



# 2023年杭州上城区城市建设投资集团有限公司公司债券(第一期)(第二期)2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2023年杭州上城区城市建设投资集团有限公司公司债券(第一期) (第二期) 2023年跟踪评级报告

## 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

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）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，上城区位于杭州市主城区，区位优势优越，经济财力较强，公司业务区域专营性强，项目储备充足，业务可持续性仍较好，且 2022 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，公共配套基础设施资产难以变现，整体资产流动性较弱，存在一定资金压力，短期偿债压力有所加大，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，且有望持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023 年 05 月 31 日

## 联系方式

项目负责人：顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：高爽  
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	747.22	726.17	696.32
所有者权益	382.17	361.90	347.86
总债务	276.09	298.61	285.53
资产负债率	48.85%	50.16%	50.04%
现金短期债务比	0.22	0.77	0.99
营业收入	52.51	26.68	35.11
其他收益	0.06	0.02	0.01
利润总额	21.73	10.47	8.26
销售毛利率	49.44%	51.01%	32.92%
EBITDA	26.52	13.27	11.12
EBITDA 利息保障倍数	2.28	1.03	0.89
经营活动现金流净额	57.28	30.52	8.02

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **上城区区位优势优越，金融服务、批发零售等第三产业发达，经济财力较强。**杭州市为浙江省省会，系长江三角洲重要中心城市和中国东南部交通枢纽，数字经济引领杭州经济高质量发展；上城区地处杭州市主城区，着力推动以数字经济为引领，聚焦发展金融服务、时尚消费、专业服务、文化产业、健康服务、智能制造的“1+6”产业体系，金融服务、批发零售等第三产业对经济增长的支撑作用明显。2022 年上城区实现 GDP 2,560.5 亿元，一般公共预算收入 210.56 亿元，地区经济发展水平较高，财政实力较强。
- **公司业务区域专营性强。**跟踪期内，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，业务涵盖土地开发、安置房销售、基础设施建设等，且自 2021 年起公司业务范围主要在上城区艮山路以南区域内，区域专营性强。
- **项目储备充足，业务可持续性仍较好。**截至 2022 年末，公司可供出让地块及待售安置房规模较大，且存在较大体量的代建管理项目，考虑到上城区为杭州市主城区核心区块，土地出让和房产销售价格较高，未来业务可持续性较好。
- **公司继续获得来自上城区政府部门（原江干区政府部门）的支持。**2022 年上城区科技局（原江干区科技局）拨入资金转增资本公积 0.75 亿元，同期公司资本公积净增加 4.83 亿元。

## 关注

- **资产大量沉淀于项目成本，公共配套基础设施难以变现。**截至 2022 年末，公司资产中应收款项、项目建设成本及公共配套基础设施占比分别为 7.67%、64.17% 和 16.78%，其中应收款项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，2022 年末公司公共配套基础设施资产账面价值为 125.37 亿元，变现存在难度。
- **项目建设待投资规模较大，存在一定资金压力，且短期债务压力有所加大。**截至 2022 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；虽然 2022 年末公司总债务规模有所下降但体量仍较大，且短期债务增长较快，公司现金类资产对短期债务覆盖程度较弱，短期偿债压力有所加大，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	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
上城资本	履行区属国企出资人职责	1,666.20	740.37	100.57
<b>上城城投</b>	<b>上城区艮山路以南区域内城市建设投资主体</b>	<b>747.22</b>	<b>382.17</b>	<b>52.51</b>
中宸建设	主要负责原江干区范围内的城市投资建设	322.38	96.47	17.09
钱塘智慧城	主要负责钱塘智慧城的投资建设工作	261.97	84.35	13.75

注：（1）“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、“中宸建设”为杭州中宸城镇建设有限公司的简称、“钱塘智慧城”为杭州钱塘智慧城投资开发有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

**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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	6/7	城投经营 &财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
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					<b>aa</b>
外部特殊支持					2
主体信用等级					<b>AAA</b>

**个体信用状况**

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了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。

**外部特殊支持**

- 公司是上城区重要的城市建设投资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上城区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与上城区人民政府的联系非常紧密以及对上城区人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为上城区人民政府提供支持的能力极其强，主要体现为极其强的经济实力、财政实力和偿债能力。

**历史评级关键信息**

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA/23 上城 01、23 上城城 投债 01	2022-12-09	顾春霞、高爽	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	AAA/23 上城 02、23 上城城 投债 02	2023-03-23	顾春霞、高爽	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**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 01/23 上城城投 债 01	10.00	10.00	2022-12-09	2030-01-18
23 上城 02/23 上城城投 债 02	10.00	10.00	2023-03-23	2030-04-18

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年1月18日及2023年4月18日分别发行7年期10.00亿元企业债券，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2023年4月30日，募集资金专项账户余额为15.48亿元。

## 三、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2023年4月末，公司注册资本和实收资本均为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，产权及控制关系见附录二。2022年公司合并报表范围内新增6家子公司，减少1家，截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共23家，详见附录四。杭州市上城区人民政府于2022年9月任命章科彪为公司副总经理，于2022年12月任命姚春宇为公司总经理。

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，自2021年起公司业务范围主要为上城区艮山路以南区域内，2022年2月公司持有的杭州市江干保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）100%股权被无偿划出，故保安公司负责的保安服务、商品销售及安装部分业务、服务费业务不再纳入合并报表范围。

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州创悦盈科技有限责任公司	100%	0.50	科技推广和应用服务业	投资
Zhejiang Boxin (BVI) Limited	100%	5 万美元	资本市场服务	投资
杭州城盈建设管理有限公司	100%	0.92 亿美元	商务服务业	投资
杭州城鑫供应链管理服务有限公司	100%	0.98 亿美元	批发业	投资
杭州城裕工程管理有限公司	100%	0.95 亿美元	商务服务业	投资
杭州齐禹供应链服务有限公司	65%	0.50	批发业	投资
2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
杭州市江干保安服务有限公司	100%	0.21	商业服务业	无偿划出

