信用等级公告

联合〔2020〕1810 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

二〇二〇年六月二十四日

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
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
杭州市地铁集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	稳定	AAA	稳定
16 杭州地铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 杭州地铁 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 杭州地铁 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 杭地铁债/ PR 杭地铁	50.00 亿元	35.00 亿元	2024/9/17
16 杭州地铁 MTN001	8.50 亿元	8.50 亿元	2023/5/12
16 杭州地铁 MTN002	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/5/12
18 杭州地铁 MTN003	20.00 亿元	20.00 亿元	2021/11/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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，杭州市区域经济和财政实力稳定增长；公司保持专营优势并在资本金等方面获得较大力度的外部支持；在房地产板块带动下，公司收入及利润规模快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司地铁运营亏损进一步加大、债务快速增长、投资压力大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

政府持续给予公司资本金支持及运营补贴，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，公司整体收入有望保持较大规模。

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. **外部发展环境良好。**杭州市是浙江省省会和经济、文化中心，跟踪期间经济及财政实力持续增长，2019 年，杭州市地区生产总值和一般公共预算收入分别为 15373 亿元和 1965.97 亿元，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. **公司保持专营地位，持续获得外部支持。**公司作为杭州市地铁投资建设、运营管理和资源开发的唯一主体，跟踪期内，持续在资本金投入等方面获得强有力的外部支持，2019 年获得市区两级政府拨付的项目资本金合计 167.38 亿元。
3. **收入及利润快速增长。**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快速增长。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：唐立倩　王中天
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

4. **分期偿债条款缓解集中偿付压力。**“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. **地铁运营业务亏损加大。**地铁项目具有较强的公益性，目前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；跟踪期内，随着处于客流培养期的新线路投入运营，公司地铁运营亏损进一步加大，地铁运营对政府补助的依赖性高。
2. **债务规模快速增长。**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；截至2020年3月底公司调整后全部债务837.70亿元，较2018年底增长48.09%。
3. **在建项目投资压力较大。**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，目前公司轨道交通项目处于投资建设高峰期，预计2020年投资规模553.00亿元，面临较大的投资压力。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.28	135.91	144.57	109.66
资产总额(亿元)	923.48	1319.23	1790.75	1832.81
所有者权益(亿元)	458.56	591.54	839.10	833.04
短期债务(亿元)	0.00	0.00	18.00	18.00
长期债务(亿元)	294.65	528.75	732.09	788.19
全部债务(亿元)	294.65	528.75	750.09	806.19
营业收入(亿元)	43.63	48.40	66.99	3.12
利润总额(亿元)	5.57	9.53	15.95	-6.09
EBITDA(亿元)	14.41	19.07	28.77	--
经营性净现金流(亿元)	47.98	16.58	-31.91	6.21
营业利润率(%)	20.49	22.40	29.32	-113.22
净资产收益率(%)	0.99	1.21	1.51	--
资产负债率(%)	50.34	55.16	53.14	54.55
全部债务资本化比率(%)	39.12	47.20	47.20	49.18
流动比率(%)	102.03	158.40	169.26	151.04
经营现金流动负债比(%)	28.95	10.32	-17.09	--
现金短期债务比(倍)	--	--	8.03	6.09
EBITDA 利息倍数(倍)	0.61	1.09	1.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.45	27.72	26.07	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	795.28	1200.03	1686.24	1732.19
所有者权益(亿元)	441.89	571.91	809.05	804.26
全部债务(亿元)	275.32	507.27	731.72	787.82
营业收入(亿元)	11.59	4.49	10.24	1.48
利润总额(亿元)	4.27	0.56	0.23	-4.81
资产负债率(%)	44.44	52.34	52.02	53.57
全部债务资本化比率(%)	38.39	47.01	47.49	49.48
流动比率(%)	119.77	226.15	198.51	172.65
经营现金流动负债比(%)	2.89	42.47	1.98	--

注：公司 2020 年一季报未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 杭州地铁 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/6/21	唐立倩 楚方媛	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 杭州地铁 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/6/19	周海涵 王康	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 杭州地铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/10/10	黄静雯 常楚笛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 杭州地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/10/10	黄静雯 常楚笛	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	AAA	稳定	2014/08/21	闫昱州 田英 焦洁	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

杭州市地铁集团有限责任公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪原因

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，公司继续获得杭州各级政府给予的增资支持，较 2019 年 3 月底新增 167.38 亿元项目资本金。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 541.63 亿元，实收资本 709.01 亿元，差异系 2019 年新增出资尚未办妥工商变更所致。跟踪期内，杭州经济技术开发区与杭州大江东产业集聚区整合成为钱塘新区，受区划调整影响，公司原股东杭州经济技术开发区管理委员会及杭州大江东产业集聚区管理委员会变更为杭州钱塘新区管理委员会；同时，根据《关于〈杭州市地铁集团有限责任公司关于杭州市钱江新城建设管理委员会不再作为轨道交通建设资本金出资主体后续事宜的请示〉的回函》，原股东杭州市钱江新城建设管理委员会所持股权全部划转给杭州市人民政府。截至 2020 年 3 月底，杭州市人民政府持有公司 42.71%的股权，为公司控股股东，公司其他股东主要为杭州市各区政府及国开发展基金有限公司。公司实际控制人仍为杭州市人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2020 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 6 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 1790.75 亿元，所有者权益 839.10 亿元（其中少数股东权益 25.57 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 66.99 亿元，利润总额 15.95 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1832.81 亿元，所有者权益 833.04 亿元（其中少数股东权益 24.88 亿元）；2020 年 1−3 月，公司实现营业收入 3.12 亿元，利润总额-6.09 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 2020 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 66.50 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 2020 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 262.65 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 228.40 亿元，两个项目累计分别已完成投资 347.29 亿元和 126.49 亿元。“18 杭州地铁 MTN003”已使用募集资金 16.24 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 2020 年 3 月底分别完成投资 52.37 亿元、147.95 亿元和 51.64 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	35.00	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**	**66.50**	--	--

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、房地产和广告业等行业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2019年中国城镇常住人口8.48亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为60.60%，首次突破60%，同时大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发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。

