

跟踪评级公告

联合[2015] 867 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 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, 评级展望为稳定, 维持“14杭地铁/14杭地铁债” AAA的信用等级。

特此公告。



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

杭州市地铁集团有限责任公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 杭地铁/14 杭地铁债	50 亿元	2014/09/17-2024/09/17	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 19 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	348.36	423.33	543.53
所有者权益(亿元)	211.24	257.32	293.33
短期债务(亿元)	7.00	8.00	0.50
全部债务(亿元)	127.58	155.55	216.87
营业收入(亿元)	6.83	5.57	9.76
利润总额(亿元)	5.77	4.20	2.60
EBITDA(亿元)	5.77	4.22	3.51
经营性净现金流(亿元)	-12.10	-3.84	-13.80
营业利润率(%)	84.44	76.92	33.00
净资产收益率(%)	2.73	1.63	0.89
资产负债率(%)	39.36	39.22	46.03
全部债务资本化比率(%)	37.65	37.68	42.51
流动比率(%)	488.11	535.07	413.76
全部债务/EBITDA(倍)	22.11	36.85	61.80
EBITDA 利息倍数(倍)	0.85	0.60	0.36
经营现金流流动负债比(%)	-73.19	-21.57	-42.72

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

田 英 常楚笛 刘新泉 杜蜀萍
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

跟踪期内, 杭州市经济发展势头良好, 财政实力持续增强, 杭州市地铁集团有限责任公司(以下简称“公司”)作为杭州市地铁项目投资建设及运营管理的主体, 继续获得政府提供的稳定财政资金支持。跟踪期内, 公司资产规模持续增大、营业收入保持增长, 但营业利润率持续下降、债务规模快速上升。随着杭州市经济持续发展、基础设施建设不断推进, 公司经营前景良好。

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金支持以及运营补亏承诺对公司地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障; 同时, “14 杭地铁/14 杭地铁债”设置分期还本条款, 有效降低了本金集中偿付风险, 总体来看, “14 杭地铁/14 杭地铁债”到期不能偿还的风险低。

综合考虑, 联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 并维持“14 杭地铁/14 杭地铁债”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 杭州市经济和财政实力不断增强, 为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司是杭州市城市地铁项目建设的主体, 跟踪期内, 继续获得杭州市政府在财政上的有力支持。
3. “14 杭地铁/14 杭地铁债”设置分期还本条款, 有助于缓解集中偿付压力; 同时政府本金的拨付及运营补亏承诺也对待偿还债券还本付息形成了较好保障。

关注

1. 杭州市地铁路网尚未形成规模，单位运营成本较高，跟踪期内，公司收入主要为土地开发整理业务收入。现有收入利润规模小，形成规模效益之前，公司债务本息偿付仍有赖于政府支持。
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. 跟踪期内，公司经营性净现金流波动大。公司以长期债务为主的债务规模持续上升，负担有所加重。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效：根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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的《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），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 2014 年底，公司共收到政府拨付资本金 256.96 亿元（即实收资本），较 2013 年增加 33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本，工商变更登记手续尚未办妥。实收资本中，杭州市人民政府出资人民币 134.28 亿元，占实收资本的 52.26%；杭州市萧山区人民政府出资人民币 46.53 亿元，占比为 18.11%；杭州市余杭区人民政府出资人民币 18.34 亿元，占比为 7.14%；杭州市滨江区人民政府出资人民币 17.09 亿元，占比为 6.65%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币 18.04 亿元，占比为 7.02%；杭州市钱江新城建设管理委员会出资人民币 22.59 亿元，占比为 8.79%；新增股东杭州市之江经济技术开发区管委会，该股东出资 0.10 亿元，占比为 0.04%。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 2014 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、机电设备部以及运营管理中心 14 个职能部门。公司合并范围内下设全资子公司 3 家，分别为：杭州市地铁置业有限公司（以下简称“地铁置业”）、杭州地铁一号线投资有限公司（以下简称“一号线投资公司”）以及本期新纳入的杭州地铁物业服务有限公司（注册资本 300 万元，以下简称“地铁物业”）；控股公司 2 家：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 2014 年底，公司（合并）资产总额 543.53 亿元，所有者权益 293.33 亿元；2014 年公司实现营业收入 9.76 亿元，利润总额 2.60 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不

断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题

得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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 2014 年底，中国共有 22 座城市开通轨道交通运营线路 95 条。总里程 2933.26 公里，其中地铁运营线路长 2491 公里、轻轨运营线路 217 公里。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。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，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) 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁，水泥、玻璃等建筑业原材料价

格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

(4) 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，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，2014年11月24日，地铁2号线东南段正式开通试运营。至2014年底，列车准点率达99.99%，运营图兑现率达99.98%。4号线首通段所有车站主体结构均已完成。

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

目前公司经营与投资的项目主要集中在

杭州市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受杭州市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

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。

根据2014年杭州市国民经济和社会发展统计公报数据，2014年杭州市实现地区生产总值9201.16亿元，比上年增长8.2%。其中第一产业增加值274.36亿元，第二产业增加值3858.9亿元，第三产业增加值5067.9亿元，分别增长1.8%、8.1%和8.5%。三次产业结构由上年的3.1：42.6：54.3调整为2014年的3.0：41.9：55。

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，全市完成固定资产投资4952.70亿元，比上年增长16.2%。从产业投向看，第一产业投资19.07亿元，增长127.0%；第二产业投资915.25亿元，增长0.3%，其中工业投资913.4亿元，增长0.3%；第三产业投资4018.38亿元，增长20.2%。

公司作为杭州市基础设施投资和建设运营的实体，地方政府的财政实力在一定程度上影响着公司的经营发展。

2008~2014年，杭州市GDP总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。近几年，杭州市财政收入持续上升。2014年，杭州市地方财力持续增强，全年完成财政总收入1920.11亿元，比上年增长10.7%，其中地方一般公共预算收入1027.32亿元，增长8.7%。

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2014年底，公司共收到政府拨付资

本金 256.96 亿元（即实收资本），较 2013 年增加 33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本，目前公司尚未办妥实收资本工商变更登记手续及相关事宜。实收资本中，杭州市人民政府出资人民币 134.28 亿元，占实收资本的 52.26%；杭州市萧山区人民政府出资人民币 46.53 亿元，占比为 18.11%；杭州市余杭区人民政府出资人民币 18.34 亿元，占比为 7.14%；杭州市滨江区人民政府出资人民币 17.09 亿元，占比为 6.65%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币 18.04 亿元，占比为 7.02%；杭州市钱江新城建设管理委员会出资人民币 22.59 亿元，占比为 8.79%；新增股东杭州市之江经济技术开发区管委会，该股东出资 0.10 亿元，占比为 0.04%。公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

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。

截至 2014 年底，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 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 2014 年底，已经完成文海南路站、云水站、下沙江滨站的主体结构施工，下沙延伸段区间于 2015 年 1 月 10 日完成洞通，目前工程进展顺利，计划于 2015 年底建成通车。

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。地铁 2 号线东南段于 2014 年 11 月 24 日开通试运营，西北段 9 座主要站点已于 2013 年 12 月全面开工建设，2014 年工程进展顺利，计划于 2018 年建成通车。

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

跟踪期内，公司董事长、总经理等高管人员未发生重大变化。

4. 政府支持

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资本金注入，土地开发成本返还等相应机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。

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 2014 年底，公司共收到政府拨付资本金 256.96 亿元。较 2013 年底增加

33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本。其中新增资本金中，市财政资拨付本金为 16.20 亿元，区财政资本金拨付为 17.21 亿元。

2014 年，公司土地开发整理业务收入为 9.10 亿元，同比增长 63.38%。土地开发整理收益为 3.38 亿元，将其开发收益用于轨道交通建设的资金平衡。同时，政府也将进一步根据已建成地铁线路运营情况及第三产业运营情况给予偿债支持。