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，

城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

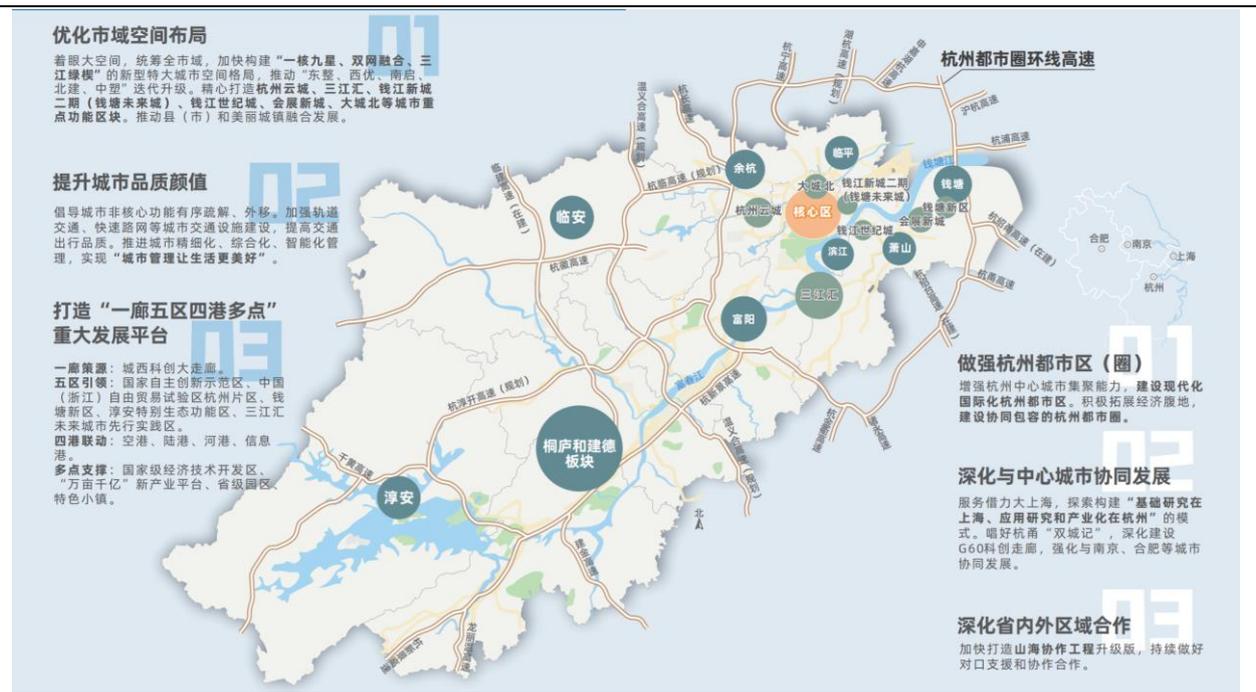
## 区域经济环境

**杭州市系长江三角洲重要中心城市和中国东南部交通枢纽，数字经济引领杭州经济高质量发展，财政实力较强，发展水平位居全国前列**

**区位优势：**杭州市是浙江省省会城市，副省级城市，系长江三角洲重要中心城市、中国东南部交通枢纽、“丝绸之路经济带”和“网上丝绸之路”战略枢纽城市。杭州市地处中国东南沿海地区、长江三角洲南翼、杭州湾西端、钱塘江下游、京杭大运河南端，区域优势明显。杭州市水陆空综合交通建设完善，陆路交通方面，初步形成“一轴五向”的高速铁路网络，构建了以杭州东站、杭州西站、杭州站、杭州南站、钱塘站为主的“五主多辅”铁路客运枢纽体系，形成了“一环五向十三射三连”高速公路网、“三纵两横两支”的国道网络体系以及“六纵四横五联”的省道网；水路交通方面，以钱塘江为中轴，构筑了“一轴两翼”内河骨干航道网，同时杭州港为长三角南翼内河枢纽港；空运交通方面，杭州萧山国际机场已逐步打造为长三角世界级机场群中心机场、国际枢纽机场和全国航空快件中心之一。杭州山水相依、湖城合璧，江、河、湖、海、溪五水共导，拥有中国南部沿海地区最大的水库新安江水库（又

名千岛湖)、世界最大的人工运河京杭大运河以及以大涌潮闻名的钱塘江,风景如画,历史积淀深厚,山水人文旅游资源丰富。杭州市辖上城、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、临平、钱塘、富阳、临安10个区,建德1个县级市,桐庐、淳安2个县,全市土地面积16,850平方千米,其中市区面积8,289平方千米。截至2022年末,杭州市常住人口1,237.6万人,持续净流入,城镇化率84.0%。截至2020年末,杭州人才总量294.5万人,2021年杭州认定高层次人才2.3万人,引进35岁以下大学生48.3万人,多项人才净流入率保持全国大中城市首位,人才吸引力较强。

图1 杭州市区位及“十四五”空间布局示意图



资料来源: 杭州市政府官方网站, 中证鹏元整理

**经济发展水平: 数字经济引领, 杭州市经济发展质量较高, 发展水平位居全国前列。**近年杭州市地区生产总值持续增长, 但受内部结构性矛盾等因素影响, 2020年及2022年GDP增速相对较低, 2022年三次产业结构为1.8:30.0:68.2, 第三产业占主导。杭州市数字经济保持引领, 2022年数字经济核心产业增加值5,076亿元, 占GDP比重为27.1%, 同比增长2.8%, 占全省数字经济核心产业比重为56.5%。杭州民营经济活力较强, 近年民营经济增加值占GDP的比重维持在60%以上。

2020-2022年杭州市固定资产投资保持较快增长, 民间投资保持活跃, 2022年民间投资占全部固定资产投资的比重为50.7%; 分产业看, 2022年全市公共服务投资同比增长24.0%, 工业投资同比增长21.1%, 其中重点行业计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业、汽车制造业等行业投资增速较高, 高新技术产业投资增势强劲, 整体来看, 公共服务及高新技术产业投资对杭州市固定资产投资增长提供有力支撑。房地产市场方面, 2022年杭州市住宅新开工面积、住宅商品房销售面积及销售额同比分别下降0.3%、40.2%和32.4%, 房地产市场销售热度下降较快。

2021-2022年杭州市社会消费品零售总额均保持增长，其中石油及制品、新能源汽车等消费增长较快，2022年新能源汽车零售额同比增长119.8%；对外贸易方面，近年杭州市进出口总额持续增长，跨境电商综试区和电子世界贸易平台杭州实验区加快建设，中国（浙江）自由贸易试验区杭州片区落地，2021年杭州市进出口总额增速高达23.7%，2022年出口总额同比增长10.6%，主要系东南亚、非洲、拉丁美洲等新兴市场货物出口增长较快所致，对外贸易的持续增长为杭州市经济发展提供有力支撑。杭州市全市人均GDP显著高于全国平均水平，人均地区生产总值达到发达国家水平，经济发展水平位居全国前列。

**表2 2022年浙江省部分地级行政区经济财政指标情况（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
杭州市	18,753.07	1.5%	15.15	2,450.61	3,202.24
宁波市	15,704.30	3.5%	16.39	1,680.13	1,205.03
温州市	8,029.77	3.7%	8.30	573.85	1,156.56
绍兴市	7,350.55	4.4%	13.73	540.09	727.73
金华市	5,562.47	2.5%	7.80	489.16	838.85
湖州市	3,849.95	3.3%	11.28	387.30	546.19
衢州市	2,003.44	4.8%	8.75	173.10	372.18
舟山市	1,951.29	8.5%	16.68	156.15	82.72

注：“-”表示数据未公告。

资料来源：各地级市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 杭州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	18,753.07	1.5%	18,109.4	8.5%	16,106.0	3.9%
固定资产投资	-	6.0%	-	9.0%	-	6.8%
社会消费品零售总额	7,294	5.8%	6,744	11.4%	5,973	-3.5%
进出口总额	7,565	2.7%	7,369	23.7%	5,934	5.9%
人均 GDP（元）		151,528		149,857		134,936
人均 GDP/全国人均 GDP		176.82%		185.06%		186.25%

注：“-”表示数据未公告。2020年杭州市人均GDP系根据杭州市2020年第七次人口普查常住人口数据计算，2021-2022年人均GDP系根据年末常住人口数据计算。

资料来源：2020-2021年杭州市国民经济与社会发展统计公报、2022年杭州经济运行情况、政府网站等，中证鹏元整理

**产业情况：杭州市聚焦发展“5+3”重点产业，数字经济为核心。**近年杭州市积极推动数字经济再聚焦，推进工业、服务业、农业数字化转型，聚焦发展文化、旅游休闲、金融服务、生命健康、高端装备制造等五大支柱产业，重点发展人工智能、云计算大数据、信息软件等三大先导产业，2022年全市规模以上工业增加值4,198亿元，同比增长0.3%，高新技术产业持续发展壮大，占规上工业的比重首次突破70%。区域内上市企业规模逐渐壮大，截至2022年末，杭州市上市公司达到283家，2022年新增上市公司27家。