经过多年的发展，截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，全国共计208条运营线路，建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里。2019年全年累计完成客运量237.1亿人次，2019年中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元。

（2）行业发展

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。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，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，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，少数城市由省、市两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措其余部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

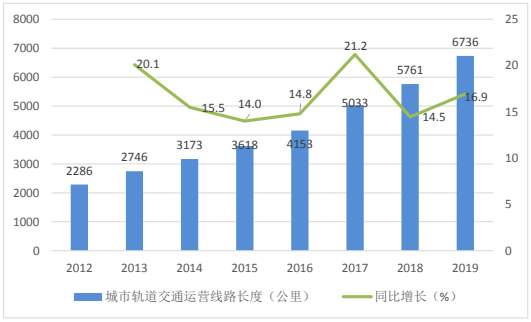
资金需求规模大已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制以提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”四年来，全国城市轨道交通运营线路规模稳步增长。长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著。上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”四年来，全国运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度3118.2公里，年均新增运营线路长度779.6公里。根据《城市轨

道交通2019年度统计和分析报告》（以下简称“城轨分析报告”），截至2019年底，中国大陆地区累计有40个城市建成投运城市轨道交通线路，其中2019年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特5个运营城市。全国共计208条运营线路，其中2019年新增运营线路25条，新增运营线路长度974.8公里。2019年全国城市建成投运城市轨道交通线路总长度达6736.2公里，同比增长16.90%，其中地铁5180.6公里，占比76.9%，投运车站3928座。

图1 2012－2019年中国城市轨道交通运营里程



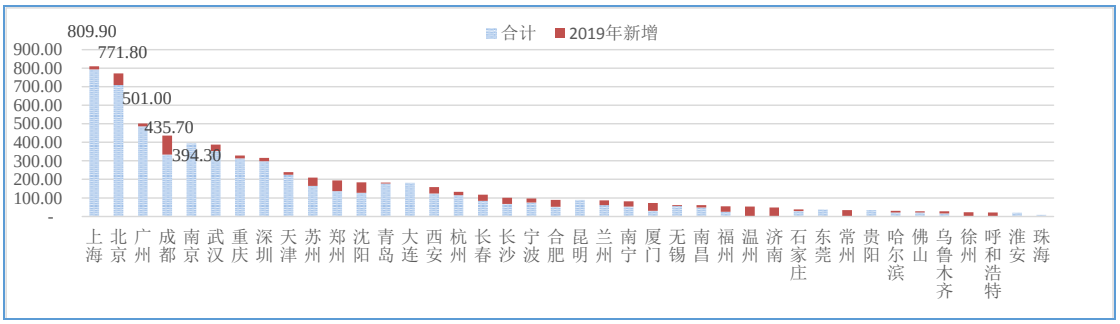
资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城市交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路54条，运营线路总长度1920公里，占比29%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路33条，运营线路总长度1049公里，占比16%；珠三角5城开通运营线路27条，运营线路总长度892公里，占比13%；成渝城市群2城开通运营线路18条，运营线路总长度群764公里，占比11%。随着城市群、都市圈、同城化建设的大力推进，市区城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”的需求为城轨交通、市域快轨的发展打开了空间。

“十三五”四年来，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2019年度完成建设投资额创历史新高。

“十三五”四年来，共有27个城市新一轮建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约25000亿元。2019年，共有4个城市新一轮城市轨道交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共687.45公里，总投资4926.28亿元。“十三五”四年来，全国共完成城市轨道交通建设投资19992.7亿元，年均完成建设投资额接近5000亿元。2019年，中国城市轨道交通完成投资5958.9亿元，同比增长8.9%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2019年底，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计46430.3亿元，在建线路总里程6902.5公里，同比增长8.3%，其中地铁5942.7公里，仍为主流。我国城轨在建线路规模稳步增长，年度完成建设投资额创历史新高。

图2 截至2019年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

（3）行业运营

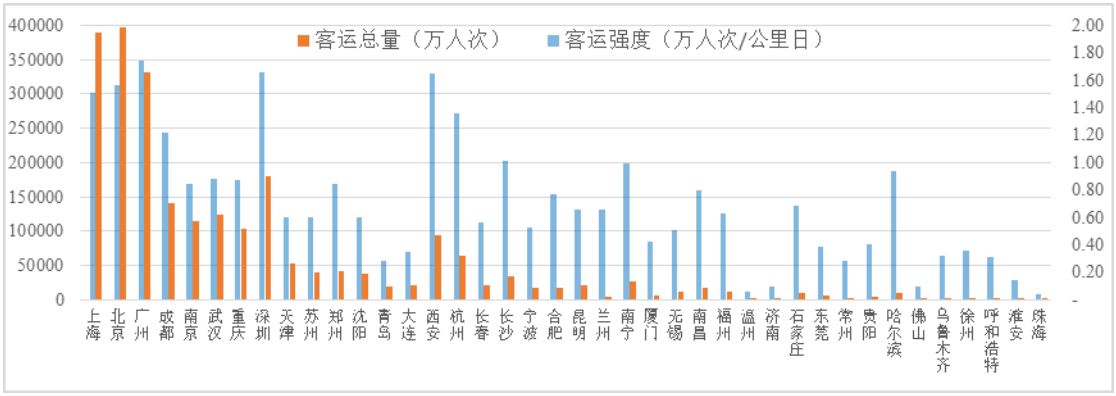
随着新建线路投入运营，全国各城市客运量不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，但各城市之间客运强度变化有所差异。

随着新建线路投入运营，据不完全统计，2019年全国累计完成客运量237.1亿人次，同比

增长12.5%；日均6634.1万人次，同比增加772.6万人次；总进站量为149.4亿人次，同比增长12.2%；总客运周转量为2003.1亿人公里，同比增长13.8%，北京、上海、广州、深圳4市位居前列。

2019年，全国城轨交通平均客运强度为0.71万人次/公里日，同比所有下降。但各城市之间客运强度变化有所差异，北京、成都、沈阳等城市客运强度同比稳中有降，上海、天津、重庆等城市客运强度同比依然增长。2019年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、西安、北京和上海。

