

标普信评

S&P Global

China Ratings

债项评级报告：

评定杭州萧山交通投资集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券信用等级为

AAA_{spc}

2025 年 7 月 31 日

债项名称：	杭州萧山交通投资集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券
债项信用等级：	AAA _{spc}
发行人：	杭州萧山交通投资集团有限公司
发行人主体信用等级：	AAA _{spc} /稳定
担保人：	杭州萧山国有资产经营集团有限公司
担保人主体信用等级：	AAA _{spc(u)} /稳定

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定杭州萧山交通投资集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA_{spc}。本期债券发行金额为人民币 10.5 亿元，债券面值为 100 元，按面值平价发行，债券期限 7 年，起息日为 2024 年 04 月 26 日，在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务，由杭州萧山国有资产经营集团有限公司（以下简称“萧山国资”或“担保人”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本期债券采用固定利率形式，债券票面年利率为 2.53%。本期债券的利息自起息日起每年支付一次。最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券每年的付息日为 2025 年至 2031 年每年的 4 月 26 日（如遇非交易日，则顺延至其后的第 1 个交易日）。本期债券分期偿还本金。发行人将在本期债券存续期间的 2027 年 4 月 26 日、2028 年 4 月 26 日、2029 年 4 月 26 日、2030 年 4 月 26 日、2031 年 4 月 26 日（如遇国家法定节假日或休息日则顺延至其后的第一个工作日），按照 20%、20%、20%、20%、20% 的比例对剩余债券的每百元本金值进行分期偿还。关于募集资金用途，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟将 10.5 亿元用于城厢街道南门社区城中村改造安置房项目。截至 2025 年 6 月末，本期债券付息正常，募集资金已经使用约 9.1 亿元，符合募集资金使用用途。

本期债券的发行人是杭州萧山交通投资集团有限公司（以下简称“萧山交投”或“发行人”或“公司”），标普信评评定其主体信用等级为 AAA_{spc}，展望稳定。本期债券的担保人是萧山国资，标普信评评定其主体信用等级为 AAA_{spc(u)}，展望稳定。由于本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务，且保证人提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，基于此，标普信评评定本期债券的信用等级为 AAA_{spc}。

本期债券的注册文件是发行人于 2023 年 7 月 25 日获中国证券监督管理委员会出具的《中国证监会关于杭州萧山交通投资集团有限公司发行绿色债券注册的通知》（证监许可〔2023〕1607 号），注册规模为不超过 10.5 亿元。

本期债券募集资金投向城厢街道南门社区城中村改造安置房项目（以下简称“本项目”）。本期债券募投项目已纳入浙江省 2020 年保障性住房计划。本项目为绿色建筑类项目，符合国家、地方产业政策要求。本期债券募投项目符合《绿色债券发行指引》中“（二）绿色城镇化项目”中的“绿色建筑发展”类别；本期债券募投项目符合《绿色产业指导目录（2019 年版）》的“5.基础设施绿色升级-5.1 建筑节能与绿色建筑-5.1.2 绿色建筑”；本期债券募投项目符合《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》中的“五、基础设施绿色升级-5.2 可持续建筑-5.2.1 建筑节能与绿色建筑-5.2.1.2 绿色建筑”项下的“依据国家绿色建筑相关规范、标准设计建设达到有效期内绿色建筑星级标准，以及按照绿色建筑星级标准建设，达到有效期内国家相关绿色建筑运营评价标识星级标准的各类民用、工业建筑建设”的内容，符合《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》等规定的绿色债券条件。

本项目为城厢街道南门社区城中村改造安置房项目，建设内容为住宅建筑、公建配套、地下停车库、道路、绿化以及相应配套工程等。其中，公建配套包括配套用房 11,545.70 平方米（主要为配建小区底商），居家养老服务用房 1,969.20 平方米，社区用房 1,933.90 平方米，文化馆 906.60 平方米，物业经营用房 886.10 平方米，物业办公用房 658.90 平方米，开闭所 319.00 平方米，公厕 315.60 平方米，文化活动站 305.80 平方米，消控室 276.10 平方米，社区卫生站 203.40 平方米，垃圾收集房 134.90 平方米，其他 849.90 平方米。

本项目建设用地面积 129.105 亩（约 86,070.00 平方米），以划拨方式供地，已取得不动产权证，土地性质为划拨，用途为城镇住宅用地（保障房），相关用地费用（约 132,746.00 万元）已缴纳并纳入项目总投资。

本项目总投资为 301,554.00 万元，其中项目资本金 191,554.00 万元，由发行人自筹资金解决，资金已到位；资金缺口 110,000.00 万元，拟使用本期债券资金及其他融资解决。

本项目建成后，收入来源主要包括安置房销售收入、地下停车位销售及出租收入等。根据收益测算，本项目在本期债券存续期前 7 年内（2024 年-2030 年）扣除相关税费等后净收益，按照发行人的持股比例进行测算，能够覆盖本期债券的本金及利息。如果项目收益不及预期，发行人拟以公司其他经营性收入偿还债券本金及利息。

项目建设进度方面，本项目开工时间为 2020 年 8 月，建设完工时间为 2024 年 9 月，安置房交付时间为 2025 年 1 月，建设进度符合计划。截至 2025 年 6 月末，项目资金投放进度约 95%，项目已经完工。

在增信方面，萧山国资是本期债券的担保人，为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，承担保证责任的期间为本期债券的存续期及债券到期之日。

发行人及担保人主体信用分析

报告后附。

相关评级方法

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。

相关模型

无。

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。

本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日或我们进一步更新前（两者孰早）有效。

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。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项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和受评债项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。

