

信用等级公告

联合[2014] 193 号

联合资信评估有限公司通过对杭州市地铁集团有限责任公司及其拟发行的 2014 年度 50 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

杭州市地铁集团有限责任公司

主体长期信用等级为

AAA

杭州市地铁集团有限责任公司

2014 年度 50 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年八月二十一日



杭州市地铁集团有限责任公司

2014 年度 50 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 50 亿元

本期债券期限: 10 年

偿还方式: 按年付息, 分次还本

发行目的: 用于项目建设

评级时间: 2014 年 8 月 21 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	232.69	348.36	423.33
所有者权益(亿元)	160.22	211.24	257.32
长期债务(亿元)	56.25	120.58	147.55
全部债务(亿元)	66.24	127.58	155.55
营业收入(亿元)	1.45	6.83	5.57
利润总额(亿元)	1.23	5.77	4.20
EBITDA(亿元)	1.23	5.77	4.22
经营性净现金流(亿元)	-7.51	-12.10	-3.84
营业利润率(%)	84.45	84.44	76.92
净资产收益率(%)	0.77	2.73	1.63
资产负债率(%)	31.14	39.36	39.22
全部债务资本化比率(%)	29.25	37.65	37.68
流动比率(%)	255.50	488.11	535.07
全部债务/EBITDA(倍)	53.95	22.11	36.85
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.02	0.12	0.08

注: 计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中, 已将融资租赁款纳入长期债务和全部债务中核算。

分析师

闫昱州 田英 焦洁

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对杭州市地铁集团有限责任公司(以下简称“杭州地铁”或“公司”)的评级反映了公司作为杭州市地铁项目投资建设及运营管理的主体, 在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位, 以及政府支持力度大等方面的优势。联合资信同时关注到地铁项目建设周期长、投资额大, 具有较强公益性特征; 目前公司地铁运营线路少, 尚未形成路网效应, 收入规模较小等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力, 但杭州市财政实力强, 政府对公司的持续资本金支持和政府对地铁运营偿债的运营补亏承诺对地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障; 随着公司地铁线路逐步建成运营, 公司整体收入规模和盈利能力有望进一步增长, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置分期还本条款, 有效降低了本金集中偿付压力; 公司拟以本期债券募投项目的未来收益作为主要偿债资金来源, 收益在时间及金额方面能满足本期债券还本付息的要求; 结合公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 杭州市经济持续增长、财政实力强, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是杭州市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体, 具有区域垄断地位。
3. 杭州市政府通过项目资本金注入、土地成本返还和运营补亏承诺等方式提升了轨道交通

通建设及偿债资金的保障程度。

4. 本期债券设置分期还本条款,有效降低了本金集中偿付压力;募投项目的未来收益能够满足本期债券还本付息的要求。

关注

1. 杭州市地铁路网尚未形成规模,单位运营成本较高,公司收入主要为土地开发整理业务收入。公司现有收入利润规模小,形成规模效益之前,公司债务本息偿付有赖于政府的进一步支持。
2. 地铁项目建设周期长,投资规模大,伴随着杭州市轨道交通整体规划的快速推进,公司未来资本支出金额较大,面临一定资金压力。
3. 本期公司债券发行额度大,对公司整体债务规模影响大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与杭州市地铁集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与杭州市地铁集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因杭州市地铁集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由杭州市地铁集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、杭州市地铁集团有限责任公司 2014 年度 50 亿元公司债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“杭州地铁”或“公司”）系于 2002 年经杭州市人民政府成立的国有轨道交通客运企业。2002 年 7 月，中国共产党杭州市委员会（以下简称“杭州市委”）、杭州市人民政府出具《关于组建杭州市地铁集团有限责任公司的通知》（市委发〔2002〕31 号）的文件，同意成立杭州市地铁集团有限责任公司，由杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府和杭州市余杭区人民政府共同出资组建，初始注册资本为人民币 1.01 亿元。后经多次增资，截至 2013 年底，公司共收到政府拨付资本金 223.55 亿元（即实收资本），其中 100.91 亿元已经验资（即注册资本），剩余金额暂挂实收资本科目。公司于 2014 年 3 月 10 日完成工商变更，变更后公司注册资本为 223.55 亿元。注册资本中，杭州市人民政府出资人民币 118.08 亿元，占注册资本的 52.820%；杭州市萧山区人民政府出资人民币 40.98 亿元，占注册资本的 18.329%；杭州市余杭区人民政府出资人民币 17.63 亿元，占注册资本的 7.887%；杭州市滨江区人民政府出资人民币 11.65 亿元，占注册资本的 5.211%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币 14.25 亿元，占注册资本的 6.375%；杭州市钱江新城建设管理委员会出资人民币 20.96 亿元，占注册资本的 9.378%。公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

公司经营范围：轨道交通建设、营运与管理，房屋拆迁服务（凭资质经营），货物及技术进出口（法律、行政法规禁止的项目除外，法律、行政法规限制的项目取得许可后方可经营），建筑工程机械与设备租赁；房屋出租，国内广告设计、制作、代理、发布。含下属分支机构的经营范围。（上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目。）

截至 2013 年底，公司本部设办公室、人力资源部、财务部、监察审计部、综合管理部、

经营管理部、质量安全部、投资开发部、设计部、征地拆迁部、工程一部、工程二部和机电设备部 13 个职能部门。公司下设全资子公司 2 个，分别为：杭州市地铁置业有限公司（以下简称“地铁置业”）和杭州地铁一号线投资有限公司（以下简称“一号线投资公司”）；控股子公司 2 个：杭州杭港地铁有限公司（以下简称“杭港地铁”），持股比例 51%；杭州地铁武林置业有限公司（以下简称“武林置业”），持股比例 55%。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 423.33 亿元，所有者权益 257.32 亿元；2013 年公司实现营业收入 5.57 亿元，利润总额 4.20 亿元。

公司住所：杭州市下城区庆春路 90 号 14 层；法定代表人：邵剑明。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 50 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 10 年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3、4、5、6、7、8、9、10 个计息年度末分别按照债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本期债券募集资金拟全部用于杭州市地铁 2 号线一期工程。

本期债券无担保。

2. 本期债券募投项目情况

本期债券募集资金 50 亿元拟全部用于杭州市地铁 2 号线一期工程，占项目总投资的 29.50%。

①项目概况

该项目起于丰潭路站，经文新路、文二路、莫干山路、环城西路、凤起路、环城东路、庆

春东路、钱塘江、钱江世纪城、市心北路、市心中路、市心南路，至朝阳村接蜀山车辆段。该项目线路全长 30.488 公里，全部为地下线，共设 24 座车站。

该工程运营采用大小交路套跑运行，线路通过能力不小于 30 对/小时，系统设计规模（运输能力）不小于 3.73 万人次/小时。初期配车数 27 列/162 辆。

②项目审批情况

该项目已经国家发改委《国家发展改革委关于杭州市地铁 2 号线一期工程可行性研究报告的批复》（发改投资〔2008〕1152 号）以及浙江发改委《关于杭州市地铁 2 号线一期工程初步设计的批复》（浙发改设计〔2008〕72 号）批准。根据《关于杭州市地铁 2 号线一期工程初步设计的批复》（浙发改设计〔2008〕72 号），该项目总投资为 169.5 亿元。根据国家发展和改革委员会出具的《国家发展改革委关于杭州市地铁 2 号线一期工程可行性研究报告的批复》（发改投资〔2008〕1152 号），杭州地铁 2 号线一期工程项目资本金占总投资的 55%，由政府出资。

③项目进度情况

该项目已于 2008 年 9 月开工。截至 2013 年底，该项目东南段已完成全部 13 座车站的主体结构和附属结构建设，并实现全线“电通”，累计完成投资 93.21 亿元。该项目东南段目前正开展车站装修、机电安装和景观施工，预计将于 2014 年底建成通车。该项目西北段 9 座主要站点已于 2013 年 12 月全面开工建设，计划于 2018 年建成通车。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极

影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币

政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10月25日,贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。其中,A股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803亿元,增加710亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元,增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2月26日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调

控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财金【2013】2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑

战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概述

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨交通、磁悬浮线路等。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，能够有效解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，具有良好的社会效益。

(1) 行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志，自 1998 年以来，中国城市规模快速扩大，城市化水平每年都保持 1.3~2.2% 的速度增长，2012 年底已经达到 52.57%，到本世纪中叶，城镇化率将达到 70%。城市化的发展使城市人口越来越多，目前，中国 100 万人口以上的大城市已发展到 34 个，50~100 万人口之间的大城市也达到 43 个，预计到 2020 年城镇人口将超过 11 亿。

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004 年与 2000 年前相比，公共交通承担的运量从 35% 下降到 26.5%；小轿车承担的运量从 6% 上升到 23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道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。