图3　2019年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2019年，全国城轨交通平均运营成本和收入同比均有所下降，但入不敷出依然是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

据不完全统计（该部分计入31个城市数，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2019年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本23.4元，同比下降0.4元。平均单位人公里运营成本0.69元，同比下降0.15元。平均单位车公里运营收入16.7元，同比下降0.5元，平均单位人公里运营收入0.47元，同比下降0.01元，车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门5市；平均单位票款收入0.28元/人公里，同比增长0.01元。

2019年，全国平均运营收支比为72.7%，其中，运营收支比超过100%的城市有杭州、深圳、北京、青岛4市，均为资源经营收入较高的城市；其余城市运营收支比均低于100%。整体看，城轨交通运营入不敷出依然是普遍状况，对政府补贴依赖高。

（4）行业政策

因城市轨道交通行业特殊性，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

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

表 2　近期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	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03

资料来源：联合资信整理

据国务院办公厅 2018 年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意

见》，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。上述政策有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。除城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，上述规定有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

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

（5）未来发展

随着科技革命和产业变革，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁，同时政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期，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，但经济发达地区的城市轨道交通建设投资增速和规模仍较大。到 2020 年底，全国城市轨道交通运营线路预计将达到 7700 公里左右。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《纲要》的发布，给未来城轨交通强国的建设提供了更加明确的目标和方向。“十四五”即将到来，部分经济发达城市地铁在加快新线建设的同时，也将率先全力打造智慧型地铁。

2020年初，受突如其来的新冠疫情影响，在平衡建设进度、安全生产和成本管控等方面，城轨企业将存在较大的压力，2020年整体客运量将可能有所下降。

2020 年政府工作报告提出，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，其中包括加强新基建、加强交通在内的重大工程建设，体现了以民生为导向、支撑内需扩大的重要出发点，契合了高质量发展的需要，给城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济

杭州市作为浙江省省会城市和副省级城市，跟踪期内经济持续发展，三产结构持续优化，城市整体竞争力很强。

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心，是副省级城市、长三角中心城市。截至2019年底，杭州市辖上城、下城、江干、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、富阳、临安10个区，建德1个县级市，桐庐、淳安2个县。全市总面积约16850平方千米，常住人口1036万人，比上底年增长55.4万人；杭州市城镇人口813万人，城镇化率78.5%。

2019年，杭州市GDP为15373亿元，同比增长6.8%。其中第一、第二、第三产业增加值分别为326亿元、4875亿元和10172亿元，分别增长1.9%、5.0%和8.0%。三次产业结构调整为2.1：31.7：66.2，第三产业占比进一步提升。[1]2019年，杭州市人均地区生产总值达152465元。2019年，杭州市工业增加值4288亿元，增

[1]根据第四次全国经济普查结果和我国 GDP 核算制度规定，2018 年杭州 GDP 修订为 14307 亿元，三次产业增加值结构为 2.1:32.8:65.1。

长5.3%，其中规模以上工业增加值3531亿元，增长5.1%；固定资产投资增长11.6%，其中基础设施投资增长5.2%，交通投资增长16.9%，高新技术产业投资增长8.4%。

五、基础素质分析

1．股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本541.63亿元，实收资本709.01亿元，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42.71%的股份，为公司控股股东和实际控制人。

2．外部支持

2019年，杭州市财政收入持续增长，税收收入占比大，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。

2019年，杭州市实现一般公共预算收入1965.97亿元，同比增长7.7%；其中税收收入1791.20亿元，占一般公共预算收入的91.11%，财政收入质量很高。同期，全市一般公共预算支出1952.85亿元，财政自给率100.67%，财政自给能力强。2019年，杭州市本级政府性基金收入1283.95亿元。截至2019年底，杭州市地方政府债务余额为2540.86亿元，整体债务负担略重。整体看，杭州市作为浙江省省会城市，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2020年3月底，公司实收资本709.01亿元，同比增长30.90%，为来自市级、区级政府拨付的新增资本金167.38亿元，主要包括杭州市政府34.61亿元、萧山区政府48.97亿元、余杭区政府42.92亿元、钱塘新区管委会20.47亿元、滨江区政府11.15亿元和之江度假区管委会9.26亿元。

2019年，政府给予公司69.52亿元新增征迁资金及新车增购款，记入“资本公积”。

2019年及2020年1－3月，公司获得的票价及安防补贴分别为3.72亿元和0.44亿元。

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2020年6月11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2020年6月7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，公司营业收入快速增长，其中房产销售收入随项目交付快速增加，地铁运营收入稳定增长，土地整理收入快速增长；公司房产销售业务毛利率较高，跟踪期内，公司综合毛利率进一步上升。

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。2019年，公司实现营业收入66.99亿元，同比快速增长38.40%。其中房产销售收入随杨柳郡三期项目交付快速增长，确认收入45.55亿元；土地开发整理板块确认收入5.81亿元；同时随着公司地铁线路路网效应的显现，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。2019，公司营业毛利率38.39%，较上年增长12.18个百分点。

表3 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项 目	2018年			2019年			2020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	1.84	3.80	112.37	5.81	8.68	86.40	--	--	--
地铁运营	9.77	20.19	-3.84	13.04	19.46	-19.03	2.53	81.34	-145.89
房产销售	34.84	71.98	32.75	45.55	67.99	47.66	0.51	16.26	67.49
其他业务	1.95	4.03	-21.40	2.60	3.87	56.51	0.07	2.41	-146.71
总 计	**48.40**	**100.00**	**26.21**	**66.99**	**100.00**	**38.39**	**3.12**	**100.00**	**-111.23**

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

2020年1—3月，公司实现营业收入3.12亿元，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-111.23%，主要系地铁运营成本较高但受疫情影响收入下滑所致。

2. 经营分析

跟踪期内，公司地铁线路逐步成网，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，但新冠疫情将对2020年地铁运营收入造成一定冲击。

