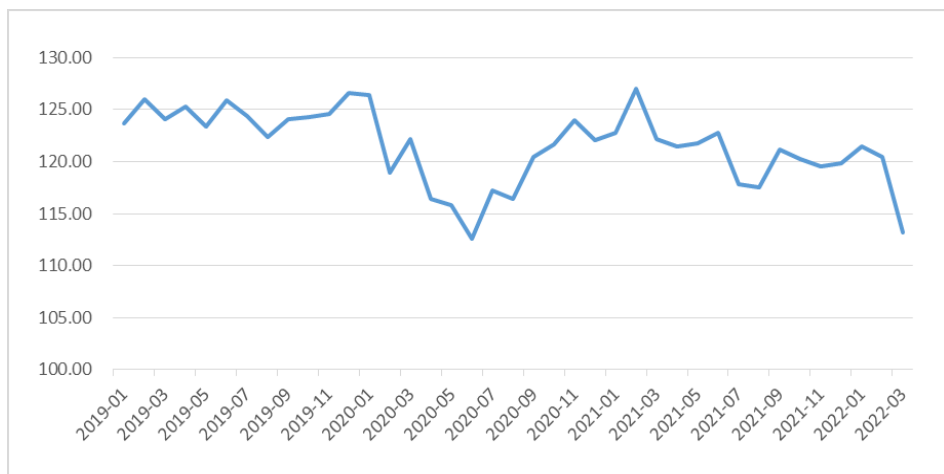
**图表 4. 全国居民人均收支情况（单位：元）**



数据来源：Wind、国家统计局

从消费者信心指数来看，受疫情影响，2020 年疫情影响下消费者信心指数一度跌至 6 月的 112.6，至 2021 年 12 月消费者信心指数回升至 119.8，2022 年 3 月又降至 113.2。

**图表 5. 消费者信心指数**



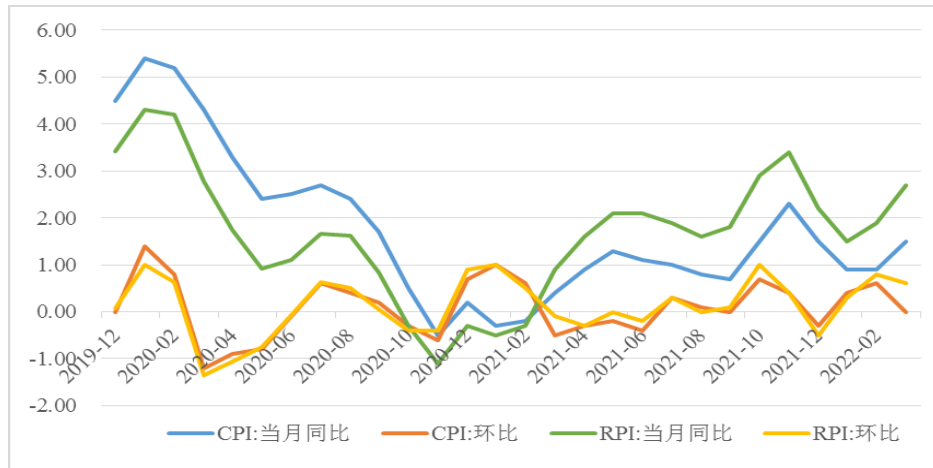
数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2021 年消费市场供给相对充足，CPI 总体上涨 0.9%，涨幅比上



年回落 1.6 个百分点，总体运行在合理区间，消费领域价格总体稳定。分月看，前两个月受上年同期基数较高影响，CPI 同比下降；随着高基数效应逐渐减弱，3 月开始同比由降转涨；6 月起，在猪肉等价格下降带动下，涨幅逐月回落；10 月，受特殊天气、上游价格持续上涨及低基期等因素叠加影响，CPI 同比涨幅再次回升。2022 年一季度居民消费价格温和上涨，CPI 同比上涨 1.1%。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

**图表 6. CPI 与 RPI 走势变化情况（单位：%）**



资料来源：Wind、国家统计局

从政策方面来看，我国零售行业开放程度高。作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。近年来政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业转型升级，零售行业面临的政策面较好。

2020 年以来，在新冠疫情期间，零售行业承担着一定的居民生活物资供应保障职能，国家出台专项政策在金融、商贸领域对企业给予扶持，还通过发放“消费券”等形式鼓励刺激消费，政府支持力度进一步有所加大。同时，近年来政府不断鼓励零售行业线上线下融合，通过创新推进消费升级。2020 年 9 月，国务院办公厅进一步发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》，提出了要以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，坚持问题导向和目标导向，补齐基础设施和服务能力短板，规范创新监管方式，持续激发消费活力，促进线上线下消费深度融合，努力实现新型消费加快发展，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

在鼓励消费的同时，政府也在不断规范消费市场行为、促进行业有序发展。2021 年以来，随着电子商务法制建设进一步深入，针对不正当竞争、税务、数据安全等方面的监管有所强化。年内国内陆续出台了《网络交易监督管理办法》《网络直播营销管理办法（试行）》等政策办法，压实平台主体责任；同时针对疫情以来发展迅猛的社区团购、直播电商等，政府也加大了在价格、市场竞争、税收环节的监管清查力度，以规范企业经营行为，维护公平、健康的零售市场环境。

**图表 7. 近年来零售行业相关政策颁布情况**

发布机关	政策名称	发布时间
全国人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	发布日期 2018 年 08 月 31 日；实施日期 2019 年 1 月 1 日
发改委、商务部等部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	2019 年 1 月
国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	2019 年 8 月
商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	2020 年 2 月
国家发展改革委等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	2020 年 2 月
国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020 年 9 月
国家市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	2021 年 5 月 1 日起施行
国家互联网信息办公室、公安部、商务部等 7 部门	《网络直播营销管理办法（试行）》	2021 年 5 月 25 日起施行

注：新世纪评级整理

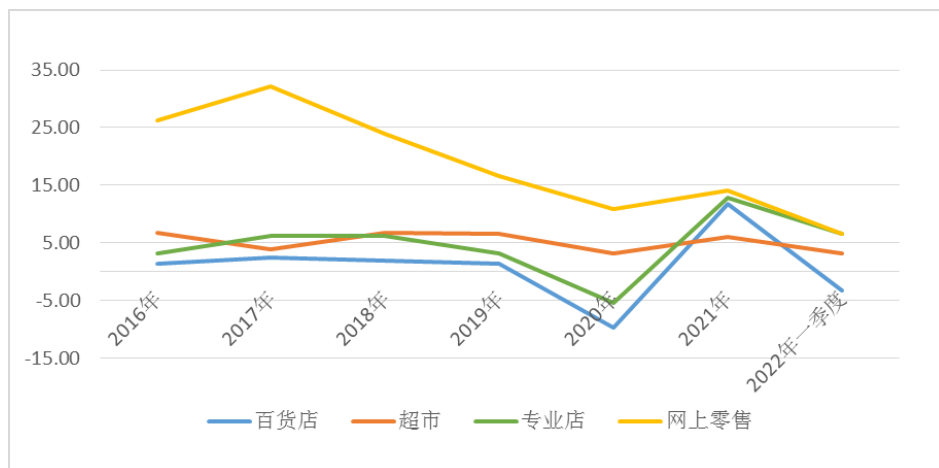
从市场竞争格局来看，零售行业市场化程度高，企业数量众多。同时，零售行业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于相对较低水平。根据中国连锁经营协会数据，近年来国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重也仅在 25%左右。

多年来，在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商持续通过扩大门店数量、并购重组等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着国内电商的发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。近年来，在行业变革加剧，线上线下融合发展风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度，电商企业向线下发展实体到店业务，实体零售商触网发展线上业务及到家业务，呈现融合发展态势。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，新型零售业态形式、新型购物场景模式不断涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。此外，线上与线下零售商在竞争发展的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

2020 年新冠疫情对零售行业造成冲击，导致行业出现负增长，但针对零售各细分业态，疫情的影响存在分化。其中经营以必需消费品为主的超市业态、相关线上零售所受影响相对较小；以可选消费、体验类消费为主的百货、购物中心等业态所受短期冲击影响较大。2021 年以来，得益于消费的复苏，各零售业态同比均呈现增长态势，但不同业态表现继续存在一定分化。当年限额以上零售业单位中，超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长

6.0%、11.7%、12.8%和 12.0%，其中百货等业态增速反弹明显，超市业态由于上年基数较高，增速弱于其他实体业态。线上方面，同期网上零售额为 130,884 亿元，同比增长 14.1%。其中，实物商品网上零售额 108,042 亿元，同比增长 12.0%，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%，网上零售额继续保持快速增长。2022 年一季度，限额以上零售业单位中，超市、专业店和专卖店零售额同比分别增长 3.2%、6.6%和 1.0%，百货店同比下降 3.3%；网上零售额继续同比增长 6.6%。总体来看，疫情影响之下，居民消费路径转变，线上消费需求增长以及消费习惯的进一步养成，带动线上零售规模增长。

**图表 8. 零售行业各业态<sup>2</sup>近年来同比增长情况（单位：%）**



资料来源：Wind、国家统计局

**图表 9. 按业态分部分零售企业数据概览（单位：亿元，%）**

企业名称	核心经营指标（合并口径）			核心财务数据（合并口径）			
	核心业态	营业收入	毛利率	净利润	总资产	资产负债率	经营性净现金流
王府井集团股份有限公司	百货、购物中心、奥特莱斯等	127.53	42.14	13.78	391.51	48.65	27.72
上海百联集团股份有限公司	超市、百货、购物中心、奥莱等	346.50	26.73	6.33	578.45	64.61	37.23
武汉商贸集团有限公司	购物中心、超市等	284.08	27.47	12.71	826.35	63.84	50.01
山东省商业集团有限公司	百货、超市、家电、购物中心等	298.96	31.29	2.84	1,327.59	81.13	38.56
杭州商旅	百货、酒店餐饮等	132.97	27.18	14.89	335.99	56.52	12.26

注：新世纪评级根据公开资料整理；此为 2021 年数据。

从行业风险来看，宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，诸如新冠肺炎疫情等公共卫生事件也为行业发展带来不确定性因素。

现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大，同时同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成，受制

<sup>2</sup> 2016-2017 年为商务部重点监测零售企业数据；2018-2021 年数据为限额以上零售业单位数据。

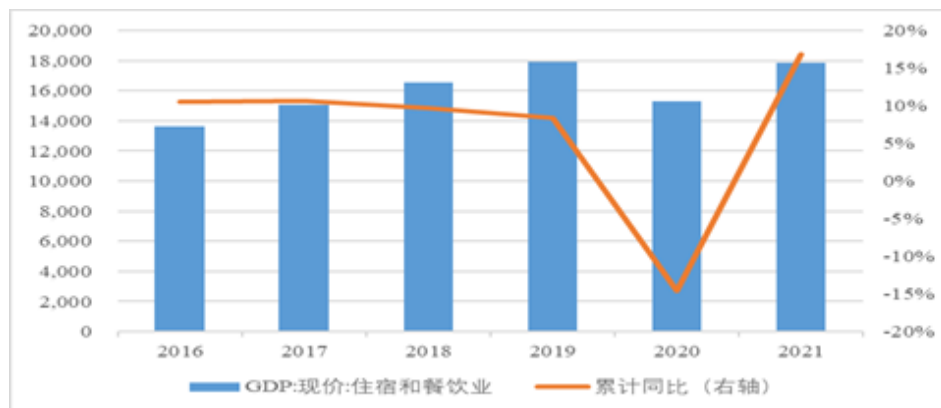
于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。同时，随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。在零售行业变革及线上线下双向融合发展的趋势下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，持续增强运营实力及提升服务质量，将影响企业的长期发展。此外，零售企业还持续面临着商品质量、安全经营等方面的运营监管压力。

