跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1036 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”、“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十三日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	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	10年	AAA	AAA
16杭州地铁MTN001	8.5亿元	2016/05/12	7年	AAA	AAA
16杭州地铁MTN002	3.0亿元	2016/05/12	7年	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017年6月23日

财务数据

项　　目	2014年	2015年	2016年	2017年3月
现金类资产（亿元）	50.18	39.00	45.97	29.72
资产总额(亿元)	543.53	614.63	711.88	701.11
所有者权益(亿元)	293.33	344.01	398.73	404.24
短期债务(亿元)	0.50	0.80	--	--
长期债务(亿元)	203.83	222.93	241.84	247.00
全部债务(亿元)	204.33	223.73	241.84	247.00
调整后全部债务(亿元)	216.87	233.08	248.09	252.59
营业收入(亿元)	9.76	18.09	18.41	10.34
利润总额(亿元)	2.60	-3.63	1.74	5.50
EBITDA(亿元)	3.51	6.40	11.08	--
经营性净现金流(亿元)	-13.80	11.35	5.53	7.10
营业利润率(%)	33.00	6.65	21.61	56.31
净资产收益率(%)	0.89	-1.06	0.44	--
资产负债率(%)	46.03	44.03	43.99	42.34
全部债务资本化比率(%)	41.06	39.41	37.75	37.93
调整后全部债务资本化比率(%)	42.51	40.39	38.36	38.46
流动比率(%)	413.76	359.47	194.98	253.75
经营现金流动负债比（%）	-42.72	30.77	8.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	58.22	34.96	21.83	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	61.79	36.42	22.39	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款，2017年1季度财务报表未经审计。

分析师

常楚笛　周海涵

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

评级观点

杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“公司”）是杭州市地铁项目唯一的投资建设及运营管理的主体，区域专营地位强。跟踪期内，公司持续获得政府提供的财政资金支持，资产规模进一步增大、营业收入保持增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，地铁项目建设周期长、投资额大，且目前路网效应不明显、经营性净现金流波动较大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方面压力，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；未来随着杭州市经济持续发展及地铁线路逐步形成规模运营，公司整体收入有望增长，公司经营前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。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。

综合评估，联合资信确定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”、“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”的信用等级为AAA。

优势

1. 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. 公司作为杭州市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，跟踪期内，继续获得杭州市政府财政补贴等方面大力支持。
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。

关注

1. 杭州市地铁路网尚未形成规模，单位运营

成本较高；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，未来资本支出规模上升，公司面临的资金压力仍较大。

3．跟踪期内，公司经营活动净现金流波动较大。

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。

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券项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内相应信用等级有可能发生变化。

杭州市地铁集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“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

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，实际控制人仍为杭州市人民政府。2016年，公司继续获得各级政府给予增资支持，较2015年新增收到52.50亿元项目资本金，2017年1~3月，公司尚未收到政府拨付资本金。截至2017年3月底，公司实收资本为361.84亿元。新增资本金暂列入实收资本，公司尚未办妥注册资本工商变更登记手续及相关事宜。

表1　截至2017年3月底公司实收资本情况

（单位：亿元）

项目	金额	占比（%）
杭州市人民政府	153.51	42.42
杭州市萧山区人民政府	63.13	17.45
杭州市余杭区人民政府	29.43	8.13
杭州市钱江新城建设管理委员会	22.59	6.24
杭州市经济技术开发区管理委员会	22.44	6.20
杭州市滨江区人民政府	17.31	4.78
杭州之江国家旅游度假区管理委员会	1.52	0.42
国开发展基金有限公司	51.90	14.34
合计	**361.84**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年3月底，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、工程三部、机电设备部以及运营管理中心15个职能部门。公司合并范围较上年无变化。截至2017年3月底，公司员工总数为294人。

截至2016年底，公司资产总额711.88亿元，所有者权益398.73亿元（含少数股东权益19.66亿元）；2016年公司实现营业收入18.41亿元，利润总额1.74亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额701.11亿元，所有者权益404.24亿元（含少数股东权益19.52亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入10.34亿元，利润总额5.50亿元。

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、债券概况与募集资金使用情况

1.　债券概况

截至2017年3月底，联合资信所评公司已发行并存续债券共三只，债券余额合计61.50亿元（详见表2）。跟踪期内，公司均已按期足额支付存续债券利息。存续债券“14杭地铁/14杭地铁债”将于2017年9月17日偿还分期本金5.00亿元。

表2　截至2017年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
14杭地铁/14杭地铁债	50.00	2014/09/17	10年	50.00	设置本金分期偿付条款，自2017年至2024年分期偿付，前4年每年偿还总额的10%，后4年每年偿还15%。
16杭州地铁MTN001	8.50	2016/05/12	7年	8.50	固定利率，每年付息1次，到期一次还本
16杭州地铁MTN002	3.00	2016/05/12	7年	3.00	固定利率，每年付息1次，到期一次还本
合计	**61.50**			**61.50**	--

资料来源：联合资信整理

2. 募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，存续债券“14 杭地铁/14 杭地铁债”募集资金全部用于杭州市地铁 2 号线一期工程；项目总投资 169.50 亿元。截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 178.69 亿元。“16 杭州地铁 MTN001” 募集资金全部用于杭州市地铁 2 号线二期工程；“16 杭州地铁 MTN002”募集资金全部用于杭州地铁 5 号线一期和 4 号线一期工程项目建设。5 号线一期工程总投资 360.64 亿元，4 号线一期工程总投资为 150.51 亿元，截至 2017 年 3 月底，两个项目累计分别已完成投资 80.27 亿元和 108.80 亿元。上述募集资金均已使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

（一）轨道交通建设行业

1. 行业现状

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（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。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，能够有效的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。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

（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。

近年，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，根据《城市轨道交通 2016 年度统计和分析报告》，截至 2016 年底，中国共有 30 城市开通运营城市轨道交通，共计 133 条线路，运营线路总长度达 4152.8 公里。其中，地铁 3168.7 公里，占 76.3%；其他制式城轨交通运营线路长度 984.1 公里，占 23.7%。

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，在解决高密集度客流的出行问题方面均有明显优势。

（3）行业竞争格局

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，上报各省发改委批准，因此，各省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，在解决高密集度客流的出行问题方面均有明显优势。

2. 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。

3. 各地区轨道交通建设投融资模式

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。

4. 行业关注

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 个地铁车站，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本市 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。

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。

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。

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。

5. 行业发展

市政基建市场空间广阔，除了具体的建设业务之外还涵盖了诸如管网工程、民生工程等一系列配套设施，各地政府不断出台的城市建设综合开发政策也为此提供了良好的契机。并且城镇化建设将给建筑业带来巨大发展机遇。都市圈、城市群、城市带和中心城市的发展预示了中国城市化进程进入高速发展阶段，城市化程度的提高将加大对住宅、交通、城市管网、水、煤气、邮电等一系列城市基础设施的需求。城市化的加速发展，新型城市基础设施建设以及城市基础设施领域服务管理体制的改革，不

