



内部编号: 2023061066

杭州萧山国有资产经营集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

分析师: 李娟 李娟 lijuan@shxsj.com
吴梦琦 吴梦琦 wmq@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级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。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100905】

评级对象：杭州萧山国有资产经营集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级
	主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间
18 萧山国资 MTN002	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 19 日
20 萧山国资 MTN001	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 7 月 19 日
20 萧山国资 MTN002	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 8 月 19 日
21 萧山国资 MTN001	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 6 日
20 萧资 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日		AAA/稳定/AAA/2020 年 8 月 25 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 较好的外部环境。跟踪期内，萧山区经济总量仍位居杭州市各城区前列，长三角一体化、大湾区以及拥江发展等战略依然对区域发展形成利好，可为萧山国资业务开展提供较好的外部环境。
- 业务地位突出。跟踪期内，萧山国资仍是萧山区核心的国有资产投资运营和管理主体，所从事的城市基础设施建设等业务具有区域专营优势，齿轮箱制造业务在国内市场保持较显著的市场地位，整体业务地位突出。
- 资本实力增强。跟踪期内，得益于政府资产注入、资金拨付及债务转增资本等，萧山国资资本实力进一步增强。

主要风险：

- 债务规模及杠杆水平。萧山国资随基础设施建设等推进已积累较大规模刚性债务，跟踪期内债务规模持续增长，杠杆水平仍较高，且主要因存量货币资金减少，现金资产对即期债务的保障程度降至较低水平，不利于财务风险控制。
- 投融资压力。萧山国资承担的基础设施建设任务仍重，沉淀资金规模较大，后续仍有大规模投资安排，面临投融资压力。
- 往来资金占用。萧山国资应收政府相关单位往来款规模仍较大，回收存在一定不确定性，不利于公司资金周转。
- 20 萧山国资 MTN002 清偿顺序列于普通债务之后。20 萧山国资 MTN001 为次级债券，清偿顺序列于萧山国资普通债务之后，可能出现公司资产不足以清偿其普通债务，导致次级债券无法足额清偿的风险。
- 20 萧山国资 MTN002 递延付息风险。20 萧山国资 MTN002 允许递延支付利息，递延支付无递延次数限制，存在递延付息风险。

未来展望

通过对萧山国资及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	6.46	10.02	1.22	1.13
刚性债务[亿元]	143.20	168.89	168.52	166.21
所有者权益[亿元]	625.33	659.94	664.49	649.43
经营性现金净流入量[亿元]	6.05	8.04	-9.69	26.32
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	2396.25	2531.18	2761.88	2773.11
总负债[亿元]	1673.00	1731.65	1907.72	1938.61
刚性债务[亿元]	1185.84	1278.93	1414.96	1427.48
所有者权益[亿元]	723.25	799.53	854.16	834.51
营业收入[亿元]	250.77	178.87	166.34	22.87
净利润[亿元]	9.60	11.41	9.10	0.19
经营性现金净流入量[亿元]	42.71	-37.15	-108.06	1.82
EBITDA[亿元]	39.44	41.76	48.65	—
资产负债率[%]	69.82	68.41	69.07	69.91
长短期债务比[%]	179.64	221.20	190.33	222.15
短期刚性债务现金覆盖率[%]	72.18	49.55	21.22	23.67
EBITDA/利息支出[倍]	0.63	0.81	0.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.04	—

注：发行人数据根据萧山国资经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无		
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素		+3
	支持理由： 公司为萧山区核心的国有资产投资运营和管理主体，可获得政府支持。		
主体信用级别			AAA

同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净流入 量（亿元）
成都天府新区投资集团有限公司	1572.78	541.83	65.55	112.18	10.18	-5.52
杭州上城区国有资本运营集团有限公司	1666.20	740.37	55.57	100.57	28.81	21.64
杭州萧山国有资产经营集团有限公司	2761.88	854.16	69.07	166.34	9.10	-108.06

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照杭州市萧山区国有资产经营总公司¹2018 年度第二期中期票据、2020 年度第一期中期票据（分别简称“18 萧山国资 MTN002”、“20 萧山国资 MTN001”）和杭州萧山国有资产经营集团有限公司（简称“萧山国资”、“发行人”、“该公司”或“公司”）2020 年度第二期中期票据、2020 年第一期公司债券、2021 年度第一期中期票据（分别简称“20 萧山国资 MTN002”、“20 萧资 01”、“21 萧山国资 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据萧山国资提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对萧山国资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 7 月 30 日发行 18 萧山国资 MTN002，发行规模为 15.00 亿元，期限为 5 年，利率为 4.74%，募集资金全部用于偿还银行借款；公司于 2020 年 3 月 23 日发行 20 萧山国资 MTN001，发行规模为 15.00 亿元，期限为 5 年，利率为 3.51%，募集资金全部用于偿还有息债务；公司于 2020 年 9 月 3 日发行 20 萧山国资 MTN002，发行规模为 5.00 亿元，期限为（3+N）年，利率为 4.65%，募集资金全部用于偿还有息债务；公司于 2020 年 10 月 21 日发行 20 萧资 01，发行规模为 15.00 亿元，期限为 7 年，利率为 4.18%，募集资金用于项目建设及补充营运资金；公司于 2021 年 7 月 15 日发行 21 萧山国资 MTN001，发行规模为 15.00 亿元，期限为 5（3+2）年，利率为 3.27%，募集资金用于偿还有息债务。截至 2023 年 5 月末，上述债券募集资金均已按计划使用。

截至 2023 年 5 月末，该公司本部待偿债券本金余额为 90.00 亿元。公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 截至 2023 年 5 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限(年)	票面利率 (%)	起息日	本息兑付情况
18 萧山国资 MTN002	15.00	15.00	5	4.74	2018-07-31	正常
20 萧山国资 MTN001	15.00	15.00	5	3.51	2020-03-25	正常
20 萧山国资 MTN002	5.00	5.00	3+N	4.65	2020-09-07	正常
20 萧资 01	15.00	15.00	7	4.18	2020-10-23	正常
21 萧山国资 MTN001	15.00	15.00	5（3+2）	3.27	2021-07-19	正常
21 萧山国资 MTN002	15.00	15.00	3+N	3.76	2021-11-03	正常
23 萧山国资 CP001	10.00	10.00	1	2.86	2023-01-13	--
合计	90.00	90.00	--	--	--	--

资料来源：萧山国资，Wind

¹ 该公司于 2020 年更为现名。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施

不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021年，国发[2021]5号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策相继发布；2022年5月和7月，财政部先后通报和问责了16个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022年6月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022年4月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法依规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

（3）区域因素

萧山区地理位置优越，经济总量持续位居杭州市各城区前列，跟踪期内经济保持增长，但税收收入受留抵退税等因素影响而有所下降，房地产市场和土地出让亦呈下行态势。凭借“后峰会、前亚运”的历史机遇，以及浙江省“大湾区”建设、杭州市“拥江发展”等战略的实施，萧山区仍具备持续发展的外部条件和内在动力，该公司业务开展仍具有较好的外部环境。

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心，是长江三角洲中心城市之一，也是国家重点风景旅游和历史文化名城。萧山区位于杭州市南部，东临绍兴市柯桥区，南接诸暨市，西连杭州市富阳区，西北接滨江区，北濒钱塘江，与杭州市主城区隔江相望，全区总面积约为1420.22平方公里，辖12个建制镇、14个街道及1个国家级经济技术开发区²，截至2022年末，萧山区常住人口为211.00万人，城镇化率为81.10%。

萧山区交通条件良好，与杭州主城、绍兴地区形成了都市一体化的高快速路网络，与大湾区、长三角主要节点城市构成了“一小时交通圈”；沪杭甬高速公路、104国道、省道杭金公路和杭金衢高速公路穿境而过；浙赣铁路和萧甬铁路在境内汇合；萧绍运河东西横贯并沟通钱塘江、曹娥江等；杭甬运河、钱塘江、富春江和浦阳江在境内汇流；杭州萧山国际机场规模在华东地区仅次于上海的浦东机场

² 2021年3月，杭州市部分行政区划调整，萧山区的河庄街道、义蓬街道、新湾街道、临江街道、前进街道的行政区域调整为钱塘区的行政区域。本报告中萧山区人口、经济指标等均不包含大江东。

和虹桥机场，位于第三位。作为杭州市的南大门，便利的交通为萧山区经济发展提供了良好基础。

近年来，萧山区持续推进“转型升级、新型城市化、生态文明”三大发展主线，在实现产业结构升级调整的同时，全区经济总量持续位居杭州市各城区前列。2022 年，萧山区实现地区生产总值 2063.95 亿元，同比增长 1.2%。分产业看，2022 年，萧山区三次产业增加值分别为 59.29 亿元、800.73 亿元和 1203.93 亿元，同比增速分别为 0.8%、-1.0%和 2.6%；三次产业结构为 2.9:38.8:58.3，以第三产业为主。2023 年第一季度，萧山区实现地区生产总值 509.29 亿元，同比增长 5.0%。

图表 2. 萧山区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1828.47	1.0	2011.62	8.7	2063.95	1.2	509.29	5.0
第一产业增加值	57.87	-5.5	58.41	1.7	59.29	0.8	8.27	2.1
第二产业增加值	693.38	-2.6	775.27	7.7	800.73	-1.0	183.21	2.2
第三产业增加值	1077.22	4.8	1177.94	9.7	1203.93	2.6	317.80	6.7
三次产业结构	3.2:37.9:58.9		2.9:38.5:58.6		2.9:38.8:58.3		1.6:36.0:62.4	
常住人口 ³ （万人）	201.17	--	205.60	--	211.00	--	--	--
人均地区生产总值 ⁴ （万元）	10.17	--	9.88	--	9.91	--	--	--
全社会固定资产投资	1213.74	12.8	1372.10	13.0	1510.56	10.1	285.29	11.7
全社会消费品零售总额	719.97	-6.7	813.43	14.4	905.68	9.7	207.97	8.0
进出口总额	789.06	-5.9	1027.07	29.7	1092.88	6.3	176.47	3.7

资料来源：萧山区国民经济和社会发展统计公报、统计月报

萧山区工业经济基础较好，以化纤纺织、汽车及零部件、装备制造等为主导产业，羽绒服装、钢结构网架、精细化工等为传统优势产业，新材料、新能源、电子信息、生物医药等新兴产业发展较快。多年来，全区立足自身产业优势，积极利用长三角一体化、大湾区以及拥江发展等重大战略红利，持续从工业制造大区向创新强区转变。2022 年，全区工业增加值为 708.40 亿元，同比下降 1.4%。分产业看，2022 年全区规上高新技术产业实现增加值 573.66 亿元，同比下降 1.9%；战略性新兴产业实现增加值 162.15 亿元，同比增长 7.6%；装备制造业实现增加值 233.73 亿元，同比增长 2.6%。2023 年第一季度，萧山区工业增加值为 169.05 亿元，同比增长 2.1%。