## B. 酒店餐饮

近年来随着我国人均可支配收入增长及消费水平提升，居民酒店餐饮方面消费需求不断增加。但 2020 年初新冠疫情的爆发导致国内酒店餐饮业短期内基本陷于停滞状态，市场受到较大冲击影响。其后随着国内疫情防控形势好转及总体可控，加之政策扶持下，酒店餐饮业逐步呈现恢复态势。但目前仍需关注疫情对于行业持续复苏所带来的不确定性。

近年来在我国 GDP 和人均可支配收入增长的推动下，居民酒店餐饮消费需求不断增加。但是 2020 年初新冠疫情爆发，对酒店餐饮行业的冲击影响很大。为控制疫情传播，政府暂停大型聚集性群众文化旅游活动，部分城市景区以及文娱场所全部暂停开放。商旅及文娱活动的停滞造成短期内酒店、餐饮市场需求的大幅萎缩。受此影响，2020 年国内住宿和餐饮业出现负增长，当年完成增加值 15,285.40 亿元，同比下降 14.62%。2021 年以来，得益于疫苗接种推进、快速响应及动态清零策略，国内疫情总体上得到了有效控制，住宿和餐饮业逐步复苏，当年完成增加值 17,853 亿元，同比增长 14.5%。

图表 10. 近年来住宿和餐饮业增加值完成情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

酒店餐饮业属于完全竞争市场，总体处于供大于求状态，竞争较激烈，同时经营竞争格局存在向品牌化、规模化和集团化的发展趋势。近年来，受三公消费限制、宏观经济波动，以及行业内竞争不断加剧等因素的影响，国内星级饭店数量整体呈现下降趋势。2020 年新冠疫情的爆发对酒店行业形成进一步冲击影响，疫情停业造成部分运营能力偏弱的酒店难以维系而退出市场，进一步加快了行业洗牌和迭代。根据国家文化和旅游部《2020 年度全国星级饭

店统计报告》，当年星级饭店数量为 8,423 家，同比减少 497 家，主要是中低星级饭店关停。2021 年以来，国内疫情总体可控，但仍呈现多点散发态势，行业洗牌继续，根据《2021 年度全国星级饭店统计调查报告》，当年星级饭店数量进一步降至 7,676 家。

2019-2021 年，全国星级饭店累计实现营业收入分别为 1,907.77 亿元、1,221.53 亿元和 1,379.43 亿元，近两年受疫情及行业不断出清影响，收入规模明显缩减。2021 年以来，随着疫情形势好转，星级饭店收入出现回升，但仍低于疫情前水平。房费及入住率方面，2019 年全国星级饭店平均房价 353.00 元/间夜，平均出租率 55.18%；2020 年受疫情影响，平均房价降至 313.91 元/间夜，平均出租率降至 38.98%；2021 年平均房价回升至 334.95 元/间夜，出租率回升至 41.77%。

政策方面来看，针对 2020 年爆发的新冠疫情，全国多地迅速采取措施支持行业内企业发展。2020 年 2 月 6 日，财政部、税务总局发布《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》，对受影响较大的交通运输、餐饮、住宿、旅游四大类困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年。同时，2020 年以来大量城市采取了在餐饮、文旅行业投放消费券，加大门票、住宿等优惠力度等措施，对恢复消费市场、提振消费者信心起到了积极作用。长期来看，随着国内人民群众生活水平的持续提升，仍将会对酒店餐饮需求提供必要支撑。

行业风险主要来自：（1）酒店行业人员成本及折旧摊销较高，对利润造成侵蚀；（2）市场竞争风险。酒店餐饮业属于完全竞争行业，企业间竞争优势较不明显；（3）疫情反复影响。

### （3）区域市场因素

杭州市区域经济实力及居民消费能力较强，商业氛围浓厚，服务业发达，多年来区域经济水平的提升，政策对服务产业发展的支持，以及旅游业的良好发展，对当地零售、酒店餐饮服务业的发展提供较好的支撑。但同时，杭州市内百货网点布局的密度已较高，零售及酒店餐饮业竞争持续激烈；此外，2020 年以来新冠疫情对当地消费需求也带来一定影响。

该公司业务经营主要集中在杭州市，区域经济实力及居民消费能力较强。2020 年，随着新冠疫情的爆发，出于疫情防控需要，杭州市大量百货、餐饮、酒店等暂停营业，短期内消费需求大幅萎缩。疫情影响下，经贸活动活跃度的降低，对当年经济及消费市场的增长带来了压力。政策方面，2020 年 2 月，杭州市人民政府印发《关于严格做好疫情防控帮助企业复工复产若干政策的通知》，在降低企业融资成本、减免企业租金、补贴商贸服务企业等方面减轻疫情对企业的影响。其后，随着国内疫情防控形势的逐步向好，经济及商贸领域活跃度的恢复，消费市场复苏态势明显。总体来看，2020 年杭州市实现地区生产总值 16,106 亿元，增幅降至 3.9%；全年社会消费品零售总额 5,973



亿元，同比下降 3.5%，按消费类型统计，商品零售 4,991 亿元，下降 2.4%，餐饮收入 982 亿元，下降 8.5%。2021 年，杭州市经济持续复苏，全年实现地区生产总值 18,109 亿元，同比增长 8.5%；全年社会消费品零售总额 6,744 亿元，同比增长 11.4%，按消费类型统计，商品零售 5,577 亿元，同比增长 10.2%；餐饮收入 1,167 亿元，同比增长 17.2%。2022 年第一季度，受疫情多点散发影响，全市实现社会消费品零售总额 1,626 亿元，同比增长 6.2%。

零售市场方面，杭州市商业氛围浓厚，百货零售业发展历史悠久，现已形成十多个大型商圈，包括武林商圈、湖滨商圈、吴山商圈、庆春商圈、下沙商圈、钱江新城商圈等。近年来随着华润万象城、万达广场、凯德来福士、宝龙城、印象城等企业的入驻，杭州商圈以往杭州大厦、银泰本土双强的格局被打破。未来几年，还规划有恒隆广场、新鸿基江河汇综合体、SKP、新世界 K11 等多个项目落地，区域内零售市场竞争日益激烈。

酒店方面，2020 年以来受新冠疫情影响，杭州市商旅活动减少，对旅游、酒店餐饮业带来很大压力。为助力行业纾困解难，2020 年 3 月杭州市出台《关于疫情防控期间支持旅游行业共渡难关的补充意见》，提出了设立旅游行业纾困资金、鼓励宾馆提供降价优惠、鼓励 A 级景区实施免费开放、鼓励旅行社加大客源引进力度、支持“非接触式”旅游服务场景应用、鼓励“杭州人游杭州”、加快旅游服务质量保证金暂退工作和加大对旅行社法律援助八项措施。疫情影响下，2020 年杭州市住宿和餐饮业完成增加值 213 亿元，同比下降 10.6%。2021 年，杭州市住宿和餐饮业完成增加值 220 亿元，同比增长 9.6%，两年平均下降 6.2%。截至 2021 年末全市星级宾馆 105 家，同比减少 14 家；其中五星级 22 家，同比减少 1 家。

## 2. 业务运营

该公司业务多元化程度较高，主业涉及百货零售、宾馆餐饮、食品销售、服务、文化旅游等，经营已具备较大规模。公司拥有杭州大厦、杭州解百、黄龙饭店、知味观等一批知名品牌，在区域内具有很强的资源优势 and 品牌影响力。近年来，受市场竞争及新冠疫情影响，公司运营面临的外部压力有所加大。但依靠积极的业务调整及消费市场实现复苏，公司 2021 年业绩仍实现了稳定增长。2022 年一季度，在疫情反复的影响下，公司当期利润同比有所弱化，后续仍需关注疫情对公司经营业绩的影响。此外，公司利润构成中投资收益等非经常性损益贡献度仍较高，或影响盈利的稳定性。

该公司经过多年整合发展，已形成了以百货零售、宾馆餐饮为核心，食品加工、服务、文化旅游等业务多元化发展的经营格局。公司业务大量布局在浙江省杭州市，旗下拥有零售类上市公司杭州解百<sup>3</sup>，以及杭州大厦、黄龙饭店、知味观等一大批区域知名品牌。公司作为杭州地区商贸零售、餐饮行业龙头企

<sup>3</sup> 截至 2022 年 3 月末，该公司持有杭州解百 66.27% 股权，期末所持股份无质押或冻结情况。



业，旗下品牌资源丰富，在区域内保持着很强的资源优势和品牌影响力。公司主业涉及的主要经营主体见下表。

**图表 11. 公司主要业务运营主体**

业务	主要运营主体
百货零售	杭州解百集团股份有限公司（简称“杭州解百”，上市公司，证券代码 600814）及其下属杭州大厦有限公司（简称“杭州大厦”）等
酒店	杭州黄龙饭店有限公司（简称“黄龙饭店”）、杭州西溪投资发展有限公司（简称“西溪投资”）、杭州仁和酒店集团有限公司（简称“仁和集团”）等
餐饮服务	杭州饮食服务集团有限公司（简称“饮服集团”）等
食品销售	杭州牡丹面粉有限公司（简称“牡丹面粉”）、杭州知味观食品有限公司（简称“知味观食品”）等
服务业务	杭州市安保服务集团有限公司（简称“安保集团”）
文化旅游	杭州宏逸投资集团有限公司（简称“宏逸投资”）

资料来源：杭州商旅

2019-2021 年，该公司分别实现营业收入 134.16 亿元、104.51 亿元和 132.97 亿元，存在一定波动，主要受 2020 年开始执行新收入准则影响。2021 年以来，受益于商品销售板块收入的较快速增长，公司当年营业收入同比增长 27.24%。从业务收入结构来看，商品销售收入一直以来为公司第一大收入来源，2021 年占核心业务收入的比重为 64.99%；加之宾馆餐饮、食品销售及服务收入，合计占核心业务收入的比重达到 92.94%。此外，公司其他主营业务收入还包括房地产收入<sup>4</sup>、租赁收入、旅游收入、车辆运营收入等，收入来源较为多元化。2022 年第一季度，公司实现营业收入 36.92 亿元，同比增长 32.05%，主要受商品销售等业务收入增长拉动。

**图表 12. 公司主业基本情况**

主营业务	市场主要覆盖范围	业务的核心驱动因素
商品销售（百货零售、商品批发）	杭州市	规模/资产/品牌/管理等
宾馆餐饮	杭州市	规模/品牌/管理等
食品销售	全国/杭州市等	规模/品牌/管理等
服务	杭州市	规模/管理等

资料来源：杭州商旅

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 13. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计		134.16	104.51	132.97	36.92	27.96
其中：核心业务营业收入	金额	129.58	99.50	127.15	35.63	26.67

<sup>4</sup> 公司近年来房地产板块收入主要来自西溪投资负责开发的西溪天堂项目的配套房产、国大实业开发的下宅 1#、2#地块项目以及存量资产处置，2019-2021 年收入分别为 1.25 亿元、3.02 亿元和 2.70 亿元。公司上述开发项目截至 2021 年末已基本全部售罄，销售回笼资金均已覆盖前期资金投入。公司目前无储备的纯房地产项目。

