

信用等级公告

联合[2015] 2118 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及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的信用状况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

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年十月十日

杭州市地铁集团有限责任公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 8.5 亿元

本期中期票据期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

发行目的: 用于项目建设

评级时间: 2015 年 10 月 10 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	348.36	423.33	543.53	557.01
所有者权益(亿元)	211.24	257.32	293.33	299.46
长期债务(亿元)	120.58	147.55	216.37	207.88
全部债务(亿元)	127.58	155.55	216.87	208.68
营业收入(亿元)	6.83	5.57	9.76	4.36
利润总额(亿元)	5.77	4.20	2.60	-3.16
EBITDA(亿元)	5.77	4.22	3.51	--
经营性净现金流(亿元)	-12.10	-3.84	-13.80	1.31
营业利润率(%)	84.44	76.92	33.00	-17.07
净资产收益率(%)	2.73	1.63	0.89	--
资产负债率(%)	39.36	39.22	46.03	46.24
全部债务资本化比率(%)	37.65	37.68	42.51	41.07
流动比率(%)	488.11	535.07	413.76	310.82
全部债务/EBITDA(倍)	22.11	36.85	61.80	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.68	0.50	0.41	--

注: 1、现金类资产中已剔除受限资产;

2、计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中, 已将融资租赁款纳入长期债务和全部债务中核算;

3、2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

黄静雯 常楚笛

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

杭州市地铁集团有限责任公司(以下简称“杭州地铁”或“公司”)主要从事杭州市地铁项目投资建设及运营管理业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了公司在地铁投资、建设、运营管理和地铁沿线资源开发方面的垄断地位, 以及持续获得政府大力支持等方面的优势。同时, 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, 路网效应不明显, 收入规模较小、整体盈利能力有所下降、未来投资规模大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务方面压力, 但杭州市财政实力强, 政府对公司的持续资本金支持和对地铁运营的偿债补亏承诺对地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障; 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评估, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 杭州市经济持续增长、财政实力强, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是杭州市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体, 具有区域垄断地位。
3. 杭州市政府通过项目资本金注入、土地成本返还和运营补亏承诺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，公司盈利能力下降，形成规模效益之前，公司债务本息偿付有赖于政府的进一步支持。

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，面临的资金压力上升。公司经营性净现金流波动较大，债务规模明显上升，债务负担有所加重。
3. 项目施工过程中所产生的安全生产风险，可能对公司生产经营活动造成一定影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与杭州市地铁集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与杭州市地铁集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因杭州市地铁集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由杭州市地铁集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、杭州市地铁集团有限责任公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该票据的信用等级有可能发生变化。

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成立的大型国有企业，是杭州市负责轨道交通工程建设、运营、管理及轨道交通空间资源开发领域的唯一实施主体。2002 年 7 月，中国共产党杭州市委员会（以下简称“杭州市委”）、杭州市人民政府出具的《关于组建杭州市地铁集团有限责任公司的通知》（市委发〔2002〕31 号），同意成立杭州市地铁集团有限责任公司，由杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府和杭州市余杭区人民政府共同出资组建，初始注册资本为人民币 1.01 亿元。后经多次增资，截至 2014 年底，公司共收到政府拨付资本金 256.96 亿元（即实收资本），较 2013 年增加 33.41 亿元，新增资本金暂列入实收资本，工商变更登记手续尚未办妥。实收资本中，杭州市人民政府出资人民币 134.28 亿元，占实收资本的 52.26%；杭州市萧山区人民政府出资人民币 46.53 亿元，占比为 18.11%；杭州市余杭区人民政府出资人民币 18.34 亿元，占比为 7.14%；杭州市滨江区人民政府出资人民币 17.09 亿元，占比为 6.64%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币 18.04 亿元，占比为 7.02%；杭州市钱江新城建设管理委员会出资人民币 22.59 亿元，占比为 8.79%；新增股东杭州之江国家旅游度假区管委会，该股东出资 0.10 亿元，占比为 0.04%。公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

2015 年 1~6 月，公司分别收到杭州市萧山区人民政府及杭州市余杭区人民政府以货币形式出资 81173.00 万元和 9976.00 万元。截至 2015 年 6 月底，公司共收到政府拨付资本金 266.07 亿元（即实收资本），其中杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市钱江新城建设管理委员会、杭州市经济技术开发区管理委员会、杭州市滨

江区人民政府和杭州之江国家旅游度假区管委会，分别持有公司 50.47%、20.54%、7.26%、8.49%、6.78%、6.42%和 0.04%的股份。出资资金均已到位，相关手续尚未完成。

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 2015 年 6 月底，公司本部设办公室、人力资源部、财务部、监察审计部、综合管理部、经营管理部、质量安全部、投资开发部、设计部、征地拆迁部、工程一部、工程二部、机电设备部以及运营管理中心 14 个职能部门。公司合并范围内共 5 家子公司，其中全资一级子公司 2 家，分别为：杭州市地铁置业有限公司（以下简称“地铁置业”）、杭州地铁一号线投资有限公司（以下简称“一号线投资公司”）以及 2014 年新纳入的全资二级子公司 1 家：杭州地铁物业服务有限公司（注册资本 300 万元，以下简称“地铁物业”）；控股二级子公司 2 家：杭州杭港地铁有限公司（以下简称“杭港地铁”），持股比例 51%；杭州地铁武林置业有限公司（以下简称“武林置业”），持股比例 55%。

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

截至 2015 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 557.01 亿元，所有者权益为 299.46 亿元，2014 年公司实现营业收入 4.36 亿元，利润总额为-3.16 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、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2015 年注册额度为 17 亿元的中期票据，其中本期发行 8.5 亿元（以下简称“本期中期票据”），存续期限为 7 年。本期中期票据无担保。本期中期票据募集资金 8.5 亿元拟全部用于杭州市地铁 2 号线二期工程项目建设。

2. 本期债券募投项目情况

①项目概况

地铁 2 号线二期工程起于一期终点站丰潭路站（不含），止于新良路站，线路全长 11.28 公里，全为地下线，共设车站 8 座，停车场一处，主变电 1 座，控制中心与 1 号线七堡控制中心合建。全线土建建构抗震设防烈度为 7 度，地下车站和区间按六级人防设计，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。

②项目审批情况

该项目已经浙江省发改委《省发展改革委关于杭州地铁 2 号线二期工程可行性研究报告的批复》（浙发改交通〔2014〕183 号）、浙江省发改委《省发展改革委关于杭州市地铁 2 号线二期工程初步设计的批复》（浙发改设计〔2014〕92 号）批准、杭州国土资源局《关于杭州地铁 2 号线二期工程项目建设用地的预审意见》（杭土资预〔2014〕003 号）用地批复和浙江省环保厅《关于杭州市地铁 2 号线二期工程环境影响报告书的审查意见》（浙环建〔2014〕7 号）环评批复。

③项目进度情况

该项目已于 2014 年全面开工建设。工程预算总投资为 79.04 亿元，其中资本金投入 31.62 亿元，融资需求 47.42 亿元。截至 2015 年 6 月底，累计完成投资 5.48 亿元，目前项目所有车站均正在施工，预计将于 2018 年建成通车。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

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

2. 政策环境

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

151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

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

四、行业及区域经济环境

1. 行业概述

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨交通、磁悬浮线路等。轨道交通具有快速、准时、占

地面积小、运量大、运输效率高等特点，能够有效的解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，具有良好的社会效益。

（1）行业需求分析

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004 年与 2000 年前相比，公共交通承担的运量从 35% 下降到 26.5%；小轿车承担的运量从 6% 上升到 23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年，中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划，国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截至 2014 年底，中国共有 22 座城市开通轨道交通运营线路 95 条。总里程 2933.26 公里，其中地铁运营线路长 2491 公里、轻轨运营线路 217 公里。到 2020 年，中国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里，保守投入预计将达 3 万亿元。2050 年规划的线路将增加至 289 条，总里程数达 11700 公里。未来 30 年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

（2）行业竞争概况

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企

业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也快，而内地二线城市目前还处于酝酿阶段，竞争力相对较弱。

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度客流的出行问题方面均有明显优势。

（3）轨道交通相关行业分析

轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益和社会效益。据测算，轨道交通建设投资对 GDP 的直接贡献为 1: 2.63，加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

地产业

在影响城市土地价格诸多因素中，轨道交通对地价的提升最为明显，远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在 25% 甚至更多。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。同样的轨道交通车站

周边商业区聚集的大量人流，也会为轨道交通创造客流和票款收入。

2. 各地区轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额巨大的经济特性，且投资回收期比较长。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。在项目资金的筹集上，一般由政府投入部分资本金，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、发债等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。

目前，中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，其来源仍将是政府投资和银行贷款。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，城市轨道交通项目靠项目自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

3. 行业关注

（1）规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40% 的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着巴黎 70% 以上的客流运输任务，平均每天运载乘客 450 万人次，而中国这一指标不超过 15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成

本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

（2）价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

（3）原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

（4）地铁设备国产化程度不够，总体技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

4. 行业发展

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，目前，中国轨道交通在建项目

和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平均在不断提高，总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争。

在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势，未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

