

标普信评

S&P Global

China Ratings

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：2025年12月16日

到期日期：2026年12月15日

项目负责人：

任映雪 010-6516 6037；yingxue.ren@spgchinaratings.cn

项目组成员：

曹艺馨 010-6516 6048；yixin.cao@spgchinaratings.cn

目录

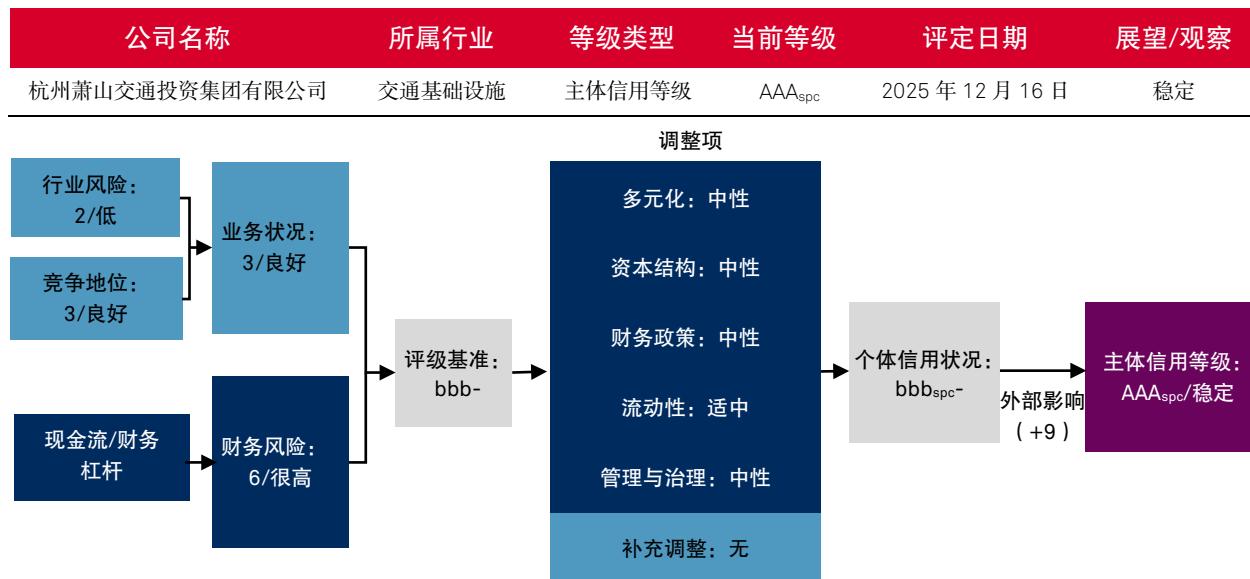
信用等级概况	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准	5
三、个体信用状况	11
四、主体信用等级	12
附录	14

*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。

信用等级概况



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，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。

标普信评对萧山交投的最近一次评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAA _{spc}	稳定	2024年11月14日	2025年11月13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。

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。

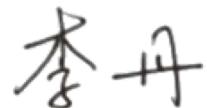
跟踪评级安排

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。

高级管理人员

李丹

北京



dan.li@spgchinaratINGS.cn

项目负责人

任映雪

北京

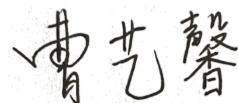


yingxue.ren@spgchinaratINGS.cn

项目组成员

曹艺馨

北京



yixin.cao@spgchinaratINGS.cn

一、宏观经济与行业环境

根据国家十五五规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要原因在于国内需求持续低迷和出口的放缓。在国家多个行业“反内卷”的各种措施实施下，有迹象显示商品价格下行压力有所缓解，但很多行业面临的供给过剩，需求端不足以及资本投入长期低回报的状况仍将持续。

我们认为，受益于大规模债务置换及专项债用途扩容，城投企业流动性压力将有所缓解，发生重大信用风险事件的概率较低。2024 年末至 2025 年初，中央层面陆续推出隐性债务置换、专项债用作资本金范围扩大、土地回储专项债使用规范等政策，有助于降低城投债务负担、盘活存量资产并推动利差收窄。然而，城投融资环境整体仍偏紧。2025 年 3 月交易所发布新版债券审核指引，进一步强化监管，倒逼城投市场化转型。受此影响，城投债净融资已多月呈现净流出，预计该趋势仍将延续。基本面方面，地方财政压力未明显缓解。2025 年 1-8 月地方政府性基金收入同比下滑 1.4%，而支出仍保持增长，收支矛盾持续制约城投可获支持。随着城镇化进程放缓及城投同质化问题凸显，地方政府通过整合注销方式精简城投数量的可能性正在上升。2024 年城建类企业注销数量已同比增长 22%，预计这一趋势将延续。长期来看，城投市场化转型已是大势所趋。

