

信用等级公告

联合[2018] 1073 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长期信用状况及其拟发行的 2018 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定杭州市地铁集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，杭州市地铁集团有限责任公司 2018 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十九日



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

网址：www.lhratings.com

杭州市地铁集团有限责任公司

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 20 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

募集资金用途: 用于地铁项目建设

评级时间: 2018 年 6 月 19 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产 (亿元)	39.00	45.97	49.28	32.84
资产总额(亿元)	614.63	711.88	924.12	947.47
所有者权益(亿元)	344.01	398.73	459.35	473.60
短期债务(亿元)	0.80	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	222.93	241.84	294.65	304.65
全部债务(亿元)	223.73	241.84	294.65	304.65
营业收入(亿元)	18.09	18.41	43.63	2.27
利润总额(亿元)	-3.63	1.74	6.20	-0.77
EBITDA(亿元)	6.35	11.01	15.05	--
经营性净现金流(亿元)	11.35	5.53	47.98	-4.01
营业利润率(%)	6.65	21.61	20.49	-24.91
净资产收益率(%)	-1.06	0.44	1.16	--
资产负债率(%)	44.03	43.99	50.29	50.01
全部债务资本化比率(%)	39.41	37.75	39.08	39.15
流动比率(%)	359.47	194.98	102.51	90.76
经营现金流流动负债比(%)	30.77	8.68	28.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.23	21.96	19.57	--

注: 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周海涵 王 康

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”)作为杭州市唯一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。近年来公司业务持续稳定推进,资产及权益规模快速增长,并持续获得在资金投入等方面强有力的外部支持。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、路网效应尚不明显,盈利能力较弱,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,随着公司地铁线路逐步形成规模运营,公司整体收入水平和盈利能力有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合分析,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司是杭州市地铁投资建设、运营管理和资源开发的唯一主体,区域专营优势明显。
2. 杭州市政府在项目资本金注入、土地成本返还和运营补亏承诺等方面给予公司大力支持,对待偿还债券还本付息形成了较好保障。

关注

1. 杭州市地铁路网规模效应不明显,单位运营成本较高,公司盈利能力较弱。

2. 地铁项目建设周期长，投资规模大，未来资本支出金额较大，公司面临一定资金压力。
3. 公司债务本息偿付有赖于政府的进一步支持。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

杭州市地铁集团有限责任公司

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“杭州地铁”或“公司”）系于 2002 年经杭州市人民政府批准成立，由杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府和杭州市余杭区人民政府共同出资组建，初始注册资本为人民币 1.01 亿元，是杭州市负责轨道交通工程建设、运营、管理及其他轨道交通空间资源开发领域的唯一实施主体。后经多次增资，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 412.65 亿元、实收资本 427.65 亿元，差异系 2018 年 3 月公司收到杭州市人民政府新增注册资本 15.00 亿元，相关注册资本工商变更登记手续尚在办理过程中。公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

表 1 截至 2018 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	182.58	42.70
杭州市萧山区人民政府	73.41	17.16
国开发展基金有限公司	51.90	12.14
杭州市余杭区人民政府	40.17	9.39
杭州市钱江新城建设管理委员会	28.88	6.75
杭州市经济技术开发区管理委员会	23.68	5.54
杭州市滨江区人民政府	22.94	5.36
杭州之江国家旅游度假区管理委员会	3.84	0.90
杭州大江东产业集聚区管理委员会	0.25	0.06
合计	427.65	100.00

注：占比合计数不一致为四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告

公司经营范围：轨道交通建设、营运与管理，房屋拆迁服务（凭资质经营），货物及技术进出口（法律、行政法规禁止的项目除外，法律、行政法规限制的项目取得许可后方可经

营），建筑工程机械与设备租赁；房屋出租，国内广告设计、制作、代理、发布。含下属分支机构的经营范围。（上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目。）

截至 2018 年 3 月底，公司内部设综合管理部、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；公司合并范围内共 2 家子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 924.12 亿元，所有者权益 459.35 亿元（含少数股东权益 21.08 亿元）；2017 年公司实现营业收入 43.63 亿元，利润总额 6.20 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 947.47 亿元，所有者权益 473.60 亿元（含少数股东权益 21.10 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.27 亿元，利润总额-0.77 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。

二、本期中期票据及募投项目概况

1. 本期中期票据概况

公司计划于 2018 年注册额度为 120 亿元的中期票据，本期计划发行金额 20 亿元的杭州市地铁集团有限责任公司 2018 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），存续期限为 3 年。每年付息一次，到期一次性兑付本金。本期中期票据募集资金 20 亿元拟全部用于杭州地铁 1 号线三期、7 号线和 10 号线一期的项目建设。

2. 本期债中期票据投项目情况

地铁1号线三期工程

地铁1号线三期工程起于下沙江滨，止于

萧山机场,线路长11.5公里,设站4座,新设停车场1处,主变电所1座,控制中心与地铁1号线工程合建。全线土建建构抗震设防烈度为7度,地下车站和区间接按六级人防设计,地下车站及通道防水等级为一级,风道和区间隧道防水等级为二级。工程预算总投资为77.96亿元。其中资本金投入54.57亿元、项目融资投入23.39亿元。项目主体建设期为2017年~2022年。

截至2018年3月底,地铁1号线三期工程已完成投资8.94亿元。该项目在立项规划、土地、环评等方面符合法律法规的相关规定,已取得发改基础【2016】2639号、浙发改交通【2017】425号规划批复、环审【2016】81号、杭环函【2017】243号环评批复、国土资预审字【2017】72号用地批复。

地铁7号线工程

地铁7号线工程起于吴山广场,止于江东二路,线路长45公里,设站22座,新建江东三路主变电所,控制中心共享七甲河控制中心。全线土建建构抗震设防烈度为7度,地下车站和区间接按六级人防设计,地下车站及通道防水等级为一级,风道和区间隧道防水等级为二级。工程预算总投资为289.97亿元。其中资本金投入86.99亿元、项目融资投入202.98亿元。地铁7号线工程项目主体建设期为2017~2021年。

截至2018年3月底,地铁7号线工程已完成投资33.02亿元。该项目在立项规划、土地、环评等方面符合法律法规的相关规定,已取得发改基础【2016】2639号、浙发改交通【2017】425号规划批复、环审【2016】81号环评批复、国土资预审字【2017】110号用地批复。