5. 杭州市轨道交通发展

近年来，随着杭州市经济的发展，城市建设也不断加快。目前已建成开通运营地铁1号线、地铁2号线一期（东南段）、地铁4号线一期（首通段）等3条线路共75.92公里的城市轨道交通线网。杭州地铁1号线于2007年3月28日开工建设，2012年11月24日建成通车，地铁1号线全长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2号线一期工程于2008年9月开工，该项目东南段已于2014年11月24日开通并进入试运营。

地铁2号线二期工程于2014年全面开工建设,计划于2018年建成通车。地铁4号线一期(首通段)已于2015年2月2日投入试运营,全部工程预计于2017年完成通车。地铁5号线一期工程于2014年12月正式开工建设,预计于2018年建成通车。杭州地铁6号线一期工程于2014年12月正式开工建设,预计于2018年投入试运营。根据《杭州市城市轨道交通近期建设规划(2013-2019年)》,地铁集团2013-2019年计划新建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。总体看,杭州市大力推进城市轨道交通建设,未来该行业前景良好。

6. 区域经济环境

目前公司经营与投资的项目主要集中在杭州市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受杭州市经济发展和城市建设的影响,并与城市规划密切相关。

杭州市是浙江省省会和经济、文化、科教中心,是长江三角洲中心城市之一,也是国家历史文化名城和重要的风景旅游城市。

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

近年来,杭州市重视加快城市基础设施建设投资,全社会固定资产投资增幅明显,全市完成固定资产投资4952.70亿元,比上年增长16.2%。从产业投向看,第一产业投资19.07亿元,增长127.0%;第二产业投资915.25亿元,增长0.3%,其中工业投资913.4亿元,增长0.3%;第三产业投资4018.38亿元,增长

20.2%。

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

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

总体看,杭州市作为浙江省的经济强市,经济发展势头良好,财政实力强。杭州市地方财政收入的稳定增长为公司提供稳定的财政资金来源。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年6月底,公司共收到政府拨付资本金266.07亿元(即实收资本),目前出资资金均已到位,但尚未办妥实收资本工商变更登记手续及相关事宜。杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市钱江新城建设管理委员会、杭州市经济技术开发区管理委员会、杭州市滨江区人民政府和杭州之江国家旅游度假区管委会,分别持有公司50.47%、20.54%、7.26%、8.49%、6.78%、6.42%和0.04%的股份。杭州市人民政府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。

截至2015年6月底,公司已建成开通运营地铁1号线、地铁2号线一期(东南段)、地铁4号线一期(首通段)等3条线路共75.92公里的城市轨道交通线网,日均客流量约57.69万人次。地铁1号线是杭州市乃至浙江省首条地铁

线路,该项目于2007年3月28日开工建设,2012年11月24日开始试运营。根据《杭州市轨道交通线网规划(修编)》,地铁1号线为连接中心城核心区与江南、临平、下沙副城中心区的骨干线。地铁1号线(不含下沙延伸段)47.97公里,北起临平街道世纪大道站(余杭支线),东起杭州经济技术开发区(下沙)文泽路站(下沙支线),南抵萧山区湘湖站,贯穿临平副城、下沙副城、江南副城和杭州市中心城区。地铁1号线(不含下沙延伸段)共设车站31座(地下站28座,高架站3座),车辆基地7座,两次穿越钱塘江、四次越过京杭大运河。地铁1号线全线有自动售票机258台,闸机576台,信息查询机62个,扶手电梯299台,垂直电梯62台。此外,杭州市地铁1号线为全球第一条覆盖有4G网络的地铁线路。

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

地铁2号线一期工程已于2008年9月开工,其中地铁2号线一期(东南段)于2014年11月24日开通试运营,西北段9座主要站点已于2014年全面开工建设,目前工程进展顺利,计划于2018年建成通车。

地铁2号线二期工程起于一期终点站丰潭路站(不含),止于新良路站,全为地下线,共设车站8座,停车场一处,主变电1座,控制中心与1号线七堡控制中心合建。计划于2018年建成通车。截至2015年6月底,已完成投资5.48亿元。

地铁4号线一期工程起于东冠路站,止于彭埠站,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,主变电站与地铁1号线共

享,不单独新建。杭州地铁4号线一期(首通段)已于2015年2月2日投入试运营,全部工程预计于2017年完成通车。

地铁5号线一期工程于2014年12月正式开工建设,自香樟路站至彭埠站,线路总长为48.60公里,设站36座,预计于2018年建成通车。

杭州地铁6号线一期工程于2014年12月正式开工建设,自双浦站至内环西路站,线路长26.96公里,设站19座,预计于2018年投入试运营。

根据《杭州市城市轨道交通近期建设规划(2013-2019年)》,公司2013-2019年计划建地铁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。

3. 人员素质

公司董事长邵剑明先生,1964年出生,中共党员,研究生学历。曾任浙江省台州工业学校教师,杭州市自来水总公司助理工程师、祥符水厂副厂长、党委委员、副总经理,杭州市西区水厂建设指挥部副指挥,杭州市七格污水处理厂工程建设指挥部副指挥,杭州市运河污染综合整治指挥部总指挥,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、董事、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、财务负责人。

公司总经理朱少杰先生,1966年出生,中共党员,本科学历。曾任杭州市自来水公司扩建指挥部职工,杭州市市政工程建设处副处长,杭州市城市基础设施开发总公司党委委员、副总经理,杭州市七格污水处理厂建设指挥部副指挥,杭州市城市建设发展公司总经理,杭州市城市建设资产经营有限公司投资发

展部经理，杭州城市创业投资有限公司董事、总经理，杭州市城市建设投资集团有限公司董事、总工程师，杭州市城乡建设委员会副主任。现任公司副董事长、总经理。

截至 2015 年 6 月底，公司员工总数 259 人。按学历分，拥有本科及以上学历的 249 人（占 96.14%），大专学历的 7 人（占 2.70%），大专以下学历的 3 人（占 1.16%）；按年龄划分，30~50 岁的占 62.55%，30 岁以下的占 34.36%，50 岁以上的占 3.09%；按拥有的职称分，拥有高级职称的 111 人，中级职称的 96 人，初级职称的 44 人。

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。

公司作为杭州轨道交通建设和运营的唯一主体，得到了杭州市政府在资本金注入、运营补贴政策及土地收入返还上的大力支持。

（1）资本金注入

近年来，随着杭州市轨道交通建设的投入规模不断增加，杭州市政府给予的政策支持进一步加强。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），根据办法，杭州市地铁集团有限责任公司作为出资主体，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，为公司提供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）应在每年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的时间要求，将资本金及时、足额缴入市财政局设立的轨道交通资金账户，由市财政局拨付。如出现拖欠情况，市财政局可实施财政结算等额扣款。同时该文件明确，并明确轨道交通建设项目涉及的征迁安置工作由沿线各级各区政府（管委会）负责。2015 年，根据杭州市财政局进一步下发的《关于明确轨道交通征迁安置资金有关问题的通知》（杭财综【2015】6 号文，文件针对除了 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做出如下安排：对于车辆段、停车场等共享工程，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，除共享工程外，作为地铁集团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，同时，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地铁集团支付安置资金。以上措施有利于减少公司投资负担。

地铁 1 号线、地铁 2 号线一期工程项目资本金按照 55% 比例筹集，地铁 2 号线二期、4 号线一期、5 号线一期、6 号线一期资本金按照 40% 比例筹集。2014 年，公司共收到来自杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市滨江区人民政府、杭州市经济技术开发区管理委员会、杭州市钱江新城建设管理委员会及新增股东杭州之江国家旅游度假区管委会合计拨付新增资本金 33.41 亿元，2015 年 1~6 月，公司收到来自杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府合计拨付 91149.00 万元新增资本金。截至 2015 年 6 月底，公司共收到政府拨付资本金 266.07 亿元（即实收资本），均暂列入实收资本，公司尚未办妥实收资本工商变更登记手续及相

关事宜。

表 1 2012~2015 年 6 月底地铁建设资本金拨付情况
(单位: 万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
市财政资本金	142500.00	261011.00	162000.00	0
区财政资本金	87509.50	156443.00	172095.00	91149.00
合计	230009.50	417454.00	334095.00	91149.00

资料来源: 公司提供

(2) 地铁运营补贴及偿债支持

根据杭州市人民政府出具的《关于杭州地铁 1 号线项目资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺》,《关于杭州地铁 2 号线一期工程资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺》,《关于杭州地铁 2 号线二期工程项目资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺》,《关于杭州地铁 4 号线一期工程资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺函》《关于杭州地铁 5 号线一期工程资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺函》,《关于杭州地铁 6 号线一期工程资本金出资贷款偿还及运营初期亏损补贴的承诺函》文件,对于地铁 1 号线,地铁 2 号线一期、二期工程,地铁 4 号线、5 号线、6 号线一期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第三产业经营情况给予财政补助和补贴。

同时,对于地铁票务收入,杭州市政府通过《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。此外,杭州市政府授权杭州市交通运输局与子公司杭州杭港地铁有限公司签署《杭州地铁 1 号线项目特许经营协议》,杭州杭港地铁有限公司获得地铁 1 号线特许经营,期限 25 年。2014 年,杭州市政府

