

标普信评

S&P Global

China Ratings

债项评级报告：

## 评定杭州西湖城市建设投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券（第一期）信用等级为 AAA<sub>spc</sub>

2025 年 6 月 30 日

|            |                                               |
|------------|-----------------------------------------------|
| 债项名称：      | 杭州西湖城市建设投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券（第一期） |
| 债项信用等级：    | AAA <sub>spc</sub>                            |
| 发行人：       | 杭州西湖城市建设投资集团有限公司                              |
| 发行人主体信用等级： | AAA <sub>spc</sub> /稳定                        |
| 担保人：       | 杭州西湖投资集团有限公司                                  |
| 担保人主体信用等级： | AAA <sub>spc(u)</sub> /稳定                     |

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定杭州西湖城市建设投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA<sub>spc</sub>。本期债券发行金额为人民币 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 2023 年 12 月 18 日，在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务，由杭州西湖投资集团有限公司（以下简称“西湖投资”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 3.45%，债券付息日为 2024 年至 2030 年间每年的 12 月 18 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个交易日，顺延期间不另计息），到期一次性偿还本金。关于募集资金用途，本期债券募集资金扣除发行费用后，将 4.4 亿元用于绿色建筑建设项目，0.6 亿元用于补充流动资金。截至目前，本期债券付息正常，募集资金已经使用完毕，符合募集资金使用用途。

本期债券的发行人是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“发行人”或“公司”），标普信评评定其主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>，展望稳定。本期债券的担保人是西湖投资，标普信评评定其主体信用等级为 AAA<sub>spc(u)</sub>，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<sub>spc</sub>。

本期债券的注册文件是发行人于 2023 年 6 月 2 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意杭州西湖城市建设投资集团有限公司发行绿色债券注册的通知》（证监许可〔2023〕1216 号），注册规模为不超过 24.6 亿元，采取分期发行，本期债券为该批文下第一期发行。

本次募投项目为绿色建筑建设项目，已依据《绿色建筑评价标准》（GB/T50378）设计，全程贯彻国家“节地、节能、节水、节材”的“四节”政策，最大限度的保护环境、减少污染的设计原则，采取成熟、可行的节能低碳技术措施，从项

目规划设计、建筑围护结构、日照和风热分析、建筑节能措施、结构设计、暖通空调系统设计、电气与智能化措施、给排水绿色节能设计、可再生能源利用等方面进行了设计，建筑施工图预评价达到有效期内绿色建筑二星级标准，拟按照绿色建筑星级标准建设，最终达到有效期内国家相关绿色建筑运营评价标识星级标准。同时，本次募投项目为装配式建筑项目，该项目建筑设计依据《装配式建筑评价标准》（GB/T51129）设计，从主体结构设计、围护墙和内隔墙、装修和设备管线等方面进行设计和评价，贯彻安全、适用、经济、美观的设计原则，做到技术先进、功能合理、确保工程质量，充分发挥建筑工业化的优越性，并最终达到 A 级标准要求。本次募投项目涉及的绿色建筑，是 2015 年 12 月国家发改委公布的《绿色债券发行指引》中支持范围“（二）绿色城镇化项目”和“（十二）低碳发展试点示范项目”。经对比 2019 年 1 月国家发改委同有关部门印发的《绿色产业指导目录（2019 年版）》，本次募投项目符合指导目录“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”项下“一星及以上标准”要求；符合指导目录“5 基础设施绿色升级-5.1 建筑节能与绿色建筑-5.1.4 装配式建筑”项下“A 级及以上标准”的要求。经对比 2021 年 4 月中国人民银行、发展改革委、证监会等部门发布的《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2021 年版）〉的通知》，本次债券募投项目系符合《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》“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“达到有效期内绿色建筑星级标准”的要求；符合“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-5.2.1.4 装配式建筑”项下“A 级及以上标准”的要求。

本次募投项目为非公益性项目，项目收入与建设内容直接相关。本次募投项目位于西湖区双桥单元，共两个地块组成，包括杭政工出【2021】44 号新制造业项目双桥单元 XH0202-01 地块以及杭政工出【2021】45 号新制造业项目双桥单元 XH0202-06 地块。本项目地块均为工业用地，本项目作为西湖大学的产学研配套区，主要依托西湖大学的科研优势，围绕生物医药领域（包括小分子药、大分子药、基因编辑、细胞治疗、医疗器械等细分领域）和智能制造领域的前沿技术研发与应用，打造一流的生命健康、计算机电子设备产业链，承接西湖大学顶尖科研团队在生物医药、智能制造领域的产学研转化成果。

