跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1498 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持杭州市地铁集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

杭州市地铁集团有限责任公司
中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 杭州地铁 MTN001	8.5 亿元	2016/05/12-2023/05/12	AAA	AAA
16 杭州地铁 MTN002	3 亿元	2016/05/12-2023/05/12	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.61	50.00	38.83	35.71
资产总额(亿元)	423.33	543.53	614.63	628.07
所有者权益(亿元)	257.32	293.33	344.01	352.52
长期债务(亿元)	147.55	216.37	232.28	234.89
全部债务(亿元)	155.55	216.87	233.08	235.69
营业收入(亿元)	5.57	9.76	18.09	1.67
利润总额(亿元)	4.20	2.60	-3.63	-1.61
EBITDA(亿元)	4.22	3.51	6.35	--
经营性净现金流(亿元)	-3.84	-13.80	11.35	-1.23
营业利润率(%)	76.92	33.00	6.65	-48.78
净资产收益率(%)	1.63	0.89	-1.06	--
资产负债率(%)	39.22	46.03	44.03	43.87
全部债务资本化比率(%)	37.68	42.51	40.39	40.07
流动比率(%)	535.07	413.76	359.47	324.75
全部债务/EBITDA(倍)	36.85	61.80	36.70	--
经营现金流动负债比(%)	-21.57	-42.72	30.77	--

注：1、现金类资产中已剔除受限资产。
2、融资租赁款已纳入长期债务和全部债务中核算。

分析师

常楚笛 张峻铖 喻宙宏
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“公司”）作为杭州市地铁项目唯一的投资建设及运营管理的主体，区域垄断地位强，且持续获得政府稳定财政资金支持。跟踪期内，杭州市地方经济快速增长，财政实力平稳增强。公司资产规模持续增大、营业收入保持增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，地铁项目建设周期长、投资额大，且目前路网效应不明显。跟踪期内，受计提折旧影响，公司营业利润率及利润总额明显下滑，债务规模快速上升。未来随着杭州市经济持续发展及地铁线路逐步形成规模运营，公司整体收入有望增长，公司经营前景良好。

虽然大规模的投资支出将增大公司资金和债务方面压力，但杭州市财政实力强，政府对公司的持续资金支持以及运营补亏承诺对公司地铁项目的建设投入和还本付息形成了较好的保障。公司经营活动现金流入量对存续期内债券“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”本金的保障能力尚可。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 杭州地铁 MTN001”和“16 杭州地铁 MTN002”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，杭州市经济和财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为杭州市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，跟踪期内，继续获得杭州市政府财政补贴等方面大力支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内债券“16 杭州地铁 MTN001”和“16

杭州地铁MTN002”本金的保障能力尚可。

关注

1．杭州市地铁路网尚未形成规模，单位运营成本较高；形成规模效益之前，公司债务本息偿付仍有赖于政府支持。
2．地铁项目建设周期长，投资规模大，未来资本支出金额较大，公司面临的资金压力上升。
3．跟踪期内，受计提折旧影响，公司营业利润率及利润总额下滑。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效：根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于杭州市地铁集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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国有轨道交通客运企业。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《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）的文件，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，公司现注册资本223.55亿元。后经多次增资，截至2015年底，公司共收到政府等拨付资本金309.34亿元（即实收资本），较2014年增加53.15亿元，同时减少杭州市人民政府资本金0.77亿元。新增资本金暂列入实收资本，公司尚未办妥注册资本工商变更登记手续及相关事宜。实收资本中，杭州市人民政府出资人民币133.51亿元，占实收资本的43.16%；杭州市萧山区人民政府出资人民币57.64亿元，占比为18.63%；杭州市余杭区人民政府出资人民币23.26亿元，占比为7.52%；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7.30%；杭州市经济技术开发区管理委员会出资人民币21.06亿元，占比为6.81%；杭州市滨江区人民政府出资人民币17.09亿元，占比为5.52%；杭州之江国家旅游度假区管委会，该股东出资0.30亿元，占比为0.10%。新增股东国开发展基金有限公司，该股东出资33.90亿元，占比为10.96%。公司控股股东和实际控制人均为杭州市人民政府。

2016年1~3月，公司收到国开发展基金有限公司出资10.00亿元，截至2016年3月底，公司共收到政府及国开基金拨付资本金319.34亿元（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、杭州之江国家旅游度假区管委会和国开发展基金有限公司分别持有公司41.81%、18.05%、7.28%、7.07%、6.59%、5.35%、0.10%和13.75%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2016年3月底，公司本部设办公室、人力资源部、财务部、监察审计部、综合管理部、经营管理部、质量安全部、投资开发部、设计部、征地拆迁部、工程一部、工程二部、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”）；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2015年底，公司（合并）资产总额614.63亿元，所有者权益344.01亿元（含少数股东权益2.02亿元）；2015年公司实现营业收入18.09亿元，利润总额-3.63亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 628.07 亿元，所有者权益 352.52 亿元（含少数股东权益 1.99 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 1.67 亿元，利润总额-1.61 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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发

展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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 2015 年底，中国共有 22 座城市已开通轨道交通运营线路。总运营里程 2764 公里，其中北京、上海都已经超过 500 公里，在全世界名列前茅。现经国务院批准修建地铁的城市有 39 座，总的规划里程超过 7300 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，在解决高密集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 个地铁车站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着巴黎 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2015年杭州市国民经济和社会发展统计公报数据，2015年杭州市实现地区生产总值10053.58亿元，比上年增长10.2%。其中第一产业增加值287.69亿元，第二产业增加值3910.60亿元，第三产业增加值5855.29亿元，分别增长1.8%、5.6%和14.6%。三次产业结构由上年的3.0：41.9：55调整为2015年的2.9：38.9：58.2。

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，全市固定资产投资5556.32亿元，增长12.2%。从产业投向看，第一产业31.47亿元，增长65.0%；第二产业931.78亿元，增长1.8%，其中工业930.01亿元，增长1.8%；第三产业4593.07亿元，增长14.3%。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。

近年来，杭州市GDP总量持续快速增长，财政收入也保持同步增长。2015年，杭州市地方财力持续增强，全市财政总收入2238.75亿元，增长11.0%，其中地方一般公共预算收入1233.88亿元，增长9.8%。

