

信用评级公告

联合〔2022〕4866号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市地铁集团有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州市地铁集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，“14 杭地铁债/PR 杭地铁”“16 杭州地铁 MTN001”和“16 杭州地铁 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十八日

杭州市地铁集团有限责任公司2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	稳定	AAA	稳定
16 杭州地铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 杭州地铁 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 杭地铁债/PR 杭地铁	50.00 亿元	22.50 亿元	2024/9/17
16 杭州地铁 MTN001	8.50 亿元	8.50 亿元	2023/5/12
16 杭州地铁 MTN002	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/5/12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa'		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	1
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务 风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
		调整因素和理由		
政府支持			3	

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

评级观点

杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“公司”）是杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，在地铁投资、建设、运营管理和地铁沿线资源开发方面具有专营性优势。跟踪期内，杭州市区域经济持续发展，财政实力稳步提升，公司外部发展环境良好，持续获得政府在资金注入、股权划转、财政补贴、专项债资金拨付以及财政贴息方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司地铁运营持续亏损、债务规模持续增长等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着疫情过后地铁线路客流量的逐步恢复、线路建成通车后地铁路网布局的完善以及房地产项目的逐步回款，公司整体业务规模有望增长。

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

优势

1. 外部发展环境良好。2021 年杭州实现地区生产总值 18109 亿元，比 2020 年增长 8.5%；完成一般公共预算收入 2386.59 亿元，较 2020 年增长 14.0%，财政自给率达 99.75%。
2. 专营地位突出，持续得到政府的大力支持。公司是杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，跟踪期内得到政府在资金注入、股权划转、财政补贴、专项债资金拨付以及财政贴息方面的大力支持。
3. “14 杭地铁债/PR 杭地铁”设置分期偿还条款，有助于减轻公司集中兑付压力。

关注

1. 公司地铁运营持续亏损，盈利能力弱。2021 年地铁运营业务持续亏损，毛利率有所上升。
2. 债务规模持续增长，债务负担加重。2021 年底，

分析师：马颖 丁晓

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

公司全部债务较2020年底增长35.88%，全部债务资本化比率较2020年底上升3.92个百分点。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	144.57	95.55	140.47	78.69
资产总额(亿元)	1790.75	2200.42	2696.77	2703.53
所有者权益(亿元)	839.10	1007.15	1169.72	1167.06
短期债务(亿元)	18.00	39.04	23.10	22.21
长期债务(亿元)	763.74	974.39	1353.98	1353.51
全部债务(亿元)	781.74	1013.43	1377.08	1375.72
营业收入(亿元)	66.99	22.04	60.26	5.37
利润总额(亿元)	15.95	-11.29	0.55	-7.00
EBITDA(亿元)	28.77	14.99	16.29	--
经营性净现金流(亿元)	-31.91	65.38	54.55	42.66
营业利润率(%)	29.32	-29.96	3.59	-132.43
净资产收益率(%)	1.51	-1.15	-0.22	--
资产负债率(%)	53.14	54.23	56.63	56.83
全部债务资本化比率(%)	48.23	50.16	54.07	54.10
流动比率(%)	169.26	135.28	166.83	108.20
经营现金流负债比(%)	-17.09	36.13	31.72	--
现金短期债务比(倍)	8.03	2.45	6.08	3.54
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	0.44	0.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.17	67.60	84.52	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	1686.24	2103.77	2620.56	2629.83
所有者权益(亿元)	809.05	980.12	1139.95	1147.76
全部债务(亿元)	763.38	994.22	1356.76	1356.29
营业收入(亿元)	10.24	13.12	15.39	3.22
利润总额(亿元)	0.23	-11.66	-6.85	0.63
资产负债率(%)	52.02	53.41	56.50	56.36
全部债务资本化比率(%)	48.55	50.36	54.34	54.16
流动比率(%)	198.51	152.37	187.51	123.76
经营现金流负债比(%)	1.98	47.25	29.63	--

注：1. 公司2022年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 将长期应付款中有息部分调至长期债务核算；4. 2019年底合并口径短期债务中未包含长期借款、应付债券和长期应付款中一年内到期的债务，2020年底合并口径长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告和公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 杭州地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/06/25	马颖 丁晓	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
16 杭州地铁 MTN002							
14 杭地铁债/PR 杭地铁							
16 杭州地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/10/10	黄静雯 常楚笛	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
16 杭州地铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/10/10	黄静雯 常楚笛	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
14 杭地铁债/PR 杭地铁	AAA	AAA	稳定	2014/08/21	闫昱州 田英 焦洁	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

杭州市地铁集团有限责任公司2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市地铁集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2021年，杭州市撤销余杭区，设立新的余杭区和临平区，公司新增股东杭州市临平区人民政府。2021年，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、杭州之江国家旅游度假区管理委员会、杭州钱塘新区管理委员会和杭州市临平区人民政府对公司增加资本金合计157.31亿元。2022年1—3月，杭州市滨江区人民政府和杭州市萧山区人民政府对公司增加资本金合计6.18亿元。截至2022年3月底，公司注册资本888.50亿元，实收资本1051.99亿元（差额部分系尚未完成工商变更）。截至2022年3月底，杭州市人民政府对公司持股41.56%，为公司的控股股东和实际控制人，公司股东持股情况详见表1，公司尚未完成股东变更的工商登记。

表1 截至2022年3月底公司股东情况

名称	持股比例（%）
杭州市人民政府	41.56
杭州市萧山区人民政府	19.88
杭州市余杭区人民政府	16.60
杭州市滨江区人民政府	6.34
杭州钱塘新区管理委员会	7.78
杭州之江国家旅游度假区管理委员会	2.00
国开发展基金有限公司	5.84

注：上述持股比例按照认缴出资计算，截至目前新出资的股东尚未更新持股比例

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司业务主要涵盖杭州市地铁运营、上盖物业开发、土地开发整理等；公司内部设建设管理部、运营管理中心、工程一部、工程二部、工程三部、征地拆迁部、财务部、审计部、纪检监察部等部门。

截至2021年底，公司资产总额2696.77亿元，所有者权益1169.72亿元（其中少数股东权益23.11亿元）；2021年，公司实现营业收入60.26亿元，利润总额0.55亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额2703.53亿元，所有者权益1167.06亿元（其中少数股东权益19.76亿元）；2022年1—3月，公司实现营业收入5.37亿元，利润总额-7.00亿元。

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、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券包括“14 杭地铁债/PR 杭地铁”“16 杭州地铁 MTN001”和“16 杭州地铁 MTN002”，债券余额合计34.00亿元。“14 杭地铁债/PR 杭地铁”设置分期还本条款，在存续期的第3~10个计息年度末分别偿还发行总额的10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的本金。跟踪期内，“14 杭地铁债/PR 杭地铁”已按时还本付息，其余债券已按期付息。

表2 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
14 杭地铁债/PR 杭地铁	50.00	22.50	2014/09/17	10 年
16 杭州地铁 MTN001	8.50	8.50	2016/05/12	7 年
16 杭州地铁 MTN002	3.00	3.00	2016/05/12	7 年
合计	61.50	34.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年 3 月底，“14 杭地铁债/PR 杭地铁”募集资金已全部用于杭州市地铁 2 号线一期工程，项目累计已完成投资 196.70 亿元（已完工）；“16 杭州地铁 MTN001”募集资金已全部用于杭州市地铁 2 号线二期工程，项目累计已完成投资 63.20 亿元（已完工）；“16 杭州地铁 MTN002”募集资金已全部用于杭州地铁 5 号线一期工程和杭州地铁 4 号线一期工程项目建设，两个项目分别累计完成投资 347.29 亿元和 126.49 亿元，均已完工。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显