杭州地铁1号线自2012年11月开通，截至2020年5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）、2号线一期（包含东南段和西北段）、2号线二期、2号线三期、4号线一期（包括首通段以及南段）、5号线（包含首通段和后通段）、16号线等共203.57公里的城市轨道交通线网，共计145个站点。

表4 截至2020年5月底公司已开通地铁线路情况
（单位：亿元、公里、个）

项目名称	总投资	已投资	开通长度	车站	开通时间
地铁1号线	232.17	236.19	47.97	31	2012.11
1号线下沙延伸段	21.90	19.15	5.39	3	2015.11
2号线一期东南段	177.83	196.70	18.30	13	2014.11
2号线一期西北段	84.82		12.20	11	2017.07
2号线二期	79.04	63.20	11.28	8	2017.12
2号线三期	16.18	2.91	1.48	1	2017.12
4号线一期首通段	150.51	126.49	9.65	18	2015.02
4号线一期南段	77.89		11.20	8	2018.01
5号线首通段	360.64	347.29	16.20	12	2019.06
5号线后通段			35.10	28	2020.04
16号线	128.98	111.66	34.80	12	2020.04
合计	**1329.96**	**1103.59**	**203.57**	**145**	--

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

2019年，公司实现地铁运营收入13.04亿元，主要为地铁1号线、2号线票务收入，同时包括部分非票收入；跟踪期间，地铁2号线一期、二期、三期由试运营转入运营期，5号线、16号线进入试运营期。地铁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，2019年2号线、4号线和5号线试运营票款收入3.45亿元，计入“收到其他与投资活动有关的现金”。

2019年，公司已通车线路日均客流量合计177.95万人次，同比增长19.78%；2020年一季度，受新冠疫情影响，日均客流量降至84.40万人次，仅为2019年的47.43%，对地铁票务收入形成一定压力。公司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	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
运营里程（万列公里）	780.44	824.97	169.28
车站数量（座）	34	34	34
年度客运量（万乘次）	27051.65	29646.93	2746.39
日均客运量（万人次）	74.11	81.22	32.31
票务收入（亿元）	8.21	8.85	0.77
平均票价（元）	3.12	2.99	2.89
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 号线运营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
运营里程（万列公里）	600.64	746.93	151.66
车站数量（座）	33	33	33
年度客运量（万乘次）	15814.56	19783.22	2059.13
日均客运量（万人次）	43.33	54.20	24.23
票务收入（亿元）	4.03	5.07	0.50
平均票价（元）	2.81	2.8	2.66
正点率（%）	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	99.99

注：2 号线一期于 2019 年 7 月完成试运营、二期和三期于 2019 年 12 月完成试运营
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	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
运营里程（万列公里）	288.87	370.87	74
车站数量（座）	18	18	18
年度客运量（万乘次）	10118.97	12275.94	1184.08
日均客运量（万人次）	27.72	33.63	13.93
票务收入（亿元）	1.85	2.26	0.20
平均票价（元）	2.02	2.01	1.85
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 8　杭州地铁 5 号线一期试运营情况

项目	2019 年	2020 年 1－3 月
运营里程（万列公里）	83.19	40.96
车站数量（座）	12	12
年度客运量（万乘次）	1699.10	1184.08
日均客运量（万人次）	8.90	13.93
票务收入（亿元）	0.31	0.20
平均票价（元）	2.01	1.85
正点率（%）	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	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

公司运营车型大部分采用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。5号线采用AH车，列车采用6节编组，每节车辆长约20米，最大宽度3.08米，高度（含排气口）3.82米，总长约120米，整列车定员载客1584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，预计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逐步体现，未来随着公司运营线路的增加，网络化运营效应将进一步显现，客流量将有较大幅度提高，同时随着地铁 2 号线转入正式运营期，公司地铁运营收入将呈增长趋势，但 2020 年新冠疫情将对地铁运营收入造成一定冲击。

项目投资方面，截至 2020 年 3 月底，公司在建地铁项目计划总投资 2515.53 亿元，已投资 1129.92 亿元，计划于 2020 年投入 553.00 亿元。2022 年亚运会将在杭州市举办，届时杭州地铁十条线路将全部投入运营，目前公司正

处于轨道交通投资建设的高峰期。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司地铁线路在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	建设规划总投资	资金筹措方案		已到位资本金	项目主体建设期	已投资	2020 年拟投资	2021 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	146.97	2014-2019	347.29	0.00	0.00
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	59.83	2014-2020	138.94	28.00	11.37
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	17.14	2017-2022	52.37	24.00	1.59
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	48.32	2017-2021	99.21	96.00	182.38
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	21.97	2017-2022	55.98	45.00	72.90
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	7.52	2017-2020	12.17	0.00	0.00
杭州市 6 号线二期工程	丰北至东宁路，线路长 8.3 公里，设站 5 座	65.50	45.85	19.65	7.37	2017-2022	31.36	25.00	9.14
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	35.80	2017-2021	147.95	106.00	36.02
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	21.11	2018-2022	47.26	50.00	29.12
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	21.64	2017-2022	93.46	50.00	13.11
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	22.97	2018-2022	51.64	55.00	24.45
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	5.46	2019-2022	45.06	68.00	306.74
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	0.96	2019-2022	3.14	4.00	101.56
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	3.33	2019-2022	4.09	2.00	25.51
合计	--	**2515.53**	**1650.96**	**864.57**	**420.39**	--	**1129.92**	**553.00**	**813.89**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地开发整理收入快速增长，目前待出让地块具有一定规模，预计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 2020 年 3 月底，公司完成土地开发整理，并交由杭州市土地储备中心完成出让的地块共 9 宗，土地出让后，公司将分期收到土地出让整理收入并将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 5.81 亿元，主要来自于文晖单元地块。

表 10　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	2019 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	34415.00	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	15002.00	--	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	2018.01	7829.00	--	--	11374.17	--
文晖单元 XC0401-B1/B2-25 地块	杭州地铁一号线打铁关站	2019.01	21441.00	--	--	--	51317.29
文晖单元 XC0405-03（文晖单元 A-B1/B2/S2-01）地块	杭州地铁一号线打铁关站	2019.01	19016.26	--	--	--	6808.80
合计	--	--	**503180.00**	**421525.82**	**103919.54**	**18398.67**	**58126.09**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司预计可获得出让收入的地块合计 5 宗，土地面积合计 199.77 亩，待上述地块开发完成，预期可实现土地出让金 8.89 亿元。