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2016年3月底，公司共收到政府及国开基金拨付资本金319.34亿元（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。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、杭州之江国家旅游度假区管委会和国开发展基金有限公司分别持有公司41.81%、18.05%、7.28%、7.07%、6.59%、5.35%、0.10%和13.75%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2016年3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81.31公里的城市轨道交通线网。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，已于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号线二期工程已于2014年11月全面开工，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。

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

跟踪期内，公司董事长、总经理等高管人员未发生重大变化。

截至 2015 年底，公司员工总数 269 人。按学历分，拥有本科及以上学历的 258 人（占 95.91%），大专学历的 7 人（占 2.60%），大专以下学历的 4 人（占 1.49%）；按年龄划分，30~50 岁（167 人）的占 62.08%，30 岁以下（94 人）的占 34.94%，50 岁以上（8 人）的占 2.97%。公司在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足日常工作需要。

4．政府支持

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

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

（1）资本金注入

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，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。截至 2016 年 3 月底，公司共收到来自各市、区政府，国开基金等拨付资本金 319.34 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　2013~2016 年 3 月底地铁建设资本金拨付情况

（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
市财政资本金	261011.00	162000.00	--	--
区财政资本金	156443.00	172095.00	192515.00	--
国开基金	--	--	339000.00	100000.00
合计	417454.00	334095.00	531515.00	100000.00

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 号线一期工程项目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 号线一期工程项目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 号线一期工程项目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物业等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。截至 2015 年底，计入“递延收益”之前年度票价补贴及安防补助资金余额为 14530.71 万元，另 663.00 万元递延收入摊销计入“营业外收入”。同时体现在“收到其他与投资活动有关的现金”。根据浙江至诚会计师事务所出具《杭州地铁一号线 2015 年度政府补偿专项审计报告》，2015 年公司申请票价补贴及安防补助资金共计 19922.56 万元，实际于 2016 年 5 月收到 19922.56 万元。

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。截至 2015 年底，已收到并计入“营业外收入”及“收到其他与经营活动有关的现金”科目。

（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。

2013~2015 年，公司土地开发整理业务收入分别为 5.57 亿元、9.10 亿元和 10.48 亿元，土地开发整理收益分别为 4.28 亿元、3.38 亿元和 3.42 亿元。将其开发收益用于轨道交通建设的资金平衡。

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

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面未发生重大变化。

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，2015 年实现土地开发整理业务收入 10.48 亿元。主要由于 2014 年七堡车辆段牛田单元 U/R-01 地块完成出让，继续获得的返还款收入。公司地铁运营业务主要以地铁线路票务收入为主。2015 年，公司地铁 1 号线运营实现收入 6.91 亿元，主要包含地铁 1 号线票务收入 5.41 亿元，和 1 号线非票务收入 1.50 亿元。较 2014 年大幅增长，主要因地铁 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，2014 年形成地铁运营收入较少。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，公司主营业务毛利率为 3.98%。2015 年公司综合业务毛利率为 7.66%，较 2014 年大幅下降，主要因 2015 年地铁 1 号线转入固定资产，累计折旧大幅增加，使得地铁运营收入毛利率大幅降低，同时 2015 年土地开发整理业务毛利率下降。2015 年其他业务收入毛利率大幅增加，主要由于增加低成本杭港 A 部分租金及盾构机租赁费收入。

2016 年 1~3 月，公司暂未获得土地开发整理业务收入，营业收入主要为获得地铁运营收入 1.62 亿元，其中地铁 1 号线票务收入 1.24 亿元，和 1 号线非票务收入 0.38 亿元。另获得场租租赁收入 441.01 万元。2016 年 1~3 月，公司毛利率为-47.38%，主要为地铁运营业务毛利率下降导致，主要由于各种委外维保费用、维修材料费用及一次性票卡成本大幅增加。

总体看，由于地铁 1 号线于 2014 年 11 月刚实现正式运营，地铁 2 号线、4 号线刚实现部分线路试运营，形成的路网效应尚不明显；单位运营成本较高且计提折旧，亏损运营使得毛利率大幅下降。

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	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
1.主营业务小计	97509.21	64966.41	33.37	173958.23	167042.35	3.98	16294.23	24654.57	-51.31
土地开发整理业务收入	90965.39	57152.68	37.17	104809.25	70606.22	32.63	--	--	--
地铁运营收入	6543.82	7813.72	-19.41	69095.50	96374.82	-39.48	16221.68	24640.11	-54.90
其他收入	--	--	--	53.48	61.31	-14.64	72.55	14.46	80.07
2.其他业务收入	102.03	26.95	73.59	6984.34	37.99	99.46	441.01	10.11	97.71
总　计	**97611.24**	**64993.35**	**33.42**	**180942.57**	**167080.34**	**7.66**	**16735.24**	**24664.68**	**-47.38**

资料来源：公司提供

2.　地铁建设及运营

（1）地铁建设

地铁建设项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。

地铁1号线

地铁 1 号线采用 PPP 模式，引进香港铁路公司实施特许经营。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 2015 年底，已全部建成通车，进入试运营阶段。2015 年全年累计完成投资额 6.58 亿元。截至 2015 年底，已完成投资 19.24 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 0.03 亿元。

地铁 2 号线一期

地铁 2 号线一期工程已于 2008 年 9 月开工，线路全长 30.50 公里，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。地铁 2 号线一期（东南段）总投资 102.82 亿元，2015 年全年累计完成投资 5.57 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 3.42 亿元。

目前，地铁 2 号线一期工程（西北段）庆春广场站、庆菱路站、武林门站、沈塘桥站、古翠路站、丰潭路站等 6 座车站已完成主体结构，建国北路站、中河北路站、凤起路站等 5 座车站进行主体基坑土方开挖及结构施工；目前已有 7 段单线隧道实现贯通，共有 12 台盾构正在掘进施工。地铁 2 号线一期工程西北段

总投资 66.68 亿元，2015 年累计完成投资额 25.03 亿元。计划于 2018 年建成通车。截至 2015 年底，地铁 2 号线一期工程已完成投资 152.77 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 3.43 亿元。

