信用评级公告

联合〔2021〕4981 号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市地铁集团有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州市地铁集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，“14 杭地铁债/PR 杭地铁”“16 杭州地铁 MTN001”“16 杭州地铁 MTN002”和“18 杭州地铁 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

杭州市地铁集团有限责任公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	稳定	AAA	稳定
16 杭州地铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 杭州地铁 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 杭州地铁 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 杭地铁债/PR 杭地铁	50.00 亿元	30.00 亿元	2024/9/17
16 杭州地铁 MTN001	8.50 亿元	8.50 亿元	2023/5/12
16 杭州地铁 MTN002	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/5/12
18 杭州地铁 MTN003	20.00 亿元	20.00 亿元	2021/11/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价

评级观点

杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“公司”）是杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，在地铁投资、建设、运营管理和地铁沿线资源开发方面具有专营性优势。跟踪期内，杭州市区域经济持续发展，财政实力稳步提升，公司外部发展环境良好，在资本金注入和财政补贴方面获得政府和股东的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司地铁运营亏损加大、债务规模快速增长、资本支出压力大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着疫情过后地铁线路客流量的逐步恢复、线路建成通车后地铁路网布局的完善以及房地产项目的逐步回款，公司整体业务规模有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“14杭地铁债/PR杭地铁”“16杭州地铁MTN001”“16杭州地铁MTN002”和“18杭州地铁MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年杭州实现地区生产总值 16106 亿元，比 2019 年增长 3.9%；完成一般公共预算收入 2093.39 亿元，较 2019 年增长 6.5%，财政自给率达 101.15%。
2. **专营地位突出，持续得到政府的大力支持。**公司是杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，跟踪期内得到政府和股东在资本金注入和财政补贴方面的大力支持。
3. **“14 杭地铁债/PR 杭地铁”设置分期偿还条款，有助于减轻公司集中兑付压力。**

关注

1. **公司经营出现亏损。**受新冠肺炎疫情以及 2 号线、4 号线转入正式运营影响，2020 年公司并表线路客流量大幅下降，2020 年地铁运营亏损加大；2020 年，公司房地产销售业务实现收入 1.97 亿元，同比大幅

划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师： 马 颖　丁 晓

邮箱： lianhe@lhratings.com

电话： 010-85679696

传真： 010-85679228

地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址： www.lhratings.com

下降 95.67%。受此影响，公司利润总额由正转负。

2. **债务规模快速增长，债务负担加重。**2020 年底，公司全部债务较 2019 年底增长 29.64%，2021 年 3 月底全部债务较 2020 年底增长 14.10%。2021 年 3 月底，公司全部债务资本化比率较 2020 年底上升 3.42 个百分点。
3. **项目资本支出压力大。**截至 2021 年 3 月底，公司在建地铁项目未来两年尚需投资 606.92 亿元，投资规模大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	135.91	144.57	95.55	96.10
资产总额(亿元)	1319.23	1790.75	2200.42	2320.36
所有者权益(亿元)	591.54	839.10	1007.15	1002.21
短期债务(亿元)	0.00	18.00	39.04	3.00
长期债务(亿元)	565.66	763.74	974.39	1153.37
全部债务(亿元)	565.66	781.74	1013.43	1156.37
营业收入(亿元)	48.40	66.99	22.04	5.57
利润总额(亿元)	9.53	15.95	-11.29	-4.13
EBITDA(亿元)	19.07	28.77	14.99	--
经营性净现金流(亿元)	16.58	-31.91	65.38	3.46
营业利润率(%)	22.40	29.32	-29.96	-37.06
净资产收益率(%)	1.21	1.51	-1.15	--
资产负债率(%)	55.16	53.14	54.23	56.81
全部债务资本化比率(%)	48.88	48.23	50.16	53.57
流动比率(%)	158.40	169.26	135.28	141.75
经营现金流动负债比(%)	10.32	-17.09	36.13	--
现金短期债务比（倍）	*	8.03	2.45	32.03
EBITDA 利息倍数(倍)	1.09	1.10	0.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.66	27.17	67.60	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1200.03	1686.24	2103.77	2221.76
所有者权益（亿元）	571.91	809.05	980.12	979.50
全部债务(亿元)	544.18	763.38	994.22	1136.41
营业收入(亿元)	4.49	10.24	13.12	2.57
利润总额(亿元)	0.56	0.23	-11.66	-3.74
资产负债率（%）	52.34	52.02	53.41	55.91
全部债务资本化比率(%)	48.76	48.55	50.36	53.71
流动比率（%）	226.15	198.51	152.37	170.06

经营现金流动负债比(%)	42.47	1.98	47.25	--

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.已将 2020 年底长期应付款中有息部分计入有息债务核算，已将 2020 年底合并口径长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算；3.母公司 2018 年底短期债务为零，导致同期现金短期债务比无穷大，以*表示；4. 2018 年底、2019 年底和 2021 年 3 月底合并口径短期债务中未包含一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 杭州地铁 MTN003 16 杭州地铁 MTN001 16 杭州地铁 MTN002 14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	AAA	稳定	2020.06.24	唐立倩 王中天	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
18 杭州地铁 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018.06.19	周海涵 王康	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 杭州地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015.10.10	黄静雯 常楚笛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 杭州地铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015.10.10	黄静雯 常楚笛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	AAA	稳定	2014.08.21	闫昱州 田英 焦洁	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

杭州市地铁集团有限责任公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2020年杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市滨江区人民政府、杭州之江国家旅游度假区管理委员会和杭州钱塘新区管理委员会拨付公司资本金合计179.49亿元，公司实收资本增加至888.50亿元，2021年1－3月公司收到股东的货币注资1.30亿元。截至2021年3月底，公司注册资本为888.50亿元，实收资本为889.81亿元（差额部分系尚未完成工商变更），杭州市人民政府对公司持股41.56%，仍为公司的控股股东和实际控制人，公司股东持股情况详见表1。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司股东情况

名称	持股比例（%）
杭州市人民政府	41.56
杭州市萧山区人民政府	19.88
杭州市余杭区人民政府	16.60
杭州市滨江区人民政府	6.34
杭州钱塘新区管理委员会	7.78
杭州之江国家旅游度假区管理委员会	2.00
国开发展基金有限公司	5.84

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司业务主要涵盖杭州市地铁运营、上盖物业开发、土地开发整理等；公司本部内设建设管理部、运营管理中心、工程部、征地拆迁部、投资开发部、财务部、纪检监察部等部门。

截至 2020 年底，公司资产总额 2200.42 亿元，所有者权益 1007.15 亿元（其中少数股东权益 21.77 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 22.04 亿元，利润总额-11.29 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 2320.36 亿元，所有者权益 1002.21 亿元（其中少数股东权益 21.07 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.57 亿元，利润总额-4.13 亿元。

公司注册地址：杭州市下城区庆春路 90 号 14 层；法定代表人：邵剑明。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券包括“14 杭地铁债/PR 杭地铁”“16 杭州地铁 MTN001”“16 杭州地铁 MTN002”和“18 杭州地铁 MTN003”，债券余额合计 61.50 亿元。“14 杭地铁债/PR 杭地铁”设置分期还本条款，在存续期的第 3~10 的计息年度末分别偿还发行总额的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的本金。跟踪期内，存续债券已按期付息并分期偿付本金，公司既往还本付息情况良好。

表 2 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
14 杭地铁债/PR 杭地铁	50.00	30.00	2014/09/17	10 年
16 杭州地铁 MTN001	8.50	8.50	2016/05/12	7 年
16 杭州地铁 MTN002	3.00	3.00	2016/05/12	7 年
18 杭州地铁 MTN003	20.00	20.00	2018/11/26	3 年
合计	**81.50**	**61.50**	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2021 年 3 月底，“14 杭地铁债/PR 杭地铁”募集资金已全部用于杭州市地铁 2 号线一期工程，项目累计已完成投资 196.70 亿元（已完工）；“16 杭州地铁 MTN001”募集资金已全部用于杭州市地铁 2 号线二期