“十一五”期间，中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划，国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截至 2013 年底，中国已有北京、上海、广州、重庆、南京、武汉、深圳、成都、西安等 20 座城市先后建成并开通运营了 84 条城市轨道交通线，运营里程 2502.08 公里。

轨道交通建设方面，2012 年，深圳、青岛、成都、长春等 7 个城市新开工轨道交通线路共计 11 条段，里程 252 公里，车站 167 座。截至 2012 年底，全国共计有 28 个城市继续建设轨道交通线路工程，续建线路共计 63 条段，里程 1399 公里，车站 970 座，截至 2013 年底有 24 个城市新开工轨道交通线路，规模达 40 余条段、846 公里。

规划项目获批方面，2012 年获得国家与有关部门批准建设的轨道交通工程线路共计 14 条段，批复建设里程共计 419.69 公里、车站 308 座，批准投资共计 2650.19 亿元。根据国家“十二五”规划，将实施公共交通优先发展战略，大力发展城市公共交通系统，提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。目前中国内地共有 39 座城市得到了国家批准，计划至 2015 年前后规划建设 96 条轨道交通线路，建设线路总长 2500 多公里，总投资超过 1 万亿元。对于城市轨道交通而言，面临着新的发展形势和要求，大力发展轨道交通势在必行，这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。到 2020 年，中国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里，保守投入预计将达 3 万亿元。2050 年规划的线路将增加至 289 条，总里程数达 11700 公里。未来 30 年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

（2）行业竞争概况

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。由于各地城市轨道交通需要先制定规划，上报国家发改委批准，因此，国家发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

（3）轨道交通相关行业分析

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和社会效益。据测算，轨道交通建设投资对 GDP 的直接贡献为 1: 2.63，加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

地产业

在影响城市土地价格诸多因素中，轨道交通对地价的提升最为明显，远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业

与非沿线住宅物业的差价一般在 25% 甚至更多。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。同样的轨道交通车站周边商业区聚集的大量人流，也会为轨道交通创造客流和票款收入。

2. 各地区轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额巨大的经济特性，且投资回收期比较长。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。在项目资金的筹集上，一般由政府投入部分资本金，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、发债等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。目前，国内几个主要城市的地铁投融资模式如表 1 所示：

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

	投资主体及背景	投融资模式	投融资模式特点
广州	广州地铁总公司，广州市政府 100% 持股。	全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金，其中政府投入占轨道交通总投入资金的 60%，其余是商业银行贷款。	广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决，投融资模式单一，财政压力较大。

上海	上海申通集团有限公司，股东为上海市久事公司（控股 66.45%）和上海市城市建设投资开发总公司（持股 33.55%）。	直接投资开发，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。	基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。
北京	北京市基础设施投资有限公司，投资建设除四号线以外的地铁项目。	主要采用政府投入资本金，企业进行对外融资的模式，但北京地铁奥运支线采用 BT 模式。	BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。
	北京京港地铁有限公司，北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基础设施投资有限公司占 2%。投资建设北京 4 号线地铁。	PPP（public—private—partnership）模式，即公共部门与私人企业合作模式，北京地铁 4 号线是国内地铁建设中首个以 PPP 模式进行合作投资的项目，由京港地铁建设，并获得 30 年的特许经营权，在 30 年的特许经营期内负责 4 号线运营和管理，在特许经营期结束后，将项目设施完好、无偿移交给北京市政府。	PPP 模式下，项目经营的直接收益和通过政府扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。

资料来源：公开信息整理

上表中列示了中国主要城市地铁建设的投融资模式，其中按照由上至下的顺序，其投融资的灵活性和多样性逐步提高，而集中、单一的特点则逐步降低。目前，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，其来源仍将是政府投资和银行贷款。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，城市轨道交通项目靠项目自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

3. 行业关注

（1）规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40% 的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着巴黎 70% 以上的客流运输任务，平均每天运载乘客 450 万人次，而中国这一指标不超过 15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其

主要原因就是地铁未形成有效的规模。

（2）价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

（3）地铁设备国产化程度不够，总体技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

4. 行业发展

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展,2010~2020 年将是中国城市交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水平提高、机动化发展加速的环境下,公共交通运输压力日益增大,轨道交通需求空间巨大。

目前,中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市,其城市化水平均在不断提高,总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态,但需求增长较平稳,而供给将呈爆发式增长趋势,供给缺口将逐步被弥补,在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

从行业投资体制和运营模式上来看,轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化,有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制,同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营,实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争。

在产品价格方面,政府将从社会的角度出发,将轨道交通确定为公共产品,对其价格进行控制和调整,各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式,大幅度减轻地面交通运输压力,缓解城市交通拥堵,改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失,具有较大的社会效益,而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业,不追求经济效益,因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势,未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

5. 杭州市轨道交通发展

近年来,随着杭州市经济的发展,城市建设也不断加快。杭州地铁1号线于2007年3月28日开工建设,2012年11月24日建成通车,地铁1号线全长48公里(不含下沙延伸段),设车站

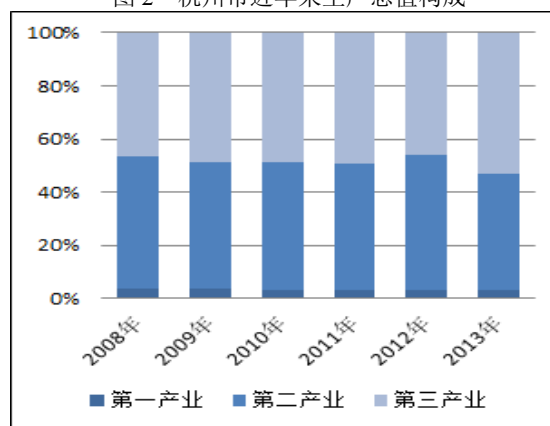
31座,其中高架站3座,是国内首条开通线路中最长的地铁线路。地铁2号线一期工程已于2008年9月开工,该项目东南段预计将于2014年底建成通车。该项目西北段已于2013年12月全面开工建设,计划于2018年建成通车。

根据《杭州市城市轨道交通近期建设规划(2013-2019)》,杭州新的轨道交通结构为“放射型”的网络结构,规划轨道线路总长 561.8 公里,由 13 条线路组成,设换乘站 79 座,其中中心城区线路长 315 公里、线网密度 0.31 公里/平方公里。线网中,干线 6 条,快线 4 条,加密线 3 条。预计 2020 年,杭州市区公共交通占机动化出行量比例为 50.7%,轨道交通占交通出行量比例为 33.5%。总体看,杭州市轨道交通对杭州市经济发展重要性突出。

6. 区域经济环境

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,也是国家历史文化名城和重要的风景旅游城市。杭州市经济一直保持快速发展,全市生产总值连续18年实现两位数增长。

图2 杭州市近年来生产总值构成

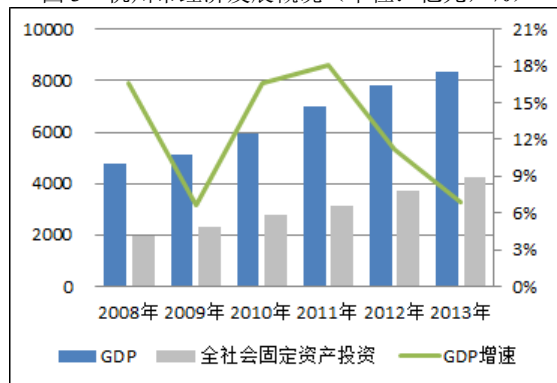


资料来源: 杭州市统计局

根据 2013 年杭州市国民经济和社会发展统计公报数据,2013 年杭州市实现地区生产总值(GDP) 8343.52 亿元,按可比价格计算,比上年增长 8.0%。其中:第一产业增加值 265.42 亿元,第二产业增加值 3661.98 亿元,第三产业增加值 4416.12 亿元,分别增长 1.5%、

7.4%和 9.0%。三次产业结构由上年的 3.3 : 45.8 : 50.9 调整为 2013 年的 3.2 : 43.9 : 52.9。2013 年, 全市按常住人口计算的人均 GDP 达到 94566 元, 增长 7.4%。

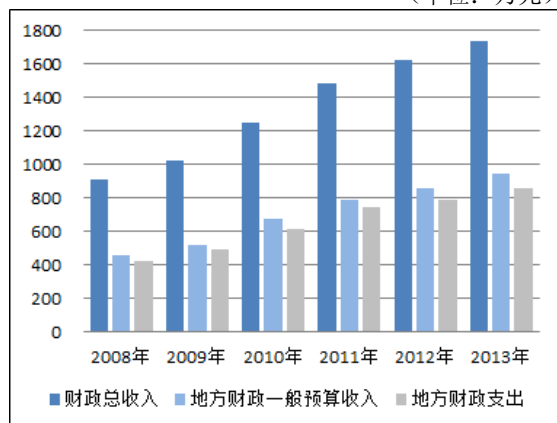
图3 杭州市经济发展概况(单位: 亿元, %)



