

主体评级报告：

杭州萧山交通投资集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2024 年 11 月 14 日

到期日期：2025 年 11 月 13 日

项目负责人：

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

项目组成员：

邓 灵 010-65166054；Ling.deng@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	8
财务风险	10
同业比较	12
流动性状况	13
过往债务履约情况	14
分项评估	15
附录	16

*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
杭州萧山交通投资集团有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2024 年 11 月 14 日	稳定

行业划分：交通基础设施

主体概况：

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”）是杭州市萧山区下辖国有企业，实际控制人是杭州市萧山区人民政府，控股股东是杭州萧山国有资产经营集团有限公司，持股比例 100%。公司主要负责萧山区交通基础设施建设、城中村改造、地铁周边土地及上盖物业开发任务，同时开展公路运营、客运运输及其他业务。截至 2024 年 9 月末，公司总资产 1,189 亿元，净资产 443 亿元（包含少数股东权益）；2024 年 1-9 月，公司实现营业收入 43.1 亿元，净利润 52 万元。

宏观经济与行业环境：

我们预计，政府将以保持每年 5% 的 GDP 增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复。国内商品价格和工业企业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，近期中央推出的一揽子增量政策是近年来中央政府支持地方政府化债力度最大的一次，地方政府将有更多的空间进行经济发展。我们预计“十万亿”化债资金对化解地方债务、减轻城投企业资金压力将有积极作用，然而中央严格约束地方债务管理的基调不会改变，城投企业的融资环境或将延续偏紧的态势。

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萧山区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。公司作为杭州市萧山区的重要城投企业，职能定位清晰，业务公益性较强，在交通基础设施建设领域专营性突出。公司的资产和收入规模较大，但部分建设项目的结算进度较慢，对资金周转带来挑战。

财务风险：

公司的财务风险“很高”，这主要反映了公司杠杆率较高，EBITDA 对利息支出覆盖倍数较低。公司承担了较重的建设任务，大量资金沉淀于在建项目中，导致债务规模大、杠杆率较高。我们预计，公司业务的持续开展将导致投资规模维持在较高水平，短期内杠杆率和 EBITDA 利息覆盖倍数难以明显改善。但是受益于杭州市良好的再融资环境，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”。杭州市萧山区人民政府是公司的实际控制人。萧山区紧邻杭州市中心城区，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，再融资环境良好。公司是萧山区最重要的交通基础设施建设主体，专营性突出，同时负责部分区域的城中村项目，职能定位清晰，业务范围较广、公益属性较强，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 _{spc} /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 _{spc} -
外部影响	+9

重点信用指标：

	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA（倍）	38.3	45-55	55-65
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.5-0.7	0.4-0.6
EBITDA 利润率（%）	19.7	14-18	14-18

注：以上数据为标普信用评级调整后数据。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）

	萧山交投	吴江城投	临平城建	北仑经投
营业收入	5,830	3,449	6,268	816
EBITDA	1,194	792	1,526	182
经调整总债务/EBITDA（倍）	34.7	67.7	47.7	52.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.5	0.7	0.6