已通过《关于承担支付 2014 年度政府购买地铁 1 号线运营服务资金的通知》(杭财综【2015】10 号)明确 2014 年度政府购买地铁 1 号线运营服务资金共计 10042 万元,对杭州市本级与相关区政府(管委会)各自需承担的金额进行了分配,要求在 2015 年 4 月前完成资金的支付工作。

(3) 土地开发成本返还

根据《杭州市人民政府办公厅关于加快推进地铁物业开发工作的通知》(杭政办函(2008)313 号),杭州市政府同意上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区范围内地铁周边的土地整理工作由公司负责,在建设城市轨道交通的同时,负责开发整理沿线地块,形成地铁工程建设和运营相结合模式。同时根据《杭州市人民政府办公厅关于加快推进地铁物业开发工作的通知》等相关文件,土地待开发完成后,通过杭州市土地储备中心招、拍、挂,并将土地出让收入扣除相关税、费后按土地净出让收入的 45%比例返回给公司,土地出让金按照杭州市土地储备中心收到出让金的进度分批返还,公司按照实际收到返还的土地出让金确认为公司土地开发整理业务收入,并按相应比例结转成本。2012~2014 年公司土地开发整理业务收入分别为 6.83 亿元、5.57 亿元和 9.10 亿元,土地开发整理收益分别为 5.77 亿元、4.28 亿元和 3.38 亿元,2015 年 1~6 月,公司获得土地开发整理收入为 0.49 亿元,土地开发整理收益为 0.04 亿元,将其开发收益用于轨道交通建设的资金平衡。

综上所述,在地铁投资建设和运营业务方面,杭州市政府对公司的支持均给予了很大程度的资金支持,上述支持对公司投资建设、地铁运营和偿还债务提供了有效的保证。

六、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决算方案、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，由股东委派候选人并经股东会选举产生；职工代表 1 名，由公司职工代表大会经民主选举产生。截至 2015 年 6 月底，公司董事实际到位 10 名，其中非职工代表 9 名，职工代表 1 名。暂缺非职工代表董事 3 人。董事会设董事长 1 名，由股东委派并经董事会选举产生。董事会负责执行股东会的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度经营预决算等事项。董事任期每届三年，任届期满，连选可以连任。

公司设总经理，总经理对董事会负责，行使以下职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案，制定公司的具体规章等。

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，由国资委委派，职工代表 2 人，由公司职工代表大会经民主选举产生。截至 2015 年 6 月 30 日，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，监事任期每届三年，被连续委派或连续当选可以连任。监事会行使对董事、高级管理人员履职行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

2. 管理水平

公司本部设办公室、人力资源部、监察审计部、财务部、综合管理部、经营管理部、质量安全部、投资开发部、设计部、征地拆迁部、工程一部、工程二部和机电设备部、运营管理

中心 14 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。

（1）财务管理

公司实行统一领导、分级管理的内部财务管理体制。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，各级财务部门应完善岗位设置，完善内部控制体系。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，主要包括以下内容：负责建立、健全公司财务管理体系，对下属财务机构的财务工作进行规范、指导和监督；负责组织编制公司财务预算，检查预算执行情况并进行分析；负责组织联络及配合外部单位进行财务审计工作，组织开展对下属公司的内部审计工作，监督检查各部门及下属公司的资金使用情况；参与公司战略、重大投资、融资、并购、资产重组、分立等经济活动的评估与决策；参与公司经营决策，对经济活动进行财务分析，提出合理化建议；参与对工程建设项目的投资估算、概算、预算及工程经济分析的审查和评价；组织编制公司资金计划，监督资金计划的执行，对执行情况进行分析、反馈等。

（2）预算管理

公司财务部门为财务预算管理部门，主要负责拟订财务预算目标和财务预算办法；组织编制、审议、平衡财务预算草案；协调、解决财务预算编制和执行中的问题；督促完成财务预算目标。年度财务预算按照“上下结合、分级编制、逐级汇总、统一协调”的程序编制。若各公司、各部门在执行过程中由于情况发生重大变化致使预算的编制基础不成立，应书面阐述年度财务预算调整的原因及调整内容上报公司，经公司领导批准后，方可调整年度财务预算。

（3）资金管理

为加强公司资金管理，公司制定《资金管理办法（修订）》，确定了公司资金管理体制，对资金预算、资金筹集、使用和支付做出规范。

根据公司年度资金预算，确定融资需求，落实贷款资金到位，统筹安排贷款、展期及还贷。公司及下属公司的资金由财务部统一调度管理。财务部本着安全、效益、流动的原则，审核各下属公司资金计划，并统筹协调。合同款项的支付，应严格执行财务支出的有关规定。各项款项审批程序及支付办法，按《杭州市地铁集团有限责任公司财务预算及支付管理办法》执行。

(4) 投资管理

公司对年度投资实行计划管理，为加强投资管理、规范投资行为，制定了《投资监督管理办法》，办法明确了公司投资监督管理工作的要求、部室职责、主要工作流程，并对投资监督管理工作考核办法等内容做出了明确规定。

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

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。主营业务收入方面，公司主营业务收入主要来源于土地开发整理业务，2012-2014 年分别实现土地开发整理业务收入 6.83 亿元、5.57 亿元和 9.10 亿元。2012 年公司土地开发整理业务收入为 6.83 亿元，主要由于公司通过杭州市土地储备中心出让武林广场站 04 号地块，获得较高的土地出让返还款所致；2013 年公司土地开发整理业务收入为 5.57 亿元，均为以前年度出让土地的土地返还款，2013 年受杭州市土地市场疲软，杭州市政府减缓土地出让计划影

响，公司未出让土地。2014 年土地开发整理业务主要为七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块完成出让并确定收入。公司地铁运营业务主要以地铁线路票务收入为主。截至 2014 年底，公司地铁 1 号线运营实现收入 6543.82 万元，因地铁 1 号线于 2014 年 11 月由试运营转入正式运营，故该板块自 2014 年 11 月才开始确认收入，根据会计准则，前期试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程。另外，其他业务收入主要为服务费、场地使用费和设备对外出租的收入。

2015 年 1~6 月，公司土地开发整理业务收入为 4892.45 万元，较 2014 年下降 94.62%，主要由于还未收到 2014 年度出让土地的土地返还款。随着地铁 1 号线实现运营，地铁运营收入为 3.27 亿元，较 2014 年全年增长 399.32%，主要包含地铁 1 号线票务收入 2.52 亿元，和 1 号线非票务收入 7450 万元。

2012~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 84.44%、76.96%和 33.37%。2014 年公司业务毛利率为 33.42%，较 2013 年大幅下降，主要因为七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块建筑形式的特殊性，前期投入成本高，导致 2014 年土地开发整理业务毛利率下降。

2015 年 1~6 月，公司主营业务毛利率为 33.33%，较 2014 年底小幅下降 0.04%，其中地铁 1 号线于 2014 年 11 月刚实现正式运营，地铁 2 号线、4 号线刚实现部分线路试运营，形成的路网效应尚不明显，单位运营成本较高，亏损运营使得毛利率持续下降。

表 2 公司各业务板块收入、成本、毛利率构成情况（单位：万元，%）

项 目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
1. 主营业务小计	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96	97509.21	64966.41	33.37	37567.35	50088.19	33.33

土地开发整理业务收入	68336.93	10629.95	84.44	55669.56	12828.79	76.96	90965.39	57152.68	37.17	4892.45	4447.79	9.09
地铁运营收入							6543.82	7813.72	-19.41	32674.90	45640.41	-39.68
2. 其他业务收入				59.14	29.18	50.66	102.03	26.95	73.59	6054.05	14.74	99.76
总计	68336.93	10629.95	84.44	55728.71	12857.98	76.93	97611.24	64993.35	33.42	43621.40	50102.93	-14.86

资料来源：公司提供

2. 地铁建设及运营

(1) 地铁建设

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。

地铁1号线

地铁1号线采用PPP模式，引进香港铁路公司实施特许经营。根据《商务部关于同意设立杭州杭港地铁有限公司的批复》（商资批[2012]1032号），同意公司的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。其中，A部分主要包括土建工程、轨道、综合基地、控制中心、主变电站等，由公司负责投资和建设，并拥有资产权；B部分为除A部分以外的车辆、信号、售检票系统等机电设备，该部分引入社会投资建设。

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，地铁1号线全长47.97公里（不含下沙延伸段），设车站31座，其中高架站3

座，是国内首条开通线路中最长的地铁线路。

地铁1号线下沙延伸段总投资21.90亿元，线路长5.39公里，设文海南路站、云水站、江滨站3座地下车站，于2012年5月正式开工建设，截至2014年底，已经完成文海南路站、云水站、下沙江滨站的主体结构施工，下沙延伸段区间于2015年1月10日完成洞通，目前工程进展顺利，已开展正线铺轨施工和机电设备安装、装修施工。2014年全年累计完成投资额4.77亿元。2015年1~6月累计完成投资额3.01亿元。计划于2015年底建成通车。