杭政工出【2021】44 号新制造业项目用地面积 54,303 m<sup>2</sup>（约合 81.46 亩），项目总建筑面积 204,727 m<sup>2</sup>，其中地上建筑面积 130,327 m<sup>2</sup>，地下建筑面积 74,400 m<sup>2</sup>。建筑占地面积 20,524 m<sup>2</sup>，建筑密度 37.80%，绿地率 30.04%，容积率 2.4，设置机动车位 1,417 个。杭政工出【2021】44 号新制造业项目总投资 15 亿元，拟使用本次债券募集资金 10.8 亿元，剩余由企业自筹；项目资本金 3 亿元来自于发行人自有资金。项目总工期为 36 个月，从 2022 年 5 月开始项目前期工作，预计于 2025 年 5 月完工。建筑工程施工许可证取得日期为 2022 年 8 月 15 日，经前期准备工作完成，项目于 2022 年 8 月后正式开工建设。截至 2025 年 1 月末，项目已投资投资完成率为 71.82%，预计交付时间为 2025 年 8 月。

杭政工出【2021】45 号新制造业项目用地面积 52,138 m<sup>2</sup>（约合 78.21 亩），项目总建筑面积 208,131 m<sup>2</sup>，其中地上建筑面积 125,131 m<sup>2</sup>，地下建筑面积 83,000 m<sup>2</sup>。建筑占地面积 19,025 m<sup>2</sup>，建筑密度 36.49%，绿地率 30.05%，容积率 2.4，设置机动车位 1,458 个。杭政工出【2021】45 号新制造业项目总投资 15 亿元，拟使用本次债券募集资金 10.8 亿元，剩余由企业自筹；项目资本金 3 亿元来自于发行人自有资金。项目总工期为 36 个月，从 2022 年 5 月开始项目前期工作，预计于 2025 年 5 月完工。建筑工程施工许可证取得日期为 2022 年 8 月 15 日，经前期准备工作完成，项目于 2022 年 8 月后正式开工建设。截至 2025 年 1 月末，项目已投资投资完成率为 71.42%，预计交付时间为 2025 年 8 月。

本次债券本息的偿还来源是项目净收益和公司经营收入。对于项目净收益与用于项目建设部分的债券本息之和的缺口资金，公司将通过自身的经营收入安排偿付。

在增信方面，杭州西湖投资集团有限公司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（包括但不限于律师费、诉讼费、仲裁费、保全费等），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起一年。

## 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

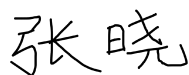


### 项目负责人

张晓

北京

Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

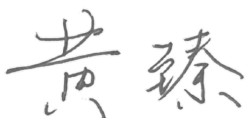


### 项目组成员

黄臻

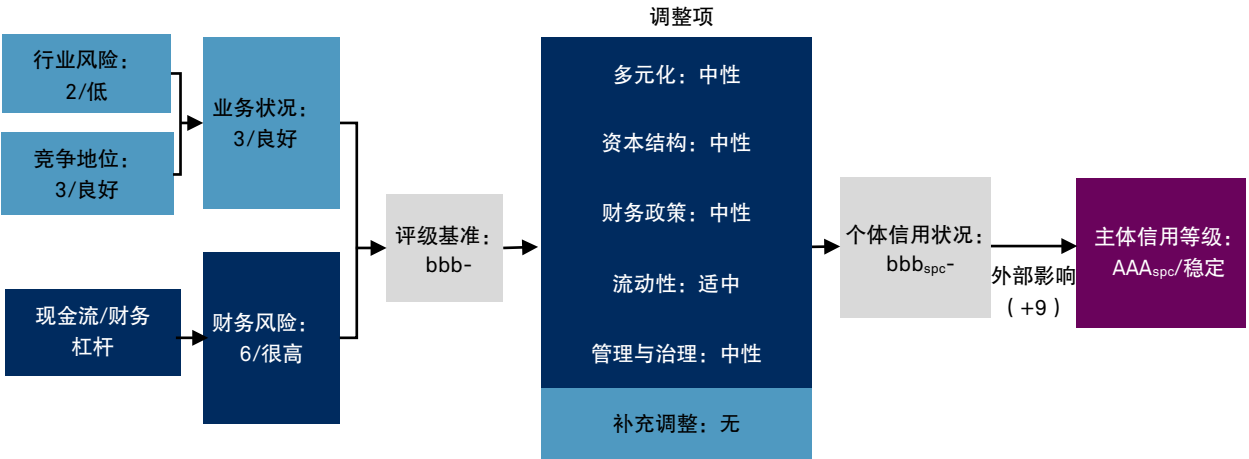
北京

Zhen.huang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

| 公司名称             | 所属行业   | 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 | 交通基础设施 | 主体信用等级 | AAA <sub>spc</sub> | 2025 年 6 月 30 日 | 稳定    |



本次评级概况

标普信评认定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”）主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>，评级展望为稳定。标普信评肯定了杭州市和西湖区强劲的经济财政实力，能够为区域内国企提供良好的外部环境和有利支持，以及公司在西湖区承担重要的基建职能，再融资能力强，作为西湖区的重要城投企业，可以持续获得“高”的外部支持。但标普信评也关注到公司建设项目资本开支较大、回款节奏较慢，公司债务负担重，杠杆率很高。