数字经济方面，多家知名数字经济企业已落户杭州，包括全球第三大云计算服务商阿里云、入选国家新一代人工智能开放创新平台的海康威视以及一批电子商务龙头企业淘宝、天猫、网易等。文化产业方面，杭州持续做强动漫游戏、网络文学、影视演艺等优势产品，并积极建设全国数字内容产业中心，宋城演艺、华数传媒等4家企业入选“全国文化企业30强”。旅游休闲方面，凭借“西湖、大运河、良渚古城遗址”三大世界文化遗产以及湘湖、千岛湖国家级旅游度假区等自然人文景观，杭州市旅游产业优势较强，正积极打造为世界一流的旅游目的地。金融服务方面，目前杭州已建成钱江新城和钱江世纪城、玉皇山南基金小镇、西湖蚂蚁小镇、运河财富小镇、杭州金融城等若干金融集聚区，2020年末全市银行、证券、保险持牌法人金融机构及省级分支机构达到240家，其他金融业态如地方金融组织、中国证券投资基金业协会备案私募基金管理人达到2,080家，区域金融中心地位稳固。生命健康方面，杭州市推动生物、医药、健康协同共进，目前已建成重点平台包括中国智慧健康谷、富春山健康城、天目医药港、良渚生命科技小镇等。高端装备制造方面，杭州市积极打造杭州城西科创大走廊、杭州钱塘新区、国家级经济技术开发区、省级经济开发区等高端装备制造产业平台载体，杭叉集团、西奥电梯、金火机床、浙江正泰太阳能、杭锅集团等优质企业均已落户杭州。

**发展规划与机遇：**根据《杭州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，杭州市力争从数字变革、城市大脑、文化魅力、区域大统筹、全域大花园方面做到“五个率先”。数字化为杭州未来主要发展方向，从打造数字产业集群到政府数字化转型，“数智杭州”为杭州市未来的重要定位。作为“一带一路”枢纽城市，杭州市规划高水平推进浙江自贸区杭州片区建设，构建“自贸试验区+联动创新区+辐射带动区”开放新格局，打造“数字贸易示范区”，推动更高水平开放。城市空间规划方面，杭州市计划加快构建“一核九星、双网融合、三江绿楔”的特大城市新型空间格局，“一核”即核心区，由上城、拱墅、西湖、滨江四个区组成，“九星”即萧山、余杭、临平、钱塘、富阳、临安、建德、桐庐和淳安，同时规划精心打造杭州云城、三江汇、钱江新城二期（钱江未来城）、钱江世纪汇、会展新城、大城北等城市重点功能板块，推进全域城区化协调发展。

**财政及债务水平：**杭州市财政实力较强，财政自给能力强。近年杭州市一般公共预算收入持续增长，其中2021年增速达到两位数，2022年扣除留抵退税因素后增长8.4%，自然口径比上年增长2.7%，增速有所下滑。杭州市税收收入占比较高，财源基础较好，2022年税收收入占比88.54%，保持全国副省级城市首位。2020-2022年杭州市财政自给率维持高位，财政自给能力强。近年杭州市政府性基金收入有所波动，2020-2022年国有土地使用权出让收入分别为3,501.90亿元、2,294.02亿元和2,916.64亿元，其中2021年降幅较高主要系自2021年起杭州市开启住宅用地集中供地制度，限制拿地宗数、提高保证金比例等政策致使土拍门槛提升，叠加地产企业融资政策收紧，拿地意愿下滑所致，2022年土地出让收入有所回升。近年来杭州市地方政府债务余额持续扩张，但考虑到区域综合财力较强，债务压力基本可控。

**表4 杭州市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
----	-------	-------	-------

一般公共预算收入	2,450.61	2,386.59	2,093.39
税收收入占比	88.54%	93.59%	94.52%
财政自给率	96.40%	99.75%	101.14%
政府性基金收入	3,202.24	2,460.61	3,690.45
地方政府债务余额	3,682.44	3,369.26	2,824.68

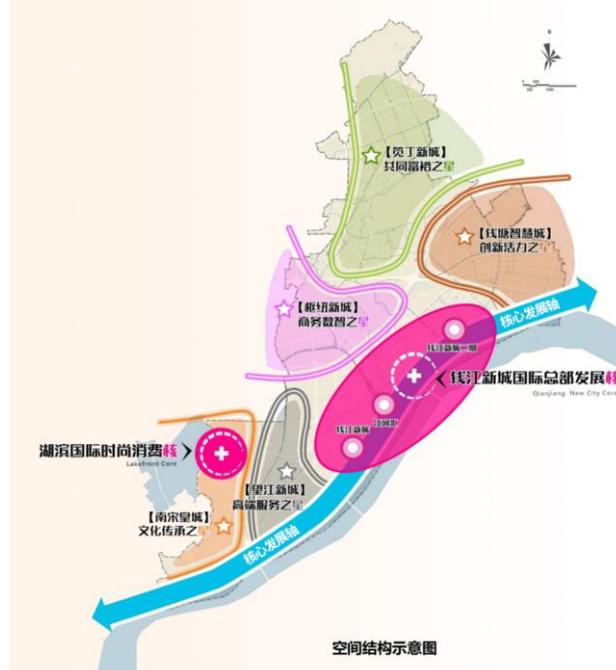
注：“-”表示数据未公布。财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：杭州市政府网站，中证鹏元整理

上城区地处杭州市主城区，坚持数字赋能，大力发展以金融服务、消费服务、智能制造为支撑，专业服务、大健康为特色的高端产业，金融服务、批发零售等第三产业对经济增长的支撑作用明显，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，2021年4月9日，经国务院批复同意，杭州市宣布正式启动实施部分行政区划优化调整，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，全区面积122平方公里，下辖14个街道，199个社区。截至2022年末，上城区常住人口137.1万人，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2 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2，经济以第三产业为主导，金融及批发零售产业发达，经济发展水平较高。**近年上城区地区生产总值保持增长，2022年GDP增速有所下滑，但增速位居全市区县首位，同期第三产业增加值同比增长4.2%，为地区经济增长提供有力支撑。2022年上城区三次产业结构为0:26.2:73.8，区域内第三产业占主导，金融业、批发和零售业增加值占GDP比重分别为24.45%和15.3%，金融服务及批发零售产业较发达。2021年上城区固定资产投资规模有所下降，主要系地产投资规模下降所致，2022年上城区固定资产投资总量有所提升，从结构看，高新技术产业投资同比增长21.0%，工业投资同比增长41.4%，生态环保、城市更新和水利设施投资同比增长85.9%。2021-2022年上城区社会消费品零售总额保持快速增长，增长主要由汽车类消费、化妆品零售、石油制品等所贡献，对经济增长形成有力支撑；对外贸易方面，上城区进出口总额保持增长，但增速有所下滑。按常住人口计算，2022年上城区人均GDP为18.68万元，在杭州市区县内位居前列，经济发展水平较高。上城区位于杭州市核心区内，在2022年杭州市集中供地中，上城区地块基本溢价成交，土地出让价格维持市场高位。

**表5 2022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	2,651.3	1.0%	19.44	352.93	525.37
<b>上城区</b>	<b>2,560.5</b>	<b>3.8%</b>	<b>18.68</b>	<b>210.56</b>	<b>3.25</b>
滨江区	2,184.8	1.8%	41.22	214.65	106.67
萧山区	2,063.9	1.2%	9.78	318.31	428.10
拱墅区	2,003.3	1.5%	17.02	184.29	0.74
西湖区	1,970.1	0.1%	16.88	233.49	0.08
桐庐县	431.4	3.5%	9.42	41.49	40.28
淳安县	269.5	2.4%	8.29	23.92	25.32

