

杭州西湖投资集团有限公司 16 西湖债

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2020]100871】

评级对象： 杭州西湖投资集团有限公司 16 西湖债

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2020年6月29日
前次跟踪：	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2019年6月28日
首次评级：	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2015年8月18日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	1.11	3.71	2.21
刚性债务	47.72	52.07	51.57
所有者权益	43.81	44.71	20.04
经营性现金净流入量	-23.26	-0.87	1.32
发行人合并数据及指标：			
总资产	406.51	505.82	598.50
总负债	331.96	423.40	458.82
刚性债务	281.02	354.88	390.60
所有者权益	74.55	82.42	139.68
营业收入	7.33	7.59	12.24
净利润	-3.74	0.67	0.66
经营性现金净流入量	-23.03	5.26	14.87
EBITDA	0.91	5.63	5.68
资产负债率[%]	81.66	83.71	76.66
长短期债务比[%]	808.31	415.38	261.79
营业利润率[%]	-47.83	9.72	3.93
短期刚性债务现金覆盖率[%]	213.59	104.73	82.67
营业收入现金率[%]	106.23	89.23	114.69
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-87.50	-17.88	-14.38
EBITDA/利息支出[倍]	0.09	0.40	0.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.00	0.02	0.02

注：发行人数据根据西湖投资经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

分析师

陈茜 cx@shxsj.com
 刘明球 lmq@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“本评级机构”）对杭州西湖投资集团有限公司（简称“西湖投资”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 16 西湖债的跟踪评级反映了 2019 年以来西湖投资在区域环境、业务地位等方面保持优势，同时也反映了公司在投融资、债务偿付、业务经营风险、资金占用及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **较好的外部环境。** 西湖区产业结构优势明显，文化创意、休闲旅游等主导产业维持较快增长，为西湖投资业务发展提供了较好的外部环境。
- **业务地位突出。** 西湖投资承担了西湖区主要的土地开发整理、基础设施建设和安置房建设任务，同时全面负责西湖区留用地开发；且公司还负责国家 5A 级景区西溪湿地的建设、运营和维护，业务地位突出。

主要风险：

- **投融资压力大。** 跟踪期内，西湖投资建设任务仍较重，在建及拟建项目后续投资规模大，公司将持续面临很大的投融资压力。
- **债务偿付压力。** 跟踪期内，西湖投资债务规模进一步扩张，负债经营程度虽有所下滑仍处于较高水平，债务偿付压力持续加大。
- **房地产市场波动风险。** 西湖投资留用地开发项目投资规模大，项目收入实现受区域房地产市场行情影响较大，存在较大的经营风险。
- **资金占用。** 跟踪期内，西湖投资应收政府部门及其他区属单位的款项规模仍较大，易加大公司资金周转压力。

- 对外担保风险。西湖投资对外担保规模较大，存在一定的担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对西湖投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 AA⁺ 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很强，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



杭州西湖投资集团有限公司 16 西湖债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照杭州西湖投资集团有限公司 16 西湖债（简称“16 西湖债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西湖投资提供的经审计的 2019 年度财务报表及相关经营数据，对西湖投资的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改企业债券〔2016〕123 号文件批准，该公司于 2016 年 4 月公开发行了 12.00 亿元人民币公司债券，期限为 7 年。债券采用固定利率形式，存续期内票面利率为 4.30%，单利按年计息。本期债券附设提前还本条款，自本期债券存续期第 3 年末起按 20.00% 的比例逐年等额偿还本金，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。本期债券募集资金计划用于三墩镇旧城改造及撤村建居农转居多层公寓二期（慧仁家园）、三墩五里塘拆迁安置房工程、西湖区双桥区块 R1-17 地块塘河村农转非居民拆迁安置房和西湖区双桥区块 R1-18 地块塘河村农转非居民拆迁安置房四个项目的建设，截至 2019 年末本期债券募集资金已全部使用。

截至 2020 年 6 月 17 日，该公司存续债券本金待偿余额为 63.70 亿元，目前还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2020 年 6 月 17 日公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	起息日期	期限	发行金额	债券余额	票面利率
16 西湖债	2016.4.25	7 年	12.00	7.20	4.30%
20 西湖 01	2020.01.07	3+2 年	20.00	20.00	4.00%
20 西湖 02	2020.03.09	3+2 年	10.00	10.00	3.64%
20 西旅一	2020.04.29	3+2 年	16.50	16.50	3.55%
20 西湖投资 PPN01	2020.06.12	3+2 年	10.00	10.00	3.45%
合计	—	—	68.50	63.70	—

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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，全国各地区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。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格

机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019年末，我国城镇化率为60.60%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，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，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

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，是我国城镇化建设的重要力量。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。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。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。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018年3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发

《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照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，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

跟踪期内，西湖区文化创意、休闲旅游、高新技术等主导产业维持较快增长，经济增速有所回升，但受限购政策等因素影响全区房产销售持续下滑，土地出让亦呈下降态势。

西湖区位于杭州老城区的西部，是杭州市5个老城区中面积最大、人口最多的主城区，也是浙江省委、省政府所在地和省会机关聚集区，全省80%以上的省级机关均设在西湖区。全区总面积312.43平方千米，下辖10个街道和2个镇，截至2019年末常住人口为90.8万人。

西湖区作为杭州市的中心城区，拥有省级机关的行政资源和信息资源，具有省会城区的集聚效应和品牌优势，目前已形成以现代服务业为主导的产业发展格局。2019年，全区实现地区生产总值1415.83亿元，同比增长8.0%，增速较上年提升2.0个百分点，高于全市增速1.2个百分点；其中第三产业增加值为1289.18亿元，同比增长8.0%；全区三次产业结构为0.18:8.76:91.06，第三产业占比超90%且近年来持续提升，产业结构优势明显。

图表 2. 2017-2019 年西湖区主要经济指标（单位：亿元）

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值	1085.54	7.0	1202.27	6.0	1415.83	8.0
第三产业增加值	973.34	7.1	1088.67	6.5	1289.18	8.0
文创产业增加值	389.79	—	430.60	8.5	499.50	20.0
旅游总收入	281.59	12.2	310.18	10.2	341.00	--
规上工业总产值	228.52	—	232.2	2.9	261.55	13.4
三次产业结构	0.3:10.0:89.7		0.3:9.2:90.5		0.18:8.76:91.06	
固定资产投资	488.98	20.5	482.30	--	457.6	--
社会消费品零售总额	627.43	10.5	625.76	9.0	711.7	8.6

资料来源：2017-2019 年西湖区国民经济和社会发展统计公报

西湖区产业以总部楼宇经济为支撑，以文化创意产业、休闲旅游产业和高新技术产业为主导。楼宇经济方面，近年来西湖区楼宇经济快速发展，楼宇税收贡献率达 50% 以上；2019 年 1-11 月，西湖区楼宇经济实现财政总收入 159.06 亿元，其中一般公共预算收入 79.04 亿元，同比分别增长 31.85% 和 31.08%；截至 2019 年末，全区累计培育税收亿元楼 21 幢、千万元楼 115 幢，较上年末分别新增 1 幢和 15 幢。为给楼宇（总部）经济提供强劲动力，打造现代服务业经济示范区和总部经济发展核心区，西湖区制定了《西湖区楼宇（总部）经济和重点产业的扶持办法》，明确了对总部企业、专业服务业企业、特色楼宇集聚、鼓励楼宇提升竞争力四大模块进行扶持，在政策扶持下，目前西湖区楼宇纳税企业达 6100 余户，世界 500 强企业有 20 余家、国内 200 强企业达 30 多家、国内外知名品牌企业近 80 家。

文化创意产业方面，近年来，西湖区坚持文化事业、文化产业“双轮驱动”，不断提升文创产业集聚度，已成为杭州市文创产业高地和建设全国文化创意中心的排头兵。为将文创产业实现全域发展，西湖区建设了中国（浙江）影视产业国际合作实验区、艺创小镇、龙坞茶镇、西溪创意园、西溪银座文化创意产业园等文创名园名镇。目前全区共有省级以上文化产业园 5 家，文创企业 1 万余家，其中包括华策影视、宋城演艺等 5 家主板上市企业，南广影视、艺能传媒、德纳影业、时光坐标等 16 家新三板上市企业；2019 年 5 月，国内最大有声阅读领军企业喜马拉雅公司浙江总部正式签约落户象山公社；同月，作为浙江省唯一入选全国 13 家国家文化出口基地名单的中国（浙江）影视产业国际合作区正式启用。2019 年，西湖区实现文创产业增加值 499.50 亿元，同比增 20.0%，占全区地区生产总值的比重达 35.3%。