高级管理人员

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

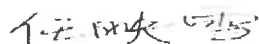


项目负责人

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

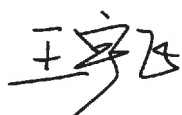


项目组成员

王宇飞

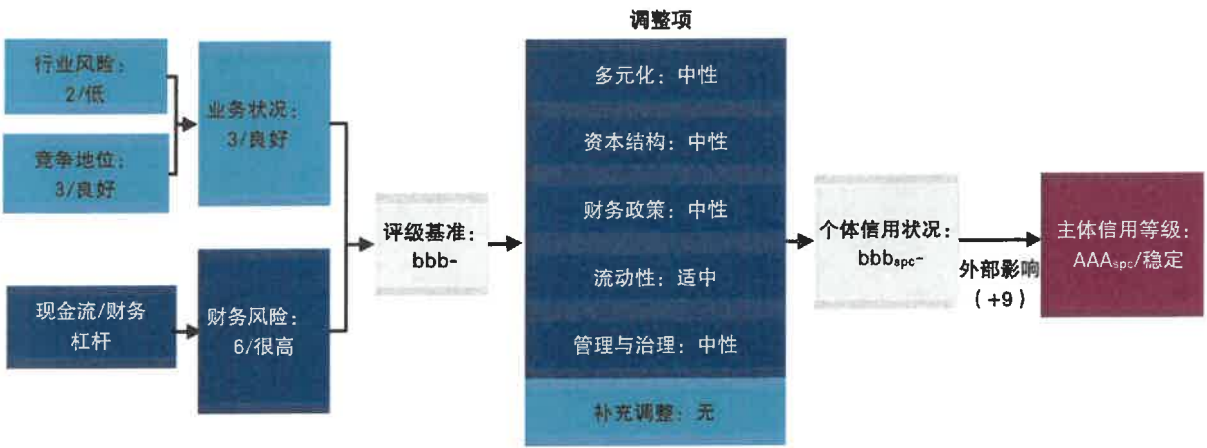
北京

Fred.wang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
杭州萧山交通投资集团有限公司	交通基础设施	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 7 月 31 日	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定杭州萧山交通投资集团有限公司（以下简称“萧山交投”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评肯定了杭州市和萧山区强劲的经济和财政实力，能够为区域内国企提供良好的外部环境和有力支持。公司在萧山区承担重要的交通基建职能，再融资能力强，杭州市政府对公司的外部支持为“高”。标普信评也关注到，受部分建设项目投资规模较大、结算节奏较慢的影响，公司债务负担重，杠杆率高。

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。	受部分建设项目投资规模较大、结算节奏较慢的影响，公司债务负担重，杠杆率高。
公司在萧山区交通基础设施建设领域承担重要职能，专营性突出，覆盖区域较广、定位明确，业务公益性较强。	
公司的融资渠道畅通，再融资能力强。	

评级展望

萧山交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萧山区交通基础设施建设领域发挥重要作用，杭州市政府对其外部支持为“高”。我们预计，得益于杭州市和萧山区良好的发展潜力、强劲的经济及财政实力，公司有望继续享受良好的外部运营环境和再融资环境；公司仍将继续负责杭州市萧山区的交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发、公路运营等任务，杭州市政府对公司的外部支持为“高”，但持续的项目投资支出或将导致其杠杆水平维持高位。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调萧山交投的主体信用等级：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，这或表现为萧山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。

上调情形：不适用。

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，2025 年 5 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。

相关模型：无。

一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，随着地方政府化债的持续推进，2025 年城投债务结构和融资成本有望得到改善，城投流动性压力将有所缓解。但持续承压的地方财力以及严格的融资政策仍是城投基本面改善的掣肘，同时越来越多的城投面临转型的选择。2024 年 11 月，中央政府推出“十万亿”隐性债务置换方案。我们认为，随着债务置换政策的落地，高负债区域城投企业的资金压力将进一步得到缓解，城投公开债券违约的可能性仍很低，但地方政府和城投企业的债务压力依旧存在。2024 年，全国一般公共预算收入同比增长 1.3%，政府性基金预算收入同比下降 12.2%。虽然，政府性基金收入降幅有所收窄，但受土地市场持续低迷影响，地方政府财政压力仍然较大。2025 年新增专项债规模达 4.4 万亿，同比增长 12.8%，财政政策逆周期调节力度加大，我们认为这有助于对冲地方政府性基金收入持续下滑的压力。2025 年 3 月份的政府工作报告指出，要动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间，意味着中央对地方政府债务风险的管理走向动态化，在风险化解与经济发展之间寻求新的平衡点。然而，城投融资政策未见放松，融资环境仍偏紧，但土储专项债重启或利好部分城投流动性。

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。2024 年，杭州市实现地区生产总值 21,860 亿元，同比增长 4.7%。按常住人口计算，2024 年全市人均地区生产总值 17.4 万元，远高于全国人均国内生产总值 9.6 万元。杭州市产业基础扎实，2024 年三次产业增加值结构为 1.7:25.3:73.0。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，2024 年民营经济增加值预计占 GDP 的比重达 61.5%，36 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。2024 年，杭州市实现一般公共预算收入 2,640 亿元，连续三年位居全国城市第四，同比增长 0.9%，其中税收收入占比 86.5%。同期，杭州市一般公共预算支出 2,690 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较低水平，2024 年全市地方政府债务余额 4,465 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，2024 年末常住人口 1,262 万人，有利于增强杭州市在房地产下行周期中的韧性。2025 年 1-5 月，杭州市的成交土地总价为 1,199 亿元，在全国城市中处于领先地位。

杭州市萧山区的工业基础较好，经济财政实力处于全国区县前列水平。萧山区位于杭州市东北部，紧邻中心城区，与绍兴市接壤。萧山区的制造业基础良好，传统支柱产业包括化纤新材料、汽车零部件，代表企业有浙江荣盛控股集团有限公司、浙江恒逸集团有限公司、万向集团公司、中国重汽集团杭州发动机有限公司等。根据萧山区十四五规划，当地将利用传统产业优势，积极培育纤维新材料、智能汽车两大千亿级别制造业集群。同时萧山区积极利用区位优势，提出深入融入大杭州发展战略，培育布局生命健康产业、集成电路产业、智能装备制造、未来产业等新兴增长点，促进服务型经济升级。2024 年全区地区生产总值为 2,432 亿元，比上年增长 4.9%（按可比价格计算），在全国区县中处于领先水平，三次产业增加值结构为 2.4:34.2:63.4。按常住人口计算，2024 年全区人均地区生产总值 11.3 万元。萧山区 2024 年实现一般公共预算收入 323 亿元、一般公共预算支出 334 亿元，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