工程，项目累计已完成投资 63.20 亿元（已完工）；“16 杭州地铁 MTN002”募集资金已全部用于杭州地铁 5 号线一期工程和杭州地铁 4 号线一期工程项目建设，两个项目累计分别已完成投资 347.29 亿元和 126.49 亿元，均已完工；“18 杭州地铁 MTN003”已全部用于杭州地铁 1 号线三期、7 号线和 10 号线一期工程建设，杭州地铁 1 号线三期、7 号线和 10 号线一期工程建设总投资分别为 84.53 亿元、289.97 亿元和 131.09 亿元，已分别完成投资 79.19 亿元、202.98 亿元和 91.76 亿元。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%1，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%2，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同
2为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为10类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至2020年底，中国大陆地区[3]城轨交通运营线路中共有8种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为78.8%、10.2%、5.8%和2.7%，其余4种制式运营线路长度占比较小。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共14.12亿人，其中城镇人口9.02亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为63.89%。从人口地区分布来看，东部地区人口占39.93%，与2010年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升2.15个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升0.22个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发

[3] 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

展城轨交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

经过多年的发展，截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路244条，建成投运线路总长度达7969.7公里。2020年，城轨交通累计完成客运量175.9亿人次，较上年减少61.1亿人次，同比下降25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有11个城市全部或部分线路停运。2020年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成建设投资6286亿元，同比增长5.5%，在建项目的可研批复投资累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里。

（2）行业发展

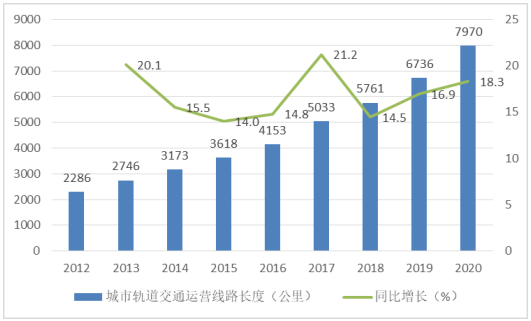
在城轨交通项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长；长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度4351.7公里，年均新增运营线路长度870.3公里，较“十二五”年均投运线路长度403.8公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路，其中2020年新增天水、三亚、太原等5市[4]。全国共计开通244条运营线路，其中2020年新增运营线路36条。全国城轨交通建成投运线路总长度达7969.7公里，较上年底增长18.31%。

图1　2012－2020年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路64条，运营线路总长度2247公里，

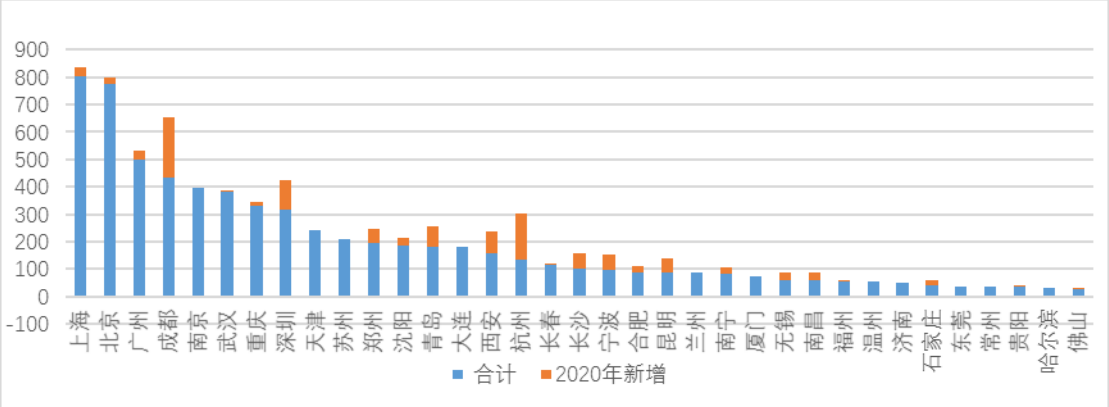
[4] 其中，天水、三亚为有轨电车；另依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将2018年开通运营的株洲A1线和2019年开通运营的宜宾T1线纳入统计。

占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，占比12.5%。从运营网规模看，上海和北京的线网规模分别达到834.2公里和799.1公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。随着城市群、都市圈经济的快速发展，高铁、城际、市域（郊）、地铁四网融合的推进，带动区域一体化、站城融合、多层次立体交通网络逐步形成。

“十三五”期间，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2020年度完成建设投资额创历史新高。

“十三五”期间，全国共有65个城市的新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约29781.91亿元。2020年，共有8个城市新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共计587.95公里，总投资合计4709.86亿元。“十三五”期间，全国共完成城轨交通建设投资26278.7亿元，年均完成建设投资额接近5255.7亿元。2020年，全国城轨交通完成投资6286亿元，同比增长5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2020年底，在建城轨交通项目的可研批复投资额累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里，较上年底增长19.5%，其中地铁6280.8公里，仍为主流。

图2　截至2020年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

（3）行业运营

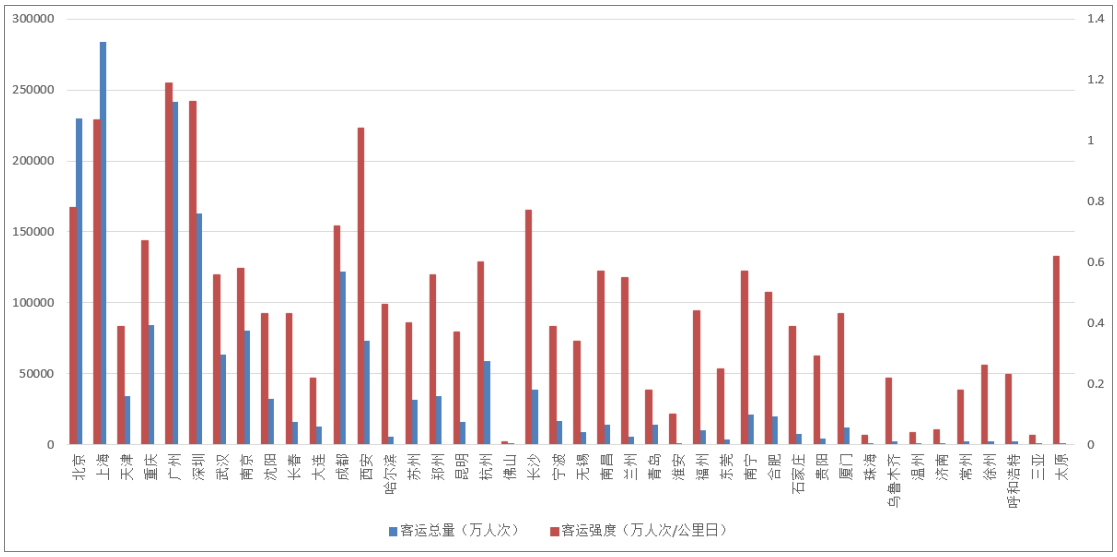
受新冠疫情影响，2020年全年城轨交通累计完成客运量及总进站量均同比大幅下降。同期，全国平均客运强度总体水平大幅下降，主要系疫情影响叠加新投运线路多分摊客运量所致；除厦门地铁外，全国各城市客运强度均有所下降。

2020年，受新冠疫情影响，据不完全统计，全年累计完成客运量175.9亿人次，同比减少61.1亿人次；日均客运量5131.7万人次，同比减少1505.4万人次；总进站量为109.5亿人次，同比减少40亿人次；总客运周转量为1486.4亿人公里，同比下降25.8%。从城轨交通客运量来看，上海、北京、广州、深圳和成都5市位居前列。

2020年，全国城轨交通平均客运强度为0.45万人次/公里日，同比下降0.27万人次/公里日，降幅为36.9%。一方面是疫情影响下客流下降，另一方面是新线路投运多，网络化运营城市增多，运营线路长度不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，除厦门地铁外，2020年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长，增幅为3.36%，主要系厦门推出了4月11日一

6月30日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3　2020年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2020年，全国城轨交通平均运营成本同比有所上升，平均单位车公里运营收入有所下降。受新冠疫情影响，全国平均运营收支比下降明显，总运营收入有所下降。

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（该部分计入35个城市数据，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2020年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本24.6元，同比增加1.2元。平均单位人公里运营成本0.74元，同比增加0.05元。平均单位车公里运营收入15.9元，同比减少0.8元。平均单位人公里运营收入0.48元，同比增加0.01元。总体看，单位车公里运营收入和单位人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、贵阳、徐州、温州、厦门和北京6市，均为资源经营收入较高的城市。