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
	占比	96.59	95.21	95.62	96.51	95.38
其中：(1) 商品销售	金额	84.30	57.39	82.63	22.98	16.35
	占比	65.06	57.67	64.99	64.50	61.32
(2) 宾馆餐饮	金额	14.19	10.74	10.24	1.69	2.64
	占比	10.95	10.79	8.05	4.73	9.91
(3) 食品销售	金额	12.71	12.80	12.49	6.90	2.09
	占比	9.81	12.87	9.82	19.37	7.85
(4) 服务	金额	10.69	9.99	12.81	2.69	2.11
	占比	8.25	10.04	10.08	7.54	7.90
(5) 其他	金额	7.69	8.59	8.98	1.37	3.47
	占比	5.94	8.63	7.06	3.85	13.02

资料来源：杭州商旅

### A. 商品销售

该公司商品销售业务主要包括百货零售及商品批发业务。2019-2021 年，公司商品销售业务实现收入分别为 84.30 亿元、57.39 亿元和 82.63 亿元，毛利率分别为 12.05%、20.29%和 17.28%。其中，2020 年商品销售业务收入同比减少而毛利率同比上升主要受执行新收入准则影响，百货零售板块联营模式下收入确认由总额法调整为净额法。2021 年商品销售业务收入增长主要受百货零售及商品批发业务收入共同增长拉动。同时，由于商品批发业务毛利率较低，导致当年业务整体毛利率有所下降；毛利角度来看，2021 年公司商品销售板块毛利为 14.28 亿元，同比实现 22.61%的增长。2022 年第一季度，公司商品销售业务收入同比增长 40.55%至 22.98 亿元，主要是商品批发业务收入增长所致。

### 百货零售

该公司百货零售业务的经营主体为上市子公司杭州解百及其下属子公司杭州大厦，主要业态有百货商场、购物中心，拥有解百购物广场、杭州大厦购物城<sup>5</sup>两家主要门店，均位于杭州地区。

图表 14. 截至 2022 年 3 月末公司百货零售门店基本情况（单位：平方米）

物业大楼	开业时间	位置	经营建筑面积 <sup>6</sup>	物业性质	经营模式
解百购物广场	1992 年	杭州市	125,869.38	新元华部分租赁，新世纪、B 座自有	联营为主
杭州大厦购物城	1992 年	武林广场 1 号	56,195.56	自有	联营、自营、批发、租赁

<sup>5</sup> 杭州大厦原系该公司与澳门南光（集团）有限公司共同投资设立的中外合资经营企业。2014 年 8 月，经证监会核准《关于批准杭州解百集团股份有限公司向杭州市商贸旅游集团有限公司发行股份购买资产的批复》（证监许可[2014]883 号），杭州解百向公司发行 404,643,737 股股份，购买其持有的杭州商旅投资有限公司（简称“商旅投资”）100%股权，自此杭州解百通过商旅投资间接持有杭州大厦 60%股权，杭州大厦因此整合进入杭州解百。

<sup>6</sup> 租赁经营面积为租赁合同中建筑面积，自有经营面积为产权证面积。

物业大楼	开业时间	位置	经营建筑面积 <sup>6</sup>	物业性质	经营模式
	1999 年	武林广场 1 号	39,422.08	自有	联营、批发、租赁
	2009 年	环城北路 208 号，坤和中心	42,415.40	租赁	联营、自营、批发、转租赁
	2009 年	华浙广场	33,723.65	租赁	联营、批发、转租赁
	2018 年	武林广场 11 号商业房产，武林广场地下商场	86,979.00	自有 <sup>7</sup>	联营、批发、转租赁
	2017 年	环城北路 205 号，三立大厦	23,809.54	租赁	联营、批发、转租赁

资料来源：杭州商旅

该公司实体百货零售业务采取以联营为主、辅之自营（经销）和租赁的经营模式。联营模式是由供应商在商场指定区域设立品牌专柜，在商品销售后，供应商按售价扣除与公司约定的分成比例后开票，公司通过商品进销差价核算结转毛利，并在规定期限内将货款支付给供应商。这种模式的优点在于公司无存货积压的风险。2020 年开始，由于执行新收入准则，公司对联营模式下的百货业务收入由总额法调整为净额法确认。从物业性质来看，公司轻重资产模式并行。重资产模式经营百货业务的优势在于不易受租期及租金上涨的影响，能够保证门店的持续稳定经营，但一般前期的资金投入量较大。轻资产模式的优势在于其项目投入成本较低、建设周期较短，能够加快开店速度。但长期来看，在该模式下也面临着租约内租金支出不断上涨、租约到期后无法续租或租金大幅上升等风险。

解百购物广场系杭州市最早建立的国营零售企业，位于毗邻西湖的湖滨商圈，由新元华、新世纪和 B 座（原 A、B 楼）三幢物业大楼组成，建筑面积 12.59 万平方米，定位为中端城市综合消费。随着大型商业项目不断落地杭州地区，区域百货零售市场竞争压力进一步增大，近年来解百购物广场面临客户群体老化、供应商资源被动的问题，跟踪期内经营处于持续调整状态。

杭州大厦购物城定位于“高端百货+奢侈品牌”的精品百货模式，聚集了 LV、CHANEL、HERMES、GUCCI、CARTIER 等超过 80% 的国际顶级奢侈品品牌，奠定了其高端品牌聚集地的企业形象，多年来在全国单店百货销售排名中居于前列。杭州大厦购物城地处杭州市武林商圈，商业氛围浓厚。格局上，杭州大厦购物城原由 ABCD 四座物业大厦构成，其中 A、B 座为自有物业<sup>8</sup>，

<sup>7</sup> 杭州大厦租赁公司另一子公司商旅资管物业，从合并范围看属于自有物业。

<sup>8</sup> 杭州大厦与杭州市国土资源局于 2003 年 1 月签订有关武林广场 21 号和 20 号（A 楼、B 楼）两宗土地使用权的土地使用合同，以合资中方将部分土地使用权和每年缴纳土地使用费、支付租金方式取得该两幅土地使用权，该等土地使用权和土地使用证已于 2016 年 6 月到期，杭州大厦已收到杭州市国土局下城分局出具的《关于杭州大厦有限公司土地使用问题复函》，杭州大厦地块为商业地块，根据《中华人民共和国城镇国有土地出让和转让暂行条例》（国务院令 第 55 号）第四十一条的规定，土地使用期满，土地使用者可以申请续期。杭州大厦应依照该

开业时间较早，属于主力门店。C、D座（租赁）均于2009年开业，经营面积合计7万多平方米。在定位上，四幢大厦的定位各有所侧重又相互融合。近年来，杭州大厦通过租赁紧邻杭州大厦B座西侧的三立大厦<sup>9</sup>，与B座连通，于2017年3月末投入试运营；租赁该公司另一子公司的武林广场11号商业房产，2018年4月武林广场地下商场项目开业，从而形成了目前杭州大厦购物城的布局。

杭州大厦近年来持续根据市场需求及经营效果推进品牌结构的调整，于2019年启动新一轮三年调整规划，加强奢侈品阵容，增强年轻高端客群聚集能力。2021年杭州大厦完成了三年期调整，品牌矩阵的整齐度与丰富度进一步提升，其中当年奢侈品板块完成LV、DIOR、CELINE等重点品牌升级改造，引进LV品牌主题店（全国第二家）、LANVIN（浙江首家）、VALEXTRA（浙江首家），以及小众名表法穆兰、朗格、雅典等品牌。当年受益于国内消费回暖以及海外消费继续回流，以及随着各类大牌整体价格的新一轮上调，杭州大厦销售继续实现较快增长。

杭州大厦与品牌供应商的合作协议采取一年一签的方式。每年根据销售收入的排名，采取末尾淘汰，以实现品牌的有效管理。同时品牌的动态调整也有助于增强对消费者的吸引力。此外，杭州大厦注重客户服务质量及客户忠诚度的培养，通过推出会员高端定制服务，将服务延伸至高端会员的衣、食、住、行等多方位需求，提供包括个性商品定制、文化之旅安排、专享医疗服务、私人课堂等服务。杭州大厦还专门成立了私人定制服务团队，以确保服务质量。提供购物之外的全方位尊贵服务有助于提升高端会员消费粘度。

近年来解百购物广场因面对中端客户群体，受电商分流、区域市场竞争加剧的影响较大，存在持续调改及业绩压力，但是杭州大厦坚持以高端品牌和高净值客群为定位，在高端消费回流的影响下，营业情况稳中向好，2021年业绩持续增长。2020-2021年杭州大厦收入分别为16.51亿元和19.78亿元，净利润分别为5.13亿元和6.48亿元。在杭州大厦的拉动下，同期杭州解百合并口径分别实现收入17.90亿元和21.29亿元，净利润4.70亿元和6.11亿元。2022年以来，国内及杭州地区疫情存在反复，对杭州解百实体门店运营及经营业绩带来一定影响，其一季度合并口径收入及净利润分别为5.28亿元和1.64亿元，同比分别下滑12.34%和27.96%。

### 商品批发

该公司商品批发业务的经营主体主要为杭州商旅资产管理有限公司（简称“商旅资管”），以及杭州商旅进出口贸易有限公司旗下的杭州市金属材料有

---

条例重新签订合同，支付土地使用权出让金，并办理登记。2021年5月，公司与杭州市规划和自然资源局签订了《国有建设用地使用权出让合同》，取得武林广场20号和21号两宗国有建设用地使用权，并继续租赁给杭州大厦用作经营。此项国有建设用地使用权出让金总额为13.68亿元（不含城市市政基础设施配套费），已于2021年内支付。

<sup>9</sup> 为中国人民解放军61195部队后勤部（简称“部队”）所有。部队拟在原址建设商场、宾馆，建成后的物业除用于宾馆经营的面积外，其余部分全部租赁给杭州大厦经营。根据相关协议，租赁期限自商场开业起18年，租期满后，杭州大厦有优先续租权。

限公司（简称“杭州金属”）和杭州粮油食品有限公司（简称“杭州粮油”）等。

商旅资管主要从事资产管理、物业管理及大宗贸易业务，主要管理资产包括集团自持的杭州武林广场地下商城、灵隐休闲等物业，近年来主要贸易品种包括金属材料、针纺织品、煤炭、家电等。2019-2021 年和 2022 年一季度商旅资管分别实现收入 16.36 亿元、27.71 亿元、21.83 亿元和 2.07 亿元。2021 年商旅资管收入同比减少 21.24%，主要系产品调整，大宗商品贸易销售减少。当年贸易商品主要为镍铁、电解铜、焦炭等，交易对象原则上以国有或国有控股企业为主；当年商旅资管实现净利润 0.23 亿元。

杭州金属主营铝锭、锌锭、小型钢、中板等产品的批发业务。杭州金属的供应商为国内大型金属材料生产厂家，按照市场价格进行销售，下游客户主要为浙江省内以及上海工矿企业，合作时间较长；销售款结算模式主要为款到发货，部分供应工地的钢材结算周期较长，但一般不超过三个月。2019-2021 年和 2022 年一季度杭州金属实现营业收入分别为 5.65 亿元、8.26 亿元、20.68 亿元和 9.25 亿元；实现净利润分别为 0.02 亿元、0.07 亿元、0.12 亿元和 0.03 亿元。2021 年以来大宗商品价格普遍上涨，杭州金属贸易规模扩大，当年营业收入及净利润同比均有所增长。

杭州粮油主要从事食用油、大米、大豆等粮油产品的批发业务，产品销售地集中在杭州市及浙江省内。杭州粮油的业务模式包括加工批发、经销批发和异地经销。2019-2021 年和 2022 年一季度，杭州粮油实现营业收入分别为 6.01 亿元、5.54 亿元、14.07 亿元和 3.87 亿元；实现净利润分别为 0.04 亿元、0.03 亿元、0.05 亿元和 0.02 亿元。2021 年，杭州粮油加强主要经营产品的供应渠道开拓，成为中粮旗下中包装食用油“大烹”、“福之泉”浙江地区经销商；同时消费端加强国企及事业单位拓展及投标力度，当年营业收入及净利润同比均实现增长。