注：1、以上数据为标普信评调整后数据。2、北仑经投的利息覆盖倍数是 2022 年数据。

资料来源：公司审计报告，公司提供，其他可比公司数据来自公开信息，标普信评。

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

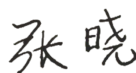


项目负责人

张晓

北京

Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

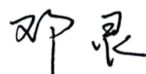


项目组成员

邓灵

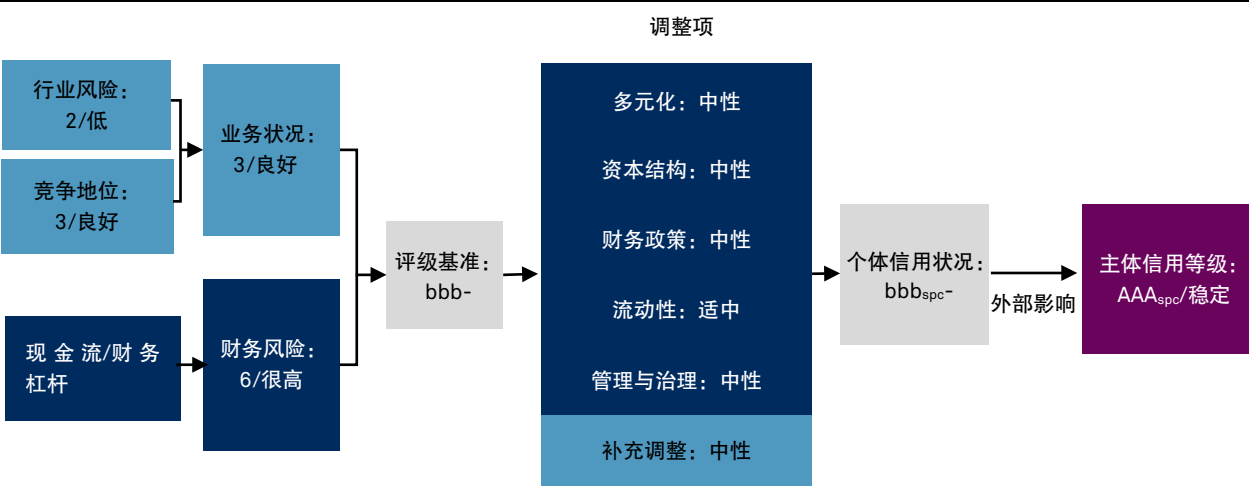
北京

Ling.deng@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
杭州萧山交通投资集团有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2024 年 11 月 14 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，杠杆率较高。
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，杭州市政府对其支持程度“高”。我们预计，得益于杭州市和萧山区良好的发展潜力、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，并得到杭州市政府“高”的支持程度，但持续的项目投资支出或将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，在土地收入增长拉动下，预计公司收入同比增长 5%-10%；2025 年，受土地收入下滑的影响，预计公司收入同比下降 10%-15%。
- 2024-2025 年，预计公司盈利能力保持基本稳定，EBITDA 利润率处于 14%-18%的水平。

- 2024-2025 年，预计公司每年投资规模约 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。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA（倍）	38.3	45-55	55-65
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.5-0.7	0.4-0.6
EBITDA 利润率（%）	19.7	14-18	14-18

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，标普信评。

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	2024.1-9
营业收入	7,500	5,723	5,937	4,307
EBITDA	1,022	1,221	1,167	--
利息支出	1,217	1,428	1,554	--
经调整总债务	33,157	38,040	44,743	--
EBITDA 利润率（%）	13.6	21.3	19.7	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	32.4	31.2	38.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.9	0.8	--

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。3、部分数据为标普信评调整后数据。

资料来源：公司审计报告，公司提供，标普信评。

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，政府将以保持每年 5% 的 GDP 增速目标来制定政策。今明两年中国的进出口将持续恢复。国内商品价格和企业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，城投企业债务风险或将进一步收敛，但融资政策延续偏紧态势。自 2023 年 7 月政治局会议提出“一揽子”化债方案以来，各地出台措施有序推进债务化解，地方债务化解已取得一定的阶段性成果，城投债利差整体呈现下行态势。2024 年 10 月 12 日财政部发布会称即将推出一揽子增量政策，11 月 8 日全国人大表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，将增加地方化债资金 10 万亿元。我们认为该一揽子增量政策对化解地方债务、减轻城投企业资金压力将有积极作用，也表明中央化债政策更加积极，更多着眼于地方长期发展，在额度分配方面或将对经济发达区域有更多倾斜。对于非标和标债分化问题，我们认为在进一步一揽子化债政策的基础上，非标债务风险或有更多控制空间。此外，财政部领导在发布会上提到，中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4,000 亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款，同时土储专项债重启也有利于加快城投企业回款，较发达地区的城投企业可借此开展更多的业务。然而我们认为化债的责任仍在地方，为防范道德风险，中央严格约束地方债务管理的基调不会改变，城投企业的融资环境或将延续偏紧态势。

地方债务化解进入深水区，城投债务风险或进一步收敛，但融资政策或延续偏紧态势。

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，远高于全国人均地区生产总值 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地区生产总值的比重达 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，地区生产总值和人均地区生产总值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，多年来一直保持人口净流入，2023 年末常住人口为 1,252 万人，这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。2023 年全区地区生产总值为 2,231 亿元，比上年增长 5.8%（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 2.6: 36.9: 60.5。按