表 11　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	预计土地出让金
米市巷单元 GS0103-B/A32/S2042A 地块	沈塘桥站	3300	3300	3.30	2019	11161
望江单元 SC0402-R21/B-02、03、04 地块，SC0402-B1/B2-13 地块等地块	城站站	--	--	140.00	2019	--
九堡西侧地块 JG1701-R21-08	客运中心站	400	400	19.87	2019	13516
祥符单元 GS0903-B1/B2/S2-08 地块	三墩站	6000	6000	15.90	2020.01	30688
南星单元 SC0506-B1/A2/G1/S2	南星桥站	4500	4400	13.20	2020.10	19500
小营紫阳单元 SC0206-S2-01 地块	江城路站	400	400	7.50	2020.10	14000

注：上表中前四宗地块已出让，公司将待出让收入返还后确认收入；望江单元地块为联合做地项目，公司占比 3.9%

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三期及商铺项目交付，收入确认规模较大，杨柳郡四期将于 2020 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。近年来公司房地产开发业务更多采取合作开发模式，由公司成立项目公司拍地，再与万科等知名房企成立项目公司进行开发，公司以土地评估价值作价入股，合作项目持股比例超过 50%的确认为房地产开发收入，低于 50%的相关利润通过投资收益方式回流公司。

截至 2020 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 平方米，已签约面积 70%以上，2019 确认出租收入 0.36 亿元。跟踪期间，房地产板块收入主要来自杨柳郡三期项目确认的收入。

绿城杨柳郡项目分四期，前三期已完工并完成销售，四期建设进度 70%，目前杨柳郡项目整体销售进度 94.29%。截至 2020 年 3 月底，杨柳郡项目累计完成销售额 143.00 亿元、已确认收入 103.00 亿元，剩余可确认收入 40.00 亿元。截至 2019 年底，公司存货科目中杨柳郡项目开发成本 16.64 亿元，预收账款（主要为预收房款）34.05 亿元。杨柳郡四期将于 2020 年 6 月完工交付并确认收入，预计 2020 年公司房地产开发板块仍可保持较大的收入规模。2020 年一季度，公司房地产销售仅确认收入 0.51 亿元，主要系杨柳郡四期项目尚未交付，确认收入主要来自一至三期的商铺销售。

表12　公司房地产业务运营情况
（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
新开工面积	18	0	0	0
竣工面积	18	22	24	0
在建面积	82	64	42	18
平均开发成本	15308	16298	18108	19572
平均销售价格	34767	35975	37141	45938
销售面积	14	6	4.4	0.02
预售金额	48.5	21.7	17	0.13
确认收入	23.1	34.84	45.55	0.51

资料来源：公司提供

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，项目一期于 2019 年底销售，将于 2020 年起陆续确认收入。

3. 未来发展

公司地铁在建项目较多，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 2020 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。杭州地铁十条线路将 2022 年亚运会前全部投入运营，目前公司正处于轨道交通投资建设的高峰期，2020 年计划投入 553.00 亿元，面临较大的投资压力。

随着地铁线路的逐步建成通车，路网效应的形成，地铁运营收入将持续增长。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，公司收入和利润有望保持较大规模，对公司地铁建设业务形成有效支撑。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 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 2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司新设成立杭州地铁资产经营管理有限公司，负责地铁相关商业资产的管理运营；新设杭州元樟置业有限公司和杭州元越置业有限公司，为房地产项目公司。2020 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 6（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。

2. 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；公司资产结构仍以固定资产和在建工程为主，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额1790.75亿元，同比增长35.74%，主要系在建工程、固定资产及其他应收款增长所致。公司资产中非流动资产占82.35%，资产以非流动资产为主，符合城市轨道交通行业特征。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	135.91	10.30	144.57	8.07	109.66	5.98
其他应收款	66.51	5.04	112.19	6.26	99.24	5.41
存货	44.19	3.35	56.91	3.18	57.86	3.16
流动资产	**254.67**	**19.30**	**316.04**	**17.65**	**270.21**	**14.74**
固定资产	265.18	20.10	512.97	28.65	514.68	28.08
在建工程	733.02	55.56	867.10	48.42	946.64	51.65
非流动资产	**1064.56**	**80.70**	**1474.71**	**82.35**	**1562.60**	**85.26**
资产总额	**1319.23**	**100.00**	**1790.75**	**100.00**	**1832.81**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 316.04 亿元，较上年底增长 24.10%，主要系其他应收款增长所致。公司货币资金 144.57 亿元，较上年底增长 6.37%，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 0.35 亿元，为保函保证金。公司其他应收款 112.19 亿元（主要包括杭州西曙置业有限公司 71.67 亿元、杭州诺千投资管理有限公司 9.55 亿元、浙江星宝地置业有限公司 4.55 亿元），较上年底大幅增长 68.67%，主要系公司多通过项目公司以土地出资参与房地产项目合作开发，项目公司股权转让后，前期缴纳的土地出让金体现为其他应收款；公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 60.79%、1~2 年的占 32.49%，综合账龄较短，一般可在房地产开发项目预售回款后收回，回收风险小。公司存货 56.91 亿元，较上年底增长 28.79%，主要系土地一级开发成本随 62 号、63 号地块商业商务兼容商业用房及轨道交通用地投入增长，以及房地产开发成本随 T3/T4 楼项目、姑娘桥停车场上盖项目投入增长而增加所致，同期绿城扬柳郡项目随收入确认成本结转规模较大。