跟踪期内，萧山区持续加大第三产业发展力度，一方面努力稳定发展传统商贸业，另一方面加快培育新的消费增长点、积极发展电子商务等新兴消费模式。2022 年，全区第三产业增加值为 1203.93 亿元，同比增长 2.6%。同期，全区社会消费品零售总额为 905.68 亿元，同比增长 9.7%。2023 年第一季度，萧山区社会消费品零售总额为 207.97 亿元，同比增长 8.0%。

跟踪期内，萧山区持续加大固定资产投资力度，2022 年，全区固定资产投资同比增长 10.1%，保持较高增速。从固定资产投向看，萧山区固定资产投资中房地产开发投资占比最高，2022 年全区完成固定资产投资 1510.56 亿元，其中房地产开发投资为 862.53 亿元，占比 57.10%。2023 年第一季度，萧山区完成固定资产投资 285.29 亿元，同比增长 11.7%。

得益于多条地铁的开通及后续规划、钱江世纪城等区块建设发展等，萧山区部分板块楼市仍具有一定热度，跟踪期内全区房地产投建仍增长，但整体销售规模明显下降。2022 年，萧山区房地产投资同比增长 9.6%，房屋施工面积同比增长 2.5%，但商品房销售面积同比下降 43.3%。

图表 3. 萧山区房屋建设、销售情况（单位：万平方米，%，亿元）

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速	面积	增速
房屋施工面积	2573.50	13.0	2452.90	-4.7	2514.63	2.5	2191.82	0.6
房屋竣工面积	459.09	1.9	332.11	27.7	272.41	-18.0	46.70	346.6

³ 2020 年常住人口为第七次全国人口普查公报数。

⁴ 2020 年人均地区生产总值以当年地区生产总值/常住人口计算所得。

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房销售面积	336.77	24.3	488.04	44.9	276.50	-43.3	--	--
房地产投资	734.53	9.0	786.72	7.1	862.53	9.6	153.64	5.0

资料来源：萧山区国民经济和社会发展统计公报、统计月报

跟踪期内，主要受房地产市场行情以及区域土地供给政策等因素影响，萧山区土地出让面积及总价呈下降态势。2022 年，全区土地出让总面积为 265.42 万平方米，下降幅度不大，但其中商办用地出让显著收缩，工业用地出让增长；实现土地出让总价 359.34 亿元，同比下降 38.13%。其中，住宅用地和综合用地（含住宅）出让总价合计占全区土地出让总价的比重为 91.11%。2023 年第一季度，萧山区实现出让土地总价 64.05 亿元，主要由住宅用地出让贡献。

图表 4. 萧山区土地市场成交情况

指 标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	336.74	278.96	265.42	21.57
其中：住宅用地	55.66	52.09	77.89	14.13
综合用地（含住宅）	78.74	72.24	47.39	--
商业/办公用地	81.24	61.89	21.61	--
工业用地	121.10	89.71	118.54	7.44
其他用地	--	3.03	--	--
土地出让总价（亿元）	661.54	580.75	359.34	64.05
其中：住宅用地	230.75	194.29	234.73	63.28
综合用地（含住宅）	353.23	295.07	92.66	--
商业/办公用地	65.46	80.57	21.06	--
工业用地	12.10	7.41	10.88	0.77
其他用地	--	3.40	--	--
土地出让均价（万元/平方米）	1.96	2.08	1.35	2.97
其中：住宅用地	4.15	3.73	3.01	4.48
综合用地（含住宅）	4.47	4.08	1.96	--
商业/办公用地	0.81	1.30	0.97	--
工业用地	0.10	0.08	0.09	0.10
其他用地	--	1.12	--	--

资料来源：中指指数

财政收支方面，2022 年，萧山区一般公共预算收入为 318.31 亿元，同比下降 7.21%，下降主要系当年 4 月份起实施的大规模留抵退税政策影响，剔除留抵退税后同比下降 0.09%；其中税收收入为 263.38 亿元，占同期一般公共预算收入比重为 82.74%。同期萧山区一般公共预算支出为 343.13 亿元，一般公共预算自给率为 92.77%，财政自给能力强。2022 年，萧山区政府性基金预算收入为 428.10 亿元，同比下降 18.75%；其中土地出让收入（含国有土地使用权出让收入和农业土地开发资金收入）410.48 亿元，同比下降 19.34%。截至 2022 年末，萧山区政府债务余额为 592.23 亿元，在核定债务限额以内，其中一般债务余额为 206.60 亿元，专项债务余额为 385.63 亿元。

图表 5. 萧山区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
一般公共预算收入	300.03	343.03	318.31
其中：税收收入	277.05	315.82	263.38
一般公共预算支出	275.65	324.23	343.13
政府性基金预算收入	861.75	526.87	428.10
其中：国有土地使用权出让收入	844.87	508.72	410.27
政府性基金预算支出	838.90	612.62	440.50

指标	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
政府债务余额	501.54	564.05	592.23

资料来源：萧山区政府公开信息

2. 业务运营

该公司为萧山区核心的国有资产投资运营和管理主体，形成了以齿轮箱制造和基础设施建设为基础的业务结构，受益于股东历来资产注入、国有企业股权划入及自身业务拓展，目前公司资产运营管理规模大，业务范围广，收入来源多元。跟踪期内，齿轮箱业务收入略有下降，盈利水平基本稳定；基础设施建设业务收入规模大，但受结算进度影响而同比减少，且沉淀资金规模较大，整体回笼进度较缓，后续仍有大规模投资安排，面临的投融资压力大；以经营性业务为主的其他板块业务总体运营稳定，收入有所增长，成为公司收入的重要补充。

作为萧山区核心的国有资产投资运营与管理主体，受益于股东历来资产注入、国有企业股权划入及自身业务拓展，该公司资产运营管理规模大，业务涵盖基础设施建设、齿轮箱制造、城市交运、医药流通、工程施工、物业保安及污泥处置、垃圾处置等各类服务等，业务范围广，收入来源多元。2022 年，公司实现营业收入为 166.34 亿元，同比下降 7.00%，其中基础设施建设收入减少规模较大。当年营业收入中齿轮箱制造和基础设施建设两大业务贡献仍最大，上述业务收入占公司营业收入的比重分别为 21.18%和 33.38%，合计占比为 54.56%。此外，2022 年公司实现工程收入 18.99 亿元，主要来自子公司路桥等工程施工业务；实现服务收入 15.82 亿元，以物业保安服务、客运及车辆通行费、污泥处置、垃圾处置等为主；实现房产销售收入 19.60 亿元，同比增收 16.97 亿元，主要系子公司商品房项目当年集中确认收入所致。公司其他业务板块收入来源主要包括租赁收入及酒店文旅收入等，2022 年其他业务板块收入为 21.18 亿元，其中租赁收入为 6.79 亿元、酒店文旅收入为 6.54 亿元。2023 年第一季度，公司实现营业收入 22.87 亿元，其中基础设施建设实现收入 10.93 亿元、齿轮箱制造实现收入 5.45 亿元。

图表 6. 2020 年以来公司营业收入及营业毛利构成情况（单位：亿元，%）

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	250.77	100.00	178.87	100.00	166.34	100.00
商品销售收入	28.95	11.54	45.98	25.70	35.23	21.18
其中：齿轮箱制造	19.18	7.65	21.40	11.96	20.93	12.58
医药销售	4.06	1.62	3.36	1.88	4.16	2.50
基础设施建设	171.46	68.37	81.34	45.48	55.53	33.38
工程收入	13.48	5.37	14.69	8.21	18.99	11.42
房产销售收入	5.27	2.10	2.63	1.47	19.60	11.78
服务收入	15.14	6.04	14.12	7.89	15.82	9.51
其他	16.48	6.57	20.11	11.24	21.18	12.73
毛利率	8.92		12.85		16.02	
商品销售收入	21.43		15.47		19.89	
其中：齿轮箱制造	24.78		24.06		23.07	
医药销售	7.87		8.68		5.98	
基础设施建设	7.12		9.47		10.72	
工程收入	7.64		4.52		7.06	
房产销售收入	3.74		3.12		26.03	
服务收入	4.22		5.30		-2.27	
其他	12.76		33.20		35.91	

资料来源：萧山国资

(1) 主业运营状况

A. 商品销售

a) 齿轮箱制造

该公司齿轮箱制造业务的经营主体为其上市子公司杭州前进齿轮箱集团股份有限公司（简称“杭齿前进”）。杭齿前进主要生产和销售齿轮箱及相关产品，并根据下游细分行业重点生产船用齿轮箱产品、工程机械变速箱产品和风电及工业传动产品等产品。公司采用横向规模化扩张的发展模式，根据下游需求不断改进、研发相关产品，拓宽产品线。

图表 7. 齿轮箱制造业务基本情况

核心业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
船用齿轮箱产品、工程机械变速箱产品、风电及工业传动产品	国内	横向规模化	规模/成本/运营/技术

资料来源：萧山国资

2022 年，杭齿前进实现营业收入 21.96 亿元，同比增长 2.62%，其中主营业务收入为 20.93 亿元，船用齿轮箱为杭齿前进传统主流产品，收入和毛利贡献率在 50%左右。受下游行业景气度下降影响，工程机械变速箱产品业务收入同比下降 6.60%至 4.76 亿元，业务毛利率在 15%上下波动。杭齿前进大兆瓦风机产品研发投产，带动风电及工业传动业务收入增长，但业务毛利率水平偏低。2023 年第一季度，齿轮前进实现主营业务收入 5.36 亿元。

图表 8. 杭齿前进核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
营业收入合计	18.90	20.94	20.93	5.36
内部抵消数	7.48	7.35	6.24	2.10
主营业务收入合计（未扣除内部抵消数）	26.38	28.29	27.17	7.46
其中：（1）船用齿轮箱产品	9.66	11.22	10.93	2.69
（2）工程机械变速箱产品	4.13	5.10	4.76	1.05
（3）风电及工业传动产品	5.77	5.20	5.67	2.26
主营业务毛利率	24.78%	24.15%	23.07%	21.53%
其中：船用齿轮箱产品	24.38%	22.20%	22.28%	23.97%
工程机械变速箱产品	14.01%	14.91%	15.84%	17.52%
风电及工业传动产品	6.84%	8.06%	8.98%	5.83%