常住人口计算，2023 年全区人均地区生产总值 10.5 万元。萧山区 2023 年实现一般公共预算收入 332 亿元、一般公共预算支出 328 亿元，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

一、评级基准

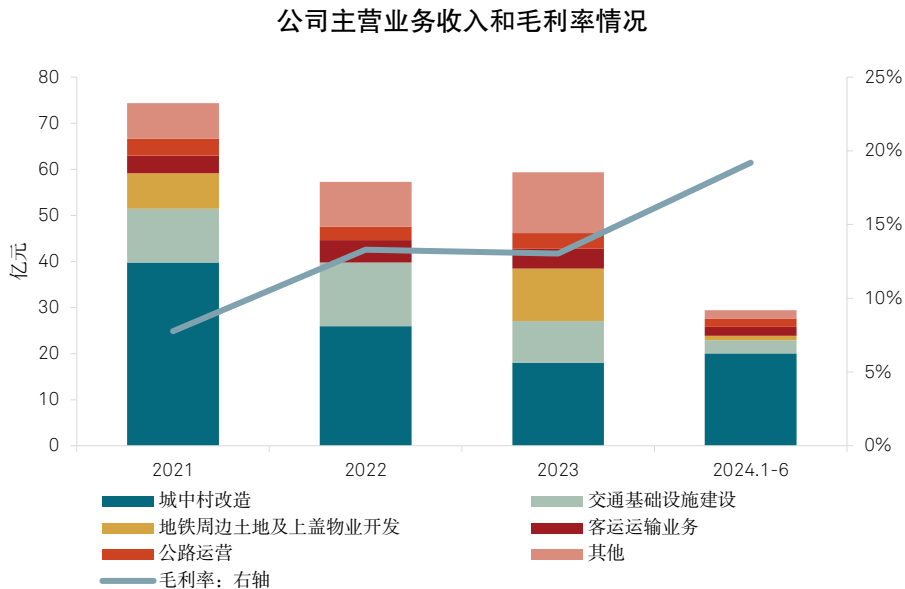
公司概况

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、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 2023 年末，公司总资产 1,110 亿元，净资产（含少数股东权益）446 亿元，全年实现营业收入 59.4 亿元；截至 2024 年 9 月末，公司总资产 1,189 亿元，净资产（含少数股东权益）443 亿元，2024 年 1-9 月实现营业收入 43.1 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



注：2024年1-6月公司的毛利率大幅上升，主要原因是部分业务的收入、成本核算不同步，半年度计入了收入，但未计入全部成本，导致利润率高于真实水平。
资料来源：公司提供，标普信评。
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，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较强，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。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，2023 年实现地区生产总值 2,231 亿元、一般公共预算收入 332 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 3 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。

杭州市和萧山区的产业基础良好，经济、财政实力在全国处于领先水平。

公司是杭州市萧山区最重要的交通基础设施建设企业，专营性突出。

表3

萧山区“4+3”国企架构				
企业名称	控股股东	实际控制人	2024 年 6 月末总资产 (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	1,169	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	1,262	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	343	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	779	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	901	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	1,158	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、萧山产发和湘旅集团的总资产数据截至 2024 年 3 月末。3、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 9 月末，公司的总资产规模 1,189 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 4 所示，截至 2024 年 6 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4

公司主要在建项目投资情况（截至 2024 年 6 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	219.4	151.4
城中村改造	120.6	45.9
地铁周边土地及上盖 物业开发	0.7	0.5
商品房项目	72.2	25.0
自营项目	88.6	33.8
合计	501.5	256.6

注：公司还有部分在建项目无法获得概算总投资、累计已投资数据，暂未统计在上表中。

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，收入贡献超过三成，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

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。

公司财务杠杆水平较高，EBITDA 对利息支出覆盖倍数较低，但再融资能力强。

我们预计，在土地开发整理项目收入结转增加的带动下，公司的收入将在 2024 年实现较快增长，但 2025 年由于土地收入下滑，公司的收入增速将由正转负；期间 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，预计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较高不确定性，将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 14%-18% 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、项目回款（主要是土地出让金返还）、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。2021-2023 年公司每年投资规模在 100-110 亿元左右，预计 2024-2025 年公司每年投资规模或保持在 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，债务滚续压力不大。杭州市和萧山区经济财政实力较强，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 2024 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 518 亿元，未使用授信额度 120 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，债务到期滚续压力不大。