增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，

下同。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国

一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需

关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市轨道交通行业

(1) 行业概况

依据中国城市轨道交通协会于2020年发布生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）系统制式分为10类，分别为地铁、轻轨、市域快轨、磁浮交通、跨座式单轨、悬挂式单轨、自导向轨道、有轨电车、导轨式胶轮和电子导向胶轮系统。截至2021年底，中国大陆地区²城轨交通运营线路包含9种制式（无悬挂式单轨），以地铁制式为主，地铁运营线路长度占比达78.3%。城轨交通具有快速、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，城轨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。

(2) 行业建设与运营

近年来，全国城轨交通运营线路规模稳步增长。2021年，全国城轨交通完成客运量及日均客运总量均恢复性增长。同期，全国平均客运强度同比增长，但未恢复至疫情前水平；全国平均运营收支比有所上升，运营收支缺口主要依赖政府票款补贴。

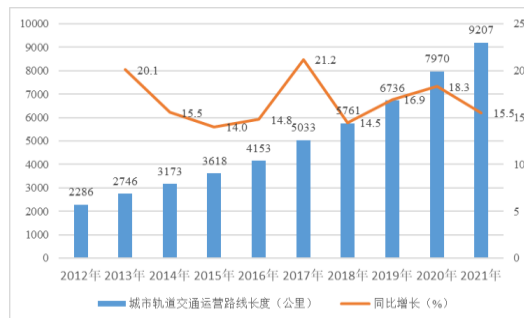
城轨交通项目投资体量大，建设资金来

源包括：政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、发行债券和资产票据等方式筹集部分资金，或者通过运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措部分资金。未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。近年来，为减轻建设期内地方政府财政投资压力，城轨交通行业投资逐步由单一的政府投资转变为引入社会资本的多元化投资。

根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通2021年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），2021年，全国城轨交通完成建设投资5859.8亿元，在建项目的可研批复投资累计45553.5亿元，在建线路总长6096.4公里，在建线路规模与年度完成投资额同比均略有回落。2021年当年，共有3个城市新一轮城轨交通建设规划获国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）批复并公布，获批项目中涉及新增线路长度314.6公里，新增计划投资2233.54亿元。

截至2021年底，中国大陆地区共有50个城市开通城轨交通运营线路283条，运营线路总长度9206.8公里，较上年底增长15.5%；2021年新增运营线路长度1237.1公里。其中，地铁运营线路7209.7公里，占比78.3%；其他制式城轨交通运营线路1997.1公里，占比21.7%。

图1 2012-2021年中国城市轨道交通运营里程



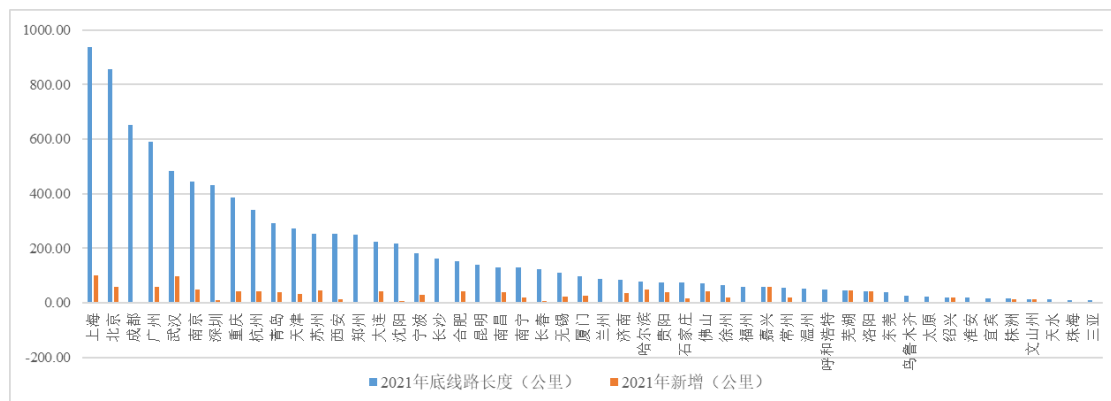
资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

² 下文中所涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台

从2021年累计运营线网规模看，共计24个城市的线网规模达到100公里及以上。其中，上海936.2公里，北京856.2公里，运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。从城市群拥有城轨交通运营线网规模在

全国的占比看，长三角城市群开通运营线路80条，运营线路长度2737.5公里，占比29.74%，长三角城市群开通运营城市和运营线网分布最为密集。

图2 截至2021年底中国各城市轨道交通运营线路长度



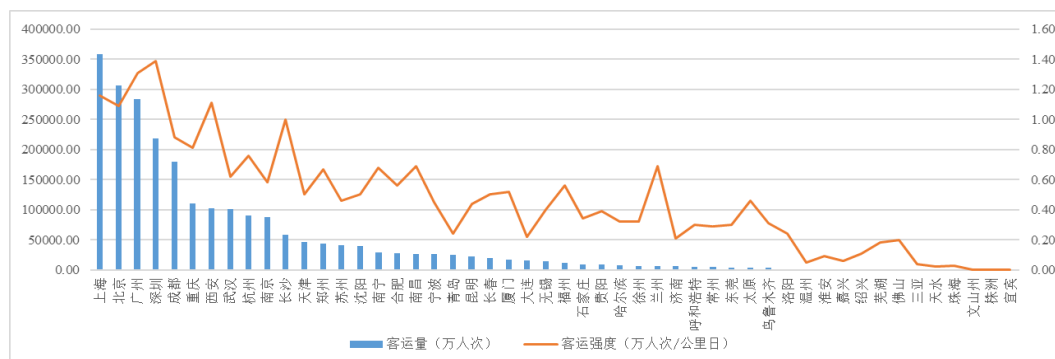
资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2021年，全国城轨交通完成客运量236.9亿人次，同比增加61亿人次，增长34.7%，接近疫情前2019年的237.1亿人次水平。各城市客运量水平有升有降，上海、北京、广州、深圳和成都5市稳居前列。2021年，全国城市日均客运总量达到6711.3万人次，较上年增加1579.6万人次，增长30.8%，比2019年增长1.1%；完成客运进站量146.3亿人次，比上年增加37亿人次，同比增长33.7%，比2019年下降2%；完成客运周转量1981.8亿人次公里，

比上年同期增长33.3%，比2019年下降1.1%。

2021年，全国城轨交通平均客运强度为0.48万人次/公里日，增幅6.7%，但与疫情前的2019年全国平均客运强度相比减少0.3万人次/公里日，下降32.4%，主要是受疫情散发影响叠加新线路投运初期客流较少以及有轨电车、市域快轨等线路的开通拉低平均水平所致。2021年，客运强度排在前五位的城市分别为深圳、广州、上海、西安和北京。

图3 2021年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（据可统计可对比的37市数据且同比数据

做同口径调整），2021年全国城轨交通平均每车公里运营收入13.27元，同比增加0.73元。

每车公里运营收入和每人次公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南11市，均为资源经营收入较高的城市。

2021年，全国城轨交通平均每车公里运营成本23.6元，同比下降0.42元。同期全国平均运营收支比为68.7%，同比增长3.7个百分点。城轨交通行业公益性较强，票价非市场

化定价，通车后易形成政策性亏损，主要依赖政府给予的包括票款补贴在内的可行性缺口补助维持收支平衡。

(3) 行业政策

近年来，国家陆续出台相关政策，为规范和促进城轨交通行业的持续健康发展提供了支持和保障。

表4 2018年以来城市轨道交通行业相关的主要政策

名称	发布单位	发布时间
《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）	国务院	2018.07
《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	2020.12
《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	国务院	2021.03
国家发展改革委关于印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》的通知（发改规划〔2021〕493号）	发改委	2021.04
国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27号）	国务院	2022.01