资料来源：萧山国资

原材料采购方面，杭齿前进主要生产产品的生产成本包括原材料、人工、燃料动力、折旧以及制造费用，2022 年通用设备前述各项占比分别为 74.68%、11.82%、3.44%、4.60%和 5.47%。原材料成本占比高，原材料价格波动对成本控制形成一定压力。杭齿前进原材料主要包括外购零配件、铸件、锻件以及钢材等。其中杭齿前进生产所需的外购零配件包括轴承等标准件以及变矩器、操纵阀等配套件。杭齿前进采用集中采购和子公司自行采购相结合的模式，对于钢材、轴承等大宗商品，大多通过招标进行集中采购；对于标准件、自制件、铸件、锻件等子公司间共享物料程度较低的物料组，大多由子公司自行采购，以定向询价订单式采购为主。从供应商集中度看，2022 年杭齿前进向前五大供应商合计采购金额为 3.08 亿元，占全部采购金额的比重为 17.26%，杭齿前进采购集中度较低。

图表 9. 杭齿前进原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
外购零配件	5.03	8.61	7.38	2.05
铸件	1.27	1.65	1.95	0.34
其中：内部供应	0.90	1.05	1.33	0.17

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
锻件	2.10	2.52	2.67	0.70
其中：内部供应	1.25	0.54	-	-
钢材	1.45	0.48	0.40	0.03
合计	9.85	13.25	12.41	3.13

资料来源：萧山国资

生产方面，杭齿前进生产基地设在萧山和绍兴地区，由 8 家生产分厂负责产品的生产，杭齿前进现有各类设备 5,500 余台，主要生产设备 1,700 多台（套），22%以上为高精尖数控设备。公司产品应用领域和产品类别较多，基本采用订单式、多品种和小批量的生产方式，尤其是船用产品和工程机械等产品品种众多，市场需求变化导致生产计划须随不同产品工艺路线进行相应调整，对产能利用有明显影响。

近三年，杭齿前进主要产品产能未有变化，2022 年主要产品产能利用率下降。其中，船用齿轮箱产量及产能利用率较上年降幅较大。工程机械变速箱主要应用于工程机械行业中的装载机、平地机、压路机等细分领域，受下游主机厂向上游拓展产业链以及 2022 年下游国内销量下降等因素影响，工程机械变速箱产能利用率持续处于较低水平。2022 年杭齿前进完成 5MW 和 6MW 系列风电机型产品的设计研发工作并投产，风电产品产量及产能利用率仍处近年来相对高位。

图表 10. 2020 年以来杭齿前进主要产品产能、产量情况（单位：台，%）

产品类别	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
船用齿轮箱 ⁵	产能	69,000	69,000	69,000	17,250
	产量	67,740	75,805	62,652	16,710
	产能利用率	98.17	109.86	90.80	96.87
工程机械变速箱	产能	50,000	50,000	50,000	12,500
	产量	17,688	23,235	18,133	4,597
	产能利用率	35.38	46.47	36.27	36.78
风电及工业传动产品	产能	500	500	500	125
	产量	375	492	469	119
	产能利用率	75.00	98.40	93.80	95.20

资料来源：萧山国资

注：由于上述产品的生产设备具有较高的通用性，尤其是齿轮加工、热处理等设备，同样的设备可用于生产不同的产品，而各产品的工艺与所需工时的差异，造成同样的设备在生产不同的产品组合情况下，其产能表现可能存在较大差异。且上述产品本身又有很多种不同的规格，在生产不同规格产品时，其产能体现又不尽相同。故上述产品的产能为理论产能，在实际生产中可能存在差异。

产品销售方面，杭齿前进产品销售模式分为直接销售和间接销售，2022 年前述两种模式销售收入占比分别为 59.53%和 40.47%。船用齿轮产品客户较分散，杭齿前进主要采取经销商间接销售的模式。大功率船用齿轮箱一般具有定制性质，杭齿前进根据合同生产销售；常规品种的中小功率船用齿轮箱，部分事先备货供用户现场直接提货。工程机械、风电及农机相关产品采取直接销售的模式，由杭齿前进直接销售给设备制造商；杭齿前进与客户建立长期合作关系，双方年初签订框架协议，每月根据客户具体要货计划进行生产销售。对于国外市场，采取直接出口或通过代理出口的模式，销售给国外的最终用户或中间商。

杭齿前进产品以国内销售为主，2022 年国外销售收入同比增长 4.90%，同年国内和国外业务收入（内部抵消前）占比分别为 91.79%和 8.21%。杭齿前进国内销售区域主要集中在浙江、江苏、山东等地，国外以东南亚地区为主。杭齿前进外销产品主要以美元结算，人民币汇率波动会对公司利润产生一定影响。

⁵ 由于船用产品规格相差巨大，无法相互比较产能，因此引入船用齿轮箱单位为“标准台份”，即以 135 型船用产品的传递功率为基数，按其它船用产品的传递功率倍数，计算每一型号的当量台份数即“标准台份”。对应产量也按照“标准台份”折算。

杭齿前进船用齿轮箱产品产销率维持在较高水平，2021 年以来大功率产品销量占比增加，产销量持续下降，2022 年末产品库存台数同比下降 21.33%。工程机械变速箱下游行业需求下降，杭齿前进加大库存产品销售，2022 年产销率增至 112.60%，年末库存量大幅下降。风电及工业传动产品产销率持续下降，2022 年降至 89.13%；产品库存量处于高位，后续产品市场需求变动，或将加大存货减值风险。

图表 11. 2020 年以来杭齿前进主要产品销量、库存情况（单位：台，%）

产品类别	项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年第一季度（末）
船用齿轮箱	产量	39,381	33,842	28,493	5,949
	销量	38,039	34,557	30,039	5,789
	库存量	7,964	7,249	5,703	5,863
	产销率	96.59	102.11	105.43	97.31
工程机械变速箱	产量	17,688	23,235	18,133	4,597
	销量	18,557	21,643	20,418	4,541
	库存量	4,361	5,953	3,668	3,724
	产销率	104.91	93.15	112.60	98.78
风电及工业传动产品	产量	375	492	469	119
	销量	472	450	418	144
	库存量	17	59	110	85
	产销率	125.87	91.46	89.13	121.01

资料来源：萧山国资

技术方面，杭齿前进多年专注于齿轮传动装置和摩擦材料及摩擦片的研究和开发，拥有深厚的技术积淀和多领域的传动装置研发平台。2022 年，杭齿前进研发投入为 1.32 亿元，占营业收入比重为 6.02%。截至 2022 年末，杭齿前进拥有研发人员 440 名，占总人数的 15.10%。

2022 年，杭齿前进全年共完成新产品开发 93 项、关键零部件开发 11 项，新增授权专利 38 件，其中发明专利 9 件；参与修订国家标准 1 项、行业标准 7 项、团体标准 3 项。目前杭齿前进已完成“齿轮传动数字化设计分析与数据平台”、“高速精密重载人字齿轮传动关键技术”、“大型风电齿轮传动系统关键技术及工业试验平台”、“齿轮传动系统动力学基础理论及其健康监测”、“高可靠核电循环泵用齿轮箱关键技术研究与应用”等 5 个国家重点研发计划“制造基础技术与关键部件”的验收工作。截至 2022 年末，杭齿前进拥有专利技术 316 项，其中发明专利 52 项；主持及参与修订的国家标准、行业标准 34 项，团体标准 4 项。

船用齿轮箱产品，杭齿前进完成多款高功率密度齿轮箱设计开发，完善电推、混动齿轮箱产品系列，完成新型渔船、工作船、运输船等项目的主推进系统开发。工程机械产品，杭齿前进完成液力变速箱的设计开发；完成电驱变速箱开发试制，并配套装车使用。风电产品，杭齿前进以自主开发与联合开发相结合的方式完成了多个平台新产品的设计研发工作，5MW、6MW 产品完成开发并于当年形成批量生产。农机产品，杭齿前进完成 320 马力动力换挡拖拉机传动系统和三道绳打结器开发等。

杭齿前进“前进”牌商标具有一定的客户认可度。1986 年通过了中国船级社的“工厂认可”，先后又通过了 ABS、BV、GL、KR、LR 等多个国家船级社的产品认证。工程机械产品 WG180/181 系列液力变速器曾经德国 ZF 公司考核试验认可，达到 ZF 公司相关标准。

b) 医药销售及其他

该公司的医药销售业务运营主体为子公司杭州萧山医药有限公司（简称“萧山医药”），萧山医药创立于 1956 年，是一家主营中成药、化学药制剂、化学原料药、抗生素制剂、抗生素原料药、生化药品、生物制品、第二类精神药品、蛋白同化制剂、肽类激素、医疗器械、保健食品等产品的医药流通企业，在萧山地区具有较高的市场份额。萧山医药医药销售采用批发和零售方式，目前拥有 4 家零售药店，零售收入占比在 2%以内。2022 年及 2023 年第一季度，公司医药销售业务收入分别为 4.16 亿元和 1.32 亿元，2022 年收入同比增长 23.92%；同期业务毛利率分别为 5.98%和 7.54%，盈利能力较弱。

该公司商品销售业务除杭齿前进产品销售及医药销售外，还包括油品、石料销售等。其中，杭州萧

山交通投资集团有限公司（简称“萧山交投”）下属子公司杭州萧山浦阳江建设开发有限公司（简称“浦阳江建设开发公司”）委托第三方开采并销售石料，销售区域范围主要为萧山区，前五大销售对象均为个人，2022 年及 2023 年第一季度，浦阳江建设开发公司分别实现石料销售收入 4.48 亿元和 0.53 亿元；萧山交投下属分支机构凭证许可经营的成品油（汽油、柴油）、润滑油等油品及非油品销售，经营范围主要分布在萧山区，供应商主要为中国石化销售股份有限公司浙江杭州石油分公司等，销售对象为社会车辆，2022 年及 2023 年第一季度，分别实现汽柴油商品销售收入 3.43 亿元和 0.73 亿元。

B. 基础设施建设

该公司主要承担萧山区城区范围内的基础设施建设和土地开发任务，主要包括城区基础设施建设、城区改造及城区工业企业“退二进三”、城区公共物业及相关土地开发等。公司基建业务的建设主体主要为集团本部、杭州萧山城市建设投资集团有限公司（简称“萧山城投”）、萧山交投、浙江湘旅控股集团有限公司（简称“湘旅控股”）。

该公司城市基础设施建设业务目前仍处于前期投入阶段，收入主要来源于土地开发收入。根据杭州市萧山区人民政府安排，公司负责对相关区域土地进行整治，对相应地块进行平整清理，达到出让要求后，交由土储中心进行出让，后由萧山区财政局同公司进行结算。结算时，萧山区财政局通常在土地开发项目成本的基础上为公司保留一定的利润空间，实际结算过程中因地块性质不同存在一定差异。2022 年，公司实现土地开发收入 55.53 亿元，受结算进度影响同比下降 46.48%；业务毛利率 10.72%，较上年提升 1.25 个百分点。因公司在承担土地开发职能的同时负责对应的基础设施配套建设任务，账务处理上土地开发成本中包含了基建项目成本。

