

主体评级报告：

# 杭州西湖城市建设投资集团 有限公司

主体信用等级\*：AAA<sub>spc</sub>；展望：稳定

评定日期：2024 年 9 月 3 日

到期日期：2025 年 9 月 2 日

项目负责人：

张 晓 010-65166041；Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

黄 臻 010-65166032；Zhen.huang@spgchinaratings.cn

## 目录

报告摘要	2
声明	3
信用等级概况	4
宏观经济与行业环境	6
公司概况	7
业务状况	7
财务风险	9
同业比较	11
流动性状况	12
过往债务履约情况	13
分项评估	14
附录	15

\*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

## 报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
杭州西湖城市建设投资集团有限公司	主体信用等级	AAA <sub>spc</sub>	2024年9月3日	稳定

## 行业划分：交通基础设施

**主体概况：**杭州西湖城市建设投资集团有限公司（以下简称“西湖城投”或“公司”）是杭州市西湖区下辖国有企业，实际控制人是杭州市西湖区人民政府，持股比例90.641%。公司主要承担西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域的基础设施建设、土地整理开发、国有资产运营及增值职能。截至2024年6月末，公司总资产1,005亿元，净资产319亿元（包含少数股东权益）；2024年1-6月，公司实现营业收入6.2亿元，净利润-281万元。

**宏观经济与行业环境：**我们预计2024年中国GDP增速将达到4.8%，未来三年增速将维持在4.5%左右的水平，政府将以保持每年5%的增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复，出境旅游支出也于近期呈现快速增长的态势。国内商品价格和企利利润率由于低迷的消费和强劲的制造业投资的共同作用而下降，但不太可能出现消费性的通缩。我们认为，中国经济增长既面临内部风险，也有外部风险，内部风险主要是房地产市场的持续疲软，外部风险在于供应链的加速调整以及与主要贸易伙伴国之间关税等贸易/投资壁垒的加大。我们认为，虽然城投借新还旧基本不存在困难，但利息的偿付以及非标债务的化解，仍是地方政府及城投企业面临的挑战，预计下半年地方债务化解进入深水区；土地出让金下滑趋势未见好转，地方财政压力凸显，城投企业仍将面临较大的流动性压力。

## 信用要点：

**业务状况：**公司的业务状况“良好”。公司所在的杭州市和西湖区发展潜力较好，经济财政实力在全国处于领先水平，为公司提供了良好的外部环境。公司作为杭州市西湖区的重要城投企业，职能定位清晰，业务公益性较强，业务范围覆盖西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域，专营性突出。公司的资产规模较大，但收入规模一般，建设项目的结算、回款进度慢，对周转效率带来挑战。

**财务风险：**公司的财务风险“很高”，这主要反映了公司杠杆率很高、EBITDA对利息的覆盖倍数低。公司承担了较重的建设任务，大量资金沉淀于在建项目中，而且与西湖区其他国企之间互保、资金拆借频繁，导致债务规模高企。我们预计，公司业务的持续开展将导致资本开支维持在较高水平，短期内公司的杠杆率和EBITDA利息覆盖倍数难以明显改善。但是受益于当地良好的再融资环境，公司的融资渠道畅通，再融资能力强。

**外部影响：**杭州市政府对公司的支持程度“高”。杭州市西湖区人民政府是公司的实际控制人，持股比例90.641%。西湖区是杭州市中心城区之一，也是浙江省委、省政府所在地和省会机关单位聚集地，经济财政实力在全国区县中处于领先水平，再融资环境良好。公司负责西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域的基础设施建设、土地整理开发、国有资产运营及增值，业务公益属性强、开展范围较为广泛、职能定位清晰，专营性突出，资产规模较大，公司若出现负面舆情将对当地融资环境造成极大不利影响。

## 分项评估：

主体信用等级：	AAA <sub>spc</sub> /稳定
业务状况：	3/良好
— 行业风险：	2/低
— 竞争地位：	3/良好
财务风险：	6/很高
评级基准：	bbb-
调整项	
— 多元化：	中性（无影响）
— 资本结构：	中性（无影响）
— 财务政策：	中性（无影响）
— 流动性：	适中（无影响）
— 管理与治理：	中性（无影响）
— 补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况	bbb <sub>spc</sub> -
外部影响	+9

## 重点信用指标：

	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA（倍）	195.6	220-240	250-270
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.2	0-0.5	0-0.5
EBITDA利润率（%）	32.6	30-40	30-40

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

## 同业比较：（2022-2023两年平均值，百万元）

	西湖城投	上城国资	临平城建	吴江城投
营业收入	991	10,459	6,268	3,449
EBITDA	293	2,857	1,526	792
经调整总债务/EBITDA（倍）	253.9	22.4	47.7	67.7
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.1	1.3	0.7	0.5

注：以上数据为标普信评调整后数据。

资料来源：公司提供，其他可比公司信息来自公开信息，标普信评调整。

## 声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

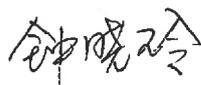
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