2020年，受新冠疫情影响客流减少，全国城轨交通平均运营收支比为65%，同比下降7.7个百分点。总运营收入同比下降10.5%，其中，票款收入下降26.1%，资源经营收入下降7.2%。同期，总运营支出同比增长31.5%，主要由于总电能耗随着新建线路增加同比增长12.9%，此外，新冠疫情期间，城轨交通运营企业主动采取降低满载率、延长运营时间，加强通风、消毒、保障防疫物资等措施，保障乘客出行安全，故增加了人工及防疫物资等方面的成本支出。

（4）行业政策

城轨交通行业具有投资规模大、专业技术要求较高、对城市发展影响重大等特点，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城轨交通行业特点是投资规模大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城轨交通行业的健康快速发展。

表4　近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	发布单位	发布日期
1	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09

4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次、0.4万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时3万人次以上、1万人次以上。除城轨交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入占比不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计，旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020－2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足1小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

2021年2月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，该纲要指明了中国城轨交通到2035年的发展目标，即基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达）。构建完善的国家综合立体交通网，连接全国所有县级及以上行政区、边境口岸、国防设施、主要景区等。加快构建6条主轴、7条走廊、8条通道，建设高效率国家综合立体交通网主骨架。

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的带动下，中国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁。“十四五”时期，中国城轨交通将继续推动智慧城轨建设，并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。同时，政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了

新的机遇。

“十三五”时期，中国已进入城轨交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，但经济发达地区的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至 2020 年底，全国城轨交通运营线路已达近 8000 公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，中国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

2021 年是“十四五”的开局之年，为谋划好“十四五”期间乃至 2035 年的发展规划，中国城市轨道交通协会开展了《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》研究，指明了城轨交通的发展方向和发展途径。“十四五”期间，城轨交通将以技术智能化、装备自主化、网络功能化、发展持续化、行业标准化、区域差异化、制式多样化、运输协同化、运营精准化、站城一体化、建运绿色化、市场国际化等作为发展战略，在发展市域快轨、推进多网融合以及推动智慧城轨建设等方面取得突破进展。

同时，考虑到随着网络规模的不断扩张及投运时间的不断推移，城轨交通运营企业的运维支出压力将不断加大，应采取多种措施保障城轨交通财务可持续发展。2021 年政府工作报告提出，2021 年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优化债券资金使用，优先支持在建工程，合理扩大使用范围，中央预算内投资安排 6100 亿元，重点支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。总体看，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，契合了高质量发展的需要，为城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济环境

跟踪期内，杭州市经济持续发展，财政实力稳步增强，财政自给程度高。“十四五”期间，杭州将实施新一轮扩大有效投资工程，重点支持有利于市域协调发展的新型基础设施和新型城镇化重大项目建设，提升城乡区域公共设施水平，公司面临着良好的产业政策和投资环境。

根据《2020年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2020年杭州市实现地区生产总值16106亿元，比上年增长3.9%；分产业看，第一产业增加值326亿元，下降1.1%；第二产业增加值4821亿元，增长2.3%；第三产业增加值10959亿元，增长5.0%；三次产业结构由2019年（修订后）的2.1：31.4：66.5调整为2.0：29.9：68.1。

2020年，杭州市固定资产投资同比增长6.8%；其中，工业投资增幅6.9%，较2019年有所提升，三次产业投资增速相对均衡；基础设施投资增长7.7%，拉动全市固定资产投资增长1.8个百分点；高新技术产业增长较快，同比增长10%，较上年提高1.6个百分点，主要系高新技术服务业投资增长带动。

随着疫情有效控制，杭州市房地产业明显复暖，投资增速平稳回升，销售市场热度较高。2020年，杭州市房地产开发投资为3575亿元，比2019年增长5.3%；新建商品房销售面积1699万平方米，比2019年增长12.3%，增速同比提高22个百分点，其中，住宅销售面积1472万平方米，增长14.6%，办公楼销售面积311万平方米，增长11.5%，商业营业用房30万平方米，增长3.5%。

根据《关于杭州市及市本级2020年财政预算执行情况和2021年财政预算草案的报告》，2020年，杭州市一般公共预算收入2093.39亿元，较2019年增长6.5%，其中税收收入1978.6亿元，非税收入114.79亿元，税收占一般公共预算收入比重进一步提升至94.5%，保持全国副省级城市首位。2020年，杭州市一般公共预算支出2069.66

亿元，增长6%；财政自给率为101.15%，财政自给程度高。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司仍为杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，在地铁投资、建设、运营管理和地铁沿线资源开发方面具有专营性优势，持续得到股东和政府在资本金注入和财政补贴方面的大力支持。

2020 年，公司收到来自杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市滨江区人民政府、杭州之江国家旅游度假区管理委员会和杭州钱塘新区管理委员会拨付的资本金合计 179.49 亿元，计入“实收资本”。2020 年一季度，公司收到股东拨付的资本金 1.30 亿元，计入“实收资本”。

2020 年，公司收到杭州市人民政府拨付的征迁资金 3.43 亿元，计入“资本公积”。

2020 年和 2021 年 1－3 月，公司其他收益分别为 2.92 亿元和 1.17 亿元，主要为财政补贴。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91330100742902193B），截至 2021 年 6 月 17 日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要涵盖杭州市地铁运营、上盖物业开发、土地开发整理等。2020 年受房地产销售收入下降影响，公司营业收入规模大幅下降；受收入占比较大的地铁运营严重亏损影响，公司综合毛利率由正转负。

2020 年，受房地产项目确认收入减少影响，公司营业收入同比大幅下降 67.10%；其中土地开发整理业务和地铁运营业务收入合计占总收入的 84.71%，是当年收入的主要来源。土地开发整理收入同比下降 17.41%，系当年确认收入地块单价较低；地铁运营收入同比增长 6.39%，主要系 2 号线和 4 号线转入正式运营所致。此外，公司其他业务收入同比下降 46.29%，系租赁收入调整至房产销售及运营收入所致。

2020 年，公司综合毛利率由正转负，主要系地铁运营客流量受新冠肺炎疫情影响大幅下降，同时地铁 2 号线和 4 号线转入正式运营计提折旧所致；土地开发整理业务毛利率维持在较高水平；房产销售业务毛利率大幅上升系房产项目之前年份成本暂估过高 2020 年下调成本所致。

2021 年 1－3 月，公司营业收入相当于 2020 年全年收入的 8.31%，毛利率-36.35%。

表 5　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	5.81	8.68	86.40	4.80	21.77	97.57	0.71	12.79	100.00
地铁运营	13.04	19.46	-19.03	13.87	62.94	-94.32	4.25	76.35	-70.04
房产销售及运营	45.55	67.99	47.66	1.97	8.96	67.71	0.54	9.72	32.91
其他业务	2.60	3.87	56.51	1.40	6.34	59.18	0.06	1.14	100.00
总计	**66.99**	**100.00**	**38.39**	**22.04**	**100.00**	**-28.31**	**5.57**	**100.00**	**-36.35**

注：地铁运营收入中包括票务收入和非票务收入，其他收入中包括租赁收入（2019 年及之前）、测绘收入和停车场收费等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）地铁运营

2020 年，杭州市新开通 6 段地铁线路，地铁线路布局逐步成熟。受 2 号线和 4 号线转入正式运营影响，2020 年地铁运营收入规模有所增长，但亏损情况扩大；在建地铁线路尚需投资规模大，公司未来面临的资本支出压力大。

公司是杭州市内唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，2020 年杭州市新开通线路有 5 号线后通段、1 号线三期、6 号线一期、7 号线首通段、16 号线（杭临线）和杭富线。截至 2021 年 3 月底，公司已开通运行的线路见下表，开通总长度 304.56 公里，共计 190 站。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司已开通地铁线路情况（单位：亿元、公里、个）

项目名称	总投资	已投资	开通长度	车站	开通时间
地铁 1 号线	232.17	236.19	47.97	31	2012.11
1 号线下沙延伸段	21.90	19.15	5.39	3	2015.11
2 号线一期东南段	177.83	196.70	18.30	13	2014.11
2 号线一期西北段	84.82		12.20	11	2017.07
2 号线二期	79.04	63.20	11.28	8	2017.12
2 号线三期	16.18	2.91	1.48	1	2017.12
4 号线一期首通段	150.51	126.49	9.65	18	2015.02
4 号线一期南段	77.89		11.20		2018.01
5 号线首通段	360.64	347.29	16.20	12	2019.06
5 号线后通段			35.10	27	2020.04
1 号线三期	84.53	79.19	11.50	5	2020.12
6 号线一期	178.31	176.59	26.50	19	2020.12
7 号线首通段	297.32	248.56	39.30	19	2020.12
16 号线（杭临线）	128.98	111.66	34.98	12	2020.04
杭富线	132.98	99.71	23.51	11	2020.12
合计	**2023.10**	**1707.64**	**304.56**	**190**	--