资料来源：联合资信整理

2021年3月，经两会授权发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出，“十四五”期间，我国城轨交通运营里程数将新增3000公里，预计“十四五”累计客运量将突破十亿人次。

2022年1月，根据国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27号），超大特大城市轨道交通加快成网，构建以轨道交通为骨干的快速公交网络，科学有序发展城市轨道交通，推动轨道交通、常规公交、慢行交通网络融合发展。

(4) 未来发展

“十四五”时期，以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化，城轨交通行业仍有较大发展空间，并持续获得政府的政策资金支持。

“十四五”时期，城轨交通将由重建设转变为建设、运营并重阶段，随着现代综合交通运输体系的发展，以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化。“十四五”时期，城市群、都市圈轨道交通快速发展，城市群、都市圈规划中所批复的一批市域快轨将逐步建成开通，市域快轨潜在发展空间较大。

此外，城轨交通行业依托在国内大循环中形成的规模优势、技术优势、制度优势和后发优势，加快“走出去”步伐，承接的越南首条城市轻轨项目、欧洲首个地铁项目先后通车，承接的“一带一路”项目正稳步推进。

作为大型基础设施项目，城轨交通的建设牵扯面广、投资规模大、工期长、技术和质量要求高，对土地利用、居民出行、城市发展的影响重大，关乎国计民生，其社会效益大于经济效益，政府给予的政策及资金支持力度大，城轨交通行业整体风险较小。

2. 区域经济环境

跟踪期内，杭州市经济持续发展，财政实力稳步增强，财政自给程度高。

杭州市是浙江省省会，是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲城市群中心城市之一、环杭州湾大湾区城市、长三角宁杭生态经济带节点城市，也是中国重要的电子商务中心之一。

根据《2021年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2021年杭州市实现地区生产总值18109亿元，比上年增长8.5%；分产业看，第一产业增加值333亿元，增长1.8%；第二产业增加值5489亿元，增长8.6%；第三产业增加值12287亿元，增长8.7%；三次产业结构为1.8：30.3：67.9。

2021年，杭州市固定资产投资同比增长9.0%。从产业投向看，第二产业投资增长15.3%，其中，工业投资增长15.2%，第三产业投资增长8.3%；基础设施投资增长8.2%；交通投资增长13.0%。

2021年，杭州市房地产开发投资增长1.5%，其中住宅投资增长3.8%；房屋施工面积下降0.1%，新开工面积下降30.9%；竣工面积下降3.7%。同期，房屋销售方面仍维持较快增长，2021年杭州市商品房销售面积增长31.6%，商品房销售额增长43.4%。

根据《关于杭州市及市本级2021年财政预算执行情况和2022年财政预算草案的报告》，2021年，杭州市一般公共预算收入2386.59亿元，同比增长14.0%，其中税收收入2233.6亿元，非税收入152.99亿元，税收占一般公共预算收入的93.60%，保持全国副省级城市首位。2021年，杭州市一般公共预算支出2392.56亿元，增长15.6%；财政自给率为99.75%，财政自给程度高。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位及主营业务未发生变化，无不良征信记录。

跟踪期内，公司职能定位及主营业务未发生变化，仍为杭州市唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，在地铁投资、建设、运营管理和地铁沿线资源开发方面具有专营优势。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91330100742902193B），截至2022年6月7日，公司本部无已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至评级报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司党委书记、董事长邵剑明涉嫌严重违纪违法，目前正在接受杭州市纪委监委纪律审查和监察调查。截至评级报告出具日，公司目前暂由副董事长、总经理朱春雷全面主持工作。联合资信将持续关注公司董事长的到位情况。

除此之外，跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要涵盖杭州市地铁运营、上盖物业开发、土地开发整理等。2021年公司营业收入规模大幅增长，综合毛利率由负转正。

2021年，受房地产业务收入增长影响，公司主营业务收入同比大幅增长145.36%。随着疫情的逐步好转，2021年公司地铁运营业务收入同比增长24.95%；土地开发整理业务收入大幅下降85.82%，系当年出让土地规模下降所致；房地产销售及运营业务收入大幅增长，系杨柳郡项目交付确认收入所致；其他业务收入规模较小。

2021 年，公司主营业务综合毛利率由负转正；地铁运营业务毛利率持续为负，亏损幅度减小；土地开发整理业务受核算往年土地成本影响，毛利率为负；房地产销售及运营业务毛

利率下降 26.51 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司主营业务收入相当于 2021 年全年收入的 9.87%，毛利率为负。

表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	4.80	21.77	97.57	0.68	1.26	-287.06	0.00	0.00	--
地铁运营	13.87	62.94	-94.32	17.33	32.05	-67.68	4.76	89.16	-141.67
房产销售及运营	1.97	8.96	67.71	35.85	66.29	41.20	0.53	9.86	-50.22
其他业务	1.40	6.34	59.18	0.22	0.40	49.01	0.05	0.97	100.00
总计	22.04	100.00	-28.31	54.08	100.00	2.20	5.34	100.00	-130.30

注：地铁运营收入中包括票务收入、非票务收入和租车等收入，其他收入中包括测绘收入和工程服务等，房产销售及运营收入包括房地产销售以及出租收入；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）地铁运营

2021 年，杭州市新开通 6 段地铁线路，地铁线路布局日渐完善。受疫情状况逐步好转影响，2021 年地铁运营收入规模有所增长，但仍呈现亏损状态，待试运营线路转为正式运营阶段，收入规模有望进一步增长；在建地铁线路

处于建设尾声，尚需投资规模一般。

公司是杭州市内唯一的地铁项目投资建设及运营管理主体，2021 年以来杭州市新开通线路有 3 号线首通段、4 号线二期、6 号线二期、8 号线一期、9 号线北段以及 10 号线首通段。截至 2022 年 3 月底，公司已开通运行的线路见下表，开通总长度 384.36 公里。

表 6 截至 2022 年 3 月底杭州市已开通地铁线路情况（单位：亿元、公里、个）

项目名称	总投资	已投资	开通长度	车站	开通时间
地铁 1 号线	232.17	236.19	41.00	25	2012.11
1 号线下沙延伸段	21.90	19.15		3	2015.11
1 号线三期	84.53	79.19	11.50	5	2020.12
2 号线一期东南段	177.83	196.70	18.30	13	2014.11
2 号线一期西北段			12.20	11	2017.07
2 号线二期	79.04	63.20	11.28	8	2017.12
2 号线三期	8.90	2.91	1.48	1	2017.12
4 号线一期首通段	150.51	126.49	20	18	2015.02
4 号线一期南段					2018.01
5 号线首通段	379.18	359.47	16.20	12	2019.06
5 号线后通段			35.10	27	2020.04
6 号线一期	178.31	176.59	26.50	18	2020.12
7 号线首通段	297.32	292.70	42.00	20	2020.12
16 号线（杭临线）	128.98	111.66	35.10	12	2020.04
杭富线	132.98	99.71	23.51	11	2020.12
3 号线首通段	420.62	352.91	21.00	13	2022.02
4 号线二期	206.86	179.40	25.60	15	2022.02
6 号线二期	62.26	61.99	8.29	7	2021.11

8 号线一期	135.26	120.05	17.10	9	2021.06
9 号线北段	177.98	176.76	6.20	4	2021.09
10 号线首通段	157.02	144.17	12.00	9	2022.02
合计	3031.65	2799.24	384.36	241	--