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、经营分析

公司作为杭州市轨道交通的建设和运营

表 1 公司各业务板块收入、成本、毛利率构成情况（单位：万元，%）

项 目	2012 年			2013 年			2014 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	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96	97509.21	64966.41	33.37
土地开发整理业务	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96	90965.39	57152.68	37.17
地铁一号线	--	--	--	--	--	--	6543.82	7813.72	-19.41
2.其他业务	--	--	--	59.14	29.18	50.66	102.03	26.95	73.59
总计	68336.93	10629.95	84.44	55728.71	12857.98	76.93	97611.24	64993.35	33.42

资料来源：公司提供

地铁建设及运营

（1）地铁建设

地铁建设项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。

地铁1号线

杭州地铁 1 号线于 2007 年 3 月 28 日开工建设，工程（不含 1 号线下沙延伸段）共分为 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

主体，主要承担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业务。

主营业务收入方面，2014 年公司土地开发整理业务收入为 9.10 亿元，同比增长 63.38%，主要因七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块完成出让并确定为收入。并于 2014 年末确认部分地铁一号线票务与其他收入 6543.82 万元。同时，公司实现商铺租赁以及其他业务收入合计 102.03 万元。

毛利率方面，2014 年公司业务毛利率为 33.42%，较 2013 年大幅下降，主要因为七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块建筑形式的特殊性，前期投入成本高，导致 2014 年土地开发整理业务毛利率下降。

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%，该部分由杭港地铁负责投资、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。

2012 年 11 月 24 日地铁 1 号线建成通车，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 2014 年底，已经完成文海南路站、云水站、下沙江滨站的主体结构施工，下沙延伸段区间于 2015 年 1 月 10 日完成洞通，目前工程进展顺利，已开展正线铺轨施工和机电设备安装、装修施工。全年累计完成投资额 4.78 亿元。计划于 2015 年底建成通车。

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。2013 年底，地铁 2 号线东南段运营人员实现全面进驻；2014 年 3 月 1 日，地铁 2 号线东南段进入全线试运行；6 月份完成土建、装修和机电安装施工，并逐项开展验收工作；7 月 24 日~28 日，顺利通过试运营基本条件。截至 2014 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”，于 2014 年 11 月 24 日开通试运营。

跟踪期内，地铁 2 号线西北段全面开展 9 座车站主体结构施工，开展盾构区间施工。完成投资额 29.16 亿元（包括地铁 2 号线东南段和西北段工程投资额）。2014 年 9 月 15 日首台盾构始发，至 12 月底钱江路站~庆春广场站区间隧道已实现双线贯通。全年累计完成投资额 29.11 亿元（包括地铁 2 号线东南段和西北段工程投资额）。计划于 2018 年建成通车。

地铁 4 号线

地铁 4 号线首通段所有车站主体结构均已完成，已于 2014 年 10 月 20 日完成首通段全线“洞通”，11 月 19 日完成首通段全线“轨通”，11 月 25 日完成首通段全线“电通”，11 月 26 日完成全线“热滑”；基本完成机电设备安装、单体調试、系统调试及装修工程施工。4 号线南段浦沿站已开展车站主体围护结构施工，其他车站开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作。全年累计完成投资 32.30 亿元。

其他地铁工程

地铁 5 号线一期工程初步设计于 2014 年 10 月 15 日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，仓前站、杭师大站和常二路站已正式开工，全年完成投资额 7.18 亿元。地铁 6 号线一期工程初步设计于 2014 年 9 月 11 日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，河山路站和凤凰公园站已正式开工，全年完成投资额 7.93 亿元。地铁 2 号线二期工程初步设计于 2014 年 6 月 16 日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，文华路站、育英站、三墩站、董家路站已正式开工，全年完成投资额 1.65 亿元。

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，是轨道交通线网中的骨干线。2014 年已完成试运营，2014 年，杭州地铁实现客运量 14437.84 万乘次，运营总里程 598.60 万列公里，列车正点率达 99.88%，运行图兑现率达到 99.97%。

截至 2014 年底，在运营车型均采用 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。

表 2 截至 2015 年 3 月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
杭州地铁 2 号线东南段	18.3	朝阳站-钱江路站	13	2014 年 11 月 24 日
杭州地铁 4 号线首通段	9.65	彭埠站-近江站	10	2015 年 2 月 2 日

资料来源: 公司提供

表 3 杭州地铁一号线运营情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
运营里程(万列公里)	34.20	437	598.60
车站数量(座)	30	31	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	配属列车 48 列, 线路上 36 列
年度客运量(万乘次)	561.30	9237	14437.84
日均客运量(万人次)	14.90	25.30	39.56
票务收入(亿元)	0.22	3.24	4.94
正点率(%)	99.67	99.89	99.88
运行图兑现率(%)	99.94	99.94	99.97

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冲减在建工程。2014 年 11 月已完成试运营, 转入固定资产。

2014 年, 杭州地铁票价计价方式较上年无变化, 公司共获得票务收入 4.94 亿元。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, 未来票价只会进行小幅调整。因此, 地铁的扭亏在之后的一段时期内要在很大程度上依赖客流量。

总体看, 杭州地铁 1 号线一期工程、2 号线东南段和 4 号线首通段建成通车后, 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。

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 4 截至 2014 年底主要在建及已整理完成土地情况

类别	地块名称	实际投资(万元)
已整理完成(存货-开发产品)	七堡车辆基地综合体土地开发项目	65438.26
	九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10 地块(原 12\13 地块)	12903.33
未整理完成土地(存货-开发成本)	潮鸣单元 D-01、05 地块与凤凰城站(南星桥站)	22000.00
	九堡中心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块(原九堡 01 地块)	5174.79
合计		105516.38

资料来源: 公司提供

2014 年, 公司开发整理的地块主要为七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块, 七堡车辆段 B1/B2-13 地块, 九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10 地块(原 12\13 地块), 九堡中

心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块(原九堡 01 地块), 七堡车辆段牛田单元 U2/C2-01, 九堡中心单元 JG1701-R21-08(九堡西侧地块), 潮

鸣单元 D-01、05 地块与凤凰城站(南星桥站)上盖地块。其中, 七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块已经出让, 在 2014 年确认收入。

表 5 杭州地铁土地做地情况(单位: 万元, 亩)

科目	2012 年	2013 年	2014 年
开发投资金额	10629.95	12828.79	22744.29
出让土地面积	59.52	0	440
平整收入	68336.93	55669.56	90965.39

资料来源: 公司提供

物业开发等业务

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 2014 年底, 公司非票务业务主要为土地整理业务收入 9.10 亿元。广告等其他业务收入为 102 万元。

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。跟踪期内, 地铁文化广场站上盖物业已按计划完成所有工程建设, 目前正进行少量收尾工作和竣工验收工作; 武林广场站上盖物业综合体项目于 2014 年 5 月 7 日开工, 已完成桩基围护、地基加固、水泥搅拌桩施工等基础工程, 截至 2014 年底, 完成投资额 34.00 亿元。地铁九堡东站

综合体项目(东城广场)幕墙外立面完工, 正在全面开展装修及市政管线工作, 售楼中心已正式开放, 正在开展预销售工作, 完成投资额 7.28 亿元

未来发展

截至 2014 年底, 公司在建、拟建项目的投资总金额 206.29 亿元。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。未来几年, 公司将进入轨道交通投资建设的高峰期, 随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(以下简称“联合资信”)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 6 公司地铁线路在建、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 2014 年底完成投资情况	15 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	21.89	9.85	12.05	2015 年底通车	12.68	3.74
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	东南段已通车，西北段已全面开工，预计 2018 年底通车	122.37	24.20
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	已于 2014 年全面开工，预计 2018 年底通车	1.65	8.93
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	4 号线首通段于 2015 年 2 月通车，一期工程南段 2014 年开工，预计 2017 年建成通车	54.48	16.19
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	已于 2014 年开工建设，预计 2019 年建成通车	7.18	21.40
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	于 2014 年开始了前期准备工作，预计 2015 年全面开工建设，2019 年建成通车	7.93	15.69
合计	--	890.31	505.46	384.85	--	206.29	90.15

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 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。跟踪期内，纳入公司合并报表范围的公司共计 5 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、杭州杭港地铁有限公司和杭州地铁物业服务有限公司；其中，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物业服务有限公司，占该公司的股权比例为 100%，该公司于 2014 年 7 月 10 日取得营业执照，注册资本 300 万元。故自杭州地铁物业服务有限公司成立之日起将其纳入合并财务报表范围。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 543.53 亿元，所有者权益 293.33 亿元；2014 年公司实现营业收入 9.76 亿元，利润总额 2.60 亿元。