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 1-9 月，杭州市的成交土地总价为 1,455 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、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。

公司已建立由董事会、审计委员会和经营管理层构成的完善治理结构，内部控制制度与组织架构健全。董事会由七名董事组成，其中六名非职工董事由股东委派，一名职工董事由职工代表大会民主选举产生。董事会设董事长一人，由杭州

市萧山区人民政府任免。公司不设监事会，设成员四人的审计委员会，其中包括审计委员会主任一人。目前，公司有一位董事因工作调离，审计委员会有一名委员暂缺，相关增补工作将按规定程序推进。公司目前生产经营稳定，我们认为上述董事、审计委员会委员缺位事项对其信用质量不构成重大影响。

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 9 月末，公司总资产 1,261 亿元，净资产（含少数股东权益）451 亿元，2025 年 1-9 月实现营业收入 31.0 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。

表1

主营业务收入及毛利率情况（亿元，%）								
项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
城中村改造	25.92	20.49	18.02	16.03	29.31	14.75	20.06	26.17
客运运输业务	4.84	13.62	4.31	11.6	3.49	6.44	1.96	0.43
公路运营	2.91	-45.73	3.38	-27.45	3.51	-24.15	2.23	88.56
交通基础设施建设	13.86	8.06	9.05	6.08	5.79	1.12	2.66	5.99
地铁周边土地及上盖物业开发	-	-	11.41	17.21	2.90	19.55	-	-
租赁	1.10	19.49	1.33	50.58	1.65	33.56	1.26	72.74
石料销售	4.48	21.56	5.14	14.35	1.92	70.13	-	-
利息收入	0.67	100.00	0.61	100.00	2.35	100.00	2.23	100.00
其他	3.45	0.21	6.15	12.32	1.82	31.46	0.59	41.47
合计	57.23	13.30	59.37	13.04	52.76	17.37	30.99	34.80

注：1、公路运营板块毛利率由负值大幅转正主要由于杭州萧山机场高速公路不再计提折旧。杭州萧山机场高速公路原先按平均年限法计提折旧，残值率为零。依据《收费公路管理条例》，结合政府还贷公路最长 15 年收费期限规定，机场高速按高架部分概算投资 588,643.16 万元暂估入账金额，以 15 年为计提年限（2016 年 5 月开征），截至 2024 年末累计计提折旧 336,834.72 万元，期间产生的亏损每年由财政资金补贴。根据萧山区政府相关公文（20250145 号），该高速自 2025 年 1 月 1 日至 2031 年 12 月 31 日暂不计提折旧，同时停止相关财政补贴。该资产原先每年折旧金额约 4 亿元，每年财政补贴约 1 亿元，计入其他收益。2、石料销售业务 1-9 月未产生收入，该业务为公司因矿山治理所产生的连带业务，目前处于存量收尾阶段，四季度预计结转少量收入。3、利息收入板块收入增长较多主要因对杭州世环建设开发有限公司（“世环建设”）的其他应收款利息增加所致。公司一项目因规划调整转至钱江世纪城板块，由世环建设承接并返还公司前期建设融资成本，故产生相关利息收入。

资料来源：公司提供，标普信评。

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，未来一段时间内区域国有企业架构将维持稳定。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2

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（本公司）	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 年末及 2025 年 9 月末，公司总资产规模为 1,197 亿元、1,261 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，重点聚焦交通项目建设沿线的城中村改造项目。现阶段，公司重点在建项目能够获得财政资金的支持，其中 104 国道杭州河庄至衙前段工程-萧山段（总投资 142 亿元）的建设资金来源于超长期特别国债、区财政统筹、市级政府补助；临浦快速路先行段工程（总投资 3 亿元）由区财政出资。未来对于符合要求的拟建基建项目，公司也力争申请专项债、超长期特别国债等财政资源倾斜。截至 2025 年 9 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。主要在建、拟建项目详见附录 1。