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，杭州市政府对其外部支持“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”的外部支持，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外部支持下降，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。

标普信评对西湖城投的评级历史

| 主体信用等级             | 展望/观察 | 评定日期           | 到期日期           |
|--------------------|-------|----------------|----------------|
| AAA <sub>spc</sub> | 稳定    | 2024 年 9 月 3 日 | 2025 年 9 月 2 日 |

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%，连续 15 年居全国副省级城市第一。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。截至 2025 年 5 月末，今年杭州市的成交土地总价为 1,199 亿元，在全国 GDP 前十大城市中排名第一。

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。2024 年，全区地区生产总值为 2,332 亿元，同比增长 4.9%，在全国区县中处于领先水平；三次产业增加值结构为 0.2:7.8:92.1，第三产业（即服务业）增加值 2,147 亿元，同比增长 5.2%，服务业完成一般公共预算收入 190 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，2024 年增加值 710 亿元，占全区 GDP 的比重为 30.5%。按常住人口计算，2024 年全区人均地区生产总值 19.9 万元，高于杭州市的平均水平。西湖区 2024 年一般公共预算收入 226 亿元，一般公共预算支出 191 亿元，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

## 二、发行人

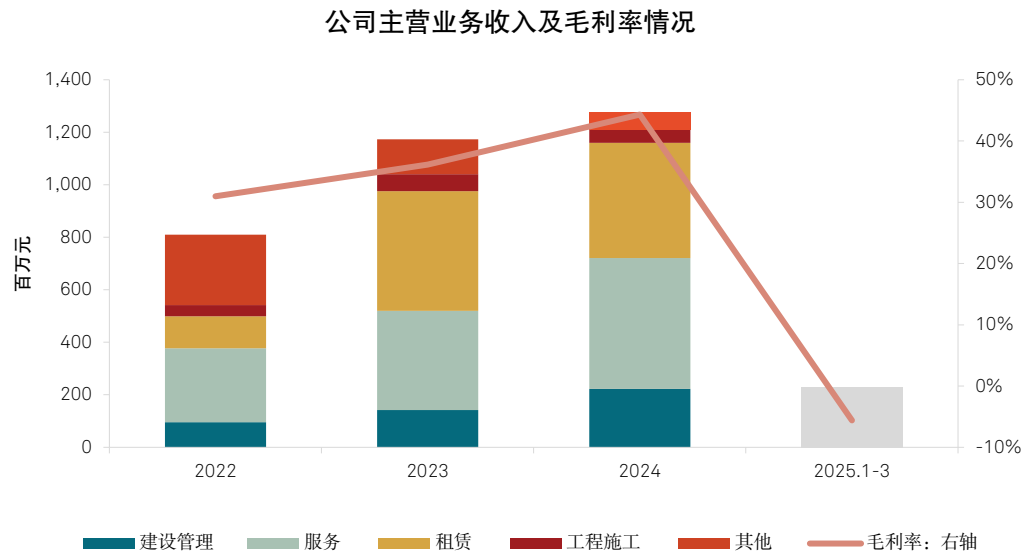
### 公司概况

杭州西湖城市建设投资集团有限公司成立于 2004 年，截至目前，公司的注册资本 30 亿元，控股股东是杭州西湖投资集团有限公司，持股比例 100%，实际控制人是杭州市西湖区人民政府。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 2024 年末，公司总资产 1,057 亿元，净资产 326 亿元，全年实现营业收入 12.8 亿元；截至 2025 年 3 月末，公司总资产 1,128 亿元，净资产 330 亿元，2025 年 1-3 月实现营业收入 2.3 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



注：1、公司未提供2025年1-3月营业收入业务拆分。2、公司2025年1-3月的毛利率为负，主要原因是环境服务业务的收入未结算。  
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，2024 年地区生产总值 2,332 亿元，一般公共预算收入 226 亿元。

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 1 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。

表 1

| 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 年末总资产（亿元） | 职能范围                                          |
| 西湖投资            | 西湖区财政局 | 西湖区人民政府 | 1,518          | 西湖区留用地业务，代政府出资、持股其他区属企业（西湖城投、西湖文旅、云创集团、西湖科创投） |
| 西湖城投            | 西湖投资   | 西湖区人民政府 | 1,057          | 西湖区除之江片区外的区域（基建、土地开发、安置房）                     |
| 云创集团            | 西湖城投   | 西湖区人民政府 | 224            | 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 | 1,063          | 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 | 269            | 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办公室简称“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：西湖城投提供，iFinD，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 年末，公司的总资产规模 1,057 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 2024 年末，公司仍有较大规模在建基础设施建设、土地开发整理和自营产业园项目，如表 2 所示，剩余待投资金额 100.3 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 2

| 公司主要在建项目投资情况（截至 2024 年末，单位：亿元） |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| 项目类型                           | 预计总投资 | 累计已投资 | 剩余待投资 |
| 基础设施建设项目                       | 317.2 | 283.4 | 33.8  |
| 土地开发整理项目                       | 38.3  | 4.2   | 34.1  |
| 安置房项目                          | 1.5   | 1.4   | 0.2   |
| 自营产业园项目                        | 51.5  | 19.2  | 32.2  |
| 合计                             | 408.5 | 308.2 | 100.3 |