2. 盈利能力

公司 2014 年营业收入为 9.76 亿元，主要来自土地开发整理业务以及地铁一号线收入；2014 年公司土地开发整理业务收入为 9.10 亿元，较 2013 年增长 3.52 亿元，主要由于七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块完成出让并确认收入；随着 2014 年地铁一号线的正式运营，公司新增地铁一号线收入 0.65 亿元，占营业收入的 6.66%，该业务尚处于亏损状态，毛利率为-19.41%。2014 年公司营业成本为 6.50 亿元，以土地开发整理业务成本为主（占比 87.93%），营业利润率为 33.00%，较上年下降 43.92 个百分点，主要由于土地整理开发成本增加与地铁一号线建成成本确认影响。公司盈利能力受政策影响较大。未来，随着后续在建地铁项目的逐步完成，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，公司期间费用规模小，主要为管理费用及财务费用，2014 年，公司管理

费用 0.22 亿元，较上年增加 0.15 亿元，财务费用 0.41 亿元，较上年增加 0.42 亿元，期间费用占比为 6.59%。由于公司大部分工程处于建设期，资本化利息支出占比较大，费用化利息支出较少。

跟踪期内，公司利润总额快速下降，2014 年公司利润总额为 2.60 亿元，较上年下降 39.96%。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。

3. 现金流

2014 年，公司经营活动产生的现金流入为 19.74 亿元，同比增长 114.12%，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为 16.43 亿元，主要包括土地出让返还金和地铁运营收入，现金收入比近三年均值为 153.29%，现金收入比较高，主要因一号线试运营期间票务收入未进行收入确认。公司购买商品、接受劳务支付的现金 27.60 亿元，主要为土地平整开发支出。公司支付的其他与经营活动有关的现金快速增长，2014 年为 2.90 亿元，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。公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流出 13.80 亿元。公司近三年经营活动现金净流量持续为负，主要是由于土地开发支出较多，政府土地出让金返还滞后影响所致。

公司投资活动现金流量表现为净流出，2014 年公司投资活动现金流出 61.88 亿元较上年增加 2.53 亿元；公司投资活动现金流量表现为净流出，净流出规模为 60.63 亿元。主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金流出。

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。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。跟踪期内，公司筹资活动现金流表现为净流入，流入规模为 98.82 亿元。

总体来看，跟踪期内，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。

4. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 543.53 亿元，同比增长 28.39%，主要由于固定资产大幅增长所致。截至 2014 年底，公司资产构成中流动资产 133.70 亿元，占资产总额的比重为 24.60%；公司非流动资产 409.83 亿元，占资产总额的比重为 75.40%；资产构成中，以固定资产、在建工程为主的非流动资产占比较大。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 133.70 亿元，较 2013 年底增长 40.47%，主要来自货币资金、应收账款和预付款项的增加。公司流动资产构成主要以存货（占 39.69%）、货币资金（占 37.53%）和预付款项（占 15.82%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金 50.18 亿元，其中银行存款占 99.65%，库存现金和其他货币资金合计占 0.35%。其中其他货币资金主要来自于为开立保证函存入的保证金。

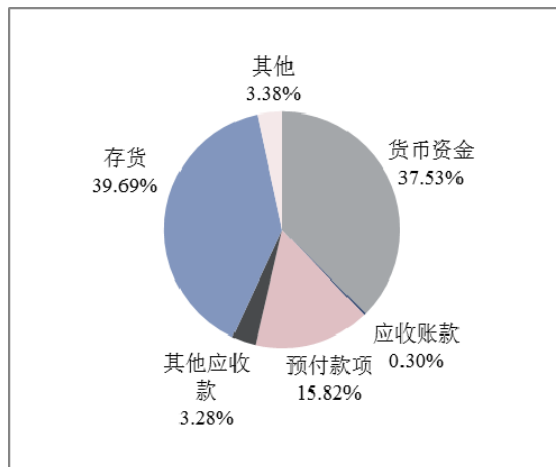
截至 2014 年底，公司预付款项为 21.15 亿元，较上年增加 9.76 亿元，主要因公司在建地铁 2 号线二期、2 号线西北段、4 号线一期工程南段等工程项目的增多，需要预付项目部工程款增加。

截至 2014 年，公司其他应收款 4.39 亿元，较上年变化不大，主要为应收杭州市人民政府的票价补偿款以及应收杭州武林广场地下商城建设有限公司和杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司的拆借款，其中应收关联方账款合计 2.94 亿元，占其他应收款余额的 66.97%。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。

截至2014年底，公司存货53.07亿元，主要为开发成本和开发产品；其中开成成本包括潮鸣单元D-01、05地块与凤凰城站（南星桥站）22000.00万元，和原九堡01地块5174.79万元，为未整理完成土地投入；开发产品为已完成整理的土地投入七堡车辆基地综合体土地开发项目 65438.26 万元，和九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10地块（原12\13地块）12903.33万元。2014年底，未发现存货存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产主要由固定资产（占61.47%）及在建工程（占36.06%）组成。

截至2014年底，公司长期股权投资3.76亿元，较上年底增长1.16亿元，主要系新增对杭州庆春广场地下空间开发建设有限公司的投资所致。

跟踪期内，由于地铁一号线已过试运营期，公司故将相关项目从在建工程暂估转入固定资产，使得本期固定资产大幅增长，较2013年增加251.66亿元；截至2014年底，公司固定资产原值252.59亿元，主要包括地铁一号线配套设施166.82亿元、专用设备43.54亿元、地铁

车辆21.03亿元以及地铁装修工程10.56亿元，2014年累计折旧0.67亿元，账面余额251.92亿元。同时，2014年在建工程大幅减少，而在剔除地铁一号线转出的影响下，其余在建工程总体呈快速增长趋势，主要原因是地铁2号线二期、2号线西北段、4号线一期工程南段、5号线一期、6号线一期于2014年同时建设。截至2014年底，公司在建工程147.78亿元，并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，公司流动资产中货币资金、预付款项和存货占比高，非流动资产以固定资产和在建工程为主。总体来看，公司资产结构合理，资产质量较高。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为293.33亿元，主要由实收资本与未分配利润构成，2014年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、杭州市之江经济技术开发区管委会和杭州市滨江区人民政府拨付的新增资本金33.41亿元。全部暂列入实收资本。公司实收资本共计256.96亿元。

公司未分配利润快速增长，年复合变动率为41.07%，截至2014年底为12.72亿元，较上年底增加2.55亿元，增幅为25.12%。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2014年底，公司负债合计250.20亿元，其中流动负债合计32.31亿元，主要为应付账款（占40.19%），流动负债占负债总额的12.92%，非流动负债占比87.08%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

2014年短期借款大幅减少；截至2014年底，公司短期借款0.50亿元，均为信用借款，较2013年减少7.50亿元。跟踪期内，公司应付账款快速增长，三年复合变动率为51.82%；截

至2014年底,公司应付账款余额12.99亿元,较上年增加7.13亿元,主要系随着工程增加的应付设备款、征地拆迁款、工程款。其他应付款余额16.81亿元,较2013年底增加14.40亿元,主要系随着工程增加而增加的工程保证金、押金。

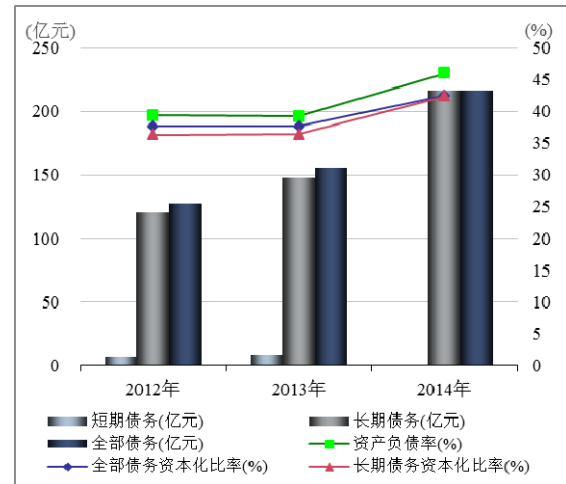
2012~2014年,公司长期借款快速增长,年复合变动率为22.48%;截至2014年底,公司长期借款余额154.07亿元,较上年增长16.40%,包括137.07亿元的信用借款以及新增的17.00亿元应收账款质押借款。2014年,新增应付债券余额为49.76亿元。主要为新增的“14杭地铁/14杭地铁债”。