表3

公司主要在建项目投资情况（截至 2025 年 9 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	180.8	51.0
城中村改造	169.3	87.8
地铁周边土地及上盖物业开发	32.2	3.8
自营项目	97.7	70.7
合计	480.0	213.3

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。公司承建的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）相当一部分需要自筹项目建设资金，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实现资金回流。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。目前自营产业园建设是公司市场化转型的重要探索方向之一。由公司开发的“无限公园”（风情高新科技园一期）是集办公、商业于一体的复合型园区，于 2023 年四季度启动招商，目前已投运物业出租率超过 97%，在杭州市处于较好水平。未来，公司计划将产业园项目作为经营性业务布局的重点，已有大规模自营园区项目正在建设中，待建成投运后，将通过对外出租实现资金平衡，并有望支撑租赁收入实现增长。我们将对公司的市场化转型动向保持关注。

财务风险

核心假设

- 公司各项业务模式无重大变化，收入及利润总体保持平稳。2025-2026 年，总收入约在 45-55 亿元的区间，其中 2025 年城中村改造板块的土地整理收入约 15 亿元，安置房销售收入约 10 亿元；交通基础设施代建收入 5-6 亿元。2026 年的收入主要取决于土地出让金返还情况及安置房销售进展。
- 土地整理收入将保持一定利润空间，支撑整体利润率水平保持平稳，EBITDA 利润率处于 19%-24% 的水平。
- 2025-2026 年，公司各类项目投资规模保持在 90-100 亿元，2026 年带息债务增长约 40 亿元。

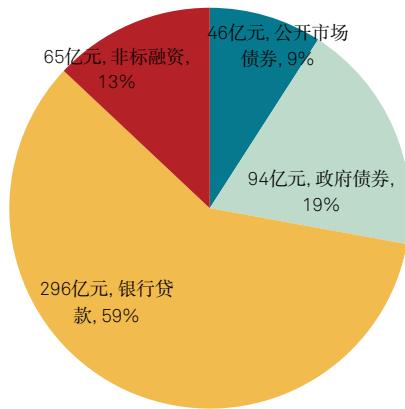
标普信评认为，萧山交投的财务风险“很高”，这主要反映了公司杠杆率较高，EBITDA 对利息覆盖倍数较低，但再融资能力强。我们预计，随着交通基础设施建设、土地开发整理及安置房等项目的持续推进，公司将继续保持较大的投资支出，未来两年杠杆率仍将处于较高水平，财务风险将维持“很高”。公司每年能够获得一定规模业务收入，可以覆盖部分利息支出。受益于萧山区良好的融资环境，公司在资本市场认可度较高，与金融机构保持着良好的合作关系，再融资能力强。

我们预计，2025-2026 年公司的收入及 EBITDA 利润率或维持相对稳定。具体来看，城中村改造板块包括土地整理和安置房项目收入，其中土地整理收入主要为土地出让金返还，返还金额能够覆盖前期整理成本并产生一定利润，该收入受到区域土地市场景气度、政府供地计划等因素影响，存在一定波动性。近年来，杭州市土地及房地产市场在全国范围内具有较强韧性，萧山区土地市场亦保持了一定的景气度，区位优质的地块土拍溢价率仍能达到 50%以上。2023 年至 2025 年 1-9 月期间，公司实际收到土地出让金返还（含未在期间确认收入的部分）约 20 亿元、25 亿元、36 亿元。截至 2025 年 9 月末，公司土地整理业务在建项目 5 个，总投资 8.6 亿元，拟建项目 5 个，拟投资 8.0 亿元。鉴于公司仍有一定规模的在建、拟建项目，预计土地整理相关收入可保持在 15-20 亿元。交通基础设施建设板块主要核算公司代建项目的结算收入及成本，采用全额法确认收入，板块利润体现为代建费，结算后一般可较快收到回款。公司存货中沉淀的待回款项目规模仍然较大，结算回款进展取决于财政统筹安排，未来 1-2 年预计该板块收入可保持在 5-6 亿元。2025 年内，公司地铁周边土地及上盖物业开发板块新增两个在建项目，合计总投 32 亿元，尚处于建设初期，预计未来 1-2 年收入及利润结转规模较小。得益于地区土地市场景气度，我们预计土地整理业务将保持一定利润空间，支撑 EBITDA 利润率维持在 19%-24% 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、专项债、超长期特别国债、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高，整体债务规模大、财务杠杆较高。2021-2024 年，公司年均投资规模约为 100-110 亿元。由于萧山区内交通基础设施、城市更新相关的基建需求仍然旺盛，预计 2025-2026 年公司的项目投资规模仍将保持在 90-100 亿元。同时，考虑到土地出让金返还、安置房销售收入、代建项目回款及其他经营性业务能带来的现金流入，预计公司每年带息债务的净增长将控制在 40 亿元左右。