注：预计总投资指项目的投资预算。

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%。2022-2024 年，公司确认的代建管理费规模为 1-2 亿元，占总收入比例在 10%-20%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良好现金流补充。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

核心假设

2025-2026 年，我们对公司主要财务指标的基础假设如下：

- 公司的服务、租赁业务呈增长势头，将带动收入小幅增长。
- 公司盈利能力将保持稳定，EBITDA 利润率约 40%-50%。
- 公司年均资本开支为 80-90 亿元，主要投向基础设施建设、土地整理、自营产业园等项目。

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。

我们预计，在服务 and 租赁业务的增长带动下，2025-2026 年公司营业收入将小幅增长，期间 EBITDA 利润率将维持相对稳定。我们预计，2025-2026 年公司建设管理业务的结算比例与历史水平相当，随着公司资本开支的持续，建设管理业务收入规模或维持在 2 亿元左右。服务板块的环境服务业务、园区租赁业务是公司未来的收入增长点，工程施工及其他业务基本稳定。我们预计公司盈利能力基本稳定，2025-2026 年 EBITDA 利润率维持在 40%-50%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。2022-2024 年，公司每年资本开支在 50-100 亿元之间。我们预计，2025-2026 年公司每年资本开支或维持在 80-90 亿元的水平，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，导致公司杠杆高企，利息负担较重。

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。我们发现公司 2024 年末的短期债务占比有所上升，需关注未来公司对债务结构的调整。

此外，公司对外担保余额较高，主要担保对象为之江城投，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 年末，公司对外担保余额 171 亿元，占当期末净资产的比例为 52.5%，其中对之江城投的担保金额占比约九成。

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                   | 810    | 1,173  | 1,276  |                                                       |         |
| EBITDA                 | 204    | 383    | 624    |                                                       |         |
| 资本开支                   | 5,515  | 8,483  | 9,251  | 得益于公司的服务、租赁业务增长，预计收入小幅增长。<br>EBITDA 利润率保持在 40%-50%之间。 |         |
| 利息支出                   | 1,773  | 2,196  | 2,975  |                                                       |         |
| 经调整总债务                 | 63,674 | 75,487 | 83,125 |                                                       |         |
| 经调整总债务（不含对外担保）         | 46,184 | 57,131 | 65,997 |                                                       |         |
| 调整后核心财务指标              |        |        |        |                                                       |         |
| 经调整总债务/EBITDA（倍）       | 312.2  | 197.2  | 133.2  | 135-155                                               | 135-155 |

|                       |      |      |      |           |           |
|-----------------------|------|------|------|-----------|-----------|
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍）      | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0-0.5     | 0-0.5     |
| EBITDA 利润率（%）         | 25.2 | 32.6 | 48.9 | 40.0-50.0 | 40.0-50.0 |
| 经调整总债务/(EBITDA+政府注资)  | 25.0 | 68.0 | 56.0 | --        | --        |
| (EBITDA+政府注资)/利息支出（倍） | 1.4  | 0.5  | 0.5  | --        | --        |

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。“--”代表数据不可得。

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 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                        | 65,887 | 32,601  | 618    | 618    | 67    |
| 标普信评调整                     |        |         |        |        |       |
| 盈余现金                       | -2,889 | -       | -      | -      | -     |
| 其他权益工具                     | 2,999  | -2,999  | -      | -      | -     |
| 对外担保和诉讼                    | 17,128 | -       | -      | -      | -     |
| 利息及股利收入                    | -      | -       | -      | 28     | -     |
| 当期所得税                      | -      | -       | -      | -12    | -     |
| 利息支出                       | -      | -       | -      | -67    | -     |
| 资本化利息                      | -      | -       | -      | -2,908 | 2,908 |
| 其他调整                       | -      | -       | 6      | 6      | -     |
| 标普信评调整值                    | 17,238 | -2,999  | 6      | -2,954 | 2,908 |
|                            | 经调整总债务 | 所有者权益   | EBITDA | 营运现金流  | 利息支出  |
| 调整后                        | 83,125 | 29,602  | 624    | -2,335 | 2,975 |

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

我们选择了杭州临平城市建设集团有限公司（以下简称“临平城建”）、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”）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”）作为西湖城投的对比公司。西湖城投、临平城建、吴江城投和北仑经投所在区域分别为杭州市西湖区、杭州市临平区、苏州市吴江区和宁波市北仑区。上述企业均为区县级主要城投企业，西湖城投与对比公司在平台定位、业务范围和地域等方面相似。