注: 1. 上表开通时间指线路通车时间, 通车后试运营期约 2 年左右, 期间产生收入属于工程建设期间试生产收入, 冲减工程成本, 不计入营业收入; 2. 1 号线三期、6 号线一期、7 号线首通段、16 号线(杭临线)、杭富线、3 号线首通段、6 号线二期、9 号线北段以及 10 号线首通段目前开通部分车站, 上表中总投资和已投资均为全线线路数据; 3. 除 5 号线、16 号线(杭临线)和杭富线外, 其他地铁线路运营收入均并表

资料来源: 公司提供

截至 2022 年 3 月底, 公司地铁运营主要由子公司杭州杭港地铁有限公司(以下简称“杭港地铁”)以及分公司杭州市地铁集团有限责任公司运营分公司(以下简称“地铁运营分公司”)负责。其中杭港公司负责运营杭州地铁 1 号线和 5 号线, 地铁运营分公司负责运营其他线路。

截至 2022 年 3 月底, 杭州地铁 5 号线(公司出资 40%, 香港铁路有限公司出资 60%)处于试运营期。杭州地铁 5 号线采用 PPP 模式建设而成, 由子公司杭港地铁进行运营, 2021 年地铁 5 号线实现票务收入 4.57 亿元(未并表)。16 号线(杭临线)和杭富线由公司作为杭州市政府代表出资 1%, 地铁建设完成后由公司进行统一运营, 公司不参与地铁线路的运营补亏和还本付息, 16 号线(杭临线)和杭富线 2021 年分别实现票务收入 0.40 亿元和 0.36 亿元(未并表)。

2021 年, 公司实现地铁运营收入 17.33 亿元, 包括票务收入、非票务收入以及租车等收入, 同比增长 24.95%, 其中地铁 1 号线(包括下沙延伸段和三期³)实现票务收入 7.60 亿元, 地铁 2 号线(包括一期东南段、一期西北段、二期和三期)实现票务收入 4.99 亿元、地铁 4 号线(包括一期首通段和一期南段)实现票务收入 1.79 亿元。

跟踪期内, 除地铁 1 号线(包括下沙延伸段)、2 号线(包括一期东南段、一期西北段、二期和三期)、4 号线(包括一期首通段和一期南段)处于正式运营期, 其他地铁线路均处于

试运营期, 公司并表地铁线路试运营期间产生的运营收支净额冲减在建工程, 不计入公司营业收入。2021 年, 处于试运营期的线路合计实现票务收入 7.38 亿元⁴。

2021 年, 随着疫情的逐步好转, 公司已通车线路日均客流量合计 245.28 万人次(包括 5 号线、16 号线和杭富线), 同比大幅增长 36.69%。公司各线路详细运营情况详见下表。

表 7 杭州地铁 1 号线运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
运营里程(万列公里)	819.70	995.87	235.37
车站数量(座)	39	33	33
年度客运量(万乘次)	21532.03	27148.86	5087.18
日均客运量(万人次)	58.83	74.38	60.56
票务收入(亿元)	5.96	7.60	1.35
平均票价(元)	2.85	2.75	2.61
正点率(%)	99.99	99.99	99.98
运行图兑现率(%)	99.99	99.99	99.99

注: 2021 年 1 号线站数减少 6 站

资料来源: 公司提供

表 8 杭州地铁 2 号线运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
运营里程(万列公里)	723.14	729.24	170.28
车站数量(座)	33	33	33
年度客运量(万乘次)	16034.32	20933.54	4188.51
日均客运量(万人次)	43.81	57.35	49.86
票务收入(亿元)	3.89	4.99	0.98
平均票价(元)	2.64	2.60	2.56
正点率(%)	99.99	99.99	99.99
运行图兑现率(%)	99.99	99.99	99.99

资料来源: 公司提供

³ 1 号线三期属于试运营线路, 此处并入 1 号线收入未做拆分

⁴ 此票务收入包括处于试运营期间的地铁线路(不包括 1 号线三期)

表 9 杭州地铁 3 号线运营情况

项目	2022 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	22.37
车站数量（座）	13
年度客运量（万乘次）	249.40
日均客运量（万人次）	7.56
票务收入（亿元）	0.05
平均票价（元）	2.05
正点率（%）	100.00
运行图兑现率（%）	100.00

注：3 号线首通段于 2022 年 2 月开通

资料来源：公司提供

表 10 杭州地铁 4 号线运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	356.64	343.54	114.26
车站数量（座）	18	18	33
年度客运量（万乘次）	8981.13	10281.56	2090.43
日均客运量（万人次）	24.54	28.17	27.84
票务收入（亿元）	1.58	1.79	0.37
平均票价（元）	1.92	1.90	1.93
正点率（%）	99.99	99.99	100.00
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	100.00

注：以上车站数量含未开通的独城生态公园站

资料来源：公司提供

表 11 杭州地铁 5 号线试运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
运营里程（万列公里）	544.55	777.61	186.65
车站数量（座）	39	39	39
年度客运量（万乘次）	10840.27	18598.46	4064.67
日均客运量（万人次）	29.62	50.96	48.41
票务收入（亿元）	2.51	4.57	0.97
平均票价（元）	2.53	2.67	2.59
正点率（%）	99.99	99.99	100.00
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	100.00

资料来源：公司提供

表 12 杭州地铁 6 号线（含杭富线）运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
运营里程（万列公里）	3.24	650.61	175.29
车站数量（座）	30	36	36
年度客运量（万乘次）	28.72	6773.20	1554.90
日均客运量（万人次）	14.36	19.30	18.52
票务收入（亿元）	0.00	1.52	0.36

平均票价（元）	2.14	2.44	2.49
正点率（%）	100.00	99.99	99.99
运行图兑现率（%）	100.00	99.99	99.99

注：1. 2020 年 6 号线实现票务收入 46.93 万元，杭富线实现票务收入 20.21 万元；2. 杭富线已并入 6 号线运营；3. 以上车站数量含 6 号线二期未开通的丰北和亚运村站

资料来源：公司提供

表 13 杭州地铁 7 号线试运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
运营里程（万列公里）	1.93	430.98	114.17
车站数量（座）	19	20	20
年度客运量（万乘次）	10.13	2910.59	704.00
日均客运量（万人次）	5.06	7.97	8.38
票务收入（亿元）	0.00	0.80	0.18
平均票价（元）	3.06	2.99	2.85
正点率（%）	100.00	100.00	100.00
运行图兑现率（%）	100.00	99.95	99.99

注：2020 年 7 号线实现票务收入 28.44 万元

资料来源：公司提供

表 14 杭州地铁 8 号线试运营情况

项目	2021 年	2022 年 1-3 月
运营里程（万列公里）	79.68	36.02
车站数量（座）	9	9
年度客运量（万乘次）	352.61	143.22
日均客运量（万人次）	1.89	1.70
票务收入（亿元）	0.07	0.03
平均票价（元）	2.06	2.10
正点率（%）	99.99	100.00
运行图兑现率（%）	99.99	100.00

注：8 号线一期于 2021 年 6 月开通

资料来源：公司提供

表 15 杭州地铁 9 号线试运营情况

项目	2021 年	2022 年 1-3 月
运营里程（万列公里）	24.63	19.79
车站数量（座）	4	4
年度客运量（万乘次）	159.89	108.37
日均客运量（万人次）	1.51	1.29
票务收入（亿元）	0.03	0.02
平均票价（元）	2.10	2.36
正点率（%）	100.00	100.00
运行图兑现率（%）	99.99	100.00