地铁2号线一期

地铁2号线一期工程已于2008年9月开工，线路全长30.50公里，项目总投资169.50亿元。

2013年底，地铁2号线一期（东南段）运营人员实现全面进驻；2014年3月1日，地铁2号线东南段进入全线试运行；6月份完成土建、装修和机电安装施工，并逐项开展验收工作；7月24日~28日，顺利通过试运营基本条件，于2014年11月24日开通试运营。2014年全年，地铁2号线一期（东南段）总投资102.82亿元，2014年全年共完成投资14.40亿元，2015年1~6月累计完成投资额1.74亿元。

地铁2号线一期工程西北段全面开展9座车站主体结构施工，开展盾构区间施工，2014年9月15日首台盾构始发，至12月底钱江路站~庆春广场站区间隧道已实现双线贯通，2014年地铁2号线一期工程西北段总投资66.68亿元，全年累计完成投资额15.92亿元，2015年1~6月，完成累计投资额5.68亿元。计划于2018年建成通车。

地铁4号线一期

杭州地铁4号线一期工程于2013年12月正式开工建设，地铁4号线一期工程起于东冠路站，止于彭埠站，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，主变电站与地铁1号线共享，不单独新建。工程预算总投资为150.51亿元，其中资本金投入60.21亿元，项目融资投入90.30亿元。

地铁4号线一期（首通段）总投资为69.69亿元，地铁4号线一期（首通段）已于2015年2月2日投入试运营，全部工程预计于2017年完成通车。2014年共完成投资30.05亿元，2015年1~6月累计完成投资额2.34亿元。

4号线一期工程南段已于2014年开工建设，总投资为80.82亿元。目前浦沿站已开展车站主体围护结构施工，其他车站开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作。2015年1~6月，4号线南段累计完成投资5.39亿元。

其他地铁工程

地铁2号线二期工程初步设计于2014年6月16日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，文华路站、育英站、三墩站、董家路站已正式开工，总投资额为79.04亿元，线路总长11.28公里，截至2015年6月底已完成投资5.48亿元。

地铁5号线一期工程初步设计于2014年10月15日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，仓前站、杭师大站和常二路站已正式开工，地铁5号线一期工程项目总投资为360.64亿元，线路总长为48.60公里。截至2015年6月底已完成投资11.27亿元。

地铁6号线一期工程初步设计于2014年9月11日获省发改委批复，目前已开展绿化迁移、管线迁改、交通导改等工作，河山路站和凤凰公园站已正式开工，项目总投资为178.31亿元，线路总长26.96公里。截至2015年6月底已完成投资8.34亿元。

杭州市地铁近期建设规划

2013年6月，国家发改委正式批复《杭州市城市轨道交通近期建设规划(2013-2019年)》。根据批复的建设规划，杭州市近期建设方案为建设2号线二期工程、4号线一期工程，5号线一期工程，6号线一期工程等4个项目，全长约106.6公里。到2019年形成5条运营线路、总长约190公里的轨道交通基本网络。近期建设项目总投资为698.91亿元，其中资本金比例40%，由杭州市财政资金解决。资本金以外的资金利用国内银行贷款等融资方式解决。

(2) 地铁运营

公司地铁车辆购买采用集中采购模式，经过严格的招投标程序，公司与南京南车浦镇城轨车辆有限责任公司签订了车辆采购合同，截至2014年底，在运营车型均采用B型车，共有6节车厢，每节车厢长约19米，宽2.8米，含车轮高3.8米，总长约120米，一节车厢载客量约250人，整列车可载客1436人。列车最高运行速度为80公里/小时，全线平均运行速度不小于37公里/小时，列车结构设计寿命不小于30年。

截至2015年6月底，公司已建成开通运营地铁1号线、地铁2号线一期（东南段）、地铁4号线一期（首通段）等3条线路共75.92公里的城市轨道交通线网，日均客流量约57.69万人次。

表3 截至2015年6月底公司已开通地铁线路（单位：km、亿元）

项目名称	开通长度(km)	总投资额	资金筹措方案		起终点	车站	开通时间
			资本金	融资			
杭州地铁1号线	47.97	232.17	127.69	104.48	湘湖站-文泽路/临平	31	2012年11月24日，火车东站站于2013年6月30日开通投入使用

杭州地铁2号线一期（东南段）	18.30	102.82	56.55	46.27	朝阳站-钱江路站	13	2014年11月24日
杭州地铁4号线一期（首通段）	9.65	69.69	27.88	41.81	彭埠站-近江站	10	2015年2月2日
合计	75.92	404.68	212.12	192.56		54	

资料来源：公司提供

地铁1号线

公司地铁1号线于2012年11月开通并投入试运营，开通长度为47.47公里，是轨道交通网中的骨干线。2014年11月已完成试运营，2014年，杭州地铁1号线实现客运量14437.84万乘次，运营总里程598.60万列公里，列车正点率达99.88%，运行图兑现率达到99.97%。

2015年1~6月，杭州地铁1号线实现客运量8408.37万乘次，运营总里程302.78万列公里，列车正点率达99.97%，运行图兑现率达到99.98%。

表4 杭州地铁一号线运营情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
运营里程（万列公	34.20	437	598.60	302.78
车站数量（座）	30	31	31	31
列车数量（列）	配属48列，线路上22列	配属48列，线路上32列	配属48列，线路上36列	配属48列，线路上36列
年度客运量（万乘次）	561.30	9237	14437.84	8408.36
日均客运量（万人）	14.90	25.30	39.56	46.46
票务收入（亿元）	0.22	3.24	4.94	2.52
平均票价（元）	3.96	3.79	3.82	3.36
正点率（%）	99.67	99.89	99.88	99.97
运行图兑现率（%）	99.94	99.94	99.97	99.98

资料来源：公司提供

注：根据会计准则相关规定，试运营期间公司地铁运营收支净额冲减在建工程。2014年11月已完成试运营，转入固定资产。

地铁2号线一期

公司地铁2号线一期（东南段）于2014年11月开通并投入试运营，开通长度为18.30公里，2014年，杭州地铁实现客运量77.15万乘次，运营总里程18.338万列公里，列车

正点率达99.97%，运行图兑现率达到99.96%。

2015年1~6月，杭州地铁实现客运量695.73万乘次，运营总里程75.706万列公里，列车正点率达99.98%，运行图兑现率达到99.99%。

表5 杭州地铁二号线试运营情况

项目	2014年	2015年1~6月
运营里程（万列公里）	18.338	75.706
车站数量（座）	12座	12座
列车数量（列）	配属16列，上线8列备用2列	配属16列，上线8列备用2列
年度客运量（万乘次）	77.15	695.73
日均客运量（万人次）	2.03	3.84
票务收入（亿元）	0.02	0.169
平均票价（元）	2.81	2.43
正点率（%）	99.97	99.98
运行图兑现率（%）	99.96	99.99

资料来源：公司提供

注：根据会计准则相关规定，试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程。

地铁4号线一期

公司地铁4号线一期（首通段）于2015年2月开通并投入试运营，开通长度为9.65公里，截至2015年6月底，杭州地铁4号线一期（首通段）实现客运量1101.4万乘次，运营总里程9.624万列公里，共获得票务收入0.165亿元，列车正点率达99.98%，运行图兑现率达到100%。

表6 杭州地铁四号线试运营情况

项目	2015年1~6月
运营里程（万列公里）	9.624
车站数量（座）	10座

列车数量（列）	配属 10 列，上线 7 列备用 1 列
年度客运量（万乘次）	1,101.40
日均客运量（万人次）	7.39
票务收入（亿元）	0.165
平均票价（元）	1.51
正点率（%）	99.98
运行图兑现率（%）	100.00

资料来源：公司提供

注：根据会计准则相关规定，试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程

目前国内地铁运营企业均施行非市场化的票价收入，基本无法平衡后续运营成本的资金需求。杭港地铁票价定价方式遵循杭价费[2012]248批文，根据《中华人民共和国价格法》、《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、6、8……公里。截至2015年6月底，采用此方案计价的地铁1号线、2号线及4号线共获得票价收入2.85亿元（试运营期间公司地铁运营收支净额计入在建工程）。

对比其他城市地铁票价，杭州地铁票价处于较高水平，考虑到居民消费水平，未来票价只会进行小幅调整。因此，地铁的扭亏在之后的一段时期内要在很大程度上依赖客流量。

总体看，杭州地铁1号线一期工程、2号线一期（东南段）和4号线一期（首通段）建成通车后，轨道交通线网中的骨干线已初步形成。未来随着公司运营线路的增加以及网络化运营效应的逐步显现，客流量将有较大幅度提

高，将有利于公司地铁运营收入规模的快速增长。

3.土地开发整理业务

根据《杭州市人民政府办公厅关于加快推进地铁物业开发工作的通知》（杭政办函〔2008〕313号），杭州市政府同意上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区范围内地铁周边的土地整理工作由公司负责，在建设城市轨道交通的同时，负责开发整理沿线地块，形成地铁工程建设和运营相结合模式。同时根据《杭州市人民政府办公厅关于加快推进地铁物业开发工作的通知》等相关文件，土地待开发完成后，通过杭州市土地储备中心招、拍、挂，并将土地出让收入扣除相关税、费后按土地净出让收入的45%比例返回给公司，土地出让金按照杭州市土地储备中心收到出让金的进度分批返还。公司按照实际收到返还的土地出让金确认为公司土地开发整理业务收入，并按相应比例结转成本。

