信用等级公告

联合〔2019〕1632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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州市地铁集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，维持“14杭地铁债/PR杭地铁”“16杭州地铁MTN001”“16杭州地铁MTN002”和“18杭州地铁MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

杭州市地铁集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 杭地铁债/PR 杭地铁	45.00 亿元	2024/9/17	AAA	AAA
16 杭州地铁 MTN001	8.50 亿元	2023/5/12	AAA	AAA
16 杭州地铁 MTN002	3.00 亿元	2023/5/12	AAA	AAA
18 杭州地铁 MTN003	20.00 亿元	2021/11/26	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	45.97	49.28	135.91	88.63
资产总额(亿元)	711.88	923.48	1319.23	1367.87
所有者权益(亿元)	398.73	458.56	591.54	591.14
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	241.84	294.65	528.75	575.45
全部债务(亿元)	241.84	294.65	528.75	575.45
营业收入(亿元)	18.41	43.63	48.40	2.95
利润总额(亿元)	1.74	5.57	9.53	-0.42
EBITDA(亿元)	11.01	14.41	19.07	0.00
经营性净现金流(亿元)	5.53	47.98	16.58	-2.41
营业利润率(%)	21.61	20.49	22.40	-14.77
净资产收益率(%)	0.44	0.99	1.21	--
资产负债率(%)	43.99	50.33	55.16	56.78
全部债务资本化比率(%)	37.75	39.12	47.20	49.33
流动比率(%)	194.98	102.13	158.40	135.90
经营现金流动负债比（%）	8.68	28.97	10.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.96	20.45	27.72	--

注：2017 年财务数据为追溯调整数据；公司 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：唐立倩　楚方媛
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“杭州地铁”或“公司”）是杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，在地铁投资、建设、运营管理和地铁沿线资源开发方面具有专营性优势。跟踪期内，公司业务稳定推进，资产及权益规模快速增长，并持续在资金投入等方面获得强有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到地铁项目建设周期长、投资额大，具有较强的公益性特征；目前公司地铁运营线路较少、债务快速增长、未来投资压力大等因素可能对公司信用基本面带来一定不利影响。

政府对公司的持续资本金支持和对地铁运营的补亏承诺，对公司经营形成了较好的保障，随着地铁线路的逐步建成通车及房地产开发项目的推进，公司整体收入水平和盈利能力有望持续增长。

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

优势

1. 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，持续在资金投入等方面获得强有力的外部支持。
2. 跟踪期内，受房地产业务收入增长影响，公司收入及利润规模保持增长。
3. “14 杭地铁债/PR 杭地铁”设置了本金分期偿还条款，有助于缓解集中偿付压力。

关注

1. 杭州市地铁路网初步形成但运营线路仍较少，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，跟踪期内，公司债务规模快速增长，未来公司将进入轨道交通投资建设的高峰期，面临较大的资金压力。

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

杭州市地铁集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“杭州地铁”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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。2018年，公司继续获得杭州各级政府给予的增资支持，较2017年底新增128.98亿元项目资本金。截至2019年3月底，公司注册资本412.65亿元、实收资本541.63亿元，差异系2018年新增出资尚未办理工商变更所致。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司本部内设综合管理部、办公室、人力资源部、纪检监察部、审计部、财务部、综合管理部、经营管理部、质量安全部等17个职能部门；合并范围内一级子公司3家。

截至2018年底，公司资产总额1319.23亿元，所有者权益591.54亿元（含少数股东权益20.89亿元）；2018年，公司实现营业收入48.40亿元，利润总额9.53亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1367.87亿元，所有者权益591.14亿元（含少数股东权益21.07亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入2.95亿元，利润总额-0.42亿元。

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

截至2019年5月底，联合资信所评“14杭地铁债/PR杭地铁”“16杭州地铁MTN001”“16杭州地铁MTN002”和“18杭州地铁MTN003”尚需偿还债券余额合计71.50亿元（详见表1），跟踪期内，相关债券已按期付息并支付分期本金，公司既往付息情况良好。

截至2019年3月底，公司存续债券“14杭地铁债/PR杭地铁”募集资金已全部用于杭州市地铁2号线一期工程，项目总投资177.83亿元，累计已完成投资196.70亿元；“16杭州地铁MTN001”募集资金已全部用于杭州市地铁2号线二期工程，项目总投资79.04亿元，累计已完成投资63.20亿元。“16杭州地铁MTN002”募集资金已全部用于杭州地铁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，两个项目累计分别已完成投资278.32亿元和126.49亿元。“18杭州地铁MTN003”已使用募集资金2.19亿元，用于1号线三期、7号线和10号线一期工程，项目总投资分别为77.96亿元、289.97亿元和131.09亿元，截至2019年3月底分别完成投资32.25亿元、87.11亿元和28.63亿元。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14杭地铁债/PR杭地铁	50.00	40.00	2014/09/17	10年
16杭州地铁MTN001	8.50	8.50	2016/05/12	7年
16杭州地铁MTN002	3.00	3.00	2016/05/12	7年
18杭州地铁MTN003	20.00	20.00	2018/11/26	3年
合计	**81.50**	**71.50**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁

浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018年中国城镇常住人口8.31亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发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。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约1.5万亿。根据《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，截至2018年底，中国内地累计有35个城市建成投运城市轨道交通线路，共计185条线路，运营线路总长度达5761.4公里，共有7种制式同时在运营。其中，地铁4354.3公里，占比75.6%；轻轨255.4公里，占比4.4%；单轨98.5公里，占比1.7%；市域快轨656.5公里，占比11.4%；现代有轨电车328.7公里，占比5.7%；磁浮交通57.9公里，占比1.0%；APM10.2公里，占比0.2%。

图1　2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

图2　截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车

里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

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。

由于轨道交通只能服务于特定的区域，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、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）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，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。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。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

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

（4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

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，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

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 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发〔2003〕81 号）	国务院	2003.09
2	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169 号）	住建部	2014.11
3	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117 号）	环保部	2014.12
4	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49 号）	发改委	2015.01
5	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知（国发〔2015〕51 号）	国务院	2015.09
6	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506 号）	发改委、住建部	2015.12
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11.
9	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》（国发〔2016〕72 号）	国务院	2016.12
10	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189 号）	发改委	2017.01
11	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的知道意见（发改基础〔2017〕74 号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173 号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
14	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）发布	国务院	2018.07
15	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

（6）行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在国外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

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，形成规模经营、适度竞争的格局。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一

线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建3500公里左右，相当于前50年的总和，2020年底全国城市轨道交通运营线路预计7000公里左右，2025年底将超过1万公里，2030年底可能接近1.5万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次0.4万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时3万人次以上、1万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 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。

杭州市作为浙江省的经济强市，跟踪期内经济持续发展，三产结构合理，人均可支配收入持续增长，城市整体竞争力很强。

2018年，杭州市GDP为13509亿元，同比增长6.7%。其中第一产业增加值306亿元，第二产业增加值4572亿元，第三产业增加值8632亿元，分别增长1.8%、5.8%和7.5%。三次产业结构由上年的2.5：34.6：62.9调整为2.3：33.8：63.9。2018年底全市常住人口980.6万人，比上年底增加33.8万人。全年人均地区生产总值14.02万元，全年全市全体居民人均可支配收入54348元，增长9.1%。

2018年，杭州市完成工业增加值4160亿元，增长6.3%，其中规模以上工业增加值3405亿元；规模以上工业中高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值分别增长10.8%、13.1%和9.3%，占规模以上工业增加值的57.2%、33.3%和45.0%。同期，杭州市固定资产投资增长10.8%，其中民间投资增长10.1%，基础设施投资增长26.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本412.65亿元，实收资本541.63亿元，部分注资未办妥工商变更登记手续。杭州市人民政府持有公司42.35%的股份，为公司实际控制人。

2. 外部支持

2018年，杭州市财政收入持续增长，税收入占比大，稳定性较好，财政自给能力强；公司持续获得杭州市各级政府在资本金注入及运营补贴等方面的大力支持。

2018年，杭州市全年财政总收入2921.30亿元，一般公共预算收入1825.06亿元，同比增长12.5%；其中税收收入1651.21亿元，占一般公共预算收入的90.5%，财政收入质量很高。同期，全市一般公共预算支出1717.08亿，财政自给率106.29%，财政自给能力强。杭州市作为浙江省的经济强市，财政实力强且增长

势头良好，为公司发展提供了稳定保障。

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及偿债资金支持和运营补贴。

截至 2018 年底，公司实收资本 541.63 亿元，同比增长 31.26%，为来自市级、区级政府拨付的新增资本金 128.98 亿元，主要包括杭州市政府 61.78 亿元、萧山区政府 13.25 亿元、余杭区政府 21.49 亿元、滨江区政府 11.09 亿元、钱江新城管委会 9.95 亿元、经开区管委会 4.30 亿元、大江东管委会 7.12 亿元。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司收到财政拨付的票价及安防补贴分别为 3.47 亿元和 1.15 亿元。

3．企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版，机构信用代码为 G1033010300600540V），截至 2019 年 6 月 13 日，公司不存在未结清及已结清不良或关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 13 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司营业收入持续增长，其中地铁运营收入稳定增长，房产销售收入随项目交付快速增长，土地整理收入有所下降。

表 3　2017~2019 年 3 月公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	10.39	23.82	58.34	1.84	3.80	112.37	--	--	--
地铁运营	8.74	20.03	-12.31	9.77	20.19	-3.84	2.26	76.50	-10.76
房产销售	23.13	53.01	23.27	34.84	71.98	32.75	--	--	--
其他业务	1.37	3.14	-0.56	1.95	4.03	-21.40	0.69	23.50	-23.88
总　计	**43.63**	**100.00**	**23.75**	**48.40**	**100.00**	**26.21**	**2.95**	**100.00**	**-13.84**

注：地铁运营收入中包含票务收入和非票务收入；2018 土地开发整理板块前期暂估的成本于当期冲回，导致该板块毛利率超过 100%
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司仍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。2018 年，公司实现营业收入 48.40 亿元，同比增长 10.94%，其中房产销售收入随杨柳郡二期项目交付快速增长，同时随着公司地铁线路路网效应的初步显现，公司地铁运营收入稳定增长。公司其他业务收入主要系围绕地铁沿线进行的资源开发收入，包括租赁业务、地铁站点的商贸经营业务、停车场收费业务、媒体和通信业务等收入，该板块收入规模较小。2018 年，公司营业毛利率 26.21%，较上年有所增长。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.95 亿元，主要来自于地铁运营板块，土地开发整理暂未确认收入。同期，公司营业毛利率为 -13.84%。