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。2015 年累计完成投资 14.78 亿元。截至 2015 年底，已完成投资 67.42 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 2.78 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、杨家墩站基本完成主体结构施工、南星桥站开展主体围护结构施工及管线迁改；中医药大学站、联庄站、水澄桥站及甬江路站开展主体基坑土方开挖及结构施工；复兴路站已具备基坑开挖条件；目前共有 2 台盾构正在掘进施工。4 号线南段 2015 年累计完成投资 11.27 亿元。截至 2015 年底，已完成投资 13.06 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 1.35 亿元。

地铁 2 号线二期

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，目前三坝村站开展主体围护结构施工，文华路站、育英路站、三墩站、董家路站、勾庄站、新月路站、新良路站等其余 7 座车站进行主体基坑土方开挖及结构施工。总投资额为 79.04 亿元，线路总长 11.28 公里，2015 年累计完成投资 7.01 亿元，截至 2015 年底已完成投资 12.10 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 2.03 亿元。

地铁 5 号线一期

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，目前仓前站、杭师大站、常二路站等车站开展主体基坑开挖及结构施工；打铁关站已完成 F 出入口及预留通道结构施工；中央公园站、五常站、蒋村站开展导墙、地连墙施工；浙大紫金港站、莫干山路站、巨州路站、城市之星站、平海路站等进行管线迁改、交通导改等相关工作。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。2015 年共完成投资 37.45 亿元，截至 2015 年底已完成投资 43.18 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 1.55 亿元。

地铁 6 号线一期

地铁 6 号线一期工程初步设计于 2014 年 9 月 11 日获省发改委批复，双浦站、河山路站、凤凰公园站、之江海洋公园站、振浦路站等车站开展地连墙导墙施工、管线迁改等；枫桦西路站已完成绿化迁移。项目总投资为 178.31 亿元，线路总长 26.96 公里。2015 年共完成投资 12.99 亿元，截至 2015 年底已完成投资 18.62 亿元。2016 年 1~3 月完成投资 0.28 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。三期工程正在筹备上报，拟上报线路全长约 204 公里，投资估算约为 1409 亿元。

（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 2015 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 年底，公司已建成开通运营地铁 1 号线（包含下沙延伸段）、地铁 2 号线一期（东南段）、地铁 4 号线一期（首通段）等 3 条线路共 81.31 公里的城市轨道交通线网，日均客流量约 57.69 万人次。2016 年一季度日均客流 66.2 万人次。

表 3　截至 2016 年 3 月底公司已开通地铁线路（单位：km、亿元、座）

项目名称	开通长度	总投资额	资金筹措方案		起终点	车站	开通时间
			资本金	融资			
杭州地铁 1 号线	47.97	232.17	127.69	104.48	湘湖站-文泽路/临平	31	2012 年 11 月 24 日，火车东站站于 2013 年 6 月 30 日开通投入使用
杭州地铁2号线一期（东南段）	18.30	102.82	56.55	46.27	朝阳站-钱江路站	13	2014 年 11 月 24 日
杭州地铁4号线一期（首通段）	9.65	69.69	27.88	41.81	彭埠站-近江站	10	2015 年 2 月 2 日
杭州地铁1号线下沙延伸段	5.39	21.896	12.04	9.85	文泽路-下沙江滨	3	2015 年 11 月 24 日
合计	**81.31**	**426.576**	**224.16**	**202.41**		**57**	

资料来源：公司提供

地铁1号线

公司地铁 1 号线于 2012 年 11 月开通并投入试运营，开通长度为 47.47 公里，是轨道交通线网中的骨干线。2014 年 11 月已完成试运营。2015 年，杭州地铁 1 号线（包含下沙延伸段）实现客运量 17666.54 万乘次，运营总里程 615.71 万列公里，列车正点率达 99.96%，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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
运营里程(万列公里)	437	598.60	615.71	161.01
车站数量（座）	31	31	34	34
列车数量（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 38 列	配属 48 列，线路上 38 列
年度客运量（万乘次）	9237	14437.84	17666.54	4182.33
日均客运量（万人次）	25.30	39.56	48.40	49.20
票务收入(亿元)	3.24	4.94	5.41	1.24
平均票价（元）	3.79	3.82	3.33	3.29
正点率（%）	99.89	99.88	99.96	99.94
运行图兑现率（%）	99.94	99.97	99.98	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，2015 年，杭州地铁 2 号线一期（东南段）实现客运量 1632.53 万乘次，运营总里程 75.706 万列公里，列车正点率达 99.99%，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	2016 年 1~3 月
运营里程（万列公	18.338	162.25	38.25
车站数量（座）	12	12	13
列车数量（列）	配属 16 列，上线 8 列备用 2	配属 16 列，上线 10 列备	12
年度客运量（万乘次）	77.15	1632.53	478.71
日均客运量（万人次）	2.03	4.47	5.63
票务收入（亿元）	0.02	0.38	0.06

平均票价（元）	2.81	2.60	2.63
正点率（%）	99.97	99.99	100
运行图兑现率（%）	99.96	99.99	100

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，2015 年，杭州地铁 4 号线一期（首通段）实现客运量 3047.21 万乘次，运营总里程 83.154 万列公里，列车正点率达 99.99%，运行图兑现率达到 99.99%。

表 6　杭州地铁四号线试运营情况

项目	2015 年	2016 年 1~3 月
运营里程（万列公里）	83.15	21.84
车站数量（座）	10	10
列车数量（列）	配属 14 列，上线 9 列备用 1 列	8
年度客运量（万乘次）	3047.21	895.55
日均客运量（万人次）	9.15	10.54
票务收入（亿元）	0.40	0.04
平均票价（元）	1.47	1.43
正点率（%）	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	99.99	100