资料来源: 杭州市统计局

近年来, 杭州市重视加快城市基础设施建设投资, 全社会固定资产投资增幅明显, 2013 年, 杭州市全年完成固定资产投资 4263.87 亿元, 比上年增长 14.5%, 其中城市基础设施建设投资 852.47 亿元, 增长 9.5%。从产业投向看, 第一产业投资 8.40 亿元, 增长 96.9%; 第二产业投资 912.53 亿元, 增长 7.0%, 其中工业投资 910.46 亿元, 增长 6.9%; 第三产业投资 3342.94 亿元, 增长 16.7%。

图4 2008~2013 年杭州市财政收入、支出情况
(单位: 万元)



资料来源: 杭州市统计局

2008~2013年, 杭州市GDP总量持续快速增长, 财政收入也保持同步增长。2013年, 杭州市地方财力持续增强, 全年完成财政总收入 1734.98亿元, 比上年增长6.6%, 其中地方财政

一般预算收入945.20亿元, 增长9.9%; 全年地方财政支出855.74亿元, 比上年增长8.8%。

总体看, 杭州市作为浙江省的经济强市, 经济发展势头良好, 财政实力较强。杭州市地方财政收入的稳定增长为公司提供稳定的财政资金来源。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底, 公司共收到政府拨付资本金 223.55 亿元, 其中 100.91 亿元已经验资, 剩余金额暂挂实收资本科目。公司于 2014 年 3 月 10 日完成工商变更, 变更后公司注册资本为 223.55 亿元。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、杭州市经济技术开发区管理委员会和杭州市钱江新城建设管理委员会, 分别持有公司 52.820%、18.329%、7.887%、5.211%、6.375%和 9.378%的股份。杭州市人民政府是公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司是杭州市轨道交通工程建设、营运、管理及其他轨道交通空间资源开发领域唯一的实施主体, 核心业务涵盖地铁建设、运营、地铁沿线的土地开发整理以及物业开发。

目前, 公司正运营杭州市地铁 1 号线, 地铁 1 号线是杭州市乃至浙江省首条地铁线路, 该项目于 2007 年 3 月 28 日开工建设, 2012 年 11 月 24 日开始试运营。根据《杭州市轨道交通线网规划(修编)》, 地铁 1 号线为连接中心城核心区与江南、临平、下沙副城中心区的骨干线。地铁 1 号线全长 53 公里, 其中地铁 1 号线(不含下沙延伸段) 48 公里, 北起临平街道世纪大道站(余杭支线), 东起杭州经济技术开发区(下沙)文泽路站(下沙支线), 南抵萧山区湘湖站, 贯穿临平副城、下沙副城、江南副城和杭州市中心城区。地铁 1 号线(不含下沙延伸段)共设车站 31 座(地下站 28 座,

高架站 3 座), 车辆基地 7 座, 两次穿越钱塘江、四次越过京杭大运河。地铁 1 号线全线有自动售票机 258 台, 闸机 576 台, 信息查询机 62 个, 扶手电梯 299 台, 垂直电梯 62 台。此外, 杭州市地铁 1 号线为全球第一条覆盖有 4G 网络的地铁线路。地铁 2 号线一期工程已于 2008 年 9 月开工, 项目总投资 169.5 亿元。截至 2013 年底, 该项目东南段已完成全部 13 座车站的主体结构和附属结构建设, 并实现全线“电通”, 累计完成投资 93.21 亿元。

根据《杭州市轨道交通线网规划(修编)》, 公司 2013-2019 年计划建设 2 号线二期工程、4 号线一期工程、5 号线一期工程、6 号线一期工程共四个项目, 全长约 106.6 公里, 到 2019 年将形成 5 条运营线路、总长 190 公里的轨道交通基本网络。

3. 人员素质

公司董事长邵剑明先生, 1964 年出生, 中共党员, 研究生学历。曾任浙江省台州工业学校教师, 杭州市自来水总公司助理工程师、祥符水厂副厂长、党委委员、副总经理, 杭州市西区水厂建设指挥部副指挥, 杭州市七格污水处理厂工程建设指挥部副指挥, 杭州市运河污染综合整治指挥部总指挥, 杭州市京杭运河(杭州段)综合整治和保护开发指挥部(杭州市运河综合保护开发建设集团有限公司)副总指挥、董事、副总经理, 杭州经济技术开发区(浙江杭州出口加工区)管委会副主任, 杭州市城乡建设委员会副主任, 杭州市地铁集团有限责任公司总经理。现任公司董事长、财务负责人。

公司总经理朱少杰先生, 1966 年出生, 中共党员, 本科学历。曾任杭州市自来水公司扩建指挥部职工, 杭州市市政工程建设处副处长, 杭州市城市基础设施开发总公司党委委员、副总经理, 杭州市七格污水处理厂建设指挥部副指挥, 杭州市城市建设发展公司总经理, 杭州市城市建设资产经营有限公司投资发

展部经理, 杭州城市创业投资有限公司董事、总经理, 杭州市城市建设投资集团有限公司董事、总工程师, 杭州市城乡建设委员会副主任。现任公司副董事长、总经理。

截至 2013 年底, 公司员工总数 259 人。按学历分, 拥有本科及以上学历的 239 人(占 92.28%), 大专学历的 11 人(占 4.25%), 大专以下学历的 9 人(占 3.47%); 按年龄划分, 30~50 岁的占 79.15%, 30 岁以下的占 15.06%, 50 岁以上的占 5.79%; 按拥有的职称分, 拥有高级职称的 93 人, 中级职称的 89 人, 初级职称的 52 人。

总体来看, 公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验; 在职人员专业职称、学历水平较高, 能够满足日常工作需要。

4. 外部支持

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征, 且建设投资额大, 加之票价由政府制定, 因此投入运营后通常都会亏损, 以上因素决定政府需要通过相应的机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。

公司作为杭州轨道交通建设和运营的唯一主体, 得到了杭州市政府在资本金注入、政策上的大力支持。

(1) 资本金注入

根据杭州市人民政府杭政函[2006]165 号文, 市政府批复杭州市轨道交通工程一期总投资额 349.36 亿元(主要包括 1 号线和 2 号线一期), 资本金比例为 55%, 确定了以市区(管委会)共担为原则, 明确了出资主体, 并要求出资主体将项目资本金列入本级财政预算, 优先保障地铁建设资金及时足额到位。同时由市财政局设立“地铁资金专户”专项用于集中出资主体筹措的资本金, 并拨付公司。

根据杭州市人民政府出具的《关于杭州地铁 4 号线一期工程项目资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺函》文件, 杭州地铁 4 号线一期工程项目线路全长 20.8 公里, 投资

140.19 亿元。其中，项目资本金为 56.076 亿元，占投资的 40%，由政府财政出资。

每年度，公司会根据次年预计项目建设资金需求上报资本金需求计划（包含项目资本金和项目贷款融资成本支出）。经市政府批复后，

各出资主体于次年将资金经“地铁资金专户”拨付公司。截至 2013 年底，公司共收到政府拨付资本金 223.55 亿元。近三年，公司合计收到地铁建设资本金 84.03 亿元。

表 2 2011~2013 年地铁建设资本金拨付情况（单位：万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
市财政资本金	34328.30	142500.00	261011.00
区财政资本金	158487.28	87509.50	156443.00
合计	192815.58	230009.50	417454.00

资料来源：公司提供

（2）地铁运营补贴及偿债支持

根据杭州市人民政府出具的《关于杭州地铁 1 号线项目资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺》文件，对于偿还银行贷款及运营初期亏损问题，杭州市人民政府将根据地铁 1 号线运营及第三产业经营情况给予财政补助和补贴。

根据杭州市人民政府出具的《关于杭州地铁 2 号线一期工程项目资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺》文件，对于偿还银行贷款及运营初期亏损问题，杭州市人民政府将根据地铁 2 号线一期运营及第三产业经营情况给予财政补助和补贴。

根据杭州市人民政府出具的《关于杭州地铁 4 号线一期工程项目资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺函》文件，对于偿还银行贷款及运营初期亏损问题，杭州市人民政府将根据地铁 4 号线一期运营及第三产业经营情况给予财政补助和补贴。

（3）土地开发成本返还

公司及其子公司地铁置业分别与杭州市土地储备中心签订《土地开发整理协议》，取得五个地块的土地一级开发权。土地开发完成后，通过杭州市土地储备中心拍卖、出让，其中约 45%的土地出让收入返还至公司作为公司土地开发整理业务收入。2011~2013 年公司土地开发整理业务收入分别为 1.45 亿元、6.83