## **B. 宾馆餐饮**

该公司宾馆餐饮业务主要包括宾馆酒店业务及餐饮服务业务。其中宾馆酒店业务模式成熟，但近年来受市场竞争加剧、疫情等因素影响，收入有所下滑；而以知味观、奎元馆等为核心的餐饮服务业务亦受到疫情的一定影响。2019-2021 年和 2022 年一季度公司宾馆餐饮业务收入分别为 14.19 亿元、10.74 亿元、10.24 亿元和 1.69 亿元；毛利率分别为 75.81%、71.10%、68.79%和 66.92%，盈利水平持续存在弱化。

### **宾馆酒店**

该公司宾馆酒店业务的运营主体包括黄龙饭店、西溪投资和仁和集团。其中西溪投资主要负责经营西溪天堂项目中的酒店集群；仁和集团为公司 2018 年成立的自营酒店管理平台，旗下拥有仁和饭店、五洋宾馆、新侨饭店等多家自营酒店。

该公司目前拥有十余家自营单体酒店，其中以黄龙饭店的业务规模最大。黄龙饭店前身为 1988 年开业的中国杭州黄龙饭店，先后被评为五星级饭店、



“五星钻石奖”（也是浙江省首家获此荣誉的饭店）、“金枕奖”、“中国十大最受欢迎商务酒店”等荣誉。黄龙饭店定位高端，位于杭州市商业中心地段，毗邻西湖风景区，总建筑面积超过 11 万平方米，是一家拥有全方位高科技智能体系的智能酒店。黄龙饭店拥有 566 间客房，根据定位不同，可分为高级房、豪华房、行政楼层客房、女仕楼层、明星楼层套房等；4,500 平方米的宴会场地（包括 1,200 平方米的杭州最大宴会厅），可满足各类宴会会议需要。

近年受疫情等因素影响，该公司自营酒店外拓相对谨慎，2020 年公司无新增自营酒店；2021 年新增 1 家自营酒店和昉酒店，规模较小。同时，公司宾馆酒店业务规划加强管理输出，通过输出酒店管理服务进行业务延伸拓展。

**图表 15. 公司主要自营酒店基本情况（单位：万平方米、间）**

酒店名称	星级	开业时间	建筑面积	客房数量	会议室数量	客户定位
黄龙饭店	五星级	2010 年	11.43	566	10	高端商务人士
仁和饭店	准四星	1992 年	0.73	173	2	商务、旅游人士
商业大厦	无	2003 年	1.29	105	3	商务散客
天元大厦	五星级	2008 年	6.00	206	11	中高端企事业单位
五洋宾馆	四星级	1998 年	2.00	189	7	中高端商务人士
新侨饭店	四星级	1985 年	4.02	342	10	中高端商务人士
乾洋酒店	无	2003 年	0.30	99	-	旅游人士
坤洋酒店	无	2003 年	0.15	53	-	旅游、商务散客
升洋酒店	无	2003 年	0.40	101	-	旅游、商务散客
吴山居	无	2003 年	0.11	40	-	旅游人士
五洋之星	经济型	2009 年	0.19	77	-	旅游人士
恒洋酒店	经济型	2011 年	0.41	116	-	旅游人士
黄山泽梅轩	精品酒店	2019 年	1.41	76	3	旅游、商务散客
西塘承尚世家	民宿	2019 年	0.24	47	1	旅游、商务散客
和昉酒店	无	2021 年	0.2	59	-	旅游、商务散客

资料来源：杭州商旅

近年来，受经济景气度下滑，市场竞争加剧，商务需求减少等因素影响，该公司旗下自营酒店经营压力有所加大。2019-2021 年，公司旗下自营酒店收入合计分别为 5.60 亿元、4.00 亿元和 4.34 亿元，其中 2020 年叠加新冠疫情冲击影响，自营酒店运营面临的外部压力进一步加大，当年合计收入同比减少 28.73%；2021 年因疫情影响有所减弱，公司旗下自营酒店经营收入合计同比增长 8.55%，但仍未恢复至疫情前水平。2022 年以来散发疫情等影响下，一季度自营酒店收入同比普遍出现下滑。

**图表 16. 公司 2019 年以来公司自营酒店收入情况（单位：万元）**

酒店名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
黄龙饭店	23,121	17,707	21,119	3,286	3,808
仁和饭店	2,260	1,621	1,942	206	351
商业大厦	2,110	1,546	1,263	184	382



酒店名称	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
天元大厦	10,474	7,583	6,575	1,242	1,402
五洋宾馆	5,562	3,843	3,584	461	863
新侨饭店	9,043	5,210	6,371	845	1,273
乾洋酒店	700	358	361	31	54
坤洋酒店	413	218	264	18	42
升洋酒店	839	359	405	23	63
吴山居	398	184	218	13	35
五洋之星	460	246	268	27	60
恒洋酒店	647	334	374	36	74
黄山泽梅轩	-	487	390	50	88
西塘承尚世家	-	254	205	3	48
和昉酒店	-	-	26	9	-

资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

除自营酒店外，该公司下属西溪投资于 2005 年起投资西溪天堂项目。西溪天堂项目位于杭州西溪国家湿地公园的东南角，距离西湖不足 5 公里，距离市中心（武林商圈）约 7.5 公里。项目占地面积 26 公顷，地上地下总建筑面积达 30 万平方米，定位为杭州最具特色的国际旅游综合体、世界级的城市休闲和度假会议酒店群落。该项目总投资约 30 亿元，项目包括酒店集群、酒店式房产、商业街、国家级湿地博物馆等部分，其中酒店集群为项目最核心部分。

西溪天堂项目的酒店集群拥有包括悦榕庄、喜来登、西轩、悦椿、布鲁克等酒店，采取自营及委托管理相结合的经营模式。酒店集群共拥有 700 多间客房，通过差异化的客户群定位可满足各类消费者的需求。此外，酒店集群配备各种类型的会议室数量 20 余个，接待容量超过 2,000 余人。

图表 17. 公司溪天堂酒店集群基本情况（单位：万平方米、间、人）

酒店名称	开业时间	建筑面积	客房数量	会议室 数量	会议室 接待容量	客户定位
悦榕庄	2010 年 1 月	2.00	73	3	120	高端客户，以游客为主
悦椿	2011 年 11 月	1.00	61	1	30	中端商务人士
喜来登	2011 年 11 月	6.70	380	16	1500	中高端商务人士及游客
西轩	2011 年 8 月	1.66	68	1	300	中端客户，以游客为主
布鲁克	2010 年 1 月	0.53	118	2	100	低端客户，以游客为主
西溪别院度假酒店	2019 年 1 月	0.20	24	-	-	中低端客户，以协议客户为主

资料来源：杭州商旅

近年来，受西湖区整体酒店不景气、酒店定期翻新改造等影响，西溪天堂酒店集群中大部分酒店收入出现不同程度下滑。2020 年叠加新冠疫情影响，酒店因暂停经营活动，客房入住率下降等，导致当年收入下滑幅度较大。2021 年，疫情影响有所减弱，但酒店集群收入总体也仍未恢复至疫情前水平。

图表 18. 公司 2019 年以来公司西溪天堂酒店集群经营情况（单位：万元、%）

酒店名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	收入	客房入住率	收入	客房入住率	收入	客房入住率	收入	客房入住率
悦榕庄	6,129	57	5,215	49	4,448	34	647	22
悦椿	1,262	67	896	55	889	51	104	30
喜来登	17,848	79	12,138	60	13,392	65	1,808	39
西轩	1,732	70	1,437	59	1,796	58	324	37
布鲁克	429	43	245	49	712	45	148	25
西溪别院度假酒店	103	32	119	58	184	100	46	100

资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

### 餐饮服务

该公司餐饮服务业务主要由饮服集团负责，其下属餐饮品牌包括知味观、奎元馆、天香楼、杭州酒家等。

图表 19. 饮服集团餐饮业务主要经营单位简介

单位	经营简介	主要荣誉
知味观	1913 年创建，主营点心、小吃、卤味熟食、杭帮菜。	中国十大餐饮品牌企业、中华老字号、中国驰名商标
奎元馆	始创于 1867 年，主营杭帮菜，其中以面食点心为特色，经营的面食品种达百种之多，有“江南面王”之美誉。	宁式大面传统手工制作技艺进入第四批浙江省非物质文化遗产名录
天香楼	创办于 1927 年，为调整经营机制，适应市场竞争，于 1999 年迁址，新店面积达 4000 余平方米。主营杭帮菜。	中华老字号、杭州市餐饮业名店
杭州酒家	拥有 80 多年经营历史，以经营传统杭州名菜为主。	中华老字号、中国十佳酒店、杭州市餐饮业名店

资料来源：杭州商旅

饮服集团下属餐饮品牌大多具备悠久的历史，区域内品牌知名度高。其中“知味观”品牌拥有近百年历史，被国家工商总局评为“中国驰名商标”。基于知味观在杭州地区的品牌认可度较高，近年来饮服集团持续推进对知味观的品牌建设及连锁化经营力度。截至 2021 年末，知味观已在杭州及周边地区开设中餐店 8 家，各类点心、小吃连锁店 26 家，卤味熟食外卖连锁店 15 家。除知味观外，饮服集团下属其他品牌如奎元馆、天香楼、杭州酒家等，也名列中国特色餐饮集团前列，其中奎元馆宁式大面传统手工制作技艺已成功进入第四批浙江省非物质文化遗产名录。饮服集团下属均为直营门店，门店物业以租赁为主，租期一般为 15 年。

近年来，饮服集团积极调整业务结构，增加线上线下业务互动，突出年夜饭、私人宴请、家庭聚会等营销形式，并持续推进建设中央大厨房及集中采购机制等。2019-2021 年和 2022 年第一季度饮服集团分别实现营业收入 9.96 亿元、9.56 亿元、16.44 亿元和 3.81 亿元；同期净利润分别为 3.40 亿元、3.38 亿元、3.19 亿元和 0.66 亿元。2021 年以来，饮服集团继续推进食品加工及半成品销售，以及线上销售，加之收购杭州市食品酿造有限公司（简称“食酿公司”）

<sup>10</sup>等导致并表范围扩大，当年营业收入增长较快，但受投资收益变动等影响，净利润同比有所下滑。

除自营餐饮业务外，饮服集团还持有杭州肯德基有限公司（简称“杭州肯德基”）45%股权，杭州肯德基业务布局浙江全省，每年可为公司贡献较多投资收益，2019-2021年分别确认投资收益为3.21亿元、3.38亿元和3.08亿元。

### C. 食品销售

2019-2021年该公司食品销售业务收入分别为12.71亿元、12.80亿元和12.49亿元，饮服集团旗下知味观食品、牡丹面粉、食酿公司等是公司食品销售业务的主要运营主体。

知味观食品拥有烘焙、速冻、糕团、熟肉、粽子及真空包装食品等一系列生产线。产品通过直营专卖店、商场超市、团购、经销商、电商等渠道进行销售。依托知味观的品牌影响力和电商销售，近年来知味观食品营业收入和净利润总体有所增长，2019-2021年和2022年第一季度分别实现营业收入3.92亿元、4.68亿元、5.71亿元和1.17亿元，分别实现净利润0.28亿元、0.40亿元、0.46亿元和0.04亿元。2021年以来，知味观食品继续加强线上渠道建设及营销力度，保持了较好的业绩增长；2022年一季度受疫情影响，业绩同比有所弱化。此外，为满足产能需求增加及现有产能存在拆迁预期，知味观食品规划在安吉新增产能，目前推进的知味观品牌系列食品生产线项目一期投资预算2.26亿元，截至2022年3月末已投资1.84亿元。