地铁10号线一期工程

地铁10号线一期工程起于浙大,止于新兴路,线路长15.9公里,设站12座,设置仁和车辆段1座,新设主变电所1座,控制中心利用既有七堡控制中心。全线土建建构抗震设防烈度为7度,地下车站和区间接按六级人防设计,地下车站及通道防水等级为一级,风道和区间

隧道防水等级为二级。工程预算总投资为131.09亿元。其中资本金投入39.33亿元、项目融资投入91.76亿元。地铁10号线一期工程项目主体建设期为2018~2022年。

截至2018年3月底,地铁10号线一期工程已完成投资4.80亿元。该项目在立项规划、土地、环评等方面符合法律法规的相关规定,已取得发改基础【2016】2639号、浙发改交通【2017】425号规划批复、环审【2016】81号环评批复、国土资预审字【2017】112号用地批复。

三、宏观经济和政策环境

2017年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年,我国国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速自2011年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,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)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险;

通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新

技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革

面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

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，包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮（APM）等 7 种制式。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，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，城市人口的也相应增长，2017 年中国城镇化率已达 58.52%，城镇化人口达 8.13 亿元，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 2017 年度统计和分析报告》，截至 2017 年底，中国大陆地区共 34 个城市开通运营城市轨道交通，共计 165 条线路，运营线路总长度达 5033 公里。其中，地铁 3884 公里，占 77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高，达 879.9 公里，同比增长 21.2%。全年累计完成客运量 185 亿人次，同比增长 14.9%。拥有 2 条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到 26 个。

2017 年，中国城市轨道交通完成投资 4762 亿元，同比大幅增长 23.8%，截至 2017 年底，中国共有 62 个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的 18 个城市），规划线路总长达 7424 公里，已批复规划线路总投资 38756 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，全国有 100 多个城市规划了建设线路，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，未来对到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，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以政府信用担保通过贷款、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，轨道交通运营要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。引入社会资本的模式得到了尝试，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、减少政府的补贴。

（4）行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运输量不超过15%，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。

（5）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。

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。

在快速发展过程中，线路新建申报要求将

更加严格和全面，以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%，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

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。

2015~2017年，杭州市GDP分别为10053.58亿元、11050.49亿元以及12556亿元。2017年杭州市第一产业增加值312亿元，第二产业增加值4387亿元，第三产业增加值7857亿元，分别增长1.9%、5.3%和10.0%。2017年杭州市常住人口人均GDP为134607元，比上年提高10321元，增长5.4%；按国家公布的年平均汇率折算，为19936美元。三次产业结构调整为2.5:34.9:62.6，服务业占GDP比重比上年提高1.7个百分点。

2017年，杭州市工业增加值3982亿元，增长6.5%。其中规模以上工业增加值3205亿元，增长7.0%。2017年，杭州市完成固定资产投资5857亿元，增长1.4%。

2017年，杭州市全年居民人均可支配收入49832元，增长8.1%，扣除价格因素实际增长5.5%。其中城镇居民人均可支配收入56276元，增长7.8%，扣除价格因素实际增长5.2%；农村居民人均可支配收入30397元、增长8.9%，扣除价格因素实际增长6.2%。

总体看，杭州市作为浙江省的经济强市，经济持续发展，经济实力强，为公司业务开展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年3月底，公司注册资本412.65亿元，实收资本金427.65亿元。尚有部分未办妥实收资本工商变更登记手续及相关事宜。杭州市人民政府持有公司42.70%的股权，是公司的实际控制人。

2. 企业规模

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

自2012年11月杭州地铁1号线开通以来，杭州地铁2号线一期东南段、4号线一期首通段、1号线下沙延伸段、2号线一期西北段、2号线二期、2号线三期、4号线一期南段陆续开通投入使用。截至2018年3月底，公司已建成开通运营线路总长111.47公里，开设车站共计76个。

根据规划，2013~2019年杭州市计划建设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（已投入使用）、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。

3. 人员素质

截至2018年3月底，公司拥有董事长、总经理、副总经理等高管人员共9人。

邵剑明先生，1964年出生，研究生学历；曾任杭州市京杭运河（杭州段）综合整治和保

护开发指挥部（杭州市运河综合保护开发建设集团有限公司）副总指挥、副总经理，杭州经济技术开发区（浙江杭州出口加工区）管委会副主任，杭州市城乡建设委员会副主任，杭州市地铁集团有限责任公司总经理；现任公司董事长。

朱春雷先生，1971 年出生，中共党员，本科学历；曾任杭州市城市基础设施开发总公司职工、助理工程师、工程师、工程部副经理、党委委员、副总经理，杭州市建设工程质量安全监督总站站长；现任公司副董事长兼总经理。

张金荣先生，1963 年生，研究生学历，九三学社成员，铁一院桥梁隧道处工程师，日本熊谷组（株）中国盘道岭作业所工程师，铁一院城市轨道交通院高工、副院长；现任公司总工程师。

截至 2018 年 3 月底，公司在职工总数 401 人。按学历分，拥有高中及以下学历的占 1.75%、大专学历的占 3.49%、本科及以上学历的占 94.76%；按年龄划分，35 岁以下占 44.64%、36~50 岁占 48.13%、51 岁以上的占 7.23%；按职称分，拥有高级职称的占 30.92%、拥有中级职称的占 38.65%、拥有初级职称的占 20.70%。

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

4. 外部支持

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

近年来，杭州市财政收入稳步增长，年均复合增长 14.23%。2017 年杭州市全年财政总收入 2921.30 亿元，一般公共预算收入 1567.42 亿元，分别增长 14.2%和 17.4%。其中税收收入占比 90.4%。全市一般公共预算支出 1540.92

亿元，增长 9.7%。其中民生类支出 1213.09 亿元，增长 11.9%，民生支出占比 78.7%，比上年提高 1.5 个百分点。2017 年，杭州市财政自给率为 101.72%，财政自给能力较强。杭州市作为浙江省的经济强市，财政实力强且势头良好为公司业务开展提供了稳定保障。