亿元和 5.57 亿元，土地开发整理收益分别为 1.23 亿元、5.77 亿元和 4.28 亿元，将其开发收益用于轨道交通建设的资金平衡。综上所述，在地铁投资建设和运营业务方面，杭州市政府对公司的支持均给予了很大程度的资金支持，上述支持对公司投资建设、地铁运营和偿还债务提供了有效的保证。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，制定了公司章程。根据章程，公司治理结构如下：

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，依法行使以下职权：决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会及监事会报告、审议批准公司的年度经营预算方案、修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，董事会由 13 名董事组成，其中非职工代表 12 名，由股东委派候选人并经股东会选举产生；职工代表 1 名，由公司职工代表大会经民主选举产生。截至 2013 年底，公司董事实际到位 11 名，其中非职工代表 10 名，职工代表 1 名。董事会设董事长 1 名，由股东委派并经董事会选举产生。董事会负责执行股东大会的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度经营预算决算等事项。董事任期每届三年，任届期满，连选可以连任。

公司设总经理，总经理对董事会负责，行使以下职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案，制定公司的具体规章等。

公司设监事会，监事会由11名监事组成，其中7名监事由股东推荐候选人并经股东会选举产生；另外4名为职工监事，由公司职工代表大会经民主选举产生。截至2013年底，公司监事实际到位5人，其中非职工监事3人，职工监事2人。监事任期每届三年，被连续委派或连续当选可以连任。监事会行使对董事、高级管理人员履职行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

2. 管理水平

公司本部设办公室、人力资源部、财务部、监察审计部、综合管理部、经营管理部、质量安全部、投资开发部、设计部、征地拆迁部、工程一部、工程二部和机电设备部 13 个职能部门，能够满足日常管理的需要。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度。

(1) 财务管理

公司实行统一领导、分级管理的内部财务管理体制。公司和各子公司、分公司均设立财务部门，配备专职财务人员，各级财务部门应完善岗位设置，完善内部控制体系。公司财务部是财务管理的职能部门，负责财务正常运行和管理的具体工作，主要包括以下内容：负责建立、健全公司财务管理体系，对下属财务机构的财务工作进行规范、指导和监督；负责组织编制公司财务预算，检查预算执行情况并进行分析；负责组织联络及配合外部单位进行财务审计工作，组织开展对下属公司的内部审计工作，监督检查各部门及下属公司的资金使用情况；参与公司战略、重大投资、融资、并购、资产重组、分立等经济活动的评估与决策；参与公司经营决策，对经济活动进行财务分析，

提出合理化建议；参与对工程建设项目的投资估算、概算、预算及工程经济分析的审查和评价；组织编制公司资金计划，监督资金计划的执行，对执行情况进行分析、反馈等。

(2) 预算管理

公司财务部门为财务预算管理部门，主要负责拟订财务预算目标和财务预算办法；组织编制、审议、平衡财务预算草案；协调、解决财务预算编制和执行中的问题；督促完成财务预算目标。年度财务预算按照“上下结合、分级编制、逐级汇总、统一协调”的程序编制。若各公司、各部门在执行过程中由于情况发生重大变化致使预算的编制基础不成立，应书面阐述年度财务预算调整的原因及调整内容上报公司，经公司领导批准后，方可调整年度财务预算。

(3) 资金管理

为加强公司资金管理，公司制定《资金管理暂行办法》，确定了公司资金管理体制，对资金预算、资金筹集、使用和支付做出规范。根据公司年度资金预算，确定融资需求，落实贷款资金到位，统筹安排贷款、展期及还贷。公司及下属公司的资金由财务部统一调度管理。财务部本着安全、效益、流动的原则，审核各下属公司资金计划，并统筹协调。合同款项的支付，应严格执行财务支出的有关规定。各项款项审批程序及支付办法，按《杭州市地铁集团有限责任公司财务支出管理暂行办法》执行。

(4) 投资管理

公司对年度投资实行计划管理，为加强投资管理、规范投资行为，制定了《投资监督管理办法》，办法明确了公司投资监督管理工作的要求、部室职责、主要工作流程，并对投资监理工作考核办法等内容做出了明确规定。

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

公司作为杭州市轨道交通的建设和运营主体，主要承担杭州市轨道交通工程建设、运营、管理及其他轨道交通空间资源开发业务。

2010 年以来，公司完成九堡东站 02（C2/S3）地块，武林广场站 04 号地块，武林广场地下商城地块的土地开发整理并由杭州市土地储备中心完成出让，并于 2011-2013 年分别实现土地开发整理业务收入 1.45 亿元、6.83 亿元和 5.57 亿元。公司收入主要来自于土地开发整理业务。

2012 年公司土地开发整理业务收入为 6.83 亿元，较 2011 年大幅增长，主要由于公

司通过杭州市土地储备中心出让武林广场站 04 号地块，获得杭州市政府较高的土地出让返还款所致；2013 年公司土地开发整理业务收入为 5.57 亿元，均为以前年度出让土地的土地返还款，2013 年受杭州市土地市场疲软，杭州市政府减缓土地出让计划影响，公司未出让土地。另外，2013 年公司实现商铺租赁收入 59.14 万元。

2011~2013 年，公司主营业务毛利率分别为 84.45%、84.44%和 76.96%。2013 年，由于公司未出让土地，收入均为以前年度出让土地的土地出让返还款，且受土地整理开发成本支出的确认，毛利率较上年有所下降。

表 3 公司各业务板块收入、成本、毛利率构成情况（单位：万元，%）

项 目	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
1. 主营业务小计	14538.78	2260.79	84.45	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96
土地开发整理业务收入	14538.78	2260.79	84.45	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96
2. 其他业务收入							59.14	29.18	50.66
总计	14538.78	2260.79	84.45	68336.93	10629.95	84.44	55728.71	12857.98	76.93

资料来源：公司提供

地铁建设及运营

（1）地铁建设

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。

地铁1号线

地铁 1 号线采用 PPP 模式，引进香港铁路公司实施特许经营。根据《商务部关于同意设立杭州杭港地铁有限公司的批复》（商资批[2012]1032 号），同意公司的子公司一号线投资公司与在香港注册的港铁杭州一号线投资有限公司（以下简称“港铁公司”）在杭州市设立中外合作的杭港地铁。其中，一号线投资公司持股 51%；港铁公司持股 49%。

根据《国家发展改革委关于杭州地铁一号线特许经营项目的批复》（发改基础〔2012〕1839 号），同意将杭州地铁一号线工程（不含

1 号线下沙延伸段）分为 A、B 两部分。其中，A 部分主要包括土建工程、轨道、综合基地、控制中心、主变电站等，总投资为 137.9 亿元，占一号线总投资的 62.50%，由公司负责投资和建设，并拥有资产权；B 部分为除 A 部分以外的车辆、信号、售检票系统等机电设备，总投资 82.90 亿元，占一号线总投资的 37.50%，该部分引入社会投资建设。

杭港地铁负责杭州地铁一号线 B 部分的投资、建设和经营，在特许经营期内依法承租并获得杭州地铁一号线 A 部分设施的经营、管理和维护权，特许经营期限为 25 年。25 年特许经营期满后杭港地铁应将杭州地铁一号线全部设施无偿移交给杭州市政府。

杭州地铁 1 号线于 2007 年 3 月 28 日开工建设，2012 年 11 月 24 日建成通车，地铁 1

号线全长 48 公里（不含下沙延伸段），设车站 31 座，其中高架站 3 座，是国内首条开通线路中最长的地铁线路。

地铁 1 号线下沙延伸段总投资 21.9 亿元，线路长 5.4 公里，设文海南路站、云水站、江滨站 3 座地下车站，于 2012 年 5 月正式开工建设，截至 2013 年末，云水站主体结构已完工，文海南路站主体结构累计完成 88%，下沙江滨站主体结构累计完成 63%，计划 2014 年 9 月底前基本完成文海南路站、下沙江滨站主体结构施工。该项目计划 2015 年 12 月建成通车。

地铁 2 号线

地铁 2 号线一期工程已于 2008 年 9 月开工，项目总投资 169.5 亿元。截至 2013 年底，该项目东南段已完成全部 13 座车站的主体结构和附属结构建设，并实现全线“电通”，累计完成投资 93.21 亿元。该项目东南段目前正开展车站装修、机电安装和景观施工，预计将

于 2014 年底建成通车。该项目西北段 9 座主要站点已于 2013 年 12 月全面开工建设，计划于 2018 年建成通车。

杭州市地铁近期建设规划

2013 年 6 月，国家发改委正式批复《杭州市城市轨道交通近期建设规划(2013-2019 年)》。根据批复的建设规划，杭州市近期建设方案为建设 2 号线二期工程、4 号线一期工程，5 号线一期工程，6 号线一期工程等 4 个项目，全长 106.6 公里。到 2019 年形成 5 条运营线路、总长 190 公里的轨道交通基本网络。近期建设项目总投资为 698.91 亿元，其中资本金比例 40%，由杭州市财政资金解决。