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。2015年，采用此方案计价的地铁1号线、2号线及4号线共获得票价收入6.19亿元（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 年底，公司共完成武林广场地下商城地块、牛田单元 U/R-01 地块、武林广场站 04 号地块和九堡 C2/S3-02 地块。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。2015 年确认上年七堡牛田地块返还款土地开发整理业务收入为 10.48 亿元。2016 年 3 月完成了潮鸣单元 D-01、05 地块（机床厂地块）的土地开发整理并交由杭州市土地储备中心完成出让，公司于 2016 年 6 月获得部分土地出让收入返还 8.0675 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	2015 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
武林广场 04 号地块	武林广场	2011.10	22566.00	14538.78	68336.93	35199.06		
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					
合计			**447685.00**	**21069.68**	**68336.93**	**55669.56**	**90965.39**	**104809.25**

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，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）。待该四块地块开发完成，预期可实现收入共计约 5.21 亿元。

表 8　杭州地铁土地做地情况（单位：亿元，亩）

序号	地块名称	地块位置	土地面积	预期收入
1	七堡车辆段 B1/B2-13 地块	七堡	20.25	1.12
2	九堡中心单元 JG1701-R21-08（原九堡西侧地块）	九堡西侧	21.52	0.88
3	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
4	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
5	**合计**		**155.50**	**5.21**

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，地铁文化广场站上

盖物业、九堡东站综合体和武林广场站综合体项目陆续开工建设。2014 年，地铁文化广场站上盖物业已按计划完成所有工程建设，目前正进行少量收尾工作和竣工验收工作。截至 2015 年底，公司正在建设的物业开发板块项目主要为武林广场站综合体和九堡东站综合体项目，总投资为 90.00 亿元，已完成投资额 43.84 亿元。未来仍需较大额度投资。

表 9　杭州地铁物业开发板块在建项目情况（单位：万元）

项目主体	项目名称	地块位置	建设期	总投资	截至 2015 年已投资	2016 年 1~3 月已投资	未来投资计划
武林广场站综合体	杭政储出【2011】43 号地块商业金融业用房	下城区武林广场 04 号地块	2015-2020	800000.00	369030.94	6130.00	25000.00
九堡东站综合体	杭政储出【2010】12 号地块商业金融业、社会停车场兼公交设施用房工程	江干区九堡 C2/S3-02 地块	2012-2016	100000.00	69395.53	4025.00	--
合　计				**900000.00**	**438426.47**	**10155.00**	**25000.00**

资料来源：公司提供

此外，其他业务主要为公司对地下空间进行开发，主要包括租赁、服务费、广告媒体等非票务业务。2015 年，公司其他业务收入为 6984.34 万元，主要为服务费、场地使用费和设备对外出租的收入。2016 年 1~3 月获得场租租赁收入 441.01 万元。

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 2016 年 3 月底，公司地铁线路在建、拟建项目的投资总金额 959.90 亿元，已完成投资额 337.84 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。另根据浙江省发改委《关于杭州至临安城际铁路试验段工程可行性研究报告的批复》（浙发改交通【2016】199 号）和《关于杭州至富阳城际铁路试验段工程可行性研究报告的批复》（杭发改交通【2015】783 号），委托公司负责城际线路：杭富线及杭临线的建设工作。2016 年 1 月 4 日杭州至临安城际铁路工程开工，起于余杭区绿汀路站-锦南新城站，全长共计 34.7 公里，设站 12 座，总投资 113.3 亿元。目前杭富线已获得试验段可研批复，全长共计 23.15 公里，设站 11 座。2016 年 2 月 19 日杭州至富阳城际铁路工程开工，起于美院象山站-桂花路站，总投资 105 亿元。

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 10　截至 2016 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 2015 年底完成投资	截至 2016 年 3 月底完成投资	2016 年 4~12 月及以后投资计划
			贷款	自筹					
杭州市 1 号线工程下沙延伸段	包括文海南站、云水站、江滨站，线路长 5.39 公里，设站 3 座	21.90	9.86	12.04	6.14	2015 年底通车	19.24	19.27	2.63
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	152.77	156.20	13.30
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	12.10	14.13	64.91
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	80.48	84.61	65.90
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	43.18	44.73	315.91
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	18.62	18.90	159.41
合计	--	**959.90**	**547.22**	**412.68**	**93.76**	--	**326.39**	**337.84**	**622.06**

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013～2015 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。跟踪期内，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。

跟踪期内，公司合并口径没有变化，财务可比性强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 614.63 亿元，所有者权益 344.01 亿元（含少数股东权益 2.02 亿元）；2015 年公司实现营业收入 18.09 亿元，利润总额-3.63 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 628.07 亿元，所有者权益 352.52 亿元（含少数股东权益 1.99 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 1.67 亿元，利润总额-1.61 亿元。

2. 盈利能力

公司 2015 年营业收入为 18.09 亿元，主要来自土地开发整理业务以及地铁一号线运营收入，同比增长 85.37%。主要由于确认上年七

堡牛田地块返还款土地开发整理业务收入为10.48 亿元；随着地铁一号线的正式运营并结转入固定资产，公司地铁一号线运营收入大幅增长，2015 年为 6.91 亿元，占营业收入的38.20%，该业务尚处于亏损状态，毛利率为-39.48%。2015 年公司营业成本为 16.70 亿元，其中土地开发整理业务成本（占比 42.28%），地铁运营收入成本（占比 57.52%）。较上年地铁运营成本大幅增加，主要由于一号线转入固定资产，计提折旧及摊销导致。营业利润率为6.65%，主要受地铁一号线运营成本大幅增加及财务费用明显上升的影响。公司盈利能力受政策影响较大。未来，随着后续在建地铁项目的逐步完成，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均会成为公司营业收入的重要来源。

从期间费用看，公司期间费用规模小，主要为管理费用及财务费用，2015 年，公司管理费用 0.67 亿元，较上年增加 0.45 亿元。财务费用 5.28 亿元，较上年增加 4.87 亿元，主要为一号线转固费用化利息支出大幅增加。期间费用占比为 33.15%。且由于公司大部分工程处于建设期，资本化利息支出占比仍较大。公司期间费用控制能力弱化。2015 年，公司获得杭州市人民政府和杭州市财政局等拨付的与收益相关的政府补助及税费减免补助等共计1.60 亿元计入营业外收入。

从盈利指标来看，2015 年公司的总资本收益率和净资产收益率分别为 0.29%和-1.06%，仍处于较低水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.67 亿元，占 2015 年公司营业收入的 9.23%；实现利润总额-1.61 亿元。