从有息债务来看,公司债务结构以长期债务为主,截至2014年底,公司全部债务216.87亿元,其中长期债务为216.37亿元,占全部债务的99.77%,公司债务规模增长较快,同比增长39.42%。

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,2014年底分别为46.03%、42.51%和42.45%。

图2 2012~2014年公司债务构成



资料来源：公司审计报告

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7 公司未来4年还本情况（单位：万元）

	2015 年还本金额	2016 年还本金额	2017 年还本金额	2018 年还本金额
固贷1号线	-	-	13400.00	8400.00
固贷2号线		-	-	100.00
短贷				
融资租赁	29980.55	30842.96	31735.12	15802.86
合计	29980.55	30842.96	45135.12	24302.86

资料来源：公司提供

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看,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,截至2014年底分别为413.76%和249.53%;2014年公司经营活动现金流动负债比为-42.72%,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,2014年,公司EBITDA为3.51亿元,比2013年减少0.71亿元,盈利能力有所下降;跟踪期内,公司全部债务

/EBITDA为61.80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的支持明确,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2014年底,公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为294.00亿元,已经使用146.51亿元,尚未使用额度147.49亿元,公司融资渠道畅。

截至 2014 年底，公司为关联方杭州武林广场地下商城建设有限公司提供担保，担保金额 5.00 亿元，担保期限自 2014 年 5 月 19 日至 2017 年 5 月 18 日，担保尚在履行中。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 4 月 23 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 2015 年 4 月 23 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

7. 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。

八、存续期内债券偿债能力分析

2014 年，公司债券募集资金 50 亿元，EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 3.51 亿元和 19.74 亿元，分别是“14 杭地铁/14 杭地铁债”0.09 倍和 0.49 倍。EBITDA 对“14 杭地铁/14 杭地铁债”的保护能力较弱。“14 杭地铁/14 杭地铁债”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。EBITDA 和经营活动现金流入对“14 杭地铁/14 杭地铁债”15% 单笔本金还款额的保障程度分别为 0.49 倍和 2.63 倍。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。

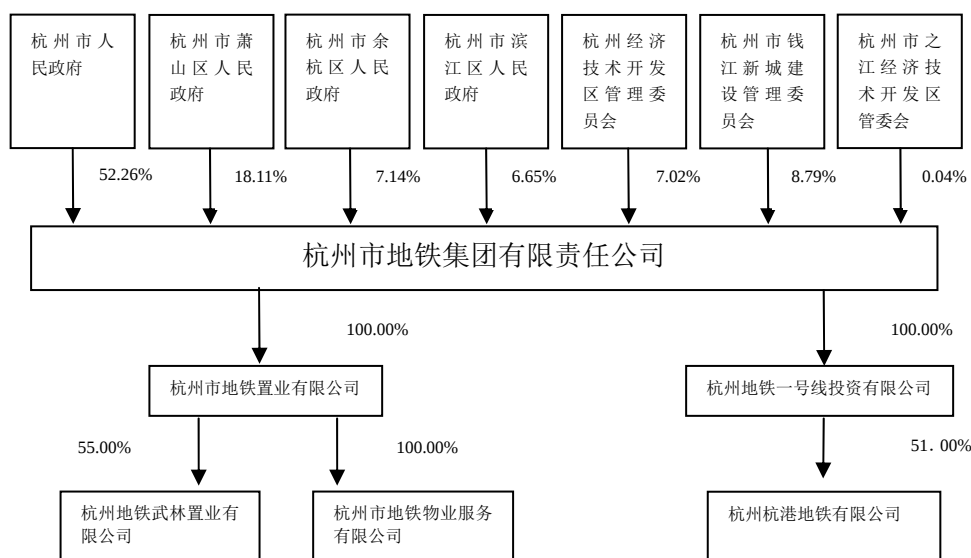
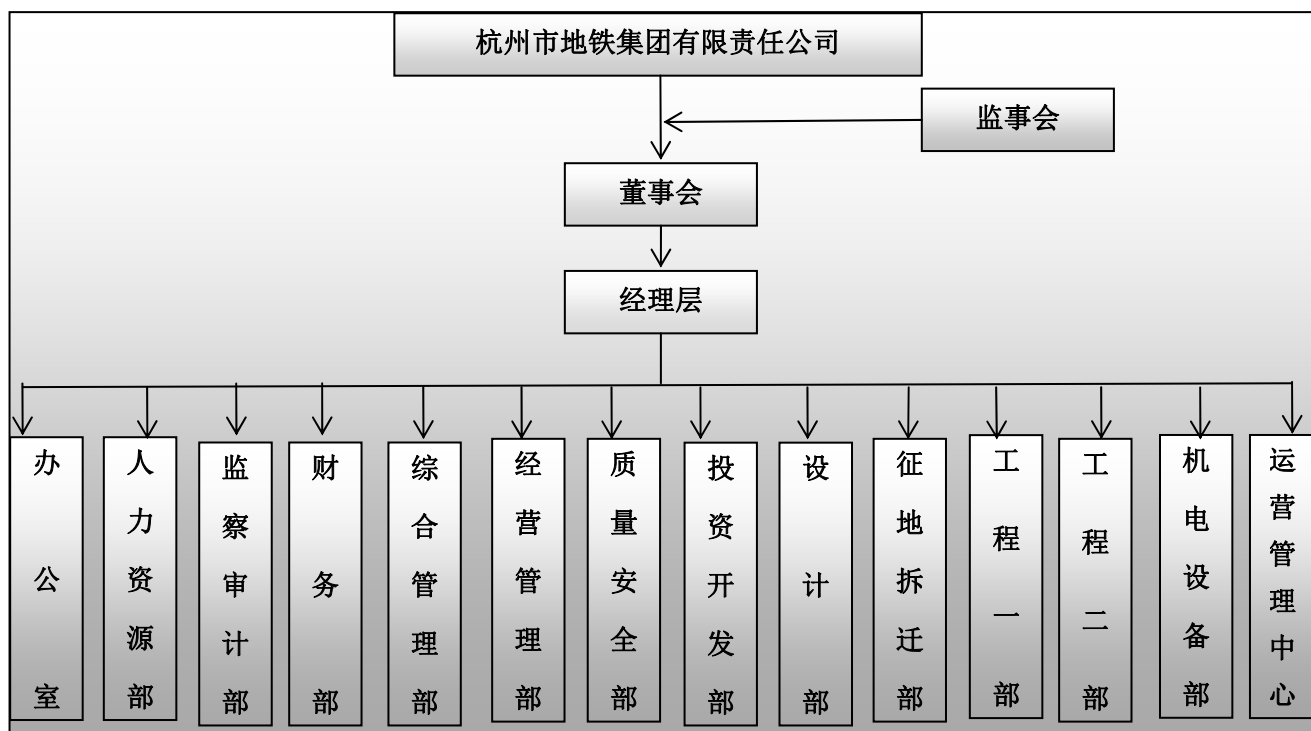
“14 杭地铁/14 杭地铁债”全部用于杭州市

地铁 2 号线一期工程，地铁 2 号线东南段（包含 13 座车站）已于 2014 年 11 月 24 日建成并试运营。截至 2014 年底，该项目西北段 11 座车站已经全部开始开工建设，累计完成投资 29.16 亿元，计划于 2018 年建成通车。

九、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“14 杭地铁/14 杭地铁债”的信用等级为 AAA。