仅给建筑业带来工程建设的空间，还为建筑业发展提供了机遇，即从单纯的工程施工向投资、建设、运营、服务一体化运作。

城市轨道交通方面，2016年5月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共303个项目，涉及项目总投资约4.70万亿元，其中2016-2018年分别为2.10万亿元、1.30万亿元、1.30万亿元。其中城市轨道交通建设成为三年内交通基础设施投入的重点。 按照《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，未来三年我国总新增城市轨道交通规划里程达到2385公里，共计103个轨交项目，投资额高达1.6万亿元。其中 2016年和2017年将是城轨建设和投资的高峰期。仅2016年城轨规划建设长度就达到1274公里，相比2015年增长170%，2016年的新增里程几乎是前四年新增里程的总和。中国将进入地铁黄金发展期，市场容量巨大。

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。

总体看，国家为有效推进铁路建设，致力于从投融资体制改革，进一步明确铁路的市场化发展方向，将有利于激活铁路轨道交通基础设施市场活力，推动中国轨道交通建设发展。

6. 区域经济

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《2016年杭州市国民经济和社会发展统计公报》数据，2016年，全市实现生产总值11050.49亿元，比上年增长9.5%。其中第一产业增加值304.84亿元，第二产业增加值3977.39亿元，第三产业增加值6768.26亿元，分别增长1.9%、4.7%和13.0%。常住人口人均生产总值121394元，增长7.7%。三次产业结构由上年的2.9：38.9：58.2调整为2.8：36.0：61.2。

近年来，杭州市GDP总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2016年，全市财政总收入2558.41亿元，一般公共预算收入1402.38亿元，分别增长14.0%和13.2%。一般公共预算支出1404.31亿元，增长16.4%。

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。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，共收到政府拨付资本金 52.50 亿元（即实收资本）。目前出资资金均已到位，但尚未办妥实收资本工商变更登记手续及相关事宜。杭州市人民政府是公司的实际控制人。

2. 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。

3. 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、运营补贴政策及土地收入返还上的大力支持。

（1）资本金注入

跟踪期内，杭州市各级政府根据《杭州市人民政府关于印发杭州市轨道交通建设资本金筹措实施办法的通知》（杭政函【2014】145 号文）以及 2015 年，杭州市财政局进一步下发的《关于明确轨道交通征迁安置资金有关问题的通知》（杭财综【2015】6 号文等，持续向公司拨付资本金支持。以上措施有利于减少公司投资负担。2016 年共拨付 52.50 亿元，2017 年 1~3 月尚未收到拨付款项。

表 3　2014~2016 年地铁建设资本金拨付情况

（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
市财政资本金	162000.00	--	200000
区财政资本金	172095.00	192515.00	144995.50
国开基金	--	339000.00	180000.00
合计	334095.00	531515.00	524995.50

资料来源：公司提供

（2）地铁运营补贴及偿债支持

跟踪期内，对于地铁票务收入，根据《关于政府购买地铁 1 号线运营服务的实施方案》（杭政办函【2013】198 号）明确若政府定价的票务收入低于测算票价的票务收入，由政府补偿差额；对于部分特殊人群享受票价优惠，由此造成与正常运营票价票务收入的差额，政府给予等额补偿。2016 年公司收到的票价补偿、安防补助及根据《关于承担支付 2014 年度政府购买地铁 1 号线运营服务资金的通知》（杭财综【2015】10 号）获得的运营服务资金共计 3.16 亿元，计入“营业外收入”，同时体现在“收到其他与投资活动有关的现金”。

（3）土地开发成本返还

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），公司经杭州市政府同意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模式。同时根据《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》等相关文件，土地待开发完成后，通过杭州市土地储备中心招、拍、挂，并将土地出让收入扣除相关税费后按土地净出让收入的 45%比例返回给公司，土地出让金按照杭州市土地储备中心收到出让金的进度分批返还，公司按照实际收到返还的土地出让金确认为公司土地开发整理业务收入，并按相应比例结转成本。

2016 年及 2017 年 1~3 月，公司土地开发整理业务收入分别为 8.07 亿元和 8.40 亿元，土地开发整理收益分别为 6.19 亿元和 6.45 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发展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。

4. 企业信用记录

根据公司提供的 2017 年 5 月 17 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1033010300600540V），公司不存在未结清及已结清不良关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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、营运、管理及其他轨道交通空间资源开发业务。

2016 年，公司实现营业收入 18.41 亿元，主要来源于土地开发整理业务和地铁运营业务收入。2016 年公司实现土地开发整理业务收入 8.07 亿元。主要为确认潮鸣单元 D01/05 地块出让获得的返还款收入。公司地铁运营业务主要以地铁线路票务收入为主。2016 年，公司地铁 1 号线运营实现收入 7.65 亿元，同比增长 9.67%。主要包含地铁 1 号线票务收入 6.04 亿元和 1 号线非票务收入（地铁广告资源费收入、商铺租金等）1.61 亿元。根据会计准则，前期试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程。2016 年形成其他收入主要包含东城广场项目销售收入结转 2.40 亿元及少部分物业服务收入。另外，其他业务收入主要为服务费、场地使用费和设备对外出租的收入，金额为 2423.53 万元，同比下降 65.30%。

2016 年，公司综合毛利率为 23.02%。较 2015 年大幅增加 15.36 个百分点，主要因 2015 年地铁 1 号线转入固定资产，累计折旧大幅增加，使得地铁运营收入毛利率大幅降低，同时 2016 年土地开发整理业务毛利率大幅增至 76.70%，系前期拿地成本低，而出让价较高所致。2016 年其他收入毛利率为-2.09%，同比大幅增加 12.55 个百分点。2016 年其他业务收入毛利率为 65.38%，大幅下降 34.08 个百分点，主要由于 2015 年包含低成本杭港 A 部分租金及盾构机租赁费收入所致。

2017 年 1~3 月，公司形成营业收入 10.34 亿元，主要系潮鸣单元 D01/05 地块土地出让金返还 8.40 亿元，同时地铁运营收入实现 1.85 亿元，其他收入等规模较小。从毛利率来看，公司业务综合毛利率为 56.42%，其中土地开发业务及地铁运营毛利率较 2016 年相对稳定，大幅增长 33.40 个百分点系其他收入毛利率大幅提升所致。

总体看，由于地铁 1 号线于 2014 年 11 月刚实现正式运营，地铁 2 号线、4 号线刚实现部分线路试运营，形成的路网效应尚不明显；单位运营成本较高且计提折旧，地铁运营业务持续处于亏损状态，但土地开发业务对综合毛利率形成较好提升。

表 4 公司各业务板块收入、成本、毛利率构成情况（单位：万元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	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	173958.23	167042.35	3.98	181712.10	140907.22	22.46	102733.05	44606.36	56.58
土地开发整理业务收入	104809.25	70606.22	32.63	80675.00	18795.36	76.70	84037.50	20516.85	75.59