注：人均GDP=GDP/常住人口。2022年上城区、拱墅区、西湖区政府性基金收入中未包含土地出让收入，由市级计提后返还，当期上城区土地出让金调入33.47亿元，拱墅区获得转移支付补助收入95.90亿元，西湖区土地出让金核返收入49.06亿元。

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6 上城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,560.5	3.8%	2,417.51	7.2%	2,198.99	-
固定资产投资	-	5.5%	-	-8.3%	-	-
社会消费品零售总额	1,073.1	8.8%	976.86	10.6%	876.93	-
进出口总额	639.49	4.2%	633.08	11.3%	-	-
人均 GDP（元）		186,761		181,767		166,154
人均 GDP/全国人均 GDP		217.93%		224.47%		231.38%

注：人均 GDP=GDP/常住人口。2020年经济指标系根据原上城区及原江干区经济数据合并计算得出，2021-2022年经济指标为区划调整后上城区经济指标。“-”表示数据未公告。

资料来源：2020-2022年杭州市上城区国民经济与社会发展统计公报、2020年杭州市江干区国民经济与社会发展统计公报、政府网站等，中证鹏元整理

**产业情况：**上城区坚持数字赋能，大力发展以金融服务、消费服务、智能制造为支撑，专业服务、大健康为特色的高端产业，第三产业对经济增长的支撑作用明显。区划调整后，上城区以“一区四中心”为战略定位，全面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。截至2021年底，上城区内拥有上市公司36家，位居浙江省区县前列。金融服务方面，上城区着力打造长三角南翼金融总部集聚地，以金融为代表的高端服务业优势明显，“五大行”、“四大所”区域总部相继落地，2021年末钱塘江金融港湾核心区累计入驻持牌金融机构省级以上总部122家，占杭州市总数40%以上，玉皇山南基金小镇总资产管理规模突破11,000亿元，投资实体企业7,700余家，累计实现税收120亿元，并积极推动世界银行全球数字金融中心、国改双百子基金、深耕玉皇山南基金小镇2.0版、创投股权报价转让平台等重大项目。消费服务方面，上城区聚焦“国际、数智、时尚”核心元素，提升“三圈三街”能级，已有200余家旗舰店首店落地，湖滨步行街获评首批全国示范步行街，同时上城区加快推进杭州国际中心、K11购物艺术中心、吴山广场地下空间一期（阿里新零售示范区）、丰收龙湖新零售、世茂集团笕桥总部等重点项目。智能制造方面，上城区重点聚焦光电传感、数字时尚等产业，延伸布局高端装备、生物医药和节能环保等，大力推进“湾区之芯”总部集聚区建设，一汽奥迪全国销售总部等标志性项目落地，中科网联等8个重点税源型企业总部入驻。专业服务方面，上城区以钱江新城和杭港高端服务业示范区为核心，发展法律服务、财会税务、检验检测、信息咨询、人力资源服务及会展展览、知识产权、勘察设计、资产评估、科技中介等知识密集型高端专业服务业。健康服务方面，围绕医疗器械、生物医药、互联网医疗、临床医学、医疗美容等重点方向，上城区成功创建省级产业创新服务综合体，小营智慧健康产业园丰平园区开业，浙江美年大健康等16家企业落户健康智谷。

**发展规划及机遇：**根据《杭州市上城区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，上城区规划高水平打造“五个新高地”，包括改革引领新高地、高端产业新高地、宋韵文化新高地、品质生活新高地和精细治理新高地。城市空间规划方面，上城区形成“一轴引领、双核驱动、五星辉映”的发展格局，“一轴”指钱塘江黄金岸线为主轴的中央活动区核心发展轴，“双核”指钱江新城国际总部发展核、湖滨国际时尚消费核。上城区坚持数字赋能、文化浸润两大方向，积极打造“3+2”高端产业体系，到2025年，力争服务业增加值突破2,500亿元、税收超亿元楼宇达80幢；同时奋力打造宋韵文化新高地，宋韵文化、钱塘江文化、红色文化相互交融赋能，文化产业做大做强，规划文化产业增加值年均增幅超6.5%。

**财政及债务水平：**上城区财政实力较强，财源基础较好，财政自给能力较强。2020-2022年上城区一般公共预算收入保持较快增长，2022年全区一般公共预算收入自然口径增长4.6%，剔除留抵退因素后同口径增长14.2%。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，2020-2022年上城区土地出让金调入收入分别为38.48亿元、55.76亿元和33.47亿元。近年来上城区地方政府债务余额持续增加，债务增速在10%左右。

**表7 杭州市上城区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	210.56	201.38	187.12
税收收入占比	94.61%	94.68%	96.29%
财政自给率	162.65%	168.73%	171.86%
政府性基金收入	3.25	1.22	1.83
地方政府债务余额	83.41	75.93	68.63

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：杭州市上城区政府网站，中证鹏元整理

**投融资平台：**2021年上城区政府对区域内平台实施整合，形成“1+4”的区属国有企业布局，上城资本履行出资人职责，并按照业务板块组建四大集团公司，分别为杭州上城区国有投资控股集团有限公司（以下简称“上城国投”，负责资产投资运营）、杭州上城区市政工程集团有限公司（以下简称“上城市政”，负责市政环境）、杭州上城区城市建设发展集团有限公司（以下简称“上城城发”，负责城市建设）和公司，上城城发与上城城投业务范围以艮山路为界，区域内其他投融资平台主要为上城城发及上城城投的子公司。

**表8 截至2022年末上城区主要区属投融资平台（单位：亿元）**

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
上城资本	上城区财政局	740.37	55.57%	100.57	539.48	履行区属国企出资人职责
上城城投	上城资本	382.17	48.85%	52.51	276.09	上城区艮山路以南区域内城市建设投资主体
上城国投	上城资本	133.75	44.57%	11.05	-	上城区资产投资运营主体
上城开发	上城城投	227.07	34.19%	40.28	77.41	主要负责原江干区范围内的城市投资建设
望海潮	上城城投	154.36	64.01%	8.36	231.60	主要负责望江区块内的城市投资建设
中宸建设	上城城发	96.47	70.07%	17.09	121.75	主要负责原江干区范围内的城市投资建设
钱塘智慧城	上城城发	84.35	67.80%	13.75	64.07	主要负责钱塘智慧城的投资建设

注：除总债务数据外，财务数据为2022年末/2022年度。上城城投总债务数据为2022年末，其余平台总债务数据为2021年末。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、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，且自2021年起业务范围主要为艮山路以南区域内，区域专营性强；上城区区位优势，土地市场热度相对较高，公司尚有较大规模土地可供出让，在建及已完工待销售的安置房面积较大，代建管理项目储备充足，业务可持续性仍较好

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，公司仍主要从事上城区内的土地开发、安置房销售、基础设施建设等业务，且自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。公司营业收入及毛利润主要由开发土地业务及房产销售业务所贡献，2022年公司营业收入大幅提升，主要系受政府土地出让安排影响开发土地收入大幅增加所致，销售毛利率维持较高水平，盈利能力较强。

**表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
开发土地业务	39.32	74.89%	56.98%	13.30	49.85%	67.92%
房产销售业务	7.01	13.35%	40.53%	10.29	38.55%	37.56%
车位销售业务	0.96	1.84%	20.66%	0.61	2.29%	19.67%
代建管理业务	0.30	0.57%	85.79%	0.14	0.53%	66.69%
保安服务费	0.28	0.54%	36.34%	0.30	1.11%	73.82%
商品销售及安装业务	4.08	7.77%	0.70%	1.57	5.88%	13.83%
服务费	0.17	0.33%	38.60%	0.06	0.24%	3.85%
其他业务	0.38	0.72%	15.06%	0.41	1.55%	14.35%
<b>合计</b>	<b>52.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>49.44%</b>	<b>26.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.01%</b>