### 高级管理人员

钟晓玲



北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

### 项目负责人

张晓

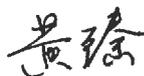


北京

Xiao.zhang @spgchinaratings.cn

### 项目组成员

黄臻

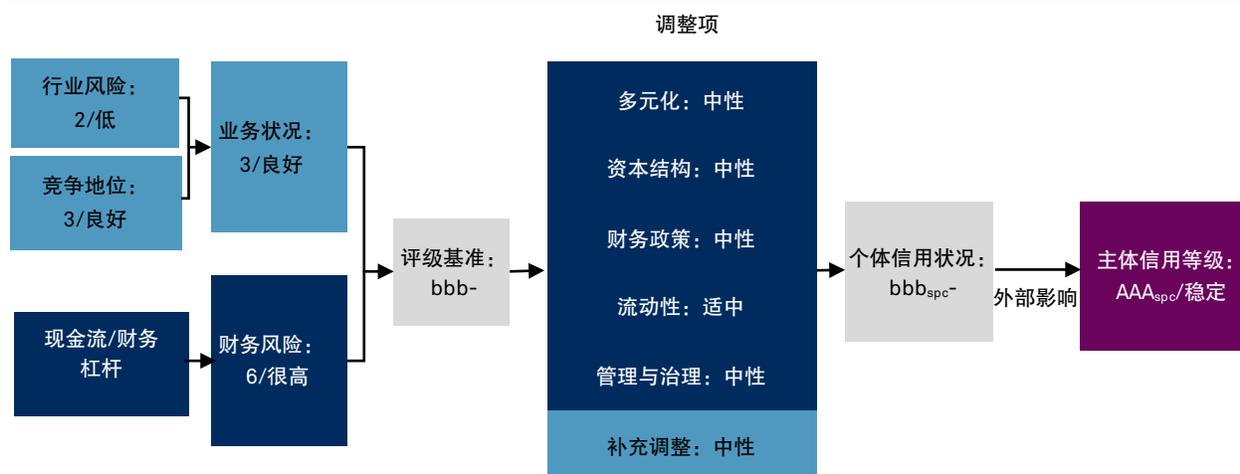


北京

Zhen.huang@spgchinaratings.cn

## 信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
杭州西湖城市建设投资集团有限公司	主体信用等级	AAA <sub>spc</sub>	2024年9月3日	稳定



## 主要优势与风险

优势	风险
公司所在区域的经济财政实力位于全国前列，债务负担可控，能够为公司业务发展提供良好的外部环境和有力支持。	受建设项目资本开支较大、回款节奏较慢的影响，公司债务负担重，杠杆率很高。
公司在西湖区基建领域承担重要职能，业务公益性较强，覆盖区域较广、定位明确，专营性突出。	
公司的融资渠道畅通，再融资能力强。	

## 评级展望

西湖城投的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将继续在杭州市西湖区的基础设施建设领域发挥重要作用，杭州市政府对其支持程度高。我们预计，得益于杭州市和西湖区良好的发展潜力、较强的经济财政实力，公司有望继续享受良好的外部运营环境和再融资环境；公司仍将继续承担杭州市西湖区除之江国家旅游度假区外的其他区域的基础设施建设、土地整理开发、国有资产运营及增值职能，并得到杭州市政府“高”的支持程度，但持续的项目投入或导致其杠杆水平维持高位。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调西湖城投的主体信用等级：杭州市政府对公司的支持程度下降，这可能表现为：1) 公司的业务垄断地位明显下降，这或表现为西湖区内出现较强的竞争对手，削弱公司的职能定位；2) 公司股权结构发生变化，导致公司与政府的关联程度显著降低。

## 假设与预测

### 假设

- 2024年，公司营业收入同比下滑3%-7%，主要系租赁业务收入下降所致；2025年，公司业务稳定运营，营业收入同比增加4%-8%。
- 2024-2025年，公司年均资本开支约110-130亿元，主要系基础设施建设、土地整理等项目投入。
- 2024-2025年，公司盈利能力维持稳定，EBITDA利润率约30%-40%。

### 预测

表1

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA (倍)	195.6	220-240	250-270
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.2	0-0.5	0-0.5
EBITDA 利润率 (%)	32.6	30-40	30-40

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

## 调整后财务数据及指标

表2

调整后财务数据及指标 (单位: 百万元)				
	2021	2022	2023	2024.1-6
营业收入	601	810	1,173	621
EBITDA	153	204	383	--
利息支出	2,309	1,773	2,298	--
经调整总债务	51,198	63,674	74,865	--
经调整总债务 (不含对外担保)	39,477	46,184	56,509	--
EBITDA 利润率 (%)	25.5	25.2	32.6	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	334.3	312.2	195.6	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.1	0.1	0.2	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、“--”代表数据不可得。

## 相关评级方法、模型及研究

### 评级方法：

- [标普信用评级 \(中国\) - 工商企业评级方法论, 2024年3月14日。](#)
- [标普信用评级 \(中国\) 补充评级方法论 - 交通基础设施行业, 2023年12月22日。](#)
- [标普信用评级 \(中国\) - 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素, 2019年5月21日。](#)

