

标普信评

S&P Global

China Ratings

债项跟踪评级报告：

杭州西湖城市建设投资集团有限公司

2026年6月30日

债项名称	发行规模	起息日	债项期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
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）	5亿元	2023-12-18	7年	AAA _{spc}	AAA _{spc}	2025年6月30日至本报告出具日的前一日

根据有关法规要求，标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）按照标普信评关于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”）所发行相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。标普信评维持西湖城投的主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。上表中所示债券由杭州西湖投资集团有限公司（以下简称“西湖投资”）提供担保，标普信评评定西湖投资的主体信用等级为 AAA_{spc(u)}。该受评债券在跟踪期内正常付息，标普信评维持该债券的债项信用等级 AAA_{spc}。

相关评级方法

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2026年6月17日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-基础设施行业，2026年4月23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。

相关主体信用质量分析

报告后附。

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

曹艺馨

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

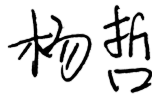


项目组成员

杨哲

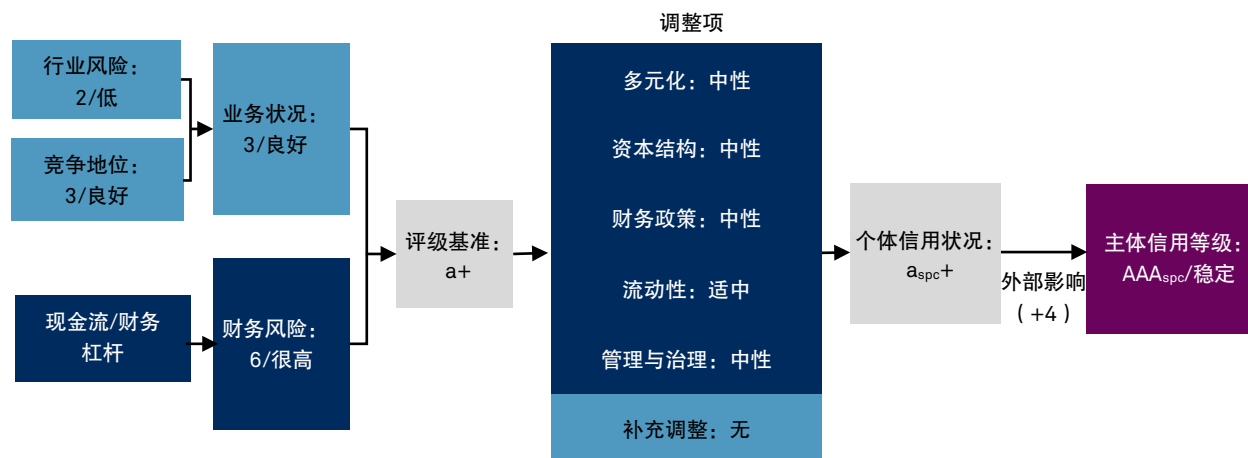
北京

Zhe.yang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	展望/观察
杭州西湖城市建设投资集团有限公司	基础设施	主体信用等级	AAA _{spc}	稳定



本次评级概况

标普信评维持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_{spc}，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维持稳定。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、强劲的经济财政实力，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最近一次主体评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAA _{spc}	稳定	2025年6月30日	2026年6月29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，2026年6月17日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-基础设施行业，2026年4月23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

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。

我们预计，2026 年城投平台所面临的再融资环境仍将维持偏紧态势，城投的新增融资仍会受到严控。2026 年是 10 万亿隐性化解的重要收官之年，中央和地方的政策重点仍将是地方隐债的存量化解和增量严控。预计城投平台在新增发债融资、名单制管理、非标融资接续等方面所受到的严控政策仍将持续，名单内城投的的新增融资仍将受到很大的限制。名单外的主体虽然在政策端不会有明确的控制，但仍需满足如“335”、经营活动现金流量净额为正、总资产报酬率高于 1% 等要求，能否新增成功也存在很大的不确定性。我们认为，城投转型及兼并整合仍会继续，转型方向选择差异和资源获取能力才是主导未来平台信用分化的核心因素。受限于平台公司产业资源获取、人才配备和梯队建设等客观因素，平台公司转型为全面参与市场竞争的产业化企业难度很大，与区域发展无关的纯市场化业务形成过多债务也会使外部支持大打折扣，最终弱化企业信用质量。我们认为，较为现实的转型路线目前为两类：一类是转型成区域运营商，从区域建设变为运营资产，另一类是转型为以服务区域经济发展、推动产业落地为主要目的产业投资平台。这两类转型的基础在于可以获得区域内资源整合或者政策倾斜，但考虑到区域内上述资源的稀缺性，资源获取能力将会直接决定此类转型的成功与否，这也是未来城投平台信用分化的主要来源之一。