我们认为，西湖区与吴江区、北仑区的综合实力相当，强于临平区。作为杭州市中心城区，西湖区的经济和财政体量处于杭州市各区县的中上水平，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。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，一般公共预算收入规模更突出。吴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，虽然四家企业的资产和收入规模差异较为明显，但从职能定位来看，它们均为当地主要城投企业，承担重要的基础设施建设等任务。西湖城投、临平城建和吴江城投的资产规模均在千亿以上，在全国范围内处于领先水平，而北仑经投规模较小，我们认为这与对比企业所在区政府对当地城投的职能划分、整合规划以及企业自身的业务模式等因素

相关。四家企业的职能定位均较为明确，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，临平城建筑要负责临平新城的基建和土地整理任务，也承接部分其他区内重大基建项目，它们在各自片区内具有较强的业务专营性。北仑经投作为该区重要的城市基础设施投资建设主体，承担区级基础设施项目、市政工程及保障性安居工程等建设任务。

我们认为，西湖城投的财务状况与另外三家比较企业类似。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，主营业务盈利能力较弱，杠杆率处于很高水平。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，再融资压力较小。

我们认为，西湖城投与对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 5

| 经营情况（2024 年，单位：亿元） |                            |                                   |                                      |              |
|--------------------|----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|--------------|
|                    | 西湖城投                       | 临平城建                              | 吴江城投                                 | 北仑经投         |
| 运营区域               | 西湖区                        | 临平区                               | 吴江区                                  | 北仑区          |
| 实际控制人              | 西湖区人民政府                    | 临平区人民政府                           | 吴江区人民政府                              | 北仑区人民政府      |
| 区域 GDP             | 2,332                      | 1,175                             | 2,660                                | 3,035        |
| 一般公共预算收入           | 226                        | 146                               | 241                                  | 404          |
| 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、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 | 基础设施建设、物业租赁等 |
| 总资产                | 1,057                      | 1,518                             | 1,218                                | 215          |
| 总收入                | 13                         | 52                                | 54                                   | 6            |

资料来源：公开资料，iFinD，标普信评。

表 6

| 财务情况比较（2023-2024 两年平均值，单位：百万元） |        |        |        |        |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                | 西湖城投   | 临平城建   | 吴江城投   | 北仑经投   |
| 营业收入                           | 1,225  | 5,820  | 4,778  | 624    |
| EBITDA                         | 503    | 1,622  | 694    | 145    |
| 资本支出                           | 8,867  | 2,182  | 1,777  | 523    |
| 经调整总债务                         | 79,306 | 87,338 | 59,042 | 10,357 |
| 经调整总债务/EBITDA（倍）               | 165    | 54     | 86     | 75     |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍）               | 0.2    | 0.5    | 0.3    | 7.4    |
| EBITDA 利润率（%）                  | 40.8   | 28.4   | 15.1   | 23.0   |

资料来源：各公司审计报告，iFinD，标普信评。

### 个体信用状况

标普信评认为，西湖城投的个体信用状况主要反映了公司作为杭州市西湖区的重要城投企业，凭借西湖区强劲的经济财政实力，享有良好的外部环境和再融资环境，而且公司在西湖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、回款较慢的影响，公司债务负担重。

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 7

| 债务到期分布情况                            |                             |
|-------------------------------------|-----------------------------|
| 非受限现金及现金等价物约 83 亿元；                 | 未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 186 亿元； |
| 可循环或未提取的金融机构授信、政府资金支持等约 280-300 亿元； | 未来 12 个月，资本支出 80-90 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 10-15 亿元。  |

注：数据截至 2025 年 3 月末。  
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表 8

| 债务到期分布情况 |            |
|----------|------------|
| 年份       | 金额（单位：百万元） |
| 一年以内     | 35,015     |
| 一年以上     | 33,871     |
| 合计       | 68,886     |

注：数据截至 2024 年末。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。

或有事项

截至 2024 年末，公司对外担保余额为 171 亿元，系对关联方之江城投、西湖投资、西湖文旅的担保，考虑到目前杭州市西湖区的区域再融资环境较好，整体风险可控。

截至 2024 年末，公司存在 2 项诉讼标的超过 5,000 万元的案件，其中西湖城投为被告的案件 1 项、西湖城投为原告的案件 1 项，涉及金额均不超过 1 亿元，预计对公司的信用质量影响可控。

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 4 月 8 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。

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。

我们认为，杭州市政府对西湖城投的外部支持为“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。西湖区的偿债安全性和不发生系统性金融风险的金融环境的稳定性，是杭州市整体的区域金融风险控制不可或缺的一环。

- 一 杭州市西湖区人民政府实际控制、直接管理公司。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。

综上，我们认为，西湖城投的主体信用质量极强，并评定西湖城投的主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>。