(2) 地铁运营

公司地铁 1 号线于 2012 年 11 月开通并投入试运营，开通长度为 48 公里，是轨道交通网中的骨干线。

表 4 截至 2013 年底公司已开通地铁线路

项目名称	开通长度(km)	起终点	车站	开通时间
杭州地铁 1 号线	48	湘湖站-文泽路/临平	31	2012 年 11 月 24 日，火车东站站于 2013 年 6 月 30 日开通投入使用

资料来源：公司提供

2013 年，杭州地铁实现客运量 9237 万乘次，运营总里程 437 万列公里，列车正点率达 99.89%，运行图兑现率达到 99.94%。

表 5 杭州地铁一号线试运营情况

项目	2012 年	2013 年
运营里程（万列公里）	34.20	437
车站数量（座）	30.00	31
列车数量（列）	配属列车 48 列，线路上 22 列	配属列车 48 列，线路上 32 列
年度客运量（万乘次）	561.30	9237
日均客运量（万人次）	14.90	25.30
票务收入（亿元）	0.22	3.24
正点率（%）	99.67	99.89
运行图兑现率（%）	99.94	99.94

资料来源：公司提供

注：根据会计准则相关规定，试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程。

目前在运营车型采用 B 型车，共有 6 节车厢，每节车厢长约 19 米，宽 2.8 米，含车轮高 3.8 米，总长约 120 米，一节车厢载客量约 250 人，整列车可载客 1436 人。列车最高运行速度为 80 公里/小时，全线平均运行速度不小于 37 公里/小时，列车结构设计寿命不小于 30 年。

目前国内地铁运营企业均施行非市场化的票价收入，基本无法平衡后续运营成本的资金需求。杭港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》、《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，即起步公里外部分，每增加

1元分别可乘4、4、6、6、8……公里。采用此方案计价的地铁1号线一期（共31个站）全程票价8元。截至2013年底，公司共获得票务收入3.24亿元（试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程）。

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，未来票价上涨的可能性不大。因此，地铁的扭亏要在很大程度上依赖客流量，随着杭州市地铁2号线一期工程东南段、地铁1号线下沙延伸段、地铁2号线一期工程西北段、地铁2号线二期工程和4号线一期建成通车后，网络规模效益将逐步显现，公司地铁运营收入有望实现快速增长。根据项目可研报告，地铁1号线25年运营期内预计取得营业收入527.81亿元，其中运营前十年预计收入为130.36亿元。地铁2号线一期25年运营期内预计取得营业收入388.68亿元，其中运营前十年预计收入为83.37亿元。

表6 中国主要城市地铁票价

北京	一票制2元
上海	按里程计价，起价3元，单程最高10元
广州	按里程计价，起价2元，单程最高7元
深圳	按区间计价，起价2元，单程最高5元
天津	按区间计价，起价2元，单程最高5元
成都	按区间计价，起价2元，单程最高5元
南京	按区间计价，起价2元，单程最高4元

资料来源：公司提供

总体看，杭州地铁1号线一期工程建成通车后，轨道交通线网中的骨干线已初步形成。未来随着公司运营线路的增加以及网络化运营效应的逐步显现，客流量将有较大幅度提高，将有利于公司地铁运营收入规模的快速增长。

土地开发整理业务

公司土地开发整理业务的运营模式为：由

开发单位与杭州市土地储备中心依据《土地储备管理办法》等相关法律法规签署开发协议，从而获得从事土地一级开发业务的资格；土地待开发完成后，通过杭州市土地储备中心拍卖、出让，其中约45%的土地出让收入返还至发行人作为发行人土地开发整理业务收入。

在会计核算方面，公司在存货科目归集核算土地一级开发成本，并将收到杭州市土地储备中心返还的款项结转土地开发成本。在收入确认方面，公司根据收到杭州市土地储备中心返还款项的时点为收入确认时点，并同时结转相应的土地一级开发成本；对于未完成拍卖的土地成本支出，将在存货科目归集核算。

表7 截止2013年底主要在建土地整理项目情况

地块名称	已发生做地投资（万元）
九堡东站 C2-12、R21-13 地块	12903.29
七堡车辆段城市综合体建华站 U/R-01 地块	121857.24
九堡东站 01（C2/S3）地块	5174.22

资料来源：公司提供

近三年，公司开发整理的地块主要为九堡东站 02（C2/S3）地块，武林广场站 04 号地块，武林广场地下商城地块，九堡东站 C2-12、R21-13 地块，九堡东站 01（C2/S3）地块，七堡车辆段城市综合体建华站 U/R-01 地块、艮山门综合地块等 8 个地块。其中，武林广场站 04 号地块，武林广场地下商城地块、九堡东站 02（C2/S3）地块已经出让，在 2011~2013 年确认收入。截至 2013 年底，公司已完成开发但未出让土地的建筑面积为 91.51 万平方米，预计未来可形成收益 34.83 亿元。

此外，针对地铁建设二期规划项目，公司正在结合项目设计，在地铁沿线逐步挑选可开发整理土地用于未来开发。

表8 杭州地铁土地做地情况（单位：万元、亩）

科目	2011 年	2012 年	2013 年
开发投资金额	2260.79	10629.95	12828.79
出让土地面积	34.5	59.52	0
平整收入	14538.78	68336.93	55669.56

资料来源：公司提供

物业开发业务

公司的物业开发业务的经营主体为其子公司地铁置业。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弥补项目资金缺口，实现投融资平衡。公司将轨道交通与土地资源统一规划、整合开发，利用沿线地产，将增值转化为收入，为城市交通筹集建设资金，促进城市公共交通建设与运营的主体多元化与运作商业化。此外，公司对地下空间进行开发，主要包括车站零售、商业空间、广告媒体等非票务业务。截至 2013 年底，公司非票务业务亦步入正轨，共获得 1.03 亿元收入。预计 2014~2019 年公司非票务收入 11.76 亿元。

地铁置业根据自身实力和项目预期收益等情况选择对部分公司整理土地摘牌进行二级开发。自 2012 年以来，九堡东站综合体、武林广场站综合体陆续开工建设。目前地铁置业进行的上述二级开发项目为武林广场站 04 号地块和九堡东站 02（C2/S3）地块，其土地使用权通过“招拍挂”形式取得。其中，武林广场站综合体已完成项目备案工作。

未来，随着杭州市地铁线路的开通运营，杭州市地铁网络化运营格局的形成，物业开发业务将为公司带来巨大的收益。

未来发展

2013 年 6 月，国家发改委正式批复《杭州市城市轨道交通近期建设规划(2013-2019 年)》。根据规划 2013-2019 年计划建设 2 号线二期工程、4 号线一期工程、5 号线一期工程、6 号线一期工程共四个项目，全长约 106.6 公里，到 2019 年将形成 5 条运营线路、总长 190 公里的轨道交通基本网络，规划投资额 698.91 亿元。2014 年，公司在建、拟建项目的投资总金额为 67.79 亿元。

未来几年，公司将进入轨道交通投资建设的高峰期，对外投资规模大，除了政府的项目资金支持和资金平衡安排外，仍将面临较大的资金压力。目前公司运营线路规模较小，现阶段公司债务本息的偿付仍有赖于杭州市各级政府持续的支持。未来随公司地铁线路的逐步建成通车，路网效应的形成，地铁运营收入规模有望快速增长。此外公司土地开发整理业务和物业开发业务发展前景良好，未来随业务的逐步展开，公司收入和利润规模有望进一步增长，对公司地铁建设业务形成有效支撑。根据公开资料，联合资信评估有限公司关注到，2014 年 7 月 31 日，新塘河河床下陷导致公司站点主体结构已基本完工的 4 号线市民中心站浸水。杭州地质情况复杂，公司存在一定的施工管理难度。

表 9 公司在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		项目进展安排	截至 2013 年底完成投资情况	14 年投资计划
			贷款	自筹			
杭州市 1 号线工程下沙延伸段	包括文海南站、云水站、江滨站，线路长 5.39 公里，设站 3 座	21.9	9.85	12.05	2012-2015	7.90	5.02
杭州市 2 号线一期工程	自丰潭路站至朝阳站，线路长 30.49 公里，设站 24 座	169.5	76.27	93.23	2008-2017	93.21	23.09
杭州市 2 号线二期工程	自丰潭路站至新良路站，线路长 11.2 公里，设站 8 座	77.2	46.32	30.88	2013-2017	-	4.99
杭州市 4 号线一期工程	自东冠路站至彭埠站，线路长 20.8 公里，设站 18 座	140.19	84.11	56.08	2013-2017	22.18	24.73