我们预计，2026 年可能会逐步开始针对城投存量债务出台新的政策，重点在于指导城投化解经营性债务。根据化债的整体安排和节奏，2026 年是城投化债的关键年份，若按照原计划执行每年两万亿的债务置换，至 2026 年末隐债将下降至 4 万亿左右。2027 年中旬原 150 号文所提及的时间基本到期，我们认为，不论从巩固化债成果还是从稳定地方区域金融环境出发，新的政策将会进一步接续。2025 年 12 月中央经济会议中曾提出，积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。这个表述释放了积极的信号，也是首次从最高政策层面提出化解经营性债务风险。我们判断，新的政策或将着眼于城投经营性债务风险的化解。

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。2025 年，杭州市实现地区生产总值 23,011 亿元，同比增长 5.2%。按常住人口计算，2025 年全市人均地区生产总值 18.2 万元，远高于全国人均国内生产总值 10.0 万元。杭州市产业基础扎实，2025 年三次产业增加值结构为 1.7:24.5:73.8。当地民营经济蓬勃发展，2025 年民营经济增加值占规模以上工业增加值的比重达 59.5%，38 家民营企业上榜“中国民营企业 500 强”。根据杭州市“十五五规划”，杭州市将努力建设成为人工智能创新发展第一城、全球先进制造业基地、全国数字经济创新中心、东部现代服务业中心，目标到 2030 年 GDP 突破 3 万亿元、人均 GDP 突破 3 万美元。我们预计杭州市的经济水平将稳步发展，GDP 总量和人均 GDP 将保持在全国较强水平。

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。2025 年，杭州市实现一般公共预算收入 2,693 亿元，同比增长 2.0%，其中税收收入占比 85.5%，占比连续 16 年居全国副省级城市第一。同期，杭州市一般公共预算支出 2,849 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，2025 年全市地方政府债务余额 5,090 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，2025 年末常住人口 1,270 万人，有利于增强杭州市在房地产下行周期中的韧性。2026 年 1-5 月，杭州市招拍挂成交土地总价为 403 亿元。

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。2025 年，全区地区生产总值为 2,452 亿元，同比增长 5.5%，在全国区县中处于领先水平；三次产业增加值结构为 0.2:7.6:92.2，第三产业（即服务业）增加值 2,262 亿元，同比增长 5.2%。第三产业中的数字经济核心产业表现突出，2025 年增加值 712 亿元，占全区 GDP 的比重为 29.1%。按常住人口计算，2025 年全区人均地区生产总值 20.8 万元，高于杭州市的平均水平。西湖区 2025 年一般公共预算收入 218 亿元，一般公共预算支出 201 亿元，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