此外，公司对外担保涉及历史遗留风险事件，但整体规模不大且无新增对外担保，或有负债风险可控。截至 2024 年 9 月末，公司对外担保余额 2.4 亿元，部分被担保方处于破产重整状态，存在一定代偿风险，公司已计提预计负债 1.17 亿元。上述担保事件是公司资产重组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，预计对外担保规模未来不会大幅增长，我们认为整体或有负债风险可控。

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	7,500	5,723	5,937	预计 2024 年公司收入同比增长 5%-10%；2025 年收入同比下降 10%-15%；EBITDA 利润率处于 14%-18%之间。 2024-2025 年，公司每年的投资规模在 80-100 亿元之间。	
EBITDA	1,022	1,221	1,167		
资本开支	2,076	1,401	1,257		
利息支出	1,217	1,428	1,554		
经调整总债务	33,157	38,040	44,743		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	32.4	31.2	38.3	45-55	55-65
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.9	0.8	0.5-0.7	0.4-0.6
EBITDA 利润率（%）	13.6	21.3	19.7	14-18	14-18

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	44,523	44,650	1,046	1,046	482
标普信评调整					
盈余现金	-1,022	-	-	-	-
其他权益工具	1,000	-1,000	-	-	-
对外担保和诉讼	242	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	1	1	-
利息及股利收入	-	-	-	101	-
当期所得税	-	-	-	-46	-
利息支出	-	-	-	-482	-
资本化利息	-	-	-	-1,030	1,030
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-42	42
其他调整	-	-	121	121	-
标普信评调整值	220	-1,000	122	-1,377	1,072

	经调整 总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	44,743	43,650	1,167	-331	1,554

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，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，临平城建的业务与区域内其他平台存在部分重叠。萧山交投、吴江城投和临平城建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7

业务状况比较（2023 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	2,231	2,377	1,067	2,729
一般公共预算收入	332	240	145	413
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	1,110	1,028	1,428	204
营业总收入	59	38	64	7

资料来源：公开资料，Choice，标普信评。

表8

财务状况比较（2022-2023 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	5,830	3,449	6,268	816
EBITDA	1,194	792	1,526	182
资本开支	1,329	1,721	2,875	542
经调整总债务	41,391	52,695	72,786	9,406
财务比率				
EBITDA 利润率（%）	20.5	22.8	24.4	22.7
经调整总债务/EBITDA（倍）	34.7	67.7	47.7	52.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.5	0.7	0.6

注：北仑经投的 EBITDA 利息覆盖倍数为 2022 年数据。

资料来源：各公司审计报告，Choice，标普信评。

二、个体信用状况

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9

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 34 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 104 亿元；
未来 12 个月，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 130-160 亿元。	未来 12 个月，资本开支 10-20 亿元；
	未来 12 个月，营运现金净流出 30-40 亿元；
	未来 12 个月，营运资本净流出 5-10 亿元。

注：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	10,442
一年以上	39,449
合计	49,891

注：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。

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 8 月 30 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。但是，子公司杭州萧山城区建设有限公司 2024 年 9 月 14 日的《企业信用报告》中显示一笔关注类担保，担保余额为 1.34 亿元，系萧山区建设有限公司按照持股比例为参股公司杭州融泓政房产开发有限公司提供的贷款担保，贷款余额合计 1.34 亿元，子公司实际承担的担保金额为 1,340 万元，由于该笔贷款已展期，故相关的担保事项被列为关注类。

三、主体信用等级

标普信评认为，杭州市政府对萧山交投的支持程度“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、汽车零部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}。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc}/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_{spc}-