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.25	25.61	50.18
资产总额(亿元)	348.36	423.33	543.53
所有者权益(亿元)	211.24	257.32	293.33
短期债务(亿元)	7.00	8.00	0.50
长期债务(亿元)	120.58	147.55	216.37
全部债务(亿元)	127.58	155.55	216.87
营业收入(亿元)	6.83	5.57	9.76
利润总额(亿元)	5.77	4.20	2.60
EBITDA(亿元)	5.77	4.22	3.51
经营性净现金流(亿元)	-12.10	-3.84	-13.80
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1531.98	104.14	39.02
存货周转次数(次)	0.08	0.04	0.12
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.02
现金收入比(%)	137.88	138.73	168.28
营业利润率(%)	84.44	76.92	33.00
总资本收益率(%)	1.80	1.06	0.59
净资产收益率(%)	2.73	1.63	0.89
长期债务资本化比率(%)	36.34	36.44	42.45
全部债务资本化比率(%)	37.65	37.68	42.51
资产负债率(%)	39.36	39.22	46.03
流动比率(%)	488.11	535.07	413.76
速动比率(%)	405.27	244.30	249.53
经营现金流动负债比(%)	-73.19	-21.57	-42.72
EBITDA 利息倍数(倍)	0.85	0.60	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	22.11	36.85	61.80

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。

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	
资产总额年复合变动率	(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%
净资产年复合变动率	
营业收入年复合变动率	
利润总额年复合变动率	
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-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%

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。

关注

1. 杭州市地铁路网尚未形成规模，单位运营成本较高，跟踪期内，公司收入主要为土地开发整理业务收入。现有收入利润规模小，形成规模效益之前，公司债务本息偿付仍有赖于政府支持。
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. 跟踪期内，公司经营性净现金流波动大。公司以长期债务为主的债务规模持续上升，负担有所加重。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效：根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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的《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），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 2014 年底，公司共收到政府拨付资本金 256.96 亿元（即实收资本），较 2013 年增加 33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本，工商变更登记手续尚未办妥。实收资本中，杭州市人民政府出资人民币 134.28 亿元，占实收资本的 52.26%；杭州市萧山区人民政府出资人民币 46.53 亿元，占比为 18.11%；杭州市余杭区人民政府出资人民币 18.34 亿元，占比为 7.14%；杭州市滨江区人民政府出资人民币 17.09 亿元，占比为 6.65%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币 18.04 亿元，占比为 7.02%；杭州市钱江新城建设管理委员会出资人民币 22.59 亿元，占比为 8.79%；新增股东杭州市之江经济技术开发区管委会，该股东出资 0.10 亿元，占比为 0.04%。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 2014 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、机电设备部以及运营管理中心 14 个职能部门。公司合并范围内下设全资子公司 3 家，分别为：杭州市地铁置业有限公司（以下简称“地铁置业”）、杭州地铁一号线投资有限公司（以下简称“一号线投资公司”）以及本期新纳入的杭州地铁物业服务有限公司（注册资本 300 万元，以下简称“地铁物业”）；控股公司 2 家：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 2014 年底，公司（合并）资产总额 543.53 亿元，所有者权益 293.33 亿元；2014 年公司实现营业收入 9.76 亿元，利润总额 2.60 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不

断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题

得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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 2014 年底，中国共有 22 座城市开通轨道交通运营线路 95 条。总里程 2933.26 公里，其中地铁运营线路长 2491 公里、轻轨运营线路 217 公里。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。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，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) 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁，水泥、玻璃等建筑业原材料价

格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

(4) 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，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，2014年11月24日，地铁2号线东南段正式开通试运营。至2014年底，列车准点率达99.99%，运营图兑现率达99.98%。4号线首通段所有车站主体结构均已完成。

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

目前公司经营与投资的项目主要集中在

杭州市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受杭州市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

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。

根据2014年杭州市国民经济和社会发展统计公报数据，2014年杭州市实现地区生产总值9201.16亿元，比上年增长8.2%。其中第一产业增加值274.36亿元，第二产业增加值3858.9亿元，第三产业增加值5067.9亿元，分别增长1.8%、8.1%和8.5%。三次产业结构由上年的3.1：42.6：54.3调整为2014年的3.0：41.9：55。

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，全市完成固定资产投资4952.70亿元，比上年增长16.2%。从产业投向看，第一产业投资19.07亿元，增长127.0%；第二产业投资915.25亿元，增长0.3%，其中工业投资913.4亿元，增长0.3%；第三产业投资4018.38亿元，增长20.2%。

公司作为杭州市基础设施投资和建设运营的实体，地方政府的财政实力在一定程度上影响着公司的经营发展。

2008~2014年，杭州市GDP总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。近几年，杭州市财政收入持续上升。2014年，杭州市地方财力持续增强，全年完成财政总收入1920.11亿元，比上年增长10.7%，其中地方一般公共预算收入1027.32亿元，增长8.7%。

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2014年底，公司共收到政府拨付资

本金 256.96 亿元（即实收资本），较 2013 年增加 33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本，目前公司尚未办妥实收资本工商变更登记手续及相关事宜。实收资本中，杭州市人民政府出资人民币 134.28 亿元，占实收资本的 52.26%；杭州市萧山区人民政府出资人民币 46.53 亿元，占比为 18.11%；杭州市余杭区人民政府出资人民币 18.34 亿元，占比为 7.14%；杭州市滨江区人民政府出资人民币 17.09 亿元，占比为 6.65%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币 18.04 亿元，占比为 7.02%；杭州市钱江新城建设管理委员会出资人民币 22.59 亿元，占比为 8.79%；新增股东杭州市之江经济技术开发区管委会，该股东出资 0.10 亿元，占比为 0.04%。公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

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。

截至 2014 年底，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 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 2014 年底，已经完成文海南路站、云水站、下沙江滨站的主体结构施工，下沙延伸段区间于 2015 年 1 月 10 日完成洞通，目前工程进展顺利，计划于 2015 年底建成通车。

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。地铁 2 号线东南段于 2014 年 11 月 24 日开通试运营，西北段 9 座主要站点已于 2013 年 12 月全面开工建设，2014 年工程进展顺利，计划于 2018 年建成通车。

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

跟踪期内，公司董事长、总经理等高管人员未发生重大变化。

4. 政府支持

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资本金注入，土地开发成本返还等相应机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。

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 2014 年底，公司共收到政府拨付资本金 256.96 亿元。较 2013 年底增加

33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本。其中新增资本金中，市财政资拨付本金为 16.20 亿元，区财政资本金拨付为 17.21 亿元。

2014 年，公司土地开发整理业务收入为 9.10 亿元，同比增长 63.38%。土地开发整理收益为 3.38 亿元，将其开发收益用于轨道交通建设的资金平衡。同时，政府也将进一步根据已建成地铁线路运营情况及第三产业运营情况给予偿债支持。

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、经营分析

公司作为杭州市轨道交通的建设和运营

表 1 公司各业务板块收入、成本、毛利率构成情况（单位：万元，%）

项 目	2012 年			2013 年			2014 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	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96	97509.21	64966.41	33.37
土地开发整理业务	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96	90965.39	57152.68	37.17
地铁一号线	--	--	--	--	--	--	6543.82	7813.72	-19.41
2.其他业务	--	--	--	59.14	29.18	50.66	102.03	26.95	73.59
总计	68336.93	10629.95	84.44	55728.71	12857.98	76.93	97611.24	64993.35	33.42

资料来源：公司提供

地铁建设及运营

（1）地铁建设

地铁建设项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。

地铁1号线

杭州地铁 1 号线于 2007 年 3 月 28 日开工建设，工程（不含 1 号线下沙延伸段）共分为 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

主体，主要承担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业务。

主营业务收入方面，2014 年公司土地开发整理业务收入为 9.10 亿元，同比增长 63.38%，主要因七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块完成出让并确定为收入。并于 2014 年末确认部分地铁一号线票务与其他收入 6543.82 万元。同时，公司实现商铺租赁以及其他业务收入合计 102.03 万元。

毛利率方面，2014 年公司业务毛利率为 33.42%，较 2013 年大幅下降，主要因为七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块建筑形式的特殊性，前期投入成本高，导致 2014 年土地开发整理业务毛利率下降。

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%，该部分由杭港地铁负责投资、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。