地铁运营收入	69095.50	96374.82	-39.48	76541.06	97103.03	-26.86	18460.67	23918.54	-29.56
其他收入	53.48	61.31	-14.64	24496.04	25008.83	-2.09	234.88	170.96	27.21
2.其他业务收入	6984.34	37.99	99.46	2423.53	839.01	65.38	634.14	438.32	30.88
总　计	**180942.57**	**167080.34**	**7.66**	**184135.63**	**141746.23**	**23.02**	**103367.19**	**45044.68**	**56.42**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1）地铁建设及运营

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

地铁 1 号线采用 PPP 模式，引进香港铁路公司实施特许经营，同时，由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。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，总投资额为 232.17 亿元，地铁 1 号线全长 47.97 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 21.90 亿元，线路长 5.39 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，已于 2015 年底全部建成通车，进入试运营阶段，目前正逐步转入固定资产。截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 19.49 亿元。

地铁 2 号线一期

地铁 2 号线一期工程已于 2008 年 9 月开工，线路全长 30.50 公里，2 号线一期工程分两段。项目总投资 169.50 亿元。截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 178.69 亿元。

其中，地铁 2 号线一期（东南段）已于 2014 年 11 月 24 日开通试运营。地铁 2 号线一期（东南段）总投资 102.82 亿元，截至 2017 年 3 月底，项目投资略有超概，累计已完成投资 103.89 亿元，

地铁 2 号线一期工程西北段总投资 66.68 亿元，截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 74.80 亿元。目前建设进度为 11 座车站已全部完成主体结构，已完成全线 “电通”及热滑；运营人员已进驻车站；正在全面开展附属结构施工，车站机电设备安装、调试及公共区装修。计划 2018 年建成通车。

地铁 4 号线一期

杭州地铁 4 号线一期工程线路全长 20.80 公里，全为地下线，共设车站 18 座，停车场 1 座，大架修车辆基地与 1 号线七堡车辆段资源共享，控制中心共享地铁 1 号线七堡控制中心。分两段建设，工程预算总投资为 150.51 亿元，截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 108.80 亿元。

地铁 4 号线一期（首通段）总投资为 69.69 亿元，地铁 4 号线一期（首通段）已于 2015 年 2 月 2 日投入试运营，全部工程于 2017 年完成通车。截至 2017 年 3 月底，已完成投资 71.37 亿元。

4 号线一期工程南段已于 2014 年开工建设，总投资为 80.82 亿元，截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 37.43 亿元。目前建设进度为南段 7 座车站已完成主体结构，共有 10 台盾

构正在掘进施工；甬江路站-近江站区间、浦沿站-杨家墩区间开展正线轨道铺设。

地铁 2 号线二期

地铁 2 号线二期工程总投资额为 79.04 亿元，线路总长 11.28 公里，截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 43.14 亿元。目前建设进度为 8 座车站已完成主体结构，开展车站机电设备安装和装修施工，以及出入口等附属结构施工；已有 12 段区间隧道单线贯通，目前共有 7 台盾构正在掘进施工；双桥停车场开展主体施工。

地铁 5 号线一期

地铁 5 号线一期工程项目总投资为 360.64 亿元，线路总长为 48.60 公里。截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 80.27 亿元。目前已完成仓前站、杭师大站、常二路站、五常站主体结构。

地铁 6 号线一期

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，项目总投资为 178.31 亿元，线路总长 26.96 公里。截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 31.91 亿元。目前建设进度为双浦站、之江海洋公园站、枫桦西路站、振浦路站、中医药大学站、河山路站等开展土方开挖、主体结构施工等。

地铁运营

截至 2016 年底，公司在运营地铁车型均采用 B 型车，列车采用 6 节编组，每节车辆长约 20 米，最大宽度 2.88 米，高度（含排气口，受电弓降弓状态）3.82 米，总长约 120 米，整列车定员载客 1436 人。列车最高运行速度为 80 公里/小时，列车结构设计寿命不小于 30 年。

截至 2017 年 3 月底，公司已建成开通运营地铁 1 号线（包含下沙延伸段）、地铁 2 号线一期（东南段）、地铁 4 号线一期（首通段）等 3 条线路共 81.31 公里的城市轨道交通线网，日均客流量约 74.43 万人次，2017 年一季度日均客流 77.91 万人次。

表 5　截至 2017 年 3 月底公司已开通地铁线路（单位：km、亿元、座）

项目名称	开通长度	总投资额	资金筹措方案		起终点	车站	开通时间
			资本金	融资			
杭州地铁 1 号线	47.97	232.17	127.69	104.48	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 号线一期（东南段）	18.30	102.82	56.55	46.27	朝阳站-钱江路站	13	2014 年 11 月 24 日
杭州地铁 4 号线一期（首通段）	9.65	69.69	27.88	41.81	彭埠站-近江站	10	2015 年 2 月 2 日
杭州地铁 1 号线下沙延伸段	5.39	21.896	12.04	9.85	文泽路-下沙江滨	3	2015 年 11 月 24 日
合计	**81.31**	**426.576**	**224.16**	**202.41**		**57**	

资料来源：公司提供

地铁1号线

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 47.47 公里，是轨道交通线网中的骨干线。2014 年 11 月已完成试运营。2016 年，杭州地铁 1 号线（包含下沙延伸段）实现客运量 19877.13 万乘次，运营总里程 723.12 万列公里，列车正点率达 99.97%，运行图兑现率达到 99.99%。2017 年 1~3 月，实现票务收入 1.43 亿元，正点率提升至 99.99%。

表 6　杭州地铁一号线运营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	598.60	615.71	723.12	168.09
车站数量（座）	31	34	34	34
列车数量（列）	配属 48 列，线路上 36 列	配属 48 列，线路上 38 列	配属 48 列，线路上 44 列	配属 48 列，线路上 44 列
年度客运量（万乘次）	14437.84	17666.54	19877.13	4973.12
日均客运量（万人次）	39.56	48.40	54.32	54.71

票务收入(亿元)	4.94	5.41	6.04	1.43
平均票价（元）	3.82	3.33	3.27	3.30
正点率（%）	99.88	99.96	99.97	99.99
运行图兑现率（%）	99.97	99.98	99.99	99.99

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，逐步转入固定资产。

地铁2号线一期

公司地铁 2 号线一期（东南段）于 2014 年 11 月开通并投入试运营，开通长度为 18.30 公里，2016 年，杭州地铁 2 号线一期（东南段）实现客运量 2329.04 万乘次，运营总里程 168.25 万列公里，列车正点率达 99.99%，运行图兑现率达到 99.99%。2017 年 1~3 月，实现票务收入 0.14 亿元，正点率及运行图兑现率继续保持很高水平。

表 7　杭州地铁二号线试运营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	18.338	162.25	168.25	39.22
车站数量（座）	12	12	13	13
列车数量（列）	配属 16 列，上线 8 列，备用 2 列	配属 16 列，上线 10 列，备用 2 列	12	13
年度客运量（万乘次）	77.15	1632.53	2329.04	603.16
日均客运量（万人次）	2.03	4.47	6.48	7.18
票务收入（亿元）	0.02	0.38	0.57	0.14
平均票价（元）	2.81	2.60	2.64	2.57
正点率（%）	99.97	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.96	99.99	99.99	99.99