二、发行人

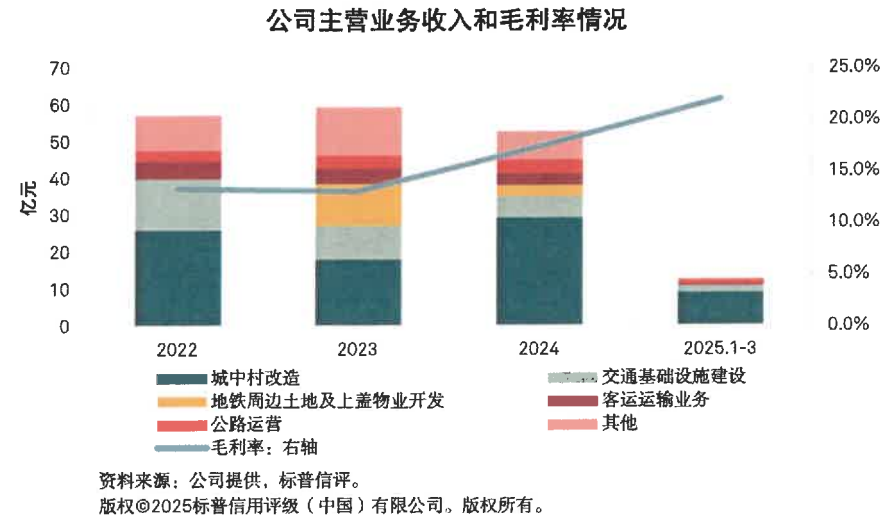
公司概况

杭州萧山交通投资集团有限公司（以下简称“萧山交投”或“公司”）成立于 2007 年，截至目前，公司的注册资本 10 亿元，控股股东是杭州萧山国有资产经营集团有限公司（以下简称“萧山国资”），持股比例 100%，实际控制人是杭州市萧山区人民政府。公司建立了包括董事会、审计委员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。

公司是萧山区核心的交通基础设施投资建设主体及重要的国有资产运营与管理主体，负责交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地开发及上盖物业开发，还开展机场公路运营、客运运输、园区开发及租赁及其他业务。

截至 2024 年末，公司总资产 1,197 亿元，净资产（含少数股东权益）449 亿元，全年实现营业收入 52.8 亿元；截至 2025 年 3 月末，公司总资产 1,237 亿元，净资产（含少数股东权益）448 亿元，2025 年 1-3 月实现营业收入 12.7 亿元。公司的主要业务板块包括交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发、公路运营、客运运输及其他业务，其中交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发构成公司的主要收入来源，项目类型主要包括交通基础设施建设、土地开发整理和安置房。

图 1



业务状况

标普信评认为，萧山交投的业务状况“良好”。公司所在的杭州市和萧山区经济财政实力强，为公司的业务发展提供了良好的运营环境。公司作为萧山区交通基础设施建设领域最重要的投融资主体，职能定位清晰，专营性突出，业务公益性较强。公司的业务覆盖范围较广，资产和收入规模较大，但部分建设项目的结算进度较慢，对运营效率带来挑战。

我们认为，杭州市和萧山区的发展潜力较好，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居前，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。萧山区紧邻杭州市中心城区，接壤绍兴市，有一定区位优势，工业基础良好，拥有化纤、汽车零配件两大传统优势产业，经济财政实力在全国区县中处于领先水平，2024 年实现地区生产总值 2,432 亿元、一般公共预算收入 323 亿元。

我们认为，萧山交投的职能定位清晰，业务公益性较强，专营性突出。公司是杭州市萧山区下属的最重要的交通基础设施建设主体和主要的国有资产经营管理主体，负责萧山区全域的交通基础设施建设、城中村改造（涉及地铁周边、北干街道、城厢街道、新塘街道、临浦镇等区域）、地铁周边土地及上盖物业开发，并代萧山区政府出资杭州市城市轨道交通萧山区段的地铁建设资本金，此外还开展萧山机场公路运营、客运运输等业务，职能定位清晰，业务整体公益性较强。萧山区于 2023 年 6 月开始实施新一轮国企改革，打造“4+3”国企架构，即 4 家区属集团国企和 3 家平台国企，进一步明确了当地各家国企的职能分工，如表 1 所示。其中，萧山交投属于 4 家区属集团国企之一，在萧山区的交通基础设施建设领域具有突出的垄断地位。

表 1

萧山区“4+3”国企架构				
企业名称	控股股东	实际控制人	2024 年末总资产（亿元）	业务范围
4 家区属集团国企				
萧山交投	萧山国资	萧山区政府	1,197	交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发、代政府履行地铁建设出资职能
萧山环投	萧山国资	萧山区政府	1,280	城市公共服务，包括基础设施项目建设、垃圾处理、水务等业务
萧山产发	萧山国资	萧山区政府	355	产业投资，涵盖绿色共富发展、产业园区开发、高端智能制造、医药健康养老、商旅文创会展、数智科技创新六大板块
萧山资本	杭州市萧山区人民政府国有资产监督管理办公室	萧山区政府	-	金融控股集团，股权投资、基金管理
3 家平台国企				
湘旅集团	萧山国资	萧山区政府	781	建设开发湘湖国家旅游度假区
钱江世纪城国资	杭州市萧山钱江世纪城管委会	杭州市萧山钱江世纪城管委会	904	建设开发钱江世纪城片区
萧山经开国资	萧山经济技术开发区管委会	萧山经济技术开发区管委会	1,229	建设开发萧山经开区