休闲旅游产业方面，西湖区作为杭州市旅游游览的中心区域，是全市最为重要的风景旅游区块，西湖区拥有“杭州西湖”、“西溪国家湿地公园”两个国家 5A 级景区及西山国家森林公园、西泠印社、之江国家旅游度假区、宋城等众多旅游景点，同时，在杭州市“旅游西进”规划开发的六大景区中，有五大景区地处西湖区。2019 年，西溪湿地获得“第七届浙江旅游总评榜—文旅融合示范景区”称号，当年全区完成旅游接待 1850 万人次，同比增长 10%；实现旅游总收入 341 亿元。

高新技术产业方面，西湖区现已形成以电子信息、仪器仪表、生物医药、新能源与节能环保等产业为主的高新技术产业发展格局。2019 年西湖区完成规模以上高新技术产业

业增加值 54.27 亿元，同比增长 21.0%，占规模以上工业增加值的比重达 76.9%；当年完成规模以上新产品产值 114.2 亿元，新产品产值率达到 43.7%。

2019 年，西湖区完成固定资产投资 457.6 亿元，投资金额较上年有所下滑但整体变动不大。具体来看，2019 年全区完成交通运输业投资 15.57 亿元，高新技术产业投资 44.6 亿元，同比分别增长 17.6% 和 47.8%。消费市场方面，同期，全区社会消费品零售总额为 711.7 亿元，同比增长 8.6%，增速较上年下滑 0.4 个百分点，仍保持在较高水平。

房地产市场方面，主要受杭州市房地产调控政策的收紧，近年西湖区房地产销售持续下滑，2019 年全区房地产销售面积为 54.66 万平方米，同比下滑 46.8%；得益于 G20 峰会、亚运会等利好因素带动杭州市房价的上涨，西湖区近年商品房销售价格持续提升，但受销售面积大幅下滑的影响，全区商品房销售额亦呈大幅下降态势，2019 年销售额同比下降 37.6%。

图表 3. 2017-2019 年西湖区房屋建设、销售情况（单位：%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产新开工面积（万平方米）	164.04	5.8	168.25	2.6	106.62	-36.6
房地产竣工面积（万平方米）	104.41	-39.6	143.73	37.7	62.80	-56.3
商品房销售面积（万平方米）	143.74	-18.3	102.66	-28.6	54.66	-46.8
商品房销售额（亿元）	364.81	1.9	293.74	-19.5	183.28	-37.6

资料来源：2017-2019 年西湖区国民经济和社会发展统计公报

土地市场方面，主要受楼市调控、政府供地计划等因素影响，西湖区住宅用地出让面积持续减少，导致全区土地出让总价逐年大幅下滑，2019 年西湖区土地出让总价为 113.38 亿元，较上年下滑 20.71%，其中住宅用地出让总价下降 78.79%；得益于商办和工业用地出让面积的增加，2019 年全区土地出让总面积有所回升。出让均价方面，2019 年西湖区住宅和工业用地出让价格大幅上涨，商办用地出让均价则与上年基本持平。

图表 4. 2017-2019 年西湖区土地市场情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
土地成交总面积（万平方米）	84.03	63.43	71.48
其中：住宅用地	29.28	22.07	4.06
商业/办公用地	32.58	21.17	38.97
工业用地	19.82	19.46	27.63
其他用地	2.35	0.73	0.81
土地成交总价（亿元）	230.69	142.99	113.38
其中：住宅用地	147.42	102.33	21.70
商业/办公用地	80.85	38.65	72.93
工业用地	1.87	1.84	8.46
其他用地	0.55	0.17	10.29
土地成交均价（元/平方米）	27454.53	22542.79	15829.43
其中：住宅用地	50350.36	46375.63	53386.72
商业/办公用地	24818.71	18252.92	18714.48
工业用地	945.02	947.01	3062.27
其他用地	2337.04	2364.68	123903.13

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

跟踪期内，该公司安保服务和旅游服务业务整体运营较稳定，仍是公司营业收入的主要来源；土地开发整理业务自 2019 年开始以净额确认收入，目前规模较小，受益于杭州市房地产市场热度维持，公司整理的土地溢价较高，可为公司提供一定的现金流入；公司基础设施和安置房项目大部分处于建设期，目前已沉淀大量资金，且后续在建及拟建项目仍有较大规模的投资需求，公司仍将持续面临较大的投融资压力；公司留用地开发业务尚处于起步期，后续投资规模大，预计可形成较大规模物业资产，但项目收入实现受区域房地产市场行情影响大，存在较大的经营风险。

该公司承担了杭州市西湖区主要的土地开发整理、基础设施建设、安置房建设及留用地开发等任务，同时还从事西溪湿地的建设运营、安保服务、环境服务、工程施工等经营性业务。2019 年，公司实现营业收入 12.24 亿元，较上年大幅增长 61.29%，各业务板块收入均有不同幅度的提升，其中因当年安置房交房面积较多，安置房销售收入显著增加；同时，因公司当年将部分子公司的租赁和物业管理业务收入分类至旅游服务业务板块，导致 2019 年旅游服务业务亦增长较大。目前公司营业收入仍主要来源于旅游服务和安保服务两大业务板块，2019 年上述业务收入占营业收入的比重分别为 34.56% 和 28.85%。

图表 5. 2017-2019 年公司营业收入构成¹（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
旅游服务业务	2.80	38.23	2.44	32.12	4.23	34.56
安保服务业务	2.93	40.00	3.10	40.81	3.53	28.85
建筑安装、工程施工及代建	0.43	5.93	0.82	10.83	1.17	9.57
安置房销售	--	--	0.05	0.65	1.71	13.95
土地开发	--	--	--	--	0.21	1.64
其他	1.16	15.84	1.18	15.59	1.40	11.42
合计	7.33	100.00	7.59	100.00	12.24	100.00

资料来源：西湖投资

（1）土地开发整理业务

该公司土地开发整理业务主要由子公司杭州西湖城市建设投资集团有限公司（以下简称“西湖城投”）负责，目前，西湖区除之江度假区外的土地²基本上均由西湖城投负责整理。西湖城投每年根据杭州市人民政府办公厅印发的《年度杭州市经营性用地出让、收储和做地计划的通知》进行土地整理工作，土地开发完成后交由杭州市土地储备中心统一收储，并通过“招、拍、挂”流程进行出让。土地出让价款由杭州市财政收取并按照规定分成比例返还至杭州市西湖区财政局（以下简称“西湖区财政局”），西湖区财

¹ 根据公司提供的最新数据整理。

² 未包含留用地开发，西湖区留用地开发主体为该公司全资子公司杭州西投置业有限公司（以下简称“西投置业”）。此外，西溪谷指挥部已经实施的做地地块仍有其负责。

政局计提城乡统筹基金和轨道交通建设基金³后将剩余的土地出让价款返还至西湖城投。整体来看，西湖城投目前住宅、商业金融、科研等经营性用地土地出让金返还比例在 45% 左右，工业用地在 66.5% 左右，西湖城投按照收到的土地出让金返还金额扣除土地整理成本的净额确认为土地开发整理收入。2018 及以前年度，该业务未实现收入；2019 年西湖城投收到双桥单元 XH0205-20 地块等 4 宗土地出让收入返还 2.06 亿元，扣除相应的整理成本确认收入为 0.20 亿元。

截至 2019 年末，西湖城投主要已完成整理的土地共计 18 宗，土地面积合计为 816.59 亩，土地总投资为 6.42 亿元；其中已出让面积为 372.73 亩，对应土地总投入为 5.27 亿元，土地出让总价为 83.52 亿元。得益于杭州市持续升温的房地产市场，该公司整理的土地溢价较高，可为公司提供一定的现金流入。