### 相关研究：

无。

## 宏观经济与行业环境

我们预计 2024 年中国 GDP 增速将达到 4.8%，未来三年增速将维持在 4.5% 左右的水平，政府将以保持每年 5% 的增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复，出境旅游支出也于近期呈现快速增长的态势。国内商品价格和企业的利润率由于低迷的消费和强劲的制造业投资的共同作用而下降，但不太可能出现消费性的通缩。我们认为，中国经济增长既面临内部风险，也有外部风险，内部风险主要是房地产市场的持续疲软，外部风险在于供应链的加速调整以及与主要贸易伙伴国之间关税等贸易/投资壁垒的加大。

我们认为，虽然城投借新还旧基本不存在困难，但利息的偿付以及非标债务的化解，仍是地方政府及城投企业面临的挑战，预计下半年地方债务化解进入深水区；土地出让金下滑趋势未见好转，地方财政压力凸显，城投企业仍将面临较大的流动性压力。我们预计，2024 年下半年城投融资政策仍然延续偏紧态势，城投债融资仍呈现净流出状态，部分城投再融资压力较大。我们认为，在中央化债政策托底下，2024 年下半年城投公开债信用风险可控，但非标违约、票据逾期等风险事件仍将频发。

杭州市的经济实力强劲，人民富裕程度高。杭州市是浙江省省会、全国副省级城市之一、长三角城市群的中心城市之一。2023 年，杭州市实现地区生产总值 20,059 亿元，同比增长 5.6%，经济总量位居全国省会城市第三、副省级城市第四、全国大中城市第八。按常住人口计算，2023 年全市人均地区生产总值 16.1 万元，远高于全国人均国内生产总值 8.9 万元。杭州市产业基础扎实，2023 年三次产业增加值结构为 1.7:28.3:70.0。杭州市“十四五规划”聚焦发展“5+3”重点产业，包括文化、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，和人工智能、云计算大数据、信息软件等三大先导产业。当地民营经济蓬勃发展，2023 年民营经济增加值占 GDP 的比重达 61.2%，42 家民营企业上榜中国民营企业 500 强。基于此，我们预计杭州市的经济基本面有望保持稳定，GDP 总量和人均 GDP 将处于全国较强水平。

杭州市的财政实力极强，税收贡献和财政自给程度高，债务压力可控。2023 年，杭州市实现一般公共预算收入 2,617 亿元，位居全国城市第四，同比增长 6.8%，其中税收收入占比很高，接近 90%。同期，杭州市一般公共预算支出 2,636 亿元，财政平衡率位居全国前列。杭州市的债务率在全国城市中处于中等水平，2023 年全市地方政府债务余额 3,867 亿元。我们认为，杭州市良好的经济基本面能够提供扎实的税收基础，有利于维持极强的财政实力，支撑其偿债能力。此外，杭州市作为浙江省省会，对周边城市具有较强的虹吸效应，多年来维持人口净流入，2023 年末常住人口 1,252 万人，有利于增强杭州市在房地产下行周期中的韧性。截至 2024 年 8 月 25 日，今年杭州市的成交土地总价为 865 亿元，在全国 GDP 前十大城市中排名第二，仅次于北京。

杭州市西湖区的发展潜力较好，经济财政实力处于全国区县前列。西湖区是杭州市中心城区之一，含浙江省委、省政府在内的 80% 以上的省级机关单位均位于西湖区，整体区位优势较好。西湖区的旅游、教育资源丰富，以文化创意、休闲旅游和高新技术产业为主导产业，目前正在打造“三城一谷六小镇”空间布局，重点发展数字经济、科创和文创领域，服务业发达。2023 年，全区地区生产总值为 2,087 亿元，同比增长 5.1%，在全国区县中处于领先水平；三次产业增加值结构为 0.2:6.9:92.9，第三产业（即服务业）增加值 1,939 亿元，同比增长 6.1%，完成一般公共预算收入 197 亿元，对地方财政贡献率达到 84.3%。第三产业中的数字经济核心产业表现突出，2023 年增加值 670 亿元，占全区 GDP 的比重为 32.1%。按常住人口计算，2023 年全区人均地区生产总值 17.9 万元，高于杭州市的平均水平。西湖区 2023 年一般公共预算收入 234 亿元，一般公共预算支出 169 亿元，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