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。

资料来源：公司提供

地铁4号线一期

公司地铁 4 号线一期（首通段）于 2015 年 2 月开通并投入试运营，开通长度为 9.65 公里，2016 年，杭州地铁 4 号线一期（首通段）实现客运量 4535.66 万乘次，运营总里程 99.96 万列公里，列车正点率达 99.99%，运行图兑现率达到 99.99%。2017 年 1~3 月，实现票务收入 0.14 亿元，正点率及运行图兑现率继续保持很高水平。

表 8　杭州地铁四号线试运营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	83.15	99.96	23.46
车站数量（座）	10	10	10
列车数量（列）	配属 14 列，上线 9 列备用 1 列	10	10
年度客运量（万乘次）	3047.21	4535.66	1118.71
日均客运量（万人次）	9.15	12.63	13.32
票务收入（亿元）	0.40	0.60	0.14
平均票价（元）	1.47	1.43	1.42
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

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

资料来源：公司提供

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》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，即起步公里外部分，每增加1元分别可乘4、4、6、8……公里。2016年，采用此方案计价的地铁1号线、2号线及4号线共获得票价收入7.21亿元（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号线一期（东南段）和4号线一期（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。

（2）土地开发整理业务

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），杭州市政府同意上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区范围内地铁周边的土地整理工作由公司负责，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模式。同时根据《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》等相关文件，土地待开发完成后，通过杭州市土地储备中心招、拍、挂，并将土地出让收入扣除相关税、费后按土地净出让收入的45%比例返回给公司，土地出让金按照杭州市土地储备中心收到出让金的进度分批返还。公司按照实际收到返还的土地出让金确认为公司土地开发整理业务收入，并按相应比例结转成本。

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，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。

截至2017年3月底，公司共完成武林广场地下商城地块、牛田单元U/R-01地块、武林广场站04号地块和九堡C2/S3-02地块的出让。公司在进行土地出让后，将分期收到土地出让整理收入并根据收到返还款的时点作为收入确认时点。2016年公司完成了潮鸣单元D-01、05地块（机床厂地块）的土地开发整理并交由杭州市土地储备中心完成出让，公司于2016年6月获得部分土地出让收入返还8.07亿元。2017年1~3月，获得土地出让返还收入8.40亿元。

表9　公司已实现出让土地确认收入情况　（单位：平方米、万元）

地块名称	地块位置	出让年份	土地面积	2014年前确认收入	2014年确认收入	2015年确认收入	2016年确认收入	2017年1~3月确认收入
武林广场地下商城地块	武林广场地下	2012.10	94000.00	20470.51				
牛田单元U/R-01地块	七堡车辆段上盖	2014.10	293354.00		90965.39	104809.25		
武林广场04号地块	武林广场	2011.10	22566.00	118074.77				
九堡C2/S3-02地块	客运中心	2010.03	37765.00	6530.90				
潮鸣单元D-01、05地块（机床厂地块）	杭州机床厂	2016.03	32600.00				80675.00	84037.50
合计	--	--	**447685.00**	**145076.18**	**90965.39**	**104809.25**	**80675.00**	**84037.50**

资料来源：公司提供

公司已取得并正在进行开发整理的地块主要为七堡车辆段B1/B2-13地块，九堡中心单元JG1701-R21-08（原九堡西侧地块），九堡中心单元FG04-C2-C09、FG04-R21-C10地块（原九堡12/13地块）、九堡中心单元JG1703-B1/B2/S42-02地块（原九堡01地块）等10块地块。土地面积合计167.33亩，待上述地块开发完成并出让，预计可实现较大规模土地出让收入。

（3）物业开发及其他业务

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。

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，地铁文化广场站上盖物业、九堡东站综合体和武林广场站综合体项目陆续开工建设。2014 年，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。截至 2017 年 3 月底，公司正在建设的物业开发板块项目主要为武林广场站综合体和九堡东站综合体项目，总投资为 90.00 亿元，已完成投资额 51.48 亿元。未来仍需较大额度投资。

表 10　截至 2017 年 3 月底，杭州地铁物业开发板块在建项目情况（单位：万元）

项目主体	项目名称	地块位置	建设期	总投资	截至 2017 年 3 月已投资	未来三年投资计划
武林广场站综合体	杭政储出【2011】43 号地块商业金融业用房	下城区武林广场 04 号地块	2015-2020	800000.00	399744.95	126092.00
九堡东站综合体	杭政储出【2010】12 号地块商业金融业、社会停车场兼公交设施用房工程	江干区九堡 C2/S3-02 地块	2012-2016	100000.00	115020.98	--
合　计	--	--	--	**900000.00**	**514765.93**	**126092.00**

资料来源：公司提供

此外，其他业务主要为公司对地下空间进行开发，主要包括租赁、服务费、广告媒体等非票务业务。2016 年形成其他收入主要包含东城广场项目销售收入结转 2.40 亿元及少部分物业服务收入。因此项业务收入毛利率较高，整体拉升其他租赁、服务费等毛利率较低的业务，使得整体毛利率上升 12.55 个百分点。但仍小幅亏损，毛利率为-2.09%。2017 年此项业务收入很小，仅为 234.88 万元，毛利率为 27.21%，对营业收入影响小。

2016 年，公司其他业务收入为 2423.53 万元，主要为服务费、场地使用费和设备对外出租的收入。毛利率为 65.38%，此项业务毛利率同比下降 34.08 个百分点，主要由于 2015 年包含低成本杭港 A 部分租金及盾构机租赁费收入所致。2016 年仍保持在较高水平。2017 年 1~3 月，此项收入金额为 634.14 万元，毛利率 30.88%，整体占比较小。

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。

3. 未来发展

截至 2017 年 3 月底，公司地铁线路在建、拟建项目的投资总金额 2386.26 亿元，已完成投资额 473.85 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、总长约 190 公里的轨道交通基本网络。

根据《杭州市城市轨道交通第三期建设规划（2017-2022 年）》，地铁集团 2017-2022 年计划建设 10 个项目，包括 1 号线三期工程、2 号线三期工程、3 号线一期工程、4 号线二期工程、5 号线二期工程、6 号线二期工程、7 号线工程、8 号线一期工程、9 号线一期工程、10 号线一期工程，到 2022 年，计划形成总长 387.80 公里的轨道交通网络。