牡丹面粉（原东南面粉<sup>11</sup>）拥有两条专用粉生产线，客户主要为杭州顶益食品有限公司。近年来，受下游客户经营压力传导及小麦价格上涨、所处区域面粉需求量变动等影响，主业经营欠佳，主要依靠厂房出租、拆迁补助等维持微利。2019-2021年和2022年第一季度营业收入分别为2.47亿元、2.44亿元、2.65亿元和0.69亿元，净利润分别为0.03亿元、0.04亿元、0.06亿元和0.001亿元。2021年受下游消费需求增长影响，业绩同比有所增长。

### D. 服务业务

2019-2021年该公司服务板块收入分别为10.69亿元、9.99亿元和12.81亿元。该板块收入主要来自于安保集团，其2021年营业收入为8.19亿元，主要从事安保服务，近年来发展较快。

安保集团安保服务主要包括人防服务和技防服务。其中人防服务涉及常规驻点安保服务及大型活动安保服务等，客户主要包括杭州地铁、火车东枢纽、银行、市政府办公大楼、浙一医院、浙二医院、浙江省广电集团、中国石化公司等企事业单位，常规驻点安保服务客户逾1,100个。大型活动安保方面，安保集团承接了中国国际杭州西湖博览会、中国国际动漫节、杭州西湖国际马拉松、文化创意博览会、浙商大会、中超联赛、演唱会等全市范围

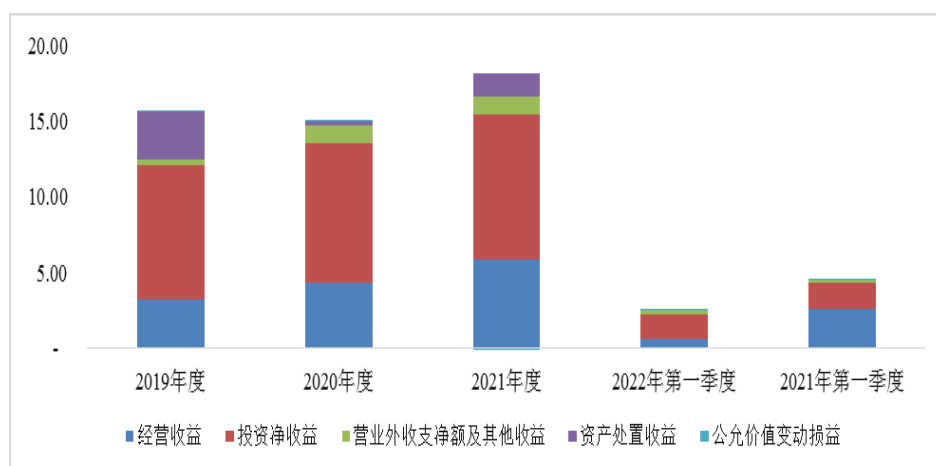
<sup>10</sup> 购买股权比例69.29%，购买日2021年3月21日，交易对价3.89亿元。购买日至2021年末食酿公司收入及净利润分别为2.41亿元和0.03亿元。

<sup>11</sup> 杭州东南面粉有限公司，2021年被牡丹面粉吸收合并后注销。

内多项大型文化、体育、商务、旅游活动的安保任务。技防服务主要系通过智能化软件系统，以大数据、云计算为依托，以物联网、人工智能为手段，为客户在指定区域设计、安装各种报警器材并定期维护，以提供接警、先期处警等技术防范服务。

## (2) 盈利性

图表 20. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收

该公司近年来盈利主要来自经营收益、投资净收益及资产处置收益等，其中经营收益及投资净收益对利润的贡献度较高，2021年占比分别为32.25%和52.62%。

2019-2021年该公司毛利分别为33.25亿元、30.75亿元和36.14亿元；同期公司综合毛利率分别为24.78%、29.43%和27.18%。2020年以来受执行新收入准则影响，公司毛利率整体有所上升。公司主业呈现多元化，经营收益来源较多，2021年商品销售、宾馆餐饮、食品销售和服务板块的毛利贡献占比分别为39.50%、19.48%、10.65%和7.22%。当年尽管受外部市场环境等影响，宾馆餐饮等业务毛利有所减少，但在商品销售、食品销售等板块毛利增长的带动下，公司营业毛利同比仍实现17.53%的增长。

图表 21. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计（亿元）	134.16	104.51	132.97	36.92	27.96
毛利（亿元）	33.25	30.75	36.14	7.83	9.84
其中：商品销售（亿元）	10.16	11.65	14.28	3.60	4.17
宾馆餐饮（亿元）	10.76	7.64	7.04	1.13	1.84
食品销售（亿元）	1.89	2.47	3.85	0.99	0.58
服务业务（亿元）	3.16	1.95	2.61	0.45	0.84
期间费用率（%）	21.01	22.95	20.78	17.96	23.51
全年利息支出总额（亿元）	3.45	3.41	4.36	-	-

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.09	0.29	-	-

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

近年来，在外部经营压力加大的环境下，为促进消费及实现业务推广，该公司营销力度较大；大量物业租赁及折旧摊销使得费用支出居高；同时由于服务业用工成本上升及管理团队建设投入等原因造成公司薪酬费用开支较大，公司期间费用规模总体较大。2019-2021年公司期间费用分别为28.18亿元、23.98亿元和27.63亿元。其中2020年同比减少14.91%，主要受疫情停业经营费用支出减少、利息收入增长等因素影响；2021年公司经营基本恢复正常，费用支出相应增长。2019-2021年公司单位营业收入期间费用率分别为21.01%、22.95%和20.78%，总体处于较高水平。

**图表 22. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
投资净收益（亿元）	8.91	9.23	9.58	1.61	1.76
其中：理财产品及信托产品（亿元）	2.61	3.08	4.80	0.16	0.58
联营及合营企业投资收益（亿元）	5.11	4.73	4.87	1.02	1.18
资产处置收益（亿元）	3.17	0.22	1.57	0.003	0.0001
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.38	1.22	1.20	0.23	0.20
其中：政府补助、税费返还等（亿元）	0.64	1.33	1.13	0.02	0.09

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

此外，该公司每年可获得较大规模的投资收益，对利润形成有力补充，2019-2021年公司投资净收益分别为8.91亿元、9.23亿元和9.58亿元，主要为理财及信托产品投资收益，以及持有杭州肯德基、杭州联华华商集团有限公司（简称“联华华商”）<sup>12</sup>等长期股权投资所形成的投资收益。此外，公司还可获得一定营业外收入和其他收益（主要为政府补助）、资产处置收益等。

2019-2021年该公司净利润分别为12.67亿元、12.14亿元和14.89亿元，其中2021年净利润同比增长22.66%。随着当年消费市场的复苏，以及依靠积极的业务调整，公司2021年整体仍保持了较强的盈利能力。

2022年以来，该公司运营面临着疫情反复的压力，同时作为国有企业承担着一定对小微商户扶持等职能。一季度，公司主业盈利存在弱化，当期毛利率下降至21.20%，净利润为1.72亿元，同比减少53.21%。

此外，该公司利润构成中投资收益等非经常性损益贡献度仍较高，或影响盈利的稳定性。

<sup>12</sup> 截至2021年末，公司持有联华华商25.39%的股权。2019-2021年，公司持有联华华商所实现的投资收益为0.91亿元、0.97亿元和0.59亿元。



### (3) 运营规划/经营战略

根据该公司战略规划，未来公司将通过产业融合、金融服务、项目投资等协同联动，加快推进商贸流通、文化旅游、美食健康、公共服务、会展教育、金融科技等六大产业板块的融合互动和协同发展，将公司打造成为全国商贸旅游头部企业和浙江省百强企业。

近年来该公司主要推进的重大项目包括武林之星博览中心项目（原城市之星项目）、云和梯田项目、青田之心（青田环球购物中心）项目和“五彩姚庄”田园综合体项目。公司相关项目由下属子公司负责运作，项目规划建设资金来源于自有资金、股东增资、银行借款、项目可销售部分回款、政府补助等。跟踪期内，受疫情等因素影响，公司项目推进速度受到一定影响。

武林之星博览中心项目（原城市之星项目）是杭州市委、市政府保护用老工业厂房着力打造的以博物馆集群为核心的国际旅游综合体项目。根据杭府纪要（2010）62号文件，公司子公司杭州旅游投资发展有限公司承担该项目的开发、建设和营运任务，项目位于原杭氧杭锅老厂房所在地，地理位置较优越。项目经调整后主要业态包括博物馆、商业楼等，计划总投资 20.97 亿元<sup>13</sup>，已完成杭氧老厂区 10.56 万平方米土地拿地，并进行了老厂房的加固与修缮，预计将于 2022 年 9 月底投入运营；同时新建四栋商业楼，截至 2022 年 3 月末已累计投入资金 15.08 亿元。四栋商业楼中 1、2 幢于 2018 年 12 月开盘预售，已全部出售，累计回笼资金 2.6 亿元，另外两栋商业楼暂自持。此外，杭州市财政局向公司拨入款项用于杭氧地块修缮资金补助，截至 2021 年末公司获得项目补助资金 5.16 亿元。后续项目将考虑通过配套商业销售、商业经营等方式回笼资金。

云和梯田项目运营主体为云和梯田投资发展有限公司，拟打造成以梯田体验为引领，集复合生态养生、文化体验、摄影采风、度假修养、山水运动、乡村休闲等功能为一体的“最好玩 3D 梯田”，项目计划总投资 6.60 亿元，分两期建设，其中一期建设期 2 年，主要为游客服务中心和索道的建设。2020 年以来受新冠疫情影响，云和梯田项目手续办理和工程进度有所延缓，截至 2022 年 3 月末项目累计投入资金 3.20 亿元。其中，索道已完成建设并投入试运行，一级游客中心仍在建。云和梯田项目 2021 年实现营业收入 0.25 亿元。二期项目拟建设内容为智能会议酒店（260 间客房）、梯田民俗街、民宿聚落（100 间名宿客房）、高端度假酒店（70 间客房）、神庙天梯等，将根据一期建成后景区游客量增长情况再推进。

青田之心（青田环球购物中心）项目位于浙江省丽水市青田县，计划总投资约 9.8 亿元，总建筑面积约 15 万平方米（其中：住宅、办公面积 7 万平方米，商业面积 5 万平方米，地下建筑面积 3 万平方米），规划建设集进口商品零售、生活超市、美食餐饮、娱乐体验、酒店办公（配套部分住宅）等多种功能元素为一体的城市商业综合体。该项目于 2020 年 10 月开工，至 2022 年 3

<sup>13</sup> 原城市之星项目计划总投资 120 亿元，后经多次调整，项目规划总投资已减至 20.97 亿元。



月末累计投入资金 4.23 亿元，目前仍处于建设期。

“五彩姚庄”项目位于嘉善姚庄镇，规划打造农旅综合体项目。项目计划总投资 30 亿元，分三期实施。其中一期规划投资 7.4 亿元，建设期 2020-2023 年，主要涉及存量物业改造，包括主题餐厅、民宿、创客公寓、星创空间等，并新建田园客厅、田园社区等。截至 2022 年 3 月末项目已投入资金 0.10 亿元。