杭州市 5 号线一期工程	自香樟路站至科技岛站， 线路长 48.1 公里，设站 36 座	315.9	189.54	126.36	2014-2019	-	5.01
杭州市 6 号线一期工程	自双浦镇站至内环西路 站，线路长 26.5 公里，设 站 20 座	165.62	99.37	66.25	2015-2019	-	4.95
合计		890.31	505.46	384.85		123.29	67.79

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年合并财务报表已由天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。截至 2013 年底，纳入公司合并报表范围的公司共计 4 家，分别是：杭州市地铁置业有限公司、杭州地铁武林置业有限公司、杭州地铁一号线投资有限公司和杭州杭港地铁有限公司；其中，杭州杭港地铁有限公司于 2012 年纳入合并报表范围，杭州地铁武林置业有限公司于 2013 年纳入合并报表范围。

2012 年，公司全资子公司杭州地铁一号线投资有限公司和港铁杭州一号线投资有限公司共同出资设立杭州杭港地铁有限公司，注册资本 454000 万元。其中杭州地铁一号线投资有限公司出资 231540 万元，占注册资本的 51.00%。故自杭州杭港地铁有限公司成立之日起将其纳入合并财务报表范围。

公司全资子公司杭州市地铁置业有限公司出资设立杭州地铁武林置业有限公司，占该公司的股权比例为 100%，注册资本 2000 万元。2013 年 7 月 17 日，杭州市地铁置业有限公司将杭州地铁武林置业有限公司 45% 的股权，通过杭州产权交易所公开挂牌转让给绿城房地产集团有限公司。转让后，杭州市地铁置业有限公司持有杭州地铁武林置业有限公司 55% 的股权，绿城房地产集团有限公司委托其子公司杭州绿城致臻投资有限公司持有杭州地铁武林置业有限公司 45% 的股权。故自杭州地铁武林置业有限公司成立之日起将其纳入合并

财务报表范围。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 423.33 亿元，所有者权益 257.32 亿元；2013 年公司实现营业收入 5.57 亿元，利润总额 4.20 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额持续快速增长，年复合增长率为 34.88%。截至 2013 年底，公司资产总额 423.33 亿元，同比增长 21.52%，主要由于在建工程大幅增长所致。截至 2013 年底，公司资产构成中流动资产 95.18 亿元，占资产总额的比重为 22.48%；公司非流动资产 328.14 亿元，占资产总额的比重为 77.52%；资产构成中，以在建工程为主的非流动资产占比较大。

流动资产

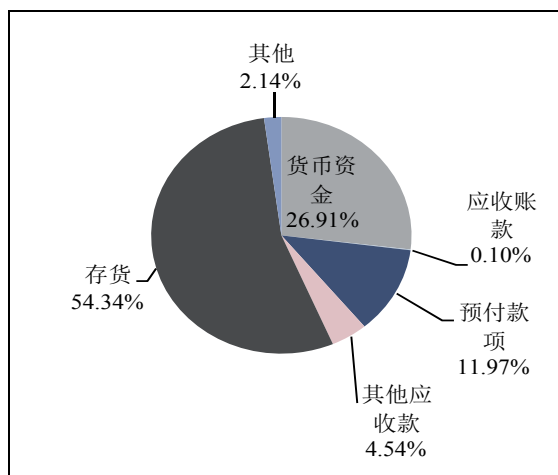
2011~2013 年，公司流动资产呈快速上升态势，年复合增长率为 51.54%。截至 2013 年底，公司流动资产 95.18 亿元，较 2012 年底增长 17.93%，主要来自货币资金和存货的增加。公司流动资产构成主要以存货（占 54.34%）、货币资金（占 26.91%）和预付款项（占 11.97%）为主。

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年复合增长率为 192.34%。截至 2013 年底，公司货币资金 25.61 亿元，其中银行存款占 99.99%，库存现金和其他货币资金合计占 0.01%。

2013 年公司应收账款较 2012 年大幅增长 891.83 万元，截至 2013 年底，公司应收账款 981.04 万元，主要系 2013 年应收百灵时代传媒

集团有限公司的广告经营权收入。经公司评估应收账款的可收回性较高，2013年应收账款未计提坏账准备。

图5 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司预付款项波动下降，年复合增长率为-29.73%；2012年，公司预付款项较2011年末增加17.43亿元，主要系公司子公司地铁置业竞拍下九堡东站02（C2/S3）地块后，于2012年度预付了较大金额的土地出让金，导致公司预付款项增加。截至2013年底，公司预付款项11.39亿元，较上年减少29.11亿元，主要因地铁置业完成九堡东站02（C2/S3）地块权属变更后，相应的预付款项转为存货开发成本所致。2011~2013年，公司其他应收款快速增长，年复合增长率为38.76%；2012年，公司其他应收款较2011年增加0.72亿元，主要系发行人向农银金融租赁有限公司支付1.00亿元保证金所致；截至2013年底，公司其他应收款4.32亿元，较上年增长1.36亿元，主要为应收杭州市人民政府的票价补偿款和应收杭州武林广场地下商城建设有限公司（以下简称“地下商场公司”）的拆借款。2013年，公司其他应收款中其他应收关联方杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司、杭州市人民政府和地下商场公司合计2.57亿元，占其他应收款余额的59.58%。经公司评估，其他应收款期末账面余额可收回性较高，不计提坏账准备。

2011~2013年，公司存货快速增长，年复合增长率为98.42%；截至2013年底，公司存货51.73亿元，主要为开发成本51.71亿元（其中土地一级开发成本占27.05%，二级开发成本占72.95%），占公司存货账面余额的99.98%，其他为低值易耗品。2013年底，未发现存货存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

非流动资产

截至2013年底，公司非流动资产主要由在建工程（占98.74%）组成。

2011~2013年，公司长期股权投资快速增长，年复合增长率为104.03%，主要系对地下商场公司、杭州市民卡有限公司、杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司、杭州地铁电视有限公司和杭州地铁文化传媒有限公司的投资；截至2013年底，公司长期股权投资2.60亿元，较上年增长1.48亿元，主要系对地下商场公司、杭州市民卡有限公司的投资增加所致。

2011~2013年，公司固定资产年复合增长率为65.97%；截至2013年底，公司固定资产原值4747.56万元，其中通用设备及运输工具分别2931.82元和1815.74万元，2013年累计折旧2164.29万元，账面余额2583.27万元。

公司在建工程科目数额较大，均为地铁项目工程建设。近三年，公司在建工程快速增长，年复合增长率为30.41%，主要系公司对杭州市地铁项目建设的持续投入导致公司在建工程资产规模快速增长；截至2013年底，公司在建工程324.02亿元，较上年增长58.44亿元，主要为杭州市地铁1号线、2号线和4号线工程。2013年底，未发现在建工程存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

总体来看，公司流动资产中存货占比很高，非流动资产以在建工程为主。总体来看，公司资产结构合理，资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益快速增长，

复合增长率为 26.73%，主要来源于地铁项目建设资本金拨付带来的实收资本的大幅增长。截至 2013 年底，公司共收到杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市钱江新城建设管理委员会、杭州市经济技术开发区管理委员会和杭州市滨江区人民政府拨付资本金 223.54 亿元。2011~2013 年，公司资本公积快速增长，主要系 2013 年子公司地铁置业将其子公司武林置业 45% 的股权转让给杭州绿城致臻投资有限公司，转让后，地铁置业仍持有武林置业 55% 的股权，拥有对其的实质控制权，因此将处置价款 1350 万元与处置投资对应的享有该子公司净资产份额 900 万元的差额 450 万元调整资本公积；未分配利润快速增长，年复合增长率为 191.32%，主要系归属母公司所有者的净利润转入所致，截至 2013 年底为 10.16 亿元。2013 年，公司少数股东权益增加 900 万元，系武林置业少数股东享有的权益。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2013年底，公司负债合计166.01亿元，其中流动负债占比10.72%，长期负债占比88.88%，公司债务以长期负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

截至2013年底，公司流动负债合计17.79亿元，主要为短期借款（占44.97%）、应付账款（占32.92%）及其他应付款（占13.51%）。

2011~2013年，公司短期借款快速增长，复合增长率为26.49%；截至2013年底，公司短期借款8.00亿元，均为信用借款。

2011~2013年，公司应付账款有所增长，年复合增长率为9.05%；截至2013年底，公司应付账款余额5.86亿元，较上年增长0.22亿元，主要为应付设备采购款。

2012~2013年，公司预收款项分别为2.44亿元和0.13亿元。2012年，公司预收款项主要为公司预收杭州市土地储备中心的土地开发整理收入；2013年，公司预收款项较2012年末