注：公司其他收入包括房租收入、借款利息收入、停车费收入等。

资料来源：公司2021-2022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，2022年公司土地出让面积、开发土地收入同比大幅增加，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，但尚有较大规模土地可供出让，考虑到上城区作为杭州市主城区，土地出让价格相对较高，短期内业务收入较有保障，随着开发整理进程的推进，公司仍面临一定建设资金压力

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，承担了上城区内多地块的开发整理建设任务，业务运营主体主要为子公司上城开发。跟踪期内，公司开发土地业务模式未发生变更。上城开发业务范围涵盖上城区内艮北、普福等区块，在地块出让前后，上城开发与杭州市土地储备交易中心（以下简称“杭州市土储中心”）签订相关协议，由上城开发负责土地开发整理、征地拆迁安置、建筑物拆除、土地平整等工作，并承担相关费用。通常情况下，上城开发地块整理完成后，交由杭州市土储中心验收并出让，同时向杭州市土储中心及区财政提交土地整理成本及相关费用核算申请，土地验收出让后，区财政局将根据上城开发的申请核拨土地开发补偿费，作为上城开发的开发土地收入。此外，除土地开发补偿款以外，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，2022年公司土地

出让面积、开发土地收入同比大幅增加，业务毛利率处于较高水平。

**表10 2021-2022年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
2021年	牛田单元 R21-19 地块	上城开发	住宅用地	66.97	4.27	13.30
	牛田单元 R21-11 地块	上城开发	住宅用地	91.37	6.38	14.75
2022年	牛田单元 R21-12 地块	上城开发	住宅用地	101.87	8.09	18.75
	牛田单元 R21-14 地块	上城开发	住宅用地	35.28	2.45	5.82
	<b>合计</b>	-	-	<b>228.52</b>	<b>16.92</b>	<b>39.32</b>

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、普福区块，截至2022年末，艮北区块预计可供出让面积为1,562.92亩，已出让1,224.08亩，剩余338.84亩可供出让，普福区块已基本出让完毕，考虑到上城区作为杭州市主城区，土地出让价格相对较高，短期内公司业务可持续性较好，预期收益较为可观。但公司开发土地收入受土地市场行情、土地开发周期和政府安排等因素影响，未来可能存在波动，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，2022年末公司主要负责的艮北、普福区块尚需投资规模达到56.17亿元，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。

**表11 截至 2022 年末公司主要负责区块整理情况（单位：亩、亿元）**

业务主体	项目名称	预计总投资	已投资	可供出让土地总面积	已出让土地面积
上城开发	艮北区块	276.07	224.30	1,562.92	1,224.08
上城开发	普福区块	46.98	42.58	377.69	377.69
<b>合计</b>	-	<b>323.05</b>	<b>266.88</b>	<b>1,940.61</b>	<b>1,601.77</b>

注：上表中区块预计总投资、已投资包括安置房、代建项目建设成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司拟定的土地整理移交计划，2023年公司计划整理移交165.36亩土地，计划整理移交规模较大，预计可为公司带来较为可观的收益来源，但收入实现受土地市场行情、政府土地出让安排等因素影响，存在一定不确定性。

**表12 公司 2023 年土地整理移交计划（单位：亩、亿元）**

地块名称	土地面积	预计出让金额
牛田单元 R21-08 地块	64.48	25.37
牛田单元 R21-09 地块	59.08	23.51
牛田单元 C6/C2-01 地块	41.80	8.34
<b>合计</b>	<b>165.36</b>	<b>57.22</b>

注：预计出让金额系以杭州市上城区地块楼面评估价计算确定。牛田单元 R21-08 地块、牛田单元 R21-09 地块已于 2023 年 2 月 7 日在杭州市 2022 年第五批集中供地中出让，上表中土地出让金额为实际成交金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （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，2022年末公司已完工待销售及在建的房产面积较大，且房屋区位条件较为优越，未来业务可持续性较好，但存在一定建设资金支出压力

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。公司负责项目立项、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，即所选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，阶梯价格最高为所选购房屋的市场评估价。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。2022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；受益于上城区内房地产市场价格相对较高等因素影响，公司房产销售业务毛利率维持在较高水平。

**表13 2021-2022年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
2021年	婺江家园一园	0.10	0.19
	婺江家园三园	0.18	0.34
	婺江家园四园	0.22	0.33
	清江名潮院	2.58	4.18
	海潮雅园	3.34	5.25
	杭贵芳安置房	0.00	0.00
	<b>合计</b>	<b>6.42</b>	<b>10.29</b>
2022年	海潮雅园	3.66	6.15
	清江名潮院	0.36	0.60
	婺江家园一园	0.03	0.05
	婺江家园三园	0.08	0.15
	婺江家园四园	0.04	0.06
	<b>合计</b>	<b>4.17</b>	<b>7.01</b>

注：杭贵芳安置房确认成本为29.53万元，确认收入为14.73万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司在建房产项目如下表所致，预计总投资143.65亿元，已投资116.44亿元，其中公司在建的计划出售的房产项目建筑面积超过85.96万平方米，建成后可形成较大规模待销售房产。此外，公司另有两处房产项目建成后用于出租，目前计划人才专项租赁住房由政府统筹出租，租金归属于公司，商业商务用房计划出租给酒店、写字楼等，预计可为公司带来一定租赁收入。2022年末公司房产项目尚需投资39.06亿元（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，存在一定建设资金支出压力。

**表14 截至2022年末公司主要在建房产项目情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	总建筑面积	预计总投资	累计已投资	收入主要实现方式
------	-------	-------	-------	----------

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	26.95	26.61	14.66	销售
望江单元 SC0403-R21-01 地块安置房项目	-	25.48	26.12	销售
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	25.62	19.39	6.90	销售
红五月留用地项目	14.34	15.73	11.69	销售
望江单元 SC0403-R21-02 地块安置房项目	-	14.35	14.63	销售
望江单元 SC0404-18 地块安置房项目	11.11	12.08	6.67	销售
凯旋单元地块景芳拆迁项目	-	11.39	11.69	销售
望江单元 SC0403-R21-04 地块南星单元 A-R21-04 地块	7.94	6.81	17.44	销售
杭政储出（2018）8 号地块人才专项租赁住房	8.25	8.62	5.59	出租
杭政储出【2019】87 号地块商业商务用房	2.66	3.19	1.05	出租
<b>合计</b>	<b>96.87</b>	<b>143.65</b>	<b>116.44</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要的已完工房产项目包括婺江家园一园、婺江家园三园等，可售面积累计122.93万平方米，已售99.85万平方米，已累计确认收入42.52亿元（包括在开发土地收入中确认的安置房收入），下表所列示的房产项目销售均价相差较大，主要系婺江家园、望江家园系列中部分房屋安置时间较早，房价较低所致，随着上城区内房地产市场热度提升，公司安置房销售均价提升较快，一定程度上减轻了公司建设资金平衡压力；2022年末公司已完工房产剩余可售面积为23.08万平方米，公司在建和已完工可售房产面积较大，且区位条件较为优越，近期销售房屋均价较高，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。