截至 2019 年底，公司非流动资产 1474.71 亿元，较上年底大幅增长 38.53%，主要系在建线路投入增加所致。公司固定资产 512.97 亿元，同比大幅增长 93.44%，主要系 2 号线进入正式运营期，相关资产由在建工程转入固定资产所致；公司固定资产主要包括房屋及建筑物（配套设施）356.94 亿元、地铁车辆 42.78 亿元和轨道及专用设备 104.72 亿元；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%。公司在建工程 867.10 亿元，较上年底增长 18.29%，主要系在建线路投入本期增加 387.19 亿元所致（另有 253.56 亿元在建工程转入固定资产）；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 23.94 亿元，较上年底增长 33.61%，主要系对杭州杭港地铁五号线有限公司追加投资所致。截至 2019 年底，公司受限资产为 0.35 亿元受限货币资金。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额

1832.81 亿元，较 2019 年底增长 2.35%，资产结构调整主要体现为货币资金大量投入线路建设。

3. 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 14 公司权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	541.63	91.56	709.01	84.50	709.01	85.11
资本公积	6.88	1.16	76.40	9.10	76.40	9.17
未分配利润	19.80	3.35	25.74	3.07	20.34	2.44
归属于母公司权益合计	**570.65**	**96.47**	**813.52**	**96.95**	**808.16**	**97.01**
少数股东权益	**20.89**	**3.53**	**25.57**	**3.05**	**24.88**	**2.99**
所有者权益合计	**591.54**	**100.00**	**839.10**	**100.00**	**833.04**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2019 年底，公司所有者权益 839.10 亿元，较上年底增长 41.85%，主要系实收资本增加所致。公司实收资本 709.01 亿元，较上年底增长 30.90%，为收到来自市级、区级政府拨付的新增资本金 167.38 亿元，相关工商变更手续暂未完成。公司资本公积 76.40 亿元，较 2018 年底增加 69.52 亿元，系政府给予的新增征迁资金及新车增购款。公司所有者权益主要以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益较 2019 年底下降 0.72%，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，公司债务以长期债务为主，与项目投资周期相匹配。

截至 2019 年底，公司负债合计 951.65 亿元，较上年底增长 30.78%。其中非流动负债占 80.38%。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 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	65.91	9.06	92.50	9.72	85.39	8.54
其他应付款	24.05	3.30	31.08	3.27	32.24	3.22
流动负债	**160.78**	**22.09**	**186.72**	**19.62**	**178.90**	**17.89**
长期借款	457.52	62.87	665.78	69.96	721.88	72.20
应付债券	71.23	9.79	66.31	6.97	66.31	6.63
长期应付款	36.91	5.07	31.66	3.33	31.52	3.15
非流动负债	**566.91**	**77.91**	**764.93**	**80.38**	**820.87**	**82.11**
负债合计	**727.69**	**100.00**	**951.65**	**100.00**	**999.77**	**100.00**

资料来源：根据公司年报及季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债 186.72 亿元，较上年底增长 16.14%。公司应付账款 92.50 亿元，较上年底增长 40.34%；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 34.05 亿元，主要为杨柳郡项目预收房款，较上年底下降 48.69%系项目交付确认收入

所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 764.93 亿元，较上年底增长 34.93%。公司长期借款 665.78 亿元，因线路投资需求较大较上年底增加 45.52%；公司长期借款中信用借款占 97.24%，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 66.31 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 31.66 亿元，较上年底下降 14.24%；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 21.66 亿元融资租赁资金，均为有息债务。

截至 2019 年底，公司全部债务 750.09 亿元，较上年底大幅增长 41.86%。若将长期应付款调整计入全部债务核算，2019 年底，公司调整后全部债务 781.74 亿元，较上年底增长 38.20%，主要系地铁项目投入增加所致。公司调整后长期债务占 97.70%，公司债务以长期债务为主，整体债务期限与项目周期相匹配。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率分别为 53.14%和 48.23%，受权益增长较快影响，较上年底分别下降 2.02 个和 0.65 个百分点

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 999.77 亿元，较 2019 年底增长 5.06%，主要系长期借款持续增长所致。同期，公司调整后全部债务 837.70 亿元，较 2019 年底增长 7.16%；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率分别为 54.55%和 50.14%。。截至 2020 年 3 月底，公司于 2020 年 4－12 月、2021 年、2022 年和 2023 年到期的债务规模分别为 30.38 亿元、37.33 亿元、18.05 亿元和 30.24 亿元，公司所获借款主要为项目借款，债务偿还与项目建设周期及经营回款相匹配，集中偿付压力小。

4. 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持续下降。未来随着线路路网效应的凸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。

2019 年，公司实现营业收入 66.99 亿元，同比快速增长 38.40%；营业成本 41.28 亿元，同比增长 15.42%，增速小于营业收入。公司营业利润率由上年的 22.40%增长至 29.32%。公司期间费用 6.70 亿元，以财务费用为主，期间费用占营业收入的比重由 11.44%进一步降至 9.99%，期间费用控制能力持续提升。

2019 年，公司获得票价及安防补贴 3.72 亿元，计入其他收益。当期公司营业利润 16.03 亿元，同比增长 67.72%；实现利润总额 15.95 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，2019 年公司总资本收益率为 1.15%，净资产收益率 1.51%，同比均有所增长。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.12 亿元，相当于 2019 年全年的 4.65%，主要来自于地铁运营收入；同期营业成本 6.58 亿元。公司营业利润率为-113.22%，系疫情冲击下地铁运营业务亏损加深所致。2020 年 1－3 月，公司获得其他收益 0.44 亿元，主要为财政补贴收入，同期公司利润总额-6.09 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，受经营活动流出规模增长影响，公司经营活动净现金流由正转负；伴随着地铁建设工作的进行，投资活动现金净流出规模进一步扩大。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，公司对外部融资依赖性强。

2019年，公司经营活动现金流入66.34亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金40.59亿元，现金收入比由2018年的72.73%下降至60.59%，主要系以前年度预收房款于2019年确认收入所致。公司收到其他与经营活动有关的

现金大幅下降，2019年为25.68亿元，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38.07亿元，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51.28亿元，主要为支付的保证金、押金及其他往来款（多为土地购置款）等款项。2019年公司经营活动现金流量净额-31.91亿元。