### 三、担保人

西湖投资成立于 1999 年，截至目前，西湖投资的注册资本 15.6 亿元，控股股东是杭州市西湖区财政局，持股比例 90.641%。西湖投资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，主要业务板块包括基础设施建设、项目管理服务、工程施工、旅游服务、安保服务、留用地开发（房屋销售）、其他资产销售、资产经营和资金占用等。截至 2024 年末，西湖投资总资产 1,518 亿元，全年实现营业收入 43.3 亿元。截至 2025 年 3 月末，西湖投资总资产 1,607 亿元，2025 年 1-3 月实现营业收入 6.8 亿元。

西湖投资是杭州市西湖区下属的重要国有资产经营管理主体，代政府出资、持股西湖区其他国企，包括西湖城投、西湖文旅、西湖科创投等，本部还负责西湖区全域的留用地开发和建设管理业务。西湖投资的各家子公司的业务分工明确，整体业务布局较广泛。其中，西湖城投负责基础设施建设、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；西湖文旅负责西湖区的文旅板块，包括西溪湿地、灵山景区等；西湖科创投负责基金投资。

我们认为，西湖投资的业务状况“良好”。西湖投资所在的杭州市和西湖区经济财政实力较强，为西湖投资的业务发展提供了良好的运营环境。作为西湖区重要的城投企业，西湖投资的职能定位清晰，业务范围较广、业务公益性较强，基建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。西湖投资的资产和收入规模较大，但建设项目的结算、回款进度慢，对运营效率带来挑战。

我们认为，西湖投资的财务风险“很高”。西湖投资杠杆水平很高，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，西湖投资的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，其财务风险将维持“很高”水平。但是西湖投资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。西湖投资对外担保规模虽大，但风险可控。

我们认为，西湖投资的个体信用状况主要反映了公司作为杭州市西湖区的重要城投企业，享有良好的外部运营环境和再融资环境，业务职能定位清晰且运营稳定，但项目回款较慢，债务负担较重。

我们认为，杭州市政府对西湖投资的外部支持“高”。杭州市的支持能力极强；西湖区作为杭州市中心城区，经济财政实力强，再融资环境良好；西湖投资由杭州市西湖区人民政府实际控制、直接管理，作为西湖区重要的国有资产运营管理平台，代政府出资、持股其他区属企业，负责西湖区的留用地业务、文旅板块、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，业务范围较广、业务公益属性强、职能定位清晰，资产规模较大，若西湖投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，标普信评评定西湖投资的主体信用等级在个体信用状况基础上增加 9 个子级至 AAA<sub>spc(u)</sub>。

### 四、评级结论

标普信评评定杭州西湖城市建设投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行绿色企业债券（第一期）的信用等级为 AAA<sub>spc</sub>。本期债券的发行人是杭州西湖城市建设投资集团有限公司，标普信评评定其主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>，评级展望稳定。本期债券的担保人是杭州西湖投资集团有限公司，标普信评评定其主体信用等级为 AAA<sub>spc(u)</sub>，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<sub>spc</sub>。

附录

附录1： 西湖城投的主要财务数据及指标

| 主要财务数据及指标（单位：百万元） |        |        |         |         |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|
|                   | 2022   | 2023   | 2024    | 2025.3  |
| 货币现金和交易性金融资产      | 2,941  | 4,183  | 6,209   | 8,304   |
| 其他应收款             | 7,063  | 10,067 | 10,542  | 11,630  |
| 存货                | 9,658  | 6,390  | 6,854   | 6,935   |
| 长期股权投资            | 207    | 189    | 157     | 178     |
| 固定资产              | 420    | 461    | 497     | 485     |
| 在建工程              | 53,059 | 62,901 | 72,435  | 75,875  |
| 资产总计              | 79,803 | 94,283 | 105,718 | 112,759 |
| 短期借款              | 599    | 7,334  | 13,213  | 14,531  |
| 应付票据及应付账款         | 240    | 392    | 647     | 491     |
| 一年内到期的非流动负债       | 12,040 | 9,751  | 18,822  | 18,635  |
| 长期借款              | 20,132 | 30,349 | 20,758  | 23,061  |
| 应付债券              | 8,321  | 4,792  | 9,317   | 11,322  |
| 所有者权益合计           | 27,609 | 29,155 | 32,601  | 32,982  |
| 营业总收入             | 810    | 1,173  | 1,276   | 229     |
| 营业成本              | 559    | 749    | 710     | 242     |
| 管理费用              | 178    | 209    | 200     | 56      |
| 财务费用              | 53     | 161    | 40      | 11      |
| 投资收益              | 32     | 34     | 2       | 0       |
| 利润总额              | 134    | 89     | 207     | -79     |
| 净利润               | 133    | 87     | 229     | -81     |
| 经营活动现金流入小计        | 5,048  | 2,413  | 4,912   | 1,732   |
| 经营活动现金流出小计        | 8,307  | 2,105  | 6,573   | 2,469   |
| 经营活动产生的现金流量净额     | -3,260 | 308    | -1,660  | -737    |
| 投资活动现金流入小计        | 23     | 224    | 757     | 1,120   |
| 投资活动现金流出小计        | 5,653  | 8,519  | 11,026  | 4,087   |
| 投资活动产生的现金流量净额     | -5,630 | -8,294 | -10,269 | -2,967  |
| 筹资活动现金流入小计        | 38,732 | 29,633 | 45,939  | 19,543  |
| 筹资活动现金流出小计        | 29,390 | 20,429 | 32,391  | 13,321  |
| 筹资活动产生的现金流量净额     | 9,342  | 9,204  | 13,548  | 6,223   |
| 调整后财务数据及指标        |        |        |         |         |
|                   | 2022   | 2023   | 2024    | 2025.3  |
| 营业收入              | 810    | 1,173  | 1,276   | 229     |
| EBITDA            | 204    | 383    | 624     | --      |