**地方债务化解进入深水区，城投融资政策延续偏紧态势。**

## 一、评级基准

### 公司概况

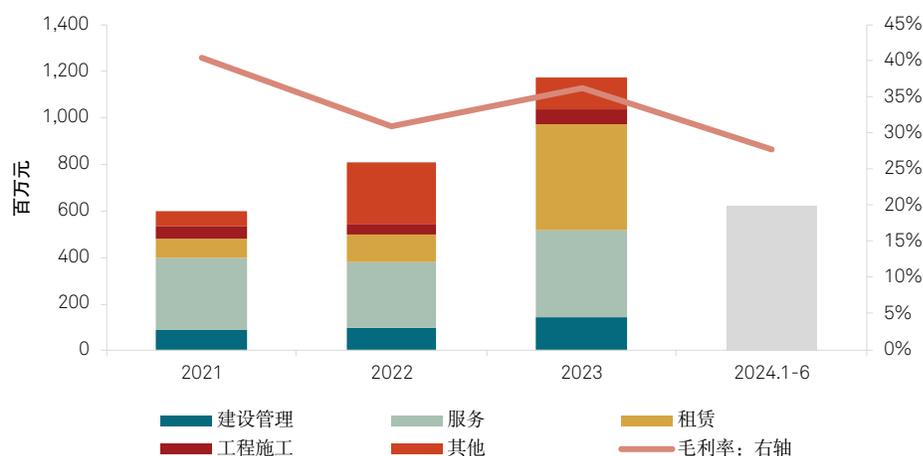
杭州西湖城市建设投资集团有限公司（以下简称“西湖城投”或“公司”）成立于2004年，截至目前，公司的注册资本20亿元，控股股东是杭州西湖投资集团有限公司，实际控制人是杭州市西湖区人民政府，持股比例90.641%。公司建立了包括董事会、监事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司是杭州市西湖区的综合性建设、国有资产及资源经营和投融资主体，负责西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域的基础设施建设、土地整理开发、国有资产运营及增值。

截至2023年末，公司总资产943亿元，净资产292亿元，全年实现营业收入11.7亿元；截至2024年6月末，公司总资产1,005亿元，净资产319亿元，2024年1-6月实现营业收入6.2亿元。公司的主要业务板块包括建设管理、工程施工、服务、租赁及其他，其中建设管理业务是传统城投业务，以代建管理费确认收入，占比较低，而服务、租赁等经营性业务的收入占比较高，形成良好的现金流补充。

图1

公司主营业务收入及毛利率情况



注：公司未提供2024年1-6月营业收入业务拆分。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 业务状况

标普信评认为，西湖城投的业务状况“良好”。公司所在的杭州市和西湖区经济财政实力较强，为公司的业务发展提供了良好的运营环境。公司作为西湖区重要的城投企业，职能定位清晰，业务公益性较强，业务范围覆盖西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域，专营性突出。公司的资产规模较大，但收入规模一般，建设项目的结算、回款进度慢，对运营效率带来挑战。

我们认为，杭州市和西湖区的发展潜力较好，经济财政实力在全国地级市、区县中均处于领先水平，为公司业务开展提供了良好的外部环境。杭州市是浙江省省会、副省级城市，作为长三角中心城市之一，产业基础扎实、民营经济发达，地区生产总值在全国城市中排名第八，人均地区生产总值远高于全国平均水平，税收基础较强，一般公共预算收支平衡情况在全国城市中也处于领先地位。杭州市未来的产业发展方向集中于人工智能、大数据等新兴高端产业，具有较强的发展潜力。西湖区作为杭州市的中心城区之一，具有良好的区位优势和丰富的旅游、教育资源，服务业发达，经济财政实力处于全国区县的领先水平，2023年地区生产总值2,087亿元，一般公共预算收入234亿元。

**杭州市和西湖区的产业结构和发展潜力较好，经济、财政实力在全国处于领先水平。**

我们认为，西湖城投的职能定位清晰，业务公益性强，专营性突出。公司是杭州市西湖区下属的战略规划实施主体以及国有资产经营管理主体，负责基础设施建设、安置房建设、土地整理开发和资产运营等工作，职能定位清晰，业务整体公益性较强，部分项目可以得到上级政府的补贴或配套资金。西湖区2023年7月开始实施“1+6+N”国企改革，“1”是指区政府，“6”是指当地6家主要平台企业，并对下属各家平台企业进行了清晰的业务范围划分，如表3所示。其中，西湖城投主要负责西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域，垄断地位较突出。

**公司是西湖区重要的城投企业，职能定位清晰。**

表3

### 西湖区6家主要平台企业概况

企业名称	控股股东	实际控制人	2024年6月末总资产（亿元）	职能范围
西湖城投	西湖投资	西湖区人民政府	1,005	西湖区除之江片区外的区域（基建、土地开发、安置房）
西湖投资	西湖区财政局	西湖区人民政府	1,452	西湖区留用地业务
云创集团	西湖城投	西湖区人民政府	195	紫金港科技城（基建、土地开发、安置房）；西湖区工业用地开发；云谷和云栖区域的产业园运营
之江城投	西湖区国资办	西湖区人民政府	1,060	之江片区（基建、土地开发、安置房）
西湖文旅	西湖投资	西湖区人民政府	252	文旅板块（西溪湿地、西溪宾馆、灵山景区、西湖区文体中心和西湖区体育馆、龙坞茶镇）
西湖科创投	西湖投资	西湖区人民政府	--	基金投资

