

信用评级公告

联合〔2023〕4842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，维持“14 杭地铁债/PR 杭地铁”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

二〇二三年六月二十六日

杭州市地铁集团有限责任公司2023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

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	15.00 亿元	2024/9/17

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：2023 年 6 月 26 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	3	
指示评级				aa
个体调整因素				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素				+2
评级结果				AAA

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；公司持续获得政府在资金注入、财政补贴和专项债资金拨付等方面的大力支持。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业务持续亏损、资本支出压力较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**2022 年杭州实现地区生产总值 18753 亿元，同比增长 1.5%；完成一般公共预算收入 2450.61 亿元，同比增长 2.7%，财政自给率达 96.40%。
- 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、财政补贴和专项债资金拨付等方面的大力支持。
- “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

- 公司地铁运营持续亏损，盈利能力弱。**2022 年地铁运营业务持续亏损，受完工项目转固影响，毛利率有所下降。
- 资本支出压力较大。**在建及拟建地铁项目投资规模大，公司仍面临较大资本支出压力。未来随着

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年			
最新级别	AAA	AAA	AAA	AAA
GDP (亿元)	18753	18753	12027.5	12027.5
一般公共预算收入(亿元)	2450.61	2450.61	1000.21	1000.21
资产总额(亿元)	3193.90	1811.82	1294.90	3355.86
所有者权益(亿元)	1252.77	610.89	325.86	943.16
营业总收入(亿元)	33.09	462.00	42.53	275.32
利润总额(亿元)	5.66	31.06	5.80	10.53
资产负债率(%)	60.78	66.28	74.84	71.90
全部债务资本化比率(%)	53.93	57.11	58.60	66.34
全部债务/EBITDA(倍)	18.26	7.69	52.33	64.49
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	3.14	0.65	0.39

注: 1. 公司 1 为杭州市城市建设投资集团有限公司, 公司 2 为济南西城投资开发集团有限公司, 公司 3 为济南城市建设集团有限公司

资料来源: 联合资信根据上述企业提供资料整理

分析师: 张婧茜 李凯田

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

在建拟建项目的持续投入, 公司债务负担或将持续加重。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	95.55	140.47	45.42	42.67
资产总额(亿元)	2200.42	2696.77	3193.90	3181.74
所有者权益(亿元)	1007.15	1169.72	1252.77	1252.96
短期债务(亿元)	77.44	23.10	57.71	57.13
长期债务(亿元)	941.05	1353.98	1408.54	1423.10
全部债务(亿元)	1018.49	1377.08	1466.26	1480.23
营业总收入(亿元)	22.04	60.26	33.09	6.97
利润总额(亿元)	-11.29	0.55	5.66	0.21
EBITDA(亿元)	14.99	16.29	80.30	--
经营性净现金流(亿元)	65.38	54.55	44.72	22.46
营业利润率(%)	-29.96	3.59	-146.51	-94.53
净资产收益率(%)	-1.15	-0.22	0.44	--
资产负债率(%)	54.23	56.63	60.78	60.62
全部债务资本化比率(%)	50.28	54.07	53.93	54.16
流动比率(%)	111.60	166.83	60.24	60.31
经营现金流动负债比(%)	29.81	31.72	8.41	--
现金短期债务比(倍)	1.23	6.08	0.79	0.75
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	0.37	1.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	67.94	84.52	18.26	--

公司本部				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	2103.77	2620.56	3087.14	3068.30
所有者权益(亿元)	980.12	1139.95	1224.03	1225.13
全部债务(亿元)	999.28	1356.76	1420.06	1432.11
营业总收入(亿元)	13.12	15.39	22.72	4.46
利润总额(亿元)	-11.66	-6.85	3.77	1.10
资产负债率(%)	53.41	56.50	60.35	60.07
全部债务资本化比率(%)	50.48	54.34	53.71	53.89
流动比率(%)	118.50	187.51	56.85	55.75
经营现金流动负债比(%)	36.75	29.63	15.12	--

注: 1. 公司 2023 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. 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
14 杭 地铁债 /PR 杭 地铁	AAA	AAA	稳定	2022/06/28	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
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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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2023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

截至2023年3月底，公司注册资本888.50亿元，实收资本较2021年底增加68.61亿元至1114.43亿元（差额部分系尚未完成工商变更）。截至2023年3月底，杭州市人民政府对公司持股42.08%，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。

表1 截至2023年3月底公司股东情况

名称	持股比例（%）
杭州市人民政府	42.08
杭州市萧山区人民政府	19.56
杭州市余杭区人民政府	18.52
杭州钱塘新区管理委员会	6.81
杭州市滨江区人民政府	5.55
国开发展基金有限公司	4.66
杭州之江国家旅游度假区管理委员会	2.21
杭州市临平区人民政府	0.61

注：上述持股比例按实际出资情况统计

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、纪检监察部等职能部门。

截至2022年底，公司资产总额3193.90亿元，所有者权益1252.77亿元（含少数股东权益18.71亿元）。2022年，公司实现营业收入33.09亿元，利润总额5.66亿元。