二、发行人

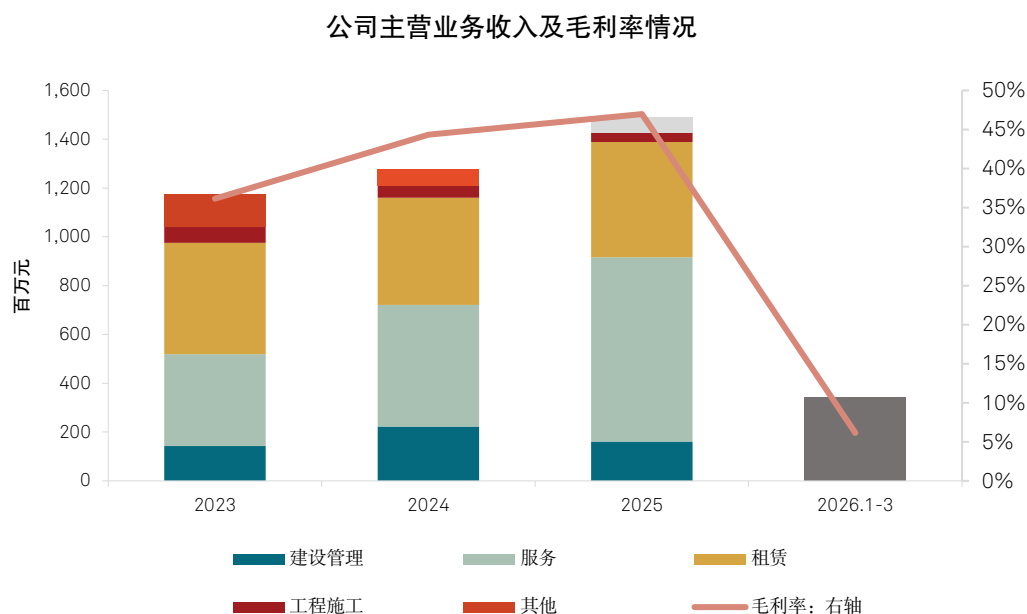
公司概况

杭州西湖城市建设投资集团有限公司（以下简称“西湖城投”或“公司”）成立于 2004 年，截至目前，公司的注册资本 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和经营管理层在内的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。根据公司章程，公司董事会共 4 人，含国有资产监督管理机构委派董事 3 名、职工代表董事 1 名，设董事长 1 名，经理岗位可根据需要设置。截至 2025 年末，公司董事会人员配置完整，无缺位情况，公司未设总经理，现有副总经理 4 名。

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 2025 年末，公司总资产 1,144 亿元，净资产 373 亿元，全年实现营业收入 14.9 亿元，实现净利润 1.8 亿元；截至 2026 年 3 月末，公司总资产 1,184 亿元，净资产 378 亿元，2026 年 1-3 月实现营业收入 3.4 亿元，净亏损 1.4 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，对公司现金流形成良好补充。

图 1



注：1、公司未提供2026年1-3月营业收入业务拆分。2、公司2026年1-3月的毛利率较低，主要原因是期内建设管理业务收入未结算以及环境服务业务的部分收入未结算。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

版权©2026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维持“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，

2025 年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，2025 年地区生产总值 2,452 亿元，一般公共预算收入 218 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	2025 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	1,640	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	1,144	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	267	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	1,186	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	267	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 2025 年末，公司的总资产规模 1,144 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 2025 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 77.8 亿元，安置房板块暂无在建项目；此外，公司还有一定规模的拟建项目，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 2025 年末，单位：亿元）			
项目类型	总投资	已投资	待投资
基础设施建设项目	315.6	293.3	22.4
土地开发整理项目	38.3	4.4	33.9
安置房项目	0.0	0.0	0.0
自营产业园项目	48.0	26.5	21.5
合计	401.9	324.1	77.8

资料来源：公司提供，公开信息，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%。2023-2025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，部分项目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，2025年，上述经营性业务合计约贡献九成收入。上述业务的运营区域集中在西湖区，虽然整体业务规模不大，但能够形成较稳定的现金流补充。

财务风险

核心假设

2026-2027年，我们对公司主要财务指标的基础假设如下：

- 公司营业收入每年增速介于5%-10%。
- 公司EBITDA利润率约50%-60%。
- 公司年均资本开支为55-65亿元，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维持“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，随着政府对基建投资类项目的审批趋严以及存量在建项目逐步收尾，公司资本开支未来将较往年有所下降，资金回笼缓慢的现状短期内难以改善，未来1-2年内，其财务风险将维持“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，在租赁和服务业务的增长带动下，2026-2027年公司营业收入将小幅增长，EBITDA利润率较2025年保持平稳。我们预计，2026-2027年，公司建设管理业务的结算比例整体保持稳定，板块收入规模或维持在2亿元左右。租赁业务、环境服务业务将是公司未来的收入增长点，工程施工及其他业务基本保持平稳。2025年，公司EBITDA利润率较上年提升，主要得益于期内毛利率较高的租赁业务占比提升和政府补贴增加。我们预计，2026-2027年，公司盈利能力将较2025年保持平稳，EBITDA利润率维持在50%-60%之间。

公司的项目投资规模较大，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。2023-2025年，公司每年资本开支在80-100亿元之间。我们预计，随着政府对基建投资类项目的审批趋严以及存量在建项目逐步收尾，公司2026-2027年的资本开支将较2025年下降，但仍保持一定规模，每年资本开支或维持在55-65亿元的水平，主要投资于基础设施建设、土地整理和产业园建设等领域。同时，当地政府对承建项目的结算进度缓慢，回款情况欠佳，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。此外，公司对外担保余额较高也增加了其财务杠杆水平。