公司作为杭州轨道交通建设和运营的唯一主体，得到了杭州市各级政府在资本金注入及运营补贴等方面的大力支持。

（1）资本金注入

杭州市政府于 2014 年 9 月正式发布《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），明确了杭州地铁建设资本金的来源及分担方式。根据办法，公司的各股东作为出资主体，共同分担轨道交通建设资本金。在杭州市本级设立轨道交通建设专项资金，作为市本级资本金来源，专项资金筹措方式包括：①市本级财政预算安排的资金；②市区（不含出资主体）土地出让收入中新增 6%专项计提；③杭州地铁做地取得的土地出让收入中，专项用于轨道交通建设的部分；④城市市政基础设施配套费的 50%；⑤省级专项补助和地方政府债券等其他资金。专项资金的设立为公司提供了可靠的项目建设资本金支持、偿债保证支持。在杭州市本级设立专项资金以外，杭州市要求作为出资主体的各区政府（管委会）应在年度预算中安排专项资金，并根据市政府批准的年度轨道交通建设资本金计划和到位时间要求，确保资本金及时、足额到位。

2015 年杭州市财政局进一步下发《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），文件针对除 4 号线首通段外的轨道交通二期工程及后续新建项目拆迁安置资金明确如下：①车辆段、停车场等作为共享工程，征迁安置资金纳入轨道交通建设投资年度计划，由各出资主体共同承担资本金；②除共享工程外，作为杭州地铁出资主体的各区政府（管委会），全额承担各自区域

内的征迁安置资金；不作为出资主体的上城区、下城区、江干区、拱墅区和西湖区政府，承担各自区域内（不含出资主体管辖区域）征迁安置资金的 50%，每季末按照 20%、20%、30%、30% 的比例分次将当年应承担资金划入地铁集团指定账户用于杭州地铁支付安置资金。

以上措施有利于减轻公司投资负担。2015~2017 年市财政共拨付资本金分别为 53.15 亿元、52.50 亿元和 50.81 亿元。2018 年 1~3 月，公司收到市财政拨付资本金 15.00 亿元，相关工商手续尚未完成变更。

2017 年 6 月，杭州市人民政府进一步下发《关于印发杭州市城市轨道交通资金筹措与平衡办法的通知》（杭政函【2017】73 号文），通过明确出资主体、明确资本金出资任务、设立轨道交通建设投资基金、加大市本级土地出让收入专项计提等给予公司建设资金的有力支持。

表 2 2015~2017 年地铁建设资本金拨付情况
(单位：万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
市财政资本金	--	200000.00	140757.16
区财政资本金	192515.00	144995.50	367310.00
国开基金	339000.00	180000.00	--
合计	531515.00	524995.50	508067.16

资料来源：公司提供

(2) 地铁运营补贴

对于公司各地铁线路建设工程的偿还银行贷款及运营初期亏损问题，杭州市人民政府将根据地铁运营及物业等第三产业经营情况给予财政补贴。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。

2015~2017 年，公司分别获得政府购买 1

号线运营服务资金 1.99 亿元、2.26 亿元和 2.47 亿元，其中包括票价差额补偿、优惠换乘补偿、安防补助和上年度遗漏的安防补助款。

综上所述，在地铁投资建设和运营业务方面，杭州市政府对公司的支持均给予了较大程度的资金支持，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。

5. 企业信用记录

根据公司提供的 2018 年 6 月 6 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。

截至本报告出具日，企业未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

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

公司设董事会，董事会由 13 名董事组成，其中非职工代表 12 名（其中股东杭州市人民政府推荐 7 名董事候选人）；职工代表 1 人，由公司职工代表大会经民主选举产生。截至 2018 年 3 月底，公司董事实际到位 9 人。其中非职工代表 5 人、职工代表 4 人。董事每届任期 3 年，董事任期届满，连选可以连任。董事会设董事长 1 人，副董事长 1~2 人，由股东杭州市人民政府委派并经董事会选举产生，任期不得超过董事任期，但连选可以连任。公司股东会及董事会实际执行情况良好。

公司设监事会，监事会由5名监事组成。其中非职工代表3人，由股东会选举产生；职工代表2人，由公司职工代表大会经民主选举产生。截至2018年3月底，公司监事实际到位5人。其中非职工代表3人、职工代表2人。监事会设主席1人，由股东推荐经全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为三年，监事任期届满，连选可以连任。

公司设经理，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责。截至2018年3月底，公司总经理由副董事长兼任。

2. 管理水平

公司本部内设综合管理部、办公室、人力资源部、纪检监察部、财务部、经营管理部、质量安全部等17个职能部门，能够满足日常管理的需要。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度。

财务管理方面，公司制定了《资金管理办法》《财务管理制度》《财务预算及支付管理办法》等相关制度；实行统一领导、分级管理的财务管理体系。集团公司法定代表人是财务管理的第一责任人。根据集团公司的实际情况，负责组织集团公司财务预算的实施和财务决算的最终审批。集团公司和各子公司、分公司均设立财务部门，配备专职财务人员，各级财务部门完善岗位设置，完善内部控制体系。集团公司财务部是财务管理的职能部门，负责财务正常运行和管理的具体工作。

投融资管理方面，公司制定了《资金管理办法》《财务管理制度》《对外投资管理办法》等。规定对外借款必须要根据公司实际经营情况进行，不得用于非生产经营活动。财务部根据资金需要选择必要的信贷品种以最大限度降低资金成本。为加强对借款的管理，除设置相应的明细账与总账外，还要有专人负责登记备查账，登记贷款种类、贷款的取保日期、贷款归还期限、贷款利率及归还本金等情况，并及时跟踪，以便掌握资金需求，合理调配资金。

担保管理方面，公司不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。公司应拒绝任何强令其为他人提供担保的行为。公司为他人提供担保必须经董事会或股东会批准。董事会应比照公司章程有关董事会投资权限的规定，行使对外担保权。超过公司章程规定权限的，董事会应当提出预案，并报股东会批准。公司规定，原则上子公司不得对外提供担保，如需提供担保需经董事会和集团公司同意。

总体来看，公司管理制度健全，实际日常经营工作能够保证按上述规章制度执行。

七、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。

2015~2017年，公司营业收入快速增长，三年分别为18.09亿元、18.41亿元和43.63亿元。近年来，随着公司地铁线路陆续投入运营，公司地铁运营收入持续增长；土地开发整理业务收入存在一定波动。2016年，公司开始确认房产销售收入，并于2017年大幅增长。公司其他业务收入主要系围绕地铁沿线的资源开发收入，包括租赁收入、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，该板块收入规模较小。

2015~2017年，公司综合毛利率大幅增长，三年分别为7.66%、23.02%和23.75%。主要由公司土地开发整理业务毛利率较高所致。

2018年1~3月，公司实现收入2.27亿元，主要来自于地铁运营板块收入，土地开发整理和房产销售未实现收入。由于收入主要来源于毛利率为负的地铁运营板块，2018年1~3月公司综合毛利率为-23.62%。