跟踪期内，公司利润总额快速下降，营业收入主要来自土地开发整理业务及地铁运营收入，土地整理开发受国家相关政策影响较大，收入具有不确定性，且由于目前地铁运营线路尚未形成规模，运营初期运营费用增长较快，运营收入对成本覆盖能力弱及计提折旧等因素，导致利润为负情况发生。但未来随着在建地铁项目的建成及通车里程、车站数目的增加和地下空间的开发利用，地铁运营收入、广告收入和资源经营许可权收入将会对公司营业收入形成较好的补充，未来公司盈利能力有望逐渐增强。

3. 现金流

2015年，公司经营活动产生的现金流入为23.97亿元，同比增长21.44%，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为19.33亿元，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131.62%，2015年现金收入比为106.84%，现金收入比较高。主要因部分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，2015年金额为4.63亿元，较2014年增长40.10%。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。公司经营活动现金流出金额为12.62亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金5.29亿元，主要为土地平整开发支出。公司支付的其他与经营活动有关的现金快速增长，2015年为3.91亿元，主要系支付给杭港公司代收款项一卡通充值款所致。公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流入11.35亿元。2015年，公司经营活动现金净流量由负转正。

公司投资活动现金流量表现为净流出，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金构成。2015 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 14.99 亿元，主要为往来款及与建设活动相关的保证金及保险赔款、政府拆迁补助等。2015 年由于公司地铁建设投资持续增加，公司投资活动现金流出98.02 亿元，较上年增加 36.14 亿元；其中支付其他与投资活动有关的现金 22.33 亿元，为支

付借给萧山地铁 16.00 亿元委托借款。公司投资活动现金流量表现为净流出，净流出规模为81.18 亿元。

公司筹资活动现金流入金额为 76.09 亿元，主要由吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金构成。2015 年，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。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，金额为 17.44 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流表现为净流入，流入规模为58.65 亿元。筹资规模较 2014 年底有所减少。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.23亿元；投资活动产生的现金流量净额为-13.58亿元；筹资活动产生的现金流量净额为11.53亿元。经营及投资产生的现金流缺口仍由筹资活动弥补。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量大幅增加，同时伴随着地铁建设工作的推进，使得投资活动现金净流出规模持续加大，经营活动产生的现金流量净额波动行较强。虽然项目资本金的拨付缓解了公司投资压力，但由于地铁项目所需建设资金较多，公司对外部融资仍具有很强依赖性。

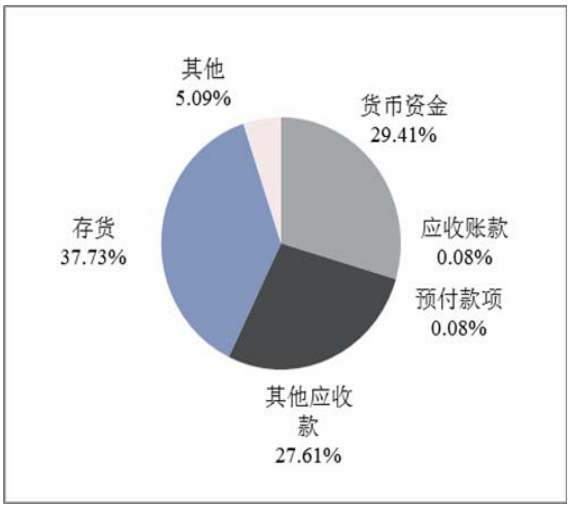
4. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额614.63亿元，同比增长13.08%，主要由于其他应收款及在建工程大幅增加所致。其中流动资产132.62亿元，占资产总额的比重为21.58%；非流动资产482.01亿元，占资产总额的比重为78.42%；资产构成中，主要以固定资产、在建工程为主的非流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产132.62亿元，同比下降0.81%，主要由于货币资金、应收账款和预付款项的减少，但其他应收款大幅增加。公司流动资产构成主要以货币资金（占29.41%）、其他应收款（占27.61%）和存货（占37.73%）为主。

图 1　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金39.00亿元，同比减少22.28%，其中银行存款占99.54%，库存现金和其他货币资金合计占0.46%。其他货币资金主要为开立保证函存入的保证金0.17亿元。

截至 2015 年底，公司预付款项为 0.11 亿元，同比大幅下降 21.04 亿元，主要为将拆迁预付款调至在建工程所致。

截至2015年，公司其他应收款36.62亿元，同比大幅上升32.23亿元，主要为应收关联方代垫款、借款及补贴款金额合计19.22亿元。其中，应收杭州东胜置业有限公司15.14亿元，杭州市人民政府2.57亿元和杭州余杭地铁上盖物业开发有限公司1.51亿元。应收大额非关联方借款及保证金共17.00亿元，其中应收杭州萧山地铁投资开发有限公司16.00亿元借款，应收农银金融租赁有限公司1.00亿元保证金。从账龄来看，1年以内应收款项占比90.82%。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。

截至2015年底，公司存货50.04亿元，同比减少5.71%。主要为开发成本和开发产品；其中开成成本主要为未整理完成土地及物业项

目投入；包括武林广场综合体项目36.90亿元，九堡东站综合体项目6.94亿元等合计金额45.31亿元；开发产品为已完成整理的土地投入；包括由开发成本整理完成转入的九堡东01地块土地开发项目和潮鸣单元D-01、D-05地块项目合计金额3.50亿元。2015年底，未发现存货存在明显减值迹象，故未计提减值准备。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产主要由固定资产（占44.95%）及在建工程（占52.71%）组成。

截至2015年底，公司长期股权投资3.56亿元，同比下降长5.51%，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等合联营企业投资。

截至2015年底，公司固定资产余额为255.45亿元，同比增长1.40%。账面总额为260.78亿元，主要包括地铁一号线配套设施175.15亿元、专用设备43.56亿元、地铁车辆21.03亿元以及地铁装修工程10.32亿元，2015年累计折旧5.33亿元，较2014年底主要增加专用设备计提折旧2.68亿元和地铁车辆折旧0.93亿元。其中对除地铁轨道、地铁主变电站外的其他与地铁一号线配套设施相关的已经交付使用的固定资产暂缓计提折旧，此会计核算模式已于2015年2月16日以杭地铁财务【2015】16号文向杭州市人民政府备案，并于2015年5月获得杭州市人民政府简复单批复同意。