注：杭州西湖投资集团有限公司，以下简称“西湖投资”；杭州西湖云创集团有限公司，以下简称“云创集团”；杭州之江城市建设投资集团有限公司，以下简称“之江城投”；杭州西湖文化旅游投资集团有限公司，以下简称“西湖文旅”；“杭州西湖区科创股权投资有限公司”，以下简称“西湖科创投”；杭州市西湖区人民政府国有资产监督管理委员会简称“西湖区国资办”。根据公开信息，无法获知西湖科创投的资产规模。

资料来源：公司提供，Wind，标普信评。

我们认为，公司的业务覆盖范围较广，总资产规模较大，业务可持续性良好。公司的业务开展范围集中在西湖区北部区域，基本覆盖西湖区的主城区。截至2024年6月末，公司的总资产规模1,005亿元，在杭州市城投企业中排名前列，在全国范围内与同类企业相比也处在中等偏上水平。截至2023年末，公司仍有较大规模在建基础设施建设、土地开发整理和安置房项目，如表4所示，剩余待投资金额135.1亿元；此外，公司还有较大规模拟建项目，预计能够支撑公司未来的业务开展。

表4

### 公司主要在建项目投资情况（截至2023年末，单位：亿元）

项目类型	总投资	已投资	待投资
基础设施建设项目	363.0	289.2	73.8
土地开发整理项目	50.6	4.4	46.2
安置房项目	66.4	51.3	15.1
合计	480.0	344.9	135.1

资料来源：公司提供，标普信评。

我们认为，公司城投业务收入规模一般，资金占用明显，对运营效率带来挑战。公司以委托代建模式承建基础设施建设、土地开发整理和安置房项目，按照当年实际发生的项目建设成本计提项目建设管理费作为收入，计提比例不等，最高不超过6%。2021-2023年，公司每年确认的代建管理费规模较小，约1亿元，占总收入比例在10%-15%之间。同时，公司需要自筹并垫付项目建设资金，待项目完工后，由政府根据财政资金安排统筹项目的结算、回款。截至目前，承建项目整体的结算、回款进度缓慢，对公司的资金形成明显占用，拖累了周转效率。

我们认为，公司的经营性业务能够提供一定现金流补充。公司除基础设施建设、土地整理、安置房等传统城投业务外，还依托城投业务开展产业园区租赁、环境服务、工程施工、停车等经营性业务，合计约贡献八成收入。上述业务的运营区域集中在西湖区内，整体业务规模不大，但能够形成较稳定的现金流补充。

## 财务风险

标普信评认为，西湖城投的财务风险“很高”。公司杠杆水平很高，EBITDA对利息覆盖能力弱，但再融资能力强。我们预计，随着业务的持续开展，公司资本开支需求将保持较高水平，资金回笼缓慢的现状难以改善，未来1-2年内，财务风险将维持“很高”水平。但是公司的资本市场认可度较高，与金融机构关系良好，融资成本尚可，预计债务滚续难度不大。公司对外担保规模虽大，但风险可控。

**公司财务杠杆水平很高，EBITDA对利息的覆盖能力弱，但融资渠道顺畅，再融资能力强。**

我们预计，受租赁业务收入下降的影响，2024年公司营业收入将小幅下滑，2025年有望实现小幅增长，期间EBITDA利润率将维持相对稳定。我们预计，2024-2025年公司建设管理业务的结算比例与历史水平相当，收入规模或随着资本开支的上升而有所增长，达到2-3亿元。2023年，公司租赁业务收入大幅增长，主要系子公司云创集团确认了前期垫付的招商引资政策减免租金。剔除该因素影响后，我们预计2024年公司租赁业务收入将有所下降，带动当年营业收入下滑3%-7%；2025年公司营业收入将稳步上升，同比增速4%-8%。我们预计公司盈利能力基本稳定，2024-2025年EBITDA利润率维持在30%-40%之间。

公司的项目回款进度缓慢，经营活动和投资活动的资金缺口依赖外部融资平衡，财务杠杆水平很高。作为西湖区重要的建设主体，历年来公司承担了较大规模的基础设施建设、土地开发整理和安置房等建设任务，资本开支规模较大。2020-2023年，公司每年资本开支在50-100亿元之间。我们预计，2024-2025年公司每年资本开支或增长至110-130亿元，主要系子公司云创集团计划投资规模较大。同时，当地政府对公承建项目的结算进度缓慢，回款情况不佳，未来1-2年项目回款不确定性较大。整体来看，公司各业务产生的现金流入和政府资金支持不足以覆盖资本开支，需要通过举借债务来填补资金缺口，这导致公司杠杆高企，利息负担较重。此外，公司与西湖区其他国企之间资金拆借频繁，资金被占用，但考虑到目前区域再融资环境较好，整体风险可控。