**图表 23. 截至 2022 年 3 月末公司重大项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	期末累计已投入资金	资金来源
武林之星博览中心项目（原城市之星项目）	20.97	15.08	自筹、政府补助
丽水云和梯田 5A 项目	6.60	3.20	自筹
青田之心（青田环球购物中心）项目	9.80	4.23	自筹
“五彩姚庄”田园综合体	30.00	0.10	自筹
<b>合计</b>	<b>67.37</b>	<b>22.61</b>	-

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权关系稳定，关联交易规模不大。公司董监高层面存在一定人事变动及缺位，关注后续人员到位情况。**

跟踪期内，该公司产权关系稳定。公司为国有控股企业，杭州市国资委持股 90%，浙江省财务开发有限责任公司持股 10%，杭州市人民政府仍为公司实际控制人。跟踪期内公司董监高人员存在一定变动、增补，但目前董事会、监事会人员仍存在一定缺位，关注后续人员到位情况。跟踪期内，公司继续对于内控管理体系进行了完善。

跟踪期内，该公司关联交易仍主要体现为与关联方之间的商品购销、租赁、担保、资金往来等，关联交易整体规模不大。其中，2021 年公司采购商品和接受劳务的关联交易金额合计为 0.60 亿元，出售商品和提供劳务的关联交易金额合计为 4.95 亿元。截至 2021 年末，公司合并口径下为联营企业杭州百大置业有限公司<sup>14</sup>和杭州全程健康医疗门诊部有限公司提供担保，合计金额为 2.49 亿元。另外，2021 年公司向关联方拆入资金合计 0.70 亿元，向关联方拆出资金合计 0.37 亿元。

根据公开信息查询及该公司提供资料显示，跟踪期内公司及核心子公司无重大不良行为记录。

<sup>14</sup> 杭州大厦持有杭州百大置业 40% 股权。杭州百大置业主要从事西子国际商业综合体项目开发。截至 2021 年末，杭州百大置业资产总额为 23.67 亿元，负债总额为 7.54 亿元，当年实现营业收入 1.71 亿元，净利润-0.25 亿元。

**图表 24. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2022.4.27、2022.4.21、 2022.4.22、2022.4.25	无	无 <sup>15</sup>
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.4.28	正常	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人 信息查询平台/审计报告	2022.4.28	无	无
重大工商	国家企业信用信息公示系统	2022.4.28	无	无
重大质量	公司情况说明	2022.4.28	无	无
重大安全	公司情况说明	2022.4.28	无	无

资料来源：根据杭州商旅所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

该公司负债经营程度总体控制在合理水平，2021 年以来随着债务结构变化，短期刚性债务偿付压力有所加大。但公司货币资金保持充裕，并拥有一定规模较优质的股权资产及商业物业资产，且融资渠道保持畅通，财务弹性较好，能对债务偿付形成良好保障。随着公司主业的拓展及调整，后续仍会面临一定的资本性支出压力。

### 1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019-2021 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。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。

2019 年，根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号），公司对应收票据、应收账款、应付票据、应付账款科目进行了拆分；同时杭州解百及其子公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则；公司自 2019 年 6 月 10 日起执行经修订的《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》，自 2019 年 6 月 17 日起执行经修订的《企业会计准则第 12 号——债务重组》。2020 年，公司自 1 月 1 日起执行财政部于 2019 年度颁布的《企业会计准则解释第 13 号》；下属杭州解百及其子公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，公司 2021 年开始全面执行新收入准则。2021 年，公司自 1 月 1 日起执行财政部修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（简

<sup>15</sup> 子公司西溪投资征信报告中存在一笔关注类短期借款，工商银行已作出相关说明，系由工商银行内部数据上报人行过程中出现问题造成，该笔业务已于 2019 年 5 月 28 日正常结清。

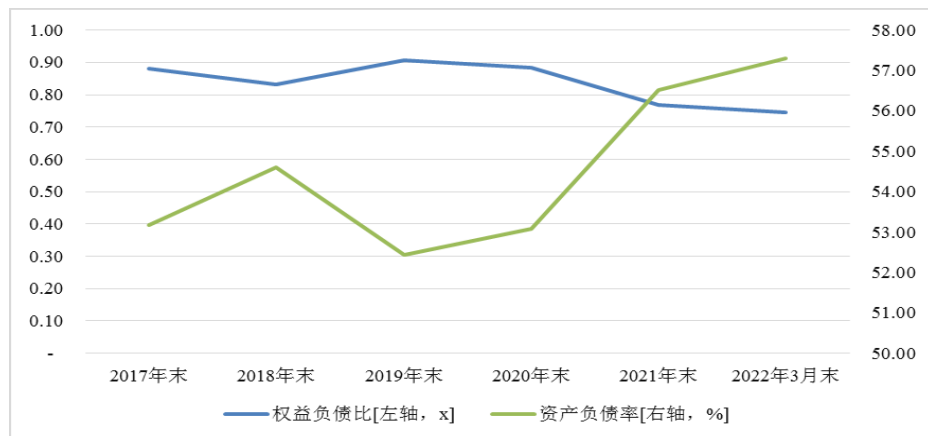
称“新金融工具准则”）；自1月1日起执行经修订的《企业会计准则第21号——租赁》（简称“新租赁准则”）。公司2022年第一季度财务数据未经审计。

近年来该公司因新设、并购、无偿划入及注销等，使得合并范围发生一定变化。2021年，公司继续对下属企业进行清理整合及层级调整，同时当年获得杭州新州建设发展有限公司无偿划入，截至2021年末公司合并范围内一级子公司数量为22家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



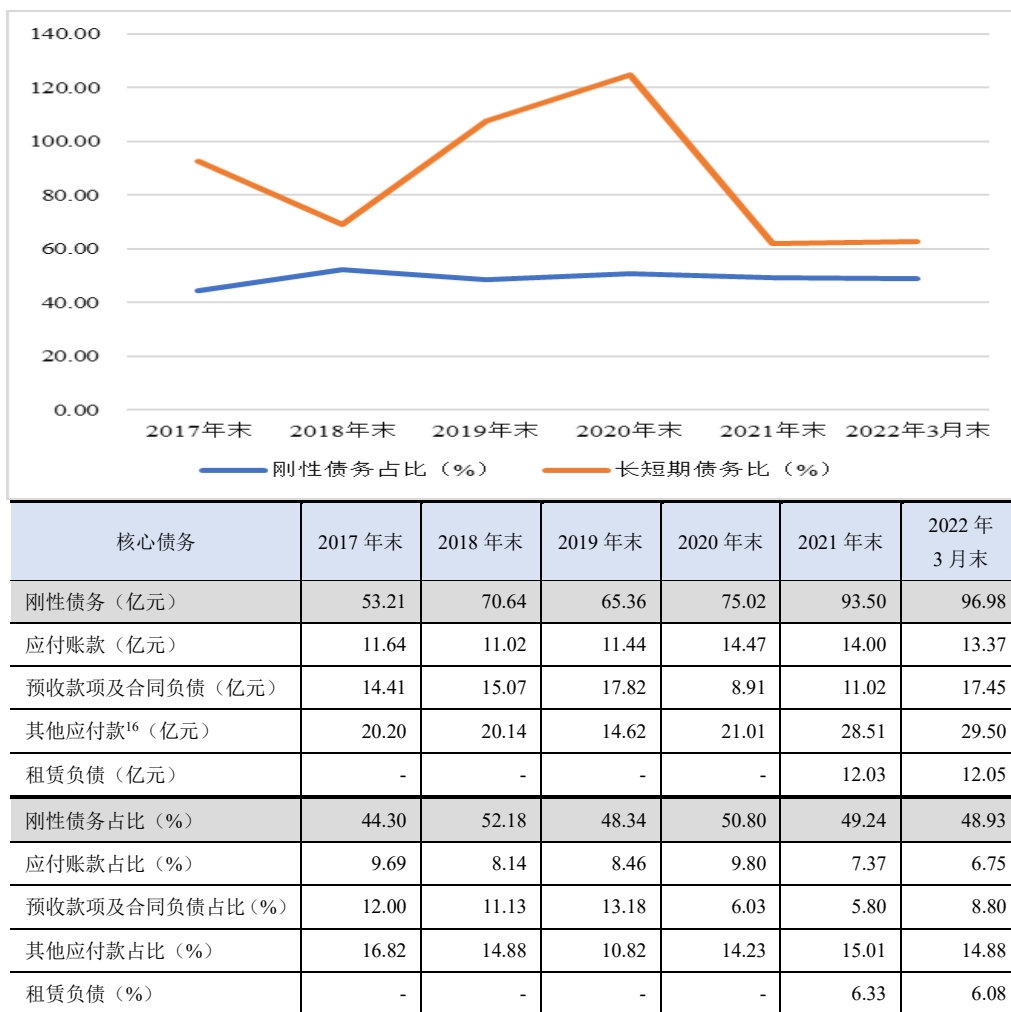
资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

2019-2021年末和2022年3月末，该公司负债总额分别为135.20亿元、147.68亿元、189.89亿元和198.21亿元。2021年以来受执行新租赁准则新增确认租赁负债，以及债务融资规模扩大影响，公司年末负债总额同比增长28.59%；2022年3月末进一步增长4.38%。2019-2021年末和2022年3月末公司所有者权益分别为122.62亿元、130.58亿元、146.10亿元和147.71亿元，2021年以来得益于公司经营积累继续增加以及获得资产划入，公司资本实力不断增强。同时，2021年公司分配现金股利2.32亿元。同期末，公司资产负债率分别为52.44%、53.07%、56.52%和57.30%，2021年以来随着债务规模扩大，存在较明显上升，但总体仍控制在合理水平。

该公司未来将继续进行主业扩张，在完善主业、推进经营规模扩大、丰富经营业态等方面仍将存在一定资本性支出需求，关注对公司负债率水平的影响。

## (2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 107.56%、124.90%、61.87%和 62.86%。其中，2020 年公司发行 10 亿元“20 杭旅 01”以及增加长期借款，当年末长短期债务比上升；2021 年以来随着“17 杭旅 01”、“17 杭旅 02”和“19 杭旅 01”即将到期转入流动负债，以及发行“21 杭商贸 SCP001”，年末长短期债务比大幅下降，即期偿债压力有所加大。

2019-2021 年末，该公司流动负债分别为 65.14 亿元、65.66 亿元和 117.31 亿元。公司流动负债主要由短期刚性债务、应付账款、预收款项及合同负债、其他应付款等构成。2019-2021 年末，公司应付账款分别为 11.44 亿元、14.47 亿元和 14.00 亿元，主要为应付供应商货款、应付工程及设备款等，随着采购和工程款支付进度影响而有所波动。同期末，公司预收款项及合同负债分别为 17.82 亿元、8.91 亿元和 11.02 亿元，其中 2020-2021 年末较 2019 年末大幅下降，主要是受执行新收入准则影响，公司对原计入预收款项核算的已收客户对价而应向客户转让商品的义务，分别调整至合同负债、其他应付款

<sup>16</sup> 不含应付利息、应付股利。

和其他流动负债科目核算所致。公司 2021 年末预收款项及合同负债主要包括预收租金及商品销售款等。同期末，公司其他应付款分别为 14.62 亿元、21.01 亿元和 28.51 亿元，主要为往来款、押金保证金、租赁费、装修工程款、预售卡款等，其中 2020 年末同比增长 43.65%，主要受预收款项转入影响；2021 年末进一步增长，主要系预收增资款 5.00 亿元所致。同期末，公司短期刚性债务分别为 15.45 亿元、13.10 亿元和 52.09 亿元，2021 年末大幅增长，主要系一年内到期债券转入及发行超短融所致。2022 年 3 月末，公司流动负债增至 121.71 亿元，主要是受短期借款及预收款项增长等影响，期末构成总体变化不大。