截至2015年底，公司在建工程213.48亿元，同比增长44.46%。主要系增加轨道交通工程建设款及拆迁预付款转入。且本期转入固定资产10.22亿元，主要为一号线转入固定资产形成。同时出售盾构机及随机备件减少1.03亿元。并未发现在建工程存在明显减值迹象，故未计提减值准备。同期，公司其他非流动资产为预付长期资产购置款，金额为9.30亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额628.07亿元，较2015年底增长2.19%，主要系工程持续投入带动预付账款、存货和在建工程持续增加，其中流动资产占比20.28%，非流动资产占比79.72%，资产构成较2014年底变动不大。

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

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为344.01亿元，同比增长20.39%，其中实收资本占归属于母公司所有者权益95.54%，资本公积占归属于母公司所有者权益0.64%，和未分配利润占占归属于母公司所有者权益3.36%。主要源于地铁项目建设资本金拨付带来的实收资本的持续增长。

截至2015年底，公司实收资本金额为309.34亿元，为收到来自杭州市萧山区人民政府、杭州市余杭区人民政府、杭州市经济技术开发区管理委员会和杭州市之江国家旅游度假区管理委员会拨付的新增资本金19.25亿元，同时根据公司与国开发展基金有限公司和杭州投资发展有限公司共同签订的《投资协议》，由国开发展基金有限公司出资33.90亿元，认缴公司新增注册资本。目前上述增资款均已收到，暂列入实收资本。

另根据杭州市人民政府《关于印发杭州市轨道交通建设资本金筹措实施办法的通知》(杭政函【2014】145号)和浙江省发展和改革委员会《关于杭州市轨道交通工程可行性研究报告的批复》(浙发改交通【2013】1102号、浙发改交通【2014】183号、浙发改交通【2014】744号等)，将杭州市人民政府出资中的0.77亿元调整为征迁安置资金，由实收资本调入资本公积。

截至2015年底，公司资本公积金额为2.06亿元，较2014年底增长1.92亿元，主要为由实收资本转入资本公积0.77亿元征迁安置资金和收到不作为出资主体的上城区、下城区和

西湖区人民政府拨入的征迁安置资金 1.15 亿元。同期，公司未分配利润金额为 10.88 亿元，同比下降 14.47%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 352.52 亿元，主要增加国开基金注入 10.00 亿元实收资本。至此，公司实收资本、资本公积和未分配利润占归属母公司所有者权益分别为 96.01%、0.65%和 2.89%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性好。

负债

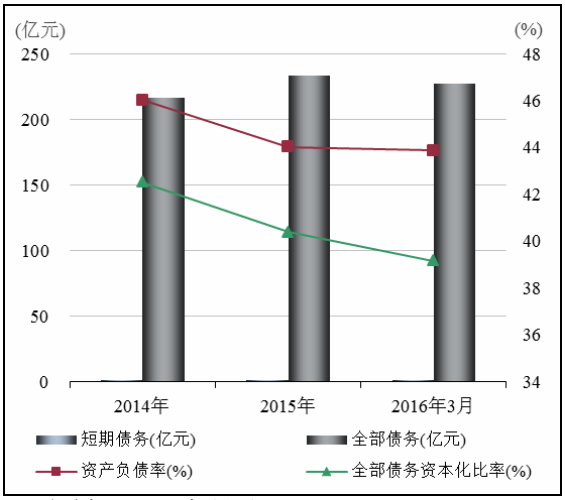
截至2015年底，公司负债合计270.62亿元，同比增长8.16%，其中流动负债合计36.89亿元，流动负债占负债总额的13.63%。主要为应付账款（占33.20%）和其他应付款（占55.69%）。主要以长期借款为主的非流动负债合计233.73亿元，占比86.37%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

截至2015年底，公司短期借款金额为0.8亿元，全部为信用借款金额。跟踪期内，公司应付账款有所减少，同比下降5.70%，金额为12.25亿元，主要系地铁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项。截至2015年底，公司预收款项金额为1.14亿元，主要为增加杭港公司代收款项一卡通充值款。其他应付款余额20.55亿元，同比增加22.24%，主要系随着工程增加而增加的工程保证金、押金以及盾构机租赁费等。

截至2015年底，公司长期借款金额为173.14亿元，同比增长12.38%。其中主要包括151.31亿元的信用借款以及质押借款21.83亿元。同期，公司应付债券金额为49.79亿元，全部为2014年9月发行的“14杭地铁/14杭地铁债”。长期应付款金额为9.34亿元，同比减少25.48%。全部为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。同期，公司递延收益为活动的政府对票价收入及安防补助资金共计1.45亿元。

从有息债务来看，跟踪期内，公司债务结构仍以长期债务为主，截至 2015 年底，公司全部债务 233.08 亿元，其中长期债务为 232.28 亿元，占全部债务的 99.66%，公司债务规模增长较快，同比增长 7.47%。从债务负担情况来看，2015 年，因公司资产，所有者权益的增加，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下降，2015 年底分别为 44.03%、40.39%和 40.31%。

图 2　2014~2016 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 275.55 亿元，较 2015 年底增长 1.82%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 235.69 亿元，较 2015 年底增长 1.12%，主要因长期借款增加所致。但同时所有者权益快速增长，截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 43.87%、39.99%和 40.07%，均较 2015 年底有所下降。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，且仍以长期债务为主，符合地铁建设周期较长的行业特点，但由于资产规模及所有者权益的增加，整体债务有所减轻。未来 3 年，公司长期债务还本规模较小，此期间，公司还本压力相对较小。

表 11　公司未来 3 年还本情况（单位：万元）

项目	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	30842.96	31735.12	15802.86
合计	**30842.96**	**45135.12**	**24302.86**