2．业务经营分析

跟踪期内，公司地铁线路初步成网，未来随着地铁线路陆续开通并进入正式运营期，地

铁运营收入有望持续增长。

杭州地铁1号线自2012年11月开通，截至2019年3月底，公司已建成开通线路包括地铁1号线（包含下沙延伸段）、地铁2号线一期（包含东南段和西北段）、地铁2号线二期、地铁2号线三期、地铁4号线一期（包括首通段以及南段）等3条线路共117.47公里的城市轨道交通线网，共计76个站点，计划总投资合计677.63亿元，已投资644.64亿元。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司已开通地铁线路情况

（单位：亿元、公里、个）

项目名称	总投资	已投资	开通长度	车站	开通时间
地铁 1 号线	232.17	236.19	47.97	31	2012.11
1 号线下沙延伸段	21.90	19.15	5.39	3	2015.11
2 号线一期东南段	177.83	196.70	18.30	13	2014.11
2 号线一期西北段			12.20	11	2017.07
2 号线二期	79.04	63.20	11.28	8	2017.12
2 号线三期	16.18	2.91	1.48	1	2017.12
4 号线一期首通段	150.51	126.49	9.65	18	2015.02
4 号线一期南段			11.20	8	2018.01
合计	**677.63**	**644.64**	**117.47**	**76**	**--**

注:上表开通时间指线路通车时间，通车后进行约 2 年左右的试运行，期间产生收入属于工程建设期间试生产收入，不计入营业收入
资料来源：公司提供

2018 年，公司实现地铁运营收入 9.77 亿元，主要为地铁 1 号线票务收入，同时包括部分非票收入。目前杭州地铁 2 号线、4 号线已开始部分试运营，期间产生的运营收支净额冲减在建工程，不计入营业收入，2018 年 2 号线和 4 号线试运营票款收入 26.39 亿元，计入“收到其他与投资活动有关的现金”。

截至 2019 年 3 月底，公司已通车线路日均客流量合计 148.56 万人次，同比增长 22.27%。各线路详细运营情况详见下表。

表 5　杭州地铁 1 号线运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	750.83	780.44	184.58
车站数量（座）	34	34	34
年度客运量（万乘次）	22537.46	27051.65	6144.31
日均客运量（万人次）	61.75	74.11	73.15
票务收入（亿元）	6.95	8.21	1.83
平均票价（元）	3.28	3.12	3.07
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

注：1 号线于 2014 年 11 月完成试运营，逐步转入固定资产
资料来源：公司提供

表 6　杭州地铁 2 号线试运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	168.25	600.64	162.99
车站数量（座）	33	33	33
年度客运量（万乘次）	5790.22	15814.56	3888.68
日均客运量（万人次）	15.86	43.33	46.29
票务收入（亿元）	1.29	4.03	0.98
平均票价（元）	2.45	2.81	2.78
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冲减在建工程
资料来源：公司提供

表 7　杭州地铁 4 号线一期试运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	113.98	288.87	81.99
车站数量（座）	10	18	18
年度客运量（万乘次）	5658.19	10118.97	2446.13
日均客运量（万人次）	15.50	27.72	29.12
票务收入（亿元）	0.77	1.85	0.45
平均票价（元）	1.51	2.02	2.02
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冲减在建工程
资料来源：公司提供

公司运营车型均采用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）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少于30年。

票价方面，杭州地铁票价定价方式遵循杭价费〔2012〕248批文，根据《中华人民共和

国价格法》和《政府指定价格听证办法》等有关规定，通过听证会拟定，全程采用区间计价的方式。起价2元可乘坐4公里，乘车距离超过4公里采用递远递减的方式计价，4~12公里每1元可乘4公里，12~24公里每1元可乘6公里，24公里以上每1元可乘8公里，即起步公里外部分，每增加1元分别可乘4、4、6、8……公里。对比其他城市地铁票价，杭州地铁票价处于较高水平，考虑到居民消费水平，未来票价只会进行小幅调整。

跟踪期内，杭州市轨道交通线网中的骨干线路路网效应初显，未来随着公司运营线路的增加、网络化运营效应的逐步显现，客流量将有较大幅度提高，同时地铁 2 号线及 4 号线即将转入正式运营期，预计未来公司地铁运营收入将呈快速增长趋势。

跟踪期内，公司土地开发整理收入有所下降，目前在整理地块具有一定规模，预期该板块收入持续性较好但存在较大波动。

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的模式。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，待土地开发完成后，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。

截至 2019 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、九堡 C2/S3-02 地块、机床厂地块和近江单元 SC0302-B1/B2-14 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，土地出让后，公司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。跟踪期内，公司共确认土地出让收入 1.84 亿元，主要来自于牛田单元及近江单元地块。

表 8　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	2016 年前确认收入	2017 年确认收入	2018 年确认收入
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	195774.64	--	--
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	--
牛田单元 B1/B2-13 地块	地铁七堡车辆段(七堡站)地铁	2017.10	15066.00	--	19882.04	7024.49
近江单元 SC0302-B1/B2-14 地块	杭州地铁一号线秋涛路站	2018.04	7829.00	--	--	11374.17
合计	--	--	**503180.00**	**421525.82**	**103919.54**	**18398.67**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司正在进行开发整理的地块合计 5 宗，土地面积合计 85.54 亩，待上述地块开发完成，预期可实现土地出让金 10.98 亿元。