图表 6. 截至 2019 年末西湖城投主要已完成整理的土地情况（亩，亿元）

地块名称	土地性质	土地面积	总投资	出让时间	目前状态	土地出让总价	已收到出让金返还
蒋村单元 XH0607-04 地块（蒋村单元 E-02、E-03 地块）	住宅	85.05	1.54	2017 年	已出让	43.18	--
塘北单元 XH0502-17 地块（新时代二期地块）	商业商务	21.27	0.76	2017 年	已出让	6.66	--
三墩南阳坝地块（三墩单元 FG03-R21-06、FG03-R22-07 地块）	住宅	10.50	0.10	2018 年	已出让	0.49	--
蒋村单元 XH0604-14 地块(B09)	体育场馆用地（地下）	22.00	0.01	2018 年	已出让	0.17	--
翠苑单元 XH0901-01 地块	住宅	31.71	0.70	2019 年	已出让	20.61	--
留下单元 XH1312-13 地块	商业	5.59	0.02	2019 年	已出让	1.49	--
三墩西单元 FG04-G2/S42-03 地块（三墩西绿地停车库）	绿地兼地下社会停车库	33.87	0.04	2019 年	已出让	0.23	--
双桥单元 XH0203-10（1）地块	工业/创新性产业	50.00	0.90	2019 年	已出让	1.50	2.06
双桥单元 XH0205-20 地块	工业/创新性产业	30.42	0.32	2019 年	已出让	0.91	
双桥单元 XH0205-22 地块	工业/创新性产业	45.49	0.38	2019 年	已出让	1.37	
双桥单元 XH0205-19 地块	工业/创新性产业	29.88	0.25	2019 年	已出让	0.90	
小和山单元 XH1403-15 地块	公用设施用地	2.83	0.10	2019 年	已出让	3.01	--
双桥单元 XH0207-U 地块	公用设施用地	4.12	0.15	2019 年	已出让	3.00	--
已完成整理已出让土地小计	--	372.73	5.27	--	--	83.52	2.06
双桥单元 XH0205-13 地块	工业用地（创新型产业用地）	255.02	0.67	2020 年	待出让	1.61	--
双桥单元 XH0205-17 地块	工业用地（创新型产业用地）	122.20	0.30	2020 年	待出让	0.90	--
双桥单元 XH0203-10（2）a 地块	工业用地（创新型产业用地）	24.89	0.03	2020 年	待出让	0.22	--
双桥单元 XH0203-10（2）b 地块	工业用地（创新型产业用地）	20.00		2020 年	待出让	0.18	--
双桥单元 XH0205-18 地块	工业用地（创新型产业用地）	21.75	0.15	2020 年	待出让	0.20	--
已完成整理已出让土地小计	--	443.86	1.15	--	--	3.11	--
合计	--	816.59	6.42	--	--	86.63	2.06

资料来源：西湖投资

³ 均按土地出让价款的 10% 计提，根据该公司反馈，亚运会之后轨道交通建设基金不再计提。

截至 2020 年 3 月末，西湖城投主要在整理的土地共 18 宗，以住宅、商业和创新型产业用地为主，土地面积合计为 937.32 亩，土地整理预计总投资为 45.71 亿元，累计已完成投资 27.98 亿元。资金来源方面，公司负责开发的九莲庄、营盘地地块（含翠苑单元 XH0909-02 地块、翠苑单元 XH0909-14 地块）、留下单元 XH1313-15 地块、留下单元 XH1302-04 地块、三墩单元(FG03-B1/B2-01(1)及 FG03-B1/B2-01(2))地块已纳入 2018 年浙江省土地储备专项债券募集资金用途项目中，截至 2019 年末，上述地块整理开发的土地储备专项债券资金 22.30 亿元已全部到位。

图 7. 截至 2020 年 3 月末西湖城投正在整理的土地情况（亩，亿元）

地块名称	地块区位	土地性质	土地面积	预计总投资	累计已投资	整理期（年-年）
三墩西单元 FG04-G2/S42-03 地块	三墩区块	防护绿地兼地下社会停车场	33.30	0.08	0.04	2017-2020
小和山单元 XH1403-05 地块	留下区块	住宅	37.50	0.50	0.18	2016-2020
小和山单元 XH1403-08 地块	留下区块	商业商务	37.20	0.35		2016-2020
小和山单元 XH1403-14 地块	留下区块	商业商务	28.05	0.21		2016-2020
双桥单元 XH0203-07 地块	双桥单元	创新型产业用地	35.70	0.35	0.08	2018-2020
双桥单元 XH0203-08 地块	双桥单元	创新型产业用地	56.70	0.50	0.00	2018-2021
双桥单元 XH0204-07 地块	双桥单元	创新型产业用地	64.80	0.55	0.01	2018-2020
双桥单元 XH0204-08 地块	双桥单元	创新型产业用地	60.90	0.16	0.01	2018-2020
三墩单元 XH0303-10 地块	三墩区块	住宅	24.90	0.70	0.00	2019-2021
留下单元 XH1313-15 地块	留下区块	商务用地	24.60	2.86	1.74	2018-2021
留下单元 XH1302-04 地块	留下区块	住宅	67.35	5.72	3.65	2018-2021
三墩单元 XH0303-15 地块（原三墩单元 FG03-B1/B2-01（1）地块）	三墩区块	住宅	78.42	6.78	6.52	2018-2021
三墩单元 XH0303-16 地块（原三墩单元 FG03-B1/B2-01（2）地块）	三墩区块	住宅				2018-2021
双桥单元 XH0205-12 地块	三墩区块	创新型产业用地	134.70	1.06	0.36	2018-2020
双桥单元 XH0205-15 地块	三墩区块	创新型产业用地	157.35	1.23	0.04	2018-2020
九莲庄、营盘地（翠苑单元 XH0909-02 地块、翠苑单元 XH0909-14 地块）	城市核心区	商业商务	54.60	23.35	15.26	2018-2021
双桥单元 XH0204-06 地块	三墩区块	商住	24.30	0.70	0.05	2019-2021
双桥单元 XH0204-05 地块	三墩区块	商业商务	16.95	0.60	0.04	2019-2021
合计	--	--	937.32	45.71	27.98	--

资料来源：西湖投资

根据杭州市人民政府办公厅于 2020 年 3 月 18 日下发的《关于印发 2020 年度杭州市经营性用地出让、收储和做地计划的通知》（杭政办函[2020]7 号）并经该公司确认，扣除上述正在整理的土地外，西湖城投 2021-2025 年拟新开工并需完成整理经营性用地共 48 宗，涉及土地整理面积 1240.81 亩；工业用地 13 宗，涉及土地整理面积 1007.60 亩；公司未来拟整理的土地主要涉及翠苑单元、蒋村单元、留下单元、三墩单元、双桥单元、塘北单元和小和山单元。

图表 8. 2021-2025 年西湖城投拟整理的土地情况（亩，亿元）

地块区域	土地性质	土地宗数	土地面积
城市核心板块	住宅	1	6.00
	商业商务	3	50.55
留下板块	住宅	2	105.30
	商业商务	12	294.95
三墩板块	住宅	3	121.05
	商住、商业商务、商业商务兼容公交上盖	25	613.23
	社会停车场用地、公园兼体育设施兼社会停车场用地	2	49.73
	一类工业用地	12	872.86
	创新型产业用地（工业用地）	1	134.74
合计	--	61	2248.41

资料来源：西湖投资

（2）基础设施建设业务

2017 年以前，西湖区建设职能主要由各个指挥部负责，随着西湖区各指挥部建设职能的逐步弱化，2017 年以来西湖区新建基础设施建设项目主要由西湖城投来负责。目前，西湖城投基础设施建设业务资金主要来源于自筹资金及财政拨付项目资本金。收入确认方面，自 2018 年开始，西湖城投按建设项目当年新增投入的 1.7% 计提建设管理费，2019 年，西湖城投基础设施建设管理费收入为 0.68 亿元⁴。

目前，西湖城投大部分项目尚处于建设期，主要建设内容包括美丽乡村整治、道路交通、环境整治及学校教育设施建设等。截至 2020 年 3 月末，西湖城投主要在建基础设施项目包括三墩镇美丽乡村整治工程、西湖区翠苑街道花园村（九莲庄、营盘地）城中村改造、文一路西延道路提升工程和蒋村 D03 地块西湖区文体中心（浙商文化中心）等，项目计划总投资为 263.46 亿元，累计已完成投资 207.04 亿元。财政资金拨付方面，截至 2019 年末，西湖城投累计收到财政基础设施建设资金合计 40.41 亿元，其中 2019 年收到资金 10.12 亿元。整体来看，相较于项目投入，财政拨付资金规模较小，该业务沉淀资金较多，且后续仍有较大规模投资需求，存在投融资压力。

图表 9. 截至 2020 年 3 月末西湖城投主要在建基础设施项目情况表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	建设期（年-年）	未来投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
三墩镇美丽乡村整治工程	95.00	90.18	2017-2021	1.20	1.60	2.02
西湖区翠苑街道花园村(九莲庄、营盘地)城中村改造	60.00	57.44	2017-2021	1.20	0.70	0.66
留下美丽乡村工程	12.00	9.15	2017-2021	1.30	0.80	0.75
蒋村 D03 地块西湖区文体中心（浙商文化中心）	10.14	8.83	2016-2020	1.31	--	--
北山街道白沙泉综合整治	5.10	4.89	2017-2021	0.10	0.11	--