在会计核算方面，公司在存货科目归集核算土地一级开发成本，在收入确认方面，公司根据收到杭州市土地储备中心返还款项的时点为收入确认时点，并同时结转相应的土地一级开发成本；对于未完成拍卖的土地成本支出，将在存货科目归集核算。

截至2015年6月底，公司共完成武林广场站04号地块，武林广场地下商城地块、牛田单元U/R-01地块和九堡C2/S3-02地块的土地开发整理并由杭州市土地储备中心完成出让。公司在进行土地出让后，将分期收到土地出让整理收入并根据收到返还款的时点作为收入确认时点，2012-2014年分别确认土地开发整理业务收入6.83亿元、5.57亿元和9.10亿元。2012年之前仅确认少量土地出让收入。截至2014年底，公司已实现出让的土地共确认收入23.60亿元。

表7 公司已实现出让土地情况

（单位：平方米/万元）

地块名称	地块位置	出让年份	土地面积	2012年前确认收入	2012年确认收入	2013年确认收入	2014年确认收入	截至2014年已确认收入合计
------	------	------	------	------------	-----------	-----------	-----------	----------------

武林广场地下 商城地块	武林广场地 下	2012.10	94000.00			20470.51		20470.51
牛田单元 U/R-01 地块	七堡车辆段 上盖	2014.10	293354.00				90965.39	90965.39
武林广场 04 号 地块	武林广场	2011.10	22566.00	14538.78	68336.93	35199.06		118074.76
九堡 C2/S3-02 地块	客运中心	2010.03	37765.00	6530.90				6530.90
合计			447685.00	21069.68	68336.93	55669.56	90965.39	236,041.56

资料来源：公司提供

公司已取得并正在进行开发整理的地块为七堡车辆段 B1/B2-13 地块,潮鸣单元 D-01、05 地块 (机床厂地块), 九堡中心单元 JG1701-R21-08 (原九堡西侧地块), 九堡中心

单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10 地块 (原九堡 12/13 地块)、九堡中心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块 (原九堡 01 地块)。待该五块地块开发完成,预期可实现收入共计约 12.15 亿元。

表 8 杭州地铁土地做地情况 (单位: 万元, 亩)

序号	地块名称	地块位置	土地面积 (亩)	预期收入 (亿元)
1	七堡车辆段 B1/B2-13 地块	七堡	20.25	1.12
2	潮鸣单元 D-01、05 地块 (机床厂地块)	杭州机床厂	48.90	6.93
3	九堡中心单元 JG1701-R21-08 (原九堡西侧地块)	九堡西侧	21.52	0.88
4	九堡中心单元 FG04-C2-C09、FG04-R21-C10 地块 (原九堡 12、13 地块)	九堡	80.00	2.26
5	九堡中心单元 JG1703-B1/B2/S42-02 地块 (原 九堡 01 地块)	九堡	33.73	0.95
	合计			12.15

资料来源：公司提供

4. 物业开发及其他业务

公司的物业开发业务的经营主体为其子公司地铁置业。公司引入“地铁+物业”的开发模式,利用地铁沿线及周边土地和上盖物业开发收益弥补项目资金缺口,实现投融资平衡。公司将轨道交通与土地资源统一规划、整合开发,利用沿线地产,将增值转化为收入,为城市交通筹集建设资金,促进城市公共交通建设与运营的主体多元化与运作商业化。

地铁置业根据自身实力和项目预期收益等情况选择对部分公司整理土地摘牌进行二级开发。自 2012 年以来,九堡东站综合体、七堡车辆综合体项目、武林广场站综合体陆续开工建设。2014 年,地铁文化广场站上盖物业已按计划完成所有工程建设,目前正进行少

量收尾工作和竣工验收工作;武林广场站上盖物业综合体项目于 2014 年 5 月 7 日开工,已完成桩基围护、地基加固、水泥搅拌桩施工等基础工程,截至 2015 年 6 月底,完成投资额 35.74 亿元。地铁九堡东站综合体项目 (东城广场) 幕墙外立面完工,正在全面开展装修及市政管线工作,售楼中心已正式开放,正在开展预销售工作,截至 2015 年 6 月底,共完成投资额 8.46 亿元。

此外,其他业务主要为公司对地下空间进行开发,主要包括租赁、服务费、广告媒体等非票务业务。2015 年 1~6 月,公司其他业务收入为 6054 万元,主要为服务费、场地使用费和设备对外出租的收入。

未来,随着杭州市地铁线路的开通运营,杭州市地铁网络化运营格局的形成,物业开发

业务将为公司带来巨大的收益。

5. 未来发展

截至 2015 年 6 月底，公司在建、拟建项目的投资总金额 959.90 亿元，已完成投资额 232.50 亿元。根据规划 2013-2019 年计划建设 2 号线二期工程、4 号线一期工程、5 号线一期工程、6 号线一期工程共四个项目，全长约 106.6 公里，到 2019 年将形成 5 条运营线路、总长约 190 公里的轨道交通基本网络。未来几年，公司将进入轨道交通投资建设的高峰期，随地铁线路的逐步建成通车，路网效应的形成，地铁运营收入规模有望快速增长。此外公司土地开发整理业务和物业开发业务发展前景良好，未来随业务的逐步展开，公司收入和

利润规模有望进一步增长，对公司地铁建设业务形成有效支撑。根据公开资料，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到，2014 年 7 月 31 日，新塘河河床下陷导致公司站点主体结构已基本完工的 4 号线市民中心站浸水；2015 年 8 月 28 日，杭州地铁 4 号线南星桥站施工时，挖掘机不慎挖破地下天然气管道，经对泄漏处喷水进行稀释、切断气源等措施后，排除了事故险情。杭州地质情况复杂，公司存在一定的施工管理难度及安全生产风险，可能对公司生产经营活动造成一定影响。

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。

表 9 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 2015 年 6 月底完成投资	15 年投资计划	2016 年及以后投资计划
			贷款	自筹					
杭州市 1 号线工程下沙延伸段	包括文海南站、云水站、江滨站，线路长 5.39 公里，设站 3 座	21.90	9.86	12.04	6.14	2015 年底通车	15.67	3.74	--
杭州市 2 号线一期工程	自丰潭路站至朝阳站，线路长 30.50 公里，设站 24 座	169.50	76.28	93.22	59.26	东南段已通车，西北段已全面开工，预计 2017 年底通车	129.59	24.20	22.94
杭州市 2 号线二期工程	自丰潭路站至新良路站，线路长 11.28 公里，设站 8 座	79.04	47.42	31.62	0.62	已于 2014 年全面开工，预计 2018 年底通车	5.48	8.93	68.46
杭州市 4 号线一期工程	自东冠路站至彭埠站，线路长 20.80 公里，设站 18 座	150.51	90.30	60.21	22.24	4 号线首通段于 2015 年 2 月通车，一期工程南段 2014 年开工，预计 2017 年建成通车	62.15	16.19	79.84
杭州市 5 号线一期工程	自香樟路站至科技岛站，线路长 48.60 公里，设站 36 座	360.64	216.38	144.26	2.62	已于 2014 年开工建设，预计 2018 年建成通车	11.27	21.40	332.06
杭州市 6 号线一期工程	自双浦镇站至内环西路站，线路长 26.96 公里，设站 19 座	178.31	106.98	71.33	2.88	于 2014 年开始了前期准备工作，预计 2015 年全面开工建设，2018 年建成通车	8.34	15.69	154.69
合计	--	959.90	547.22	412.68	93.76	--	232.50	90.15	657.99

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2012~2014 年合并财务报表已由天

健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年 1~6 月的财务报表未经审计。

截至 2015 年 6 月底，纳入公司合并报表

范围的公司共计 5 家，其中全资一级子公司 2 家，分别为：杭州市地铁置业有限公司、杭州地铁一号线投资有限公司；以及 1 家全资二级子公司杭州地铁物业服务有限公司；控股二级子公司 2 家：杭州杭港地铁有限公司、杭州地铁武林置业有限公司。杭州地铁物业服务有限公司于 2014 年纳入合并报表范围。公司 2015 年 1~6 月的财务报表未经审计。

2012 年，公司全资子公司杭州地铁一号线投资有限公司和港铁杭州一号线投资有限公司共同出资设立杭州杭港地铁有限公司，注册资本 454000 万元。其中杭州地铁一号线投资有限公司出资 231540 万元，占注册资本的 51.00%。故自杭州杭港地铁有限公司成立之日起将其纳入合并财务报表范围。

公司全资子公司杭州市地铁置业有限公司出资设立杭州地铁武林置业有限公司，占该公司的股权比例为 100%，注册资本 2000 万元。2013 年 7 月 17 日，杭州市地铁置业有限公司将杭州地铁武林置业有限公司 45% 的股权，通过杭州产权交易所公开挂牌转让给绿城房地产集团有限公司。转让后，杭州市地铁置业有限公司持有杭州地铁武林置业有限公司 55% 的股权，绿城房地产集团有限公司委托其子公司杭州绿城致臻投资有限公司持有杭州地铁武林置业有限公司 45% 的股权。故自杭州地铁武林置业有限公司成立之日起将其纳入合并财务报表范围。