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的合作关系，主要往来银行包括国有大行和股份制商业银行。截至2025年末，公司未使用银行授信超过130亿元。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。2025年以来，公司公募债发行成本逐步降低，2026年5月发行的3+2年期公司债利率低至1.56%。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
营业收入	1,173	1,276	1,489	2026-2027年，公司营业收入每年增速介于5%-10%。	
EBITDA	383	624	850		

资本开支	8,483	9,251	8,793	2026-2027 年，公司 EBITDA 利润率保持在 50%-60%之间。	
利息支出	2,196	2,975	2,685		
经调整总债务	75,437	83,125	92,076		
经调整总债务（不含对外担保）	57,081	65,997	72,143		

调整后核心财务指标

经调整总债务/EBITDA（倍）	197.1	133.2	108.3	105-125	105-125
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.2	0.2	0.3	0-0.5	0-0.5
EBITDA 利润率（%）	32.6	48.9	57.1	50.0-60.0	50.0-60.0

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 2025 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	70,611	37,313	767	767	219
标普信评调整					
盈余现金	-2,468	-	-	-	-
其他权益工具	4,000	-4,000	-	-	-
对外担保和诉讼	19,933	-	-	-	-
利息及股利收入	-	-	-	25	-
当期所得税	-	-	-	-17	-
利息支出	-	-	-	-219	-
资本化利息	-	-	-	-2,465	2,465
其他调整	-	-	83	83	-
标普信评调整值	21,465	-4,000	83	-2,593	2,465
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	92,076	33,313	850	-1,826	2,685

注：总债务=长期债务+短期债务。财务数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评。

同业比较

我们选择了杭州上城区国有资本运营集团有限公司（以下简称“上城国资”）、杭州临平城市建设集团有限公司（以下简称“临平城建”）和苏州市吴江城市投资发展集团有限公司（以下简称“吴江城投”）作为西湖城投的对比公司。西湖城投、上城国资、临平城建和吴江城投所在区域分别为杭州市西湖区、杭州市上城区、杭州市临平区和苏州市吴江区。上述企业均为区县级主要城投企业，西湖城投与可比公司在平台定位、业务范围和地域等方面具有一定的可比性。

表 5

经营情况 (2025 年)				
	西湖城投	上城国资	临平城建	吴江城投
运营区域	西湖区	上城区	临平区	吴江区
实际控制人	西湖区人民政府	上城区人民政府	临平区人民政府	吴江区人民政府
区域 GDP (亿元)	2,452	2,900	1,216	2,763
一般公共预算收入 (亿元)	218	223	146	244
主营业务结构	基础设施建设、土地开发整理、安置房建设、服务、租赁等	基础设施建设、土地开发整理、安置房建设、房产租售等	基础设施建设、土地开发整理、房地产销售 (保障房和商品房)、供排水等	基础设施建设、土地开发整理、安置房建设、污水处理及管网运营、商品房销售等
总资产 (亿元)	1,144	1,733	1,672	1,282
总收入 (亿元)	15	80	63	42

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为 a_{spc+} ，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，但是受建设项目持续性资本投入和回款较慢的影响，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维持适中。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 6

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物约 73 亿元；	未来 12 个月，到期债务规模约 299 亿元；
未提取的金融机构授信、再融资及政府资金支持等约 370-390 亿元；	未来 12 个月，资本支出 55-65 亿元；
	未来 12 个月，营运现金净流出 10-15 亿元；
	未来 12 个月，营运资本净流出 5-10 亿元。

注：数据截至 2026 年 3 月末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表 7

债务到期分布情况	
年份	金额 (单位：百万元)
一年以内	29,884

一年以上	48,674
合计	78,559

注：1、数据截至 2026 年 3 月末。2、债务到期分布中包含其他权益工具中的永续债。3、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

公司对外担保余额较高，主要担保对象为浙江城投，双方存在互保情况，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 2025 年末，公司对外担保余额 199 亿元，占当期末净资产的比例为 53.4%，其中，对浙江城投的担保金额 147 亿元，占比 74%。我们注意到，浙江城投亦为公司提供了担保，2025 年末，浙江城投对外担保余额 130.26 亿元，其中对公司的担保余额为 100 亿元。