注：1、4 家区属集团国企包括杭州萧山产业发展集团有限公司（简称“萧山产发”）、杭州萧山环境投资建设集团有限公司（简称“萧山环投”）、杭州萧山交通投资集团有限公司（简称“萧山交投”）、杭州萧山国有资本运营集团有限公司（简称“萧山资本”），3 家平台国企包括杭州萧山经济技术开发区国有资本控股集团有限公司（简称“萧山经开国资”）、杭州萧山钱江世纪城国有资产经营有限责任公司（简称“钱江世纪城国资”）、浙江湘旅控股集团有限公司（简称“湘旅集团”）。上述企业的简称，下同。2、根据公开信息，无法获知萧山资本的资产规模。

资料来源：公司提供，公开信息，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。公司的交通基础设施建设业务覆盖萧山区全域，城中村改造项目主要位于地铁周边、北干街道、城厢街道、新塘街道和临浦镇等区域。截至 2024 年末，公司的总资产规模 1,197 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。萧山区位于杭州东北部，紧邻中心城区和绍兴市，拥有杭州市唯一的萧山机场，是沪杭甬一体化发展的重要交通枢纽。萧山区在十四五规划中提出深度融入大杭州，实现市区“半小时交通圈”，主动接轨长三角，实现区域“一小时交通圈”，构建集机场、高铁、地铁、快速路、主干路网“五位一体”的交通体系，安排了较大规模的投资项目。公司作为萧山区交通基础设施建设领域最重要的投融资主体，未来仍将在当地的交通网络建设中发挥重要作用。同时，公司将继续负责建设部分城区的城中村改造项目。如表 2 所示，截至 2025 年 3 月末，公司在交通基础设施建设和城中村改造领域仍有较大规模的在建项目，预计能够有力支撑公司未来的业务开展。

表 2

公司主要在建项目投资情况（截至 2025 年 3 月末，单位：亿元）		
项目类型	概算总投资	累计已投资
交通基础设施建设	181.2	43.0
城中村改造	180.1	93.8
地铁周边土地及上盖物业开发	0	0

自营项目	97.7	65.7
合计	459.0	202.5

注：城中村改造板块包括两个相关商品房开发项目；地铁周边土地及上盖物业开发暂无在建项目，存在拟建项目；交通基础设施建设板块总投资和累计已投资金额较上期评级报告（2024 年 11 月 14 日）变动较大，主要系部分在建工程完工导致口径变动所致。

资料来源：公司提供，标普信评。

我们认为，公司的项目建设资金投入规模大、部分项目结算回款较慢，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交通基础设施建设项目、城中村改造项目（包含土地开发整理和安置房两种项目类型），通常需要自筹并垫付项目建设资金，待项目完工后，由政府和其他委托方安排结算、回款，或者对外销售安置房完成资金回流。截至目前，部分项目的结算进度较为缓慢，拉长了资金回流周期，对公司整体的周转效率具有负面影响。

我们认为，公司的经营性业务能够提供一定现金流补充。公司除承建交通基础设施建设、土地开发整理、安置房等传统城投类项目外，还开展萧山机场公路运营、客运运输、石料销售、物业及园区租赁等经营性业务，虽然业务规模不大，但是能够形成稳定的现金流补充。而且公司目前有大规模自营园区项目正在建设中，待建成投入运营后将通过对外出租实现资金平衡，预计能够支撑租赁收入稳定增长。

财务风险

核心假设

- 2025 年，预计公司收入及盈利水平保持平稳，EBITDA 利润率处于 17%-22%的水平。
- 2025 年，预计公司投资规模约 80-100 亿元，主要系交通基础设施建设、土地开发整理和安置房等项目投入。

标普信评认为，萧山交投的财务风险“很高”，这主要反映了公司杠杆率较高，EBITDA 对利息覆盖倍数较低，但再融资能力强。我们预计，随着交通基础设施建设、土地开发整理及安置房等项目的持续推进，公司将继续保持较大的投资支出，未来两年杠杆率仍将处于较高水平，财务风险将维持“很高”。公司每年能够获得一定规模业务收入，可以覆盖部分利息支出。受益于萧山区良好的融资环境，公司在资本市场认可度较高，与金融机构保持着良好的合作关系，再融资能力强。

我们预计，2025 年公司的收入及 EBITDA 利润率或维持相对稳定。具体来看，在交通基础设施建设板块，公司未来投入规模仍然较大，能够支撑该板块收入保持平稳；城中村改造板块包括土地开发整理和安置房项目收入，其中土地开发收入存在一定不确定性，导致该板块收入波动较大；在地铁周边土地及上盖物业开发板块，预计随着杭州地铁四期项目开工建设，土地开发整理业务能够维持较好的可持续性，但收入规模将呈下降趋势，上盖物业的投资进度及资金回流不确定性较大。受房地产市场周期下行的影响，预计土地开发整理、安置房项目的利润率难以大幅上涨，公司 EBITDA 利润率或将处于 17%-22%的水平。

公司作为萧山区最重要的交通基础设施建设主体，项目投资任务较重，导致债务规模大、杠杆率较高。公司项目建设资金来源主要为财政拨款、自有资金、外部融资等。虽然公司每年能够获得一定规模项目回款、政府划拨的项目专项款和资本金等，但部分项目结算时间滞后，大量资金沉淀于项目中，导致公司对外部融资依赖度很高，整体债务规模大、财务杠杆较高。2021-2024 年公司每年投资规模在 100-110 亿元左右，预计 2025 年公司投资规模或保持在 80-100 亿元的水平，债务规模和杠杆率将随之上升。

我们认为，公司融资渠道畅通，融资成本尚可，债务滚续压力可控。杭州市和萧山区经济财政实力强，区域融资环境良好。公司融资渠道多元，与银行、非银机构关系良好，在资本市场认可度较高，整体融资成本尚可。截至 2025 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 554 亿元，未使用授信额度约 147 亿元，备用流动性充足。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，债务到期滚续压力可控。