公司全资子公司杭州市地铁置业有限公司出资设立杭州地铁物业服务有限公司，占该公司的股权比例为 100%，该公司于 2014 年 7 月 10 日取得营业执照，注册资本 300 万元。故自杭州地铁物业服务有限公司成立之日起将其纳入合并财务报表范围。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 543.53 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 22.06 亿元）293.33 亿元；2014 年公司实现营业收入 9.76 亿元，利润总额 2.60 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司（合并）资产总

额为 557.01 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 21.45 亿元）299.46 亿元；2015 年 1~6 月公司实现营业收入 4.36 亿元，利润总额 -3.16 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额持续快速增长，年复合增长率为 24.91%。截至 2014 年底，公司资产总额 543.53 亿元，同比增长 28.39%，主要由于固定资产大幅增长所致。从资产结构来看，截至 2014 年底，公司资产构成中流动资产 133.70 亿元，占资产总额的比重为 24.60%；公司非流动资产 409.83 亿元，占资产总额的比重为 75.40%；资产构成中，以固定资产、在建工程为主的非流动资产占比较大。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈快速上升态势，年复合增长率为 28.71%。截至 2014 年底，公司流动资产 133.70 亿元，较 2013 年底增长 40.47%，主要来自货币资金、应收账款和预付款项的增加。公司流动资产构成主要以存货（占 39.69%）、货币资金（占 37.53%）和预付款项（占 15.82%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年复合增长率为 46.90%。截至 2014 年底，公司货币资金 50.18 亿元，其中银行存款占 99.65%，库存现金和其他货币资金合计占 0.35%。其中其他货币资金中包含为开立保函存入的保证金 1730 万元。其使用受限。

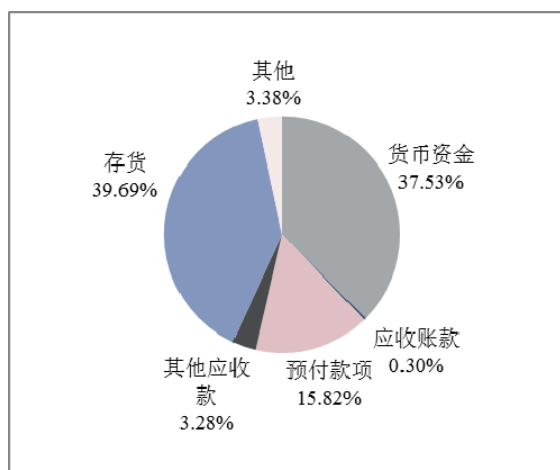
2012~2014 年，公司预付款项波动下降，年复合增长率为 -27.74%；公司预付款项 2013 年较 2012 年减少 29.11 亿元，主要因地铁置业完成九堡站 02（C2/S3）地块权属变更后，相应的预付款项转为存货开发成本所致。截至 2014 年底，公司预付款项为 21.15 亿元，较上年增加 9.76 亿元，主要因公司在建地铁 2 号线二期、2 号线西北段、4 号线一期工程南段等工程项目的增多，需要预付项目部工程款增加。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年复合增长率为 21.83%；截至 2014 年底，公司

其他应收款4.39亿元，较上年变化不大，主要为应收杭州市人民政府的票价补偿款以及应收杭州武林广场地下商城建设有限公司和杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司的拆借款，其中应收关联方账款合计2.94亿元，占其他应收款余额的66.97%。经公司评估，其他应收款期末账面余额可收回性较高，不计提坏账准备。

2012~2014年，公司存货快速增长，年复合增长率为96.82%；主要为土地开发成本的大幅增加。截至2014年底，公司存货53.07亿元，主要为开发成本和开发产品；较上年增长2.60%，主要由于开发产品中，增加了七堡车辆段土地开发项目65438.26万元。2014年底，未发现存货存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

非流动资产

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

2012~2014年，公司长期股权投资快速增长，年复合增长率为82.99%，主要系对杭州武林广场地下商场建设有限公司、杭州市民卡有限公司、杭州庆春广场地下空间开发建设有限公司、杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司、杭州地铁电视有限公司和杭州地铁文化传媒

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

2012~2014年，公司固定资产大幅增长，2014年较2013年增加251.66亿元；主要由于地铁一号线已结束试运营，故公司将相关项目从在建工程暂估转入固定资产所致。截至2014年底，公司固定资产原值252.59亿元，主要包括地铁一号线配套设施166.82亿元、专用设备43.54亿元、地铁车辆21.03亿元以及地铁装修工程10.56亿元，2014年累计折旧0.67亿元，账面余额251.92亿元。

2012~2014年，公司在建工程波动下降，年复合增长率为-25.41%，主要因2014年在建工程转入固定资产所致，而在剔除地铁一号线转出的影响下，其余在建工程总体呈快速增长趋势，主要原因是地铁2号线二期、2号线西北段、4号线一期工程南段、5号线一期、6号线一期于2014年同时建设。截至2014年底，公司在建工程147.78亿元，并未发现在建工程存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

截至2015年6月底，公司资产总额557.01亿元，较2014年底增长2.48%，主要系其他应收款、固定资产，在建工程增长所致。其中，长期股权投资较2014年底减少1.16亿元，主要为对杭州庆春广场地下空间开发建设有限公司的投资进行股权转让所致。从资产结构来看，流动资产占20.73%，非流动资产占79.27%，非流动资产占比小幅增长。

整体看，公司资产规模快速增长，公司资产结构中非流动资产占比较高，公司流动资产中货币资金、预付款项和存货占比高，非流动资产以固定资产和在建工程为主。总体来看，公司资产结构合理，资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，

复合增长率为 17.84%，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。截至 2014 年底，公司所有者权益为 293.33 亿元，主要由实收资本与未分配利润构成，2014 年公司共收到杭州市人民政府、杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市钱江新城建设管理委员会、杭州市经济技术开发区管理委员会、杭州之江国家旅游度假区管委会和杭州市滨江区人民政府拨付的新增资本金 33.41 亿元。全部暂列入实收资本。公司实收资本共计 256.96 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司新增收到杭州市萧山区人民政府及杭州市余杭区人民政府拨付的资本金共计 9.11 亿元，列入实收资本，公司实收资本共计 266.07 亿元。

2012~2014 年，公司资本公积快速增长，主要系 2013 年子公司地铁置业将其子公司武林置业 45%的股权转让给杭州绿城致臻投资有限公司，转让后，地铁置业仍持有武林置业 55%的股权，拥有对其的实质控制权，因此将处置价款 1350 万元与处置投资对应的享有该子公司净资产份额 900 万元的差额 450 万元调整资本公积；截止 2014 年底，公司资本公积不变，金额为 1350 万元。2015 年 1~6 月，公司资本公积增长至 3070 万元，主要由于收到西城区及下城区一季度征迁资金所致。

2012~2014 年，公司未分配利润快速增长，年复合增长率为 41.07%，截至 2014 年底为 12.72 亿元，较上年底增加 2.55 亿元，增幅为 25.12%。总体看，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 299.46 亿元，较 2014 年底小幅增长 2.09%。所有者权益构成基本保持稳定。

负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年复合增长率为 35.08%。截至 2014 年底，公司负债合计 250.20 亿元，其中流动负债合计 32.31 亿元，主要为应付账款（占 40.19%）、其他应付款（占 52.01%），流动负债占负债总额的

12.92%，非流动负债占比 87.08%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

2012~2014 年，公司短期借款波动下降，复合增长率为 -73.27%；截至 2014 年底，公司短期借款 0.50 亿元，均为信用借款，较 2013 年减少 7.50 亿元。

2012~2014 年，公司应付账款有所增长，年复合增长率为 51.82%；截至 2014 年底，公司应付账款余额 12.99 亿元，较上年增加 7.13 亿元，由于地铁 2 号线二期、4、5、6 号线一期项目开工建设，应付工程款及材料款金额的增加所致。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年复合增长率为 314.37%，截至 2014 年底，其他应付款余额 16.81 亿元，较 2013 年底增加 14.40 亿元，主要系随着工程增加而增加的工程保证金、押金以及应付绿城房地产集团有限公司的拆借款增加所致。2014 年，其他应付款前五名占其他应付款总额的 87.15%，集中度较高。

表 10 2014 年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元，%）

单位	金额	款项性质	占其他应付款比例
绿城房地产集团有限公司	14.39	合资项目股东借款	85.60
宏润建设集团股份有限公司	0.34	保证金	2.02
中铁一局集团有限公司	0.26	保证金	1.55
中铁二局股份有限公司	0.16	保证金	0.95
中铁四局集团有限公司	0.16	保证金	0.95
合计	15.31		87.15