2019-2021 年末，该公司非流动负债分别为 70.06 亿元、82.01 亿元和 72.58 亿元，主要为中长期刚性债务、专项应付款、递延收益等。同期末，公司中长期刚性债务分别为 49.90 亿元、61.92 亿元和 41.41 亿元，主要为长期借款及发行的债券。2021 年随着部分债券即将于 2022 年到期转入短期刚性债务，中长期刚性债务规模有所下降。同期末，公司专项应付款分别为 9.57 亿元、9.64 亿元和 8.96 亿元，2021 年末主要系各类拆迁补偿款、专项资金等。同期末，公司递延收益分别为 7.04 亿元、6.99 亿元和 6.29 亿元，主要为各类政府补助。此外，2021 年末受执行新租赁准则影响，公司新增确认租赁负债 12.03 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动负债增至 76.51 亿元，主要是当期长期借款增长所致。

### (3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>11.87</b>	<b>28.96</b>	<b>15.45</b>	<b>13.10</b>	<b>52.09</b>	<b>51.97</b>
其中：短期借款	11.21	28.73	11.17	8.79	7.19	10.38
一年内到期的长期借款	0.60	-	3.56	3.25	4.00	/
应付短期债券	-	-	-	-	10.17	15.03
应付票据	-	0.19	0.04	0.25	0.87	1.10
其他短期刚性债务	0.05	0.05	0.69	0.81	29.87	25.46
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>41.34</b>	<b>41.68</b>	<b>49.90</b>	<b>61.92</b>	<b>41.41</b>	<b>45.01</b>
其中：长期借款	20.81	21.15	19.90	22.92	21.41	25.01
应付债券	20.53	20.53	30.00	39.00	20.00	20.00
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.09</b>	<b>4.89</b>	<b>4.43</b>	<b>4.02</b>	<b>4.00</b>	<b>3.79</b>

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

随着经营规模扩大及资金需求增加，该公司债务融资力度加大，2019-2021 年末，公司刚性债务分别为 65.36 亿元、75.02 亿元和 93.50 亿元，分别占同期末债务总额的 48.34%、50.80%和 49.24%。公司 2021 年末刚性债务期限结构以短期刚性债务为主，即期偿付压力有所加大。

该公司 2021 年末刚性债务中借款合计为 32.59 亿元，以抵押借款为主，抵押物主要为投资性房地产及固定资产等。公司 2021 年末短期借款 7.19 亿元，其中信用借款 3.33 亿元、保证借款 0.37 亿元、抵押借款 3.44 亿元、抵押保证借款 0.05 亿元；2021 年末长期借款 21.41 亿元，其中抵押借款 14.75 亿元、质押借款 2.29 亿元、信用借款 0.50 亿元、抵押及保证借款 2.37 亿元、抵质押及保证借款 1.50 亿元。

2021 年末，该公司存续期债券中，计入应付债券 20.00 亿元，包括“20 杭旅 01”和“21 杭商贸 MTN001”本金各 10 亿元；计入一年内到期的非流动负债 29.00 亿元，包括“17 杭旅 01”、“17 杭旅 02”和“19 杭旅 01”，债券本金分别为 5 亿元、14 亿元和 10 亿元，“17 杭旅 01”截至评级报告日已到期兑付；计入其他流动负债 10.17 亿元，系“21 杭商贸 SCP001”。

2022 年 3 月末，随着借款增加及发行超短期融资券，该公司刚性债务进一步增至 96.98 亿元，仍以短期刚性债务为主，期末占比为 53.59%。

融资成本方面，该公司近年来综合融资成本不断走低，2021 年和 2022 年第一季度分别为 4%和 3.79%。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	78.41	65.87	68.43	107.25	79.33	-
营业收入现金率（%）	113.13	111.28	111.52	173.47	177.04	177.06
业务现金收支净额（亿元）	24.49	16.38	15.80	12.90	15.08	-3.09
其他因素现金收支净额（亿元）	-9.43	-6.39	-6.23	-6.07	-2.82	-0.98
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	15.06	9.99	9.57	6.83	12.26	-4.07
EBITDA（亿元）	18.96	22.24	24.49	23.14	27.14	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.31	0.36	0.36	0.33	0.32	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.67	7.40	7.10	6.79	6.22	-

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

作为大型商业零售类企业，该公司销售款回笼较及时，2019-2021 年和 2022 年第一季度公司营业收入现金率分别为 111.52%、173.47%、177.04%和 177.06%，保持在较高水平。2020 年以来受执行新收入准则影响，联营收入采用净额法核算，导致营业收入现金率明显上升。同期公司经营性现金流量净额分别为 9.57 亿元、6.83 亿元、12.26 亿元和-4.07 亿元。其中，2021 年外部疫情影响有所减弱，公司经营销售规模扩大，加之当期执行新租赁准则后将确认使用权资产的租赁项目支付的租金在筹资活动现金列报（影响约 3 亿元），综合导致当年经营活动现金净流量同比增加 79.39%，经营环节现金流较为充



沛。2022 年第一季度，随着公司商品批发等业务的开展，预付采购款及应收款增长等，导致当期经营环节现金流呈现净流出状态。

2019-2021 年该公司 EBITDA 分别为 24.49 亿元、23.14 亿元和 27.14 亿元，有所波动主要受利润总额影响。同期公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.36 倍、0.33 倍和 0.32 倍；EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 7.10 倍、6.79 倍和 6.22 倍。2021 年以来，随着刚性债务规模进一步扩大，EBITDA 对刚性债务及利息的保障程度有所弱化。

## (2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	10.43	-7.49	20.05	18.68	-6.88	13.81
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.79	-2.39	3.99	-4.39	-18.73	-1.15
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-9.72	8.75	-19.66	-0.52	18.77	-0.07
投资环节产生的现金流量净额	-0.08	-1.13	4.38	13.77	-6.84	12.59

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

该公司在项目建设方面存在持续投入，同时公司每年都会购买或赎回较大金额的信托、股权及理财产品，对公司投资环节现金流影响较大。2019-2021 年和 2022 年第一季度，公司投资活动现金流净额分别为 4.38 亿元、13.77 亿元、-6.84 亿元和 12.59 亿元。2021 年度公司投资活动现金流量呈现净流出状态，主要系当期支付武林广场土地使用权出让金等因素影响所致；2022 年第一季度呈现净流入状态，主要是收回信托理财等投资所致。

## (3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	1.94	-1.84	-1.72	-2.66	3.24	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-3.16	10.73	-12.43	4.55	6.61	2.77
筹资环节产生的现金流量净额	-1.22	8.89	-14.15	1.89	9.85	2.77

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理及估算。

该公司可依靠银行借款、发行债券、股东注资、上市公司增发等多种方式融入资金。2019-2021 年和 2022 年第一季度，公司筹资活动现金流净额分别为-14.15 亿元、1.89 亿元、9.85 亿元和 2.77 亿元。其中 2021 年公司获得增资款，加之债券市场融资增加，公司当年筹资环节净流入量明显增加。

#### 4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	95.20	121.84	125.20	149.24	168.85	178.96
	42.15	49.13	48.56	53.63	50.25	51.73
其中：货币资金（亿元）	37.33	51.68	52.43	77.09	93.20	104.48
交易性金融资产（亿元）	0.01	0.01	4.38	8.92	31.51	18.74
应收账款（亿元）	2.59	3.21	4.85	5.34	7.60	9.53
存货（亿元）	15.70	15.55	16.23	19.93	12.74	13.74
其他应收款 <sup>17</sup> （亿元）	4.37	3.04	6.39	12.33	4.40	6.44
预付款项（亿元）	1.09	1.63	1.88	3.90	5.28	11.89
其他流动资产（亿元）	31.71	39.64	38.48	20.89	11.97	12.14
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	130.65	126.14	132.61	129.02	167.15	166.96
	57.85	50.87	51.44	46.37	49.75	48.27
其中：固定资产（亿元）	45.92	43.61	41.06	40.64	51.44	50.83
在建工程（亿元）	1.09	0.98	1.88	3.13	4.43	4.90
无形资产（亿元）	10.55	10.20	10.10	10.30	24.52	24.31
长期股权投资（亿元）	22.23	22.70	21.42	24.59	27.40	28.24
投资性房地产（亿元）	32.43	31.34	30.83	28.42	33.54	33.22
可供出售金融资产（亿元）	11.81	10.12	20.71	13.78	-	-
使用权资产（亿元）	-	-	-	-	13.64	13.34
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>17.55</b>	<b>19.02</b>	<b>30.10</b>	<b>37.27</b>	<b>40.79</b>	<b>/</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>7.77</b>	<b>7.67</b>	<b>11.67</b>	<b>13.40</b>	<b>12.14</b>	<b>/</b>

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 257.82 亿元、278.26 亿元、335.99 亿元和 345.93 亿元，2021 年以来随着业务经营规模扩大以及执行新租赁准则新增确认使用权资产等影响，公司年末资产总额同比增长 20.75%。

2019-2021 年末，该公司非流动资产分别为 132.61 亿元、129.02 亿元和 167.15 亿元。其中 2021 年末主要由长期股权投资、固定资产、无形资产、投资性房地产、使用权资产等构成。2019-2021 年末公司长期股权投资分别为 21.42 亿元、24.59 亿元和 27.40 亿元，2021 年末增长主要是当年增加对杭州会展新城股权投资有限公司（简称“会展新城”）的投资 2.45 亿元。公司年末长期股权投资仍主要是对杭州肯德基、杭州百大置业、联华华商、会展新城、杭州五丰联合肉类有限公司、浙江五丰冷食有限公司等企业的股权投资，2021 年权益法下确认的投资收益 4.87 亿元、宣告发放现金股利或利润 4.55 亿元。同期末，公司固定资产分别为 41.06 亿元、40.64 亿元和 51.44 亿元，2021 年末有所增长主要是公司在建项目转固所致；在建工程分别为 1.88 亿元、3.13

<sup>17</sup> 不含应收股利及应收利息。

亿元和 4.43 亿元，随着对云和梯田项目、知味观品牌系列食品生产线项目一期等项目的投入，在建工程规模持续有所增加。同期末，公司无形资产分别为 10.10 亿元、10.30 亿元和 24.52 亿元，随着 2021 年购买武林广场土地使用权，年末无形资产增长明显。公司固定资产及投资性房地产主要为房屋、建筑物和机器设备；无形资产主要为土地使用权。公司主业运营过程中已形成了一批区位较优的商业物业资产，且部分资产取得时间较早，市场价值远高于资产账面价值。此外，受准则变动影响，公司可供出售金融资产调整至交易性金融资产、其他非流动金融资产等科目核算，2021 年末余额为 0；同时公司 2021 年末新增确认使用权资产 13.64 亿元。

2019-2021 年末，该公司流动资产分别为 125.20 亿元、149.24 亿元和 168.85 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、存货、其他应收款、其他流动资产等构成。同期末，公司货币资金分别为 52.43 亿元、77.09 亿元和 93.20 亿元，随着融资增加，公司 2021 年末货币资金同比增长 20.90%。同期末，公司存货分别为 16.23 亿元、19.93 亿元和 12.74 亿元，主要是城市之星、青田环球购物中心项目投入资金、库存商品及房地产开发项目存量房产等；2021 年末同比减少 36.05%，主要是城市之星项目部分转固。同期末，公司其他应收款分别为 6.39 亿元、12.33 亿元和 4.40 亿元，2021 年末同比下降 64.35%，主要系收回对杭州市城建开发集团有限公司借款 10 亿元以及新增对西湖电子集团有限公司（简称“西湖电子”）拆借款 3 亿元所致。同期末，公司交易性金融资产分别为 4.38 亿元、8.92 亿元和 31.51 亿元，其他流动资产分别为 38.48 亿元、20.89 亿元和 11.97 亿元，受执行新金融工具准则列报调整等影响，2021 年末交易性金融资产同比增长 253.35%。公司年末交易性金融资产和其他流动资产主要是各类银行理财、信托、债权投资等，需关注投资风险。