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。公司债务结构以银行贷款和债券融资为主，非标融资占比约 13%，综合融资成本约 3.8%，较 2024 年末下降约 30 个基点。截至 2025 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 607 亿元，未使用授信额度约 265 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。

公司带息债务结构（截至2025年9月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表4

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	2025-2026 年, 总收入约在 45-55 亿元的区间, EBITDA 利润率处于 19%-24% 的水平。	
EBITDA	1,221	1,164	1,253		
资本开支	1,401	1,257	954	2025-2026 年, 公司投资规模保持在 90-100 亿元之间, 2026 年带息债务增长约 40 亿元。	
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	19-24	19-24

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5

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	利息支出
报告值	51,304	44,874	1,231	574
盈余现金	-1,343	-	-	-
其他权益工具	-	-	-	-
对外担保和诉讼	502	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	1	-
利息及股利收入	-	-	-	-
当期所得税	-	-	-	-
利息支出	-	-	-	-
资本化利息	-	-	-	994
其他权益工具股息或利息	-	-	-	43
其他调整	-	-	21	-
标普信评调整值	-841	-	22	1,037
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
调整后	50,463	44,874	1,253	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”）和杭州临平城市建设集团有限公司（以下简称“临平城建”）作为萧山交投的可比企业。萧山交投、吴江城投、临平城建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。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。

表6

业务状况比较（2024年，单位：亿元）			
	萧山交投	吴江城投	临平城建
运营区域	杭州市萧山区	苏州市吴江区	杭州市临平区
地区生产总值	2,432	2,660	1,175
一般公共预算收入	323	241	146
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
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
资产总计	1,197	1,218	1,518
营业总收入	53	54	52

资料来源：公开资料，Choice，标普信评。

三、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、债务融资滚续、财政资金、专项债、超长期特别国债等。我们预计，公司未来1年内在公开市场到期的16亿元债券（含行权）能够以较低利率完成再融资滚续。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36亿元； 未来12个月，可循环使用或未提取的金融机构授信约265亿元；债券借新还旧再融资。	未来12个月，到期偿付的债务规模约99亿元； 未来12个月，资本开支10亿元； 未来12个月，营运资本净流出40-50亿元。

注：截至2025年9月末。

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: 亿元)
一年以内到期	99
一年以上到期	402
合计	501

注: 截至 2025 年 9 月末。

资料来源: 公司提供, 标普信评整理。

或有事项

截至 2025 年 9 月末, 公司对外担保余额 4.12 亿元。其中, 涉及代偿和逾期情况的两项担保事项说明如下: 1) 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 9 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 484.90 万元。上述担保事件是区内资产整合过程中产生的历史遗留问题, 对公司的生产经营不构成重大负面影响。2) 子公司杭州萧山城区建设有限公司(“城区建设公司”)为参股公司杭州融泓政房产开发有限公司提供贷款担保, 该笔贷款已逾期, 相关担保被列为不良类。公司对该事项所承担的连带责任担保金额为 1.1 亿元。该案件将于 2025 年 12 月开庭一审。

其余担保为公司子公司对旧城改造项目提供的担保。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 9 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 11 月 5 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。公司子公司城区建设公司 2025 年 11 月 12 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, 原因见“或有事项”部分的说明, 我们将对该担保事项的诉讼及代偿进展保持关注。

综合上述分析, 标普信评认为, 萧山交投 bbb_{spc} -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。

四、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。萧山区作为杭州市的重要行政区, 其区域金融风险管理是杭州市整体债务风险防控的关键一环。若公司出现负面舆情, 将对萧山区乃至杭州市的区域融资环境产生重大不利影响。