截至 2023 年 3 月末，萧山城投开发完成并实现出让的土地面积合计为 3791.41 亩，累计投资额⁶为 241.70 亿元，土地出让总价为 742.72 亿元，由于财政局分多次拨付回款，萧山城投累计已收到回款 419.39 亿元。其中，2022 年以来出让的萧政储出[2022]8 号等 6 宗地块的出让总价为 41.03 亿元，截至 2023 年 3 月末，萧山城投已收到上述地块资金回笼 16.11 亿元。

图表 12. 截至 2023 年 3 月末萧山城投已完成整理并出让的土地概况（单位：亿元，亩）

地块名称/区位	整理时间 (年)	土地面积 (亩)	土地整理投资 额	土地出让价款	资金回笼时间 ⁷	已回笼资金
以前年度整理地块合计	--	2807.57	168.55	482.53	2011-2020 年	292.03
萧政储出[2020]3 号	2020	95.00	5.89	21.37	2020.05	13.62
萧政储出[2020]9 号	2020	63.25	2.40	5.71	2020.09	3.85
萧政储出[2020]16 号	2020	52.15	10.96	15.18	2020.11	10.41
萧政储出[2020]19 号	2020	158.80	12.24	49.70	2020.08	27.67
萧政储出[2020]27 号*	2020	57.99	— ⁸	21.04	2020.10	0.96
萧政储出[2020]33 号	2020	19.311	0.75	1.51	2021.09	0.69
萧政储出[2020]35 号	2020	36.79	6.65	11.09	2021.05	8.73
萧政储出[2020]44 号	2020	36.53	2.12	11.34	2020.12	8.35
萧政储出[2021]13 号*	2020	19.51	0.38	2.20	2021.05	1.52
萧政储出[2021]16 号*	2020	67.73	5.56	21.31	2021.06	11.58
萧政储出[2021]34 号	2021	78.76	11.75	25.60	2022.02	8.19
萧政储出[2021]35 号	2021	71.67	5.35	15.86	2021.09	8.36
萧政储出[2021]54 号	2021	39.00	1.79	10.31	2022.02	3.18
萧政储出[2021]55 号	2021	31.00	1.87	6.95	2022.02	4.14
萧政储出[2022]8 号	2022	41.14	1.43	11.52	2022.04	0.69
萧政储出[2022]12 号	2022	27.96	0.97	6.89	2022.04	4.11
萧政储出[2022]17 号	2022	49.83	1.74	13.12	2022.04	7.00

⁶ 不包含配套基建项目成本。

⁷ 土地开发项目回款是分多次拨付的，此表中的资金回笼时间为最后一次拨款的时间。

⁸ 表中标“*”项目土地整理投资额未填写系已出让地块仅为土地整理项目的其中一部分，且因尚未确认收入并结转成本，故出让地块相应的整理成本无法得出所致。

地块名称/区位	整理时间 (年)	土地面积 (亩)	土地整理投资 额	土地出让价款	资金回笼时间 ⁷	已回笼资金
萧政储出[2022]20 号	2022	2.92	0.09	2.21	2023.03	1.09
萧政储出[2022]24 号	2022	4.20	0.15	0.84	--	--
杭政储出[2022]34 号	2022	30.3	1.06	6.44	2022.11	3.22
合计	—	3791.41	241.70	742.73	--	419.39

资料来源：萧山国资

截至 2023 年 3 月末，萧山城投已完成整理待出让的土地共 5 宗，主要位于蜀山街道和新塘街道，土地面积合计为 286.67 亩，投资总额为 9.21 亿元，萧山城投预期可收到回款 28.82 亿元。

图表 13. 截至 2023 年 3 月末萧山城投已完成整理待出让土地情况（单位：亿元）

项目名称	投资额	土地面积（亩）	预期可回款金额
蜀山南 XSCQ2605-51 地块	1.79	51.20	5.98
新塘北 XSCQ2505-02 地块	2.13	71.00	5.68
新塘北 XSCQ2505-03 地块	1.59	53.00	4.24
南站 XSCQ1807-01	0.70	23.47	1.87
蜀山南 XSCQ2605-25 地块	3.00	88.00	11.06
合计	9.21	286.67	28.82

资料来源：萧山国资

截至 2023 年 3 月末，萧山城投正在开发整理的土地共 36 宗，主要分布在蜀山街道及火车南站等区域，在整的土地面积合计为 2265.50 亩，计划投资总额为 71.40 亿元，已投入 53.56 亿元。按照目前的土地出让计划，上述地块计划于 2023-2025 年出让。整体来看，萧山城投土地开发整理项目储备多，未来投资需求较大，相关土地开发项目若能顺利回款，可为萧山城投带来较为可观的现金流入，但易受政策及土地市场行情影响，存在一定的不确定性。

图表 14. 截至 2023 年 3 月末萧山城投在整土地情况（单位：亩，亿元）⁹

项目名称	计划投资额	已投资额	土地面积	预期可回款金额
蜀山西 XSCQ2305-5 地块（安桥）	3.05	3.05	87.00	9.54
蜀山单元 XSCQ2711-12 地块（金家浜）	1.61	1.61	46.00	5.75
新塘 XSCQ2505-06 地块（金弘三鸟）	1.00	1.00	26.00	2.86
南站核心区块	10.50	5.00	300.00	16.60
蜀山南 XSCQ2605-17 地块	1.26	0.60	36.00	4.40
新塘北 XSCQ2505-05 地块	2.49	2.00	71.00	3.78
南站核心区块商住地块	1.83	1.00	52.20	4.30
南站 XSCQ1803-39	1.75	1.00	50.00	6.60
新塘南单元 XSCQ2901-05	1.31	1.31	43.50	3.19
新塘北 XSCQ2505-06 地块	0.78	0.78	26.00	1.87
蜀山单元 2711-12 地块	1.35	1.35	45.00	4.79
中裕木业有限公司	0.75	0.75	25.00	2.90
长山头二期出让地块 C	1.11	1.11	37.00	4.87
新塘南 XSCQ2903-69 地块	1.35	0.50	45.00	3.30
祝桥变地块	3.72	0.50	124.00	10.04
浙江天长纺织、龙翔地块	4.17	4.17	139.00	6.12
蜀山单元 XSCQ2703-16 地块	1.20	0.50	40.00	2.80
蜀山南 XSCQ2604-28	1.35	1.35	45.00	3.15

⁹ 因部分在整土地中包含的安置房建设、道路基建等配套用地不可对外出让，故该表中部分土地整理项目预期可回款金额小于计划投资额和累计已投入金额。

项目名称	计划投资额	已投资额	土地面积	预期可回款金额
蜀山南 XSCQ2604-24	1.77	1.77	59.00	4.13
蜀山南 XSCQ2604-13	1.56	1.56	52.00	3.28
蜀山 XSCQ2701-08 地块	0.14	0.14	4.80	1.77
红山化纤	2.04	2.04	68.00	1.36
蜀山单元 XSCQ2707-30 地块	0.96	0.50	32.00	1.87
蜀山 XSCQ2701-15 地块、XSCQ2701-22 地块	0.84	0.40	28.00	0.84
南站 XSCQ1806-60	1.80	1.00	60.00	2.40
南站 XSCQ1806-65	1.35	0.90	45.00	2.70
南站 XSCQ1807-40	1.80	0.90	60.00	4.80
南站 XSCQ1807-41	1.80	0.90	60.00	4.80
南站 XSCQ1807-43	1.80	0.90	60.00	4.80
XSCQ1807-25	1.58	1.58	52.50	3.68
XSCQ1807-33	1.58	1.58	52.50	3.68
南站 XSCQ1803-51	1.98	1.98	66.00	4.62
恒达钢构	6.60	6.60	220.00	9.68
蜀山单元 XSCQ2710-18 地块	0.75	0.75	25.00	0.38
龙达地块 A	1.38	1.38	46.00	2.30
龙达地块 B	1.11	1.11	37.00	1.85
合计	71.40	53.56	2265.50	155.77

资料来源：萧山国资

近年来，萧山城投在建基础设施项目主要涉及路网、交通枢纽建设以及城中村改造等拆迁安置项目。截至 2023 年 3 月末，萧山城投主要在建基础设施项目计划总投资为 1196.80 亿元¹⁰，累计已投资 542.16 亿元。此外，萧山城投以 PPP 模式开展的在建项目为铁路杭州南站综合交通枢纽东、西广场工程，计划总投资 25.86 亿元，累计已投资 21.76 亿元。

图表 15. 截至 2023 年 3 月末萧山城投主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金平衡方式	计划投资额	累计投资额
萧山区人民广场地下空间开发工程（一期）	土地开发回款	10.37	7.96
风情大道（机场路—金城路）改建工程		17.53	11.64
风情大道改造（金城路—湘湖路段）工程项目		48.52	9.20
通城快速（机场路-03 省道东复线）项目-（机场高速-通彩互通）		31.84	20.76
博奥路南伸（湘西路-潘水路）项目		25.38	9.34
蜀山西路南伸（村道-亚太路）项目		5.03	3.67
亚太路东伸（蜀山路-通城快速路互通段）及相关涉铁工程项目		64.31	2.18
铁路杭州南站综合交通枢纽配套彩虹快速路	财政筹资	33.53	41.20
小计	—	236.51	105.95
蜀山街道安桥社区城中村改造项目	土地开发回款及安置房销售	17.16	6.69
新塘街道金家浜、琴山下社区城中村改造项目		65.04	20.11
新塘街道董家埭、油树下社区城中村改造项目		49.48	16.85
新街街道长山头村城中村改造项目		151.63	36.94
蜀山街道鲁公桥、祝家桥社区城中村改造项目		31.14	16.11
新塘街道井头王社区城中村改造项目		11.27	7.44
蜀山街道曹家桥、沙里吴城中村改造项目		76.59	45.65

¹⁰ 项目投资额包括相应的土地整理投资额。

项目名称	资金平衡方式	计划投资额	累计投资额
蜀山街道戚家池、联丰社区城中村改造安置房项目		16.52	15.16
新塘街道行头、下潦城中村改造安置房项目		35.02	12.34
蜀山街道向阳、严家埭、安桥社区城中村改造安置房项目		31.73	15.22
新塘街道金家浜、琴山下社区城中村改造安置房项目		22.39	12.70
新塘街道董家埭、油树下社区城中村改造安置房项目		26.41	8.23
新街街道长山头城中村改造安置房项目		52.47	31.70
蜀山街道鲁公桥城中村改造安置房项目		21.00	3.99
蜀山街道祝家桥城中村改造安置房项目		21.95	7.20
新塘街道井头王社区城中村改造安置房项目		12.50	4.12
所前镇城南村城中村改造安置房项目		33.92	24.11
小计	—	676.22	284.56
城中村改造越寨区块	政府购买服务	19.80	6.54
蜀山街道向阳、严家陆埭社区城中村改造		46.50	22.48
蜀山街道戚家池、联丰城中村改造		36.00	17.41
新塘街道行头、下潦城中村改造项目		58.00	34.5
新塘街道商城社区陶瓷厂宿舍改造项目		21.50	12.63
所前镇城南村城中村改造项目		102.27	58.09
小计	—	284.07	151.65
铁路杭州南站综合交通枢纽东、西广场工程	PPP 项目	25.86	21.27