表 3 公司各业务板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
土地开发整理	10.48	57.92	32.63	8.07	43.81	76.70	10.39	23.82	58.34	--	--	--
地铁运营	6.91	38.19	-39.48	7.65	41.57	-26.86	8.74	20.03	-12.31	2.00	88.09	-18.76
房产销售	--	--	--	2.40	13.03	-2.44	23.13	53.01	23.27	--	--	--
其他业务	0.70	3.89	98.59	0.29	1.59	56.46	1.37	3.14	-0.56	0.27	11.91	-59.59
总 计	18.09	100.00	7.66	18.41	100.00	23.02	43.63	100.00	23.75	2.27	100.00	-23.62

注：地铁运营收入中包含票务收入和非票务收入。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）地铁运营

自2012年11月地铁1号线开通以来，杭州地铁2号线、4号线已开始部分试运营，期间产生的收入属于工程建设期间试生产收入，不计入营业收入。截至2018年3月底，杭州地铁已开通总长度105.74公里，共计76个站点，总计计划投资合计592.22亿元，截至2018年3月底实际已投资644.64亿元。

表 4 2018 年 3 月底公司已开通地铁线路情况
（单位：亿元、公里、个、月）

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	102.82	196.70	18.3	13	2014.11
2 号线一期西北段	84.82		12.2	11	2017.7
2 号线二期	79.04	63.20	11.28	8	2017.12
2 号线三期	8.90	2.91	1.48	1	2017.12
4 号线一期首通段	72.62	126.49	9.65	10	2015.2
4 号线一期南段	77.89		11.20	8	2018.1
合计	592.22	644.64	111.47	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

公司地铁运营收入以票务收入为主，剩余部分为非票收入。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 2018 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（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 111.47 公里的城市轨道交通线网，日均客流量合计 121.50 万人次。

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

无偿移交给杭州市政府。

杭州地铁1号线于2007年3月28日开工建设，2012年11月24日建成通车，总投资额为232.17亿元，累计已完成投资236.19亿元，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，累计已完成投资19.15亿元，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。截至2018年3月底已投资19.15亿元。地铁1号线运营情况如下表所示。

表5 杭州地铁1号线运营情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
运营里程(万列公里)	615.71	723.12	750.83	117.67
车站数量(座)	34	34	34	34
年度客运量(万乘次)	17666.54	19877.13	22537.46	5384.06
日均客运量(万人次)	48.40	54.32	61.75	64.10
票务收入(亿元)	5.41	6.04	6.95	1.56
平均票价(元)	3.33	3.27	3.28	2.99
正点率(%)	99.96	99.97	99.99	--
运行图兑现率(%)	99.98	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；2014年11月已完成试运营，逐步转入固定资产。
资料来源：公司提供

地铁2号线一期、二期、三期

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。项目概算总投资177.83亿元，截至2018年3月底，累计已完成投资196.70亿元。地铁2号线二期工程线路全长11.281公里，全为地下线，共设车站8座。工程预算总投资为79.04亿元，累计已完成投资63.20亿元。地铁2号

线三期工程线路全长1.48公里，设站1座，工程预算总投资为8.90亿元，其中资本金投入6.916亿元，累计已完成投资2.91亿元。

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；地铁2号线一期工程(西北段)已于2017年7月3日投入试运营；地铁2号线二期、三期已于2017年12月27日同步建成通车。地铁2号线一期、二期、三期试运营情况如下表所示。

表6 杭州地铁2号线试运营情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
运营里程(万列公里)	162.25	168.25	168.25	137.83
车站数量(座)	12	13	33	33
年度客运量(万乘次)	1632.53	2329.04	5790.22	2989.93
日均客运量(万人次)	4.47	6.48	15.86	35.59
票务收入(亿元)	0.38	0.57	1.29	0.74
平均票价(元)	2.60	2.64	2.45	2.76
正点率(%)	99.99	99.99	99.99	--
运行图兑现率(%)	99.99	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(首通段及南段)

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2018年3月底，累计已完成投资126.49亿元。

其中，地铁4号线一期(首通段)已于2015年2月2日建成通车，地铁4号线一期工程(南段)已于2018年1月9日建成通车。地铁4号线一期工程试运营情况如下表所示。

表 7 杭州地铁 4 号线一期试运营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
运营里程 (万列公里)	83.15	99.96	113.98	64.85
车站数量 (座)	10	10	10	18
年度客运量 (万乘次)	3047.21	4535.66	5658.19	1831.67
日均客运量 (万人次)	9.15	12.63	15.50	21.81
票务收入 (亿元)	0.40	0.60	0.77	0.32
平均票价 (元)	1.47	1.43	1.51	1.95
正点率(%)	99.99	99.99	99.99	--
运行图兑现率(%)	99.99	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

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。杭州地铁2号线及4号线也沿用上述地铁票定价方案。

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。

总体看，随着杭州地铁1号线、2号线以及4号线的陆续通车，杭州市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、费后按土地出让金净出让收入的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2018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 地块和潮鸣单元 D-01、05 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。

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	2015 年前确认收入	2015 年确认收入	2016 年确认收入	2017 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	90965.39	104809.25	--	19882.04
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	236041.57	104809.25	80675.00	103919.54

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司正在进行开发整理的地块共有 4 宗，土地面积合计 58.05 亩，

待上述地块开发完成，预期可实现土地出让金 15.92 亿元。

表 9 公司待出让土地情况 （单位：亩、万元）

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
文三路邮电学校地块开发项目	文三路邮电学校	270.00	120.00	6.75	2018 年	10242.70
文晖单元 XC0405-03 地块开发项目（打铁关）	打铁关	5400.00	5150.00	29.80	2018 年	88861.20
祥符单元 B1/B2-A-06 地块（三墩站九鼎地块）	三墩站九鼎地块	6350.00	5500.00	14.00	2018 年	42120.00
江城路站地块开发项目	江城路站	400.00	1.30	7.50	2019 年	18000.00
合计	--	12420.00	10771.30	58.05	--	159233.90

资料来源：公司提供

（3）物业开发（房产销售）

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”）。公司在满足站点综合交通功能的前提下，地铁规划建设、开发的同时，将站点周边物业实施一体化的综合开发。

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 2018 年 3 月底，地铁置业进行的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。