资料来源：公司提供

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

/14杭地铁债”。

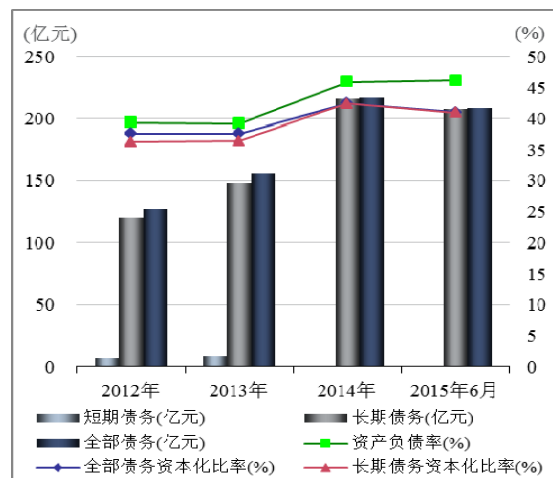
2012~2014年，公司长期应付款有所下降，三年年均下降16.26%，截至2014年底，长期应付款为12.54亿元。主要系归还部分融资租赁款项所致。

截至2015年6月底，公司负债总额为257.56亿元，公司负债结构仍以非流动负债为主，达87.08%，流动负债占12.92%。

从有息债务来看，2012~2014年，公司债务结构均以长期债务为主，全部债务年复合增长率为30.38%，截至2014年底，公司全部债务216.87亿元，其中长期债务为216.37亿元，占全部债务的99.77%，公司债务规模增长较快，同比增长39.42%。

从债务负担情况来看，随着公司债务规模持续扩大，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，2014年底分别为46.03%、42.51%和42.45%。

图2 2012~2015年6月底公司债务构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司债务以长期债务为主，符合地铁建设周期较长的行业特点，整体债务有加重趋势。未来4年，公司长期债务还本规模较小，公司未来还本压力相对较小。

表11 公司未来4年还本情况（单位：万元）

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

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动增长，年复合增长率为19.51%。公司营业收入主要来自土地开发整理业务，2013年公司土地开发整理业务收入较2012年下降1.27亿元，主要由于杭州市土地市场疲软，杭州市政府减缓土地出让计划，公司未出让土地所致。2014年公司实现营业收入9.76亿元，其中，土地开发整理业务收入为9.10亿元，较2013年增长3.52亿元，主要由于七堡车辆段牛田单元U/R-01地块完成出让并确认收入；随着2014年地铁一号线的正式运营，公司新增地铁一号线收入0.65亿元，占营业收入的6.66%，该业务尚处于亏损状态，毛利率为-19.41%。

从期间费用看，2012~2014年，公司期间费用规模小，主要为管理费用及财务费用。2014年，公司管理费用0.22亿元，较上年增加0.15亿元，财务费用0.41亿元，较上年增加0.42亿元，主要是由于新增长期贷款等产生的财务费用增加所致。期间费用占比为6.59%。由于公司大部分工程处于建设期，资本化利息支出占比较大，费用化利息支出较少。

2012~2014年，公司利润总额快速下降；年复合下降32.83%，2014年，公司利润总额为2.60亿元，较2013年底下降38%，主要由于2014年出让的牛田单元U/R-01地块，构造复杂，属于地铁车辆段上盖土地，需要建造混凝土上盖，建造成本高，导致利润总额较2013年底下

降。

从盈利指标来看，受营业成本大幅上升影响，公司营业利润率有所下降，2012~2014年，营业利润率分别为84.44%、76.92%和33.00%。2014年，公司营业利润率较上年下降43.92个百分点。公司盈利能力受政策影响较大。2014年，总资产收益率及净资产收益率分别为0.59%和0.89%，均较上年有所下降。

2015年1~6月，公司实现营业收入4.36亿元，占2014年营业收入的44.67%，同期，公司实现营业利润-3.54亿元，营业利润率为-17.07%，利润总额为-3.16亿元。

总体看，公司营业收入主要来自土地开发整理业务，受国家相关政策影响较大，营业收入具有不确定性。同时，由于公司目前大量地铁项目仍处于建设期，已投入运营的地铁线路有限，并且运营初期运营费用增长较快，导致利润水平较低，盈利能力一般。但未来随着在建地铁项目的建成及通车里程、车站数目和地下空间的开发利用，地铁运营收入、广告收入和资源经营许可权收入将会对公司营业收入形成较好的补充，未来公司盈利能力逐渐增强。

5. 现金流

近三年，公司经营活动现金流入分别为9.43亿元、9.22亿元和19.74亿元，年复合增长44.64%，主要由于确认的土地出让返还金增长所致。其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为9.42亿元、7.72亿元和16.43亿元，主要包括土地出让返还金和地铁运营收入，现金收入比近三年均值为153.29%，现金收入比较高，主要因地铁线路试运营期间运营收入处于资本化期间，未确认收入。所以收到的现金流量大于主营业务收入。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。2012~2014年，公司经营活动现金流出分别为21.55亿元、13.05亿元和33.54亿元，年复

合增长24.80%，其中，主要为购买商品、接受劳务支付的现金分别为21.25亿元、8.89亿元和27.60亿元，主要为土地平整开发支出。2012~2014年，公司支付的其他与经营活动有关的现金快速增长，主要系为杭州杭港地铁有限公司支付暂收款增加所致。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流出，分别为12.10亿元、3.84亿元和13.80亿元。2014年较上年末净流出增加9.96亿元，主要原因为置业公司的武林广场站综合体和九堡东站综合体项目工程支出增加所致。公司近三年经营活动现金流量持续为负，主要原因是公司地铁运营板块还处于初期，其运营成本高，出现亏损；同时物业板块还处于建设阶段，暂时没有形成收入。

近三年，公司投资活动现金流出波动下降，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金构成。2014年公司投资活动现金流出61.88亿元较上年增加2.53亿元；公司投资活动现金流量表现为净流出，净流出规模分别为72.73亿元、57.51亿元和60.63亿元。

近三年，公司筹资活动现金流入主要由吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金构成。公司收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关的现金主要为融资租赁相关现金流、软贷款本金和利息。同期，公司筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金构成。近三年，公司筹资活动现金流表现为净流入，流入规模分别为105.09亿元、63.70亿元和98.82亿元。

2015年1~6月，公司经营活动现金流入量为8.28亿元，经营活动现金流量净额为1.31亿元；投资活动现金流出主要体现为购建固定资产、无形资产等支付的现金33.61亿元，投资活动现金流量净额为-46.43亿元；筹资活动产生的现金流量净额为10.26亿元。2015年1~6月，公司现金收入比为106.99%。

总体来看，公司经营活动现金净流量有所

波动，近三年伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模大。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力，但由于地铁项目所需建设资金较多，公司对外部融资仍具有较强依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014年，由于公司货币资金较为充裕，流动比率和速动比率都保持在较高水平，2014年底分别为413.76%和249.53%；截至2015年6月底，公司流动比率和速动比率分别为310.82%和159.76%。2012~2014年公司经营活动现金流动负债比分别为-73.19%、-21.57%和-42.72%，经营活动获现能力对短期债务无保障。总体看，公司短期债务少，货币资金较为充裕，短期偿债能力好。

从长期偿债指标来看，2012~2014年公司EBITDA分别为5.77亿元、4.22亿元和3.51亿元，盈利能力有所下降；同期，公司全部债务/EBITDA分别为22.11倍、36.85倍和61.80倍，从指标上看，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到杭州政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，且政府给予运营盈亏支持，加上未来公司将获取地铁运营收益和土地运作收益，综合来看，公司偿债能力适宜。

截至2015年6月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为294.00亿元，已经使用149.01亿元，尚未使用额度144.99亿元，公司间接融资渠道畅。

表12 2015年6月底公司获得银行授信情况

(单位：亿元)

授信银行	授信额度	已使用数额	未使用额度的性质
工商银行浙江省分行营业部	50	31.00	项目贷款
农业银行浙江省分行营业部	50	24.51	项目贷款
中国银行浙江省分行	30	15.00	项目贷款

建设银行杭州秋涛支行	30	25.40	项目贷款
浙商银行杭州分行	10	0.60	项目贷款
交通银行杭州分行	30	8.30	项目贷款
国家开发银行浙江省分行	54	12.00	项目贷款
中信银行杭州分行	10	6.50	项目贷款
深圳发展银行杭州分行	5	2.20	项目贷款
中国邮政储蓄银行杭州市分行营业部	25	23.50	项目贷款
合计	294	149.01	

截至2015年6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，担保金额6.00亿元，对外担保比率为2.00%，公司或有负债风险低。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的2015年7月17日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G1033010300600540V），截至2015年9月28日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及杭州市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到杭州市政府对于公司在项目建设资金、偿债保证、运营补贴等方面的各项支持，公司整体抗风险能力强。

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8.5亿元，占2015年6月底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为4.09%、4.07%和3.30%，对公司现有债务影响较小。

截至2015年6月底，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46.24%、41.07%和40.98%，以公司2015年6月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、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升为47.05%、42.04%和41.95%，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适宜水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014年，公司EBITDA分别为5.77亿元、4.22亿元和3.51亿元，分别是本期中期票据额度的0.68倍、0.50倍和0.41倍。同时，近三年，公司经营活动现金流入量分别为9.43亿元、9.22亿元和19.74亿元，分别为本期中期票据额度拟发行额度的1.11倍、1.08倍和2.32倍。总体而言，公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度一般。