注：1. 上表开通时间指线路通车时间，通车后试运营期约 2 年左右，期间产生收入属于工程建设期间试生产收入，冲减工程成本，不计入营业收入；2. 1 号线三期、6 号线一期、7 号线首通段、16 号线（杭临线）和杭富线目前开通部分车站，上表中除开通长度外其他均为全线线路数据；3. 除 5 号线、16 号线（杭临线）和杭富线外，其他地铁线路运营收入均并表

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，地铁运营主要由子公司杭州杭港地铁有限公司（以下简称“杭港地铁”）以及分公司杭州市地铁集团有限责任公司运营分公司（以下简称“地铁运营分公司”）负责。其中杭港公司负责运营杭州地铁 1 号线和 5 号线，地铁运营分公司负责运营其他线路。

跟踪期内，杭州地铁 5 号线（公司出资 40%，香港铁路有限公司出资 60%）进入试运营期。杭州地铁 5 号线采用 PPP 模式建设而成，由子公司杭港地铁进行运营，2020 年地铁 5 号线实现收入 2.51 亿元（未并表）。16 号线（杭临线）和杭富线，公司作为杭州市政府代表出资 1%，地铁建设完成后由公司进行统一运营，公司不参与地铁线路的运营补亏和还本付息，16 号线（杭临线）和杭富线收入公司不进行并表。

2020 年，公司实现地铁运营收入 13.87 亿元，包括票务收入和非票务收入，同比增长 6.39%；其中地铁 1 号线（包括下沙延伸段）实现票务收入 5.96 亿元，地铁 2 号线（包括一期东南段、一期西北段、二期和三期）实现票务收入 3.89 亿元、地铁 4 号线（包括一期首通段和一期南段）实现票务收入 1.58 亿元。跟踪期内，1 号线三期、5 号线、6 号线一期、7 号线首通段、16 号线（杭临线）和杭富线处于试运营期，公司并表地铁线路试运营期间产生的运

营收支净额冲减在建工程，不计入公司营业收入。2020 年，处于试运营期的线路合计实现票务收入 2.76 亿元[5]。

2020 年，公司已通车线路日均客流量合计 179.44 万人次（包括 5 号线、16 号线和杭富线），同比小幅增长 0.84%；受新冠肺炎疫情影响，2020 年地铁 1 号线、2 号线和 4 号线客流量同比大幅下降。地铁 6 号线、7 号线、16 号线（杭临线）和杭富线于 2020 年开通，客流量较小。公司各线路详细运营情况详见下表。

表 7　2020 年杭州地铁 1 号线运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	824.97	819.70	234.05
车站数量（座）	34	39	39
年度客运量（万乘次）	29646.93	21532.03	6028.90
日均客运量（万人次）	81.22	58.83	66.99
票务收入（亿元）	8.85	5.96	1.54
平均票价（元）	2.99	2.85	2.87
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

注：1 号线已完成试运营处于运营期
资料来源：公司提供

表 8　2020 年杭州地铁 2 号线运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	746.93	723.14	169.40
车站数量（座）	33	33	33
年度客运量（万乘次）	19783.22	16034.32	4702.53
日均客运量（万人次）	54.20	43.81	52.25
票务收入（亿元）	5.07	3.89	1.03
平均票价（元）	2.8	2.64	2.60
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

注：2 号线已完成试运营处于运营期
资料来源：公司提供

表 9　2020 年杭州地铁 4 号线运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	370.87	356.64	113.01
车站数量（座）	18	18	18
年度客运量（万乘次）	12275.94	8981.13	2316.51
日均客运量（万人次）	33.63	24.54	25.74
票务收入（亿元）	2.26	1.58	0.37
平均票价（元）	2.01	1.92	1.89
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

注：4 号线已完成试运营处于运营期
资料来源：公司提供

表 10　2020 年杭州地铁 5 号线试运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	83.19	544.55	165.36
车站数量（座）	12	39	39
年度客运量（万乘次）	1699.10	10840.27	3859.45
日均客运量（万人次）	8.90	29.62	42.88
票务收入（亿元）	0.31	2.51	0.86
平均票价（元）	2.01	2.53	2.64
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

资料来源：公司提供

表 11　2020 年杭州地铁 6 号线（含杭富线）试运营情况

项目	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	3.24	198.01
车站数量（座）	30	30
年度客运量（万乘次）	28.72	1313.67
日均客运量（万人次）	14.36	14.6
票务收入（亿元）	0.00	0.20
平均票价（元）	2.14	2.08
正点率（%）	100.00	100.00
运行图兑现率（%）	100.00	99.99

注：1. 2020 年 6 号线实现票务收入 46.93 万元，杭富线实现票务收入 20.21 万元 2. 杭富线已并入 6 号线运营；3. 目前 6 号线全线 19 站，已开通 18 站，杭富线已全线开通 11 站
资料来源：公司提供

表 12　2020 年杭州地铁 7 号线试运营情况

项目	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	1.93	132.62
车站数量（座）	19	19
年度客运量（万乘次）	10.13	543.69
日均客运量（万人次）	5.06	6.04
票务收入（亿元）	0.00	0.14
平均票价（元）	3.06	3.11
正点率（%）	100.00	100.00
运行图兑现率（%）	100.00	99.80

注：2020 年 7 号线实现票务收入 28.44 万元
资料来源：公司提供

[5] 此票务收入包括处于试运营期间的所有地铁线路

表 13　2020 年杭州地铁 16 号线（杭临线）试运营情况

项目	2020 年	2021 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	202.77	171.46
车站数量（座）	12	12
年度客运量（万乘次）	814.84	285.33
日均客运量（万人次）	3.22	3.17
票务收入（亿元）	0.23	0.07
平均票价（元）	3.10	3.10
正点率（%）	99.99	100.00
运行图兑现率（%）	99.99	99.99

资料来源：公司提供

票价方面，杭州地铁票价定价方式遵循杭价费〔2012〕248批文，根据《中华人民共和国价格法》和《政府指定价格听证办法》等有关规定，通过听证会拟定，全程采用区间计价的方式。起价2元可乘坐4公里，乘车距离超过4公里采用递远递减的方式计价，4~12公里每1元可乘4公里，12~24公里每1元可乘6公里，24公里以上每1元可乘8公里。对比其他城市地铁票价，杭州地铁票价处于较高水平，考虑到居民消费水平，预计未来票价只会进行小幅调整。

项目投资方面，截至2021年3月底，公司在建地铁项目总投资2034.46亿元，已投资1169.67亿元，计划于2021年投入332.99亿元。2022年亚运会将在杭州市举办，届时杭州地铁十条线路将全部投入运营，目前公司正处于轨道交通投资建设的高峰期，未来资金支出压力大。

表 14　截至 2021 年 3 月底公司地铁线路在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	建设规划总投资	资金筹措方案		项目主体建设期	已投资	2021 年拟投资	2022 年投资
			贷款	资本金				
杭州市 3 号线一期工程	主线文一西路至星桥路，支线小和山至百家园，线路长 52.2 公里，设站 33 座	420.62	294.43	126.19	2017－2021	209.56	72.70	88.00
杭州市 4 号线二期工程	彭埠站至紫金港路，线路长 23.4 公里，设站 14 座	206.86	144.80	62.06	2017－2021	112.36	51.16	0.00
杭州市 6 号线二期工程	丰北至东宁路，线路长 8.3 公里，设站 5 座	62.26	43.58	18.68	2017－2021	56.63	5.16	0.00
杭州市 7 号线工程	吴山广场至江东二路，线路长 45 公里，设站 22 座	297.32	208.12	89.20	2017－2021	248.56	31.35	0.00
杭州市 8 号线一期工程	文海南路至江东，线路长 17.2 公里，设站 7 座	135.26	94.68	40.58	2018－2021	101.16	11.02	0.00
杭州市 9 号线一期工程	南段四季青至客运中心、北段临平至昌达路，线路长 17.8 公里，设站 14 座	177.98	124.59	53.39	2017－2021	148.05	28.32	0.00
杭州市 10 号线一期工程	浙大至新兴路，线路长 15.9 公里，设站 12 座	157.02	109.91	47.11	2018－2022	112.15	23.68	10.00
杭州机场轨道快线工程	吴山西至靖江，线路长 58.5 公里，车站 15 座	432.02	259.21	172.81	2019－2022	143.98	82.05	100.00
杭州地铁 3 号线北延工程	文一西路（不含）至吴山前村，线路长约 4.8 公里，设车站 4 座	73.34	44.00	29.34	2019－2022	9.24	11.33	52.77
杭州地铁 5 号线西延工程	老余杭至绿汀路，线路长约 5.0 公里，设车站 2 座	30.38	18.23	12.15	2019－2022	6.22	1.00	23.16
天目山路（绕城高速东—古翠路）提升改造工程	西起绕城高速东（桩号 K1+000），东至古翠路（桩号 K9+165.071），全长约 8.2km。全线采用“地下快速路+地面快速路”相结合的建设形式，快速路为双向 4 车道规模，地面辅道（建设标准为城市主干道）为双向 6 车道规模	41.40	0.00	41.40	2018－2021	21.75	15.22	0.00
合计	--	**2034.46**	**1341.56**	**692.90**	-	**1169.67**	**332.99**	**273.93**