⁴ 2019 年该公司建筑安装、工程施工及代建收入合计为 1.17 亿元，除基础设施建设管理费收入外，还包括安保设施安装、市政工程施工等收入。

项目名称	计划总投资	累计已投资	建设期(年-年)	未来投资计划		
				2020年	2021年	2022年
镇中路	4.83	4.30	2017-2020	0.53	--	--
文一路西延道路提升工程	19.52	5.04	2019-2022	5.20	5.20	4.08
蒋村单元 R22-A-010203 地块(幼儿园小学中学)	4.05	3.47	2016-2020	0.58	--	--
劣 V 类治工程	3.50	2.82	2017-2020	0.68	--	--
云谷过渡学校	2.50	2.20	2018-2021	0.15	0.15	--
文二路教工路口拓宽工程	2.60	2.06	2018-2021	0.30	0.24	--
西溪单元 XH1008-A33-12.23 中学	6.22	2.05	2017-2022	2.10	1.10	1.00
大禹路实验学校	3.48	1.78	2016-2020	1.71	--	--
蒋村单元 XH0607-03.05 地块(蒋村 E0203 幼儿园小学)	1.78	1.54	2017-2020	0.23	--	--
蒋村道路品质提升	1.52	1.38	2017-2020	0.14	--	--
紫金港单元 A33/S42-01 小学	1.73	1.12	2016-2020	0.61	--	--
炮台实验学校及社会公共停车场新建工程	7.00	1.07	2018-2022	2.00	2.00	1.93
墩余路	1.50	1.19	2018-2020	0.31	--	--
南阳坝路	1.02	0.83	2017-2020	0.19	--	--
东山弄美丽家园工程	0.71	0.69	2017-2020	0.02	--	--
云洪路(杭长高速-振华西路)	5.70	0.61	2018-2022	1.00	2.00	2.09
梅花凉亭	0.60	0.56	2017-2020	0.04	--	--
环双桥 R1-17.18 规划支路	1.03	0.55	2017-2020	0.48	--	--
紫金港单元 R22-01 幼儿园	0.80	0.52	2017-2020	0.28	--	--
马腾路整治工程	0.50	0.44	2017-2020	0.06	--	--
三墩镇文体中心 A2-03E 项目	1.53	0.43	2018-2021	0.57	0.52	--
新城西医院装修工程	0.50	0.43	2017-2020	0.07	--	--
西湖大学便道	0.45	0.39	2018-2020	0.06	--	--
云创路(西大环路-良祥路)	2.99	0.38	2018-2021	1.31	1.30	--
留下 XH1306-05 地块 36 班小学	4.25	0.36	2020-2023	1.00	1.00	1.88
云涛北路	0.91	0.35	2019-2021	0.28	0.28	--
合计	263.46	207.04	--	25.03	17.01	14.38

资料来源：西湖投资

截至 2020 年 3 月末，西湖城投主要拟建基础设施建设项目包括荆大路（墩余路-振华西路）、云洪路（西大环路—墩余路）等道路工程，项目预计总投资为 5.71 亿元。

图表 10. 截至 2020 年 3 月末西湖城投主要拟建基础设施项目情况表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	建设期(年-年)	未来投资计划	
			2020年	2021年
荆大路(墩余路-振华西路)	1.74	2020-2021	1.00	0.74
云洪路(西大环路—墩余路)	1.78	2020-2021	1.00	0.78
云大路(墩余路-振华西路)	1.11	2020-2021	0.60	0.51
云涛北路(西大环路-云霄街)	1.08	2020-2021	0.08	1.00
合计	5.71	--	2.68	3.03

资料来源：西湖投资

(3) 安置房建设业务

该公司受西湖区政府委托对西湖区城区旧城进行拆迁改造与安置房的建设，并通过定向销售与市场销售的方式实现资金回笼，业务运营主体主要为西湖城投。具体来看，西湖城投根据西湖区政府确定的指导价格将安置房定向销售给被拆迁对象，按实际收到的定向销售款确认收入；对于剩余的安置房源，西湖城投以市场价格为基准进行销售。西湖城投安置房房源分为外购和自建，外购模式下，西湖城投向杭州市西湖区住房和城乡建设局、杭州市土地储备中心等单位采购房源，采购价格按照建安成本价或经审计、评估价确定；截至 2019 年末，公司自建安置房项目均未完工，目前所售房源均为外购。资金来源方面，公司外购房源资金来源于自筹，自建安置房项目资金除自筹外，西湖区财政会拨付一定的项目资金。截至 2019 年末，西湖城投安置房业务累计收到财政资金 5.05 亿元。2019 年，西湖城投实现安置房销售收入 1.71 亿元，较上年大幅增加 1.66 亿元，主要系当年拆迁安置面积较多所致。

截至 2020 年 3 月末，西湖城投主要在建安置房项目包括双桥区块 R1-18 地块塘河村农转非居民拆迁安置、杭州双桥 XH0206-04 地块（原双桥 R1-17 地块）塘河农转非居民拆迁安置房等，主要在建安置房项目总建筑面积 226.85 万平方米，预计总投资为 109.31 亿元，累计已完成投资 30.72 亿元。同期末，西湖城投主要拟建安置房项目共三个（含旧房改造项目），项目计划总投资为 7.62 亿元。整体来看，公司安置房自建项目未来投资需求将近 90 亿元，亦存在较大的投融资压力，且项目资金回笼来源于后续房产销售收入，受区域房地产景气度影响，存在一定的不确定性。

图表 11. 截至 2020 年 3 月末西湖城投主要在建及拟建安置房项目⁵（万平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资
双桥区块 R1-18 地块塘河村农转非居民拆迁安置房	21.77	2018.4-2020.12	8.05	7.43
三墩西 R21-03 地块—乾成园拆迁安置房项目	2.33	2018.5-2020.09	0.93	0.35
三墩西 R21-02 地块创业人才公寓（乾成园人才公寓）	8.14	2018.05-2020.12	3.34	2.16
杭州双桥 XH0206-04 地块（原双桥 R1-17 地块）塘河农转非居民拆迁安置房	21.44	2018.10-2021.07	8.36	2.02
杭州双桥（云谷）单元 XH0206-08 地块拆迁安置房（原名：西湖区双桥区块 R21-13 地块）	48.41	2019.03-2022.03	20.15	5.30
兰里花苑 XH0202-11, XH0202-19, XH0202-20	32.83	2019.05-2021.12	12.60	3.16
杭州双桥（云谷）单元 XH0206-13 地块农居安置房	24.36	2020.01-2023.09	10.19	1.38
厚仁家园二期	2.70	2017.10-2021.06	2.91	2.15
厚仁家园三期	7.52	2018.03-2021.06	3.70	0.51
吉鸿家园二期（三墩北单元吉鸿村 A-R21-13 地块农转居安置房工程）	15.21	2018.04-2021.06	8.83	1.86
五幸家园二期（三墩北单元 B-R21-03 地块农转非居民拆迁安置房工程）	8.49	2019.03-2022.01	3.49	0.76
金鱼井农转居安置房	9.66	2018.06-2021.06	5.82	1.65
留下 XH1303-29 地块农居安置房（留下里一期）	2.33	2018.12-2021.03	3.18	0.44
留下 XH1303-03 地块农居安置房（留下里二期）	2.65	2018.09-2021.01	3.50	0.62
留下 XH1303-06 地块农居安置房（留下里三期）	5.02	2019.12-2023.09	4.94	0.17
留下单元 XH1304-01 地块农居安置房（横街里）	14.00	2019.03-2022.12	9.33	0.78
在建项目小计	226.85	--	109.31	30.72

⁵ 表中拟建项目已投资系发生的前期费用。

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资
建工新村、日晖新村区块危旧房改造	3.34	2020.06-2023.06	1.88	0.01
翠苑单元 XH0909-03 地块安置房项目	3.40	2019.07-2022.07	1.68	--
三墩单元 FG02-R21-11 (1) 地块拆迁安置房 (厚仁四期)	7.27	2019.05-2022.05	4.06	0.01
拟建项目小计	14.01	--	7.62	0.02
合计	240.86	--	116.93	30.74