我们认为，公司融资渠道通畅且多样，银企关系良好，再融资能力强。杭州市和西湖区经济财政实力优越，区域融资环境良好。公司的融资方式包括银行贷款、债券融资、非标融资、国企借款等，渠道较为多元。公司与金融机构保持着稳定良好的合作关系，特别是当地城商行。截至2024年6月末，公司未使用银行授信超过100亿元。公司在资本市场享有较高的认可度，我们认为目前的融资环境有利于公司降低债务融资成本、拉长融资期限。

此外，公司对外担保余额较高，主要担保对象为浙江城投，考虑到西湖区整体融资环境良好，我们认为或有风险和集中度风险可控。截至2024年6月末，公司对外担保余额155亿元，占当期末净资产的比例为49%，其中对浙江城投的担保金额占比超过九成。

表5

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
营业收入	601	810	1,173		
EBITDA	153	204	383		
资本开支	9,766	5,515	8,483		
利息支出	2,309	1,773	2,298		
经调整总债务	51,198	63,674	74,865		
经调整总债务（不含对外担保）	39,477	46,184	56,509		
2024年，公司营业收入同比下滑3%-7%，2025年同比增长4%-8%。					
2024-2025年，公司的资本开支为110-130亿元。					
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	334.3	312.2	195.6	220-240	250-270
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.1	0.1	0.2	0-0.5	0-0.5
EBITDA利润率（%）	25.5	25.2	32.6	30-40	30-40

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

表6

截至2023年末关键财务数据调整（单位：百万元）					
	总债务	所有者权益合计	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	56,264	29,155	370	370	164
标普信评调整					
盈余现金	-2,080	-	-	-	-
其他权益工具	2,325	-2,325	-	-	-
对外担保和诉讼	18,356	-	-	-	-
利息及股利收入	-	-	-	5	-
当期所得税	-	-	-	-5	-
利息支出	-	-	-	-164	-
资本化利息	-	-	-	-2,134	2,134

其他调整	-	-	13	13	-
标普信评调整值	18,601	-2,325	13	-2,285	2,134
	<b>经调整总债务</b>	<b>所有者权益</b>	<b>EBITDA</b>	<b>营运现金流</b>	<b>利息支出</b>
调整后	74,865	26,830	383	-1,916	2,298

注：总债务=长期债务+短期债务。财务数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评。

## 同业比较

我们选择了杭州上城区国有资本运营集团有限公司（以下简称“上城国资”）、杭州临平城市建设集团有限公司（以下简称“临平城建”）和苏州市吴江城市投资发展集团有限公司（以下简称“吴江城投”）作为西湖城投的可比公司。西湖城投、上城国资、临平城建和吴江城投所在区域分别为杭州市西湖区、杭州市上城区、杭州市临平区和苏州市吴江区。上述企业均为区县级主要城投企业，西湖城投与可比公司在平台定位、业务范围和地域等方面相似，可比性较强。

我们认为，西湖区与上城区、吴江区的综合实力相当，强于临平区。作为杭州市中心城区，西湖区、上城区的经济和财政体量处于杭州市各区县的中上水平，两区在政治、经济和文化方面具有较为重要的地位。吴江区是苏州市主城区中面积最大的市辖区，亦是苏州市重要的工业区，区内上市公司数量较多，综合实力位居百强区前列。临平区为杭州市新设区，由原余杭区分出，距离主城区较远，经济和财政体量中等，综合实力在上述市辖区中相对较弱。

我们认为，四家企业的资产规模均较大，西湖城投的业务区域垄断性与吴江城投相当，弱于上城国资。四家企业各自的资产规模均在千亿以上，在全国范围内处于领先水平。西湖城投业务区域主要为西湖区北部城区，吴江城投主要承担吴江区太湖新城、东太湖区域的开发，两者在各自片区内具有较强的业务专营性。上城国资作为上城区的整合平台及综合运营商，区域垄断性和业务多样性更加突出，资产规模也最大。

我们认为，西湖城投的财务状况与临平城建、吴江城投相当，弱于上城国资。四家企业均为区域内的主要平台，承担着较重的投融资任务，债务规模较高，但上城国资作为上城区的整合平台，业务较为多元，收入规模最大，财务状况稍好。四家企业都位于经济发达地区，融资环境良好、资本市场认可度较高，再融资压力较小。

我们认为，西湖城投与可比企业均可获得较强的政府支持。四家企业实际控制人均为所在区政府部门，职能定位清晰，业务公益属性较强，且所在市辖区的经济和财政实力在全国范围内处于领先地位。

表7

经营情况（2023年，单位：亿元）				
	西湖城投	上城国资	临平城建	吴江城投
运营区域	西湖区	上城区	临平区	吴江区
实际控制人	西湖区人民政府	上城区人民政府	临平区人民政府	吴江区人民政府
区域 GDP	2,087	2,668	1,067	2,377
一般公共预算收入	234	245	145	240

主营业务结构	基础设施建设、 土地开发整理、 安置房建设、服 务、租赁等	基础设施建设、 土地开发整理、 安置房建设、房 产租售等	基础设施建设、 土地开发整理、 房地产销售（保 障房和商品房）、 供排水等	基础设施建设、土 地开发整理、安置 房建设、污水处理 及管网运营、商品 房销售等
总资产	943	1,782	1,428	1,028
总收入	12	108	64	38