注：9 号线北段于 2021 年 9 月开通

资料来源：公司提供

表 16 杭州地铁 10 号线试运营情况

项目	2022 年 1-3 月
运营里程（万列公里）	11.81
车站数量（座）	9
年度客运量（万乘次）	150.95
日均客运量（万人次）	4.57
票务收入（亿元）	0.02
平均票价（元）	1.22
正点率（%）	100.00
运行图兑现率（%）	100.00

注：10 号线首通段于 2022 年 2 月开通
资料来源：公司提供

表 17 杭州地铁 16 号线（杭临线）试运营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
运营里程（万列公里）	202.77	302.00	70.97
车站数量（座）	12	12	12
年度客运量（万乘次）	814.84	1367.37	292.65
日均客运量（万人次）	3.22	3.75	3.48
票务收入（亿元）	0.23	0.40	0.08
平均票价（元）	3.10	3.17	3.11

表 18 截至 2022 年 3 月底公司地铁线路在建项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	项目概况	建设规划总投资	资金筹措方案		项目主体建设期	已投资	2022 年 4-12 月拟投资
			贷款	资本金			
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	420.62	294.43	126.19	2017—2022	352.91	2.90
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	157.02	109.91	47.11	2018—2022	144.17	3.82
杭州机场轨道快线工程	吴山西至靖江，线路长 58.5 公里，车站 15 座	432.02	259.21	172.81	2019—2022	315.83	40.31
杭州地铁 3 号线北延工程	文一西路（不含）至吴山前村，线路长约 4.8 公里，设车站 4 座	73.34	44.00	29.34	2019—2022	38.98	17.69
杭州地铁 5 号线西延工程	老余杭至绿汀路，线路长约 5.0 公里，设车站 2 座	30.38	18.23	12.15	2019—2022	10.31	8.93
合计	--	1113.38	725.78	387.60	--	862.20	73.65

注：部分线路建设存在滞后
资料来源：公司提供

（2）土地开发整理

2021 年公司土地开发整理业务收入和毛利率均大幅下降，且在整理及拟整理规模较小；土地开发整理业务受政府规划以及土地出让进度影响较大，存在一定的波动性。

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），杭州市政府同意将上城区、下城区、

正点率（%）	99.99	100.00	100.00
运行图兑现率（%）	99.99	99.99	100.00

资料来源：公司提供

票价方面，杭州地铁票价定价方式遵循杭价费〔2012〕248 批文，根据《中华人民共和国价格法》和《政府指定价格听证办法》等有关规定，通过听证会拟定，全程采用区间计价的方式。起价 2 元可乘坐 4 公里，乘车距离超过 4 公里采用递远递减的方式计价，4~12 公里每 1 元可乘 4 公里，12~24 公里每 1 元可乘 6 公里，24 公里以上每 1 元可乘 8 公里。对比其他城市地铁票价，杭州地铁票价处于较高水平，考虑到居民消费水平，预计未来票价只会进行小幅调整。

项目投资方面，截至 2022 年 3 月底，公司在建地铁项目 5 个，总投资 1113.38 亿元，已投资 862.20 亿元，将于 2022 年全部完工，2022 年 4—12 月计划投资 73.65 亿元；公司暂无拟建地铁项目。

江干区、拱墅区、西湖区（土地开发整理区域为原杭州市行政区，杭州市调整行政区域后尚未下发新的土地开发整理文件）范围内地铁周边的土地整理工作交由公司负责，在建设城市轨道交通的同时，负责开发整理沿线地块，形成地铁工程建设和运营相结合的模式。待土地开发完成后，公司将土地交由杭州市土地储备中心通过招拍挂形式进行出让，杭州市土地储备

中心将土地出让收入扣除相关税费后按土地净出让收入的 45%比例分批返还给公司。公司按照实际收到返还的土地出让金确认为收入，并按相应比例结转成本。

2021 年，公司土地开发整理业务确认收入的地块为杭州市文晖单元 XC0405-03 地块（打铁关站 A 地块），出让面积 1.90 万平方米，确认收入 0.68 亿元，同比下降 85.82%。

截至 2022 年 3 月底，公司在整理和拟整理土地尚需投资 470 万元，投资规模较小。

（3）房地产开发业务及运营

公司房地产业务主要为地铁上盖物业建设，2021 年受杨柳郡项目交付影响，公司房地产销售收入大幅增长，该项目已销售完毕，未来销售收入可能出现较大波动；房地产业务大多采用合作开发模式，未来存在一定的项目投资规模。

公司引入“地铁+物业”的开发模式，利用地铁沿线及周边土地和上盖物业开发收益一定程度上弥补项目资金缺口，实现投融资平衡。公司物业开发业务的经营主体为子公司杭州地铁开发有限公司（以下简称“开发公司”），开发公司选择摘牌部分公司整理的土地而后进行二级开发。近年来公司房地产开发业务更多采取合作开发模式，由公司成立项目公司拍地，再与万科、绿城等房企成立项目公司进行开发，公司以土地评估价值作价入股。

公司目前在售的房地产项目为杭州地铁绿城杨柳郡（以下简称“杨柳郡项目”），系公司自主开发的地铁上盖物业项目，2021 年公司房地产销售确认收入 35.38 亿元，全部来自杨柳郡项目。公司可供租赁的房产项目主要为地铁商业空间、地铁东城广场以及 T3、T4 楼等，2021 年确认租赁收入 0.47 亿元。

杨柳郡项目分为四期，前三期已完成销售，四期已建设完成实现预售；杨柳郡项目总投资 106 亿元，截至 2022 年 3 月底已完成投资，可销售面积 52.60 万平方米，已销售 51.60 万平方米，累计销售额 149.27 亿元，累计确认收入 140.63 亿元。

此外，公司合作开发的房地产项目包括地铁万科天空之城、溪悦云和园、彩虹天空之城、春和云镜等项目，合作开发项目公司多采用以土地作价入股，未来依靠投资收益收回资金。截至 2022 年 3 月底，公司在建房地产项目总投资 585.33 亿元，按照项目投资比例分摊公司未来尚需投资 36.37 亿元。

表19 截至2022年3月底公司在建房地产项目情况
(单位: %、亿元)

项目名称	公司项目出资比例	总投资	已投资	尚需投资
杭州中心	10.00	79.86	56.72	2.31
未来天空之城	49.00	231.96	194.95	18.13
宝龙广场	40.00	20.00	10.39	3.84
彩虹天空之城 (姑娘桥停车场 上盖项目)	34.30	38.41	27.29	3.81
春和云镜	24.50	40.03	31.17	2.17
溪悦云和园	66.00	29.65	21.02	5.70
潮听明月(牛田 项目)	30.00	40.90	32.26	2.59
沐春明月(丁桥 项目)	30.00	15.65	11.65	1.20
勾庄	49.00	59.30	29.82	14.45
苏河汇项目	100.00	26.73	15.86	10.87
沈塘桥项目	100.00	2.84	1.81	1.03
合计	--	585.33	432.94	66.11

注：尚需投资公司按照出资比例进行出资；勾庄、苏河汇项目、沈塘桥项目、溪悦云和园项目为并表项目；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司将聚焦于地铁线路建设和运营，逐步形成杭州市大线路运营态势，并进一步通过 TOD 开发引领城市发展，促进城市能级更新，提供集生活、购物、娱乐、办公乃至教育等多样化于一体的地铁生活圈。此外，公司还将同步开展土地开发整理、上盖物业以及工程测绘、抢险等业务，对公司地铁建设和运营业务形成有效支撑。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中审众环

会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2022年一季度财务报告未经审计。

截至2022年3月底，公司合并范围内共有一级子公司6家，2021年新设11家子公司，减少3家子公司，其中注销1家，2家失去控制权。2022年一季度合并范围未发生变化。新设和减少子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响较小。