资料来源：公司提供

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，受流动负债的增加，公司流动比率和速动比率有所下降，但仍保持较高水平。截至2016年3月底分别为324.75%和193.53%；2015年公司经营活动现金流动负债比为30.77%，同比大幅上升，提高了对短期债务保障能力。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，2015年公司EBITDA为6.35亿元，比2014年增加2.84亿元，主要来自于折旧的增加。跟踪期内，公司全部债务/EBITDA为36.70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，且政府给予营运补亏支持，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 2016 年 6 月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为 317.00 亿元，已经使用 167.01 亿元，尚未使用额度 149.99 亿元，公司间接融资渠道畅。

截至 2016 年 7 月 19 日，公司本部为关联方杭州武林广场地下商城建设有限公司提供担保，担保金额合计为 17.99 亿元。同时为非关联方杭州奥体博览中心建设投资有限公司提供担保，担保金额 10.29 亿元，担保期限为 2015 年 9 月 29 日至 2030 年 9 月 28 日。担保金额总计 28.28 亿元，担保比率为 8.02%。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。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2016 年 7 月 19 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 2016 年 7 月 13 日，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。

7. 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极强。

九、存续期内债券募集资金使用情况

公司于2016年5月发行中期票据“16杭州地铁MTN001”募集资金8.5亿元，发行期限为7年，每年付息，到期一次性还本，募集资金全部用于杭州市地铁2号线二期工程项目建设。目前三坝村站开展主体围护结构施工，文华路站、育英路站、三墩站、董家路站、勾庄站、新月路站、新良路站等其余7座车站进行主体基坑土方开挖及结构施工。该项目总投资79.04亿元，截至2016年6月底，项目已累计完成投资21.55亿元。募集资金尚未使用。

公司于2016年5月发行中期票据“16杭州地铁MTN002”募集资金3亿元，发行期限为7年，每年付息，到期一次性还本，募集资金全部用于杭州市地铁4号线一期工程、地铁5号线一期工程项目建设。地铁4号线一期工程总投资150.51亿元，其中，地铁4号线一期（首通段）总投资为69.69亿元，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。截至

2016年6月底，项目已累计完成投资71.68亿元。

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、杨家墩站基本完成主体结构施工、南星桥站开展主体围护结构施工及管线迁改；中医药大学站、联庄站、水澄桥站及甬江路站开展主体基坑土方开挖及结构施工；复兴路站已具备基坑开挖条件；目前共有2台盾构正在掘进施工。截至2016年6月底，项目已累计完成投资21.59亿元。

5号线一期工程目前仓前站、杭师大站、常二路站等车站开展主体基坑开挖及结构施工；打铁关站已完成F出入口及预留通道结构施工；中央公园站、五常站、蒋村站开展导墙、地连墙施工；浙大紫金港站、莫干山路站、巨州路站、城市之星站、平海路站等进行管线迁改、交通导改等相关工作。地铁5号线一期工程项目总投资为360.64亿元，截至2016年6月底，项目已累计完成投资51.33亿元。募集资金尚未使用。

十、存续期内债券偿还能力分析

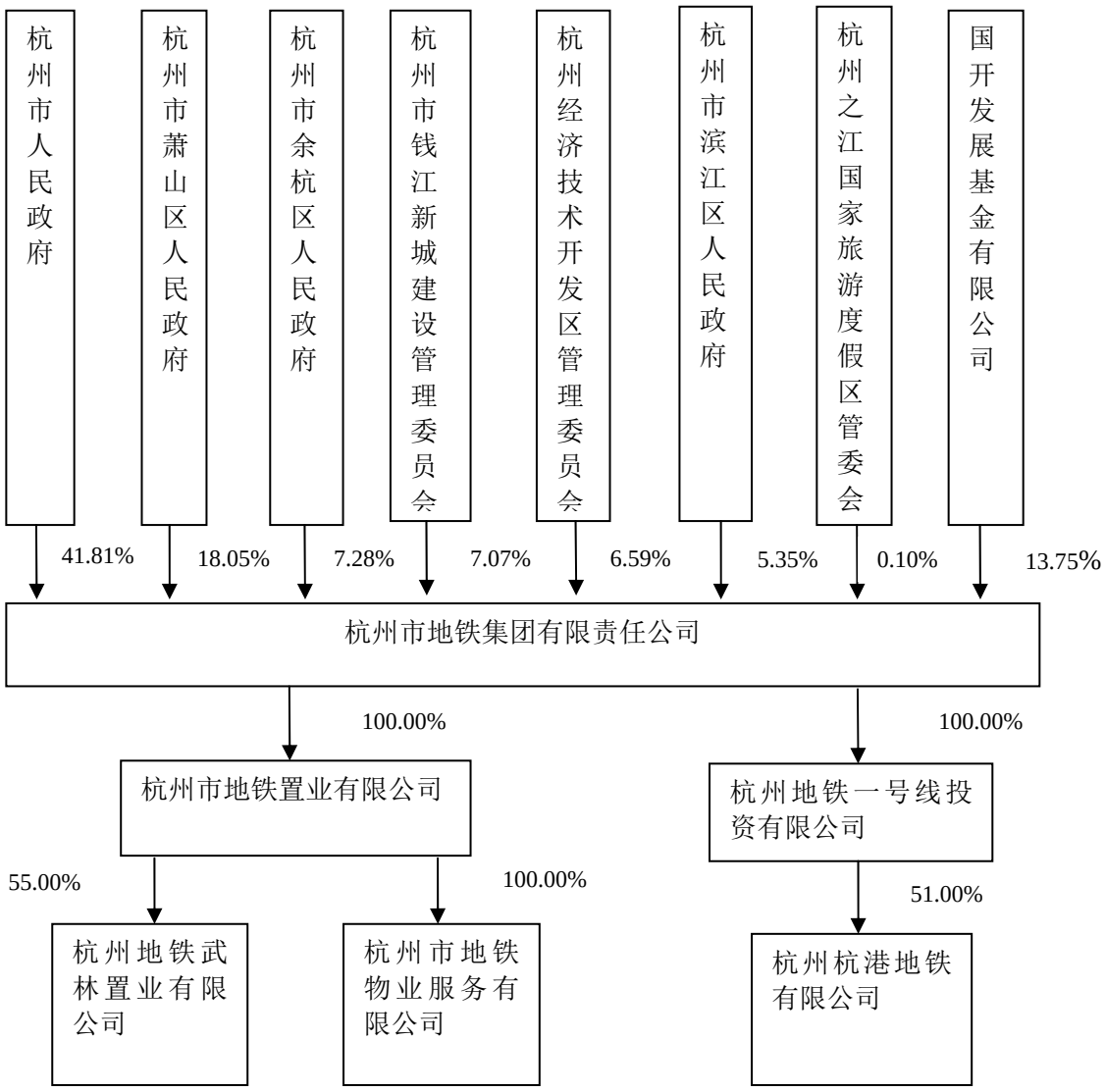
截至2016年3月底，公司存续期债券“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”募集资金总额11.5亿元。2015年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为6.35亿元和23.97亿元，分别是存续期内债券本金合计11.5亿元的0.55倍和2.08倍。公司经营活动现金流入量对存续期内的债券偿付金额保障程度尚可，EBITDA对存续期内债券偿付金额的保障程度一般。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内的债项保障程度尚可。