|                       |        |        |        |       |
|-----------------------|--------|--------|--------|-------|
| 利息支出                  | 1,773  | 2,196  | 2,975  | --    |
| 经调整总债务                | 63,674 | 75,487 | 83,125 | --    |
| 经调整总债务（不含对外担保）        | 46,184 | 57,131 | 65,997 | --    |
| 资本开支                  | 5,515  | 8,483  | 9,251  | 3,485 |
| 经调整总债务/EBITDA（倍）      | 312.2  | 197.2  | 133.2  | --    |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍）      | 0.1    | 0.2    | 0.2    | --    |
| EBITDA 利润率（%）         | 25.2   | 32.6   | 48.9   | --    |
| 经调整总债务/(EBITDA+政府注资)  | 25.0   | 68.0   | 56.0   | --    |
| (EBITDA+政府注资)/利息支出（倍） | 1.4    | 0.5    | 0.5    | --    |

注：1、上表中财务数据基于公司披露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 2022-2024 年审计报告及 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：西湖城投的审计报告，经标普信评调整及整理。

## 附录2： 担保人西湖投资的主要财务数据及指标

| 主要财务数据及指标（单位：百万元） |         |         |         |         |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
|                   | 2022    | 2023    | 2024    | 2025.3  |
| 货币现金和交易性金融资产      | 5,456   | 7,300   | 8,335   | 11,389  |
| 其他应收款             | 15,113  | 18,049  | 19,598  | 20,335  |
| 存货                | 18,356  | 12,144  | 10,926  | 11,092  |
| 长期股权投资            | 500     | 4,450   | 3,484   | 3,499   |
| 固定资产              | 10,499  | 4,916   | 6,376   | 6,328   |
| 在建工程              | 57,871  | 69,394  | 78,841  | 82,366  |
| 资产总计              | 126,465 | 138,177 | 151,803 | 160,688 |
| 短期借款              | 4,280   | 10,960  | 19,298  | 21,107  |
| 应付票据及应付账款         | 518     | 1,551   | 1,456   | 1,400   |
| 一年内到期的非流动负债       | 16,717  | 15,501  | 20,975  | 20,662  |
| 长期借款              | 23,025  | 32,963  | 25,647  | 28,920  |
| 应付债券              | 16,563  | 14,850  | 20,228  | 23,225  |
| 所有者权益合计           | 45,717  | 43,312  | 46,940  | 47,054  |
| 营业总收入             | 3,271   | 6,774   | 4,325   | 677     |
| 营业成本              | 2,280   | 4,878   | 3,357   | 639     |
| 管理费用              | 749     | 823     | 638     | 163     |
| 财务费用              | 261     | 564     | 564     | 163     |
| 其他收益              | 141     | 172     | 211     | 13      |
| 利润总额              | 68      | 417     | -212    | -333    |
| 净利润               | -12     | 227     | -272    | -331    |
| 经营活动现金流入小计        | 11,274  | 9,003   | 10,435  | 3,163   |
| 经营活动现金流出小计        | 15,728  | 7,299   | 11,272  | 4,270   |
| 经营活动产生的现金流量净额     | -4,454  | 1,704   | -837    | -1,107  |