表 11　截至 2017 年 3 月底公司地铁线路在建、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		已到位资本金	项目进展安排	截至 2017 年 3 月底完成投资	2017 年 4~12 月及以后投资计划
			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	21.90	9.86	12.04	6.14	2015 年底通车	19.49	2.41
杭州市 2 号线一期工程	自丰潭路站至朝阳站，线路长 30.50 公里，设站 24 座	169.50	76.28	93.22	59.26	东南段已通车，西北段已全面开工，预计 2017 年底通车	178.69	-9.19
杭州市 2 号线二期工程	自丰潭路站至新良路站，线路长 11.28 公里，设站 8 座	79.04	47.42	31.62	0.62	已于 2014 年全面开工，预计 2018 年底通车	43.14	35.90
杭州市 4 号线一期工程	自东冠路站至彭埠站，线路长 20.80 公里，设站 18 座	150.51	90.30	60.21	22.24	4 号线首通段于 2015 年通车，一期工程南段 2014 年开工，预计 2017 年建成通车	108.80	41.71
杭州市 5 号线一期工程	自香樟路站至科技岛站，线路长 48.60 公里，设站 36 座	360.64	216.38	144.26	2.62	已于 2014 年开工建设，预计 2018 年建成通车	80.27	20.37
杭州市 6 号线一期工程	自双浦镇站至内环西路站，线路长 26.96 公里，设站 19 座	178.31	106.98	71.33	2.88	已于 2014 年开工建设，预计 2019 年建成通车	31.91	146.40
杭州市 1 号线三期工程	下沙江滨至萧山机场,线路长 11.5 公里，设站 4 座	77.96	23.388	54.572	--	项目主体建设期 2017-2022	0.41	77.55
杭州市 2 号线三期工程	新良路至良渚路,线路长 1.6 公里，设站 1 座	9.88	2.964	6.916	--	项目主体建设期 2017-2020	--	9.88
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	377.59	113.277	264.313	--	项目主体建设期 2017-2021	5.77	371.82
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	173.88	52.164	121.716	--	项目主体建设期 2017-2022	--	173.88
杭州市 5 号线二期工程	中央公园至绿汀路,线路长 3.2 公里，设站 2 座	17.54	5.262	12.278	--	项目主体建设期 2017-2020	--	17.54
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	65.50	19.65	45.85	--	项目主体建设期 2017-2022	0.30	65.2
7 号线工程	吴山广场至江东二路,线路长 45 公里，设站 22 座	289.97	86.991	202.979	--	项目主体建设期 2017-2021	1.33	288.64
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	126.38	37.914	88.466	--	项目主体建设期 2018-2022	--	126.38
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	156.57	46.971	109.599	--	项目主体建设期 2017-2022	3.74	152.83
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	131.09	39.327	91.763	--	项目主体建设期 2018-2022	--	131.09
合计		**2386.26**	**975.13**	**1411.13**	**93.76**		**473.85**	**1652.41**

资料来源：公司提供

根据《杭州市人民政府关于城际铁路富阳线、临安线建设有关问题的专题会议纪要》（杭府纪要【2015】26 号），委托公司负责城际线路：杭富线及杭临线的建设工作。根据浙江省

发改委《关于杭州至临安城际铁路工程初步设计的批复》（浙发改设计【2016】93 号），杭临线全长共计 34.98 公里，设站 12 座，起于临安市九州街锦南新城站，止于余杭区绿汀路站，工程总概算 122.99 亿元，其中建安费约 65.31 亿元。2016 年 1 月 4 日杭州至临安城际铁路工程开工，建设工期约 39 个月，力争 2019 年底开通试运营。截至 2017 年 4 月，全线开累完成投资 17.53 亿元。

根据浙江省发改委《关于杭州至富阳城际铁路工程初步设计的批复》（浙发改设计【2016】125 号），杭富线全长共计 23.50 公里，起于美院象山站-桂花路站，设站 11 座，总投资 114.14 亿元。2017 年 3 月 18 日完成招标的 SGHF-7 标（即富阳城区 4 站 4 区间），将于 6 月份开工。其它各标段即原高架段待“上改下”正式批复以及杭州至富阳城际铁路附属配套工程立项审批后，杭富线与附属配套工程将全面开工。

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。

总体看，公司地铁在建及拟建项目较多，随着建设规模的不断扩大，公司仍需大量的资金支持，同时，地铁线路的不断建成及投入运营也将为公司未来取得稳定的收入提供保障。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年一季度财务报告未经审计。跟踪期内，公司合并口径没有变化，财务可比性强。

截至 2016 年底，公司资产总额 711.88 亿元，所有者权益 398.73 亿元（含少数股东权益 19.66 亿元）；2016 年公司实现营业收入 18.41 亿元，利润总额 1.74 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 701.11 亿元，所有者权益 404.24 亿元（含少数股东权益 19.52 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.34 亿元，利润总额 5.50 亿元。

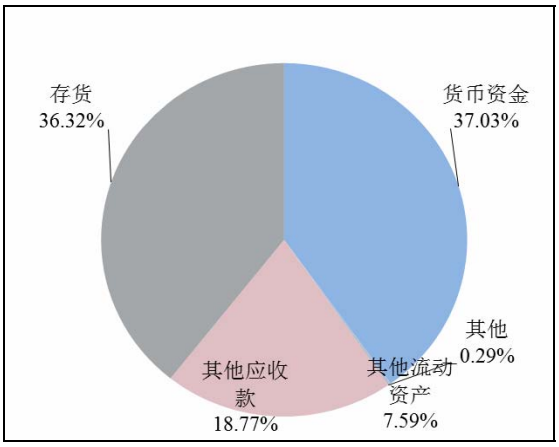
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 711.88 亿元，同比增长 15.82%，主要由于货币资金及在建工程增加所致。其中流动资产占比 17.44%；非流动资产占比 82.56%；资产构成中，以固定资产、在建工程为主的非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 124.15 亿元，同比下降 6.39%，主要系存货下降所致。流动资产构成主要以货币资金（占 37.03%）、其他应收款（占 18.77%）和存货（占 36.32%）为主。

图 1　2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 45.97 亿元，同比增长 17.88%，系随着融资规模的加大而增加所致。其中银行存款占 99.54%，库存现金和其他货币资金合计占 0.46%。其他货币资金主要为开立保证函存入的保证金 0.21 亿元。

截至 2016 年底，公司其他应收款 23.30

亿元，同比大幅下降 36.38%，主要为应收关联方代垫款、借款及补贴款等。从账龄来看，1 年以内应收款项占比 19.58%，1~2 年的占比 68.91%，2~3 年占比 0.64%，3 年以上占比 10.91%。整体账龄结构尚可。从集中度来看，期末余额前五名其他应收款占比达 93.96%，主要为对杭州萧山地铁投资开发有限公司 16.00 亿元，集中度较高。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。

表 12　2016 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：万元）

单位名称	金额	占比	款项性质
杭州萧山地铁投资开发有限公司	16.00	68.67	资金往来
杭州市人民政府	2.70	11.57	补贴款
杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司	1.60	6.87	借款
农银金融租赁有限公司	1.00	4.29	其他保证金
杭州市滨江区人民政府	0.60	2.56	代垫款项等
合计	**21.90**	**93.96**	

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司存货45.09亿元，同比下降9.88%。主要包含开发成本和开发产品；其中开成成本主要为未整理完成土地及物业项目投入；包括武林广场综合体项目39.47亿元和土地一级开发地块合计1.62亿元等；开发产品为已完成整理的土地投入；包括由九堡东01地块土地开发项目、潮鸣单元D-01、D-05地块项目和七堡车辆基地综合体土地开发项目合计金额2.65亿元。2016年底，未发现存货存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