表 9　公司待出让土地情况　（单位：万元、亩）

地块名称	地块位置	总投资	已投资	面积	计划出让时间	预计土地出让金
九堡中心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块	东至胜稼路、西至客运中心、南至 02 地块、北至德胜路	4277.97	7591.37	33.75	2019.12	57600.00
九堡中心单元 JG1701-R21-08 地块	东至久盛路、西至九安北路、南至九沙大道、北至当地集体留用地	400.00	92.51	21.52	2019.12	13200.00
祥符单元 GS0903 -B1/B2/S2-08 地块	东至 GS0903-G1/S2-22 地块、西至古墩路、南至 GS0903-G1/S2-22 地块、北至祥符南路	6000.00	27.46	16.02	2019.12	15000.00
米市巷单元 GS0103-B/A32/S2-42A 地块	东至浙江省邮电器材公司杭州设备分公司、南至沈塘桥路、西至莫干山路、北至浙江邮电学校	3300.00	26.6	6.75	2019.12	10000.00
小营紫阳单元 SC0206-S2-01 地块	北至铁路工务段、南至住宅、东至铁路、西至河坊街	400.00	--	7.5	2020.12	14000.00
合计	--	**14377.97**	**7737.94**	**85.54**	--	**109800.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司房地产销售板块随杨柳郡二期项目交付确认收入规模较大，杨柳郡项目三期及商铺部分将于 2019 年交付，预计房地产销售收入仍可保持较大规模。

公司引入“地铁+物业”的开发模式，利用地铁沿线及周边土地和上盖物业开发收益一定程度上弥补项目资金缺口，实现投融资平衡。公司的物业开发业务的经营主体为其子公司杭州市地铁置业有限公司（以下简称“地铁置业”）。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。

截至 2019 年 3 月底，地铁置业进行物业开发并且已完工的项目主要包括地铁东城项目以及地铁•绿城杨柳郡（七堡车辆段综合体）项目。地铁东城项目住宅部分已于 2016 年完成出售，商业部分于 2017 年 5 月起出租，可租赁面积共计 47493 平米，已签约面积的 90%以上，尚未确认出租收入。跟踪期间，房地产板块收入主要来自杨柳郡项目的销售收入。

绿城杨柳郡项目分四期，前三期已完成销售，四期已销售近 50%，累计完成销售额 127.14 亿元，2017 年确认收入 23.13 亿元；2018 年杨柳郡一期项目部分尾盘确认收入，同时二期项目完工交付并结转收入，一期、二期合计确认收入 34.84 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司存货科目中杨柳郡项目开发成本 36.45 亿元，预收账款科目中预收杨柳郡项目售房款 64.74 亿元。杨柳郡三期及商铺部分将于 2019 年完工交付并确认收入，此外，公司通过招拍挂于 2018 年购入五常地块，将与万科合作进行天空之城项目的开发工作，天空之城项目总建筑面积约 80 万平方米，其中住宅部分规模面积约 60 万平方米，预计一期将于 2019 年开始销售，于 2020 年起陆续确认收入。预计公司房地产销售收入仍可保持较大规模。

3．未来发展

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。

根据杭州市规划，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）》，公司 2017~2022 年计划建设 10 个项目，到 2022 年计划形成总长 387.80 公里的轨道交通网络。截至 2019 年 3 月底，公司在建及拟建项目计划总投资 2515.53 亿元，已投资 720.04 亿元，计划于 2019 年投入 498.86 亿元。2022 年亚运会将在杭州市举办，届时杭州地铁十条线路将全部投入运营。未来几年，公司将进入轨道交通投资建设的高峰期。随着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，随着相关业务的逐步推进，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。

表 10　截至 2019 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	建设规划总投资	资金筹措方案		已到位资本金	项目进展安排	已投资	2019 年拟投资	2020 年及以后拟投资
			贷款	资本金					
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	105.97	项目主体建设期 2014-2019	278.32	77.00	--
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	44.41	项目主体建设期 2014-2020	106.19	42.60	35.47
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	54.572	23.388	6.06	项目主体建设期 2017-2022	32.25	30.10	27.24
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	264.313	113.277	9.65	项目主体建设期 2017-2021	44.49	74.10	286.31
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	121.716	52.164	21.90	项目主体建设期 2017-2022	29.78	34.40	136.65
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	12.278	5.262	2.37	项目主体建设期 2017-2020	9.38	2.66	--
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	45.85	19.65	2.71	项目主体建设期 2017-2022	15.14	13.70	31.89
杭州市 7 号线工程	吴山广场至江东二路,线路长 45 公里，设站 22 座	289.97	202.979	86.991	6.78	项目主体建设期 2017-2021	87.11	80.60	142.08
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	88.466	37.914	6.92	项目主体建设期 2018-2022	24.20	34.20	61.55
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	109.599	46.971	10.74	项目主体建设期 2017-2022	64.55	41.20	79.96
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	91.763	39.327	8.60	项目主体建设期 2018-2022	28.63	26.30	94.95
杭州机场轨道快线工程	吴山西至靖江，线路长 58.5 公里，车站 15 座	419.80	251.88	167.92	--	项目主体建设期 2019-2022	--	35.00	384.80
杭州地铁 3 号线北延工程	文一西路（不含）至吴山前村，线路长约 4.8 公里，设车站 4 座	108.70	65.22	43.48	--	项目主体建设期 2019-2022	--	3.00	105.70
杭州地铁 5 号线西延工程	老余杭至绿汀路，线路长约 5.0 公里，设车站 2 座	31.60	18.96	12.64	--	项目主体建设期 2019-2022	--	4.00	27.60
合计	--	**2515.53**	**1650.956**	**864.574**	**226.11**	--	**720.04**	**498.86**	**1414.20**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