表 3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	5,723	5,937	5,276	2025 年收入及盈利水平保持平稳，EBITDA 利润率处于 17%-22%之间。	2025 年，公司投资规模在 80-100 亿元之间。
EBITDA	1,221	1,164	1,253		
资本开支	1,401	1,257	954		
利息支出	1,428	1,554	1,611		
经调整总债务	38,040	44,755	50,463		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	31.2	38.5	40.3	45-55	45-55
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.9	0.7	0.8	0.5-0.7	0.5-0.7
EBITDA 利润率（%）	21.3	19.6	23.8	17-22	17-22

注：1、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。2、资本开支系公司“投资活动现金流出-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”金额。

资料来源：公司审计报告，公司提供，标普信评。

表 4

截至 2024 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	51,304	44,874	1,231	1,231	574
标普信评调整					
盈余现金	-1,343	-	-	-	-
其他权益工具	-	-	-	-	-
对外担保和诉讼	502	-	-	-	-
收到的联合合营企业股利	-	-	1	1	-
利息及股利收入	-	-	-	45	-
当期所得税	-	-	-	-59	-
利息支出	-	-	-	-574	-
资本化利息	-	-	-	-994	994
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-43	43
其他调整	-	-	21	21	-
标普信评调整值	-841	-	22	-1,603	1,037
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	50,463	44,874	1,253	-371	1,611

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”）、杭州临平城市建设集团有限公司（以下简称“临平城建”）和宁波市北仑区经济建设投资有限公司（以下简称“北仑经投”）作为萧山交投的可比企业。萧山交投、吴江城投、临平城建和北仑经投所在区域分别为杭州市萧山区、苏州市吴江区、杭州市临平区和宁波市北仑区。上述企业均为区县级主要城投企业，萧山交投与可比企业在区域实力、平台定位、财务风险等方面相似，可比性较强。

我们认为，萧山区与吴江区、北仑区的综合实力相当，强于临平区。相较而言，萧山区、吴江区和北仑区的地区生产总值均超过 2,000 亿元，而且萧山区和北仑区的一般公共预算收入规模非常突出。萧山区与杭州市中心城区隔江相望，地理位置较为优越，是重要的交通枢纽，而且工业基础良好，拥有化纤、汽车零配件两大支柱产业，在杭州市经济发展中具有较为重要的地位。吴江区是苏州市中心城区中面积最大的板块，亦是苏州市重要的工业区，区内上市公司较多，综合实力位居百强区前列。北仑区为宁波市的工业强区，坐拥优质港口资源，主导产业包括能源石化、钢铁、汽车、装备制造等，财政收入质量高。相比之下，临平区为杭州市新设区，由原余杭区分出，距离中心城区较远，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，萧山交投和可比企业均为所在市辖区的主要城投企业，承担重要的基建职能，定位清晰。四家企业均不是区域内唯一的基建主城投，但是业务范围清晰，垄断性较强。萧山交投是萧山区两大重要城投企业之一，主要负责萧山区的交通基础设施建设和部分区域的城中村改造业务。吴江城投和临平城建均是当地最大的城投企业，但吴江城投的业务范围主要集中在吴江区太湖新城和东太湖区域，临平建的业务与区域内其他平台存在部分重叠。萧山交投、吴江城投和临平建城的资产规模均达千亿，在当地和全国范围内均处于领先水平，相比之下，北仑经投的资产规模较小，原因是北仑区内的城投数量较多，各家城投企业按照业务类型或区域进行业务分工，不存在规模较大的整合平台。

我们认为，萧山交投和可比企业的财务风险均处于很高水平。它们作为区域内的主要平台，承担着较重的投融资任务，债务规模大、杠杆水平较高。但是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，再融资能力较强。

我们认为，萧山交投与可比企业均可获得较强的政府支持。四家企业的实际控制人均为市辖区政府，职能定位清晰，业务公益属性较强，且所属市辖区的经济和财政实力在全国范围内处于领先地位。

表 5

业务状况比较（2024 年，单位：亿元）				
	萧山交投	吴江城投	临平城建	北仑经投
运营区域	杭州市萧山区	苏州市吴江区	杭州市临平区	宁波市北仑区
地区生产总值	2,432	2,660	1,175	3,035
一般公共预算收入	323	241	146	404
实际控制人	萧山区人民政府	吴江区人民政府	临平区人民政府	北仑区人民政府
主营业务结构	交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发	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	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、物业租赁等
资产总计	1,197	1,218	1,518	215
营业总收入	53	54	52	6

资料来源：公开资料，Choice，标普信评。

表 6

财务状况比较（2023-2024 两年平均，单位：百万元）				
	萧山交投	吴江城投	临平城建	北仑经投
营业收入	5,607	4,778	5,820	624
EBITDA	1,208	731	1,627	145
资本开支	1,106	1,777	2,182	523
经调整总债务	47,609	56,312	84,512	10,357
财务比率				
EBITDA 利润率（%）	21.7	15.9	28.5	23.0
经调整总债务/EBITDA（倍）	39.4	78.3	52.0	74.6
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.4	0.6	7.4

注：因财政补贴，北仑经投 EBITDA 利息覆盖倍数较高。
资料来源：各公司审计报告，Choice，标普信评。

个体信用状况

标普信评认为，萧山交投的个体信用状况主要反映了公司为杭州市萧山区重要的城投企业，凭借杭州市及萧山区强劲的经济和财政实力，享有良好的外部环境和再融资环境。公司在萧山区承担重要的基础设施建设职能，业务运营较为稳定。但是受建设项目的投资规模较大、结算回款较慢的影响，公司债务负担重，杠杆率高。

流动性状况

标普信评认为，萧山交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投资支出，用于推进在建和拟建项目，流动性来源包括货币资金、债务融资和财政资金等。我们认为，公司与金融机构关系稳固，融资渠道多样，资本市场认可度较高，流动性状况将保持适中水平。