- 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、职能定位清晰，专营性突出，资产规模较大。

综合以上，标普信评评定萧山交投主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1：

公司主要在建项目情况（截至 2025 年 9 月末，亿元）

项目名称	业务模式或类型	建设期间	总投资金额	已投资金额	投资计划		
					2025.9-12	2026	2027
交通基础设施							
彩虹快速路东延工程	自建	2023.11-2027.05	33.52	4.59	6.00	10.00	10.00
临浦快速路先行段工程	自建	2023.12-2026.11	3.49	0.54	0.60	1.00	1.00
浦阳江顶冲段加固项目	自建	2025.2-2026.2	0.56	0.05	0.31	0.06	-
104 国道杭州河庄至衙前段工程（萧山段）	自建	2023.3-2027.12	141.73	45.23	18.00	33.00	27.60
萧山区美丽公路三期建设工程—来娘线项目	代建	2023.4-2026.12	0.76	0.49	0.02	0.25	0.00
玉环市新城连接线（二期）工程第 SG01 标段	代建	2025.7-2027.11	0.77	0.08	0.04	0.35	0.30
城中村改造							
北干西单元 XSCQ1204-18 地块	土地整理	2025	2.67	2.66	0.01	-	-
湘北单元 XSCQ3106-11 地块	土地整理	2025	1.46	1.40	0.60	-	-
北干西单元 XSCQ1201-19 地块	土地整理	2025-2026	2.30	0.59	0.02	0.10	0.71
南站单元 FG01-A06 地块	土地整理	2025-2026	0.30	0.00	0.30	-	-
新塘北单元 XSCQ2503-05 地块	土地整理	2025-2026	1.90	1.78	0.02	0.10	-
城厢街道集中安置房（二期）	保障类住房	2024-2028	8.07	1.67	0.55	1.50	1.00
城厢街道安置房项目（新桥头）	保障类住房	2024-2028	12.90	1.28	0.65	2.00	1.50
浦阳单元 XSLP0704-36 地块新建公租房项目	保障类住房	2023-2026	9.40	3.49	0.85	0.20	-
浦阳单元 XSLP0701-17 地块新建公租房项目	保障类住房	2024-2027	4.45	1.28	0.85	0.80	0.50
山后东区块安置房	保障类住房	2024-2027	13.35	6.31	0.50	1.00	1.00
党湾未来交通新镇一期安置房项目	保障类住房	2022-2025	21.68	15.84	2.00	0.40	-
浦南未来社区安置房	保障类住房	2023-2026	10.61	8.09	0.60	0.30	-
党湾单元 XSGL2003-23 地块新建公租房项目	保障类住房	2024-2027	8.03	1.70	1.40	0.74	-
临澜之城项目	商品房	在售阶段	51.97	28.45	1.00	2.00	2.00
河印府项目	商品房	在售阶段	20.22	13.24	0.31	4.50	-
地铁周边土地及上盖物业开发							
蜀山南车辆基地上盖预留工程	地铁上盖物业开发	2025.4-2026.12	20.18	2.03	0.20	10.00	7.94
杭州地铁 18 号线义桥停车场上盖预留工程	地铁上盖物业开发	2025.4-2026.13	12.04	1.75	0.20	5.00	5.08
自营项目							
科创园二期项目	自营	/	33.48	21.09	0.60	-	-
市北客运站	自营	/	35.20	23.80	0.90	4.00	4.00
棉北里项目	自营	/	27.35	25.30	0.60	-	-
新开河粮库迁建项目	自营	/	1.70	0.49	0.21	0.30	-
合计			480.09	213.22	37.34	77.60	62.64

资料来源：公司提供，标普信评整理。

公司主要拟建项目情况（截至 2025 年 9 月末，亿元）

拟建项目	项目类型	预计总投资金额	建设周期	投资计划		
				2025.9-12	2026	2027
329 国道萧山进化至戴村段工程	交通基础设施	31.00	2026-2028	0.01	10.00	10.00
石富路先行段项目	交通基础设施	2.59	2026-2027	0.01	1.00	1.00
临浦快速路工程（杭甬运河大桥至临北路段）	交通基础设施	4.50	2026-2028	0.00	2.00	2.00
蜀山南赵家墩黄家章改造安置房项目	城中村改造	19.59	2026.4-2029.4	0.00	4.00	4.00
北干街道荣庄城中村改造安置房项目	城中村改造	13.83	2026.8-2029.8	0.00	1.00	1.00
萧政储出【2022】21号地块新建项目	自营项目	2.51	2026.3-2029.3	0.00	0.80	0.80
新街同心村科研园项目	自营项目	3.50	2026.12-2029.6	0.00	0.00	1.50
杭政储出【2025】101号（萧山北干产业邻里中心）	自营项目	10.06	2026.3-2029.7	0.00	1.50	3.00
义桥单元 XS190101-09 地块	城中村改造	2.50	2026-2028	0.00	0.02	0.30
义桥单元 XS190102-01 地块	城中村改造	1.30	2026-2028	0.00	0.20	0.24
义桥单元 XS190101-10 地块	城中村改造	1.10	2026-2028	0.00	0.02	0.20
北干西单元 XSCQ1206-17 地块	城中村改造	1.13	2026-2028	0.00	0.04	0.06
进化青化山地块	城中村改造	2.00	2026-2028	0.00	0.20	0.40
合计		95.60		0.02	20.78	24.50