2019 年公司投资活动现金流入 2.27 亿元，投资活动现金流出 380.51 亿元，主要为在建线路等投入 374.17 亿元。同期，公司投资活动现金净流量-378.25 亿元，资金缺口较大。

2019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，分别为167.38亿元和243.17亿元，同期偿付债务本息流出61.24亿元。2019年，公司筹资活动现金净流入418.83亿元，为配合线路投资需求，筹资活动保持较大力度。

2020年1－3月，公司经营活动现金流入量为26.08亿元，主要为销售商品、提供劳务收到现金3.75亿元，以票务收入为主，现金收入比120.44%；经营活动现金流出19.87亿元。2020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90.47亿元，投资活动现金净流量-90.47亿元。公司筹资活动现金净流入47.31亿元，筹集资金主要用于线路建设。

6. 母公司财务概况

公司本部资产、权益和负债占合并口径比重整体很高，相关财务表现与合并口径类似；本部收入以地铁运营及土地开发整理为主，房地产开发收入则集中于子公司地铁置业，本部收入占合并口径比重低。

截至 2019 年底，母公司资产总额 1686.24 亿元，较上年底增长 40.52%，主要系地铁项目投入快速增长所致。母公司资产主要包括在建工程 865.31 亿元、固定资产 453.16 亿元、其他应收款 111.72 亿元、货币资金 126.91 亿元和其他应收款 111.72 亿元，母公司资产占合并口径的 94.16%，占比较很高。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 809.05 亿元，较上年底增长 41.47%，主要系股东注入项目资本金所致。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的 96.42%，占比很高。

截至 2019 年底，母公司负债合计 877.19 亿元，较上年底增长 39.65%，主要债务融资规模随地铁项目投入而快速增长所致。母公司负债主要包括长期借款 647.42 亿元、应付债券 66.31 亿元、应付账款 84.63 亿元、其他应付款 27.77 亿元和长期应付款 31.66 亿元，负债结构以非流动负债为主；母公司负债占合并报表负债的 92.18%，占比很高。

2019 年，母公司实现营业收入 10.24 亿元，同比增长 128.20%，主要系土地开发整理收入增长所致。母公司收入主要包括地铁运营收入（地铁 1 号线运营收入归属于二级子公司杭州杭港地铁有限公司）和土地开发整理收入，占同期合并报表营业收入的 15.28%；母公司利润总额 0.23 亿元，占同期合并报表的比重低。公司合并收入及利润主要来自于房地产开发板块，母公司对合并报表收入及利润贡献度小。

7. 偿债能力

公司短期债务规模小，短期支付能力强。2019 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。

2019 年底，公司流动比率和速动比率上升至 169.26%和 138.78%。跟踪期间，公司经营活动现金流量净额由正转负，对流动负债失去保障能力。2020 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 151.04%和 118.70%。公司债务以长期债务为主，短期债务规模小且账面现金类资产充裕，2019 年底及 2020 年 3 月底，公司

现金短期债务比分别为 8.03 倍和 6.09 倍，短期支付能力强。

2019 年，公司 EBITDA 为 28.77 亿元，较上年增长 50.86%，公司调整后全部债务/EBITDA 由上年的 29.66 倍降至 27.17 倍，从指标上看，EBITDA 对调整后全部债务的保障能力弱。

截至 2020 年 3 月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为 1802.96 亿元，已使用 775.68 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2020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8.00亿元，担保比率为2.89%。总体看，被担保企业目前经营情况正常，公司担保比率较低，或有负债风险小。

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。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券余额 66.50 亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力一般。

截至 2020 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 27.50 亿元。2020 年 3 月底，公司现金类资产 109.66 亿元；2019 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 66.34 亿元、-31.91 亿元和 28.77 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	金额
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	27.50
现金类资产/一年内到期债券余额	21.93
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.41
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.05