资料来源：萧山国资

萧山交投在建项目主要包括交通基础设施项目和城中村改造项目。其中，萧山交投主要在建交通基础设施项目包括时代大道高架南延工程、浦阳江治理工程、03 省道萧山义桥至楼塔段改建工程和 03 省道东复线高架南延等，截至 2023 年 3 月末，项目概算总投资 195.15 亿元，已完成投资 144.69 亿元。同期末无拟建交通基础设施项目。在建城中村改造项目主要包括新塘街道和平桥城中村改造项目、新塘街道棚户区（城中村）改造项目和义桥镇山后村城中村改造项目等，上述项目占地面积合计 332.56 万平方米，截至 2023 年 3 月末萧山交投实际已完成投资 303.49 亿元。同期末无拟建城中村改造项目。

图表 16. 截至 2023 年 3 月末萧山交投主要在建交通基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	已完成投资
浦阳江治理工程	42.46	34.25
03 省道萧山义桥至楼塔段改建工程	37.01	27.61
杭州港萧山港区义桥作业区	6.34	5.25
03 省道改扩建下穿杭黄铁路立交工程	2.54	2.44
红十五线改建	12.96	6.86
时代大道改建工程	21.95	17.55
03 省道东复线高架南延	25.21	24.24
浦阳江景观提升工程	1.59	1.59
时代大道高架南延工程	41.41	23.00
浦阳镇东思线拓宽改建工程	3.68	1.90
合计	195.15	144.69

资料来源：萧山国资

图表 17. 截至 2023 年 3 月末萧山交投主要在建城中村项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	地块面积	概算总投资	实际已投资 ¹¹
义桥镇山后村城中村改造项目	120.93	50.00	32.18
宁都花园二期地块和龙达集团地块	11.80	-- ¹²	4.01
北干街道高田社区城中村改造安置房项目	2.41	13.31	16.09
北干街道集中安置房项目	2.98	14.19	12.87
北干街道塘湾村城中村改造安置房项目	11.99	42.62	28.82
北干街道永久社区城中村改造安置房项目	5.06	15.49	18.08
城厢街道安置区块(萧山汽车东南面)	3.39	9.04	5.62
城厢街道南门社区城中村改造项目	8.61	30.16	20.43
城厢街道万寿桥社区下街区块征迁项目	9.33	21.58	11.01
城厢街道徐家河社区城中村棚户区改造项目	5.33	5.82	7.18
城厢街道高桥社区城中村改造项目	8.15	21.50	14.49
城厢街道新桥头社区城中村改造项目	8.93	29.00	12.95
城厢街道车家埭社区城中村改造项目	6.33	12.70	5.83
棉北里片区文创基础设施改造项目	3.08	27.35	13.76
新塘街道棚户区(城中村)改造项目(双桥社区、姑娘桥村)	双桥社区 42.00 姑娘桥村 62.40	双桥社区 28.00 姑娘桥村 47.00	38.12
新塘街道和平桥城中村改造项目	9.77	43.00	57.6
党湾未来交通新镇一期安置房项目	10.07	21.68	4.45
合计	332.56	432.44	303.49

资料来源：萧山国资

萧山交投子公司杭州萧山地铁投资开发有限公司（简称“萧山地铁”）¹³根据萧山区人民政府下达文件确定土地开发地块项目，地块平整完成后，萧山地铁将地块交由萧山区土地储备中心进行公开招拍挂，萧山区财政局按一定比例拨付款项给萧山地铁。截至 2023 年 3 月末，萧山地铁在整理土地主要有新塘北单元 XSCQ2501-03 地块（姑娘桥花木城地块）等，计划总投资 10.50 亿元，已投资 6.50 亿元；拟整理土地主要有新塘北单元 XSCQ2502-05（和平桥住宅地块）及 XSCQ2504-03 地块（姑娘桥商住地块）等，计划总投资 44.58 亿元。

图表 18. 截至 2023 年 3 月末萧山地铁在整理土地情况（单位：亩，亿元）

地块名称	土地性质	面积（亩）	计划总投资（亿元）	已投资金额（亿元）
新塘北单元 XSCQ2501-03 地块（姑娘桥花木城地块）	商住	123.00	7.00	3.00
城厢单元 XSCQ2404-48、51 地块（地铁 2 号线人民路站西侧地块）	商业	30.00	2.40	2.40
城厢单元 XSCQ2404-56、57、60（地铁 2 号线人民路站东侧地块）	商业	24.00	1.10	1.10
合计	--	177.00	10.50	6.50

资料来源：萧山国资

图表 19. 截至 2023 年 3 月末萧山地铁计划整理土地情况（单位：亩，亿元）

地块名称	土地性质	面积（亩）	计划总投资（亿元）
新塘北单元 XSCQ2502-09 地块（和平桥商业地块）	商业	55.00	1.50
新塘北单元 XSCQ2502-05（和平桥住宅地块）	居住	115.36	4.60
地铁湘湖站配套用房地块（里黄家坞地块）	商业	13.32	0.30
新塘北单元 XSCQ2504-03 地块（姑娘桥商住地块）	商住	89.00	3.12
新塘街道裘江新村原地铁 2 号线拆迁安置用地	-	107.00	-

¹¹ 部分项目概算总投资未包括前期征迁费用，故实际投资已超概算。

¹² 概算总投资待定。

¹³ 萧山地铁原为该公司下属一级子公司，2019 年并入公司一级子公司萧山交投。

地块名称	土地性质	面积（亩）	计划总投资（亿元）
丰北停车场盖上区块	商住	101.93	7.03
盈中车辆段盖上区块	商住	195.60	10.85
靖江停车场盖上区块	商住	245.42	9.73
南阳停车场盖上区块	商住	79.50	3.15
新塘北 2503-05 地块	商业商务	30.75	1.23
新兴路西侧地块	商业商务	8.00	0.32
新塘北 XSCQ2502-10	商业商务	68.85	2.75
合计	--	1109.73	44.58

资料来源：萧山国资

湘旅控股主要在建基础设施项目包括城厢街道湖头陈社区城中村改造安置房三、四期、蜀山街道金西村安置房、闻堰街道山河村安置房等，截至 2023 年 3 月末，项目计划总投资 195.92 亿元，已投资 115.45 亿元。

图表 20. 截至 2023 年 3 月末湘旅控股公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	已完成投资
城厢街道湖头陈社区城中村改造安置房三、四期	30.02	29.19
城厢街道杜湖社区城中村改造安置房	17.34	2.88
闻堰街道东山陈安置房	9.84	6.08
蜀山街道金西村安置房	23.49	19.21
闻堰街道闻兴村（裴家里区块）安置房	17.16	11.18
闻堰街道山河村安置房	31.74	20.51
闻堰街道长安村安置房	13.64	3.82
闻堰街道黄山村安置房	16.5	7.57
城厢街道东湘社区城中村改造安置房二期	18.49	3.15
湘湖公学	4.32	3.53
压湖山岛公园	0.63	0.20
湘湖应急备用水源扩建工程-景观提升及配套管理用房工程	4.68	3.16
紫光恒越自主可控实验室及数字化产品研发基地	8.07	4.97
合计	195.92	115.45

资料来源：萧山国资

C. 房产销售、工程施工、服务及其他

除上述主要业务板块外，该公司收入来源还包括工程收入、房产销售、租赁收入、湘湖旅游度假区补贴收入以及服务收入等。2022 年，公司实现服务收入 15.82 亿元、工程收入 18.99 亿元、房产销售收入 19.60 亿元、租赁收入 6.79 亿元以及酒店文旅收入 6.54 亿元等，其中服务收入以物业保安服务、客运及车辆通行费、污泥处置、垃圾处置等为主，收入构成较为分散。

2022 年，该公司房产销售收入主要来自子公司萧山交投下属子公司。萧山交投房屋销售业务由子公司萧山城区建设有限公司（简称“萧山城区建设”）负责运营。从运营模式来看，萧山城区建设的保障房建设计划来自萧山区人民政府，其建设保障房的土地为公司征迁获得。安置房竣工后，除已签订委托代建协议的安置房外，萧山城区建设按政府指导价与安置户签订购房协议并全款结算。截至 2023 年 3 月末，萧山城区建设已完工安置房项目包括新塘街道郎家浜、下畈朱社区城中村改造安置房项目¹⁴以及北干街道城北村城中村改造安置房项目，北干街道兴议村城中村改造安置房项目，新塘街道半片

¹⁴ 采取委托代建模式开展，萧山城区建设与萧山城投签署代建合同，约定代建管理费为 0.10 亿元，其中萧山城投分别在代建合同签订后、项目完成综合验收并通过后、项目完成全部分项结算审计后向萧山城区建设支付 30%、50%、15%的代建费，剩余 5%作为项目质保金待项目综合验收满二年后支付。

街社区城中村改造安置房项目，蜀山街道广乐安置房项目，北干街道塘湾村城中村改造安置房项目，建筑面积合计 230.90 万平方米，累计已投资 168.70 亿元，截至 2023 年 3 月末累计回笼资金 23.00 亿元。除保障房外，萧山城区建设还开展普通商品房开发，具体经营模式为：通过土地一级市场竞拍方式获得土地使用权，并进行房地产后续开发，项目建设完工后，按市场价销售获取收益。截至 2023 年 3 月末，萧山城区建设在建商品房项目为萧政储出（2012）15 号商住用地建设项目，建筑面积为 18.70 万平方米，计划总投资 12.00 亿元，已投资 9.71 亿元。截至 2023 年 3 月末，该项目已预售 18.70 万平方米，实现资金回笼 17.29 亿元，2022 年确认商品房销售收入 15.89 亿元。2022 年，萧山城区建设实现房屋销售收入 16.03 亿元，主要系商品房销售收入。

此外，湘旅控股及萧山城投¹⁵也贡献了部分房产销售收入。2022 年湘旅控股实现房地产销售收入 3.26 亿元；萧山城投实现保障房销售收入 0.29 亿元，截至 2023 年 3 月末，萧山城投主要已完工在售的保障房项目建筑面积合计为 113.79 万平方米，项目预计总投资 48.50 亿元，已累计投资 47.78 亿元，预计可实现销售收入合计 55.41 亿元。同期末已售面积为 80.44 万平方米，实现销售额 33.79 亿元，由于安置房及经济适用房对购房者有相应的条件限制，公司保障房销售进度整体较为缓慢。