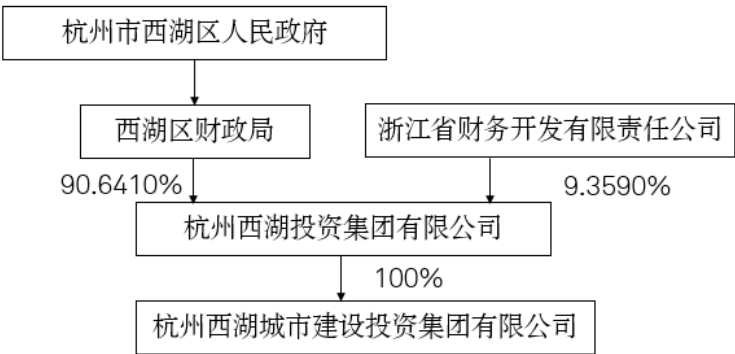
|               |        |        |         |        |
|---------------|--------|--------|---------|--------|
| 投资活动现金流入小计    | 169    | 931    | 1,008   | 1,287  |
| 投资活动现金流出小计    | 10,123 | 9,841  | 13,544  | 4,973  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -9,954 | -8,909 | -12,536 | -3,686 |
| 筹资活动现金流入小计    | 51,104 | 48,732 | 58,784  | 24,969 |
| 筹资活动现金流出小计    | 38,616 | 39,516 | 44,383  | 16,678 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 12,489 | 9,216  | 14,401  | 8,291  |

调整后财务数据及指标

|                  | 2022   | 2023    | 2024    | 2025.3 |
|------------------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入             | 3,271  | 6,774   | 4,325   | 677    |
| EBITDA           | 817    | 1,521   | 1,136   | --     |
| 利息支出             | 2,276  | 2,880   | 3,772   | --     |
| 经调整总债务           | 83,949 | 101,323 | 108,275 | --     |
| 经调整总债务（不含对外担保）   | 59,672 | 77,321  | 88,053  | --     |
| 资本开支             | 9,088  | 9,181   | 10,057  | 3,655  |
| 经调整总债务/EBITDA（倍） | 102.8  | 66.6    | 95.3    | --     |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍） | 0.4    | 0.5     | 0.3     | --     |
| EBITDA 利润率（%）    | 25.0   | 22.4    | 26.3    | --     |

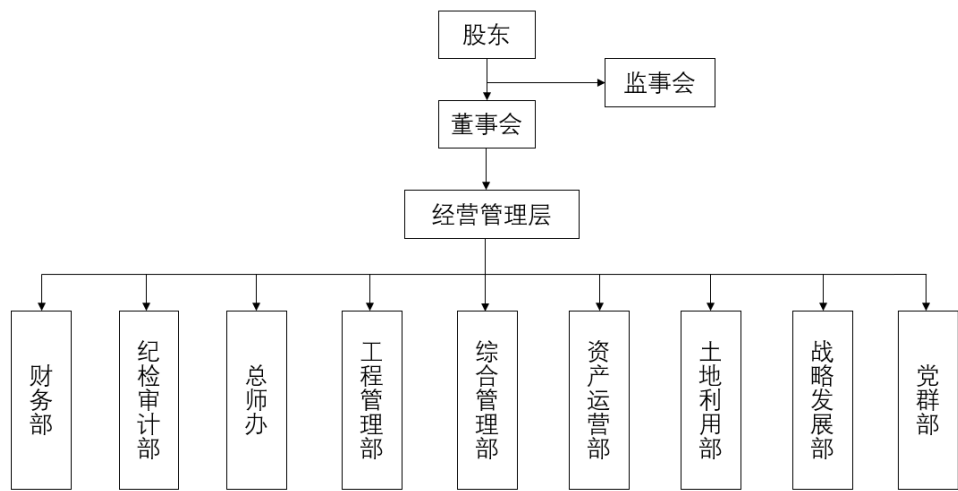
注：1、上表中财务数据基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告、经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告和 2025 年 1-3 月未经审计的财务报表；2、如果财务数据被重述，上表采用重述值；3、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；4、“--”代表数据不可得。  
资料来源：西湖投资的审计报告，经标普信评调整及整理。

附录3： 西湖城投和担保人西湖投资的股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



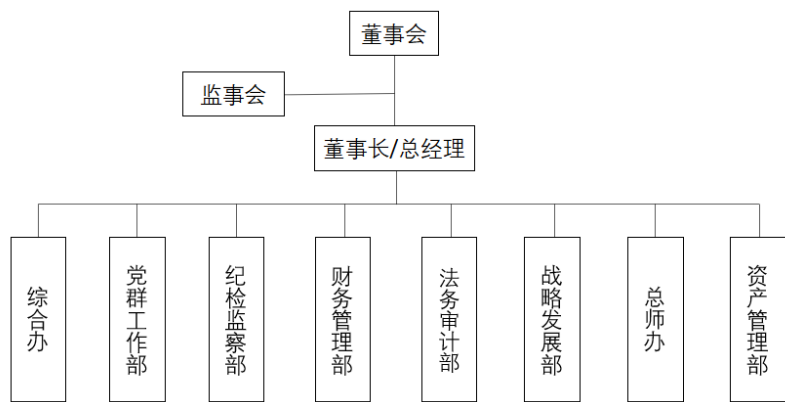
资料来源：公司提供。

附录4： 西湖城投的组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

附录5： 担保人西湖投资的组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：西湖投资提供。

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                                               |

## 附录7： 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。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）的附属企业。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转销商。