资料来源：公司提供

（2）土地开发整理

2020 年公司土地开发整理业务收入规模有所下降，毛利率处于较高水平；土地开发整理业务受政策以及土地出让进度影响较大，存在一定的波动性。

根据《杭州市人民政府办公厅关于加快推

进地铁物业开发工作的通知》（杭政办函〔2008〕313 号），杭州市政府同意将上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区（土地开发整理区域为原杭州市行政区，杭州市调整行政区域后尚未下发新的土地开发整理文件）范围内地铁周边的土地整理工作交由公司负责，在建设城市轨道交通的同时，负责开发整理沿线地块，形成地铁工程建设和运营相结合的模式。待土地开发完成后，公司将土地交由杭州市土地储备中心通过招拍挂形式进行出让，杭州市土地储备中心将土地出让收入扣除相关税费后按土地净出让收入的 45%比例分批返还给公司。公司按照实际收到返还的土地出让金确认为收入，并按相应比例结转成本。

2020 年，公司土地开发整理业务确认收入的地块分布在上城区、江干区、拱墅区共 5 个地块，合计确认收入 4.80 亿元，同比下降 17.41%。

表 15　公司土地整理业务收入确认情况（单位：万元、亩）

年份	地块名称	地块位置	土地面积	确认收入
2019 年	文晖单元 XC0401-B1/B2-25 地块	杭州地铁一号线打铁关站	21441.00	51317.29
	文晖单元 XC0405-03（文晖单元 A-B1/B2/S2-01）地块	杭州地铁一号线打铁关站	19016.26	6808.80
小计	--	--	**40457.26**	**58126.09**
2020 年	望江单元 SC0402-B1/B2/S2-16	上城区	3663.13	16676.07
	九堡中心单元 JG1701-R21-08 地块	江干区	13247.00	5960.56
	米市巷单元 GS0103-B/A32/S2-42A 地块	拱墅区	6600.00	4922.00
	祥符单元 GS0903-B1/B2/S2-08 地块	拱墅区	10612.00	13533.41
	九堡中心单元 JG1702-B1/B2/S42-09 地块	江干区	34106.00	6890.67
小计	--	--	**68228.13**	**47982.71**
合计	--	--	**108685.39**	**106108.80**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司在整理土地总投资 8.31 亿元，已投资 7.43 亿元，未来尚需投资 0.88 亿元，土地面积合计 292.06 亩，未来预计可获得土地出让金返还 28.38 亿元。

表 16　截至 2021 年 3 月底公司在整理土地情况（单位：万元、亩）

地块名称	地块位置	总投资	已投资	尚需投资	面积	预计土地出让金返还
朝晖单元 XC0302-B1/B2/S2-05 地块	东至朝晖人家，南至潮王路，西至河东路，北至潮王人家	80.00	29.80	50.20	7.06	9000.00
翠苑单元 XH0903-B1/B2/S41/S42/S2-12、XH0903-G1/S42-26、27 地块	东至规划支路，南至文一路，西至学院路，北至规划支路	80.00	0.00	80.00	25.65	45000.00
小营紫阳单元 SC0206-B1/B2/S2-21 地块	东至上海铁路局杭州工务段，南至中铁二十四局集团浙江工程有限公司，西至江城路，北至上海铁路局杭州工务段地块	80.00	23.17	56.83	9.15	16470.08
九堡中心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块	德胜东路南侧，杭乔路、杭州客运中心站、地铁 1 号线九堡东站合围区块	76.26	76.26	0.00	36.00	49920.25
翠苑单元 XH0905-B1/B2-19 地块	东至学院路，南至文二路，西至 XH0905-B1/B2-18 地块，北至翠苑一区	80.00	12.05	67.95	7.95	14310.07
西溪单元 XH1009-B1B2S2-03A 地块	东至武林门新村路，南至 XH1009-R21-03 地块（武林门新村），西至 XH1009-R21-01 地块，北至文三路	80.00	0.00	80.00	3.45	6900.03
杭州地铁 3 号线一期工程小和山停车场上盖物业综合开发项目	东至纵十一路，南至规划道路，西至纵十五路，北至留和路	56662.00	56200.00	462.00	139.20	89813.00
杭州地铁 9 号线一期工程四堡停车场上盖物业综合开发项目（四堡七堡单元	东至杭甬快速路；南至凤起东路；西至沪杭高铁；北至昙花庵路	26000.00	18000.00	8000.00	63.60	52382.00

JG1401-B1/B2/S41-35 地块）						
合计	--	**83138.26**	**74341.28**	**8796.98**	**292.06**	**283795.44**

资料来源：公司提供

（3）房地产业务

公司房地产业务主要为地铁上盖物业建设，2020 年受杨柳郡项目交付进度滞后影响，公司房地产销售收入大幅下降；房地产业务大多采用合作开发模式，未来项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

公司引入“地铁+物业”的开发模式，利用地铁沿线及周边土地和上盖物业开发收益一定程度上弥补项目资金缺口，实现投融资平衡。公司物业开发业务的经营主体为子公司杭州地铁开发有限公司（以下简称“开发公司”），开发公司选择对部分公司整理土地摘牌进行二级开发。近年来公司房地产开发业务更多采取合作开发模式，由公司成立项目公司拍地，再与万科、绿城等知名房企成立项目公司进行开发，公司以土地评估价值作价入股。

公司目前在售的房地产项目有杭州地铁绿城杨柳郡（以下简称“杨柳郡项目”）和地铁万科天空之城（以下简称“天空之城项目”），均为地铁上盖物业项目，2020 年和 2021 年 1—3 月，公司房地产销售分别确认收入 1.42 亿元和 0.37 亿元，全部来自杨柳郡项目，2020 年房地产销售收入下降系杨柳郡交付进度滞后所致。公司可供租赁的房产项目主要为地铁商业空间以及地铁东城项目等商铺，2020 年确认租赁收入 0.55 亿元。

杨柳郡项目分为四期，前三期已完成销售，四期已建设完成实现预售；杨柳郡项目总投资 9.50 亿元，截至 2021 年 3 月底已投资 9.40 亿元，可销售面积 52.60 万平方米，已销售 50.10 万平方米，累计销售收入 145.85 亿元（含税），累计确认收入 105.30 亿元。

天空之城项目由公司与万科合作开发，总投资 231.96 亿元，公司持股 49.00%，万科持股 51.00%，公司以土地作价入股，未来依靠投资收益回流资金。天空之城项目建设内容包括住宅、车位、商铺等，截至 2021 年 3 月底，公司已出资 138.30 亿元，主要为缴付的土地出让金，天空之城项目未来尚需投资 48.87 亿元，公司尚未取得投资收益。

表17　公司房地产销售业务运营情况

（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

指标	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	0	21.99	13.31
竣工面积	24	7.68	0.00
在建面积	42	60.25	60.25
平均开发成本	18108	10696	10696
平均销售价格	37141	30000	30000
销售面积	4.4	0.97	0.03
预售金额	17	3.00	0.34
确认收入	45.55	1.42	0.37

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司在建房地产项目总投资 376.61 亿元，按照项目投资比例分摊公司未来尚需投资 53.32 亿元，投资压力较大。