**表15 截至 2022 年末公司主要已完工房产项目情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）**

项目名称	可售面积	已售面积	销售均价	累计确认收入
婺江家园一园	8.70	7.66	0.36	2.79
婺江家园三园	9.12	6.83	0.35	2.41
近江家园四-九园	32.25	32.25		
望江家园一期	30.05	30.05	0.26	19.81
望江家园二期	15.38	15.38		
婺江家园四园	1.56	1.16	0.76	0.88
海潮雅园一园	8.75	2.06	1.77	3.64
清江名潮院	2.17	1.62	2.95	4.78
海潮雅园二园	14.95	2.84	2.89	8.21
<b>合计</b>	<b>122.93</b>	<b>99.85</b>	-	<b>42.52</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）代建管理业务

2022年公司代建管理费收入有所增长，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。根据望海潮与委托方杭州市望江地区改造建设指挥部（以下简称“望江指挥部”）签订的《委托代建协议书》，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，其中部分项目已竣工，部分项目仍在建设施工中，由望海潮具体执行项目工程前期至项目交付全过程建设、生产、经营活动，望江指挥部负责代建项目建设资金的筹集，并按照望海潮建设进度需要及时拨付建设资金。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。每年根据项目建设进度，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，并在望江指挥部支付给望海潮的工程建设专项经费中列支。2022年公司实现代建管理费收入0.30亿元，较上年有所增长，代建业务成本主要系与工程相关的管理人员的工资，相关成本于年底统一结算，公司代建管理业务毛利率处于较高水平。

截至2022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35.59亿元，已投资10.38亿元，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16 截至 2022 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
十三湾巷周边地区旧城区改建项目	7.23	5.24
杭州南宋皇城遗址文化中心项目	9.91	2.85
望江单元 SC0402-R22/A1/A51/A6-15 地块邻里中心项目	4.01	0.88
望江单元凯旋路五期（婺江路-甘王路）道路工程项目	0.19	0.80
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
<b>合计</b>	<b>35.59</b>	<b>10.38</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （四）其他业务

受子公司无偿划出影响，2022年2月起公司不再确认保安服务、服务费等收入，但未来化学品销售业务仍可为公司营业收入及利润提供有益补充

公司保安服务业务主要由子公司杭州市江干保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）负责，保安公司主要承接各企事业单位的保安服务、电视监控、防火、防盗、综合布线、电教系统市场开发等，

目前已先后为江干区政府、江干区看守所、孔雀大厦、银行信用社等百余家单位安装了安防系统设施。为响应杭州市政府倡议，退出外部市场保安服务，让利民营企业，目前保安公司主要为内部单位服务，2021-2022年公司分别实现保安服务收入0.30亿元和0.28亿元。2022年2月，公司持有的保安公司100%股权被无偿划转至上城资本，保安公司不再纳入公司合并报表范围。

商品销售及安装业务主要包括保安公司开展的安保用品销售及安装服务业务、杭州江芯贸易有限公司（以下简称“江芯贸易”）开展的化学品销售业务，受商品贸易规模增加影响，2022年该业务收入增长至4.08亿元，为公司营业收入提供有益补充，2022年该业务毛利率下降至0.70%，主要系低毛利率的贸易类业务收入占比提高所致。此外，服务费收入主要系保安公司从事区域联网服务、网络服务、网审服务等业务所形成的收入，该业务收入规模较小。因公司持有的保安公司股权于2022年2月被无偿划出，故服务费及保安公司涉及的商品销售及安装业务收入将不再确认，但江芯贸易所从事的化学品销售业务仍为公司营业收入及利润提供有益补充。

### 2022年公司继续获得来自上城区政府部门（原江干区政府部门）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。2022年，上城区科技局（原江干区科技局）拨入资金转增资本公积0.75亿元，同期因子公司股权无偿划出减少资本公积0.45亿元，此外，根据江干区人民政府办公室公文（江建司[2017]22号），财政部门拨付至公司的城市建设运作资金不予收回，待基础配套设施工程项目完工形成长期资产后，运作资金自专项应付款科目转至资本公积，当期增加公司资本公积4.53亿元。

**表17 2022 公司资本公积变动情况（单位：亿元）**

单位	内容	金额
上城区科技局（原江干区科技局）	杭州上城区科技局拨入资金转至资本公积	0.75
江干区人民政府	基础配套设施工程项目完工形成长期资产，财政部门拨付的项目运作资金不予收回	4.53
上城区财政局	无偿划出保安公司 100%股权	-0.45
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>4.83</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

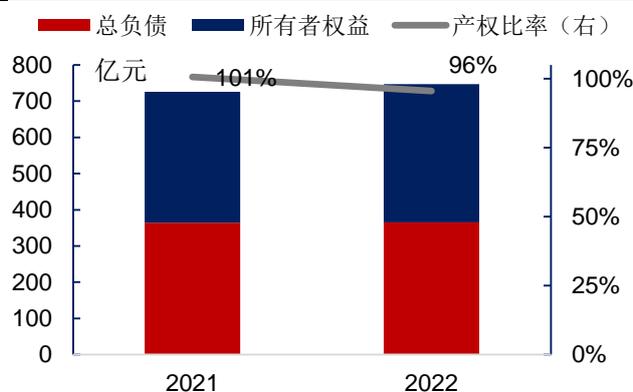
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内新增6家子公司，减少1家，详见表1。

### 资本实力与资产质量

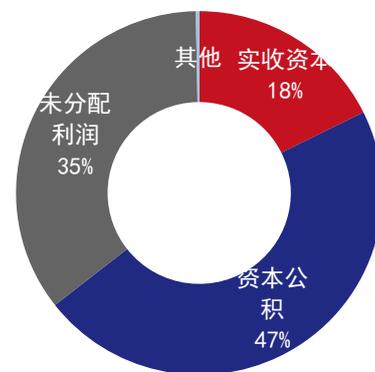
公司资产规模不断扩大，资产中应收上城区政府部门及地方国有企业款项、项目建设成本以及公共配套基础设施占比较高，项目建设成本变现时间存在不确定性，公共配套基础设施资产难以变现，整体资产质量一般

公司所有者权益主要由利润的积累以及政府注入在建项目、房产等资产而形成，2022年末公司所有者权益继续保持增长，负债规模基本保持平稳。综合影响下，公司产权比率小幅下降，关注到公司所有者权益中因基础设施建设项目完工形成长期资产而不做收回的项目运作资金规模较大，公司实际财务杠杆水平高于账面表现。

**图3 公司资本结构**



**图4 2022年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以应收款项（上城区政府部门及地方国有企业款项）、存货（项目建设成本）、固定资产以及在建工程（主要为公共配套基础设施）为主，2022年末上述资产合计占公司总资产的90.55%。公司应收款项规模较大，其中随着上城区财政局结算回款，2022年末公司应收账款规模下降至0.21亿元，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单位的往来款，以及应收杭州市三堡经济适用房建设前期指挥部、杭州市江干区文体中心项目建设指挥部等单位的借款，公司应收关联方借款多未收取利息，部分款项账龄在5年以上，2022年末公司其他应收款增幅较高，主要系应收望江指挥部往来款大幅增加所致；由于主要应收对象为政府部门及地方国有企业，回收风险较小，但款项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，随着项目建设投入增加以及部分公共配套基础设施项目未来计划移交由在建工程重分类至存货科目，公司存货规模大幅增长，但存货变现时间取决于委托方结算进度、安置计划等多重因素，存在不确定性。

公司固定资产规模较大，2022年末固定资产主要由公共配套基础设施（98.57亿元）以及房屋建筑物（7.81亿元）组成，其中公共配套基础设施多为道路资产，此外，公司尚有0.32亿元房屋建筑物于划拨转入时未移交产证。随着项目逐步完工转为固定资产以及部分项目未来计划移交重分类至存货，公司