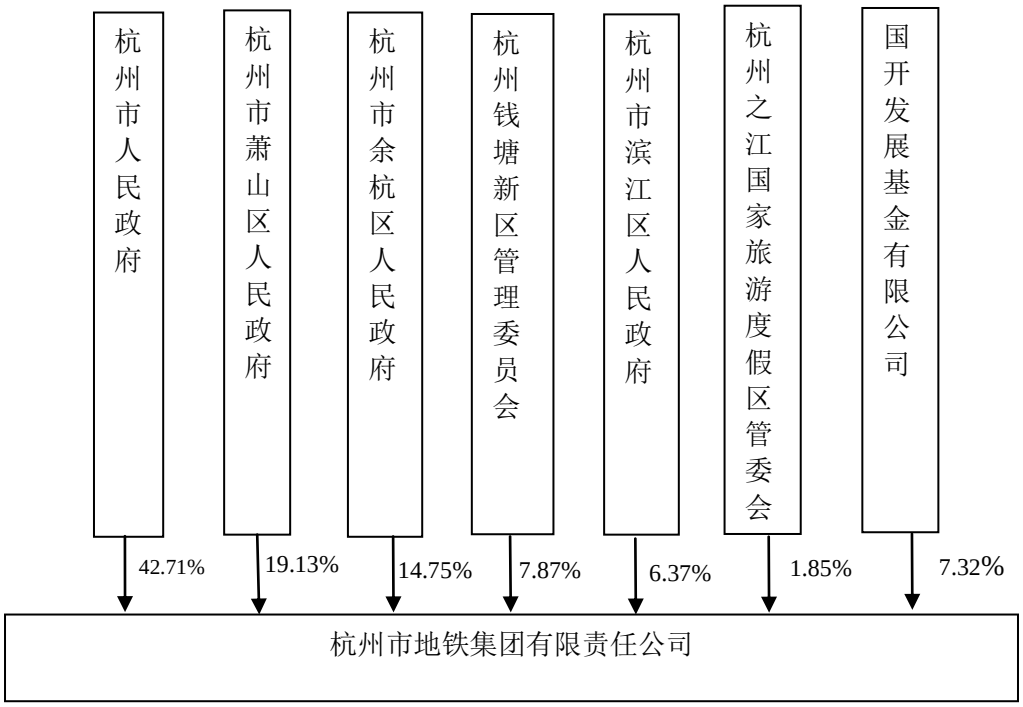
资料来源：联合资信整理

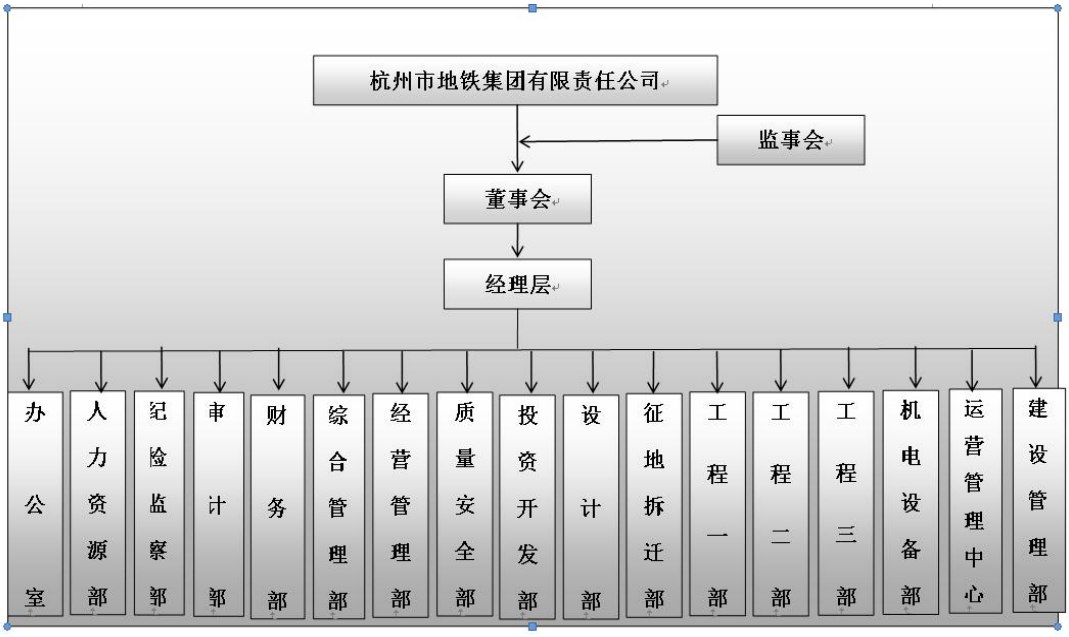
整体看，公司未来一年内到期债券规模小，现金类资产对其保障能力好；经营活动现金流入量对公司未来待偿还债券本金峰值保障能力较好。

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 2020 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
杭州地铁资产经营管理有限公司	5000.00	100.00	资产管理
杭州元樟置业有限公司	1000.00	100.00	房地产开发
杭州元越置业有限公司	1000.00	100.00	房地产开发

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.28	135.91	144.57	109.66
资产总额(亿元)	923.48	1319.23	1790.75	1832.81
所有者权益(亿元)	458.56	591.54	839.10	833.04
短期债务(亿元)	0.00	0.00	18.00	18.00
长期债务(亿元)	294.65	528.75	732.09	788.19
调整后长期债务(亿元)	297.85	565.66	763.74	819.70
全部债务(亿元)	294.65	528.75	750.09	806.19
调整后全部债务(亿元)	297.85	565.66	781.74	837.70
营业收入(亿元)	43.63	48.40	66.99	3.12
利润总额(亿元)	5.57	9.53	15.95	-6.09
EBITDA(亿元)	14.41	19.07	28.77	--
经营性净现金流(亿元)	47.98	16.58	-31.91	6.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	103.68	49.66	52.25	--
存货周转次数(次)	0.65	0.70	0.82	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	154.23	72.73	60.59	120.44
营业利润率(%)	20.49	22.40	29.32	-113.22
总资本收益率(%)	1.13	1.00	1.15	--
净资产收益率(%)	0.99	1.21	1.51	--
长期债务资本化比率(%)	39.12	47.20	46.59	48.62
调整后长期债务资本化比率(%)	39.38	48.88	47.65	49.60
全部债务资本化比率(%)	39.12	47.20	47.20	49.18
调整后全部债务资本化比率(%)	39.38	48.88	48.23	50.14
资产负债率(%)	50.34	55.16	53.14	54.55
流动比率(%)	102.03	158.40	169.26	151.04
速动比率(%)	67.48	130.91	138.78	118.70
经营现金流动负债比(%)	28.95	10.32	-17.09	--
现金短期债务比(倍)	--	--	8.03	6.09
全部债务/EBITDA(倍)	20.45	27.72	26.07	--
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	20.67	29.66	27.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.61	1.09	1.10	--

注：2017 年财务数据为追溯调整数据；公司 2020 年一季度财务数据未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债，调整后长期债务=长期债务+长期应付款，调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.50	121.07	126.91	88.62
资产总额(亿元)	795.28	1200.03	1686.24	1732.19
所有者权益(亿元)	441.89	571.91	809.05	804.26
短期债务(亿元)	0.00	0.00	18.00	18.00
长期债务(亿元)	275.32	507.27	713.72	769.82
全部债务(亿元)	275.32	507.27	731.72	787.82
营业收入(亿元)	11.59	4.49	10.24	1.48
利润总额(亿元)	4.27	0.56	0.23	-4.81
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.16	35.65	2.60	2.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.77	0.87	2.77	1.73
存货周转次数(次)	1.21	0.44	0.42	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	105.96	130.66	102.43	78.43
营业利润率(%)	58.81	52.38	47.65	-147.56
总资本收益率(%)	0.60	0.05	0.02	-1.21
净资产收益率(%)	0.97	0.10	0.03	-2.39
长期债务资本化比率(%)	38.39	47.01	46.87	48.91
全部债务资本化比率(%)	38.39	47.01	47.49	49.48
资产负债率(%)	44.44	52.34	52.02	53.57
流动比率(%)	119.77	226.15	198.51	172.65
速动比率(%)	114.91	219.00	183.77	157.10
经营现金流动负债比(%)	2.89	42.47	1.98	--
现金短期债务比(倍)	--	--	7.05	4.92
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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=

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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