2012 年 11 月 24 日地铁 1 号线建成通车，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 2014 年底，已经完成文海南路站、云水站、下沙江滨站的主体结构施工，下沙延伸段区间于 2015 年 1 月 10 日完成洞通，目前工程进展顺利，已开展正线铺轨施工和机电设备安装、装修施工。全年累计完成投资额 4.78 亿元。计划于 2015 年底建成通车。

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。2013 年底，地铁 2 号线东南段运营人员实现全面进驻；2014 年 3 月 1 日，地铁 2 号线东南段进入全线试运行；6 月份完成土建、装修和机电安装施工，并逐项开展验收工作；7 月 24 日~28 日，顺利通过试运营基本条件。截至 2014 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”，于 2014 年 11 月 24 日开通试运营。

跟踪期内，地铁 2 号线西北段全面开展 9 座车站主体结构施工，开展盾构区间施工。完成投资额 29.16 亿元（包括地铁 2 号线东南段和西北段工程投资额）。2014 年 9 月 15 日首台盾构始发，至 12 月底钱江路站~庆春广场站区间隧道已实现双线贯通。全年累计完成投资额 29.11 亿元（包括地铁 2 号线东南段和西北段工程投资额）。计划于 2018 年建成通车。

地铁 4 号线

地铁 4 号线首通段所有车站主体结构均已完成，已于 2014 年 10 月 20 日完成首通段全线“洞通”，11 月 19 日完成首通段全线“轨通”，11 月 25 日完成首通段全线“电通”，11 月 26 日完成全线“热滑”；基本完成机电设备安装、单体調试、系统调试及装修工程施工。4 号线南段浦沿站已开展车站主体围护结构施工，其他车站开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作。全年累计完成投资 32.30 亿元。

其他地铁工程

地铁 5 号线一期工程初步设计于 2014 年 10 月 15 日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，仓前站、杭师大站和常二路站已正式开工，全年完成投资额 7.18 亿元。地铁 6 号线一期工程初步设计于 2014 年 9 月 11 日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，河山路站和凤凰公园站已正式开工，全年完成投资额 7.93 亿元。地铁 2 号线二期工程初步设计于 2014 年 6 月 16 日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，文华路站、育英站、三墩站、董家路站已正式开工，全年完成投资额 1.65 亿元。

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，是轨道交通线网中的骨干线。2014 年已完成试运营，2014 年，杭州地铁实现客运量 14437.84 万乘次，运营总里程 598.60 万列公里，列车正点率达 99.88%，运行图兑现率达到 99.97%。

截至 2014 年底，在运营车型均采用 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。

表 2 截至 2015 年 3 月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
杭州地铁 2 号线东南段	18.3	朝阳站-钱江路站	13	2014 年 11 月 24 日
杭州地铁 4 号线首通段	9.65	彭埠站-近江站	10	2015 年 2 月 2 日

资料来源: 公司提供

表 3 杭州地铁一号线运营情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
运营里程(万列公里)	34.20	437	598.60
车站数量(座)	30	31	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	配属列车 48 列, 线路上 36 列
年度客运量(万乘次)	561.30	9237	14437.84
日均客运量(万人次)	14.90	25.30	39.56
票务收入(亿元)	0.22	3.24	4.94
正点率(%)	99.67	99.89	99.88
运行图兑现率(%)	99.94	99.94	99.97

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冲减在建工程。2014 年 11 月已完成试运营, 转入固定资产。

2014 年, 杭州地铁票价计价方式较上年无变化, 公司共获得票务收入 4.94 亿元。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, 未来票价只会进行小幅调整。因此, 地铁的扭亏在之后的一段时期内要在很大程度上依赖客流量。

总体看, 杭州地铁 1 号线一期工程、2 号线东南段和 4 号线首通段建成通车后, 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。

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 4 截至 2014 年底主要在建及已整理完成土地情况

类别	地块名称	实际投资(万元)
已整理完成(存货-开发产品)	七堡车辆基地综合体土地开发项目	65438.26
	九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10 地块(原 12\13 地块)	12903.33
未整理完成土地(存货-开发成本)	潮鸣单元 D-01、05 地块与凤凰城站(南星桥站)	22000.00
	九堡中心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块(原九堡 01 地块)	5174.79
合计		105516.38

资料来源: 公司提供

2014 年, 公司开发整理的地块主要为七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块, 七堡车辆段 B1/B2-13 地块, 九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10 地块(原 12\13 地块), 九堡中

心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块(原九堡 01 地块), 七堡车辆段牛田单元 U2/C2-01, 九堡中心单元 JG1701-R21-08(九堡西侧地块), 潮

鸣单元 D-01、05 地块与凤凰城站(南星桥站)上盖地块。其中, 七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块已经出让, 在 2014 年确认收入。

表 5 杭州地铁土地做地情况(单位: 万元, 亩)

科目	2012 年	2013 年	2014 年
开发投资金额	10629.95	12828.79	22744.29
出让土地面积	59.52	0	440
平整收入	68336.93	55669.56	90965.39

资料来源: 公司提供

物业开发等业务

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 2014 年底, 公司非票务业务主要为土地整理业务收入 9.10 亿元。广告等其他业务收入为 102 万元。

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。跟踪期内, 地铁文化广场站上盖物业已按计划完成所有工程建设, 目前正进行少量收尾工作和竣工验收工作; 武林广场站上盖物业综合体项目于 2014 年 5 月 7 日开工, 已完成桩基围护、地基加固、水泥搅拌桩施工等基础工程, 截至 2014 年底, 完成投资额 34.00 亿元。地铁九堡东站

综合体项目(东城广场)幕墙外立面完工, 正在全面开展装修及市政管线工作, 售楼中心已正式开放, 正在开展预销售工作, 完成投资额 7.28 亿元

未来发展

截至 2014 年底, 公司在建、拟建项目的投资总金额 206.29 亿元。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。未来几年, 公司将进入轨道交通投资建设的高峰期, 随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(以下简称“联合资信”)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 6 公司地铁线路在建、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 2014 年底完成投资情况	15 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	21.89	9.85	12.05	2015 年底通车	12.68	3.74
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	东南段已通车，西北段已全面开工，预计 2018 年底通车	122.37	24.20
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	已于 2014 年全面开工，预计 2018 年底通车	1.65	8.93
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	4 号线首通段于 2015 年 2 月通车，一期工程南段 2014 年开工，预计 2017 年建成通车	54.48	16.19
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	已于 2014 年开工建设，预计 2019 年建成通车	7.18	21.40
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	于 2014 年开始了前期准备工作，预计 2015 年全面开工建设，2019 年建成通车	7.93	15.69
合计	--	890.31	505.46	384.85	--	206.29	90.15

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 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。跟踪期内，纳入公司合并报表范围的公司共计 5 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、杭州杭港地铁有限公司和杭州地铁物业服务有限公司；其中，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物业服务有限公司，占该公司的股权比例为 100%，该公司于 2014 年 7 月 10 日取得营业执照，注册资本 300 万元。故自杭州地铁物业服务有限公司成立之日起将其纳入合并财务报表范围。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 543.53 亿元，所有者权益 293.33 亿元；2014 年公司实现营业收入 9.76 亿元，利润总额 2.60 亿元。

2. 盈利能力

公司 2014 年营业收入为 9.76 亿元，主要来自土地开发整理业务以及地铁一号线收入；2014 年公司土地开发整理业务收入为 9.10 亿元，较 2013 年增长 3.52 亿元，主要由于七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块完成出让并确认收入；随着 2014 年地铁一号线的正式运营，公司新增地铁一号线收入 0.65 亿元，占营业收入的 6.66%，该业务尚处于亏损状态，毛利率为-19.41%。2014 年公司营业成本为 6.50 亿元，以土地开发整理业务成本为主（占比 87.93%），营业利润率为 33.00%，较上年下降 43.92 个百分点，主要由于土地整理开发成本增加与地铁一号线建成成本确认影响。公司盈利能力受政策影响较大。未来，随着后续在建地铁项目的逐步完成，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，公司期间费用规模小，主要为管理费用及财务费用，2014 年，公司管理