表18　截至2021年3月底公司在建房地产情况

（单位：%、亿元）

地块名称	公司项目出资比例	总投资	已投资	尚需投资
桃源项目	40.00	22.25	9.82	12.42
春和云镜	24.50	41.29	29.89	11.40
地铁绿城杨柳郡	49.00	95.00	94.00	0.00
星宝地	25.00	92.42	41.86	50.57
牛田项目	30.00	40.13	15.08	25.05
丁桥项目	30.00	15.25	5.32	9.93
杭政储出（2018）62 号地块商务兼容商业用房项目	100.00	31.02	14.46	16.56
杭政储出（2019）63 号地块商业商务兼容教育、轨道交通用房项目	100.00	2.46	1.40	1.06
姑娘桥停车场上盖项目	34.30	36.79	22.78	14.01
合计	--	**376.61**	**234.61**	**141.00**

注：尚需投资未来按照出资比例进行出资

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司将聚焦于地铁线路建设和运营，逐步形成杭州市大线路运营态势，并进一步通过 TOD 开发引领城市发展，促进城市能级更新，提供集生活、购物、娱乐、办公乃至教育等多样化于一体的地铁生活圈。此外，公司还将同步开展土地开发整理、上盖物业以及工程测绘、抢险等业务，对公司地铁建设和运营业务形成有效支撑。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2021年一季度财务报告未经审计。

截至2021年3月底，公司合并范围内共有一级子公司7家，其中2020年新设4家子公司，减少2家子公司，2021年一季度减少2家子公司。新设和减少子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响较小。

2. 资产质量

跟踪期内，随着地铁项目建设的持续推进，公司资产规模大幅增长；资产构成仍以固定资产和在建工程为主，地铁运营亏损加大。总体来看，公司资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额较 2019 年底增长 22.88%，资产构成仍以非流动资产为主。

表 19　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	144.57	8.07	95.55	4.34	96.10	4.14
其他应收款	112.19	6.26	81.17	3.69	53.99	2.33
存货	56.91	3.18	64.56	2.93	75.68	3.26
流动资产	**316.04**	**17.65**	**244.81**	**11.13**	**232.01**	**10.00**
长期股权投资	23.94	1.34	27.89	1.27	24.80	1.07
投资性房地产	8.11	0.45	11.05	0.50	11.07	0.48
固定资产	512.97	28.65	646.92	29.40	518.51	22.35
在建工程	867.35	48.44	1186.99	53.94	1434.94	61.84
其他非流动资产	58.24	3.25	78.89	3.59	95.01	4.09
非流动资产	**1474.71**	**82.35**	**1955.61**	**88.87**	**2088.35**	**90.00**
资产总额	**1790.75**	**100.00**	**2200.42**	**100.00**	**2320.36**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2020 年底，公司流动资产较 2019 年底下降 22.54%，主要来自货币资金和其他应收款的下降。公司货币资金较 2019 年底下降 33.90%，系用于地铁项目投资支出所致；货币资金主要由银行存款（占 99.96%）和其他货币资金（占 0.04%）构成；其他货币资金为受限的保函保证金。

2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底下降 27.65%，主要系房地产项目预售后收回土地出资款所致。2020 年底，公司其他应收款中的前五名余额合计占 78.66%，主要是对合作开发的房地产项目的土地出资款和代垫代建款，账龄在 1 年以内的占 28.90%，1~2 年的占 61.80%，综合账龄较短。

表 20　2020 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占比
杭州西曙置业有限公司	往来款	41.20	50.77
杭州南璟置业有限公司	往来款	7.31	9.01
杭州诺千投资管理有限公司	往来款	6.67	8.22

国网浙江省电力有限公司杭州供电公司	代垫代建款	4.96	6.12
浙江星宝地置业有限公司	往来款	3.69	4.55
合计	--	**63.84**	**78.66**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司存货较 2019 年底增长 13.45%，主要系土地开发整理业务和房地产项目持续投入所致；存货主要由开发成本（占 94.31%）、开发产品（占 3.97%）和周转材料（占 1.73%）构成，其中开发成本包括土地整理投入 9.13 亿元、房地产项目投入 51.84 亿元，开发产品则主要为已开发完成待出让的土地和待出售的房地产项目。

2020 年底，公司非流动资产较 2019 年底增长 32.61%，主要来自固定资产和在建工程的增长。公司长期股权投资较 2019 年底增长 16.50%，系新增对房地产开发项目的合营企业投资所致，长期股权投资中包括对杭州杭港地铁 5 号线有限公司的投资 17.84 亿元。投资性房地产较 2019 年底增长 36.26%，系外购的安置房项目由在建工程转入所致，投资性房地产主要包括地铁东城广场项目。固定资产较 2019 年底增长 26.11%，系杭州地铁 4 号线进入正式运营由在建工程转入所致；固定资产主要包括房屋建筑物（占 69.87%）、地铁装修工程（占 1.15%）、地铁车辆（占 8.56%）和轨道及专用设备（占 20.19%），2020 年计提折旧 12.08 亿元，累计计提折旧 37.77 亿元，房屋建筑物主要为地铁线路中的建筑物部分，固定资产成新率为 41.61%。在建工程较 2019 年底增长 36.85%，系在建地铁线路持续投入所致，其中城市轨道交通工程占 99.83%。其他非流动资产 78.89 亿元，较 2019 年底增长 35.46%，为地铁项目建设预付的工程款和材料款。

2021 年 3 月底，公司资产总额较 2020 年底增长 5.45%，主要来自地铁线路的持续投入；其他应收款较 2020 年底下降 33.48%，系收回土地垫款所致。

2020 年底，公司受限资产合计 0.35 亿元，为保函保证金，受限规模较小。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2020 年底，受益于股东资本金注入，公司所有者权益快速增长，权益稳定性好。

2020 年底，公司所有者权益 1007.15 亿元，较 2019 年底增长 20.03%，主要由实收资本（占 88.22%）和资本公积（占 7.91%）构成。

2020 年底，公司实收资本 888.50 亿元，较 2019 年底增长 25.32%，系股东注资所致；资本公积 79.65 亿元，较 2019 年底增长 4.25%，主要来自政府划拨的征迁资金。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 1002.21 亿元，较 2020 年底小幅下降 0.49%。2021 年一季度，公司收到来自股东的资本金注入 1.30 亿元，实收资本增长至 889.81 亿元。

负债

跟踪期内，公司债务规模快速增长，以长期债务为主，整体债务负担有所加重。

2020 年底，公司负债总额较 2019 年底增长 25.39%，负债构成仍以非流动负债为主。

表 21　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.00	1.89	2.25	0.19	3.00	0.23
应付账款	92.50	9.72	89.96	7.54	103.05	7.82
预收款项	34.05	3.58	35.59	2.98	35.27	2.68
其他应付款	31.08	3.27	45.83	3.84	18.64	1.41
流动负债	**186.72**	**19.62**	**180.97**	**15.17**	**163.67**	**12.42**
长期借款	665.78	69.96	858.22	71.92	1000.72	75.92
应付债券	66.31	6.97	61.38	5.14	61.34	4.65

长期应付款	31.66	3.33	91.59	7.68	91.31	6.93
非流动负债	**764.93**	**80.38**	**1012.31**	**84.83**	**1154.48**	**87.58**
负债合计	**951.65**	**100.00**	**1193.28**	**100.00**	**1318.15**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2020 年底，公司流动负债较 2019 年底下降 3.08%。短期借款较 2019 年底下降 87.50%，全部为信用借款。应付账款较 2019 年底下降 2.74%，系结算工程款和材料款所致。预收款项较 2019 年底增长 4.53%，主要为杨柳郡项目的房屋预售款。其他应付款较 2019 年底增长 47.46%，系预付工程款增长所致。

2020 年底，公司非流动负债较 2019 年底增长 32.34%。长期借款较 2019 年底增长 28.90%，包括信用借款 841.25 亿元和质押借款[6]16.97 亿元。应付债券较 2019 年底下降 7.43%，系分期偿还“14 杭地铁债/PR 杭地铁”本金所致。长期应付款较 2019 年底增加 59.93 亿元，主要系收到政府专项债资金所致，长期应付款中包括融资租赁 16.59 亿元，其余为拨付的专项债券资金，政府专项债券本息需公司自行偿付，本报告将长期应付款计入长期债务核算。