萧山交投为萧山区唯一的交通基础设施投资建设主体，除交通基础设施建设及城中村改造项目建设外，还从事客运运输、公路运营、路桥工程，以及小规模的修理、客运站务、商品销售、租赁等业务。2022 年，萧山交投实现通行费收入 2.91 亿元，全部为萧山机场公路通行费收入；租赁业务收入 1.10 亿元，可供租赁资产包括萧山区人民政府划拨的房产，萧山长运拥有的站场设施、店面，萧山地铁自有房产、在做地过程中建设的临时停车场、停车场内临时建筑物及获得的临时土地使用权等；工程收入 12.45 亿元，全部为路桥施工业务结算收入。其中，路桥施工业务主要由萧山交投子公司杭州萧山路桥工程有限公司（简称“萧山路桥”）负责运营，萧山路桥具有市政公用工程施工总承包叁级；公路路面工程专业承包贰级、公路工程施工总承包贰级、公路路基工程专业承包贰级；公路养护工程施工从业资质证书二类（甲级）、二类（乙级）、三类（甲级）及三类（乙级）等资质。该业务主要采用委托代建模式，萧山路桥与杭州市萧山区交通运输管理服务中心、各镇村及地方国企等单位签订委托代建协议，公司负责项目的投融资工作，前期支付的成本计入“存货”，项目竣工验收后委托方按项目投资额加成进度计量的一定比例向公司支付委托代建款，最终金额以第三方出具的审计报告文件为准。

湘旅控股主要负责萧山区湘湖新城规划范围内的土地开发、基础设施建设、湘湖景区旅游开发等工作，浙江湘湖旅游度假区管理委员会（简称“湘湖管委会”）给予的补贴收入是其重要收入来源。2022 年，湘旅控股获得的补贴收入为 6.00 亿元。截至 2022 年末，湘旅控股根据湘湖管委会同意拨款的文件计提补贴收入累计金额 37.54 亿元。

（2）运营规划/经营战略

面对新形势、新挑战、新任务，该公司将坚持以党的二十大精神为指引，认真贯彻落实区委十六届三次全会精神，牢牢把握持续推进“产城人文”深度融合的总要求，聚焦打造中国式现代化的区（县）域范例的总目标，坚定“国企改革排头兵、产业发展领头雁、党建引领先行者”的发展定位，全面实施改革攻坚、产业提升和人才强企三大战略，抢抓机遇，深化改革，踔厉奋发，勇毅前行，努力开创产业高质量发展新局面。

管理

跟踪期内，该公司法人、董事会和监事会成员发生变更。除此外，公司组织架构、管理制度、产权状况、法人治理结构等方面未发生重大变化。公司控股股东仍为萧山区国资办。

跟踪期内，该公司法人、董事会和监事会成员有所调整，根据萧国资运营[2023]11 号文件，由杭州

¹⁵ 主要由萧山城投下属一级子公司杭州萧山三阳房地产投资管理中心（简称“三阳房地产”）和杭州萧山市政拆迁安置房建设有限公司（简称“市政公司”）运营。其中三阳房地产主要负责建设经济适用房、人才专用房、公租房及廉租房，是萧山区此类房产唯一的建设主体；市政公司主要负责建设农民安置房。

萧山产业发展集团有限公司（简称“萧山产发”）董事、监事会成员兼任萧山国资董事会、监事会成员。除此外，公司在组织架构、管理制度、产权状况、法人治理结构等方面未发生重大变化。公司控股股东仍为杭州市萧山区人民政府国有资产监督管理办公室（简称“萧山区国资办”）。

根据该公司本部 2023 年 6 月 1 日《企业信用报告》，公司本部历史偿债记录良好，无信贷违约情况。根据 2023 年 6 月 25 日查询国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公示平台信息查询结果，未发现公司本部存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司毛利规模有所增长，但主要受大幅增长的财务费用影响，营业利润显著下滑，利润实现对政府补助的依赖仍较大。得益于资产注入及债务转增资本，公司资本实力进一步增强，但负债规模同步增长，期末杠杆水平仍较高，且主要因存量货币资金减少，现金资产对即期债务的保障程度降至较低水平。公司旗下拥有上市公司杭齿前进，并持有一定规模的区内物业资产，且目前融资渠道较为通畅，可为债务偿付提供一定支撑。

1. 数据与调整

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2022 年财务报表进行了审计，并出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告。2022 年审计报告强调事项段系提醒财务报表使用者关注子公司三阳房地产名下钱江世纪城一期人才房事宜的披露。强调事项为三阳房地产名下的钱江世纪城一期超高层办公楼（即前述杭州湾智慧谷办公楼）、人才房和商业配套等已全部投入使用，其中人才房为公租房性质房源，公司将其账面成本扣除财政已支付的建设款后列入非流动资产，作为非经营性资产核算管理，暂定金额为 34.71 亿元；超高层办公楼和商业配套等用于经营性租赁，已列投资性房地产，房产原值暂定为 16.21 亿元。由于钱江世纪城一期上述项目目前正在决算中，决算完成后，公司将对相关科目金额进行调整。

该公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。会计估计变更方面，子公司萧山城投于 2021 年 1 月 1 日下达《关于统一集团房屋资产折旧年限的通知》，要求调整集团及下属子公司在 2010 年及以后建成的房屋资产，折旧年限统一为 40 年，其余保持不变，萧山城投及其子公司三阳房地产原折旧年限为 40 年，其余子公司房屋资产原折旧年限为 20 年，本次会计估计变更影响当期折旧-0.49 亿元。重大前期差错更正方面，萧山交投发行永续债，在合并层面划分为少数股东权益，进行重分类调整，合并报表期初少数股东权益总额调增 10.00 亿元、期初其他权益工具投资调减 10.00 亿元；子公司萧山产发以权益法核算联营企业按照审定报表重新计算长期股权投资，该事项调减长期股权投资 0.07 亿元；调增其他非流动金融资产 0.07 亿元、其他非流动金融资产 0.02 亿元、应交税费 90.68 万元、未分配利润 77.02 万元、投资收益 0.02 亿元、所得税费用 90.68 万元；子公司萧山交投由于对外股权投资重分类及补提所得税费用，该事项调减期初长期股权投资 567.31 万元，调增其他非流动金融资产 735.00 万元、应交税费 90.68 万元、未分配利润 77.02 万元、投资收益 167.72 万元和所得税费用 90.68 万元；子公司湘旅控股因往来科目抵消、对外投资项目重分类等，调减应收账款 2.86 亿元；调增其他应收款 2.94 亿元、存货 28.03 亿元、其他流动资产 0.24 亿元、债权投资 0.06 亿元。

截至 2022 年末，该公司纳入合并报表范围的一级子公司共 7 家，主要为公司各业务板块运营主体。2022 年，公司新纳入合并报表范围的子公司为 8 家，其中投资设立 5 家，分别为杭州萧山产发置业有限公司、杭州萧山城市电力发展有限公司、杭州萧山橙新置业有限公司、杭州萧山橙天置业有限公司和杭州滨越房地产开发有限公司；非同一控制下的企业合并 3 家，分别为杭州萧山肉类加工有限公司、杭州萧山人才服务有限公司和杭州萧山新区旧城改造投资有限公司（简称“萧山新区旧改公司”）。同年，不再纳入合并范围的子公司 2 家，分别系注销芜湖天汇市政园林工程有限公司以及处置杭州空港

会展开发有限公司股权。2023 年第一季度，合并范围内减少一家子公司，主要系公司将杭州空港投资开发有限公司 100%股权划转至杭州萧山环境集团有限公司。此次股权划转后，公司单次合并口径净资产减少 36.19 亿元（其中归属于母公司的净资产为 36.09 亿元），占公司 2021 年末净资产的 4.53%。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

跟踪期内该公司融资规模增加，负债经营程度进一步上升，2022 年末和 2023 年 3 月末，公司负债总额分别为 1907.72 亿元和 1938.61 亿元，2022 年末负债总额较 2021 年末增长 10.17%；同期末资产负债率分别为 69.07%和 69.91%，2022 年末资产负债率较 2021 年末上升 0.66 个百分点，负债经营程度处于较高水平；股东权益与刚性债务比率分别为 60.37%和 58.46%，较 2021 年末变化不大，股东权益对刚性债务的保障能力仍一般。

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 854.16 亿元和 834.51 亿元，其中 2022 年末所有者权益较 2021 年末增长 6.83%。其中，2022 年末，公司实收资本仍为 100.00 亿元；资本公积较 2021 年末增长 7.89%至 672.32 亿元，增加项主要包括将浙江省萧山湘湖国家旅游度假区管理委员会其他应付款共计 35.00 亿元转增浙江湘湖旅业有限公司资本公积、萧山交投接收无偿划拨的萧山新区旧改公司股权增加资本公积 6.64 亿元等；未分配利润较 2021 年末增长 42.47%至 25.42 亿元；其他权益工具较 2021 年末减少 10.00 亿元至 5.00 亿元，系子公司萧山交投发行的永续中票 10.00 亿元重分类至少数股东权益科目。2023 年 3 月末，公司所有者权益较 2022 年末下降 2.30%至 834.51 亿元。

（2）债务结构

从负债期限结构看，2022 年末该公司长短期债务比较上年末下降 30.88 个百分点至 190.33%，公司负债仍以非流动负债为主。从具体构成看，2022 年末，公司非流动负债为 1250.62 亿元，较上年末增长 4.87%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中，长期借款余额为 748.20 亿元，较上年末增长 9.40%；应付债券余额为 145.30 亿元，较上年末下降 3.51%，主要系部分债券到期偿还所致；长期应付款余额为 322.76 亿元，较上年末下降 1.03%，包括长期应付款 245.27 亿元和专项应付款 77.48 亿元，其中长期应付款主要包括应付融资租赁款 16.95 亿元、地方政府债券 201.11 亿元¹⁶、预收的安置房房款 4.13 亿元，专项应付款主要为公司收到的财政专项拨款。此外，2022 年末递延收益较上年末增长 20.83%至 7.58 亿元，主要系公司获得政府补助增加所致。

2022 年末，该公司流动负债为 657.09 亿元，较 2021 年末增长 21.88%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中，短期借款余额为 105.94 亿元，较 2021 年末增长 63.90%；应付账款余额为 46.22 亿元，较 2021 年末增长 13.39%，主要为未结算的应付工程款等；其他应付款余额为 315.20 亿元，较 2021 年末增长 21.78%，主要包括往来款 112.32 亿元、财政调度款 80.32 亿元、征迁资金 66.13 亿元、押金及保证金 26.49 亿元等；一年内到期的非流动负债余额为 171.80 亿元，较 2021 年末增长 30.91%，主要包括一年内到期的长期借款 85.11 亿元、一年内到期的应付债券 55.06 亿元和一年内到期的长期应付款 25.78 亿元。此外，同年末合同负债余额为 8.11 亿元，较 2021 年末下降 71.61%，主要系公司所销售商品大量提货，预收货款相应结转所致；其他流动负债余额较 2021 年末下降 91.74%至 0.19 亿元，主要系待转销项税及预留房款利息减少所致。