2018年4月，公司新设成立杭州铁安测绘有限责任公司，负责在建及拟建地铁线路的测绘工作；2018年6月，公司新设杭州元常房地产投资有限公司（以下简称“元常房地产”），但随后于年内将其转让。2019年一季度，公司合并范围未发生变化。截至2019年3月底，公司合并范围内一级子公司3家（详见附件1-2）。跟踪期内，合并范围新增子公司为公司投资设立，新设公司目前规模较小，对公司财务数据影响不大。整体看，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，受线路投入持续增加影响，公司资产规模快速增长，资产结构仍以非流动资产为主，资产质量尚可。

截至2018年底，公司资产总额1319.23亿元，同比增长42.85%，主要系在建工程、货币资金及其他应收款增长所致。公司资产中非流动资产占80.70%，资产以非流动资产为主，符

合城市轨道交通行业特征。

表 11　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49.28	5.34	135.91	10.30	88.63	6.48
其他应收款	39.04	4.23	66.51	5.04	74.80	5.47
存货	57.27	6.20	44.19	3.35	49.89	3.65
流动资产	**169.12**	**18.31**	**254.67**	**19.30**	**221.89**	**16.22**
固定资产	268.33	29.06	265.18	20.1	264.2	19.31
在建工程	466.34	50.5	733.21	55.58	811.05	59.29
其他非流动资产	5.77	0.62	38.68	2.93	43.24	3.16
非流动资产	**754.36**	**81.69**	**1064.56**	**80.70**	**1145.98**	**83.78**
资产总额	**923.48**	**100.00**	**1319.23**	**100.00**	**1367.87**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 254.67 亿元，同比增长 50.59%，主要系货币资金及其他应收款增长所致。公司货币资金 135.91 亿元，同比大幅增加 86.63 亿元，主要系为配合线路投资进度借款资金到账所致；货币资金中受限资金 0.49 亿元，包括 0.35 亿元保函保证金及 0.14 亿元司法冻结资金（该笔司法冻结资金系经济合同纠纷所致，纠纷所涉款项已于 2018 年底结清，冻结资金于 2019 年 1 月解冻）。公司其他应收款 66.51 亿元，同比大幅增长 70.38%；其他应收款欠款前五名单位包括：杭州西曙置业有限公司 33.94 亿元（为元常房地产子公司，该款项主要系子公司地铁置业对其提供的借款）、杭州诺千投资管理有限公司 10.03 亿元（系地铁置业子公司杭州东胜置业有限公司对其股东提供的借款）、杭州市人民政府 3.36 亿元、杭州市武林置业有限公司 1.36 亿元、杭州市国土资源局 1.16 亿元，其他应收款中账龄在一年以内的占 81.73%，整体账龄较短，回收风险小。公司存货 44.19 亿元，同比下降 22.84%，主要系杨柳郡项目出售结转成本所致；存货中开发成本和开发产品分别占 92.35%和 5.01%，开发成本中包括 35.60 亿元杨柳郡项目投入及 5.23 亿元土地一级开发投入，开发产品主要为杨柳郡一期、二期及九堡地块项目。

截至 2018 年底，公司非流动资产 1064.56 亿元，同比大幅增长 41.12%，主要系在建线路投入增加所致。公司固定资产 265.18 亿元，随折旧计提同比下降 1.17%，公司按年限平均法计提折旧，地铁轨道使用年限按 15 年计、主变电站按 50 年计、车辆按 10~35 年计、专用设备按 5~20 年计，残值率在 0~5%；公司固定资产主要包括一号线配套设施 195.76 亿元、专用设备 32.69 亿元和车辆 19.92 亿元。公司在建工程 733.21 亿元，同比大幅增长 57.23%，主要系在建线路投入快速增加所致，2022 年亚运会将在杭州举办，届时杭州地铁十条线路将全部投入运营，近年来公司持续保持较大投资力度。公司长期股权投资 17.91 亿元，同比增加 13.13 亿元，主要系对杭州杭港地铁五号线有限公司追加投资 9.41 亿元、对杭州地铁武林置业有限公司追加投资 2.78 亿元所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1367.87 亿元，较 2018 年底增长 3.69%，资产结构调整主要体现为货币资金大量投入线路建设。

2．资本结构

跟踪期内，受益于政府持续划拨项目资本

金，公司所有者权益增长较快。

表 12　公司权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	412.65	89.99	541.63	91.56	541.63	91.62
资本公积	6.40	1.40	6.88	1.16	6.88	1.16
盈余公积	2.28	0.5	2.34	0.40	2.34	0.40
未分配利润	16.46	3.59	19.80	3.35	19.20	3.25
归属于母公司权益合计	**437.80**	**95.47**	**570.65**	**96.47**	**570.08**	**96.44**
少数股东权益	20.76	4.53	20.89	3.53	21.07	3.56
所有者权益合计	**458.56**	**100.00**	**591.54**	**100.00**	**591.14**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2018 年底，公司所有者权益 591.54 亿元，同比增长 29.00%，主要系实收资本增加所致。公司实收资本 541.63 亿元，同比增长 31.26%，为收到来自市级、区级政府拨付的新增资本金 128.98 亿元，相关工商变更手续暂未完成。公司所有者权益主要以实收资本为主，稳定性好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益较 2018 年底微幅下降 0.07%，主要系亏损导致未分配利润减少所致。