外部影响：+9

附录

附录1： 主要财务数据及指标

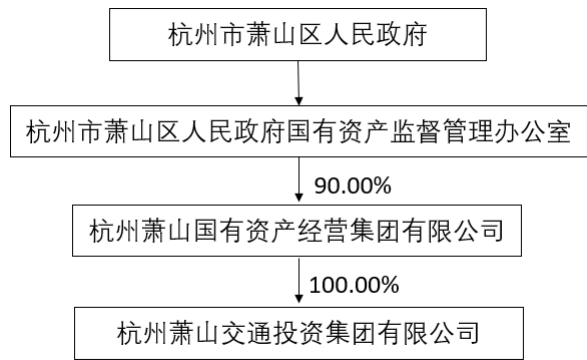
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2021	2022	2023	2024.1-9
货币现金和交易性金融资产	3,215	1,164	2,054	3,601
其他应收款	8,807	8,917	7,997	9,091
存货	37,696	42,734	49,600	54,057
长期股权投资	675	722	759	768
固定资产	4,066	4,676	4,655	4,324
在建工程	2,545	1,623	1,751	2,221
资产总计	87,765	95,891	110,978	118,893
短期借款	200	2,533	2,432	4,212
应付票据及应付账款	1,847	2,569	2,742	3,263
一年内到期的非流动负债	2,220	1,821	5,379	1
长期借款	22,214	23,935	24,908	33,017
应付债券	-	1,026	3,500	4,550
负债合计	50,462	56,613	66,329	74,580
所有者权益合计	37,303	39,278	44,650	44,313
营业总收入	7,500	5,723	5,937	4,307
营业成本	6,906	4,962	5,163	3,473
管理费用	220	235	261	177
财务费用	225	542	443	565
投资收益	5	9	64	-5
利润总额	187	147	147	18
净利润	142	88	96	1
经营活动现金流入小计	10,519	7,191	7,821	10,707
经营活动现金流出小计	10,612	11,352	11,670	10,460
经营活动产生的现金流量净额	-93	-4,161	-3,849	247
投资活动现金流入小计	1,748	70	90	-62
投资活动现金流出小计	8,270	2,955	1,706	4,022
投资活动产生的现金流量净额	-6,522	-2,885	-1,616	-4,083
筹资活动现金流入小计	10,281	10,158	14,414	12,696
筹资活动现金流出小计	5,637	5,044	8,068	7,313
筹资活动产生的现金流量净额	4,644	5,113	6,346	5,383
调整后财务数据及指标				
	2021	2022	2023	2024.1-9
EBITDA	1,022	1,221	1,167	--

营运现金流	-147	-245	-331	--
利息支出	1,217	1,428	1,554	--
经调整总债务	33,157	38,040	44,743	--
资本开支	2,076	1,401	1,257	3,124
EBITDA 利润率（%）	13.6	21.3	19.7	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	32.4	31.2	38.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.9	0.8	--

注：1、上表中财务数据基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、经亚太（集团）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 2022-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表；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。

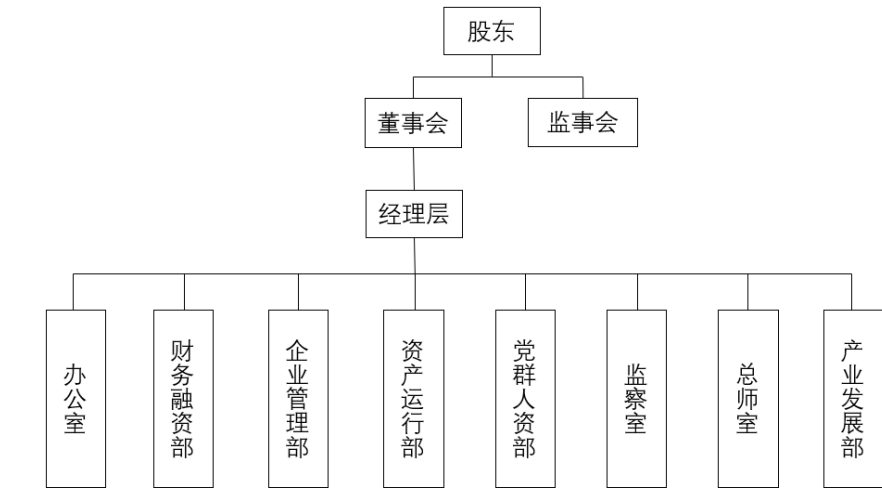
资料来源：公司审计报告，标普信评。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2024 年 10 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 10 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+收到的联营合营企业股利+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 _{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。

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（如适用）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。