2023 年 3 月末，该公司负债总额为 1938.61 亿元，较 2022 年末增长 1.62%；资产负债率较 2022 年末上升 0.84 个百分点至 69.91%，仍处于较高水平。从负债期限结构看，同期末公司长短期债务比较 2022 年末增长 31.83 个百分点至 222.15%，主要系当期末长期借款较 2022 年末增长 11.48%至 834.08 亿元、一年内到期的非流动负债较 2022 年末下降 39.96%至 103.14 亿元所致。除此外，当期末债务增量主要来自预收账款、其他应付款和长期应付款，增量规模不大，负债整体主要构成较 2022 年末未发生重大变化。

¹⁶ 包括地方政府置换债券 192.92 亿元和土储债券 8.80 亿元。

2022 年末和 2023 年 3 月末，该公司刚性债务余额¹⁷分别为 1414.96 亿元和 1427.48 亿元，占负债总额的比重分别为 74.17%和 73.63%，其中 2022 年末刚性债务余额较 2021 年末增加 136.03 亿元。从期限结构看，公司刚性债务以中长期债务为主，2022 年末和 2023 年 3 月末，公司中长期刚性债务分别为 1134.64 亿元和 1221.43 亿元，占刚性债务的比重分别为 80.19%和 85.57%；短期刚性债务分别为 280.33 亿元和 206.05 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 21.22%和 23.67%，主要因货币资金显著下降而降至较低水平。

该公司刚性债务主要由金融机构借款、地方政府债券和应付债券构成，其中金融机构借款是公司最重要的融资方式。截至 2022 年末，公司银行借款余额为 940.94 亿元，占公司刚性债务的比重为 65.39%，以质押、保证和信用借款为主，公司借款以长期借款为主，同年末短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款余额分别为 105.94 亿元、86.80 亿元和 748.20 亿元；公司应付债券余额为 202.06 亿元，其中一年内到期部分余额为 56.76 亿元。同年末，公司长期应付款（不含专项应付款）余额为 245.27 亿元，主要包括政府置换债券余额 201.11 亿元、应付融资租赁款 16.95 亿元、应付土储中心借款余额 8.80 亿元、应付债权投资计划余额 8.00 亿元和国开发展基金有限公司借款 6.07 亿元。

3. 现金流量

该公司经营性现金流主要反映土地开发、基础设施建设、齿轮箱销售等主业现金收支以及往来款收支情况。公司主业获现能力尚可，2022 年及 2023 年第一季度营业收入现金率分别为 93.70%和 118.37%，2022 年营业收入现金率较上年提升 0.31 个百分点。同期，公司经营性净现金流分别为 -108.06 亿元和 1.82 亿元，2022 年主要因大规模建设支出而呈净流出状态。公司投资活动现金流主要反映公司在建工程支出、股权投资支出及理财产品的收支情况，主要由于在建工程的持续投入等，公司投资活动现金流持续净流出。2022 年及 2023 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -57.44 亿元和 -34.14 亿元。公司资金缺口主要通过银行借款和债券融资等方式来弥补，同期，公司筹资活动现金流量净额分别为 126.57 亿元和 21.98 亿元，筹资活动现金净流入逐年增长。

4. 资产质量

2022 年末该公司资产总额较 2021 年末增长 9.11%至 2761.88 亿元，其中流动资产为 1836.91 亿元，占资产总额的比重为 66.51%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。其中，货币资金余额为 56.26 亿元，较 2021 年末下降 41.71%，其中受限的货币资金余额为 0.78 亿元，主要为质押的银行承兑汇票保证金和定期存款；其他应收款余额为 185.70 亿元，较上年末增长 10.65%，包括应收萧山区闻堰镇城乡一体化建设管理中心往来款及代垫工程款 41.76 亿元、应收杭州萧山经济技术开发区国有资产经营有限公司（简称“萧山经开国资”）工程款及借款 20.63 亿元、应收萧山区财政局工程款及经营亏损补偿款 18.48 亿元、应收湘湖管委会拆迁及工程款 15.49 亿元、应收区级财政国库支付中心专项款 14.70 亿元等，公司其他应收款规模较大，未来回收存在不确定性，易增大公司资金压力；存货余额为 1557.79 亿元，较 2021 年末增长 15.27%，主要包括土地整理、地铁征迁、受托代建的旧城改造、安置房及道路建设等开发成本。此外，2022 年预付款项余额较 2021 年末下降 24.64%至 9.61 亿元，主要系工程完工结算所致。

2022 年末，该公司非流动资产余额为 924.96 亿元，较 2021 年末增长 5.61%，主要由其他权益工具投资、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。其中，其他权益工具投资余额为 243.55 亿元，较 2021 年末增长 6.34%，主要为对杭州市地铁集团有限责任公司投资 217.79 亿元；长期股权投资余额为 47.83 亿元，主要为对联营企业投资，余额较 2021 年下降 17.66%，主要系减少对杭州市会展新城开发建设有限公司的投资 20.16 亿元所致；投资性房地产余额为 122.62 亿元，较 2021 年末略增 0.42%，主要为可出租房产 112.57 亿元和土地使用权 10.05 亿元；固定资产余额为 150.39 亿元，主要包括房屋及建筑物等，较 2021 年末增长 9.97%；在建工程余额为 63.30 亿元，较 2021 年末增长 12.94%，主要系公司本期增加对萧山区耕地“非农化”“非粮化”整治项目（一

¹⁷ 未加计其他应付款中的单位借款 5.70 亿元及部分带息的预收安置房款，以及在所有者权益中核算的永续中票 15.00 亿元。

期)、闻堰三江汇谷产业园区改造工程、民营经济发展展览馆(南地块)等项目投入所致;无形资产余额为 159.21 亿元,较 2021 年末增长 2.30%,其中土地使用权余额为 154.21 亿元;其他非流动资产余额为 98.33 亿元,较 2021 年末增长 20.69%,主要为公司非经营性资产,主要包括机场公路、萧绍公路、03 省道萧山东复线、道路设施等市政基建及钱江世纪城一期人才房等。此外,2022 年末使用权资产余额为 2.14 亿元,较 2021 年末增加 1.93 亿元,主要系房屋建筑物及土地使用权增加。

2023 年 3 月末,该公司资产总额为 2773.11 亿元,较 2022 年末增长 0.41%。其中,货币资金余额较 2022 年末下降 15.70%至 47.42 亿元;预付款项较 2022 年末增长 46.83%至 14.12 亿元,主要系子公司萧山城投增加 4.70 亿元预付贷款利息所致;长期股权投资较 2022 年末增长 83.68%至 87.85 亿元,主要系萧山产发增加对杭州市临空建设投资集团有限公司 40.00 亿元出资所致;在建工程较 2022 年末增长 41.41%至 89.51 亿元,主要系市北客运站、科创园等项目增加投入;其他非流动资产较 2022 年末减少 32.08 亿元至 66.25 亿元,主要系子公司萧山交投城中村改造塘湾项目调整至存货科目所致。

5. 盈利能力

2022 年,该公司实现营业收入 166.34 亿元,同比下降 7.00%;实现营业毛利 26.65 亿元,同比增长 15.91%;综合毛利率较 2021 年提升 3.17 个百分点至 16.02%,主要系当年毛利率水平相对高的商品房销售收入大幅增长带动。其中,齿轮箱制造、基础设施建设和房产销售业务对公司营业毛利贡献较大,2022 年上述业务毛利占公司营业毛利的比重分别为 18.11%、22.33%和 22.91%。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2022 年,公司期间费用 30.93 亿元,同比增长 31.01%,主要系财务费用增加 5.86 亿元所致;期间费用率较 2021 年上升 5.40 个百分点至 18.59%。

该公司盈利对政府补助依赖大,2022 年公司营业利润同比下降 21.96%至 9.40 亿元,其中实现以政府补助为主的其他收益 11.90 亿元,同比下降 2.26%。同时,投资收益为公司盈利形成一定补充,投资收益主要为持有其他非流动金融资产期间取得的投资收益及权益法核算下确认的联营企业的投资收益,2022 年投资收益同比增长 2.82%至 2.85 亿元。同年公司确认其他非流动金融资产公允价值变动收益 0.57 亿元;当年实现净利润 9.10 亿元,同比下降 20.22%,主要受期间费用增加影响。

2023 年第一季度,该公司实现营业毛利 3.56 亿元,综合毛利率为 15.57%;期间费用为 7.74 亿元,期间费用率升至 33.91%;当期公司实现以政府补助为主的其他收益 4.59 亿元,实现净利润 0.19 亿元,同比增长 67.16%。

6. 偿债能力与流动性

2022 年,该公司 EBITDA 为 48.65 亿元,较上年增加 6.89 亿元,主要系列入财务费用的利息支出增加所致。公司已累积较大规模的刚性债务,EBITDA 对利息支出及对刚性债务的保障程度不高。同期公司非筹资性现金流持续净流出,难以对债务偿付提供有效保障。

从资产流动性看,2022 年末及 2023 年 3 月末,该公司流动比率分别为 279.55%和 305.41%,公司流动资产中其他应收款和存货占比较高,应收款项未来回收时点存在不确定性,且以土地整理及城中村改造、安置房等项目开发成本为主的存货变现能力受结算进度影响大,整体看公司资产流动性一般。同期末,公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 21.22%和 23.67%,2022 年末短期刚性债务现金覆盖率较 2021 年末下降 28.33 个百分点,主要因货币资金显著下降而降至较低水平。

图表 21. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年(末)	2021 年(末)	2022 年(末)	2023 年第一季度(末)
EBITDA/利息支出(倍)	0.63	0.81	0.86	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.04	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	7.39	-6.53	-18.07	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.59	-3.01	-8.02	—

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年第一季度（末）
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-13.98	-29.03	-27.67	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.80	-13.40	-12.29	—
流动比率（%）	272.33	307.05	279.55	305.41
现金比率（%）	25.57	18.52	9.05	8.11
短期刚性债务现金覆盖率（%）	72.18	49.55	21.22	23.67

资料来源：萧山国资

截至 2022 年末，该公司受限资产余额为 56.17 亿元，占总资产的比重为 2.03%，主要包括因质押/保证金/ETC 押金冻结受限货币资金 0.78 亿元；用于抵押融资的投资性房地产 26.26 亿元、无形资产 25.00 亿元；因抵押融资/法院查封的固定资产 3.33 亿元；因质押融资受限的应收款项融资 0.80 亿元、应收账款 54.63 万元、应收票据 35.48 万元。