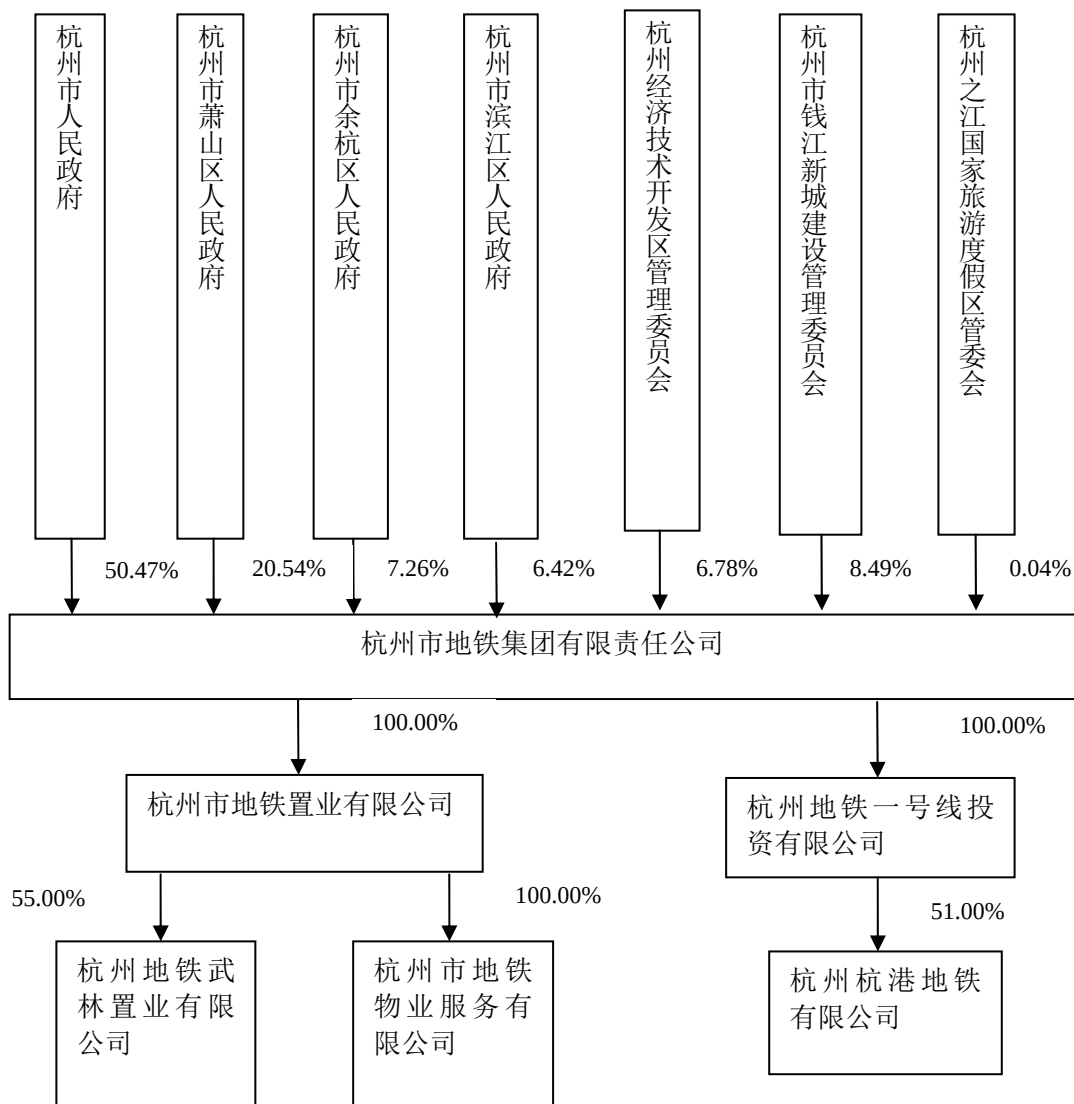
十、结论

近年来，杭州市经济持续增长、财政实力不断增强，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垄断地位，以及政府支持力度大等优势。

总体来看，公司地铁运营单位成本较高，目前盈利能力有所下降，并且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。综合分析，公司主体信用风险较低。

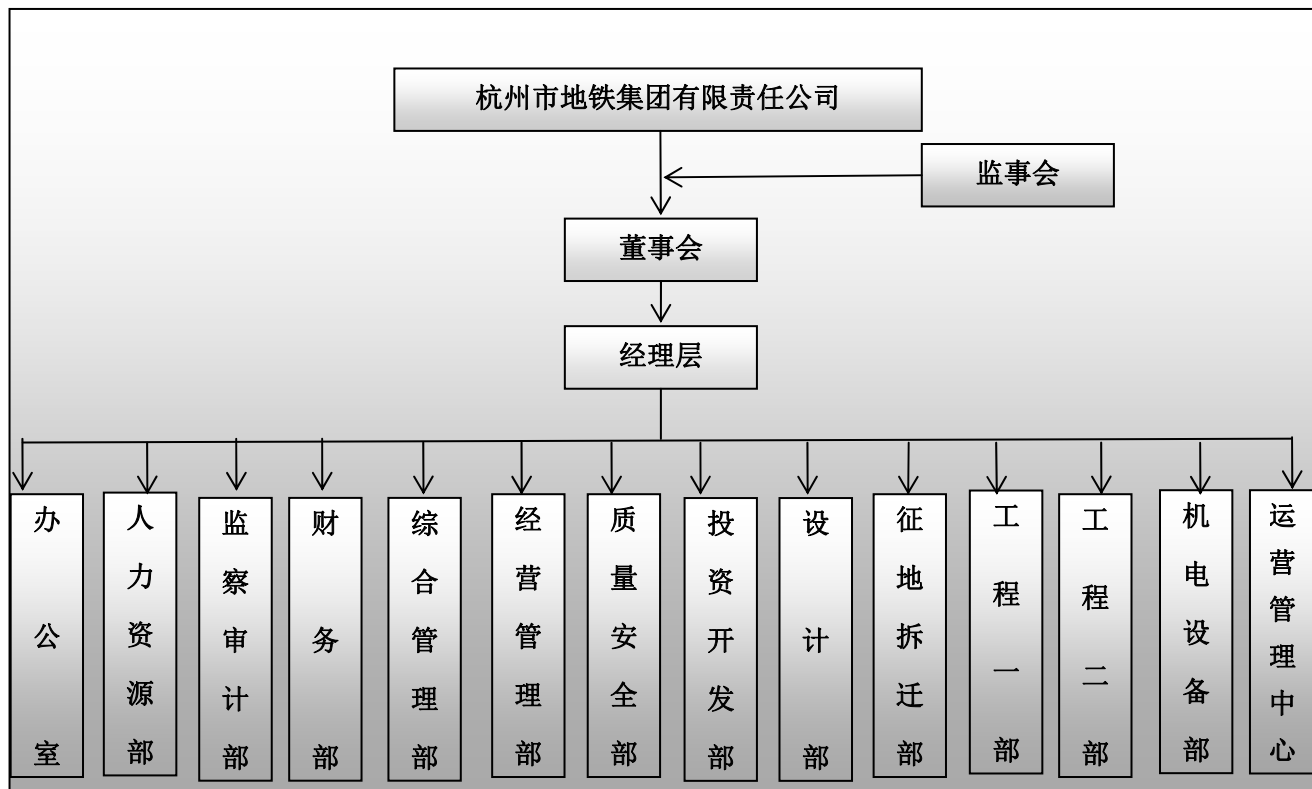
本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小，本期中期票据无担保。公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度一般。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



注：公司股权结构为截至 2015 年 6 月底情况，全部出资资本金均已到位，但尚未完成工商变更登记手续。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.25	25.61	50.00	15.32
资产总额(亿元)	348.36	423.33	543.53	557.01
所有者权益(亿元)	211.24	257.32	293.33	299.46
短期债务(亿元)	7.00	8.00	0.50	0.80
长期债务(亿元)	120.58	147.55	216.37	207.88
全部债务(亿元)	127.58	155.55	216.87	208.68
营业收入(亿元)	6.83	5.57	9.76	4.36
利润总额(亿元)	5.77	4.20	2.60	-3.16
EBITDA(亿元)	5.77	4.22	3.51	--
经营性净现金流(亿元)	-12.10	-3.84	-13.80	1.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1531.98	104.14	39.02	--
存货周转次数(次)	0.08	0.04	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.02	--
现金收入比(%)	137.88	138.73	168.28	106.99
营业利润率(%)	84.44	76.92	33.00	-17.07
总资本收益率(%)	1.80	1.06	0.59	--
净资产收益率(%)	2.73	1.63	0.89	--
长期债务资本化比率(%)	36.34	36.44	42.45	40.98
全部债务资本化比率(%)	37.65	37.68	42.51	41.07
资产负债率(%)	39.36	39.22	46.03	46.24
流动比率(%)	488.11	535.07	413.76	310.82
速动比率(%)	405.27	244.30	249.53	159.76
经营现金流动负债比(%)	-73.19	-21.57	-42.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.11	36.85	61.80	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.11	1.08	2.32	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.42	-0.45	-1.62	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	0.68	0.50	0.41	--

注：1、现金类资产中已剔除受限资产；

2、计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中，已将融资租赁款纳入长期债务和全部债务中核算；

3、2015 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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	
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期中期票据额度	EBITDA/本期中期票据额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。杭州市地铁集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现杭州市地铁集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送杭州市地铁集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