截至2016年底，公司其他流动资产金额为9.42亿元，同比增长39.63%，主要系待抵扣增值税增加所致。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计金额为587.73亿元，主要由固定资产（占43.35%）及在建工程（占53.92%）组成。

2016年，公司新增可供出售金融资产0.17亿元，系对杭州金投智诚投资合伙企业及中车电商科技有限公司投资所致。

截至2016年底，公司长期股权投资3.17亿元，同比下降10.93%，主要系对投资企业杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司确认投资损益造成减少所致。同期，新增投资性房地产6.26亿元，来自于存货九堡东站综合体项目转入导致增加。

截至2016年底，公司固定资产余额为254.80亿元，较上年比基本稳定，主要包括地铁一号线配套设施179.06亿元、专用设备37.99亿元、地铁车辆19.13亿元以及地铁装修工程9.33亿元等，2016年底累计折旧10.00亿元，较2015年底主要计提专用设备和地铁车辆折旧等。目前仅对地铁一号线配套设施暂缓折旧。

截至2016年底，公司在建工程316.92亿元，同比增长48.45%。主要系增加轨道交通工程建设款及拆迁预付款转入。且本期转入固定资产4.39亿元，主要为一号线配套设施转入固定资产形成。对在建工程未计提减值准备。同期，公司其他非流动资产为预付长期资产购置款，金额为6.19亿元，同比下降33.46%。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 701.11 亿元，与 2016 年底相比小幅下降 1.51%，主要来自于货币资金的减少。从构成看，资产中流动资产占比 15.53%，非流动资产占比 84.47%，资产结构较 2016 年底变化小。

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构中仍以固定资产和在建工程为主的非流动资产为主，公司流动资产中其他应收款和存货占比高，资产流动性一般。总体来看，公司资产结构合理，资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 398.73 亿元，同比增长 15.91%，其中归属于母公司所有者权益中，实收资本（占 90.75%），资本公积（占 0.64%）和未分配利润（占 3.36%）。主

要源于地铁项目建设资本金拨付带来的实收资本的持续增长。另少数股东权益占所有者权益的（占 4.93%）

截至 2016 年底，公司实收资本金额为 361.84 亿元，同比增长 16.97%，共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、杭州市经济技术开发区管理委员会、杭州市滨江区人民政府和杭州之江国家旅游度假区管理委员会拨付的新增资本 34.50 亿元，同时根据公司与国开发展基金有限公司和杭州投资发展有限公司共同签订的《投资协议》，由国开发展基金有限公司出资 18.00 亿元，上述款项均暂列入实收资本。

截至 2016 年底，公司资本公积金额为 2.54 亿元，较 2015 年底增长 23.28%，系根据府办简复第【B20160571】号文件，本期确认收到不作为投资主体的拱墅区、下城区和西湖人民政府拨入的征迁安置资金 0.48 亿元。

截至 2016 年底，公司未分配利润金额为 12.83 亿元，同比增长 17.93%。增长幅度较快。

公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 313.15 亿元，同比增长 15.72%，其中流动负债占比 20.33%，非流动负债占比 79.67%。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。

截至 2016 年底，公司应付账款金额 31.64 亿元，同比大幅增长 158.32%，主要来自于应付工程款的大幅增加 19.79 亿元。

截至 2016 年底，公司其他应付款金额 29.23 亿元，同比增长 42.25%，主要为非关联方往来款、保证金等款项。其中对绿城房地产集团有限公司应付款项大幅增加。

截至2016年底，公司长期借款金额为180.53亿元，同比增长4.27%。其中主要包括158.71亿元的信用借款以及质押借款21.83亿元（为子公司杭港地铁应收账款质押）。同期，公司应付债券金额为61.31亿元，分别包含14年度发行的“14杭地铁/14杭地铁债”、16年发行的两期中期票据“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”。

截至2016年底，公司长期应付款金额为6.25亿元，同比减少33.12%，公司分别与农银金融租赁有限公司、工银金融租赁有限公司和浦银金融租赁股份有限公司签订《售后回租合同》，将账面价值合计23.37亿元的在建工程用于售后回租交易，形成的融资租赁。因其有息借款性质，将其调整至全部债务核算。

截至2016年底，公司递延收益为政府对票价进行补贴及安防资助补贴共计1.39亿元，同比小幅下降4.56%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 296.87 亿元，较 2016 年底小幅下降 5.20%，主要系公司应付工程款减少及其他应付款减少所致，非流动负债占比有所上升。

从有息债务来看，跟踪期内，公司债务结构仍以长期债务为主，截至 2016 年底，公司调整后全部债务 241.84 亿元，全部为长期债务，公司债务规模持续增长。从债务负担情况看，2016 年，因公司资产，所有者权益的增加，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，2016 年底分别为 43.99%、38.36%和 37.75%。

截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务 252.59 亿元，较 2016 年底小幅增长 1.81%，仍全部为长期债务。同期，资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.34%、38.46%和 37.93%。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，且仍以长期债务为主，符合地铁建设周期较长的行业特点，但由于资产规模及所有者权益的增加，整体债务有所减轻。

3. 盈利能力

公司 2016 年营业收入为 18.41 亿元，主要来自土地开发整理业务以及地铁一号线运营收入，同比增长 1.76%。主要由于确认潮鸣地块收入等合计 8.07 亿元；同时公司地铁一号线

运营收入保持增长，2016 年为 7.65 亿元，该业务因随着地铁一号线及相关设施逐步转入固定资产计提折旧，导致其持续处于亏损状态，毛利率为-26.86%。

从期间费用看，主要为管理费用及财务费用，2016 年，公司管理费用 0.66 亿元，较上年下降 1.10%。财务费用 4.54 亿元，较上年下降 13.87%，主要为融资利息成本下降所致。期间费用占比为 28.71%。目前公司大部分工程仍处于建设期，资本化利息支出占比仍较大。公司期间费用控制能力弱化。2016 年，公司获得杭州市人民政府和杭州市财政局等拨付的与收益相关的政府补助及税费减免补助等共计 3.34 亿元计入营业外收入。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率大幅增至 21.61%，较上年上升 14.96 个百分点，主要受本期土地开发业务成本为早期拿到成本较低所致。同时，公司利润总额由负转正为 1.74 亿元，主要受营业外收入大幅增加所致，利润对补贴收入依赖性强。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.34 亿元，相当于 2016 年全年的 56.16%，主要来自于土地出让收入和一号线地铁运营收入；同期营业成本 4.50 亿元，相当于 2016 年全年的 31.76%。公司营业利润率为 56.31%，较 2016 年大幅增加 34.70 个百分点，主要系折旧成本主要为年底确认所致。2017 年 1~3 月，公司获得营业外收入 0.82 亿元，主要为财政补贴收入。同期公司实现利润总额 5.50 亿元，相当于 2016 年全年的 316.09%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入保持增长，但土地整理开发受国家相关政策影响较大，收入具有不确定性，且由于目前地铁运营线路尚未形成规模，运营初期运营费用增长较快，运营收入对成本覆盖能力弱及计提折旧等因素，导致利润波动较大。但未来随着在建地铁项目的建成及通车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，未来公司盈利能力有望持续增强。