表 7

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 27 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 92 亿元；
未来 12 个月，可循环或未提取的金融机构授信、借新还旧发债融资、政府资金支持等约 130-160 亿元。	未来 12 个月，资本开支 10-20 亿元；
	未来 12 个月，营运资本净流出 40-50 亿元。

注：截至 2024 年末。
数据来源：公司提供，公司财务报表，标普信评。

表 8

债务到期分布情况	
年份	金额（单位：百万元）
一年以内	9,164
一年以上	42,140
合计	51,304

注：截至 2024 年末。
资料来源：公司提供，标普信评。

或有事项

截至 2024 年末，公司对外担保余额约 5 亿元，其中子公司杭州萧山公路开发有限公司对浙江登峰交通集团有限公司及其关联公司提供的担保已到期，但上述被担保企业于 2015 年 11 月 3 日已进入破产清算程序。公司已就相关事项计提预计负债 1.17 亿元。截至 2025 年 6 月末，子公司杭州萧山公路开发有限公司对浙江登峰交通集团有限公司及其关联公司提供的担保余额约 2 亿元，已代偿金额 469.51 万元。上述担保事件是公司资产划转过程中产生的历史遗留问题，目前公司为集团外企业提供担保需要提前经过萧山区政府审批，预计对外担保规模不会大幅增长，我们认为整体或有负债风险可控。

截至 2025 年 6 月末，公司及合并报表内子公司不存在对其持续经营及偿债能力产生重大负面影响的未决诉讼。

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 2025 年 5 月 6 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。公司子公司杭州萧山城区建设有限公司（以下简称“城区建设公司”）2025 年 7 月 17 日的《企业信用报告》显示其作为保证人的对外担保存在约 4.1 亿元的不良类余额。具体情况为：城区建设公司按照 10%持股比例为参股公司杭州融泓房产开发有限公司提供贷款担保，贷款余额合计约 4.1 亿元，城区建设公司按股比提供的担保余额为 4,098 万元，由于该笔贷款已逾期，故相关担保被列为不良类。我们将对该担保事项的偿付进展保持关注。

主体信用等级

标普信评认为，杭州市作为浙江省省会城市，经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率较低，再融资环境良好，支持能力极强。

标普信评认为，杭州市政府对萧山交投的外部支持为“高”，主要体现在以下方面：

杭州市萧山区人民政府实际控制、直接管理公司。萧山区人民政府通过萧山国资全资持有公司，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。我们认为，公司在股权结构和管理机制方面与杭州市萧山区人民政府的紧密度高，在可预见的未来，萧山区人民政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。

萧山区在杭州市经济发展中发挥着较为重要的作用。萧山区产业基础良好，拥有化纤、汽车零配件两大传统优势产业，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。同时，萧山区具有一定区位优势，紧邻杭州市中心城区和绍兴市，拥有杭州市唯一的机场，是杭州市的重要交通枢纽。

公司在萧山区基础设施建设领域占据重要地位。公司负责萧山区全域的交通基础设施建设项目，同时承建城中村改造任务，涉及地铁周边、北干街道、城厢街道、新塘街道、临浦镇等区域，业务覆盖范围较为广泛、公益属性较强、职能定位较清晰，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，标普信评评定萧山交投主体信用等级为 AAA_{spc}。

三、担保人

萧山国资成立于1993年，前身为杭州市萧山区国有资产经营总公司，目前注册资本100亿元，实缴资本100亿元，由杭州市萧山区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“萧山区国资办”）持股90%，浙江省财务开发有限责任公司持股10%。截至2024年末，萧山国资合并及本部口径总资产为3,631亿元、911亿元，2024年合并及本部口径营业收入为199亿元、4亿元。

萧山国资是萧山区重要的国有资本投资运营主体，全资控股萧山交投、杭州萧山环境投资建设集团有限公司（“萧山环投”）、杭州萧山产业发展集团有限公司（“萧山产发”）及浙江湘旅控股集团有限公司（“湘旅控股”）四家区属国企。萧山国资还通过萧山产发间接持股并合并上市公司杭州前进齿轮箱集团股份有限公司、杭州萧山医药有限公司等产业类公司。萧山国资定位为萧山区的国有资产投资运营与管理主体，下属基建及产业类子公司在业务运营、财务管理、资金运转等方面均具有很强的独立性。我们采用投资控股公司方法论评估萧山国资的信用质量：业务方面聚焦公司所持资产的流动性、资产质量、多样化及战略投资能力等维度；财务方面关注公司本部的债务对投资价值比率（LTV）及现金流充足性。

我们认为，萧山国资的业务状况“良好”。作为萧山区核心的国有股权持股平台，萧山国资所持资产的信用质量很强，业务覆盖范围较为广泛，但所持资产的流动性偏弱。萧山国资下属子公司为萧山区内主要的基础设施建设平台，在各自领域内占据一定垄断地位，基建业务布局广泛，职能分工清晰，杭州市及萧山区的经济及财政实力强劲，为其业务发展提供了良好的运营环境和再融资环境。职能分工方面，萧山交投负责交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发、代政府履行地铁建设出资；萧山环投负责城市公共服务，包括基础设施项目建设、垃圾处理、水务等；萧山产发负责产业投资及产业类资产运营；湘旅集团负责建设开发湘湖国家旅游度假区。得益于杭州市极强的潜在支持能力，上述子公司的综合信用质量很强，其中主要子公司——萧山交投（资产价值占比约43%）的信用质量极强。尽管萧山国资所持资产的行业及业务区域相对集中，但其所承担的业务职能较为广泛，包括区内交通基建、保障房建设、水务运营、产业投资及运营等，相对丰富的业态一定程度上缓解了集中度风险。此外，萧山国资直接持有的股权均为非上市企业股权，资产流动性偏弱。我们认为，萧山国资所持资产的构成很大程度上反映了萧山区政府的国有资产布局安排，主要资产的划出或划入也是由区政府最终决策，这与国内大多数国有股权投资运营公司的运营机制一致，因此资产流动性和战略投资能力对业务状况的影响相对中性。