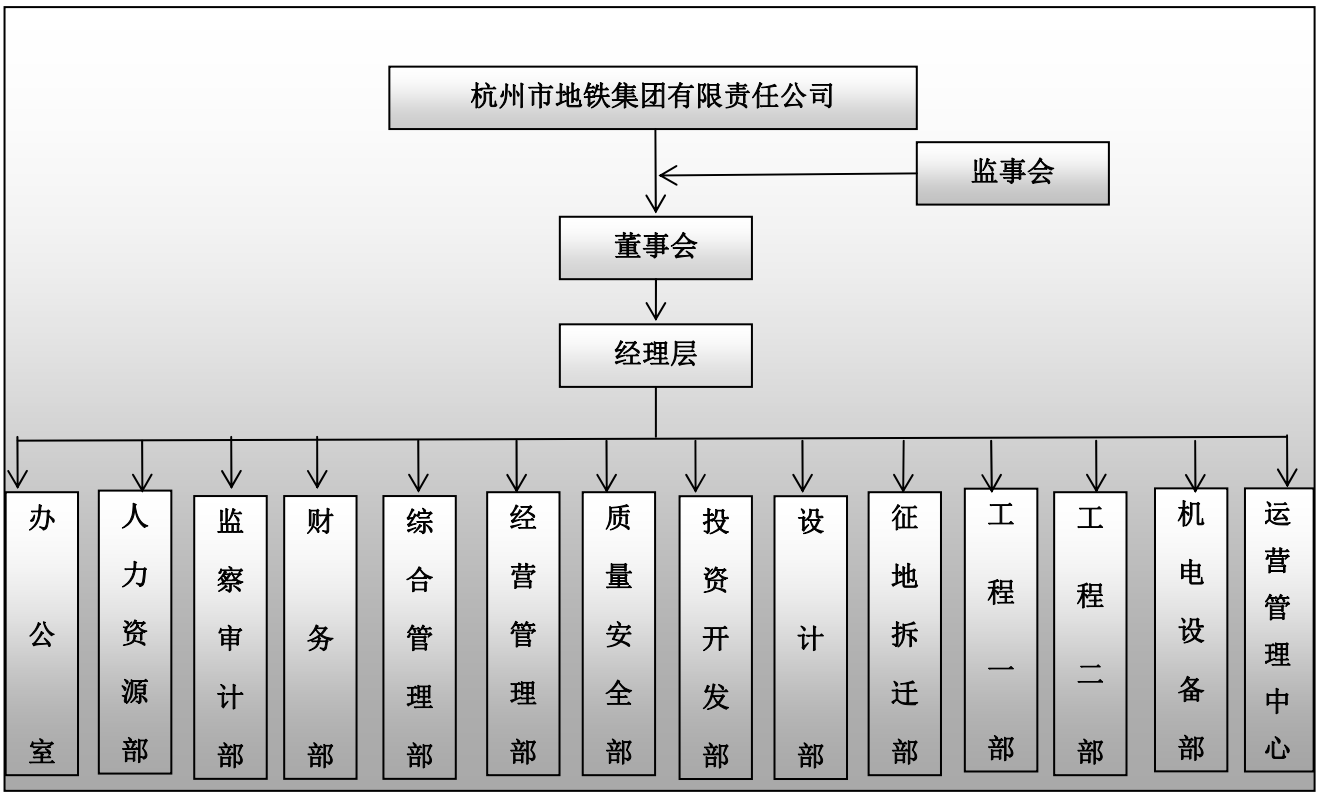
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16杭州地铁MTN001”和“16杭州地铁MTN002”的信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.61	50.00	38.83	35.71
资产总额(亿元)	423.33	543.53	614.63	628.07
所有者权益(亿元)	257.32	293.33	344.01	352.52
短期债务(亿元)	8.00	0.50	0.80	0.80
长期债务(亿元)	147.55	216.37	232.28	234.89
全部债务(亿元)	155.55	216.87	233.08	235.69
营业收入(亿元)	5.57	9.76	18.09	1.67
利润总额(亿元)	4.20	2.60	-3.63	-1.61
EBITDA(亿元)	4.22	3.51	6.35	--
经营性净现金流(亿元)	-3.84	-13.80	11.35	-1.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	104.14	39.02	71.07	--
存货周转次数(次)	0.04	0.12	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.03	--
现金收入比(%)	138.73	168.28	106.84	152.98
营业利润率(%)	76.92	33.00	6.65	-48.78
总资本收益率(%)	1.02	0.59	0.29	--
净资产收益率(%)	1.63	0.89	-1.06	--
长期债务资本化比率(%)	36.44	42.45	40.31	39.99
全部债务资本化比率(%)	37.68	42.51	40.39	40.07
资产负债率(%)	39.22	46.03	44.03	43.87
流动比率(%)	535.07	413.76	359.47	324.75
速动比率(%)	244.30	249.53	223.84	193.53
经营现金流动负债比(%)	-21.57	-42.72	30.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.85	61.80	36.70	--

注：1、现金类资产中已剔除受限资产。

2、融资租赁款已纳入长期债务和全部债务中核算。

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	
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%

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。