4. 现金流分析

2016年，公司经营活动产生的现金流入为24.69亿元，同比增长3.03%，其中主要为销售商品、提供劳务收到的现金17.40亿元，系收到土地出让返还金及地铁运营收入所致，现金收入比为94.49%，同比下降12.35个百分点，收付实现质量一般。收到其他与经营活动有关的现金快速增长至7.29亿元，同比增长57.37%。主要为代收的充值款及补助，随着客流量的增长，代收的充值款将持续快速增长。公司经营活动现金流出金额为19.17亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金8.61亿元，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，2016年为5.31亿元，主要系支付给杭港公司代收款项一卡通充值款所致。公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流入5.53亿元。

公司投资活动现金流量表现为净流出，主要由于建设地铁线路使得购建固定资产、无形资产等支付的现金持续增加。2016 年公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金 17.07 亿元，主要为往来款及与建设活动相关的保证金及保险赔款、政府拆迁补助等。2016 年公司投资活动现金流出 81.84 亿元，同比下降 16.51%；主要由于 2015 年支付其他与投资活动有关的现金中包含支付借给萧山地铁 16.00 亿元委托借款，2016 年未形成该笔款项，同时由于公司地铁建设投资持续增加，购建固定资产、无形资产等支付的现金增至 81.28 亿元，同比增长 8.89%。公司投资活动现金净流出规模为 59.39 亿元。

公司筹资活动现金流入 72.85 亿元，同比小幅下降 4.26%，主要由吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和发行债券收到现金构成。公司筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付现金构成，其中分配股利支付的现金为 10.84 亿

元。跟踪期内，公司筹资活动现金流表现为净流入规模 60.80 亿元。筹资规模较大。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金量净额 7.10 亿元，其中经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金 11.19 亿元，经营活动现金流出规模较小，为 5.30 亿元。2017 年 1~3 月，公司投资活动现金流量净额-26.80 亿元，其中投资活动现金流入很小，投资活动现金流出 26.93 亿元，系地铁建设资金投入所致；公司筹资活动现金流量净额 3.45 亿元，其中筹资活动现金流入中取得借款收到现金 5.20 亿元，筹资活动现金流出 1.76 亿元主要为偿还债务、分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017 年 1~3 月，公司现金收入比为 108.25%，仍保持较高水平。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量持续增加，伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模较大。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很强依赖性。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，受流动负债增幅较大影响，公司流动比率和速动比率有所下降。截至2016年底分别为194.98%和124.16%；2016年公司经营活动现金流动负债比为8.68%，同比大幅下降22.09个百分点，对短期债务保障能力减弱。截至2017年3月底，公司上述两项指标分别为253.75%和150.24%，较2016年底有所上升。总体看，截至2016年底，公司无短期债务，货币资金较为充裕，短期偿债能力很好。

从长期偿债能力来看，2016年，公司EBITDA增至11.08亿元，主要来自于利润总额的增加。公司调整后全部债务/EBITDA为22.39倍，从指标上看，EBITDA对全部债务的保障能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为 792.75 亿元，已经使用 196.00 亿元，公司间接融资渠道畅。

截至 2017 年 3 月底，公司本部及子公司地铁置业分别为杭州武林广场地下商城建设有限公司和杭州奥体博览中心建设投资有限公司提供担保，担保金额分别为 6.00 亿元和 10.29 亿元，担保比率为 4.03%。总体看，被担保企业经营情况正常，公司担保比率较低，或有负债风险较小。

十、存续期内债券偿债能力

截至跟踪日，联合资信所评公司发行并存续的债券余额合计61.50亿元，2016年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为11.08亿元和24.69亿元，分别为待偿还债券本金合计的0.18倍和0.40倍。同时，存续债券“14杭地铁/14杭地铁债”将于2017年9月17日偿还分期本金5.00亿元，2016年，公司现金类资产对分期偿还本金保障倍数为9.19倍，公司EBITDA和经营活动现金流入量对其保障倍数分别为2.22倍和4.94倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对待偿还本金合计保障能力弱，鉴于现金类资产充足，对分期偿付金额保证能力强。

同时，存续期内三只债券将于2023年达到偿债高峰，当年需偿还本金最高额达19.00亿元（其中“14杭地铁/14杭地铁债”7.50亿元，“16杭州地铁MTN001”8.50亿元和“16杭州地铁MTN002”3.00亿元），2016年公司EBITDA和经营活动现金流入量对需偿还本金最高额保障倍数分别为0.58倍和1.30倍。

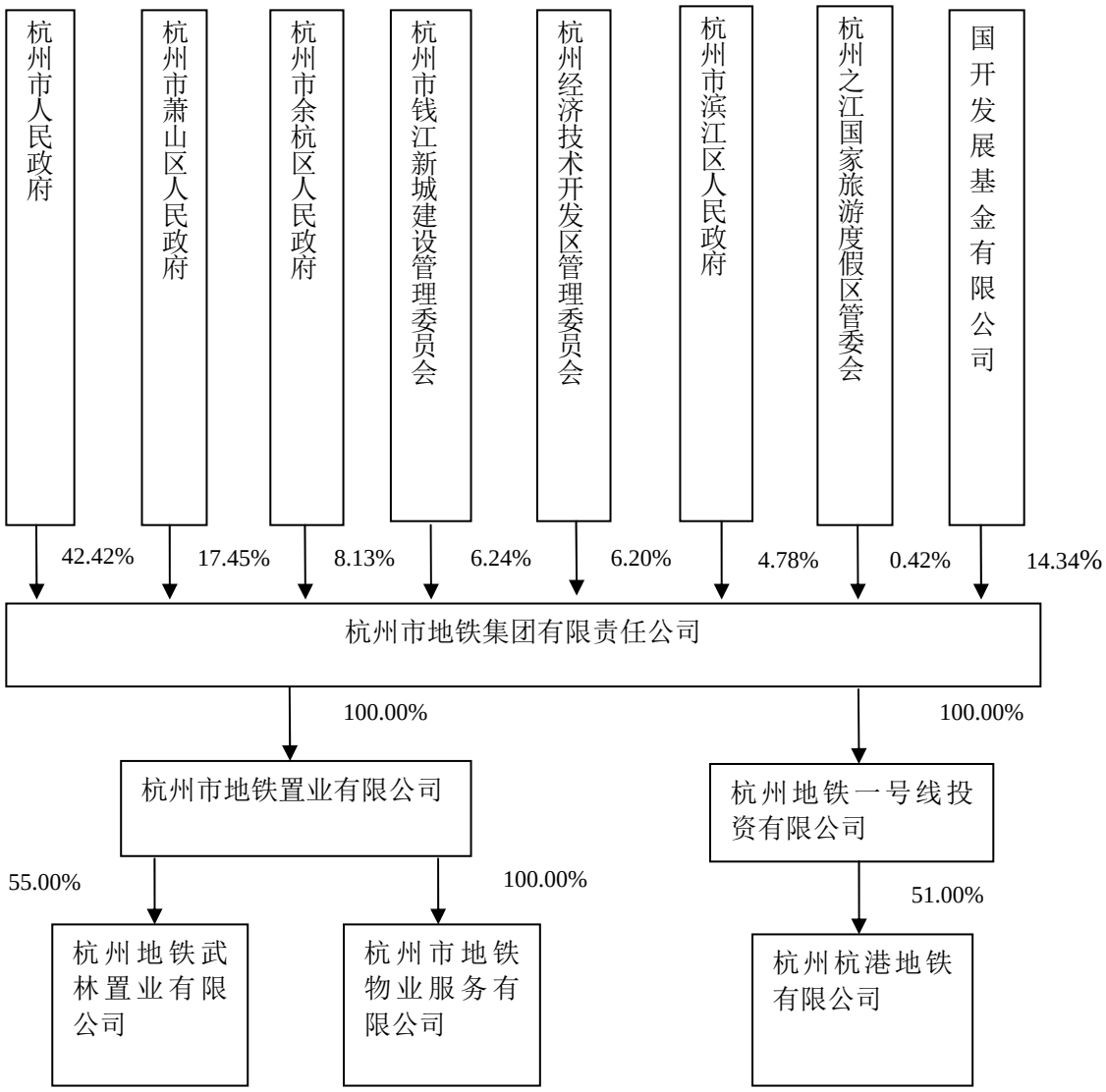
考虑到杭州市各级政府对公司持续的资本金支持，公司对上述存续债券本金偿还的保障能力好。