地铁东城项目分住宅出售以及商业出租两部分。其中住宅出售已于 2016 年完成，共计出售房产 382 套，房产销售收入 2.40 亿元；商业出租始于 2017 年 5 月，可租赁面积共计 47493 平米，已签约面积占 91.59%，尚未确认出租收入。

绿城杨柳郡项目分四期，前三期已完成销售，完成销售额 48.50 亿元、2017 年确认收

入 23.19 亿元，剩余房屋计划于 2018 年内完成交付确认收入。第四期总建筑面积 18.61 万平方米，计划于 2018 年 6 月及 2019 年上半年分两次开盘，预计总销售金额为 29.33 亿元，计划于 2021 年 6 月底整体竣工交付。

（4）其他业务

其他业务主要为公司对地下空间进行开发，主要包括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。其中，商贸经营业务包括地铁车站零星商铺出售出租、车站自动售货机、车站自助取款机等；停车场收费业务主要为站点配套停车场收入；媒体通信业务主要包括地铁站厅层、站台层和隧道内的公众移动通信信号覆盖系统出租等租赁业务。公司当前其他业务板块收入主要来自服务费、场地使用费和设备对外出租的收入。

2017 年其他业务收入较高系随着杭州市地铁线路及站点的开发完善，地铁路网效应显现，各项配套业务快速开展。2015~2017 年，公司其他业务毛利率持续下降系随着杭州市地铁沿线及站点的不断开发，公司地铁站点周边业务的投入持续增高所致。2017~2018 年 3 月，公司该板块业务毛利率为负。

未来随着杭州市多条地铁线路的开通运

营，杭州市地铁网络化运营格局将逐步形成，其他业务收入将会对公司营业收入形成良好补充。

3. 未来发展

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。

表 10 截至 2018 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 2018 年 3 月底 已投资	2018 年拟投 资	2019 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	54.95	已于 2014 年开工建设，预计 2019 年建成通车	154.32	92.00	128.00
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	20.72	已于 2014 年开工建设，计划 2018 年投入试运营	67.24	30.00	86.00
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	3.38	项目主体建设期 2017-2022	8.94	16.00	53.00
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	4.28	项目主体建设期 2017-2021	6.84	30.00	342.00
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	1.45	项目主体建设期 2017-2022	6.19	16.00	152.00
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	1.54	项目主体建设期 2017-2020	1.35	2.00	15.00
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	1.05	项目主体建设期 2017-2022	2.65	8.00	55.00
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	2.83	项目主体建设期 2017-2021	33.02	38.00	229.00
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	1.09	项目主体建设期 2018-2022	4.31	14.00	108.00
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	6.14	项目主体建设期 2017-2022	20.55	32.00	105.00
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	1.11	项目主体建设期 2018-2022	4.8	18.00	110.00
合计	--	1955.43	1314.896	640.534	98.54	--	310.21	296.00	1383.00

资料来源：公司提供

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度合并财务报告,其中 2015 年财务报告已由天健会计师事务所进行了审计,2016~2017 年财务报告已由中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)进行了审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年 4 月,公司转让子公司杭州地铁武林置业有限公司全部股权,至此不再纳入合并范围。截至 2018 年 3 月底,公司合并范围内一级子公司共 2 家。合并口径的变化对公司财务持续性影响较小,财务数据具有可比性。

2017 年底,公司资产总额 924.12 亿元,所有者权益 459.35 亿元(含少数股东权益 21.08 亿元);2017 年公司实现营业收入 43.63 亿元,利润总额 6.20 亿元。

2018 年 3 月底,公司资产总额 947.47 亿元,所有者权益 473.60 亿元(含少数股东权益 21.10 亿元);2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 2.27 亿元,利润总额-0.77 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年,公司资产总额持续快速增长,年均复合增长 22.62%。2017 年底,公司

资产总额 924.12 亿元,同比增长 29.81%,主要由其他应收款、存货及在建工程的增加所致。其中流动资产占比 18.37%、非流动资产占比 81.63%;公司资产以非流动资产为主。

2015~2017 年,公司流动资产波动增长,年均复合增长 13.14%。2017 年底,公司流动资产 169.75 亿元,同比增长 36.74%,主要系其他应收款及存货增长所致。

表 11 2015~2017 年公司主要流动资产构成情况
(单位:亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.00	29.41	45.97	37.03	49.28	29.03
其他应收款	36.62	27.61	23.30	18.77	39.67	23.37
存货	50.04	37.73	45.09	36.32	57.27	33.74
其他流动资产	6.75	5.09	9.42	7.59	22.56	13.29
合计	132.41	99.84	123.78	99.71	168.78	99.43

资料来源:公司审计报告

2017 年底,公司货币资金 49.28 亿元,同比增长 7.18%,系随着融资规模的加大而增加所致。其中银行存款占 99.55%。

2015~2017 年,公司其他应收款波动增长,年均复合增长 4.08%。2017 年底,公司其他应收款 39.67 亿元,同比增长 70.27%,主要为应收关联方往来款、借款及补贴款等。从账龄来看,1 年以内应收款项占比 52.33%、1~2 年的占比 0.81%、2~3 年占比 40.41%、3 年以上占比 6.45%。从集中度来看,期末余额前五名其他应收款占比达 88.78%,主要为对杭州萧山地铁投资开发有限公司 16.00 亿元及对杭州诺千投资管理有限公司的 10.56 亿元往来款,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 2017 年底公司其他应收款前五名情况
(单位:亿元、%)

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	40.33	借款

杭州诺千投资管理有限公司	10.56	26.62	往来款
杭州地铁武林置业有限公司	4.24	10.68	借款
杭州市人民政府	3.07	7.73	补贴款
杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司	1.36	3.425	借款
合计	35.22	88.78	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 6.99%。2017 年底，公司存货 57.27 亿元，同比增长 27.01%。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，主要为地铁绿城杨柳郡项目未完工部分 51.13 亿元；开发产品为已完成整理的土地投入，包括由九堡东 12、13 地块土地开发项目等项目合计金额 1.82 亿元。

2017 年底，公司其他流动资产金额 22.56 亿元，同比增长 139.38%，主要系待抵扣增值税 17.06 亿元及预缴税费 5.49 亿元。

2015~2017 年，公司非流动资产大幅增长，年均复合增长 25.10%。2017 年底，公司非流动资产 754.36 亿元，主要由固定资产（占 35.57%）及在建工程（占 61.80%）组成。