费用 0.22 亿元，较上年增加 0.15 亿元，财务费用 0.41 亿元，较上年增加 0.42 亿元，期间费用占比为 6.59%。由于公司大部分工程处于建设期，资本化利息支出占比较大，费用化利息支出较少。

跟踪期内，公司利润总额快速下降，2014 年公司利润总额为 2.60 亿元，较上年下降 39.96%。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。

3. 现金流

2014 年，公司经营活动产生的现金流入为 19.74 亿元，同比增长 114.12%，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为 16.43 亿元，主要包括土地出让返还金和地铁运营收入，现金收入比近三年均值为 153.29%，现金收入比较高，主要因一号线试运营期间票务收入未进行收入确认。公司购买商品、接受劳务支付的现金 27.60 亿元，主要为土地平整开发支出。公司支付的其他与经营活动有关的现金快速增长，2014 年为 2.90 亿元，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。公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流出 13.80 亿元。公司近三年经营活动现金净流量持续为负，主要是由于土地开发支出较多，政府土地出让金返还滞后影响所致。

公司投资活动现金流量表现为净流出，2014 年公司投资活动现金流出 61.88 亿元较上年增加 2.53 亿元；公司投资活动现金流量表现为净流出，净流出规模为 60.63 亿元。主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金流出。

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。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。跟踪期内，公司筹资活动现金流表现为净流入，流入规模为 98.82 亿元。

总体来看，跟踪期内，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。

4. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 543.53 亿元，同比增长 28.39%，主要由于固定资产大幅增长所致。截至 2014 年底，公司资产构成中流动资产 133.70 亿元，占资产总额的比重为 24.60%；公司非流动资产 409.83 亿元，占资产总额的比重为 75.40%；资产构成中，以固定资产、在建工程为主的非流动资产占比较大。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 133.70 亿元，较 2013 年底增长 40.47%，主要来自货币资金、应收账款和预付款项的增加。公司流动资产构成主要以存货（占 39.69%）、货币资金（占 37.53%）和预付款项（占 15.82%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金 50.18 亿元，其中银行存款占 99.65%，库存现金和其他货币资金合计占 0.35%。其中其他货币资金主要来自于为开立保证函存入的保证金。

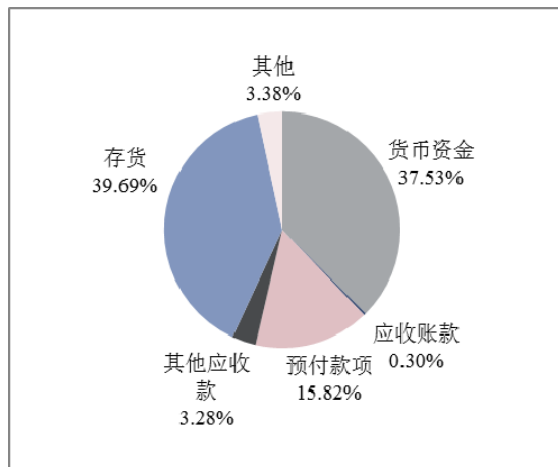
截至 2014 年底，公司预付款项为 21.15 亿元，较上年增加 9.76 亿元，主要因公司在建地铁 2 号线二期、2 号线西北段、4 号线一期工程南段等工程项目的增多，需要预付项目部工程款增加。

截至 2014 年，公司其他应收款 4.39 亿元，较上年变化不大，主要为应收杭州市人民政府的票价补偿款以及应收杭州武林广场地下商城建设有限公司和杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司的拆借款，其中应收关联方账款合计 2.94 亿元，占其他应收款余额的 66.97%。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。

截至2014年底，公司存货53.07亿元，主要为开发成本和开发产品；其中开成成本包括潮鸣单元D-01、05地块与凤凰城站（南星桥站）22000.00万元，和原九堡01地块5174.79万元，为未整理完成土地投入；开发产品为已完成整理的土地投入七堡车辆基地综合体土地开发项目 65438.26 万元，和九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10地块（原12\13地块）12903.33万元。2014年底，未发现存货存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产主要由固定资产（占61.47%）及在建工程（占36.06%）组成。

截至2014年底，公司长期股权投资3.76亿元，较上年底增长1.16亿元，主要系新增对杭州庆春广场地下空间开发建设有限公司的投资所致。

跟踪期内，由于地铁一号线已过试运营期，公司故将相关项目从在建工程暂估转入固定资产，使得本期固定资产大幅增长，较2013年增加251.66亿元；截至2014年底，公司固定资产原值252.59亿元，主要包括地铁一号线配套设施166.82亿元、专用设备43.54亿元、地铁

车辆21.03亿元以及地铁装修工程10.56亿元，2014年累计折旧0.67亿元，账面余额251.92亿元。同时，2014年在建工程大幅减少，而在剔除地铁一号线转出的影响下，其余在建工程总体呈快速增长趋势，主要原因是地铁2号线二期、2号线西北段、4号线一期工程南段、5号线一期、6号线一期于2014年同时建设。截至2014年底，公司在建工程147.78亿元，并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，公司流动资产中货币资金、预付款项和存货占比高，非流动资产以固定资产和在建工程为主。总体来看，公司资产结构合理，资产质量较高。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为293.33亿元，主要由实收资本与未分配利润构成，2014年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、杭州市之江经济技术开发区管委会和杭州市滨江区人民政府拨付的新增资本金33.41亿元。全部暂列入实收资本。公司实收资本共计256.96亿元。

公司未分配利润快速增长，年复合变动率为41.07%，截至2014年底为12.72亿元，较上年底增加2.55亿元，增幅为25.12%。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2014年底，公司负债合计250.20亿元，其中流动负债合计32.31亿元，主要为应付账款（占40.19%），流动负债占负债总额的12.92%，非流动负债占比87.08%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

2014年短期借款大幅减少；截至2014年底，公司短期借款0.50亿元，均为信用借款，较2013年减少7.50亿元。跟踪期内，公司应付账款快速增长，三年复合变动率为51.82%；截

至2014年底,公司应付账款余额12.99亿元,较上年增加7.13亿元,主要系随着工程增加的应付设备款、征地拆迁款、工程款。其他应付款余额16.81亿元,较2013年底增加14.40亿元,主要系随着工程增加而增加的工程保证金、押金。

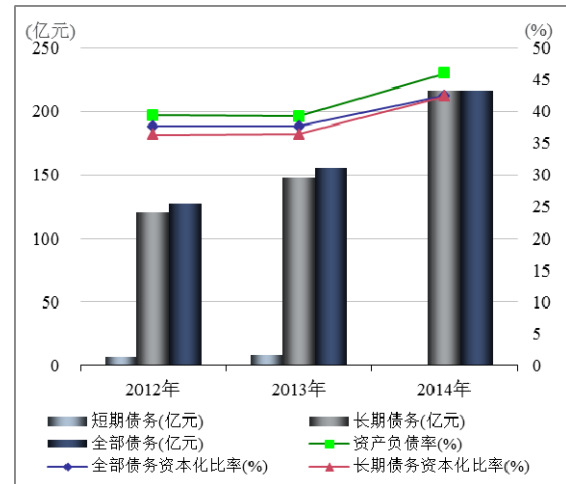
2012~2014年,公司长期借款快速增长,年复合变动率为22.48%;截至2014年底,公司长期借款余额154.07亿元,较上年增长16.40%,包括137.07亿元的信用借款以及新增的17.00亿元应收账款质押借款。2014年,新增应付债券余额为49.76亿元。主要为新增的“14杭地铁/14杭地铁债”。

从有息债务来看,公司债务结构以长期债务为主,截至2014年底,公司全部债务216.87亿元,其中长期债务为216.37亿元,占全部债务的99.77%,公司债务规模增长较快,同比增长39.42%。

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,2014年底分别为46.03%、42.51%和42.45%。

图2 2012~2014年公司债务构成



资料来源：公司审计报告

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7 公司未来4年还本情况（单位：万元）

	2015年还本金额	2016年还本金额	2017年还本金额	2018年还本金额
固贷1号线	-	-	13400.00	8400.00
固贷2号线		-	-	100.00
短贷				
融资租赁	29980.55	30842.96	31735.12	15802.86
合计	29980.55	30842.96	45135.12	24302.86