我们认为，萧山国资的财务风险“可控”。萧山国资本部所持资产价值雄厚，本部带息债务负担一般，但本部承担较多对子公司和其他关联国企的担保，这增加了本部的经调整总债务规模。2024年末，本部债务对投资价值比率（LTV）约为48%。本部以政府补贴为主的收益来源能够覆盖本部利息支出，2024年现金流充足性为1.1倍。我们预计，公司未来仍将主要承担国有股权持股职能，主要资产构成将保持稳定，未来1-2年基本没有大额的资产划入及划出。此外，萧山国资对区内关联企业的直接资金拆借将保持较少，并继续通过对外担保发挥对区内国企的融资支持职能，本部对外担保规模将保持相对稳定。此外，萧山区再融资环境良好，萧山国资再融资渠道通畅，再融资成本较低。综上所述，萧山国资本部债务对投资价值比率（LTV）将保持平稳或小幅下降，约在45%-50%之间，现金流充足性保持在1.0-1.3倍，财务风险维持“可控”。

我们关注到，华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对萧山国资2022-2024年的审计报告出具了带强调事项段的无保留意见，强调事项有关萧山国资子公司杭州萧山安居住房保障集团有限公司名下钱江世纪城一期人才房事宜的披露，该项目涉及非经营性资产与经营性资产的核算分类，待项目决算完成后，相关科目金额或将发生调整。我们认为，上述会计科目核算分类事项未对萧山国资的正常经营及财务状况造成实质性影响，未对公司的信用质量构成重大负面影响。

我们认为，萧山国资的个体信用状况主要反映了公司作为杭州市萧山区重要的国有股权持股平台，所持资产信用质量强，下属各子公司在区内承担重要的基建职能，业务布局广泛，享有良好的外部运营环境和再融资环境，能够获得杭州市及萧山区有力的外部支持。公司本部所持资产价值雄厚，带息债务负担一般，以政府补贴为主的收益来源能够覆盖本部利息支出，财务风险可控。

我们认为，杭州市政府对萧山国资的外部支持为“高”，杭州市的潜在支持能力极强。萧山区是杭州经济的重要支柱，产业基础扎实，以化纤、汽车零配件为优势产业，经济财政实力在全国区县中处于领先，债务负担可控，融资环境良好。萧山国资由萧山区国资办直接持股90%，为萧山区重要的国有资产运营管理平台，控股区内最主要的基建平台，职能定位重要，所持资产价值超过800亿元，合并口径总资产超过3600亿元。此外，萧山国资通过担保等方式为区内其他企业提供融资支持，对维护区域融资环境发挥了积极作用。我们认为，若萧山国资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，标普信评评定萧山国资的个体信用状况为 $a_{\text{spc}(u)}$ ，主体信用等级在个体信用状况基础上增加 5 个子级至 $AAA_{\text{spc}(u)}$ 。

四、评级结论

标普信评评定杭州萧山交通投资集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券信用等级为 AAA_{spc} 。本期债券的发行人是杭州萧山交通投资集团有限公司，标普信评评定其主体信用等级为 AAA_{spc} ，评级展望稳定。本期债券的担保人是杭州萧山国有资产经营集团有限公司，标普信评评定其主体信用等级为 $AAA_{\text{spc}(u)}$ ，展望稳定。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务，且保证人提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，基于此，标普信评评定本期债券的信用等级为 AAA_{spc} 。

附录

附录1： 萧山交投主要财务数据及指标

主要财务数据及指标 – 合并口径（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-3
货币现金和交易性金融资产	1,164	2,054	2,689	3,382
其他应收款	8,857	7,936	9,709	9,097
存货	42,734	49,600	54,044	56,939
长期股权投资	722	778	824	799
固定资产	4,676	4,655	4,569	4,554
在建工程	1,623	1,751	2,025	2,390
资产总计	95,884	110,990	119,674	123,722
短期借款	2,533	2,432	4,539	5,469
应付票据及应付账款	2,569	2,752	2,778	2,802
一年内到期的非流动负债	1,821	5,379	4,055	1
长期借款	23,935	24,908	29,279	32,118
应付债券	1,026	3,500	3,550	3,550
负债合计	56,638	66,357	74,800	78,903
所有者权益合计	39,246	44,632	44,874	44,819
营业总收入	5,723	5,937	5,276	1,267
营业成本	4,962	5,163	4,359	989
管理费用	235	261	247	67
财务费用	543	443	534	124
投资收益	9	83	43	-
利润总额	141	162	75	-118
净利润	82	111	16	-119
经营活动现金流入小计	7,191	7,821	7,392	12,546
经营活动现金流出小计	11,352	11,670	10,851	11,078
经营活动产生的现金流量净额	-4,161	-3,849	-3,458	1,467
投资活动现金流入小计	70	90	2	-24
投资活动现金流出小计	2,955	1,706	1,833	727
投资活动产生的现金流量净额	-2,885	-1,616	-1,831	-751
筹资活动现金流入小计	10,158	14,414	18,111	4,272
筹资活动现金流出小计	5,044	8,068	12,180	4,296
筹资活动产生的现金流量净额	5,113	6,346	5,931	-24
调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-3
EBITDA	1,221	1,164	1,253	--

营运现金流	-245	-336	-371	--
利息支出	1,428	1,554	1,611	--
经调整总债务	38,040	44,755	50,463	--
资本开支	1,401	1,257	954	--
EBITDA 利润率 (%)	21.3	19.6	23.8	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	31.2	38.5	40.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.9	0.7	0.8	--

注：1、上表中财务数据基于经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表。2、2022-2023 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，标普信评。