资料来源：西湖投资

(4) 留用地开发业务

根据《杭州市西湖区人民政府办公室关于进一步加强西湖区留用地合作开发管理的实施细则（试行）的通知》（西政办〔2017〕88号）⁶和《杭州市西湖区人民政府办公室关于印发西湖区留用地合作开发管理实施意见的通知》（西政办〔2019〕9号），由该公司负责西湖区范围内撤村建居村（社）留用地、开发性安置用地及拆复建用地的合作开发建设。合作模式为：各村级集体经济组织提供留用地指标和土地，并由项目所属镇（街）、村（社）负责项目地块拆迁补偿、三通一平、围墙构筑和场地管理等工作，公司作为项目的做地主体，负责土地出让前期手续的具体办理工作；公司可采用自建或代建模式负责留用地项目的开发建设，同时可引进战略合作伙伴及品牌开发商；合作开发留用地项目，村（社）应持有不低于地上总建筑面积（不含物业用房面积）51%的房产和地下空间51%的建筑面积，且不得分割转让和销售；公司所持不高于49%比例物业产权可售，村级集体经济组织所持物业可自行组织招商，也可委托公司运营管理。

留用地开发业务由该公司全资子公司杭州西投置业有限公司（以下简称“西投置业”）负责运营。公司留用地开发业务自2018年才开始实际运作，目前项目均处于建设期，截至2019年末，西投置业正在开发的留用地项目共8个，业务开发模式均为引入第三方房地产开发商成立项目公司⁷，项目公司股权结构为村级集体经济组织、西投置业和第三方房地产开发商持股比例分别为51%、25%和24%，其中村级集体经济组织无实际出资，只提供用地指标，项目建设资金由西投置业和第三方房地产开发商负责，项目建成后，51%的物业资产所有权归村级集体经济组织所有，此部分物业不可销售，将委托给项目公司进行出租；剩余49%的物业由项目公司进行出售或出租，公司和第三方房地产开发商按照持股比例（25：24）对项目进行收益分成，目前公司合作的房地产开发商主要包括万科、绿地、滨江房产和绿城等。

图表 12. 截至 2019 年末公司正在开发的留用地项目情况⁸（单位：亿元，万平方米）

项目名称	计划总投资	累计已投资	规划建筑面积	建设期间	未来投资计划		
					2020年	2021年	2022年
杭政储出[2017]87号地块商业商务用房项目（五幸社区留用地）	7.29	4.14	9.49	2018年7月-2021年12月	1.96	1.19	--
杭政储出[2017]86号地块商业商务用房项目（五幸社区留用地）	4.48	2.92	5.70	2018年3月-2021年12月	1.04	0.52	--

⁶ 西政办〔2017〕88号文自2017年9月1日起实施，西政办〔2019〕9号自2019年7月6日起实施，业务开发模式无实质性变化。

⁷ 项目公司纳入该公司合并范围。

⁸ 表中数据根据该公司提供的最新数据更新，计划总投资为项目总投资额，由该公司和第三方房地产开发商共同承担。

项目名称	计划总投资	累计已投资	规划建筑面积	建设期间	未来投资计划		
					2020年	2021年	2022年
杭政储出[2018]29号地块商业商务用房项目（虾龙圩社区留用地）	6.50	3.55	5.40	2018年8月-2022年2月	1.09	1.01	0.85
杭政储出[2017]97号商业商务用房项目（荡王头社区留用地）	11.00	5.60	9.42	2017年2月-2021年7月	2.39	2.49	0.52
杭政储出[2019]4号地块商业商务用房项目（横桥社区留用地）	17.59	7.79	23.18	2019年9月-2022年9月	4.07	3.30	2.43
杭政储出[2019]3号地块商业商务用房项目（沈家弄社区留用地）							
杭政储出[2019]39号地块商业商务用房项目（陆板桥社区留用地）	21.29	7.98	20.34	2019年12月-2023年6月	2.39	3.61	3.07
杭政储出[2019]39号地块商业商务用房项目（杨家桥社区留用地）							
合计	68.15	31.98	73.53	—	12.94	12.12	6.87

资料来源：西湖投资

该公司拟开发的留用地项目共 19 个项目，项目规划建筑面积 152.61 万平方米，计划总投资约 160.94 亿元。总体来看，公司留用地开发投资规模大，预计可形成较大规模物业资产，可为公司带来较为可观的现金流入，但项目收入实现受区域房地产市场影响较大，存在较大的经营风险。

图表 13. 截至 2019 年末公司拟开发的留用地项目情况⁹（单位：亿元，万平方米）

项目名称	计划总投资	规划建筑面积	建设期间
蒋村街道紫金港 03 地块留用地项目	9.04	10.08	2019 年 12 月-2023 年 6 月
蒋村街道紫金港 02 地块留用地项目	4.88	4.35	2019 年 12 月-2023 年 6 月
登云圩社区留用地项目	6.34	6.12	2019 年 12 月-2023 年 6 月
良户社区留用地项目	5.35	4.57	2019 年 12 月-2023 年 6 月
回龙社区留用地项目	5.16	4.57	2019 年 12 月-2023 年 6 月
贤家庄社区留用地项目	5.14	4.57	2019 年 12 月-2023 年 6 月
横埭街社区留用地项目	6.16	6.75	2019 年 12 月-2023 年 6 月
南村社区留用地项目			
缪家社区留用地项目			
村口社区留用地项目	8.23	9.55	2019 年 12 月-2023 年 6 月
柏联社区留用地项目	28.24	22.07	2019 年 12 月-2023 年 12 月
麦岭沙社区留用地项目	24.30	21.40	2019 年 12 月-2023 年 12 月
石龙山社区留用地项目	12.22	11.34	2019 年 12 月-2023 年 6 月
大港桥社区留用地项目	9.54	10.81	2019 年 12 月-2023 年 6 月
吉鸿社区留用地项目	5.23	6.60	2019 年 12 月-2023 年 6 月
杨家桥社区留用地项目	10.00	11.33	2019 年 12 月-2023 年 6 月
石马社区留用地项目	3.82	4.63	2019 年 12 月-2023 年 6 月
三深社区留用地项目	12.67	8.72	2019 年 12 月-2023 年 6 月
蒋村街道紫金港 01 地块留用地项目	4.62	5.15	2019 年 12 月-2023 年 6 月
合计	160.94	152.61	—

资料来源：西湖投资

⁹ 各项目 2019 年底均处于前期阶段，预计总投资数据按照最新预计情况进行更新。

(5) 旅游服务业务

该公司旅游服务收入主要是西溪国家湿地公园的门票收入、船票收入和会所租金收入以及住宿餐饮收入等，运营主体为子公司杭州西湖文化旅游投资集团有限公司¹⁰（以下简称“西湖文旅”）。根据杭州市物价局审批，西溪国家湿地公园门票 80 元/人（成人票），电动船（公交船、绕大航线一周）船票 60 元/人，摇橹船（6 人座）100 元/小时，收费标准较上年无变化。运营模式方面，根据西湖文旅与杭州西溪国家湿地公园西区经营管理有限公司¹¹（以下简称“西区公司”）于 2017 年签订的《营销合作协议》，为促进西溪湿地的旅游发展，西湖文旅和西区公司共同投资成立杭州西溪湿地旅游营销有限公司（以下简称“营销公司”）¹²，授权营销公司作为整个西溪湿地公园景区门票、车船票收取和市场营销管理的主体。营销公司获得的门票收入扣除运营成本后产生的利润按 70%（西湖文旅）、30%（西区公司）的比例进行分配；车船票收入则按实际的承运主体分配，营销公司纳入公司合并范围。该协议有效期为 2017 年 8 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，由于合作未达预期，协议期满后，双方未重新签订协议，营销公司不再负责整个西溪湿地公园景区门票、车船票收取和市场营销管理等工作，2019 年开始该业务运营仍由西湖文旅负责。

2019 年，西溪湿地旅客人数为 666 万人次，同比增长 34.55%；同期，西湖文旅实现营业收入 3.09 亿元¹³，同比下滑 11.27%，主要系门船票、住宿、餐饮收入的减少。当年游客人数大幅增长，但收入出现下滑，一方面系上年营销公司门船票收入包含了涉及余杭区区域的，2019 年双方不再合作，西湖文旅仅收取西溪湿地公园由西湖区负责的部分，导致门船票收入下滑；另一方面系西溪湿地公园内的福堤属于免费开放区域，游客数据统计包含此区域的游客人数，近年来呈增长趋势，但并不产生收入。整体来看，随着西溪湿地的不断开发建设和湿地生态系统的逐步优化，西溪湿地旅游资源利用效率和经济效益将持续提高，旅游业务收入有望进一步增长。