2. 资产质量

2021年底，随着地铁项目建设的持续推进，公司资产规模稳定增长；资产构成仍以固定资产和在建工程为主。总体来看，公司资产质量尚可。

2021 年底，公司资产总额较 2020 年底增长 22.56%，主要来自地铁项目的持续投入，资产构成仍以非流动资产为主。

表 20 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	95.55	4.34	140.47	5.21	78.69	2.91
其他应收款	81.17	3.69	51.42	1.91	18.27	0.68
存货	64.56	2.93	93.49	3.47	94.24	3.49
流动资产	244.81	11.13	286.92	10.64	196.80	7.28
长期股权投资	27.89	1.27	27.66	1.03	27.66	1.02
投资性房地产	11.05	0.50	19.61	0.73	19.44	0.72
固定资产	646.92	29.40	638.04	23.66	635.11	23.49
在建工程	1186.99	53.94	1637.29	60.71	1730.60	64.01
其他非流动资产	78.89	3.59	82.56	3.06	89.32	3.30
非流动资产	1955.61	88.87	2409.85	89.36	2506.73	92.72
资产总额	2200.42	100.00	2696.77	100.00	2703.53	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2021 年底，公司货币资金较 2020 年底增长 47.00%，主要由银行存款（占 99.90%）和其他货币资金（占 0.10%）构成。2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底下降 36.65%，主要系房地产项目预售后收回土地出让款所致；公司其他应收款主要是对合作开发的房地产项目的土地出让款、代垫代建款和应收补助款，账龄在 1 年以内的占 67.81%，1~2 年的占 22.09%，综合账龄较短。

2021 年底，公司存货较 2020 年底增长 44.81%，主要系土地开发整理业务和房地产项目持续投入所致；存货主要由开发成本（占 95.34%）、开发产品（占 3.48%）和周转材料（占 1.19%）构成，其中开发成本包括土地整理投入 12.46 亿元、房地产项目投入 76.74 亿元，开发产品主要为已开发完成待出让的土地和待

出售的房地产项目。

2021 年底，公司长期股权投资较 2020 年底变动不大，其中包括对杭州杭港地铁 5 号线有限公司的投资 17.44 亿元；投资性房地产较 2020 年底增长 77.50%，包括自营 T3 和 T4 楼的项目；固定资产较 2020 年底下降 1.37%，主要包括房屋建筑物（占 71.21%）、地铁装修工程（占 1.09%）、地铁车辆（占 8.27%）和轨道及专用设备（占 19.16%），2021 年计提折旧 12.08 亿元，累计计提折旧 50.19 亿元；在建工程较 2020 年底增长 37.94%，系在建地铁线路持续投入所致，其中城市轨道交通工程占 99.71%；其他非流动资产较 2020 年底增长 4.65%，为地铁项目建设预付的工程款和材料款。

2022 年 3 月底，公司资产总额较 2021 年底变动不大，其中在建工程增长 5.70%，主要来

自地铁项目的持续投入。

2021 年底，公司受限资产合计 17.40 亿元，受限比例 0.65%，为用于抵质押借款的存货和应收账款。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2021 年，受益于股东资本金注入，公司所有者权益稳定增长，权益稳定性好。

2021 年底，公司所有者权益 1169.72 亿元，较 2020 年底增长 16.14%，主要由实收资本（占 89.41%）和资本公积（占 7.61%）构成。

2021 年底，公司实收资本 1045.82 亿元，

较 2020 年底增长 17.71%，系股东注资所致；资本公积 89.01 亿元，较 2020 年底增长 11.75%，主要来自政府划拨的征迁资金。

2022 年 3 月底，公司所有者权益 1167.06 亿元，较 2021 年底小幅下降 0.23%。2022 年一季度，公司收到来自股东的资本金注入 6.18 亿元，实收资本增长至 1051.99 亿元。

负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，以长期债务为主，整体债务负担有所加重。

2021 年底，公司负债总额较 2020 年底增长 27.97%，主要来自长期借款和长期应付款的增长，负债构成仍以非流动负债为主。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.25	0.19	3.32	0.22	3.50	0.23
应付账款	89.96	7.54	74.37	4.87	78.09	5.08
其他应付款	45.83	3.84	55.72	3.65	54.14	3.52
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	19.78	1.30	18.41	1.20
合同负债	0.00	0.00	8.54	0.56	17.74	1.15
流动负债	180.97	15.17	171.98	11.26	181.88	11.84
长期借款	858.22	71.92	995.04	65.16	994.84	64.75
应付债券	61.38	5.14	27.12	1.78	27.12	1.77
长期应付款	91.59	7.68	331.82	21.73	331.55	21.58
非流动负债	1012.31	84.83	1355.07	88.74	1354.58	88.16
负债合计	1193.28	100.00	1527.06	100.00	1536.47	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2021 年底，公司短期借款较 2020 年底增长 47.45%，包括抵押借款 0.31 亿元和信用借款 3.00 亿元。应付账款较 2020 年底下降 17.33%，系结算工程款和材料款所致。其他应付款较 2020 年底增长 21.56%，系往来款增长所致。预收款项大幅下降，主要系根据新的会计政策从预收款项转入合同负债所致；合同负债为房地产开发项目的预售款；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 7.60 亿元、一年内到期的融资租赁款 4.68 亿元和一年内到期的应付债券 7.50 亿元。

2021 年底，公司长期借款较 2020 年底增长 15.94%，借款银行包括国有银行、政策性银

行以及股份制商业银行，借款利率为 LPR 利率下浮一定的比例；应付债券较 2020 年底下降 55.81%，系分期偿还“14 杭地铁债/PR 杭地铁”本金以及到期兑付“18 杭州地铁 MTN001”所致；长期应付款较 2020 年底大幅增加 240.23 亿元，主要系收到政府拨付的专项债资金所致，长期应付款中包括融资租赁 6.85 亿元，其余为拨付的专项债券资金，政府专项债券本息需公司自行偿付，本报告将长期应付款全部计入长期债务核算。

2022 年 3 月底，公司负债规模及结构较 2021 年底变动不大。

有息债务方面，2021 年底公司全部债务较

2020 年底增长 35.88%，其中短期债务占比下降至 1.68%，长期债务占 98.32%。2022 年 3 月底，公司全部债务规模和结构均较 2021 年底变动不大。

表 22 公司债务构成及债务指标情况

(单位: 亿元、%)

项 目	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	39.04	23.10	22.21
长期债务	974.38	1353.98	1353.51
全部债务	1013.43	1377.08	1375.72
资产负债率	54.23	56.63	56.83
全部债务资本化比率	50.16	54.07	54.10
长期债务资本化比率	49.17	53.65	53.70

资料来源: 联合资信根据公司审计报告以及公司提供资料整理

债务指标方面, 2021 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较 2020 年底上升 2.40 个、3.92 个和 4.48 个百分点, 2022 年 3 月底上述指标较 2021 年底变动不大。

2022 年 4—12 月、2023 年和 2024 年, 公司到期的债务分别为 22.09 亿元、31.75 亿元和 21.30 亿元, 集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

2021 年公司收入规模大幅增长, 利润总额扭亏为盈, 但整体盈利能力仍弱。

2021 年, 受房地产销售业务收入大幅增长影响, 公司营业收入同比增长 173.41%; 同期, 公司营业成本同比增长 89.21%; 2021 年公司营业利润率由负转正。