表 13 2015~2017 年公司主要非流动资产构成情况
(单位：亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定资产	255.45	53.00	254.80	43.35	268.33	35.57
在建工程	213.48	44.29	316.92	53.92	466.18	61.80
合计	468.93	97.29	571.72	97.27	734.51	97.37

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 15.99%。2017 年底，公司长期股权投资 4.78 亿元，同比增长 51.06%，主要系对杭州余杭地铁五号线有限公司增加投资所致。同期，新增投资性房地产 2.55 亿元至 8.61 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产基本保持稳定。2017 年底，公司固定资产余额为 268.33

亿元，同比增长 5.31%。主要包括地铁一号线配套设施 196.42 亿元、专用设备 43.68 亿元、地铁车辆 18.21 亿元以及地铁装修工程 8.86 亿元等，2017 年底累计折旧 29.29 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 47.77%。2017 年底，公司在建工程 466.18 亿元，同比增长 47.10%。主要系增加轨道交通工程建设款。且本期转入固定资产 19.15 亿元，主要为 1 号线下沙延伸段完工转入固定资产形成。公司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 5.77 亿元，同比下降 6.74%。

2018 年 3 月底，公司资产总额 947.47 亿元，与 2017 年底相比小幅增长 2.53%，主要由于随着地铁线路的逐步推进，地铁建设投入资金的进一步增加所致。同时，非流动资产占比进一步扩大。

总体看，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，公司流动资产中以货币资金、存货和其他应收款为主，资产流动性一般。总体来看，公司资产结构符合城市轨道交通行业特点，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，复合增长率为 15.56%，主要来源于地铁项目建设资本金拨付带来的实收资本的大幅增长。2017 年底，公司所有者权益 459.35 亿元，同比增长 15.20%。其中归属于母公司所有者权益中，实收资本（占 94.15%）、资本公积（占 1.46%）和未分配利润（占 3.87%）、另少数股东权益占所有者权益的（占 4.59%）

2015~2017 年，公司实收资本快速增长，年均复合增长 15.50%。2017 年底，公司实收资本金额为 412.65 亿元，同比增长 14.04%。

主要为收到来自市、区级政府拨付的新增资本 50.81 亿元，上述款项均暂列入实收资本。

2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 76.42%。2017 年底，公司资本公积金额为 6.40 亿元，较 2016 年底增长 152.45%，主要系根据《关于 2017 年度地铁建设投资》，本期确认收到杭州市、西湖区、拱墅区人民政府和江干区财政局拨入的征迁安置资金 3.88 亿元。

2015~2017 年，公司未分配利润快速增长，2017 年底，公司未分配利润金额为 16.94 亿元，同比增长 32.08%。总体看，公司所有者权益稳定性较强。

2018 年 3 月底，公司所有者权益较 2017 年底增长 3.10%，主要来自于实收资本增加，即公司收到杭州市人民政府新增注册资本 15.00 亿元。所有者权益构成与 2017 年底基本保持稳定。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 31.05%。2017 年底，公司负债合计 464.77 亿元，同比增长 48.42%。其中流动负债占 35.63%、非流动负债占 64.37%。公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目周期较长的特点。

2015~2017 年，公司流动负债大幅增长，年均复合增长 111.86%。2017 年底，公司流动负债 165.59 亿元，同比增长 160.07%，构成主要为应付账款（占 43.70%）、预收账款（占 48.52%）和其他应付款（占 5.85%）。

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 143.06%。2017 年底，公司应付账款金额 72.36 亿元，同比大幅增长 128.70%，主要来自于应付材料及工程款的大幅增加。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 740.27%。2017 年底，公司预收款项 80.35 亿元，同比大幅增长，主要系公司全资子公司地铁置业于 2017 年取得杭州东胜

置业有限公司（以下简称“东盛置业”）实际控制权，东盛置业开发的杨柳郡项目一期、二期预收款 79.79 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 31.31%。2017 年底，公司其他应付款金额 9.69 亿元，同比下降 66.84%，主要为非关联方往来款的减少所致。

表 14 2015~2017 年公司主要流动负债构成情况
(单位: 亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	12.25	33.20	31.64	49.69	72.36	43.70
预收款项	1.14	3.08	0.23	0.37	80.35	48.52
其他应付款	20.55	55.69	29.23	45.90	9.69	5.85
合计	33.94	91.97	61.10	95.96	162.40	98.07

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 13.14%。2017 年底，公司非流动负债 299.17 亿元，同比增长 19.92%，构成主要为长期借款（占 79.68%）和应付债券（占 18.81%）。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 17.34%。2017 年底，公司长期借款金额为 238.39 亿元，同比增长 32.04%。其中主要包括 219.06 亿元的信用借款以及质押借款 19.33 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 56.27 亿元，包含 2014 年度发行的“14 杭地铁/14 杭地铁债”、2016 年发行的两期中期票据“16 杭州地铁 MTN001”和“16 杭州地铁 MTN002”。

2015~2017 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 41.45%。2017 年底，公司长期应付款金额为 3.20 亿元，同比减少 48.74%，系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。

表 15 2015~2017 年公司主要非流动负债构成情况
(单位: 亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期借款	173.14	74.08	180.54	72.36	238.39	79.68
应付债券	49.79	21.30	61.31	24.57	56.27	18.81
合计	222.93	95.38	241.85	96.93	294.66	98.49

资料来源: 公司审计报告

2018 年 3 月底, 公司负债总额 473.87 亿元, 较 2017 年底增长 1.96%, 主要系长期借款增长所致, 非流动负债占比上升至 65.24%。

从有息债务来看, 2015~2017 年, 公司债务结构均以长期债务为主。2017 年底, 公司全部债务 294.65 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, 2017 年因公司负债增长, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所增长, 2017 年底分别为 50.29%、39.08%和 39.08%。

2018 年 3 月底, 公司全部债务 304.65 亿元, 较 2017 年底小幅增长 3.39%, 仍全部为长期债务。同期, 资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.01%、39.15 和 39.15%。

总体来看, 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。

4. 盈利能力

2015~2017 年, 受房地产销售业务收入大幅增长影响, 公司营业收入快速增长, 年均复合增长 55.28%。公司 2017 年营业收入为 43.63 亿元, 同比增长 136.95%。