资料来源：公开资料，Wind，标普信评。

表8

### 财务情况比较（2022-2023 两年平均，单位：百万元）

	西湖城投	上城国资	临平城建	吴江城投
营业收入	991	10,459	6,268	3,449
EBITDA	293	2,857	1,526	792
资本支出	6,999	3,188	2,875	1,721
经调整总债务	69,269	63,808	72,786	52,695

### 财务比率

EBITDA 利润率（%）	28.9	27.4	24.4	22.8
经调整总债务/EBITDA（倍）	253.9	22.4	47.7	67.7
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.1	1.3	0.7	0.5

资料来源：各公司审计报告，Wind，标普信评。

## 二、个体信用状况

### 流动性状况

标普信评认为，西湖城投的流动性水平适中。我们预计公司未来一年内的流动性来源对流动性需求的覆盖倍数能够超过 1.2 倍。

除偿付到期债务本息外，公司未来 12 个月主要的资金用途是资本开支，用于投资在建和拟建项目，流动性来源为货币资金、债务融资和政府资金支持等。我们认为，公司银企关系稳固，融资渠道多样，资本市场认可度较高，流动性水平将保持适中水平。

表9

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 46 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 196 亿元；
可循环或未提取的金融机构授信、公开市场融资、政府资金支持等约 350-390 亿元；	未来 12 个月，资本支出 110-130 亿元；
	未来 12 个月，营运现金净流出 20-30 亿元；
	未来 12 个月，营运资本净流出 0-5 亿元。

注：数据截至 2024 年 6 月末。

数据来源：公司提供，公司财务报表，标普信评。

表10

债务到期分布情况	
年份	金额（单位：百万元）
一年以内	19,609
一年以上	44,030
合计	63,638

注：数据截至2024年6月末。债务到期分布中包含其他权益工具中的永续债。财务数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，标普信评。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2024年7月31日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

### 三、主体信用等级

标普信评认为，杭州市政府对西湖城投的支持程度“高”，主要体现在以下方面：

- 西湖区是杭州市中心城区之一，也是浙江省省委、省政府所在地和省会机关单位聚集地，区位优势突出，经济财政实力在全国区县中处于领先水平，债务负担可控，再融资环境良好。
- 杭州市西湖区人民政府实际控制、直接管理公司，持股比例90.641%。我们认为，西湖城投在股权结构和管理机制方面与杭州市西湖区人民政府的紧密度高。西湖区人民政府在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面能够对公司施加重大影响。在可预见的未来，西湖区人民政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 公司负责西湖区除杭州之江国家旅游度假区外的其他区域的基础设施建设、土地整理开发、国有资产运营及增值，业务公益属性强、覆盖范围较为广泛、职能定位清晰，专营性突出，资产规模较大，若公司出现负面舆情将对当地融资环境造成极大不利影响。

综合以上，标普信评评定西湖城投主体信用等级为AAA<sub>spc</sub>。

## 分项评估

主体信用等级：AAA<sub>spc</sub>/稳定

业务状况：3/良好

行业风险：2/低

竞争地位：3/良好

财务风险：6/很高

评级基准：bbb-

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：bbb<sub>spc</sub>-

外部影响：+9

## 附录

## 附录1： 主要财务数据及指标

## 评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024.1-6
货币现金和交易性金融资产	2,135	2,941	4,183	4,572
其他应收款	5,901	7,063	10,067	9,488
存货	4,841	9,658	6,390	6,908
长期股权投资	146	207	189	184
固定资产	435	420	461	537
在建工程	44,022	53,059	62,901	68,529
资产总计	62,650	79,803	94,283	100,524
短期借款	460	599	7,334	7,298
应付票据及应付账款	97	240	392	505
一年内到期的非流动负债	4,775	12,040	9,751	9,885
长期借款	24,981	20,132	30,349	34,470
应付债券	6,578	8,321	4,792	4,973
所有者权益合计	18,396	27,609	29,155	31,869
营业总收入	601	810	1,173	621
营业成本	358	559	749	449
管理费用	136	178	209	114
财务费用	36	53	161	63
投资收益	-13	32	34	-6
利润总额	113	134	89	4
净利润	107	133	87	-3
经营活动现金流入小计	3,164	5,048	2,413	2,855
经营活动现金流出小计	1,182	8,307	2,105	3,749
经营活动产生的现金流量净额	1,982	-3,260	308	-895
投资活动现金流入小计	245	23	224	7
投资活动现金流出小计	10,069	5,653	8,519	5,705
投资活动产生的现金流量净额	-9,824	-5,630	-8,294	-5,698
筹资活动现金流入小计	15,618	38,732	29,633	17,820
筹资活动现金流出小计	7,908	29,390	20,429	10,830
筹资活动产生的现金流量净额	7,710	9,342	9,204	6,990