在建工程规模大幅下降，2022年末公司在建工程包括公共配套基础设施（26.79亿元）、人才专项租赁住房及商业商务用房（6.64亿元），公司公共配套基础设施建设资金来源于公司自筹以及政府专项资金，待工程达到预定可使用状态转为固定资产；人才专项租赁住房由政府统一安排租赁，租金归属于公司。

其他资产构成方面，2022年末公司货币资金规模有所下降，其中0.03亿元因履约保函而使用受限，受限比例较低。公司预付款项主要系向杭州市上城区住房和城市建设局预付的安置补偿款。受限资产方面，截至2022年末，公司货币资金、存货及在建工程中存在受限资产，受限规模合计4.08亿元，占总资产的0.55%，受限比例低，公司存在一定规模可供抵质押的房产、土地等资产，融资弹性较强。

**表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.98	1.87%	25.21	3.47%
应收账款	0.21	0.03%	38.96	5.36%
预付款项	27.15	3.63%	20.94	2.88%
其他应收款	57.12	7.64%	35.61	4.90%
存货	479.46	64.17%	402.30	55.40%
<b>流动资产合计</b>	<b>578.84</b>	<b>77.47%</b>	<b>526.16</b>	<b>72.46%</b>
固定资产	106.43	14.24%	79.11	10.89%
在建工程	33.44	4.47%	96.66	13.31%
<b>非流动资产合计</b>	<b>168.38</b>	<b>22.53%</b>	<b>200.01</b>	<b>27.54%</b>
<b>资产总计</b>	<b>747.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>726.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2022年公司营业收入大幅提升，盈利能力仍较强，利润总额主要由自身业务毛利所贡献

公司营业收入主要来源于开发土地、房产销售及代建管理等业务，2022年公司营业收入大幅增长，从收入构成来看，开发土地业务为公司重要收入来源，目前公司开发地块主要为艮北地块，2022年公司开发土地收入增幅较高主要系受政府土地出让规划影响，当期土地出让规模较大所致；受安置面积下降影响，2022年公司房产销售收入有所下降；公司代建管理业务以代建管理费确认收入，2022年收入规模有所增长，业务毛利率水平较高；因子公司保安公司于2022年2月无偿划出，其负责的保安服务、商品销售及安装部分业务、服务费业务将不再确认相关收入，江芯贸易开展的化学品销售业务预计仍可为公司营业收入及利润提供有益补充。截至2022年末，公司尚有338.84亩土地可供出让，在建及已完工的安置房项目面积较大，代建项目储备充足，考虑到上城区位于杭州市主城区，土地市场及房地产热度相对较高，公司未来业务可持续性较好，但需关注上城区土地市场行情波动风险。

毛利率方面，2022年公司开发土地业务毛利率保持较高水平；受益于上城区房地产市场价格相对较

高等因素，公司房产销售业务毛利率仍较高；因公司代建业务采用管理费模式核算，业务毛利率处于较高水平；公司保安服务费、商品销售及安装、服务费业务毛利率有所波动。综合影响下，公司销售毛利率处于较高水平，自身造血能力较强，利润总额主要由自身业务毛利所贡献。

**表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	52.51	26.68
营业利润	21.78	10.49
其他收益	0.06	0.02
利润总额	21.73	10.47
销售毛利率	49.44%	51.01%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 偿债能力

公司总债务规模有所下降，但债务规模仍较大，短期债务压力有所加大，存在一定的流动性缺口，但公司融资渠道通畅，再融资能力及财务弹性较好

随着债务逐步到期偿付，2022年末公司总债务规模有所下降，但受应付往来款规模增加等因素影响，公司负债规模与上年末基本持平。公司债务以长期债务为主，债务期限结构安排较合理。公司债务以银行借款、债券发行及财政借款为主，银行借款多为质押借款及信用借款，应付债券主要包括子公司望海潮及上城开发发行的企业债、中期票据、私募公司债券等，以及海外注册子公司发行的7.00亿美元海外债，2023年以来公司本部成功发行多期债券，新增债券融资规模30.00亿元，公司融资渠道多元化程度较高；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，2022年末财政借款余额为24.90亿元；公司非标债务系银行理财直融产品，2022年末非标债务占总债务比重为2.50%，占比较低。

此外，2022年末公司合同负债大幅增加，主要系公司预收安置房款增加所致，待安置房交付后予以结转。公司其他应付款占比较高，主要系应付往来款及拆迁补偿款，拆迁补偿款主要按照拆迁安置进度支付给拆迁居民，2022年末公司其他应付款主要应付对象包括杭州市土储中心、望江指挥部等政府部门及中宸建设（3.62亿元）等地方国有企业，其中应付中宸建设款项需偿付利息。公司长期应付款（不包括专项应付款）主要包括德寿宫项目专项资金及财政置换资金，均需支付利息，其中德寿宫项目专项资金于项目完工移交结算后冲减存货，财政置换资金系财政部门以地方债资金置换银行借款，需予以偿付；专项应付款主要系公共配套基础设施专项资金，随着公司公共配套基础设施项目完工转固，配套专项资金由长期应付款转至资本公积科目，受此影响，近年公司长期应付款逐年下滑。

**表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	7.16	1.96%	1.00	0.27%
合同负债	7.65	2.10%	0.34	0.09%
其他应付款	67.46	18.48%	53.37	14.65%
一年内到期的非流动负债	44.15	12.10%	15.21	4.18%
其他流动负债	8.41	2.30%	3.26	0.89%
<b>流动负债合计</b>	<b>139.72</b>	<b>38.27%</b>	<b>78.09</b>	<b>21.44%</b>
长期借款	153.31	42.00%	195.93	53.79%
应付债券	52.93	14.50%	65.28	17.92%
长期应付款	17.77	4.87%	22.90	6.29%
<b>非流动负债合计</b>	<b>225.33</b>	<b>61.73%</b>	<b>286.19</b>	<b>78.56%</b>
<b>负债合计</b>	<b>365.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>364.27</b>	<b>100.00%</b>
总债务	276.09	75.63%	298.61	81.98%
其中：短期债务	62.95	17.24%	32.45	8.91%
长期债务	213.14	58.39%	266.16	73.07%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2022年末公司资产负债率小幅下降，考虑到公司资产中存在较大规模难以变现的公共配套基础设施项目，实际负债率高于账面表现；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利息保障倍数有所提升，盈利对利息偿付提供了一定保障。总体来看，公司短期债务压力有所加大。

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，根据公司规划，2023年公司预计存在40多亿元的项目建设资金需求，需偿付短期债务62.95亿元，且2022年公司利息支出已达到11.65亿元，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2022年末，公司银行授信额度为466.20亿元，剩余可使用额度为279.73亿元，剩余可使用额度较高，再融资能力和财务弹性较好。

**表21 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	48.85%	50.16%
现金短期债务比	0.22	0.77
EBITDA利息保障倍数	2.28	1.03

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形。2022年12月7日，公司因未将工程渣土消纳到经合法登记的场地而被警告罚款5,500元，该事项对公司经营和信用水平不构成重大影响。

社会方面，根据公司提供的《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《杭州上城区城市建设投资集团有限公司章程》，建立了由股东、党委委员会、董事会、监事会和经营层构成的法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司系由望海潮及上城开发两家公司组建而成，存在一定资源整合和管理难度。组织任命方面，公司非职工董事及总经理均由杭州市上城区人民政府任命，各子公司任命由公司集团党委会研究决定。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月10日），公司本部、子公司望海潮及上城开发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。