跟踪期内，公司负债规模随线路投入增加而大幅增长，公司债务全部为长期债务，与项目投资周期相匹配。

截至 2018 年底，公司负债合计 727.69 亿元，同比增长 56.52%。其中非流动负债占 77.91%。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。

表 13　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	72.36	15.56	65.91	9.06	65.75	8.47
其他应付款	11.10	2.39	25.78	3.54	27.48	3.54
流动负债	**165.75**	**35.65**	**160.78**	**22.09**	**163.27**	**21.02**
长期借款	238.39	51.28	457.52	62.87	504.14	64.91
应付债券	56.27	12.10	71.23	9.79	71.31	9.18
长期应付款	3.20	0.69	36.91	5.07	36.76	4.73
非流动负债	**299.17**	**64.35**	**566.91**	**77.91**	**613.45**	**78.98**
负债合计	**464.92**	**100.00**	**727.69**	**100.00**	**776.72**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司流动负债 160.78 亿元，同比下降 3.00%。公司应付账款 65.91 亿元，同比下降 8.91%；应付账款主要为应付材料及工程款、征地拆迁款和设备款。预收款项 66.35 亿元，主要为杨柳郡项目预收房款，同比下降 17.43%系项目交付确认收入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 566.91 亿元，同比增长 89.49%。公司长期借款 457.52 亿元，因线路投资需求较大同比增加 219.13 亿元；公司长期借款中信用借款占 95.31%，其余为以一号线项目应收账款质押获得的质押借款。公司应付债券金额 71.23 亿元，为“14

杭地铁/PR杭地铁债”“16杭州地铁MTN001”“16杭州地铁MTN002”和“18杭州地铁MTN003”的摊余成本。公司长期应付款36.91亿元，同比快速增加33.71亿元；公司长期应付款包括10亿元地方政府土地储备专项债券资金和26.91亿元融资租赁资金，均为有息债务。

截至2018年底，公司全部债务528.75亿元，同比大幅增长79.45%；短期债务均为长期债务逐年到期部分（公司短期债务规模小且未在审计报告中反映，本报告未对短期债务进行调整），公司整体债务期限，与项目周期相匹配。若将长期应付款调整计入全部债务核算，2018年底，公司调整后全部债务565.66亿元，同比增长89.91%。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率分别为55.16%和48.88%，同比分别增长4.82个和9.50个百分点。截至2018年底，公司于2019~2022年到期的债务规模分别为14.51亿元、14.06亿元、39.53亿元和20.43亿元，公司所获借款主要为项目借款，偿债及还款与项目建设周期及经营回款相匹配，不存在集中偿付压力。

截至2019年3月底，公司负债总额776.72亿元，较2018年底增长6.74%，主要系长期借款持续增长所致。同期，公司调整后全部债务612.21亿元，同比增长8.23%，仍全部为长期债务；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率分别为56.78%和50.88%。

3．盈利能力

跟踪期内，受杨柳郡项目交付结转收入影响，公司营业收入仍保持较大规模，利润总额对补贴依赖性有所下降。未来随着线路路网效应的突显及上盖物业综合开发利用的持续推进，公司盈利能力有望增强。

2018年，公司实现营业收入48.40亿元，同比增长10.94%；营业成本35.76亿元，同比增长7.49%，增速小于营业收入。公司营业利润率由上年的20.49%增长至22.40%。公司期间费用5.54亿元，以财务费用为主，期间费用占营业收入的比重由12.25%降至11.44%，期间费用控制能力持续提升。

2018年，公司获得票价及安防补贴3.47亿元，计入其他收益；获得投资收益0.85亿元，主要来自于处置长期股权收益。当期公司营业利润9.56亿元，同比增长71.84%；实现利润总额9.53亿元，随着公司上盖物业开发持续推进，利润对补贴收入的依赖性逐步下降。

从盈利指标来看，2018年公司总资本收益率为1.00%，受债务扩张影响同比有所下滑；公司净资产收益率1.21%，同比略有增长。

2019年1~3月，公司实现营业收入2.95亿元，相当于2018年全年的6.10%，主要来自于地铁运营收入；同期营业成本3.36亿元。公司营业利润率为-14.77%，系地铁运营业务持续亏损所致。2019年1~3月，公司获得其他收益1.15亿元，主要为财政补贴收入，同期公司利润总额-0.42亿元。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量仍保持较大规模，伴随着地铁建设工作的进行，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。

2018年，公司经营活动现金流入87.27亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金35.20亿元，现金收入比由2017年的154.23%下降至72.73%，主要系上年度预收房款于2018年确认收入所致。公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，2018年为52.07亿元，主要为收到的保证金、押金及其他往来款等款项。同期，公司经营活动现金流出增长较快，其中购买商品、接受劳务支付现金14.39亿元，主要为土地平整开发支出，支付其他与经营活动有关的现金46.17亿元，主要为支付的保证金、押金及其