附录2： 担保人萧山国资主要财务数据及指标

主要财务数据及指标 – 母公司口径（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025.1-3
货币资金	122	1,049	289	83
固定资产	0	0	159	157
资产总计	84,976	91,919	91,074	91,176
短期借款	3,487	3,383	3,620	3,614
一年内到期的非流动负债	5,169	3,605	5,528	3,360
长期借款	2,097	1,077	1,137	1,149
应付债券	6,083	5,700	2,100	3,600
所有者权益合计	66,449	73,824	73,802	73,174
营业总收入	62	412	415	39
营业总成本	264	512	680	136
管理费用	12	11	8	2
财务费用	188	258	241	91
利润总额	534	606	302	-97
净利润	534	606	302	-97
经营活动现金流入小计	6,904	9,856	5,366	164
经营活动现金流出小计	7,874	4,659	4,442	276
经营活动产生的现金流量净额	-969	5,197	925	-112
投资活动现金流入小计	2,722	1,952	631	10
投资活动现金流出小计	2,140	1,254	1,198	100
投资活动产生的现金流量净额	582	698	-567	-90
筹资活动现金流入小计	6,180	5,880	7,935	2,224
筹资活动现金流出小计	6,674	10,847	9,053	2,228
筹资活动产生的现金流量净额	-493	-4,967	-1,118	-4

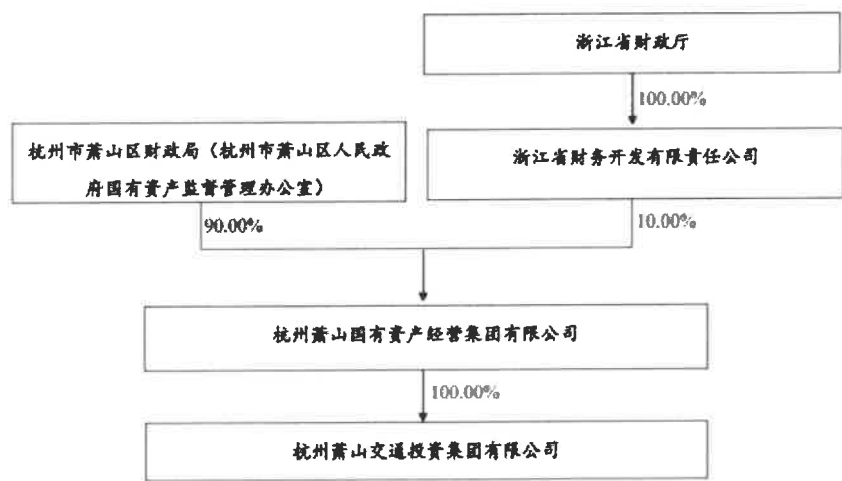
调整后财务数据及指标 – 基于母公司口径财务数据

	2022	2023	2024	2025.1-3
--	------	------	------	----------

长期股权投资	70,168	82,689	83,042	83,142
投资价值-账面价值	70,168	82,689	83,042	83,142
投资价值-市场价值	70,168	82,689	83,042	83,142
经调整总债务	37,562	38,951	40,210	--
经调整股利收入	132	51	0	--
政府补助	601	673	567	--
利息支出	723	695	489	--
可控现金流入	1,137	1,269	1,066	--
刚性现金支出	799	949	928	--
债务对投资价值比率 LTV (%)	53.5	47.1	48.4	--
现金流充足性 (倍)	1.4	1.3	1.1	--

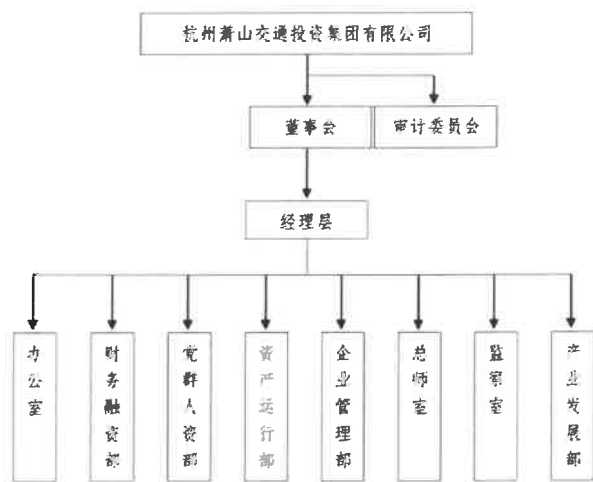
注：1、上表中财务数据基于经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带强调事项段的无保留意见的 2022-2024 年审计报告和 2025 年 1-3 月未经审计的财务报表；2、如果财务数据被重述，上表采用重述值；3、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；4、“--”代表数据不可得。
资料来源：萧山国资审计报告，经标普信评调整及整理。

附录3： 萧山交投和担保人萧山国资的股权架构图（截至 2025 年 3 月末）



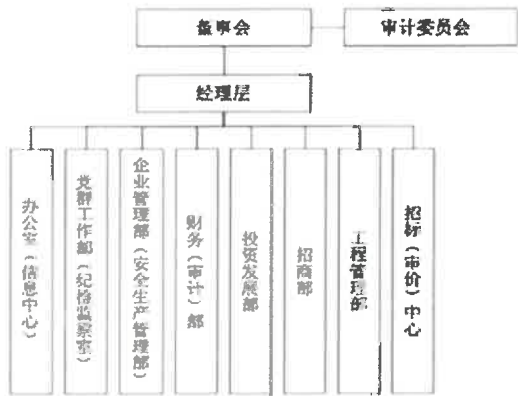
资料来源：公司提供。

附录4： 萧山交投的组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

附录5： 担保人萧山国资的组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：萧山国资提供。

附录6： 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

主要财务指标计算公式

债务对投资价值比率=经调整总债务/投资价值
投资价值=长期股权投资+其它权益工具投资+债权投资+其他非流动金融资产+其他
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
现金流充足性=可控现金流入/刚性现金支出
可控现金流入=收到的现金股利+管理费收入+现金利息收入+其他
刚性现金支出=现金性营运支出+税费+利息支出+其他

附录7： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 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。spc(u) 是主动评级符号。

© 版权所有 2025 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。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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（包括但不限于收入损失、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 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转销商。