## 调整后财务数据及指标

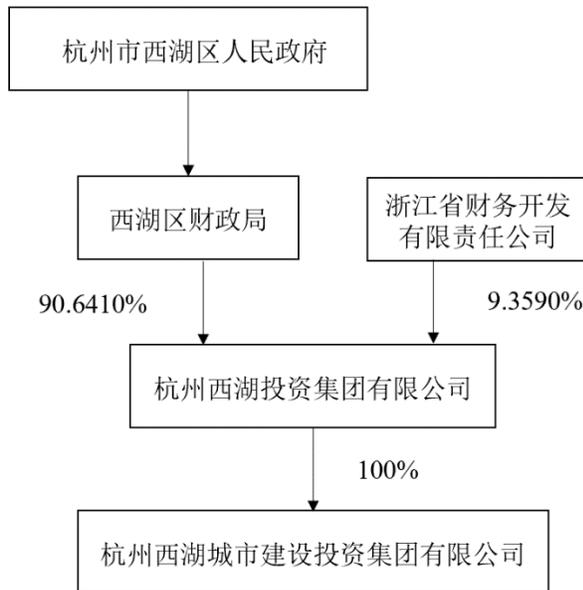
	2021	2022	2023	2024.1-6
EBITDA	153	204	383	--
营运现金流	-2,161	-1,569	-1,916	--

利息支出	2,309	1,773	2,298	--
经调整总债务	51,198	63,674	74,865	--
经调整总债务（不含对外担保）	39,477	46,184	56,509	--
资本开支	9,766	5,515	8,483	5,670
EBITDA利润率（%）	25.5	25.2	32.6	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	334.3	312.2	195.6	--
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	0.1	0.1	0.2	--

注：1.上表中财务数据基于西湖城投提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告以及未经审计的2024年半年度财务报表；2.2021-2022年数据使用重述值；3.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。4.“--”代表数据不可得。

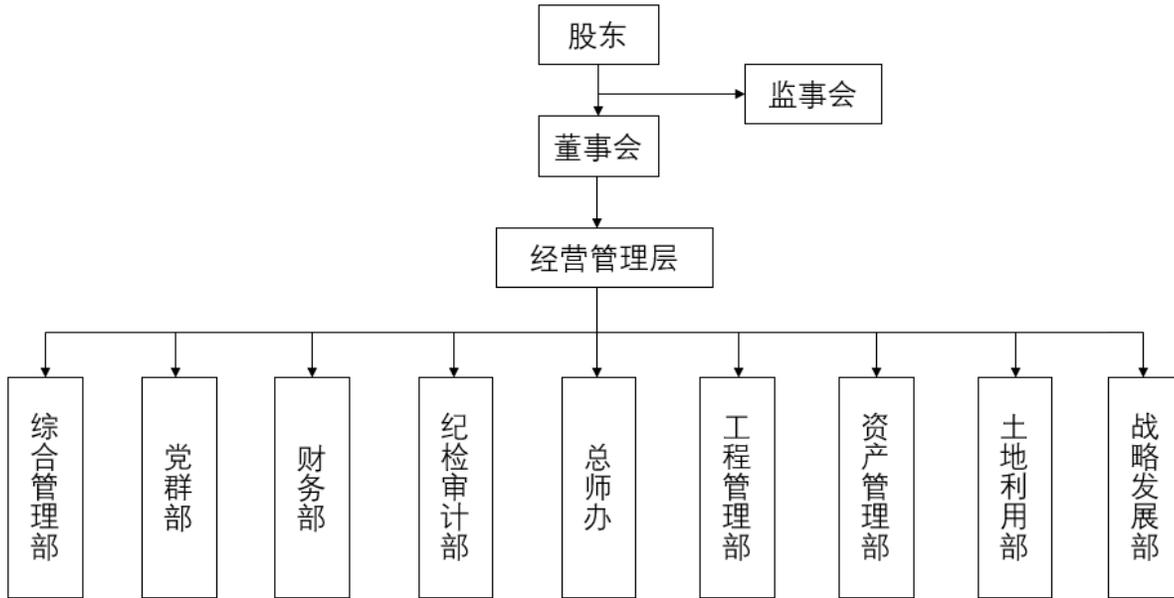
资料来源：公司审计报告，经标普信评调整及整理。

## 附录2： 评级对象股权结构图（截至2024年8月末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至2024年8月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式	
EBITDA（调整前）	= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA	= EBITDA（调整前）+ 经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整
折旧及摊销	= 折旧及摊销（报告值）+ 经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT	= EBITDA（调整前）+ 经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出	= 利息支出（报告值）+ 资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息	= 现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流	= EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性现金流	= 经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支	= 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流	= 经营性现金流-资本开支
股利	= 现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流	= 自由经营性现金流-股利
短期债务	= 短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务	= 长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务	= 短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本	= 所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

---

EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出

---

营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息

---

资本回报率 = EBIT/两年平均资本

---

EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

---

## 附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	不能偿还债务。

注：除 AAA<sub>spc</sub> 级，CCC<sub>spc</sub> 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

## 附录6： 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。