图表 14. 2017-2019 年西湖文旅业务运营情况（单位：万人次，亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
游客人数	493	495	666
旅游服务收入	3.15	3.45	3.06
其中： 门票收入	0.82	0.79	0.60
船票收入	0.38	0.42	0.33
会所租金收入	0.74	0.63	0.76
其他收入（住宿、餐饮）	1.21	1.61	1.37

资料来源：西湖投资

¹⁰ 原名为杭州西溪湿地经营管理有限公司，2018 年 7 月更名为现名。

¹¹ 为杭州余杭旅游集团有限公司全资子公司；西溪湿地共分为三期，其中一二期由西湖区负责运营管理，三期由余杭区负责，2017 年以前门票是分开销售的。

¹² 2016 年 8 月成立，2017 年开始实体运营，注册资本为 0.10 亿元，西湖文旅和西区公司持股比例分别为 51% 和 49%，2018 年 7 月，西湖文旅将所持股权划转给下属子公司杭州西溪湿地旅游发展有限公司。

¹³ 系西湖文旅收入数据。

(6) 安保服务业务

该公司安保服务由下属子公司杭州西湖保安服务有限公司¹⁴(以下简称“西湖保安”)负责,是集人防、技防、物防和犬防于一体的专业保安公司。公司安保服务主要有两种:一是为西湖区内商场、写字楼、企事业单位提供保安服务,包括为客户单位派出保安员、安装监控设备等安保设施;二是为西湖区内举办大型活动的客户单位提供有关安全防范问题的调查、评估与策划,并提供相应的建议、方案等服务。保安公司具有浙江省安全技术防范工程设计施工一级资质和电子与智能化工程专业承包二级资质。

截至 2019 年末,西湖保安人防派驻客户 529 家,“110 联网报警”用户 3452 家,分别较上年末增加 10 家和 295 家;同期末,公司保安人员合计 5083 人,较上年末增加 581 人,全部为合同编制人员。目前,公司安保业务较大的客户主要包括浙江省行政中心、杭州市公安局西湖分局、杭州市西湖区人民政府各街道办事处等行政事业单位、杭州宋城旅游管理分公司和杭州乐园旅游有限公司等旅游景点以及杭州银行股份有限公司和浙江大学保卫处等。近年来,随着业务扩张服务客户的增加,西湖保安收入持续增长,2019 年西湖保安实现营业收入¹⁵3.69 亿元,同比增长 9.07%。

(7) 其他业务

该公司其他业务主要包括工程施工、项目管理、经营性资产租售、环境服务及资金拆借等业务,2019 年公司其他业务收入为 1.40 亿元,同比增长 18.14%,主要系当年公司新增环境服务业务所致。

该公司环境服务业务由二级子公司杭州西湖环境集团有限公司(以下简称“西湖环境集团”)¹⁶负责运营负责。根据市西湖区财政局出具的《关于杭州西湖环境集团有限公司股权划转的通知》(西财资[2018]21 号)文件,西湖区财政局将杭州市西湖区环卫服务中心持有的西湖环境集团 100%股权无偿划转至西湖城投,上述股权变动于 2019 年 11 月末完成工商变更手续。根据西湖区政府办公室于 2018 年 6 月出具的《杭州西湖环境集团有限公司整合方案的通知》(西政办[2018]57 号),西湖环境集团由杭州申花环卫清洁服务有限公司更名成立,同时合并吸收区内杭州灵隐环卫清洁服务有限公司(以下简称“灵隐环卫”)、杭州创恒环卫清洁服务有限公司等 10 家环卫公司。截至 2019 年末,根据西湖区财政局出具的《关于杭州灵隐环卫清洁服务有限公司等五家公司股权划转的通知》(西财资[2018]20 号)文件,西湖环境集团已完成了对灵隐环卫等五家环卫公司的吸收合并,因另外五家环卫公司存量债务原因,西湖环境集团将不对其进行吸收合并,但已承接了该五家公司的业务。

西湖环境集团主要职责及业务范围为以城市管理养护、环境工程建设为主业,全面参与西湖区城市管理养护项目,负责环境工程项目建设、运营及管理。西湖环境集团通过与杭州市西湖区城市管理局、西湖区政府北山街道办事处等单位签订业务合同,如《道路清扫保洁项目合同》《主城区公厕保洁合同》《美丽乡村一体化长效管理养护合同》等,负责西湖区环境卫生、城市管理养护等业务,西湖环境集团根据合同约定履行职责并获

¹⁴ 原名为杭州西湖保安服务公司,2019 年 11 月企业类型由全民所有制改制为有限责任公司,同时更为现名。

¹⁵ 包括安保服务收入和工程安装收入。

¹⁶ 系西湖城投下属子公司。

取收入。2019 年，西湖环境集团实现营业收入 1.05 亿元，因其股权变更于 2019 年 11 月底才完成工商登记，该公司合并报表中仅确认了环境集团当年 12 月份的营业收入，为 0.30 亿元。

管理

跟踪期内，该公司产权状况无变化，整体经营管理维持稳定，组织架构及管理制度等方面基本保持不变。

该公司于 2019 年收到股东西湖区财政局增资 1.00 亿元；截至 2019 年末，公司注册资本仍为 15.60 亿元¹⁷，实收资本增至 15.60 亿元，西湖区财政局仍为公司唯一股东和实际控制人。跟踪期间，公司在治理结构、管理制度、机构设置等方面均无重大变化。公司产权状况及组织结构详见附录一和附录二。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2020 年 6 月 24 日，该公司无不良行为记录。根据公司 2020 年 5 月 7 日的《企业信用报告》，公司本部无违约情况发生。

财务

跟踪期内，该公司营业收入大幅增长，但受运营成本上升等因素影响，营业毛利率下滑较大，且期间费用水平仍高，盈利对政府补助等非经营性损益依赖大。公司项目投入规模仍大，刚性债务进一步扩张，主要受项目资本金及土储专项债资金核算科目调整影响，跟踪期末，公司所有者权益大幅增长，负债经营程度有所下降，但仍处于较高水平，债务负担重，且即期偿债压力有所加大；公司非筹资性现金流持续呈大额净流出状态，无法对债务偿付形成有效保障；公司资产中在建工程及应收款项占比高，基建项目资金回笼情况差，应收款项回收存在不确定性，资产流动性较弱；公司对外担保规模大，存在担保代偿风险。

1. 公司财务质量

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

截至 2019 年末，该公司合并范围共有 53 家子公司，较上年末新增 15 家，其中当年新投资设立杭州西投绿宇实业有限公司、杭州西江横桥置业有限公司、杭州西江沈家弄置业有限公司、杭州西溪湿地文化发展有限公司和浙江栖江科技有限公司 5 家子公司；通过股权转让取得杭州绿居物业服务有限公司、浙江光学仪器制造有限公司、杭州板桥贸易有限公司和浙江步星服饰有限公司 4 家子公司；通过股权划转取得杭州西湖停车收费服务有限责任公司、环境集团及其下属子公司杭州三墩环境工程有限公司和杭州之江

¹⁷ 2018 年 9 月，该公司注册资本新增 2.00 亿元，西湖区当年实缴出资 1.00 亿元。

环境工程有限公司、杭州西湖区商业有限公司和杭州岳阳楼酒店有限公司 6 家子公司。此外，子公司杭州岳湖楼西溪御庭餐饮有限公司于 2019 年 12 月 24 日注销，杭州云栖小镇开发有限公司（以下简称“云栖小镇”）股权无偿划转至杭州之江城市建设投资集团有限公司（以下简称“之江城投”）。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，该公司项目建设投入规模仍大，债务进一步扩张。2019 年末，公司负债总额为 458.82 亿元，较上年末增长 8.37%，增速较前期有所放缓；同期末，资产负债率为 76.66%，较上年末下降 7.05 个百分点，主要系当年将原于递延受益科目核算的财政项目资本金和于长期应付款科目核算的土储专项债券资金¹⁸调整至资本公积科目，但公司负债经营程度仍处于较高水平。公司债务仍以长期债务为主，2019 年末长短期债务比为 261.79%，较上年末下滑 153.59 个百分点，主要系长期借款陆续到期、当年新增一定规模的短期融资及往来资金拆借款增加所致，目前公司债务期限结构仍较为合理。从具体构成看，公司负债主要由其他应付款（不含应付利息，下同）和刚性债务构成，2019 年末两者占负债总额的比重分别为 11.99% 和 85.13%。2019 年末，公司其他应付款余额为 55.02 亿元，较上年末大幅增长 55.87%，主要系随着留用地开发项目推进，应付各个村集体经济组织的款项增加所致，同期末公司应付杭州市三墩镇五幸社区经济合作社、杭州荡王头股份经济合作社等多个村集体经济组织的款项余额为 23.28 亿元，除上述单位外，公司其他应付款对象主要为留下街道办事处（8.12 亿元）、西湖区保障房中心（3.37 亿元）和三墩镇人民政府（4.56 亿元）等西湖区政府单位。2019 年末，公司刚性债务余额为 390.60 亿元，较上年末增长 10.06%，债务规模持续扩张，且随着公司在建项目的推进，预计公司刚性债务将进一步增长。