他往来款等款项。2018年公司经营活动现金流量净额16.58亿元。

2018 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 79.35 亿元（收回元常房地产归还借款 35.70 亿元、收回杭州萧山地铁投资开发有限公司借款 16.00 亿元、2 号线及 4 号线试运营期间的票款收入 26.39 亿元），同比大幅增长主要系往来拆借规模扩大所致，公司处置子公司元常房地产收到现金 1.11 亿元。2018 年公司投资活动现金流出 353.03 亿元，主要为在建线路等投入 277.73 亿元，支付其他与投资活动有关的现金 61.79 亿元，主要包括支付元常房地产借款 36.15 亿元、支付其他代垫代建款 25.64 亿元。同期，公司投资活动现金净流量-271.46 亿元。

2018年公司筹资活动现金流入主要体现为股东注资及借款获现，其中股东注资、取得借款及发行债券分别获现128.98亿元、221.87亿元和19.97亿元，同期偿付债务本息流出29.59亿元。2018年，公司筹资活动现金净流入341.67亿元，为配合线路投资，筹资活动保持较大力度。

2019年1~3月，公司经营活动现金流入量为8.38亿元，主要为销售商品、提供劳务收到现金7.34亿元，以预收房款为主，公司现金收入比248.89%；经营活动现金流出10.80亿元。2019年1~3月，公司在建线路等投资持续推进，购建固定资产、无形资产等流出89.74亿元，投资活动现金净流量-90.56亿元。公司筹资活动现金净流入45.69亿元，筹集资金主要用于线路建设。

5．母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 1200.03 亿元，所有者权益 571.91 亿元；2018 年，母公司实现营业收入 4.49 亿元，利润总额 0.56 亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 1246.67 亿元，所有者权益 571.23 亿元；2019 年 1~3 月，母公司实现营业收入 0.22 亿元，利润总额-0.69 亿元。

6．偿债能力

公司短期债务规模小，存量债务以长期债务为主。2018 年，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力弱。考虑到市、区两级政府对公司在资本金注入及运营补贴方面的支持力度，以及上盖物业开发等板块可获得的持续回报，公司整体偿债能力极强。

2018 年底，公司流动比率和速动比率快速上升至 158.40%和 130.91%，主要系融资规模扩大带动货币资金增长所致。受经营活动现金流量净额下滑影响，公司经营现金流动负债比下降至 10.32%。2019 年 3 月底，公司货币资金持续投入项目建设，流动比率和速动比率有所下降，分别为 135.90%和 105.35%。公司债务以长期债务为主，短期债务均为长期债务逐年到期部分，短期债务规模小且账面现金类资产充裕，短期支付能力极强。

2018 年，公司 EBITDA 为 19.07 亿元，较上年增长 32.37%，但受债务规模快速扩张影响，公司调整后全部债务/EBITDA 由上年的 20.67 倍增长至 29.66 倍，从指标上看，EBITDA 对调整后全部债务的保障能力弱。考虑到市、区两级政府对公司在资本金注入及运营补贴方面的支持力度大，以及上盖物业开发等板块获得的持续回报，公司整体偿债能力极强。

截至 2019 年 3 月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为 789.09 亿元，已使用 510.41 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2019年3月底，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6.00亿元，为非关联方杭州奥体博览中心建设投资有限公司和杭州大江东经济开发投资有限公司分别担保10.29亿元和13.00亿元，担保比率为4.95%。总体看，被担保企业目前经营情况正常，公司担保比率较低，或有负债风险较小。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券余额 71.50 亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司一年内到期兑付债券本金 5.00 亿元，2021 年将达到存续债券待偿本金峰值，为 26.00 亿元。2019 年 3 月底，公司现金类资产 88.63 亿元；2018 年，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 87.27 亿元、16.58 亿元和 19.07 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年 3 月
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	26.00
现金类资产/一年内到期债券余额	17.73
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.36
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.64
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.73