### 或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计67.15亿元，占同期末净资产的17.57%，对外担保规模较大，担保对象均为公司关联方，其中62.00亿元系对区域内城投公司发行的公司债券、企业债券进行担保，此外，担保对象中杭州盛寅房地产开发有限公司及杭州盛锐建设开发有限公司均为公司参股企业，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，公司对外担保均未有反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表22 截至2022年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	被担保方与公司关系	担保金额	担保到期日
杭州钱塘智慧城投资开发有限公司	受同一控制	15.00	2026年2月1日
杭州钱塘智慧城投资开发有限公司	受同一控制	12.00	2029年4月27日
杭州中宸城镇建设有限公司	受同一控制	15.00	2024年1月5日
杭州中宸城镇建设有限公司	受同一控制	20.00	2027年1月21日
杭州湖滨南山商业发展有限公司	受同一控制	2.25	2027年10月8日

杭州盛寅房地产开发有限公司	持有其 10%的股权	2.00	为云悦湾项目建设和日常经营业务中形成的应付账款开展供应链项目提供反担保
杭州盛锐建设开发有限公司	持有其 20%的股权	0.90	2024 年 5 月 23 日
<b>合计</b>	-	<b>67.15</b>	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是上城区人民政府下属重要企业，上城区财政局间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上城区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与上城区人民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较大力度支持，预计未来公司与政府联系将较为稳定。

(2) 公司对上城区人民政府非常重要。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。

## 九、结论

公司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，公司资产中应收款项及项目建设成本占比较高且即时变现能力较弱，公共配套设施资产难以变现，公司整体资产流动性较弱；2022年末公司土地整理、安置房建设及代建管理项目尚需较大规模资金投入，存在一定资金压力；公司总债务规模较大，短期偿债压力有所加大。考虑到公司所在地上城区为杭州市主城区，金融服务及批发零售业较发达，经济发展水平较高，财政实力较强，业务区域专营性较强，且可持续性较好，同时近年公司获得较大规模的指挥部资产注入。总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等因素的综合判断，公司抗风险能力很强。

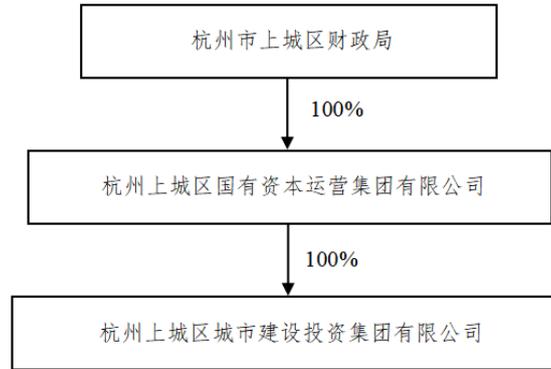
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“23上城01/23上城城投债01”、“23上城02/23上城城投债02”的信用等级为AAA。

## 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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	13.98	25.21	29.87
存货	479.46	402.30	368.80
流动资产合计	578.84	526.16	504.30
固定资产	106.43	79.11	69.49
在建工程	33.44	96.66	90.17
非流动资产合计	168.38	200.01	192.02
资产总计	747.22	726.17	696.32
短期借款	7.16	1.00	2.00
应付账款	2.86	2.86	4.72
其他应付款	67.46	53.37	38.87
一年内到期的非流动负债	44.15	15.21	13.86
流动负债合计	139.72	78.09	66.62
长期借款	153.31	195.93	208.41
应付债券	52.93	65.28	36.08
长期应付款	6.55	7.21	4.88
非流动负债合计	225.33	286.19	281.83
负债合计	365.05	364.27	348.46
其中：短期债务	62.95	32.45	30.16
总债务	276.09	298.61	285.53
所有者权益	382.17	361.90	347.86
营业收入	52.51	26.68	35.11
营业利润	21.78	10.49	8.26
其他收益	0.06	0.02	0.01
利润总额	21.73	10.47	8.26
经营活动产生的现金流量净额	57.28	30.52	8.02
投资活动产生的现金流量净额	-28.61	-33.05	-23.18
筹资活动产生的现金流量净额	-40.56	-1.86	5.48
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	49.44%	51.01%	32.92%
资产负债率	48.85%	50.16%	50.04%
短期债务/总债务	22.80%	10.87%	10.56%
现金短期债务比	0.22	0.77	0.99
EBITDA（亿元）	26.52	13.27	11.12
EBITDA 利息保障倍数	2.28	1.03	0.89

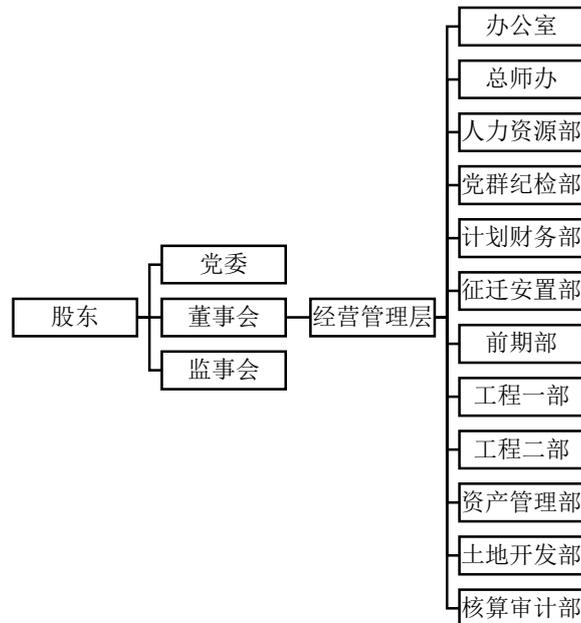
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审模拟审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
杭州望海潮建设有限公司	38.00	100%	房屋建筑业
杭州望海潮开发有限公司	0.50	100%	建筑工程
杭州盛锦建设开发有限公司	0.05	100%	建筑工程
杭州新益诚商业运营管理有限公司	0.50	100%	商务服务
浙江东茂宾馆有限公司	0.10	100%	住宿业
杭州上城区城市建设综合开发有限公司	30.00	100%	土木工程建筑业
杭州上城区科技投资有限公司	0.56	100%	资本市场服务
杭州上城区产业发展投资有限公司	2.25	100%	资本市场服务
ZHEJIANG BARON(HK) COMPANY LIMITED	-	100%	资本市场服务
ZHEJIANG BARON(BVI) COMPANY LIMITED	-	100%	资本市场服务
Zhejiang Boxin (BVI) Limited	5 万美元	100%	资本市场服务
杭州江联物业管理有限公司	1.00 亿美元	100%	房地产业
杭州江芯贸易有限公司	1.00 亿美元	100%	房地产业
杭州江凌物业管理有限公司	1.36 亿美元	100%	房地产业
杭州众鑫房产置业有限公司	2.33	100%	房地产业
杭州江铭商业经营管理有限公司	0.25	100%	租赁和商务服务业
杭州江投联华超市有限公司	0.10	51%	批发和零售业
杭州江盈科技发展有限公司	0.50	49%	批发和零售业
杭州创悦盈科技有限责任公司	0.50	100%	科技推广和应用服务业
杭州城盈建设管理有限公司	0.92 亿美元	100%	商务服务业
杭州城鑫供应链管理服务有限公司	0.98 亿美元	100%	批发业
杭州城裕工程管理有限公司	0.95 亿美元	100%	商务服务业
杭州齐禹供应链服务有限公司	0.50	65%	批发业

注：公司持有杭州江盈科技发展有限公司 49.00% 股权。根据杭州江盈科技发展有限公司章程，股东杭州市江干区红五月股份经济合作社不参与利润分配。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、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。

### 二、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。

### 三、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。

### 四、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。