减少2.30亿元，系2012年预收土地开发整理收入金额较大。

2011~2013年，公司其他应付款波动增长，截至2013年底，公司其他应付款余额2.40亿元，较2012年底增长1.42亿元，系应付各类押金保证金以及应付绿城房地产集团有限公司的拆借款增加所致。

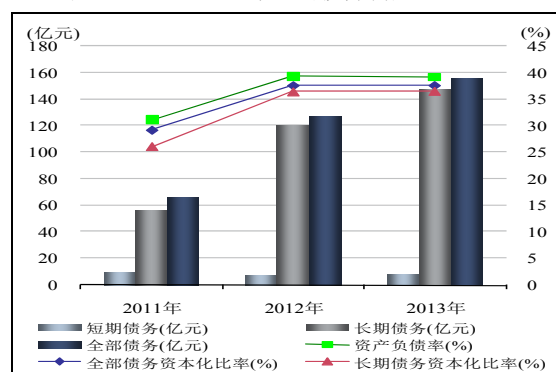
2011~2013年，公司长期借款快速增长，年复合增长率为53.40%；截至2013年底，公司长期借款余额132.36亿元，均为信用借款。

2012年，公司新增长期应付款17.88亿元，为融资租赁应付款项。截至2013年底，公司长期应付款15.19亿元，较上年减少2.69亿元，系融资租赁应付款项减少所致。

从有息债务来看，2011~2013年，公司债务结构均以长期债务为主，全部债务年复合增长率为 53.24%，截至 2013 年底，公司全部债务 155.55 亿元，其中长期债务为 147.55 亿元，占全部债务的 94.86%，公司债务规模增长较快。

从债务负担情况来看，随着公司债务规模持续扩大，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呈上升趋势，2013 年底分别为 39.22%、37.68%和 36.44%。

图6 2011~2013年公司债务构成



资料来源：公司年报

总体来看，公司债务以长期债务为主，符合地铁建设周期较长的行业特点，整体债务有加重趋势。未来 5 年，公司长期债务还本规模较小，公司未来还本压力相对较小。

表 10 公司未来 5 年还本情况（单位：万元）

	2014 年还本金额	2015 年还本金额	2016 年还本金额	2017 年还本金额	2018 年还本金额
长期应付款	16666.67	16666.67	16666.67	16666.67	15843.98
1 号线固贷	0.00	20000.00	15000.00	0.00	17600.00
2 号线固贷	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
合计	16666.67	36666.67	31666.67	16666.67	33543.98

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入波动增长，年复合增长率为 95.78%。公司营业收入均来自土地开发整理业务，2013 年公司土地开发整理业务收入较 2012 年下降 1.27 亿元，主要由于杭州市土地市场疲软，杭州市政府减缓土地出让计划，公司未出让土地所致。2013 年公司实现营业收入 5.57 亿元，营业利润率为 76.92%，公司盈利能力受政策影响较大。未来，随着在建地铁项目的完成，通车里程、车站数目和地下空间的开发利用，地铁运营收入、广告收入和资源经营许可权收入均会成为公司营业收入的重要来源。

从期间费用看，2011~2013 年，公司期间费用规模小，经营费用表现为管理费用。由于公司将建设期利息支出资本化，公司无费用化利息支出。

2011~2013 年，公司利润总额波动增长；2013 年，公司利润总额为 4.20 亿元。

总体看，公司营业收入来自土地开发整理业务，受国家相关政策影响较大，营业收入具有不确定性。但未来随着在建地铁项目的建成及通车里程、车站数目和地下空间的开发利用，地铁运营收入、广告收入和资源经营许可权收入将会对公司营业收入形成较好的补充，未来公司盈利能力逐渐增强。

5. 现金流

近三年，公司经营活动现金流入分别为 1.45 亿元、9.43 亿元和 9.22 亿元，年复合增长 151.78%，主要由于确认的土地出让返还金增长所致。其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 1.45 亿元、9.42 亿元和 7.72 亿元，主

要包括土地出让返还金和试运营收入，现金收入比近三年均值为 130.65%，现金收入质量一般；2011~2013 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 8.95 亿元、21.25 亿元和 8.89 亿元，主要为土地平整开发支出。2011~2013 年，公司支付的其他与经营活动有关的现金快速增长，主要系为杭州杭港地铁有限公司支付代收充值款增加所致。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流出 7.51 亿元、12.10 亿元和 3.84 亿元。公司近三年经营活动现金流量持续为负，主要是由于子公司地铁置业尚在开发期，未形成收入。

近三年，公司投资活动现金流出持续波动增长，2013 年公司投资活动现金流出 59.35 亿元较上年减少 18.24 亿元；公司投资活动现金流量表现为净流出，净流出规模分别为 41.90 亿元、72.73 亿元和 57.51 亿元。

近三年，公司筹资活动现金流入主要由吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金构成。公司收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关的现金主要为融资租赁相关现金流、软贷款本金和利息。同期，公司筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金构成。近三年，公司筹资活动现金流表现为净流入，流入规模分别为 37.91 亿元、105.09 亿元和 63.70 亿元。

总体来看，近三年伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力，但由于地铁项目所需建设资金较多，公司对外部融资仍具有较强依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2011~2013年, 由于公司货币资金较为充裕, 流动比率和速动比率都保持在高位, 2013年底分别为535.07%和244.30%; 2013年公司经营活动现金流动负债比为-21.57%, 经营活动获现能力对短期债务无保障。总体看, 公司短期债务少, 货币资金较为充裕, 短期偿债能力好。

从长期偿债指标来看, 2011~2013年公司EBITDA分别为1.23亿元、5.77亿元和4.22亿元, 盈利能力增强; 同期, 公司全部债务/EBITDA分别为53.95倍、22.11倍和36.85倍, 从指标上看, EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到杭州政府对公司支持明确, 由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息, 且政府给予营运补亏支持, 加上未来公司将获取地铁运营收益和土地运作收益, 综合来看, 公司偿债能力适宜。

截至2013年底, 公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为279.00亿元, 已经使用131.90亿元, 尚未使用额度147.10亿元, 公司融资渠道畅通, 外部资金支持充裕。

截至2013年底, 公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的2014年1月20日中国人民银行《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码为G1033010300600540V), 截至2014年1月20日, 公司无不良信贷信息, 过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况, 以及杭州市区域发展及财力水平的综合分析, 并考虑到杭州市政府对于公司在项目建设资金、偿债保证、运营补贴等方面的各项支持, 公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司发行本期公司债券的额度为50亿元, 占2013年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为33.89%、32.14%和30.12%, 对公司现有债务影响很大。

截至2013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分别为39.22%、37.68%和36.44%, 本期公司债券发行后, 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分别上升为45.64%、44.41%和43.43%, 公司债务负担有所加重。

本期公司债券的发行对公司整体债务规模影响大。本期公司债券发行后, 公司债务负担将有一定幅度上升, 但仍保持适宜水平。

2. 本期债券偿还能力分析

(1) 公司自身收益对本期债券的保障

2011~2013年, 公司EBITDA分别为1.23亿元、5.77亿元和4.22亿元, 分别是本期公司债券的0.02倍、0.12倍和0.08倍, EBITDA对本期公司债券的保护能力较弱。同期, 公司经营活动现金流入量分别为本期公司债券拟发行额度的0.03倍、0.19倍和0.18倍。

本期公司债券设提前分期偿付条款, 在存续期内每年付息一次, 分次还本, 在债券存续期的第3、4、5、6、7、8、9、10个计息年度末分别按照债券发行总额10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金, 当期利息随本金一起支付。近三年, 虽然公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量较小, 对每年分期偿付本金的覆盖倍数较小, 但提前分期偿付本金的设置, 有效缓解了债券的集中偿付压力, 同时, 随着公司未来在建地铁项目的建成及通车里程、车站数目和地下空间的开发利用, 地铁运营收入、广告收入和资源经营许可权收入将会对公司营业收入形成较好的补充, 对本期债券的偿付保障

能力逐渐增强。

(2) 募投项目现金流对本期债券的保障

根据公司地铁 2 号线 1 期可研报告, 该项目在本期债券存续期间预计实现运营票价收入 83.37 亿元, 预计实现商业开发收入、广告收入以及租赁收入等其他收入 12.50 亿元, 总

体来看, 该项目在本期债券存续期间预计实现 95.87 亿元收入, 足以覆盖本期债券的本息支出。

综合考虑, 公司对于本期债券具有较强的偿付能力。

表 11 公司地铁 2 号线 1 期对本期债券的保障情况 (单位: 万元)