十一、 结论

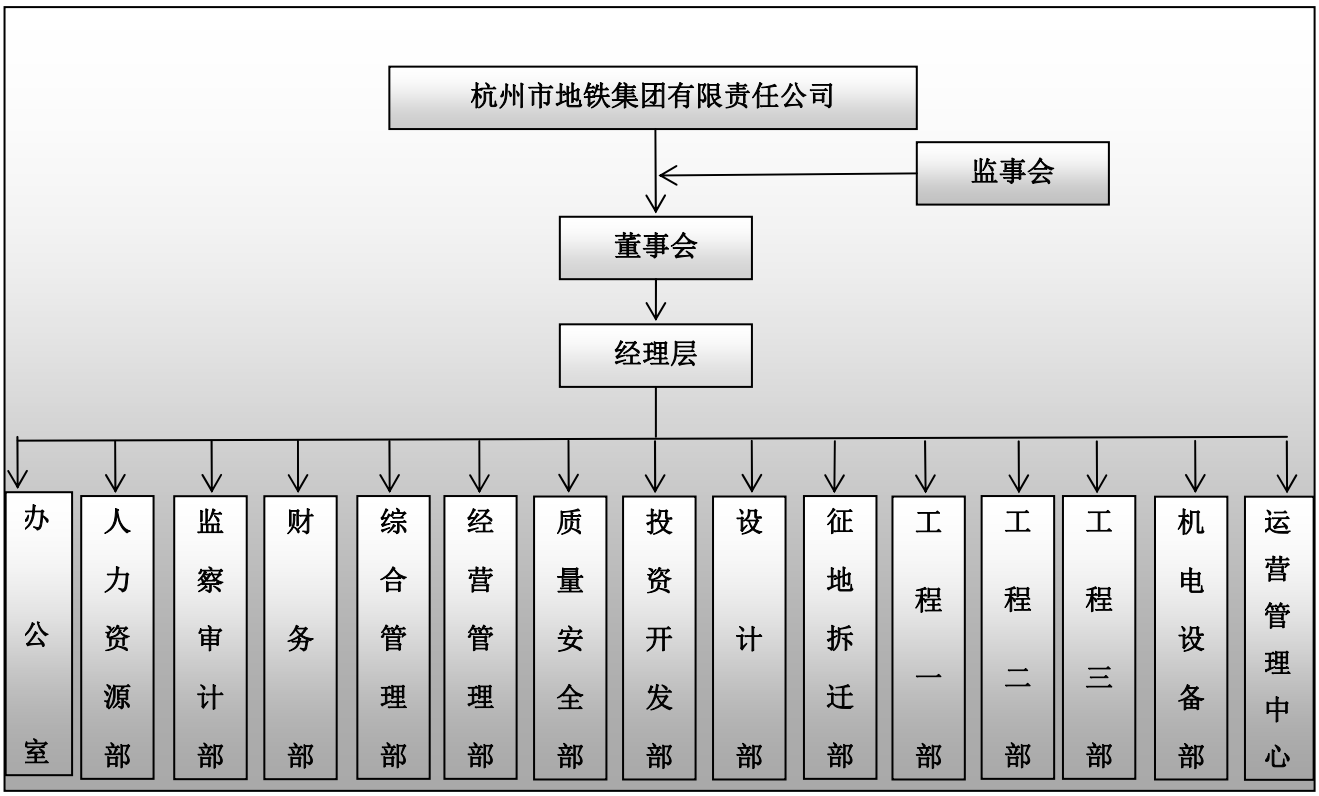
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“14杭地铁/14杭地铁债”、“16杭州地铁

MTN001”和“16杭州地铁MTN001”的信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.18	39.00	45.97	29.72
资产总额(亿元)	543.53	614.63	711.88	701.11
所有者权益(亿元)	293.33	344.01	398.73	404.24
短期债务(亿元)	0.50	0.80	0.00	0.00
长期债务(亿元)	203.83	222.93	241.84	247.00
全部债务(亿元)	204.33	223.73	241.84	247.00
调整后全部债务(亿元)	216.87	233.08	248.09	252.59
营业收入(亿元)	9.76	18.09	18.41	10.34
利润总额(亿元)	2.60	-3.63	1.74	5.50
EBITDA(亿元)	3.51	6.40	11.08	--
经营性净现金流(亿元)	-13.80	11.35	5.53	7.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	39.02	71.07	112.98	--
存货周转次数(次)	0.12	0.32	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	168.28	106.84	94.49	108.25
营业利润率(%)	33.00	6.65	21.61	56.31
总资本收益率(%)	0.59	0.29	0.99	--
净资产收益率(%)	0.89	-1.06	0.44	--
长期债务资本化比率(%)	41.00	39.32	37.75	37.93
全部债务资本化比率(%)	41.06	39.41	37.75	37.93
调整后全部债务资本化比率(%)	42.51	40.39	38.36	38.46
资产负债率(%)	46.03	44.03	43.99	42.34
流动比率(%)	413.76	359.47	194.98	253.75
速动比率(%)	249.53	223.84	124.16	150.24
经营现金流动负债比(%)	-42.72	30.77	8.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	58.22	34.96	21.83	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	61.79	36.42	22.39	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款。从此 2017 年 1 季度财务报表未经审计。

附件 3　有关财务指标的计算公式（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	
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

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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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