7. 表外事项

截至 2022 年末，该公司对外担保金额为 31.22 亿元，担保比率为 3.66%，担保对象主要为当地国有企业，包括对萧山经开国资的担保余额 20.00 亿元。其中，子公司杭州萧山公路开发有限公司为浙江登峰交通集团有限公司（简称“登峰集团”）¹⁸及其关联公司提供的担保虽已到期，但登峰集团及其关联公司于 2015 年 11 月已进入破产清算程序，目前尚未终结，涉及的担保总金额为 20150.00 万元，公司获得补偿的可能性较低，2022 年末对应的预计负债为 11793.86 万元。

外部支持

作为萧山区核心的国有资产投资运营与管理主体，该公司在财政补贴、项目资本金注入及资产注入等方面获得萧山区人民政府的持续支持。2022 年，公司实现以财政补贴为主的其他收益 11.90 亿元；获得政府项目资本金及资产注入、债务转增资本等增加资本公积 45.14 亿元。此外，公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系。截至 2022 年末，公司本部及主要子公司萧山产发、萧山城投、萧山交投和湘旅控股等获得的金融机构授信总额合计为 1573.43 亿元，尚未使用的授信额度合计为 442.41 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

20 萧山国资 MTN002：次级永续

20 萧山国资 MTN002 为永续中期票据，本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于该公司普通债务之后，与公司已发行的其他次级债处于同一清偿顺序，与未来可能发行的其他次级债同顺位受偿，同时在债券赎回、利率调整、利息支付等方面设置有特殊条款，区别于普通债券，具体如下：

20 萧山国资 MTN002 在该公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司有权于 20 萧山国资 MTN002 每个赎回日（即每个票面利率重置日）按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债券。如果公司决定行使赎回权，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作；如公司不行使赎回权，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债

¹⁸ 根据国家企业信用信息公示系统查询，登峰集团股东系 5 位自然人，业务经营范围包括公路、桥梁、交通基础工程建设和养护；市政园林建筑、房屋建筑及室内外装饰工程施工；公路、教育、旅游、医疗、房地产投资；港口航道、码头工程施工；工程测试。

券票面利率以及幅度调整的公告》。

20 萧山国资 MTN002 前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变；前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率¹⁹。如果该公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率可调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点²⁰，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

除非发生强制付息事件，20 萧山国资 MTN002 的每个付息日，该公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率非累计计息。在 20 萧山国资 MTN002 付息日前 12 个月内，公司若发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或向偿付顺序劣后于本期中票的证券进行付息；（2）减少注册资本。

若该公司选择利息递延支付，则于付息日前十个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或向偿付顺序劣后于 20 萧山国资 MTN002 的证券进行付息；（2）减少注册资本。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司法人、董事会和监事会成员发生变更。除此外，公司组织架构、管理制度、产权状况、法人治理结构等方面未发生重大变化。公司控股股东仍为萧山区国资办。

该公司为萧山区核心的国有资产投资运营和管理主体，形成了以齿轮箱制造和基础设施建设为基础的业务结构，受益于股东历来资产注入、国有企业股权划入及自身业务拓展，目前公司资产运营管理规模大，业务范围广，收入来源多元。跟踪期内，齿轮箱业务收入略有下降，盈利水平基本稳定；基础设施建设业务收入规模大，但受结算进度影响而同比减少，且沉淀资金规模较大，整体回笼进度较缓，后续仍有大规模投资安排，面临的投融资压力大；以经营性业务为主的其他板块业务总体运营稳定，收入有所增长，成为公司收入的重要补充。

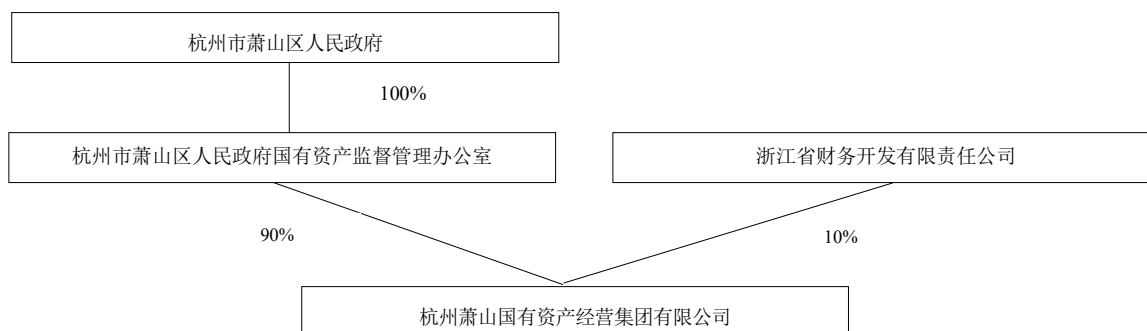
跟踪期内，该公司毛利规模有所增长，但主要受大幅增长的财务费用影响，营业利润显著下滑，利润实现对政府补助的依赖仍较大。得益于资产注入及债务转增资本，公司资本实力进一步增强，但负债规模同步增长，期末杠杆水平仍较高，且主要因存量货币资金减少，现金资产对即期债务的保障程度降至较低水平。公司旗下拥有上市公司杭齿前进，并持有一定规模的区内物业资产，且目前融资渠道较为通畅，可为债务偿付提供一定支撑。

¹⁹ 票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 3 年的各日（如遇法定节假日，则顺延至其后的一个工作日，顺延期间不另计息），初始基准利率为簿记建档日前 3 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值当期基准利率为票面利率重置日前 3 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²⁰ 票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs。

附录一：

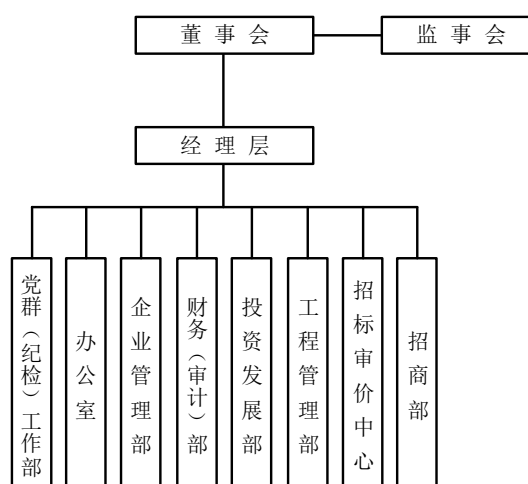
公司股权结构图



注：根据萧山国资提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据萧山国资提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）				
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)
杭州萧山国有资产经营集团有限公司	萧山国资	—	国有资产经营等	168.52	664.49	0.62	5.34	-9.69
杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	杭齿前进	45.01	齿轮箱制造	13.44	22.20	21.96	2.18	-0.15
杭州萧山交通投资集团有限公司	萧山交投	100.00	交通设施建设和户外广告设计、制作	365.59	387.75	57.23	0.88	-41.61
杭州萧山城市建设投资集团有限公司	萧山城投	90.07	城市基础设施建设、土地开发、房地产开发等	461.93	161.28	60.28	0.94	-36.72
浙江湘旅控股集团有限公司	湘旅控股	100.00	湘湖旅游发展度假区旅游项目开发及基础设施建设、土地整理、征迁前期服务、拆迁安置房建设	30.96	172.09	12.64	0.27	-9.47
杭州萧山医药有限公司	萧山医药	100.00	药品销售	0.85	0.83	4.23	0.03	-0.63

注：根据萧山国资 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额[亿元]	2,396.25	2,531.18	2,761.88	2,773.11
货币资金[亿元]	150.49	96.51	56.26	47.42
刚性债务[亿元]	1,185.84	1,278.93	1,414.96	1,427.48
所有者权益[亿元]	723.25	799.53	854.16	834.51
营业收入[亿元]	250.77	178.87	166.34	22.87
净利润[亿元]	9.60	11.41	9.10	0.19
EBITDA[亿元]	39.44	41.76	48.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	42.71	-37.15	-108.06	1.82
投资性现金净流入量[亿元]	-123.52	-127.96	-57.44	-34.14
资产负债率[%]	69.82	68.41	69.07	69.91
长短期债务比[%]	179.64	221.20	190.33	222.15
权益资本与刚性债务比率[%]	60.99	62.52	60.37	58.46
流动比率[%]	272.33	307.05	279.55	305.41
速动比率[%]	61.78	54.01	41.02	42.67
现金比率[%]	25.57	18.52	9.05	8.11
短期刚性债务现金覆盖率[%]	72.18	49.55	21.22	23.67
利息保障倍数[倍]	0.37	0.49	0.54	—
有形净值债务率[%]	282.26	269.89	275.55	289.60
担保比率[%]	1.48	2.87	3.66	—
毛利率[%]	8.92	12.85	16.02	15.57
营业利润率[%]	4.02	6.73	5.65	0.84
总资产报酬率[%]	1.00	1.02	1.15	—
净资产收益率[%]	1.39	1.50	1.10	—
净资产收益率*[%]	1.46	1.48	1.12	—
营业收入现金率[%]	76.48	93.39	93.70	118.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.39	-6.53	-18.07	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.59	-3.01	-8.02	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.98	-29.03	-27.67	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.80	-13.40	-12.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.63	0.81	0.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.04	—

注：表中数据依据萧山国资经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动

指标名称	计算公式
	负债合计 $\times$ 100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额 $\times$ 100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额) $\times$ 100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计 $\times$ 100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入 $\times$ 100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times$ 100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2] $\times$ 100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2 $\times$ 100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入 $\times$ 100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times$ 100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2] $\times$ 100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times$ 100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2] $\times$ 100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2011 年 4 月 1 日	AA+/稳定	葛天翔、曹海楠	-	报告链接
	评级结果变化	2018 年 6 月 29 日	AAA/稳定	李叶、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 9 月 8 日	AAA/稳定	李娟、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA/稳定	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级 (18 萧山国资 MTN002)	历史首次评级	2019 年 7 月 19 日	AAA	李叶、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 29 日	AAA	李娟、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级 (20 萧山国资 MTN001)	历史首次评级	2019 年 7 月 19 日	AAA	李叶、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 29 日	AAA	李娟、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
债项评级 (20 萧山国资 MTN002)	历史首次 评级	2020 年 8 月 19 日	AAA	李叶、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001 （2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 29 日	AAA	李娟、李星星		报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM- GG001（2022.12）	-
债项评级 (21 萧山国资 MTN001)	历史首次 评级	2021 年 7 月 6 日	AAA	李叶、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001 （2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 29 日	AAA	李娟、李星星		报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM- GG001（2022.12）	-
债项评级 (20 萧资 01)	历史首次 评级	2020 年 8 月 25 日	AAA	李叶、李星星	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001 （2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 29 日	AAA	李娟、李星星		报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 29 日	AAA	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM- GG001（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。