2021 年 3 月底，公司负债总额较 2020 年底增长 10.46%，主要系长期借款增长所致。其中，公司长期借款较 2020 年底增长 16.60%。

有息债务方面，2020 年底公司全部债务较 2019 年底增长 29.64%，其中短期债务占 0.22%，长期债务占 99.78%。2021 年 3 月底全部债务较 2020 年底增长 14.10%，债务结构变动不大。

表 22　公司债务构成及债务指标情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	18.00	39.04	3.00
长期债务	763.74	974.38	1153.37
全部债务	781.74	1013.43	1156.37
资产负债率	53.14	54.23	56.81
全部债务资本化比率	48.23	50.16	53.57
长期债务资本化比率	47.65	49.17	53.51

注：已将 2020 年底长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算，其他年份均未将长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务
资料来源：联合资信根据公司审计报告以及公司提供资料整理

债务指标方面，2020 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2019 年底小幅上升，2021 年 3 月底上述指标分别较 2020 年底上升 2.58 个、3.42 个和 4.33 个百分点，整体债务负担有所加重。

2021－2023 年，公司到期的债务分别为 39.04 亿元、20.82 亿元和 28.41 亿元。

4. 盈利能力

2020 年公司收入规模大幅下降，受房地产销售业务收入大幅下降和地铁运营亏损加大影响，经营出现亏损，盈利能力弱。

2020 年，受房地产销售业务收入大幅下降影响，公司营业收入同比下降 67.10%；同期，公司营业成本同比下降 31.48%；2020 年公司营业利润率由正转负，利润总额呈现亏损状态。

2020 年，公司期间费用同比增长 119.75%，主要系融资规模扩大，导致利息支出大幅增长；期间费用主要由管理费用（占 11.22%）和财务费用（占 87.63%）构成；期间费用率为 66.75%，同比上升 56.75 个百分点。

非经常性损益方面，2020 年公司其他收益同比下降 21.57%，主要为政府补贴款；投资收益 7.38 亿元，为处置子公司产生的收益。

表 23　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
营业收入	66.99	22.04	5.57
营业成本	41.28	28.28	7.59
期间费用	6.70	14.71	3.05
其他收益	3.72	2.92	1.17
投资收益	-0.64	7.38	0.30
利润总额	15.95	-11.29	-4.13
营业利润率	29.32	-29.96	-37.06
总资本收益率	1.13	0.10	--
净资产收益率	1.51	-1.15	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

[6] 质押物为地铁 1 号线签署的特许协议下的全部权益和收益

盈利指标方面，2020 年公司总资本收益率同比下降 1.03 个百分点；净资产收益率由正转负。

2021 年 1－3 月，公司营业收入完成 2020 年全年的 25.25%，利润总额持续为负。

5. 现金流分析

2020 年，受往来款流入增长影响，公司经营活动现金流转为净流入，投资活动现金流持为净流出且净流出规模大幅扩大。未来随着地铁项目建设的持续推进，公司对外部融资依赖性强。

经营活动方面，2020 年公司经营活动现金流入同比增长 73.79%，其中销售商品提供劳务收到的现金 25.75 亿元，同比下降 36.55%，主要系房地产项目销售金额下降所致；收到其他与经营活动有关的现金 66.34 亿元，同比增长 158.39%，主要是房地产项目形成的往来款。同期，公司经营活动现金流出同比下降 49.20%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 28.40 亿元，同比下降 25.41%，主要为土地开发整理和房地产项目投入；支付其他与经营活动有关的现金 5.23 亿元，同比下降 89.81%，主要为往来款（多为土地购置款）等款项。2020 年，公司现金收入比大幅上升。公司经营活动现金流量净额由负转正。

投资活动方面，2020 年公司投资活动现金流入大幅增长至 7.25 亿元，其中公司处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 3.96 亿元，系处置杭州元樟置业有限公司和杭州元越置业有限公司收到的现金；收到其他与投资活动有关的现金 3.22 亿元，同比增长 45.50%，为公司存款利息收入。同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金 492.73 亿元，同比增长 31.69%，为地铁项目建设投入。2020 年，公司投资活动现金流净流出规模大幅扩大。

表 24　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	66.34	115.29	36.84
经营活动现金流出小计	98.25	49.91	33.37
经营活动现金流量净额	**-31.91**	**65.38**	**3.46**
投资活动现金流量净额	**-378.25**	**-486.25**	**-137.20**
筹资活动现金流量净额	**418.83**	**371.85**	**134.29**
现金收入比	**60.59**	**116.84**	**108.66**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

筹资活动方面，2020 年公司筹资活动现金流入 456.27 亿元，同比下降 4.96%；其中吸收投资收到的现金 179.49 亿元，为股东的货币注资；取得借款收到的现金 273.35 亿元，同比增长 12.41%。同期，公司筹资活动现金流出 84.42 亿元，同比增长 37.84%，主要为偿还债务本息支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金流量净额同比下降 11.22%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为 3.46 亿元；投资活动现金流量净额为 -137.20 亿元；筹资活动现金流量净额为 134.29 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标强，长期偿债能力指标较弱；考虑到公司是杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，持续获得政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底公司流动比率和速动比率均有所下降，分别较 2019 年底下降 33.98 个和 39.18 个百分点；受 2020 年底将长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算影响，公司现金短期债务比有所下降。2021 年 3 月底，公司流动比率和现金短期债务比有所增长，速动比率有所下降。总体看，公司短期偿债能力指标强。

表 25　公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	169.26	135.28	141.75
速动比率	138.78	99.60	95.51
现金短期债务比	8.03	2.45	32.03
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	1.10	0.44	--
全部债务/EBITDA	27.17	67.60	--

注：已将 2020 年底长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 14.99 亿元，同比下降 47.90%；全部债务/EBITDA 增长至 67.60 倍；EBITDA 利息倍数下降至 0.44 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2020 年底，公司对外担保余额为 11.29 亿元，担保比率为 1.12%，被担保企业全部为国有企业，均未设置反担保措施。总体来看，公司或有负债风险可控。

表 26　2020 年底公司对外担保情况

（单位：亿元、%）

项目	担保余额	担保期限
杭州奥体博览中心建设投资有限公司	10.29	2015/9/29－2030/9/28
杭州钱塘新区城市发展集团有限公司	1.00	2018/3/28－2021/6/23
合计	**11.29**	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 2069.69 亿元，已使用 1005.78 亿元，尚未使用 1063.91 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由本部负责，母公司资产结构、债务负担、盈利能力与合并口径基本一致。

2020 年底，母公司资产总额 2103.77 亿元，较 2019 年底增长 24.76%，其中流动资产占 9.37%，非流动资产占 90.63%。

2020 年底，母公司所有者权益 980.12 亿元，较 2019 年底增长 21.14%，其中实收资本占 90.65%、资本公积占 8.13%。

2020 年底，母公司负债总额 1123.65 亿元，较 2019 年底增长 28.10%，资产负债率为 53.41%，较 2019 年底上升 1.39 个百分点；同期，公司全部债务合计 994.22 亿元，较 2019 年底增长 30.24%，全部债务资本化比率为 50.36%，较 2019 年底上升 1.81 个百分点。

2020 年，母公司实现营业收入 13.12 亿元，利润总额-11.66 亿元。

2021 年 3 月底，母公司资产总额 2221.76 亿元，所有者权益 979.50 亿元；2021 年 1－3 月，母公司实现营业收入 2.57 亿元，利润总额 -3.74 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，公司存续债券余额 61.50亿元。“14杭地铁债/PR杭地铁”设置分期偿还条款，公司2021年到期债券金额合计 27.50亿元，为待偿债券本金峰值。2021年3月底，公司现金类资产为96.10亿元，对2021年到期债券的保障能力强。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为115.29亿元、65.38亿元和14.99亿元，经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对待偿债券峰值的保障能力强。