该公司刚性债务主要由银行借款、应付债券、信托借款和委托债券借款构成，2019 年末，银行借款余额为 313.31 亿元，较上年末增长 36.20%，占刚性债务总额的比重为 64.82%；应付债券余额为 29.57 亿元，包括企业债券 9.60 亿元和非公开公司债券 20.00 亿元，其中一年内到期的债券金额为 22.40 亿元，系于 2020 年 1 月到期的 17 西投 01 及 16 西湖债分期还本 2.40 亿元，公司已按期兑付；信托借款余额为 20.60 亿元，包括 2018 年借入的广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”）借款 5.60 亿元（7 年期）和 2019 年新增的西部信托有限公司（以下简称“西部信托”）借款 10.00 亿元（1 年期）、光大兴陇信托有限责任公司（以下简称“光大兴陇信托”）借款 5.00 亿元（3 年期）；委托债权借款余额¹⁹19.60 亿元，此外，截至 2019 年末公司另有对西湖区财政局、蒋村指挥部和西湖区浙江大学国家大学科技园地块建设指挥部的借款合计 5.65 亿元。从融资成本看，公司银行借款利率主要处于 4.40%~5.50% 区间，粤财信托、西部信托和光大兴

¹⁸ 根据西湖区财政局于 2019 年 9 月出具的《关于加强土储债管理的通知》，依照土储专项债资金平衡方案，对应的土地出让收入纳入基金预算管理，杭州市土储中心 2018 年拨付给西湖城投的土储专项债资金 22.30 亿元由对应的基金偿还。

¹⁹ 为杭州美西投资合伙企业（有限合伙）（简称“美西投资”）委托杭州银行向子公司西湖城投于 2018 年发放的借款，放款总额为 20.00 亿元，期限为 3 年，融资利率为一至五年期贷款基准利率上浮 23.16%（5.85%）。美西投资为中信建投证券股份有限公司、西湖城投和杭州睿沅资产管理有限公司成立的合伙企业，上述三者出资额分别为 18.00 亿元、2.00 亿元和 1.00 万元。

陇信托借款利率分别为 6.50%、5.20% 和 5.96%，目前公司存续债券票面利率处于 3.45%~4.30% 区间，考虑到公司融资整体期限较长，目前融资成本尚可。从债务期限结构看，2019 年末公司短期刚性债务余额为 65.19 亿元，较上年末增长 52.38%，占刚性债务总额的比重为 16.69%；同期末短期刚性债务现金覆盖率为 82.67%，较上年末下滑 22.06 个百分点，随着短期融资的增加及长期借款的陆续到期，公司现金资产对短期刚性负债的保障程度逐年下滑，目前尚处于较好水平。同期末，股东权益与刚性债务比率为 35.76%，较上年末提升 12.54 个百分点，股东权益对刚性债务的覆盖程度持续处于低水平。

截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 72.51 亿元，担保比率为 51.91%，其中对之江城投的贷款担保余额为 64.22 亿元、对杭州成禾房地产开发有限公司和杭州之一房地产开发有限公司²⁰的贷款担保余额分别为 2.80 亿元和 2.51 亿元。总体来看，公司对外担保规模较大，存在一定的担保代偿风险。

（2）现金流分析

该公司经营活动现金流主要反映了公司旅游服务、安保服务等经营性业务现金收支、留用地开发项目投入以及往来款现金收支情况。由于公司旅游业务为收现收入，保安业务收入结算较为及时，近年来公司经营性业务收现能力尚可，2019 年公司营业收入现金率为 114.69%，较上年提升 25.46 个百分点。得益于较大规模的往来款净流入，2019 年公司经营活动现金流净流入规模较上年进一步增加，为 14.87 亿元，同比增长 182.81%。公司投资活动现金流主要反映公司基础设施建设、安置房建设和土地整理支出，随着项目持续推进，公司“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”支出规模仍较大，2019 年该项支出为 64.93 亿元，同比增长 8.78%，当年投资活动现金流净额为-68.47 亿元，净流出规模同比增长 10.25%。为平衡投资活动资金缺口及到期债务偿付的需求，2019 年公司融资规模较大，当年“取得借款收到的现金”为 140.07 亿元，同期筹资活动现金净流入为 62.00 亿元，较上年变动不大。

（3）资产质量分析

2019 年末，该公司所有者权益为 139.68 亿元，较上年末增长 69.47%，主要系资本公积的增加。同期末资本公积为 116.78 亿元，较上年末净增加 50.50 亿元，主要系当年公司将西湖城投累计获得的项目资本金和土储专项债资金调整至该科目核算，此外，因云栖小镇股权无偿划出，公司资本公积减少 0.95 亿元；西湖区财政局以前年度下发批文拨付资金投入 1.10 亿元，但目前已取消，2019 年等额冲减资本公积。

跟踪期内，该公司资产规模保持增长，2019 年末公司资产总额为 598.50 亿元，较上年末增长 18.32%，主要系项目投入的增加。从具体构成看，公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、固定资产和在建工程构成，2019 年末上述科目余额合计占资产总额的比重分别为 9.00%、16.24%、6.68%、8.84% 和 51.01%。其中，货币资金余额为 53.89 亿元，较上年末增长 20.28%，主要系外部融资增加所致；其他应收款余额为 97.19 亿元，较上年末下降 16.27%，主要系应收西湖区财政局往来款的减少，公司其他

²⁰ 此两家房地产开发公司均为西湖城投的联营企业。

应收款欠款方较集中，欠款余额前五名²¹的款项余额合计为 73.51 亿元，均为政府机构，占其他应收款的比重为 75.63%；公司其他应收款规模 2019 年虽有所缩减，但仍较大，资金占用较多，未来回收情况存在不确定性，易加大公司资金周转压力；同期末，公司存货余额为 39.98 亿元，较上年末增长 93.70%，主要系公司留用地开发项目持续投入所致；公司固定资产余额为 52.93 亿元，较上年末变动不大，主要系办公楼房等房屋建筑；在建工程余额为 305.28 亿元，较上年末增长 30.17%，主要为基建和安置房项目投入，近年持续较快增长。此外，2019 年末，公司投资性房地产较上年末增长 88.54% 至 19.28 亿元，一方面系西湖城投综合楼完工由在建工程转入增加 5.99 亿元，另一方面系公司投资性房地产由成本计量改为以公允价值计量，年末对房产进行评估确认公允价值变动 7.49 亿元²²。

（4）流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率为 155.78%，较上年末下滑 70.15 个百分点，主要系公司短期刚性债务和往来款增加较多所致。公司资产负债中其他应收款和在建工程占比很高，2019 年末合计占公司资产总额的比重将近 70%，其他应收款未来回收情况存在不确定性；而在建工程中主要为城中村改造及乡村整治工程和安置房建设，资金回笼期限较长，公司资产实际流动性较弱。2019 年末现金比率为 42.50%，受短期债务大幅增加影响，较上年末下滑 12.04 个百分点，即期债务支付压力有所加大。

资产受限情况方面，根据审计报告披露，截至 2019 年末，该公司货币资金受限金额为 1.27 亿元，包括定期存款 1.27 亿元和履约保证金 20.00 万元；在建工程受限金额为 7.23 亿元，系用于借款抵押。整体来看，公司资产受限程度较低。