2022 年 3 月末，该公司流动资产进一步增至 178.96 亿元，主要是随着商品批发等业务推进，当期预付款增长影响；同时随着信托理财产品等收回，公司期末货币资金及交易性金融资产相应有所增减。公司期末非流动资产规模及构成变动不大。

受限资产方面，截至 2021 年末该公司所有权或使用权受到限制的资产规模为 40.79 亿元，占同期末资产总额的 12.14%，占比不高。其中，年末受限货币资金 4.52 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金等；受限固定资产、投资性房地产、无形资产分别为 11.48 亿元、21.29 亿元和 3.49 亿元，均用于银行抵押借款。

## 5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	152.83	152.30	192.22	227.28	143.93	147.04
速动比率 (%)	125.87	130.82	164.42	191.00	128.57	125.98
现金比率 (%)	59.95	64.62	87.24	131.00	106.30	101.67

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

2019-2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 192.22%、227.28%、143.93%和 147.04%。随着债务期限结构变化，公司流动性有所波动。但公司货币资金存量总体充裕，对即期债务的覆盖程度保持良好，2021 年末和 2022 年 3 月末公司现金比率分别为 106.30%和 101.67%。总体看，公司资产流动性较好，现金类资产较为充裕。

## 6. 表外事项

截至 2021 年末，该公司除为关联方提供担保外，还对杭州奥体博览中心建设投资有限公司<sup>18</sup>及西湖电子<sup>19</sup>提供担保。公司年末对外担保额合计为 19.37 亿元，担保比率为 13.26%。

此外，截至 2021 年末，该公司合并口径主要涉及诉讼事项 1 件，涉及采购合同金额 0.91 亿元，公司已计提 0.27 亿元坏账准备。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事投融资管理，具体业务由下属企业负责运营。公司本部主要负责对下属子公司进行管理和对外股权投资，本部资产规模相比合并口径小。2021 年末公司本部资产规模为 161.36 亿元，负债规模为 77.06 亿元，其中刚性债务为 60.02 亿元。公司本部 2021 年营业收入仅 0.54 亿元，当年实现净利润 6.71 亿元，利润主要来自下属企业的投资收益。总体看，公司本部通过对核心子公司派驻董事、高管及财务总监等方式，能实现对非上市核心子公司资金的集中管理，管控力度较强。

## 外部支持因素

该公司已与多家银行保持了良好的合作关系，主要合作银行包括工商银行、农业银行、建设银行等。截至 2022 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 195.79 亿元，其中尚有 160.38 亿元未使用，后续仍有较大融资空间。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信额度	未使用授信额度
全部（亿元）	195.79	35.40	160.38
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.48	0.48	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	111.24	30.67	80.57
其中：大型国有金融机构占比（%）	57.06	87.99	50.23

<sup>18</sup> 杭州市国资委下属 11 家公司共同为杭州奥体博览中心建设投资有限公司提供担保，用于博览中心建设。

<sup>19</sup> 2019 年 8 月 15 日公司出具董事会决议同意为西湖电子提供公司债券担保，金额不超过 20 亿元，期限 5 年，并报杭州市国资委审批；杭州市国资委于 2019 年 9 月 2 日回函备案；公司与西湖电子签订担保协议，实际担保金额以西湖电子发行募集书上金额为准；西湖电子实际于 2019 年、2020 年分别发行两期公司债券，发行金额共计 15 亿元。

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 17 杭旅 02：附投资者回售选择权及发行人调整票面利率权

该公司“17 杭旅 02”债券期限为 5 年，并附第 3 年末的投资者回售选择权及发行人调整票面利率权。“17 杭旅 02”发行的第三年末，公司未调整票面利率，投资者进行回售，回售金额 1 亿元，目前债券本金余额为 14 亿元。

## 跟踪评级结论

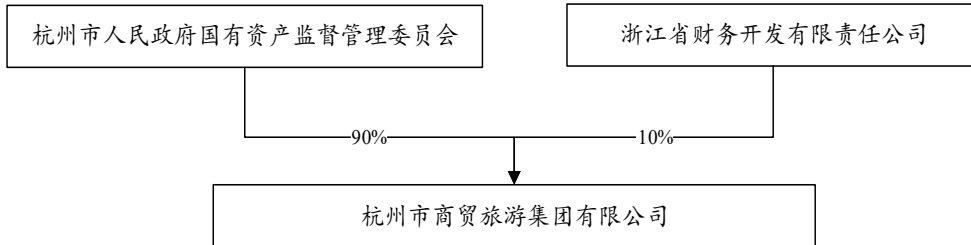
该公司为杭州市属国有控股企业。公司业务多元化程度较高，主业涉及百货零售、宾馆餐饮、食品销售、服务、文化旅游等，经营已具备较大规模。公司拥有杭州大厦、杭州解百、黄龙饭店、知味观等一批知名品牌，在区域内具有很强的资源优势 and 品牌影响力。近年来，受市场竞争及新冠疫情影响，公司运营面临的外部压力有所加大。但依靠积极的业务调整及消费市场实现复苏，公司 2021 年业绩仍实现了稳定增长。2022 年一季度，在疫情反复的影响下，公司当期利润同比有所弱化，后续仍需关注疫情对公司经营业绩的影响。此外，公司利润构成中投资收益等非经常性损益贡献度仍较高，或影响盈利的稳定性。

该公司负债经营程度总体控制在合理水平，2021 年以来随着债务结构变化，短期刚性债务偿付压力有所加大。但公司货币资金保持充裕，并拥有一定规模较优质的股权资产及商业物业资产，且融资渠道保持畅通，财务弹性较好，能对债务偿付形成良好保障。随着公司主业的拓展及调整，后续仍会面临一定的资本性支出压力。



附录一：

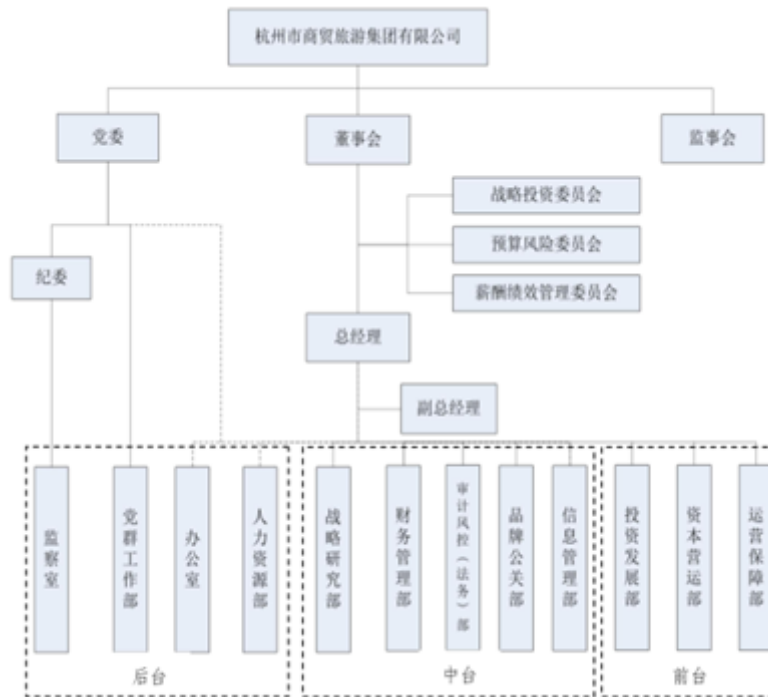
公司与实际控制人关系图



注：根据杭州商旅提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭州商旅提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021 年 (末) 主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金流量净额 (亿元)	EBITDA (亿元)	
杭州市商贸旅游集团有限公司	杭州商旅	公司本部	—	投资管理	60.02	84.30	0.54	6.71	0.07	9.42	母公司口径
杭州解百集团股份有限公司	杭州解百	核心子公司	66.27	百货零售	-	42.48	21.29	6.11	8.71	8.89	合并口径
杭州西溪投资发展有限公司	西溪投资	核心子公司	60.00	酒店餐饮等	11.28	2.89	3.35	-0.09	0.05	0.97	合并口径
杭州饮食服务集团有限公司	饮服集团	核心子公司	72.00	酒店餐饮	5.51	8.18	16.44	3.19	1.22	4.61	合并口径
杭州宏逸投资集团有限公司	宏逸投资	核心子公司	100.00	实业投资、服务、管理咨询	4.70	22.14	5.73	0.84	3.35	2.33	合并口径

注：根据杭州商旅 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年3月末
资产总额 [亿元]	257.82	278.26	335.99	345.93
货币资金 [亿元]	52.43	77.09	93.20	104.48
刚性债务[亿元]	65.36	75.02	93.50	96.98
所有者权益 [亿元]	122.62	130.58	146.10	147.71
营业收入[亿元]	134.16	104.51	132.97	36.92
净利润 [亿元]	12.67	12.14	14.89	1.72
EBITDA[亿元]	24.49	23.14	27.14	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.57	6.83	12.26	-4.07
投资性现金净流入量[亿元]	4.38	13.77	-6.84	12.59
资产负债率[%]	52.44	53.07	56.52	57.30
权益资本与刚性债务比率[%]	187.61	174.06	156.25	152.32
流动比率[%]	192.22	227.28	143.93	147.04
现金比率[%]	87.24	131.00	106.30	101.67
利息保障倍数[倍]	5.56	5.42	5.11	—
担保比率[%]	10.48	15.51	11.56	13.11
营业周期[天]	68.43	107.25	79.33	—
毛利率[%]	24.78	29.43	27.18	21.20
营业利润率[%]	11.70	14.30	13.44	6.62
总资产报酬率[%]	7.59	6.89	7.25	—
净资产收益率[%]	10.77	9.59	10.76	—
净资产收益率*[%]	9.75	8.63	9.45	—
营业收入现金率[%]	111.52	173.47	177.04	177.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.19	10.45	13.40	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.31	14.57	3.21	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.10	6.79	6.22	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.33	0.32	—

注：表中数据依据杭州商旅经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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

## 附录五：

### 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级，CCC级以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	1
		流动性	1
	个体风险状况		1
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		1	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AAA

附录七：

发行人历史评级情况

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	2013年4月26日	AA/稳定	熊桦、杨佳佳	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2017年6月26日	AAA/稳定	陈婷婷、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">零售行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年9月13日	AAA/稳定	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月23日	AAA/稳定	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	-
债项评级 (17杭旅02)	历史首次评级	2017年7月3日	AAA	陈婷婷、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">零售行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月25日	AAA	熊桦、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月23日	AAA	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	-
债项评级 (19杭旅01)	历史首次评级	2019年5月5日	AAA	陈婷婷、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">零售行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月25日	AAA	熊桦、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月23日	AAA	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	-



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
债项评级 (20 杭旅 01)	历史首次评级	2020 年 4 月 22 日	AAA	陈婷婷、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	熊桦、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	-
债项评级 (21 杭商贸 MTN001)	历史首次评级	2021 年 9 月 13 日	AAA	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 23 日	AAA	熊桦、王科柯	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</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

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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，本评级报告、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。