资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录2：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）

	2022	2023	2024	2025.1-9
货币现金和交易性金融资产	1,164	2,054	2,689	3,661
固定资产	4,676	4,655	4,569	4,418
资产总计	95,891	110,990	119,674	126,077
短期借款	2,533	2,432	4,539	4,574
一年内到期的非流动负债	1,821	5,379	4,055	5,320
长期借款	23,935	24,908	29,279	27,289
应付债券	1,026	3,500	3,550	2,950
所有者权益合计	39,278	44,632	44,874	45,079
营业收入	5,723	5,937	5,276	3,099
营业成本	4,962	5,163	4,359	2,020
销售费用	18	24	22	10
管理费用	235	261	247	191
财务费用	542	443	534	699
利润总额	147	162	75	14
净利润	88	111	16	7
经营活动现金流入小计	7,191	7,821	7,392	12,682
经营活动现金流出小计	11,352	11,670	10,851	8,931

经营活动产生的现金流量净额	-4,161	-3,849	-3,458	3,750
投资活动现金流入小计	70	90	2	-32
投资活动现金流出小计	2,955	1,706	1,833	1,609
投资活动产生的现金流量净额	-2,885	-1,616	-1,831	-1,642
筹资活动现金流入小计	10,158	14,414	18,111	8,598
筹资活动现金流出小计	5,044	8,068	12,180	9,734
筹资活动产生的现金流量净额	5,113	6,346	5,931	-1,136

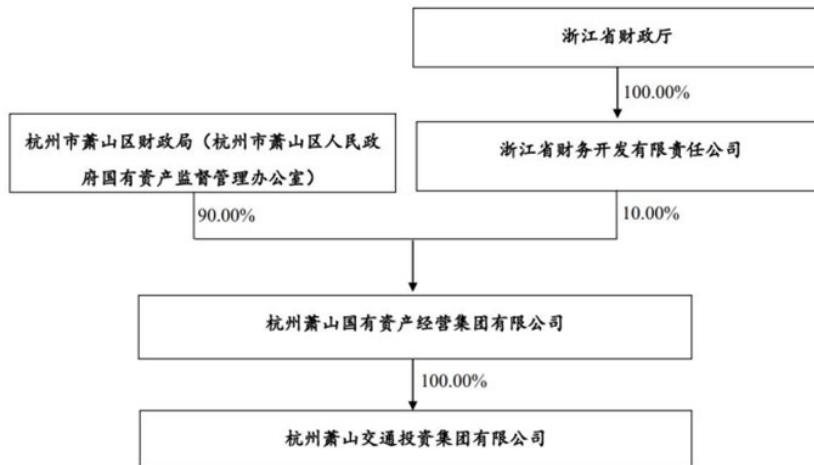
调整后财务数据及指标

	2022	2023	2024	2025.1-9
EBITDA	1,221	1,164	1,253	--
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1-9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。

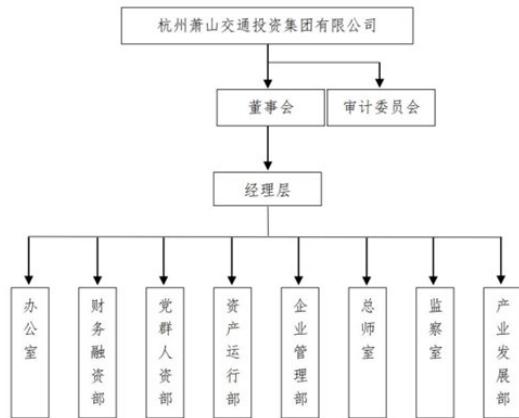
资料来源：公司审计报告，标普信评。

附录3：评级对象股权结构图（截至2025年9月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录4：评级对象组织结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

附录5：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6：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。

©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.spghinaratings.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。