3. 公司盈利能力

2019 年该公司实现营业收入 12.24 亿元，同比增长 61.29%；同期，实现营业毛利 3.38 亿元，同比增长 9.61%，营业毛利增幅远小于收入增速主要系经营性业务运营成本上升所致；同期，综合毛利率为 27.65%，较上年下滑 13.03 个百分点。从细分业务毛利率看，公司旅游资产质量好，盈利能力相对较强，2019 年西湖文旅营业毛利率为 14.62%，较上年下降 16.06 个百分点，主要系当年收入有所下滑但景区运营成本增加所致；同期，安保业务毛利率（安保工程安装）为 20.22%，较上年变动不大。公司基础设施代建管理和土地整理收入均以净额确认收入，业务毛利率均为 100%。2019 年，公司期间费用为 6.66 亿元，同比增长 28.43%；其中管理费用为 3.70 亿元，同比增长 17.93%，主要系折旧、劳务费、物业管理及中介机构等费用的增加；财务费用为 1.56 亿元，同比增长 81.72%，主要系当年子公司资金拆借利息收入大幅减少所致；同期，期间费用率为 54.37%，较上年下降 13.92 个百分点，主要系收入增长摊薄费用所致，公司期间费用水平仍很高，对经营利润形成严重侵蚀。2019 年，公司实现投资收益 0.13 亿元，较上年减少 14.89%，主要系公司持有杭州西溪投资发展有限公司的股权投资按权益法确定投资收益 0.15 亿元。公司利润实现对政府补贴等非经营性收益依赖大，2019 年公司其他收益为 3.82 亿元，

²¹ 分别为西湖区总指挥部（31.07 亿元）、西湖区建管中心（19.73 亿元）、西溪谷指挥部（13.29 亿元）、三墩总部（4.82 亿元）和杭州市西湖区国有资产管理中心关停矿山治理（4.60 亿元）。

²² 确认为“其他综合收益”。

同比增长 34.52%，主要包括西湖区财政局专项补助 1.70 亿元、资产补助 1.00 亿元和西湖体育馆补偿款 0.97 亿元。2019 年公司实现净利润 0.66 亿元，与上年基本持平。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司承担了西湖区内主要土地开发整理、基础设施建设、安置房建设和留用地开发等任务，并全面负责国家 5A 级景区西溪湿地的建设、运营和维护，具有业务专营优势；公司旅游服务和安保服务业务收入可为公司带来较为稳定的现金流入，且近年来整体运营较平稳；受益于杭州市房地产市场热度维持，公司整理的土地溢价较高，可为公司提供一定的现金流入；基础设施建设、安置房建设和留用地开发业务后续投资规模大，公司降面临较大的投融资压力，且留用地开发业务存在较大的经营风险。公司债务规模持续扩张，主要受项目资本金及土储专项债资金核算科目调整影响，跟踪期末，公司所有者权益大幅增长，负债经营程度有所下降，但仍处于较高水平，债务负担重，即期偿债压力有所加大；且关联企业及政府机构对公司资金占用规模大，进一步加大公司资金周转压力。

2. 外部支持因素

作为西湖区最重要建设主体和国有资产经营主体，该公司在资产注入及资金拨付等方面得到西湖区委政府的持续有力支持。2019 年，公司获得股东西湖区财政局注资 1.00 亿元，收到政府补贴 3.82 亿元。此外，子公司西湖城投 2017 年以来持续收到西湖区财政局拨付项目资金和资产注入，2019 年公司统一将其调整至资本公积科目核算，使得资本公积由上年末的 66.28 亿元增至 116.78 亿元，资本实力显著增强。

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好。截至 2019 年末，公司获得的合并口径银行授信总额度 450.41 亿元，尚未使用的额度为 129.64 亿元。

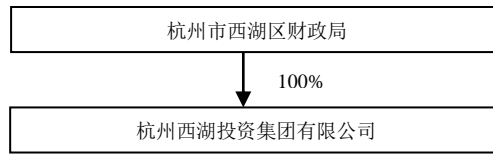
跟踪评级结论

跟踪期内，西湖区文化创意、休闲旅游、高新技术等主导产业维持较快增长，经济增速有所回升，但受限购政策等因素影响全区房产销售持续下滑，土地出让亦呈下降态势。跟踪期内，该公司安保服务和旅游服务业务整体运营较稳定，仍是公司营业收入的主要来源；土地开发整理业务自 2019 年开始以净额确认收入，目前规模较小，受益于杭州市房地产市场热度维持，公司整理的土地溢价较高，可为公司提供一定的现金流入；公司基础设施和安置房项目大部分处于建设期，目前已沉淀大量资金，且后续在建及拟建项目仍有较大规模的投资需求，公司仍将持续面临较大的投融资压力；公司留用地开发业务尚处于起步期，后续投资规模大，预计可形成较大规模物业资产，但项目收入实现受区域房地产市场行情影响大，存在较大的经营风险。跟踪期内，公司营业收入大幅增长，但受运营成本上升等因素影响，营业毛利率下滑较大，且期间费用水平仍高，盈利对政府补助等非经营性损益依赖大。公司项目投入规模仍大，刚性债务进一步扩张，

主要受项目资本金及土储专项债资金核算科目调整影响，跟踪期末，公司所有者权益大幅增长，负债经营程度有所下降，但仍处于较高水平，债务负担重，且即期偿债压力有所加大；公司非筹资性现金流持续呈大额净流出状态，无法对债务偿付形成有效保障；公司资产中在建工程及应收款项占比高，基建项目资金回笼情况差，应收款项回收存在不确定性，资产流动性较弱；公司对外担保规模大，存在担保代偿风险。

附录一：

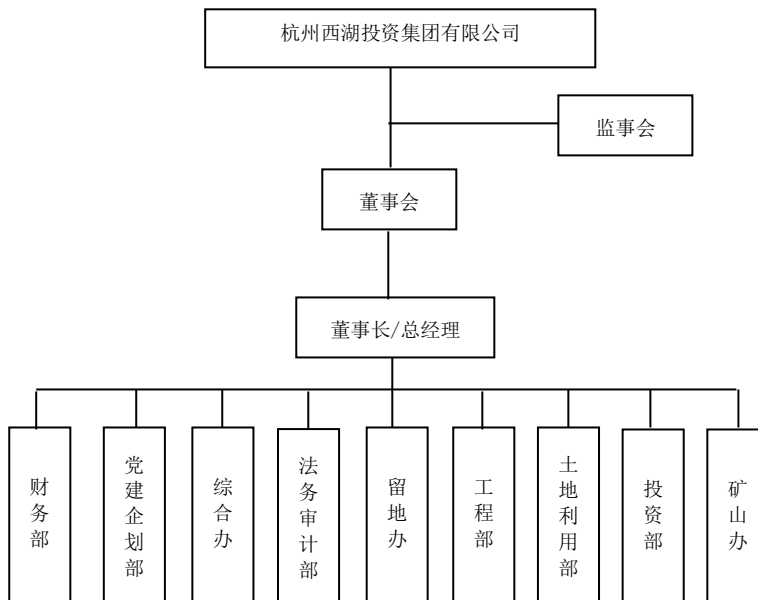
公司股权结构图



注：根据西湖投资提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据西湖投资提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	406.51	505.82	598.50
货币资金 [亿元]	34.92	44.81	53.89
刚性债务[亿元]	281.02	354.88	390.60
所有者权益 [亿元]	74.55	82.42	139.68
营业收入[亿元]	7.33	7.59	12.24
净利润 [亿元]	-3.74	0.67	0.66
EBITDA[亿元]	0.91	5.63	5.68
经营性现金净流入量[亿元]	-23.03	5.26	14.87
投资性现金净流入量[亿元]	-149.49	-62.10	-68.47
资产负债率[%]	81.66	83.71	76.66
长短期债务比[%]	808.31	415.38	261.79
权益资本与刚性债务比率[%]	26.53	23.22	35.76
流动比率[%]	401.93	225.93	155.78
速动比率[%]	387.45	200.57	124.20
现金比率[%]	95.56	54.54	42.50
短期刚性债务现金覆盖率[%]	213.59	104.73	82.67
利息保障倍数[倍]	-0.11	0.22	0.13
有形净值债务率[%]	534.79	598.74	362.71
担保比率[%]	36.75	42.47	51.91
毛利率[%]	32.60	40.68	27.65
营业利润率[%]	-47.83	9.72	3.93
总资产报酬率[%]	-0.36	0.68	0.44
净资产收益率[%]	-4.99	0.86	0.59
净资产收益率*[%]	-4.97	0.91	0.73
营业收入现金率[%]	106.23	89.23	114.69
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-80.98	8.86	14.23
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.68	1.65	3.99
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-606.71	-95.77	-51.29
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-87.50	-17.88	-14.38
EBITDA/利息支出[倍]	0.09	0.40	0.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.00	0.02	0.02

注：表中数据依据西湖投资经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

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)/期末流动负债合计×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×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)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×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]×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]×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×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]×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]×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]×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]×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 级、CCC 级（含）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 级、CCC 级（含）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。

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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。