截至 2026 年 3 月末，公司存在 1 项诉讼标的超过 5,000 万元的案件，为公司与杭州宏旭建设有限公司（以下简称“杭州宏旭”）的施工合同纠纷。杭州宏旭诉西湖城投支付工程款 4,544 万元及利息等，西湖城投反诉杭州宏旭支付工期延期违约金、违法分包违规施工违约金、损失等 9,960 万元。2025 年 11 月 29 日，经杭州西湖区人民法院一审判决，杭州宏旭向西湖城投支付违约金及损失合计 68 万元，并驳回杭州宏旭的诉讼请求。我们预计上述事件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 2026 年 4 月 10 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维持“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。
- 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，并维持西湖城投的主体信用等级为 AAA_{spc}。

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）等。截至 2025 年末，西湖投资总资产 1,640 亿元，全年实现营业收入 35.6 亿元。截至 2026 年 3 月末，西湖投资总资产 1,707 亿元，2026 年 1-3 月实现营业收入 8.0 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为 $a_{\text{spc}(u)+}$ ，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 $a_{\text{spc}(u)+}$ 基础上增加 4 个子级至 $AAA_{\text{spc}(u)}$ 。

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）				
	2023	2024	2025	2026.3
货币现金	4,183	6,209	4,946	7,298
其他应收款	10,067	10,542	9,935	10,045
存货	6,390	6,854	7,800	7,868
长期股权投资	189	157	313	329
固定资产	461	497	467	464
在建工程	62,901	72,435	81,133	82,527
资产总计	94,283	105,718	114,417	118,354
短期借款	7,334	13,213	4,449	7,352
应付票据及应付账款	392	647	476	497
一年内到期的非流动负债	9,751	18,822	19,939	20,072
长期借款	30,349	20,758	31,382	32,085
应付债券	4,792	9,317	10,276	10,774
所有者权益合计	29,155	32,601	37,313	37,824
营业总收入	1,173	1,276	1,489	343
营业成本	749	710	790	322
管理费用	209	200	210	64
财务费用	161	40	194	75
投资收益	34	2	-88	-6
利润总额	89	207	226	-199
净利润	87	229	176	-144
经营活动现金流入小计	2,413	4,912	6,204	5,457
经营活动现金流出小计	2,105	6,573	7,560	4,792
经营活动产生的现金流量净额	308	-1,660	-1,356	666
投资活动现金流入小计	224	757	319	0
投资活动现金流出小计	8,519	11,026	9,075	2,354
投资活动产生的现金流量净额	-8,294	-10,269	-8,756	-2,354
筹资活动现金流入小计	29,633	45,939	54,828	5,885
筹资活动现金流出小计	20,429	32,391	45,558	1,844
筹资活动产生的现金流量净额	9,204	13,548	9,270	4,041
调整后财务数据及指标				
	2023	2024	2025	2026.3
营业收入	1,173	1,276	1,489	343
EBITDA	383	624	850	--

利息支出	2,196	2,975	2,685	--
经调整总债务	75,437	83,125	92,076	--
经调整总债务（不含对外担保）	57,081	65,997	72,143	
资本开支	8,483	9,251	8,793	2,271
经调整总债务/EBITDA（倍）	197.1	133.2	108.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.2	0.2	0.3	--
EBITDA 利润率（%）	32.6	48.9	57.1	--

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 2023-2025 年审计报告及 2026 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：公司提供，公开资料，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）				
	2023	2024	2025	2026.3
货币现金	7,300	8,335	7,854	11,613
其他应收款	18,049	19,598	16,383	17,037
存货	12,144	10,926	11,574	11,676
长期股权投资	4,450	3,484	532	543
固定资产	4,916	6,376	4,940	4,902
在建工程	69,394	78,841	93,575	95,306
资产总计	138,177	151,803	163,979	170,718
短期借款	10,960	19,298	10,255	13,182
应付票据及应付账款	1,551	1,456	1,144	1,163
一年内到期的非流动负债	15,501	20,975	26,826	25,637
长期借款	32,963	25,647	38,825	40,344
应付债券	14,850	20,228	16,912	19,709
所有者权益合计	43,312	46,940	55,027	56,878
营业总收入	6,774	4,325	3,561	804
营业成本	4,878	3,357	2,437	676
管理费用	823	638	708	170
财务费用	564	564	732	215
其他收益	172	211	231	1
利润总额	417	-212	-213	-385
净利润	227	-272	-289	-329
经营活动现金流入小计	9,003	10,435	12,158	1,495
经营活动现金流出小计	7,299	11,272	12,742	1,810
经营活动产生的现金流量净额	1,704	-837	-584	-316
投资活动现金流入小计	931	1,008	835	184
投资活动现金流出小计	9,841	13,544	11,652	3,117