资料来源：公司提供

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看,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,截至2014年底分别为413.76%和249.53%;2014年公司经营活动现金流动负债比为-42.72%,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,2014年,公司EBITDA为3.51亿元,比2013年减少0.71亿元,盈利能力有所下降;跟踪期内,公司全部债务

/EBITDA为61.80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的支持明确,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2014年底,公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为294.00亿元,已经使用146.51亿元,尚未使用额度147.49亿元,公司融资渠道畅。

截至 2014 年底，公司为关联方杭州武林广场地下商城建设有限公司提供担保，担保金额 5.00 亿元，担保期限自 2014 年 5 月 19 日至 2017 年 5 月 18 日，担保尚在履行中。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 4 月 23 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 2015 年 4 月 23 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

7. 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。

八、存续期内债券偿债能力分析

2014 年，公司债券募集资金 50 亿元，EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 3.51 亿元和 19.74 亿元，分别是“14 杭地铁/14 杭地铁债”0.09 倍和 0.49 倍。EBITDA 对“14 杭地铁/14 杭地铁债”的保护能力较弱。“14 杭地铁/14 杭地铁债”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。EBITDA 和经营活动现金流入对“14 杭地铁/14 杭地铁债”15% 单笔本金还款额的保障程度分别为 0.49 倍和 2.63 倍。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。

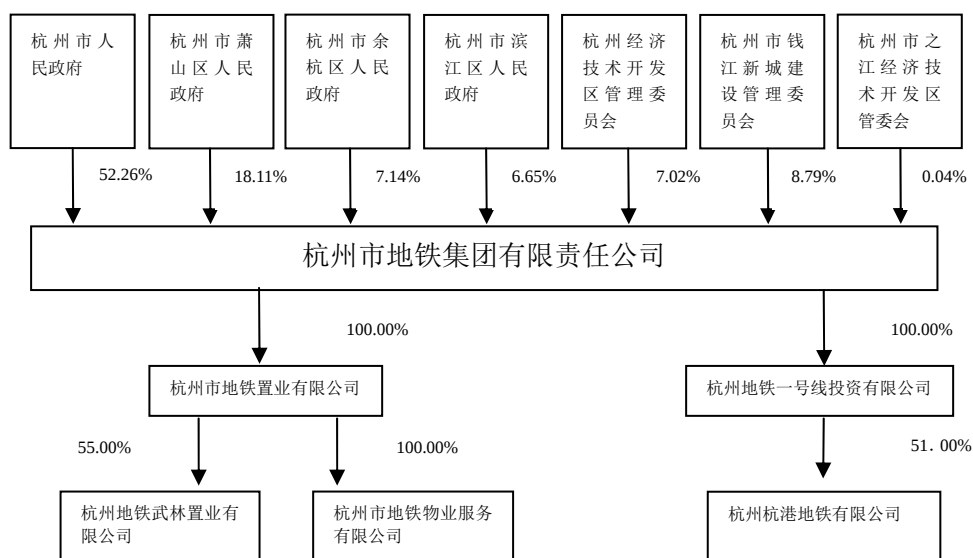
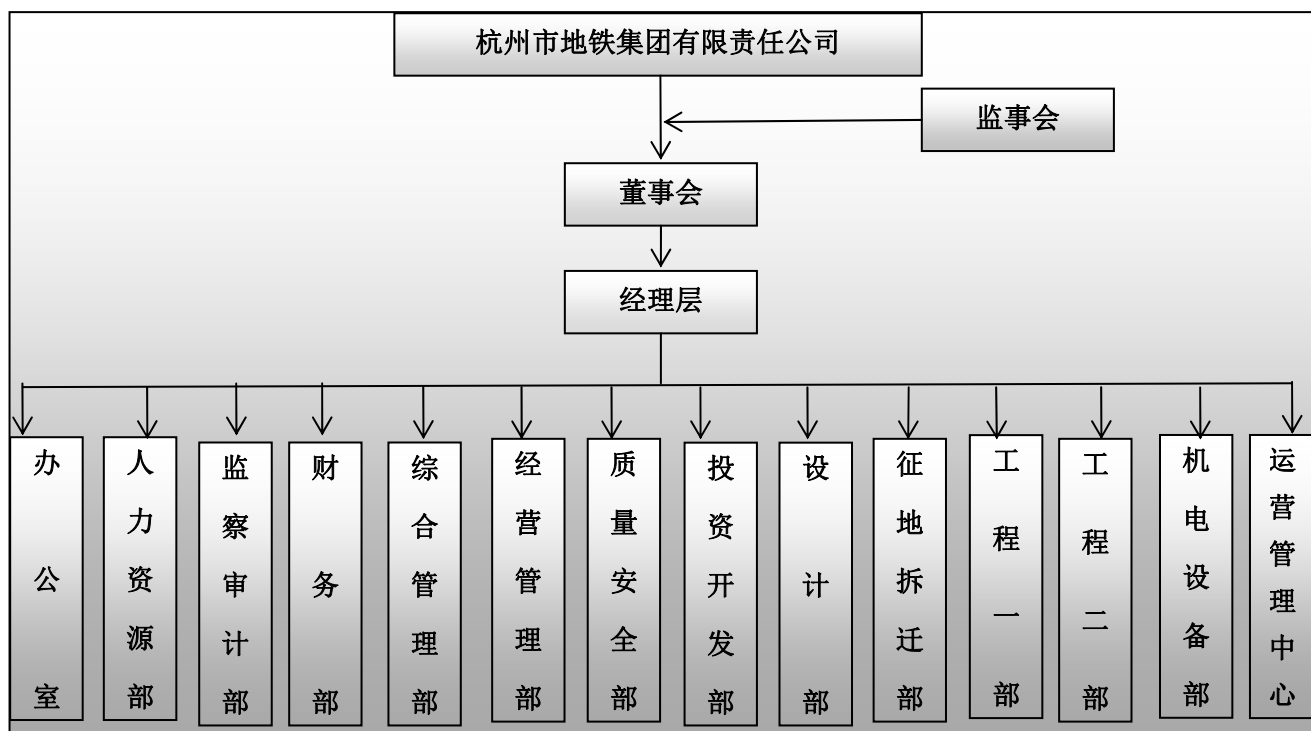
“14 杭地铁/14 杭地铁债”全部用于杭州市

地铁 2 号线一期工程，地铁 2 号线东南段（包含 13 座车站）已于 2014 年 11 月 24 日建成并试运营。截至 2014 年底，该项目西北段 11 座车站已经全部开始开工建设，累计完成投资 29.16 亿元，计划于 2018 年建成通车。

九、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“14 杭地铁/14 杭地铁债”的信用等级为 AAA。

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.25	25.61	50.18
资产总额(亿元)	348.36	423.33	543.53
所有者权益(亿元)	211.24	257.32	293.33
短期债务(亿元)	7.00	8.00	0.50
长期债务(亿元)	120.58	147.55	216.37
全部债务(亿元)	127.58	155.55	216.87
营业收入(亿元)	6.83	5.57	9.76
利润总额(亿元)	5.77	4.20	2.60
EBITDA(亿元)	5.77	4.22	3.51
经营性净现金流(亿元)	-12.10	-3.84	-13.80
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1531.98	104.14	39.02
存货周转次数(次)	0.08	0.04	0.12
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.02
现金收入比(%)	137.88	138.73	168.28
营业利润率(%)	84.44	76.92	33.00
总资本收益率(%)	1.80	1.06	0.59
净资产收益率(%)	2.73	1.63	0.89
长期债务资本化比率(%)	36.34	36.44	42.45
全部债务资本化比率(%)	37.65	37.68	42.51
资产负债率(%)	39.36	39.22	46.03
流动比率(%)	488.11	535.07	413.76
速动比率(%)	405.27	244.30	249.53
经营现金流动负债比(%)	-73.19	-21.57	-42.72
EBITDA 利息倍数(倍)	0.85	0.60	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	22.11	36.85	61.80

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。

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	
资产总额年复合变动率	(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%
净资产年复合变动率	
营业收入年复合变动率	
利润总额年复合变动率	
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-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%

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。