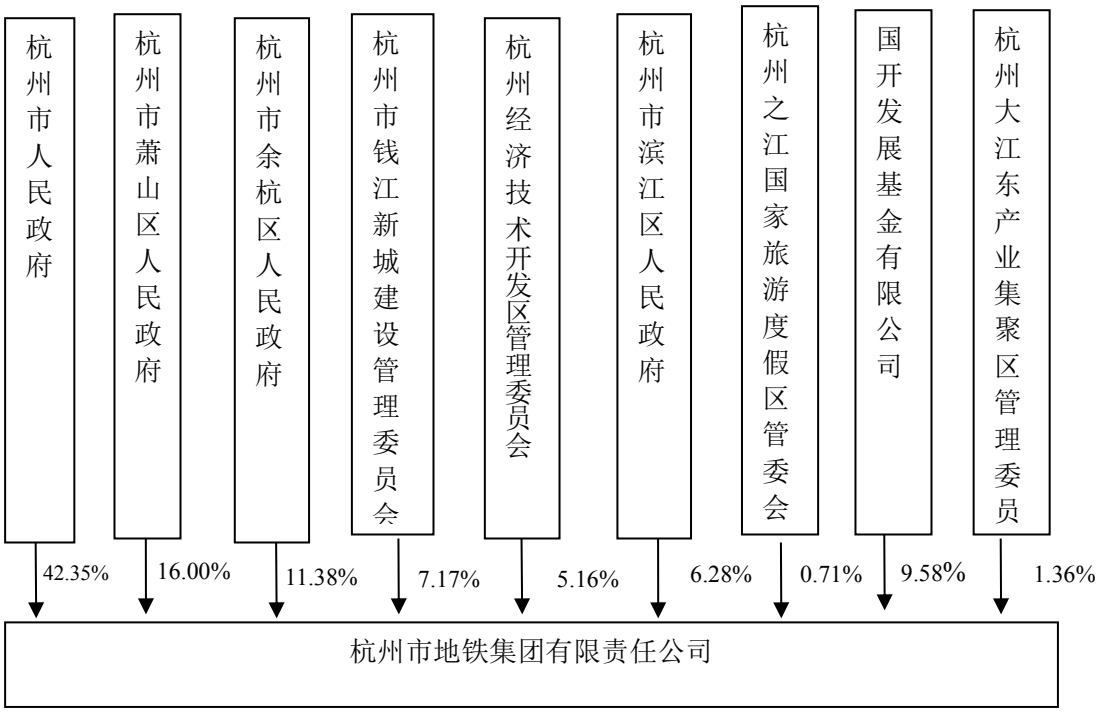
资料来源：联合资信整理

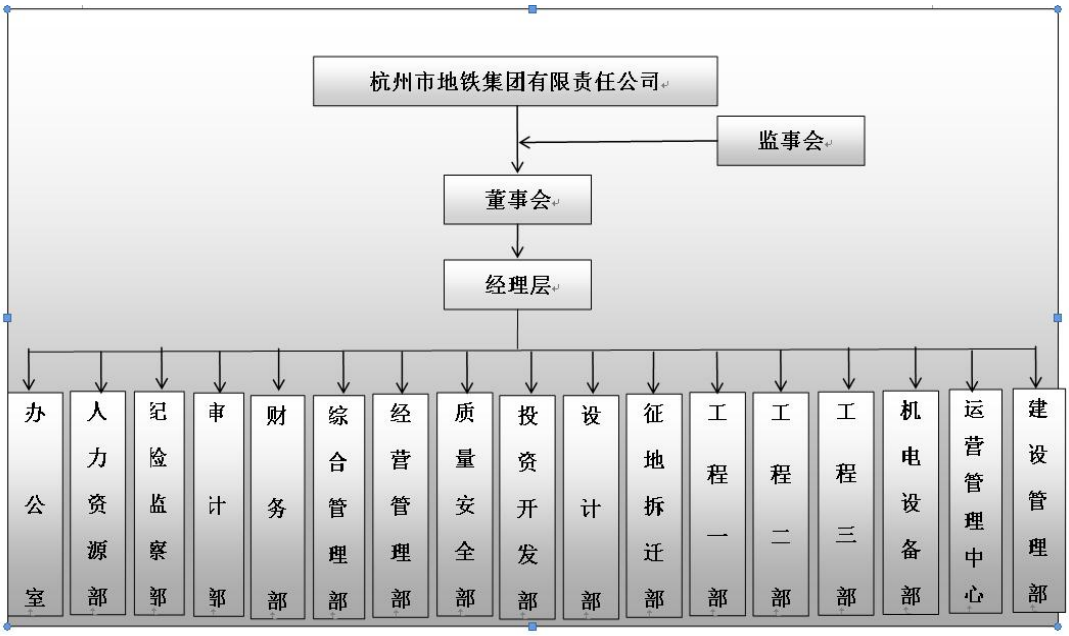
总的看，公司未来一年内到期债券规模小，现金类资产对其保障能力好；经营活动现金流入量对公司未来待偿还债券本金峰值保障能力好。

十、结论

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

附件1-1　公司股权及组织结构图





附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司合并范围一级子公司

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
杭州地铁一号线投资有限公司	232140.00	100.00	轨道交通工程投资、管理
杭州市地铁置业有限公司	10000.00	100.00	房地产开发，物业管理
杭州铁安测绘有限责任公司	1600.00	100.00	轨道交通工程测绘

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	45.97	49.28	135.91	88.63
资产总额(亿元)	711.88	923.48	1319.23	1367.87
所有者权益(亿元)	398.73	458.56	591.54	591.14
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	241.84	294.65	528.75	575.45
调整后长期债务(亿元)	248.09	297.85	565.66	612.21
全部债务(亿元)	241.84	294.65	528.75	575.45
调整后全部债务(亿元)	248.09	297.85	565.66	612.21
营业收入(亿元)	18.41	43.63	48.40	2.95
利润总额(亿元)	1.74	5.57	9.53	-0.42
EBITDA(亿元)	11.01	14.41	19.07	0.00
经营性净现金流(亿元)	5.53	47.98	16.58	-2.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	112.98	103.68	49.66	--
存货周转次数(次)	0.30	0.65	0.70	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	94.49	154.23	72.73	248.89
营业利润率(%)	21.61	20.49	22.40	-14.77
总资本收益率(%)	0.99	1.13	1.00	--
净资产收益率(%)	0.44	0.99	1.21	--
长期债务资本化比率(%)	37.75	39.12	47.20	49.33
调整后长期债务资本化比率(%)	38.36	39.38	48.88	50.88
全部债务资本化比率(%)	37.75	39.12	47.20	49.33
调整后全部债务资本化比率(%)	38.36	39.38	48.88	50.88
资产负债率(%)	43.99	50.33	55.16	56.78
流动比率(%)	194.98	102.13	158.40	135.90
速动比率(%)	124.16	67.54	130.91	105.35
经营现金流动负债比(%)	8.68	28.97	10.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.96	20.45	27.72	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.53	20.67	29.66	--

注：2017 年财务数据为追溯调整数据；公司 2019 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款，调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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