2021 年, 公司期间费用同比下降 71.34%, 期间费用包括管理费用 1.90 亿元和财务费用 1.89 亿元, 财务费用大幅下降系公司将地铁建设项目利息停止资本化进行挂账处理, 冲减“财务费用”12.04 亿元所致; 期间费用率同比下降至 7.00%。

2021 年公司其他收益同比增长 8.04%, 主要为政府补贴; 利润总额由负转正。

表 23 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	22.04	60.26	5.37
营业成本	28.28	53.51	12.37
期间费用	14.71	4.22	0.72
其他收益	2.92	3.15	1.33
投资收益	7.38	-0.57	0.00
利润总额	-11.29	0.55	-7.00
营业利润率	-29.96	3.59	-132.43
总资产收益率	0.10	-0.01	--
净资产收益率	-1.15	-0.22	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

盈利指标方面, 2021 年公司总资产收益率和净资产收益率均为负数。

2022 年 1—3 月, 公司营业收入相当于 2021 年全年的 8.91%, 利润总额出现亏损。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流持续净流入, 投资活动现金持续大规模净流出。未来随着地铁项目规划建设的持续推进, 公司仍有较大的筹资需求。

经营活动方面, 2021 年公司经营活动现金流入同比增长 32.91%, 其中销售商品提供劳务收到的现金 35.17 亿元, 同比增长 36.59%, 主要为地铁运营和房地产项目销售款; 收到其他与经营活动有关的现金 75.67 亿元, 同比增长 14.06%, 主要是合作开发的房地产项目收回的土地出资款。同期, 公司经营活动现金流出同比增长 97.74%; 其中购买商品、接受劳务支付的现金 67.43 亿元, 同比增长 137.46%, 主要为土地开发整理和房地产项目投入; 支付其他与经营活动有关的现金 9.69 亿元, 同比增长 85.44%, 主要为往来款 (多为土地购置款) 等款项。2021 年, 公司现金收入比有所下降。公司经营活动现金流量净额仍为净流入, 同比有所下降。

投资活动方面, 2021 年公司投资活动现金流入增长至 8.98 亿元, 其中处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金 6.04 亿元, 为处理杭临线和杭富线资产取得的现金; 收到

其他与投资活动有关的现金 2.58 亿元，同比下降 19.82%，为公司存款利息收入。同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金 486.78 亿元，同比下降 1.21%，为地铁项目建设投入。2021 年，公司投资活动现金持续大规模净流出。

表 24 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	115.29	153.24	69.93
经营活动现金流出小计	49.91	98.69	27.27
经营活动现金流量净额	65.38	54.55	42.66
投资活动现金流入小计	7.25	8.98	0.00
投资活动现金流出小计	493.50	486.78	89.11
投资活动现金流量净额	-486.25	-477.80	-89.11
筹资活动现金流入小计	456.27	563.49	7.68
筹资活动现金流出小计	84.42	95.29	23.00
筹资活动现金流量净额	371.85	468.20	-15.33
现金收入比（%）	116.84	58.37	281.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

筹资活动方面，2021 年公司筹资活动现金流入 563.49 亿元，同比增长 23.50%；其中吸收投资收到的现金 157.31 亿元，为股东的资本金注资；取得借款收到的现金 397.08 亿元，同比增长 45.27%。同期，公司筹资活动现金流出 95.29 亿元，同比增长 12.88%，主要为偿还债务本息支付的现金。2021 年，公司筹资活动现金流量净额同比增长 25.91%。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 42.66 亿元；投资活动现金流量净额为 -89.11 亿元；筹资活动现金流量净额为 -15.33 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现强，长期偿债能力指标较弱；或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，2021 年底公司流动比率和速动比率均有所上升，分别较 2020 年底上升 31.55 个和 12.87 个百分点；现金短期

债务比为 6.08 倍。2022 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降。总体看，公司短期偿债能力指标强。

表 25 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	135.28	166.83	108.20
速动比率	99.60	112.47	56.39
现金短期债务比	2.45	6.08	3.54
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.44	0.37	--
全部债务/EBITDA	67.60	84.52	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

从长期偿债能力指标看，2021 年公司 EBITDA 为 16.29 亿元，同比增长 8.68%；全部债务/EBITDA 上升至 84.52 倍；EBITDA 利息倍数下降至 0.37 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保余额为 14.96 亿元，担保比率为 1.28%，被担保企业全部为国有企业，公司均未设置反担保措施。总体来看，公司或有负债风险可控。

表 26 截至 2022 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

项目	担保余额	担保期限
杭州奥体博览中心建设投资有限公司	10.29	2015/9/29—2030/9/28
杭州武林广场地下商城建设有限公司	4.67	2017/5/19—2024/12/20
合计	14.96	--

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 2365.49 亿元，已使用 1091.41 亿元，尚未使用 1274.08 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司（本部）财务分析

公司地铁运营业务主要由母公司负责，母公司资产结构、债务负担与合并口径基本一致。

2021 年底，母公司资产总额 2620.56 亿元，较 2020 年底增长 24.56%，其中流动资产占

10.07%，非流动资产占 89.93%。

2021 年底，母公司所有者权益 1139.95 亿元，较 2020 年底增长 16.31%，其中实收资本占 91.74%、资本公积占 7.81%。

2021 年底，母公司负债总额 1480.61 亿元，较 2020 年底增长 31.77%，资产负债率为 56.50%，较 2020 年底上升 3.09 个百分点；同期，母公司全部债务合计 1356.76 亿元，较 2020 年底增长 36.47%，全部债务资本化比率为 54.34%，较 2020 年底上升 3.98 个百分点。

2021 年，母公司实现营业收入 15.39 亿元，利润总额-6.85 亿元。

2022 年 3 月底，母公司资产总额 2629.83 亿元，所有者权益 1147.76 亿元；2022 年 1—3 月，母公司实现营业收入 3.22 亿元，利润总额 0.63 亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司持续得到政府在资金注入、股权划转、财政补贴、专项债资金拨付以及财政贴息方面的大力支持。

2021 年和 2022 年一季度，公司分别收到来自股东注入的资本金 157.31 亿元和 6.18 亿元，计入“实收资本”。

2021 年，公司收到来自各区政府拨付的征迁资金合计 9.36 亿元，上述资金拨付计入“资本公积”。2022 年一季度，公司收到征拆资金 1.00 亿元，计入“资本公积”。

2021 年，杭州市人民政府国有资产监督管理委员会将杭州市金融投资集团有限公司持有的杭州城市通交通卡有限公司 24.50% 股权无偿划转至公司，公司增加资本公积 0.49 亿元。