从期间费用看, 2015~2017 年, 公司期间费用波动下降, 主要构成以财务费用为主。2017 年, 财务费用 3.85 亿元, 同比下降 15.32%。

同期, 期间费用占比为 12.25%, 较上年下降 16.46 个百分点。公司期间费用管控能力有所提高, 但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。2015~2016 年, 公司获得杭州市人民政府和杭州市财政局等与收益及资产相关的政府补助、拆迁补偿款、税费减免补助、票价补贴及安防补助收入分别为 1.60 亿元和 3.34 亿元。2017 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及资产相关的政府补助、拆迁补偿款及税费减免补助等共计 0.15 亿元, 计入营业外收入; 获得票价补贴及安防补助收入 2.69 亿元, 计入其他收益科目。

从盈利指标来看, 受占比较高的土地整理业务及房产销售业务营业成本波动影响, 公司营业利润率波动较大, 2015~2017 年, 营业利润率分别为 6.65%、21.61%和 20.49%。同期, 公司利润总额持续增长, 2017 年为 6.20 亿元, 受营业收入大幅增加所致, 利润对补贴收入依赖性有所下降。

2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 2.27 亿元, 相当于 2017 年全年的 5.20%, 主要来自于地铁运营收入; 同期营业成本 2.81 亿元。公司营业利润率为-24.91%, 系地铁运营业务持续亏损所致。2018 年 1~3 月, 公司获得营业外收入 0.05 亿元及其他收益 1.04 亿元, 主要为财政补贴收入。同期公司实现利润总额-0.77 亿元。

总体看, 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。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及物业的开发利用, 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。

5. 现金流分析

近三年,公司经营活动现金流入量不断增长,年均复合增长105.57%。其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为19.33亿元、17.40亿元和67.29亿元,现金收入比分别为106.84%、94.49%和154.23%。2017年现金收入比较高,主要因预收房款增加所致。收到其他与经营活动有关的现金快速增长,主要为代收的充值款,随着客流量的增长,代收的充值款将持续快速增长。2015~2017年,公司收到其他与经营活动有关的现金分别为4.63亿元、7.29亿元和34.00亿元。同期,公司经营活动现金流出快速增长,年均复合增长105.56%。其中,主要为土地平整开发支出使得购买商品、接受劳务支付的现金支付较多,以及支付给杭港公司代收款项一卡通充值款导致支付的其他与经营活动有关的现金快速增长所致。近三年,公司经营活动产生的现金流量净额波动较大,分别为11.35亿元、5.53亿元和47.98亿元。

近三年,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。2015~2017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分别为14.99亿元、17.07亿元和14.33亿元,主要为往来款及与建设活动相关的保证金及保险赔款、政府拆迁补偿等。2015~2017年,公司投资活动现金流出分别为98.02亿元、81.84亿元和145.40亿元。同期,公司投资活动现金净流量分别为-81.18亿元、-59.40亿元和-130.96亿元。

近三年,公司筹资活动现金流入波动增长,年均复合增长23.89%,主要由吸收投资收到的现金和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。2015~2017年,公司筹资活动现金流表现为净流入分别为58.65亿元、60.80亿元和86.28亿元,筹资规模较大。

2018年1~3月,公司经营活动现金流入

量为6.73亿元,主要为收到其他与经营活动有关的现金;经营活动现金流出为10.74亿元,主要系购买商品、接受劳务支付的现金。2018年1~3月,公司投资活动现金流量净额-35.86亿元,其中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10.70亿元,主要系收回杭州萧山地铁投资开发有限公司借款10亿元。投资活动现金流出46.56亿元,系地铁建设资金投入所致。公司筹资活动现金流量净额23.43亿元,其中筹资活动现金流入中取得借款收到现金10.00亿元,收到杭州市人民政府拨入的实收资本15.00亿元。筹资活动现金流出1.57亿元主要为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2018年1~3月,公司现金收入比为256.98%,仍保持较高水平。

总体来看,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的依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2015~2017年,公司无短期债务。由于公司流动负债规模的增加,流动比率和速动比率均大幅下降,2017年底分别为102.51%和67.93%。2018年3月底,公司流动比率和速动比率仍持续下降,分别为90.76%和52.80%。2015~2017年公司经营活动现金流流动负债比分别为30.77%、8.68%和28.97%。

从长期偿债指标来看,2015~2017年公司EBITDA分别为6.35亿元、11.01亿元和15.05亿元。同期,公司全部债务/EBITDA分别为35.23倍、21.96倍和19.57倍,从指标上看,EBITDA对全部债务的保障能力弱。同时,考虑到市、区级政府对公司在资本金注入及运营补贴方面的支持力度,公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月底,公司获得各商业银

行贷款的授信额度合计为 798.25 亿元,已经使用 523.05 亿元,公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 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 3.44%。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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据的额度为 20.00 亿元,占 2017 年底公司长期债务、全部债务比重分别为 6.79% 和 6.79%,对公司现有债务影响较小。

截至 2017 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.29%、39.08% 和 39.08%,以公司 2017 年底报表财务数据为基础,本期中期票据发行后公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 50.56%、39.48% 和 39.48%,对公司债务负担影响较小。

本期中期票据的发行对公司整体债务规模影响较小。公司债务负担仍保持在一般水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年,公司 EBITDA 分别为 6.35 亿元、11.01 亿元和 15.05 亿元,分别是本期中期票据额度的 0.32 倍、0.55 倍和 0.75 倍。2015~2017 年,公司经营活动现金流入量分别为 23.97 亿元、24.69 亿元和 101.29 亿元,分别为本期中期票据拟发行额度的 1.20 倍、1.23 倍和 5.06 倍。2015~2017 年,公司经营活动现金流量净额分别为 11.35 亿元、5.53 亿元和 47.98 亿元,分别为本期中期票据额度拟发行额度的 0.57 倍、0.28 倍和 2.40 倍。总体看,公司近三年经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额波动较大,