项目	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10	合计
客票收入	38889	47796	57166	66536	75906	85276	94646	104016	113386	150035	833652
其它收入	5833	7169	8575	9980	11386	12791	14197	15602	17008	22505	125046
营业收入合计	44722	54965	65741	76516	87292	98067	108843	119618	130394	172540	958698
本期债券本金偿还	--	--	50000	50000	50000	50000	75000	75000	75000	75000	500000
付息金额	40000	40000	40000	36000	32000	28000	24000	18000	12000	6000	276000

资料来源: 公司提供

注: 还款利息按 8% 测算

十、债权保护条款分析

公司在中信银行股份有限公司杭州天水支行设立了募集资金以及偿债资金专项账户, 聘请中信银行股份有限公司杭州天水支行作为专项账户的监管银行, 并与其签订了《2014 年杭州市地铁集团有限责任公司公司债券募集资金使用和偿债资金专项账户监管协议》。根据监管协议, 从本期债券发行当年起按年计提利息偿债资金, 在利息兑付日前 10 个工作日将所归集的偿债资金集中存放在偿债资金专户。监管银行应于每年本息兑付日前 15 个工作日书面通知公司计算当期应兑付本息金额, 并将相关兑付本息划款至偿债资金专项账户, 监管银行应于每年本息兑付日前第 9 个工作日检查公司是否将相关款项划拨至偿债资金专项账户。如监管银行发现公司未按时足额划拨相关资金到偿债资金专项账户, 监管银行应于及时书面通知要求公司补足, 如公司在接到监管银行通知后三个工作日内未补足偿债资金, 监管银行应立即在公开媒体 (包括但不限于中国证券报和中央国债登记公司网站 www.chinabond.com.cn) 发布公司违约公告。

十一、结论

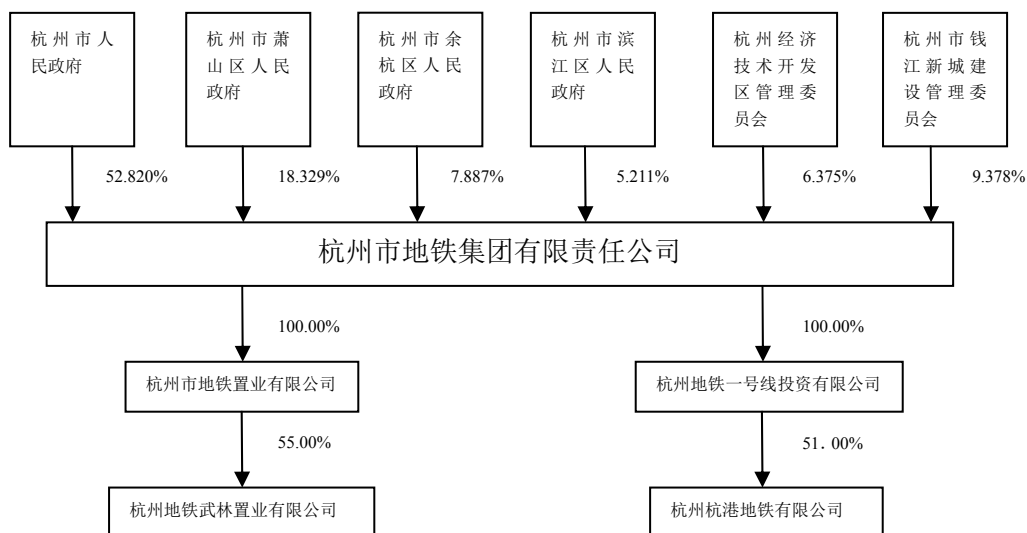
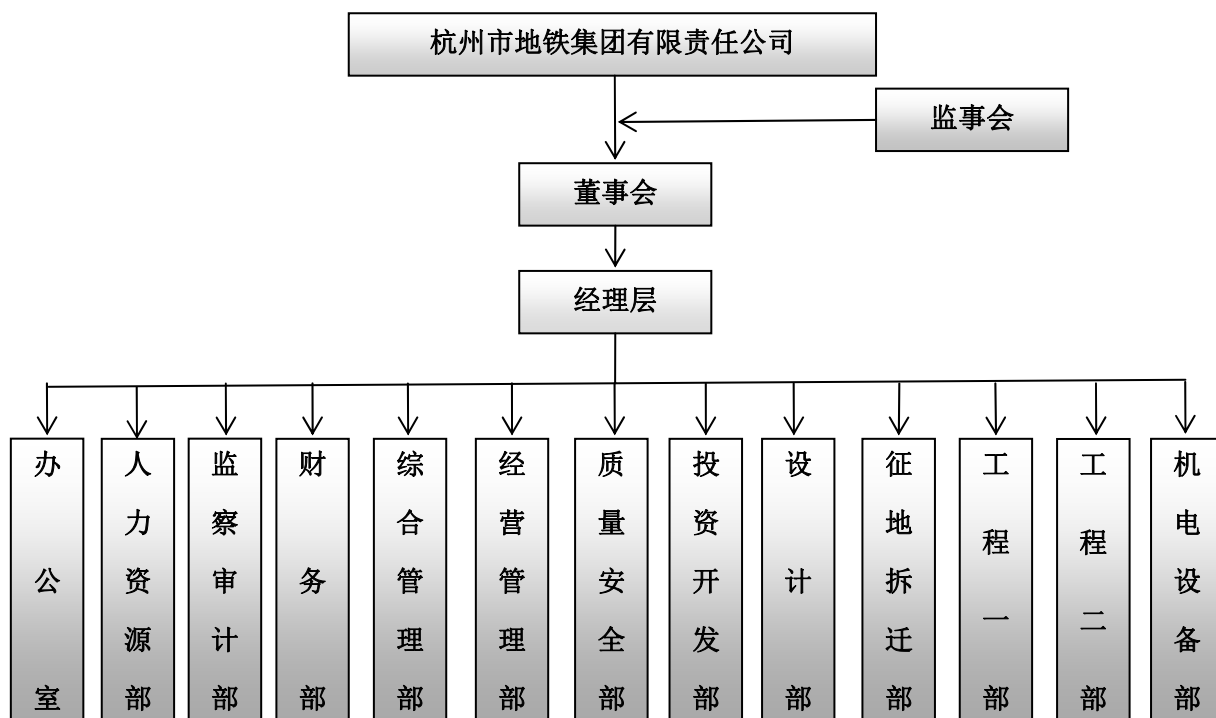
近年来, 杭州市经济持续增长、财政收入水平快速提高, 为公司发展创造了良好的外部环境; 同时, 公司作为杭州市地铁项目投资建设及运营管理的主体, 在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位, 以及政府支持力度大等方面的优势。

总体来看, 公司地铁运营单位成本较高, 日常运营对于政府补贴具有一定的依赖性; 但考虑到杭州市政府支持明确, 公司未来随着在建地铁项目的建成及通车里程、车站数目和地下空间的开发利用, 公司盈利能力有望提升。综合分析, 公司主体信用风险较低。

本期公司债券设置分期还本条款, 有效降低了本金集中偿付的压力; 公司拟以本期债券募投项目的未来收益作为主要偿债资金来源, 收益在时间及金额方面能满足本期债券还本付息的要求。本期公司债券无担保。

总体看, 本期公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 公司组织结构图及股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.00	23.25	25.61
资产总额(亿元)	232.69	348.36	423.33
所有者权益(亿元)	160.22	211.24	257.32
短期债务(亿元)	9.99	7.00	8.00
长期债务(亿元)	56.25	120.58	147.55
全部债务(亿元)	66.24	127.58	155.55
营业收入(亿元)	1.45	6.83	5.57
利润总额(亿元)	1.23	5.77	4.20
EBITDA(亿元)	1.23	5.77	4.22
经营性净现金流(亿元)	-7.51	-12.10	-3.84
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	1531.98	104.14
存货周转次数(次)	0.02	0.08	0.04
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.01
现金收入比(%)	100.00	137.88	138.73
营业利润率(%)	84.45	84.44	76.92
总资本收益率(%)	0.54	1.80	1.06
净资产收益率(%)	0.77	2.73	1.63
长期债务资本化比率(%)	25.98	36.34	36.44
全部债务资本化比率(%)	29.25	37.65	37.68
资产负债率(%)	31.14	39.36	39.22
流动比率(%)	255.50	488.11	535.07
速动比率(%)	174.51	405.27	244.30
经营现金流动负债比(%)	-46.32	-73.19	-21.57
全部债务/EBITDA(倍)	53.95	22.11	36.85
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.03	0.19	0.18
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.15	-0.24	-0.08
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.02	0.12	0.08

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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/主营业务收入×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-营业税金及附加) / 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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 杭州市地铁集团有限责任公司 2014 年度 50 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

杭州市地铁集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。杭州市地铁集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，杭州市地铁集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州市地铁有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现杭州市地铁集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如杭州市地铁集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送杭州市地铁集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