投资活动产生的现金流量净额	-8,909	-12,536	-10,817	-2,932
筹资活动现金流入小计	48,732	58,784	71,299	14,590
筹资活动现金流出小计	39,516	44,383	60,037	7,529
筹资活动产生的现金流量净额	9,216	14,401	11,262	7,062

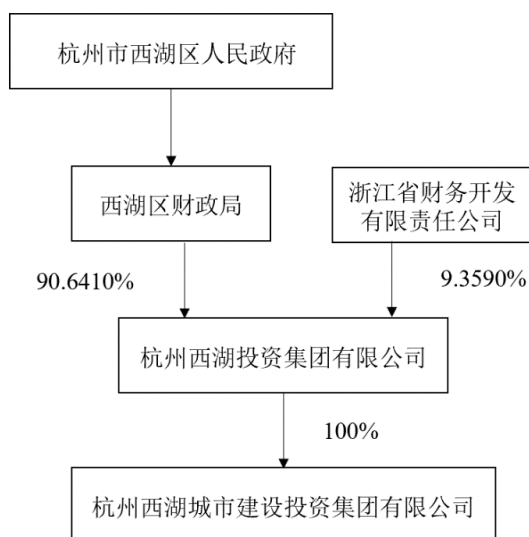
调整后财务数据及指标

	2023	2024	2025	2026.3
营业收入	6,774	4,325	3,561	804
EBITDA	1,521	1,136	1,204	--
利息支出	2,880	3,772	3,353	--
经调整总债务	101,323	109,419	117,759	--
经调整总债务（不含对外担保）	77,321	89,197	97,753	--
资本开支	9,181	10,057	9,867	2,570
经调整总债务/EBITDA（倍）	66.6	96.4	97.8	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.5	0.3	0.4	--
EBITDA 利润率（%）	22.4	26.3	33.8	--

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 2023 年和 2025 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，以及 2026 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。

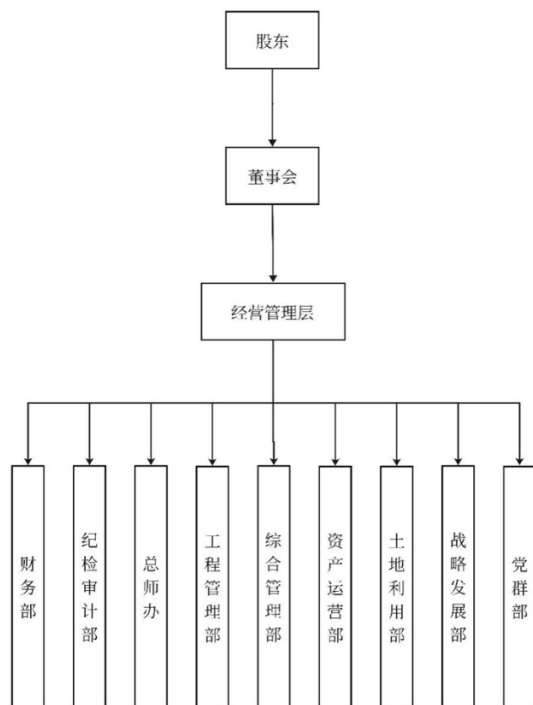
资料来源：西湖投资的审计报告，经标普信评调整及整理。

附录3： 西湖城投和担保人西湖投资的股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



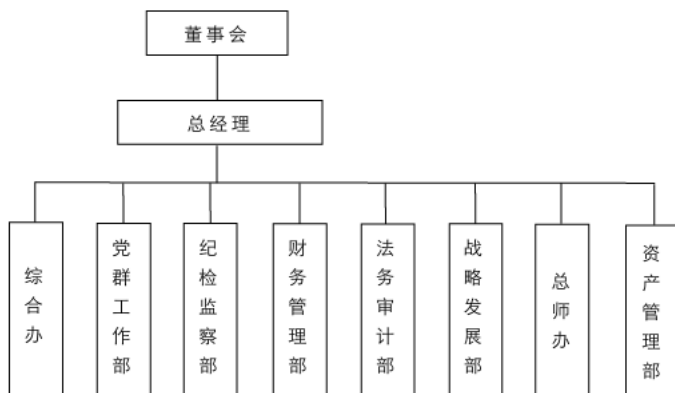
资料来源：公司提供。

附录4： 西湖城投的组织结构图（截至 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”后缀标识，如 AA_{spc+}。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

©版权所有 2026 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 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。