2021 年和 2022 年 1—3 月，公司其他收益分别为 3.15 亿元和 1.33 亿元，主要为财政补贴。

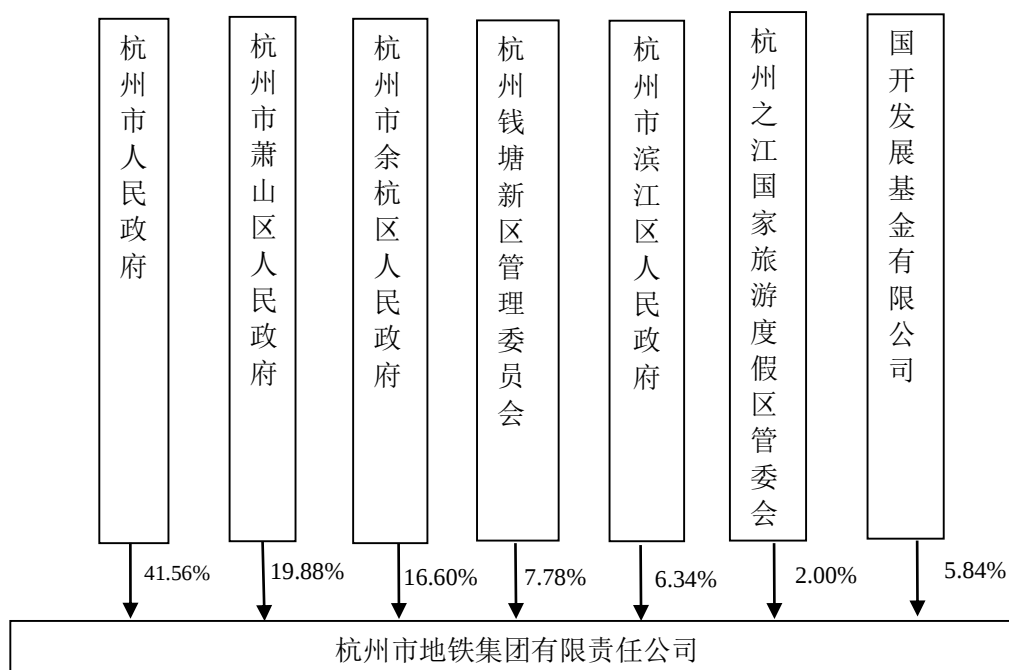
2021 年，公司收到专项债资金 247.15 亿元，计入“长期应付款”。

根据杭州市人民政府办公厅发布的《杭州市重大项目建设专项资金筹措方案》，公司将地铁建设项目利息停止资本化部分进行挂账处理，计入“其他应收款”，并冲减“财务费用”，2021 年冲减额度 12.04 亿元。

十一、结论

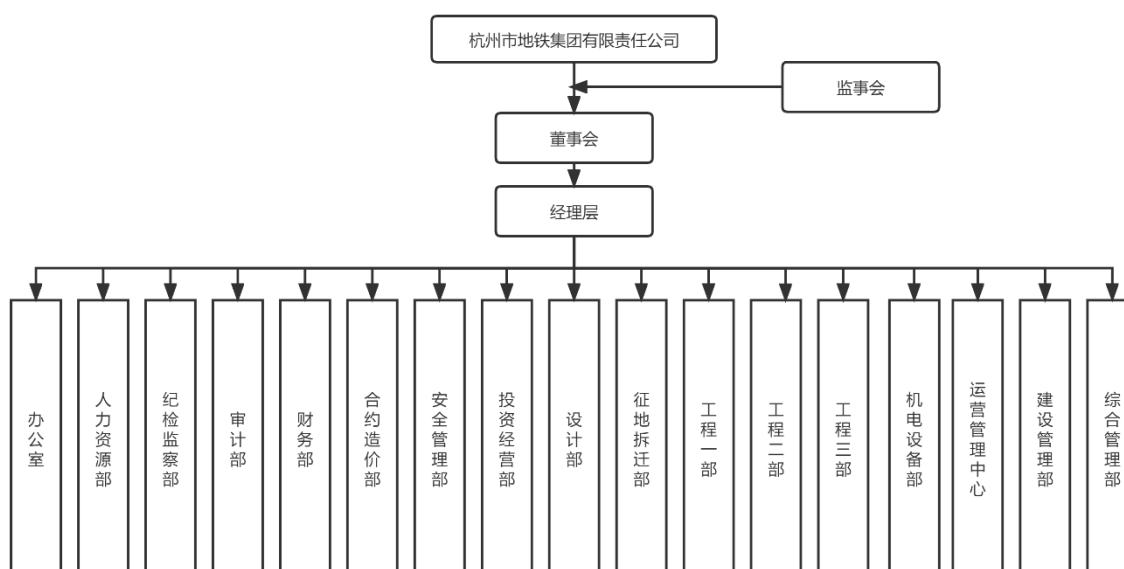
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“14 杭地铁债/PR 杭地铁”“16 杭州地铁 MTN001”和“16 杭州地铁 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
杭州市地铁开发有限公司	10000.00	100.00	房地产开发，商业运营
杭州铁安工程有限公司	5000.00	100.00	轨道交通工程测绘
杭州地铁资产经营管理有限公司	5000.00	100.00	资产管理
杭州地铁商业经营管理有限公司	5000.00	100.00	商务服务
杭州地铁运营有限公司	20000.00	100.00	城市交通
杭州杭港地铁有限公司	454000.00	51.00	交通运输

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	144.57	95.55	140.47	78.69
资产总额（亿元）	1790.75	2200.42	2696.77	2703.53
所有者权益（亿元）	839.10	1007.15	1169.72	1167.06
短期债务（亿元）	18.00	39.04	23.10	22.21
长期债务（亿元）	763.74	974.39	1353.98	1353.51
全部债务（亿元）	781.74	1013.43	1377.08	1375.72
营业收入（亿元）	66.99	22.04	60.26	5.37
利润总额（亿元）	15.95	-11.29	0.55	-7.00
EBITDA（亿元）	28.77	14.99	16.29	--
经营性净现金流（亿元）	-31.91	65.38	54.55	42.66
财务指标				
现金收入比（%）	60.59	116.84	58.37	281.52
营业利润率（%）	29.32	-29.96	3.59	-132.43
总资本收益率（%）	1.13	0.10	-0.01	--
净资产收益率（%）	1.51	-1.15	-0.22	--
长期债务资本化比率（%）	47.65	49.17	53.65	53.70
全部债务资本化比率（%）	48.23	50.16	54.07	54.10
资产负债率（%）	53.14	54.23	56.63	56.83
流动比率（%）	169.26	135.28	166.83	108.20
速动比率（%）	138.78	99.60	112.47	56.39
经营现金流动负债比（%）	-17.09	36.13	31.72	--
现金短期债务比（倍）	8.03	2.45	6.08	3.54
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	0.44	0.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	27.17	67.60	84.52	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算；3. 已将 2020 年底长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务调整至短期债务核算，2019 年长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务未调整至短期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	126.91	77.66	114.94	46.13
资产总额（亿元）	1686.24	2103.77	2620.56	2629.83
所有者权益（亿元）	809.05	980.12	1139.95	1147.76
短期债务（亿元）	18.00	0.00	16.94	16.94
长期债务（亿元）	745.38	994.22	1339.82	1339.35
全部债务（亿元）	763.38	994.22	1356.76	1356.29
营业收入（亿元）	10.24	13.12	15.39	3.22
利润总额（亿元）	0.23	-11.66	-6.85	0.63
EBITDA（亿元）	/	8.59	1.07	--
经营性净现金流（亿元）	2.60	61.16	41.71	27.05
财务指标				
现金收入比（%）	102.43	103.92	86.25	150.10
营业利润率（%）	47.65	-31.29	-40.48	20.06
总资本收益率（%）	0.29	0.05	-0.27	--
净资产收益率（%）	0.03	-1.19	-0.60	--
长期债务资本化比率（%）	47.95	50.36	54.03	53.85
全部债务资本化比率（%）	48.55	50.36	54.34	54.16
资产负债率（%）	52.02	53.41	56.50	56.36
流动比率（%）	198.51	152.37	187.51	123.76
速动比率（%）	183.77	133.49	166.50	102.93
经营现金流动负债比（%）	1.98	47.25	29.63	--
现金短期债务比（倍）	7.05	*	6.79	2.72
EBITDA 利息倍数（倍）	/	0.26	0.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	115.69	1270.98	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算；3. 2019 年末提供母公司本部折旧、摊销额等数据，相关指标无法计算；4. 上表中 2019 年底和 2020 年底长期借款、应付债券以及长期应付款中一年内到期的债务均未调整至短期债务；5. “*” 系分母为 0，无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持