表 27　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

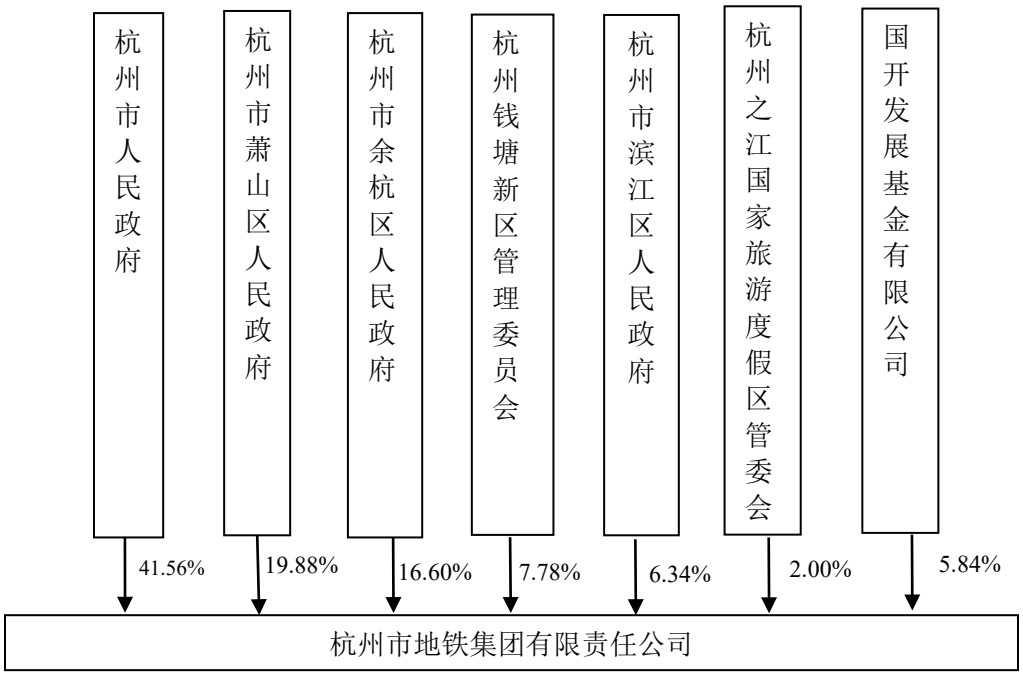
项目	指标
2021 年到期债券余额（待偿债券本金峰值）	27.50
2021 年 3 月底现金类资产/2021 年到期债券余额	3.49
2020 年经营活动现金流入/待偿债券本金峰值	4.19
2020 年经营活动现金流量净额/待偿债券本金峰值	2.38
2020 年 EBITDA/待偿债券本金峰值	0.55

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、结论

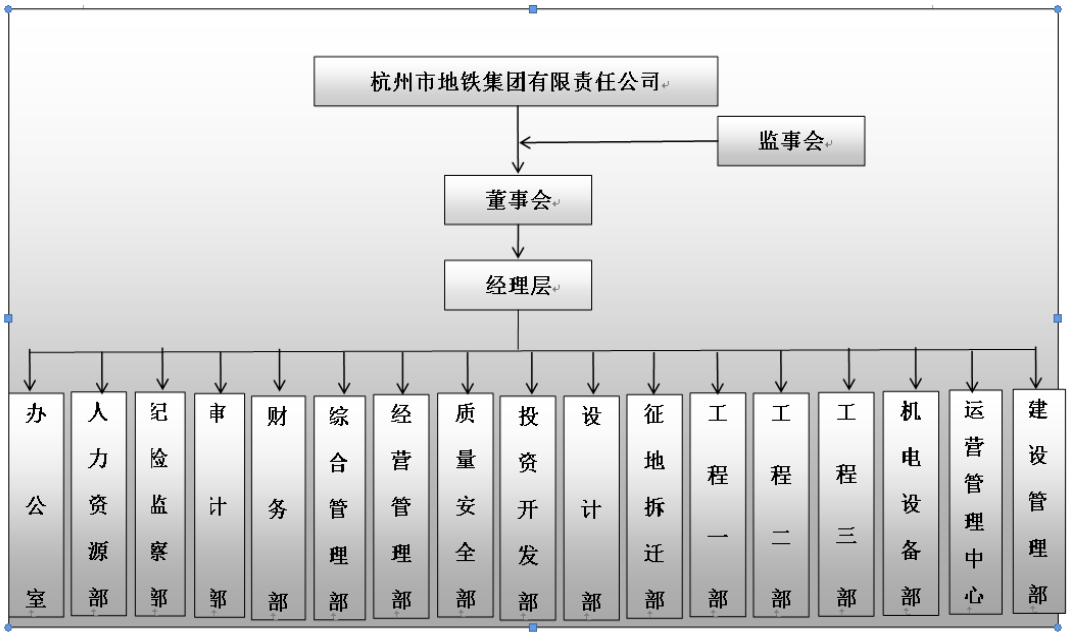
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“14杭地铁债/PR杭地铁”“16杭州地铁MTN001”“16杭州地铁MTN002”和“18杭州地铁MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司合并范围内一级子公司

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
杭州地铁一号线投资有限公司	232140.00	100.00	轨道交通工程投资、管理
杭州市地铁开发有限公司	10000.00	100.00	房地产开发，商业运营
杭州铁安工程有限公司	1600.00	100.00	轨道交通工程测绘
杭州地铁资产经营管理有限公司	5000.00	100.00	资产管理
杭州地铁商业经营管理有限公司	5000.00	100.00	商务服务
杭州西誉置业有限公司	5000.00	66.00	房地产开发
杭州杭港地铁有限公司	454000.00	51.00	交通运输

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	135.91	144.57	95.55	96.10
资产总额（亿元）	1319.23	1790.75	2200.42	2320.36
所有者权益（亿元）	591.54	839.10	1007.15	1002.21
短期债务（亿元）	0.00	18.00	39.04	3.00
长期债务（亿元）	565.66	763.74	974.39	1153.37
全部债务（亿元）	565.66	781.74	1013.43	1156.37
营业收入（亿元）	48.40	66.99	22.04	5.57
利润总额（亿元）	9.53	15.95	-11.29	-4.13
EBITDA（亿元）	19.07	28.77	14.99	--
经营性净现金流（亿元）	16.58	-31.91	65.38	3.46
财务指标				
销售债权周转次数（次）	49.66	52.25	21.82	--
存货周转次数（次）	0.70	0.82	0.47	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.01	--
现金收入比（%）	72.73	60.59	116.84	108.66
营业利润率（%）	22.40	29.32	-29.96	-37.06
总资本收益率（%）	0.97	1.13	0.10	--
净资产收益率（%）	1.21	1.51	-1.15	--
长期债务资本化比率（%）	48.88	47.65	49.17	53.51
全部债务资本化比率（%）	48.88	48.23	50.16	53.57
资产负债率（%）	55.16	53.14	54.23	56.81
流动比率（%）	158.40	169.26	135.28	141.75
速动比率（%）	130.91	138.78	99.60	95.51
经营现金流动负债比（%）	10.32	-17.09	36.13	--
现金短期债务比（倍）	*	8.03	2.45	32.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.09	1.10	0.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.66	27.17	67.60	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算；3. 已将 2020 年底长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算，其他年份长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务均未调整至短期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	121.07	126.91	77.66	83.32
资产总额（亿元）	1200.03	1686.24	2103.77	2221.76
所有者权益（亿元）	571.91	809.05	980.12	979.50
短期债务（亿元）	0.00	18.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	544.18	745.38	994.22	1136.41
全部债务（亿元）	544.18	763.38	994.22	1136.41
营业收入（亿元）	4.49	10.24	13.12	2.57
利润总额（亿元）	0.56	0.23	-11.66	-3.74
EBITDA（亿元）	/	/	8.59	--
经营性净现金流（亿元）	35.65	2.60	61.16	8.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.87	2.77	3.59	--
存货周转次数（次）	0.44	0.42	0.79	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	130.66	102.43	103.92	128.28
营业利润率（%）	52.38	47.65	-31.29	-54.37
总资本收益率（%）	0.29	0.29	0.05	--
净资产收益率（%）	0.10	0.03	-1.19	--
长期债务资本化比率（%）	48.76	47.95	50.36	53.71
全部债务资本化比率（%）	48.76	48.55	50.36	53.71
资产负债率（%）	52.34	52.02	53.41	55.91
流动比率（%）	226.15	198.51	152.37	170.06
速动比率（%）	219.00	183.77	133.49	145.84
经营现金流动负债比（%）	42.47	1.98	47.25	--
现金短期债务比（倍）	*	7.05	*	*
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	0.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	115.69	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算；3. 2018 年和 2019 年未提供母公司本部折旧、摊销额等数据，相关指标无法计算；3.上表中长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务均未调整至短期债务

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100% (2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。