对本期中期票据保障能力一般。

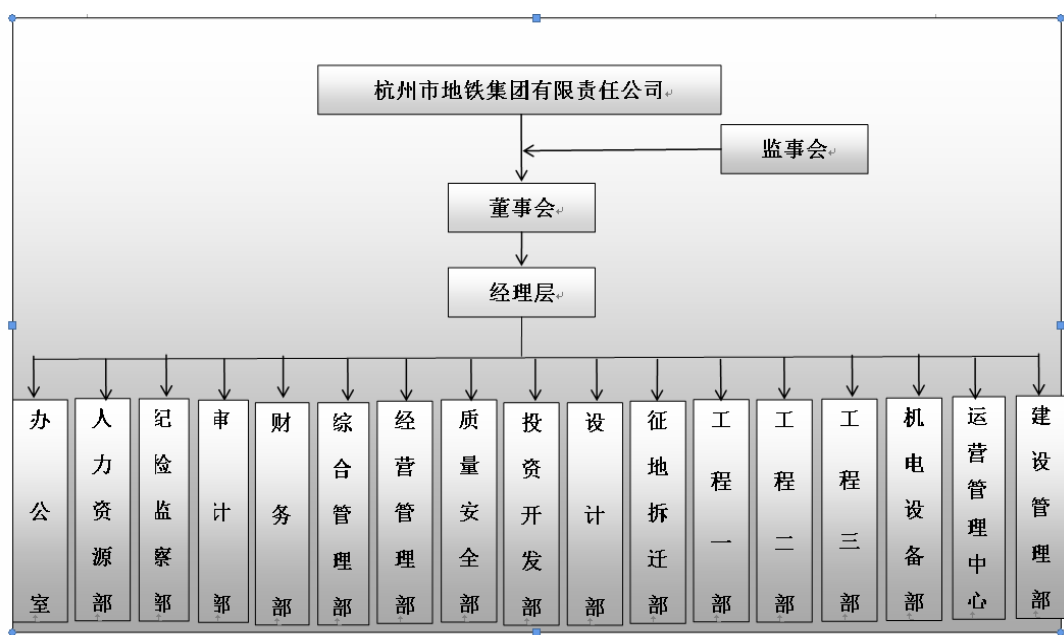
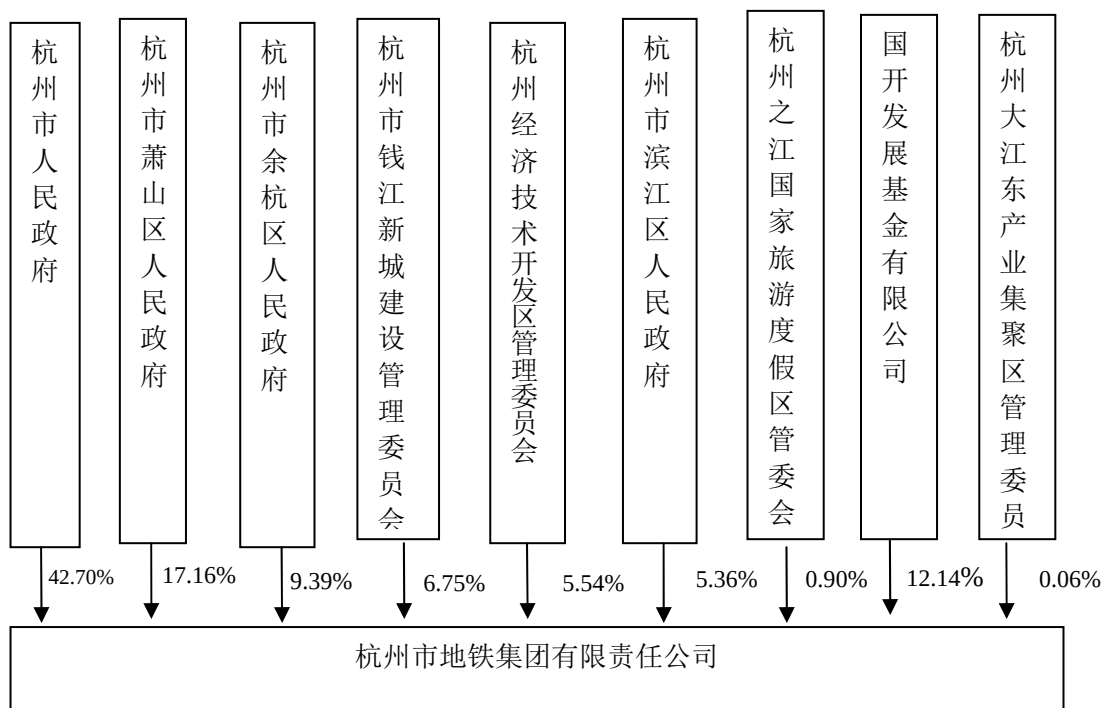
十、结论

近年来,杭州市经济持续增长,为公司发展创造了良好的外部环境;同时,公司作为杭州市地铁项目投资建设及运营管理的主体,在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营性优势,同时持续获得政府在资本金注入等方面大力支持。

总体来看,公司地铁运营单位成本较高,目前开通线路较少,盈利能力仍较弱,日常运营对于政府补贴具有一定的依赖性;但考虑到杭州市政府支持明确,公司未来随着在建地铁项目的建成及通车、路网效应的逐渐形成及对地下空间的开发利用,公司盈利能力有望提升。经综合评估,公司主体信用风险极低。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度尚可。总体看,本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.00	45.97	49.28	32.84
资产总额(亿元)	614.63	711.88	924.12	947.47
所有者权益(亿元)	344.01	398.73	459.35	473.60
短期债务(亿元)	0.80	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	222.93	241.84	294.65	304.65
全部债务(亿元)	223.73	241.84	294.65	304.65
营业收入(亿元)	18.09	18.41	43.63	2.27
利润总额(亿元)	-3.63	1.74	6.20	-0.77
EBITDA(亿元)	6.35	11.01	15.05	--
经营性净现金流(亿元)	11.35	5.53	47.98	-4.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	169.11	112.98	103.68	--
存货周转次数(次)	0.33	0.30	0.65	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.05	--
现金收入比(%)	106.84	94.49	154.23	256.98
营业利润率(%)	6.65	21.61	20.49	-24.91
总资本收益率(%)	0.29	0.99	1.23	--
净资产收益率(%)	-1.06	0.44	1.16	--
长期债务资本化比率(%)	39.32	37.75	39.08	39.15
全部债务资本化比率(%)	39.41	37.75	39.08	39.15
资产负债率(%)	44.03	43.99	50.29	50.01
流动比率(%)	359.47	194.98	102.51	90.76
速动比率(%)	223.84	124.16	67.93	52.80
经营现金流动负债比(%)	30.77	8.68	28.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.23	21.96	19.57	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关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 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。

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 2018 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

杭州市地铁集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

杭州市地铁集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对杭州市地铁集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，杭州市地铁集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州市地铁有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现杭州市地铁集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对杭州市地铁集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如杭州市地铁集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对杭州市地铁集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与杭州市地铁集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。