截至2023年3月底，公司资产总额3181.74亿元，所有者权益1252.96亿元（含少数股东权益18.26亿元）。2023年1—3月，公司实现营业收入6.97亿元，利润总额0.21亿元。

公司注册地址：杭州市拱墅区庆春路90号14层；法定代表人：朱少杰。

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为“14杭地铁债/PR杭地铁”，债券余额15.00亿元。“14杭地铁债/PR杭地铁”设置分期还本条款，跟踪期内，“14杭地铁债/PR杭地铁”已按时还本付息。

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	15.00	2014/09/17	10年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济与政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信

用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023年城市基础设施建设行业分析》](#)。

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《2022年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2022年杭州市实现地区生产总值18753亿元，比上年增长1.5%；分产业看，第一产业增加值346亿元，增长1.8%；第二产业增加值5620亿元，增长0.4%；第三产业增加值12787亿元，增长2.0%；三次产业结构为1.8：30.0：68.2。

2022年，杭州市固定资产投资同比增长6.0%。从产业投向看，第一产业投资同比下降53.3%；第二产业投资同比增长21.2%；第三产业投资同比增长4.4%。从投资结构看，工业投资同比增长21.1%，其中制造业投资同比增长26.4%；高新技术产业投资同比增长30.7%；民间项目投资同比增长14.1%；生态环保、城市更新和水利设施投资同比增长23.1%；交通投资同比下降26.8%。

2022年，杭州市房地产开发投资同比增长7.2%，其中住宅投资同比增长6.2%；年末房屋施工面积13281万平方米，同比下降0.1%；新开工面积2048万平方米，同比下降16.3%。商品房销售面积1394万平方米，同比下降37.7%，其中住宅销售面积1168万平方米，同比下降40.2%。

根据《关于杭州市及市本级2022年财政预算执行情况和2023年财政预算草案的报告》，2022年，杭州市一般公共预算收入2450.61亿元，扣除留抵退税因素后增长8.4%，自然口径比上年（下同）增长2.7%；其中，税收收入2169.85亿元、非税收入280.76亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重为88.5%，保持全国副省级城市首位。2022年，杭州市一般公共预算支出2542.09亿元，增长6.2%；财政自给率为96.40%，财政自给程度高。2022年，杭州市政府性基金收入3202.24亿元，增长30.1%。

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2023年6月6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：91330102MA7F72672F），截至2023年6月6日，子公司杭州地铁运营有限公司（以下简称“地铁运营公司”）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，公司董事陈夏林、沈林冲和邵剑明退出董事会，谈震鸿、朱少杰和冯国明为新任董事，吕利芽为新任财务负责人。截至出

报告日，朱少杰任公司董事长，朱春雷任公司总经理。截至出报告日，公司共有董事8位，监事5位，监事缺位3名。

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。2022年受房地产业务收入下降影响，公司营业总收入规模大幅下降，综合毛利率由正转负。

2022年，受房地产业务收入下降影响，公司主营业务收入同比下降43.32%。随着地铁线路的增加，公司地铁运营业务收入同比增长22.04%；土地开发整理业务收入大幅增长702.94%，系当年土地出让规模增加所致；房地产销售及运营业务收入大幅下降，系交房量下降所致；其他业务收入规模较小。

2022年，公司主营业务综合毛利率由正转负，其中地铁运营业务亏损幅度增大；土地开发整理业务受出让地块不同影响，毛利率有所上升；房地产销售及运营业务毛利率下降38.61个百分点，主要系交房项目不同所致。

2023年1—3月，公司营业总收入相当于2022年全年营业总收入的21.06%，主营业务毛利率为-93.90%。

表3 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		
	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	5.46	17.81	10.04
地铁运营	13.87	62.94	-94.32	17.33	32.05	-67.68	21.15	68.99	-239.67
房产销售及运营	1.97	8.96	67.71	35.85	66.29	41.20	2.43	7.92	2.59
其他业务	1.40	6.34	59.18	0.22	0.40	49.01	1.62	5.28	-13.00
总计	22.04	100.00	-28.31	54.08	100.00	2.20	30.65	100.00	-164.04

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

2022年以来,杭州市新开通6段地铁线路,地铁线路布局日渐完善,地铁运营收入规模有所增长,但受折旧成本提升影响亏损规模进一步扩大。在建及拟建项目投资规模大,公司仍面临较大资本支出压力。

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,2022年以来杭州市新开通线路有3号线一期、3号线北延、4号线二期、9号线、10号线和机场快线。截至2023年3月底,公司已开通运行的线路包括1~10号线、16号线(杭临线)、19号线(机场快线)和杭富线,开通总长度516公里,总投资3567.38亿元,已投资3333.72亿元,车站数量合计307个。

截至2023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”)以及子公司地铁运营公司负责。其

中杭港地铁负责运营杭州地铁1号线和5号线,地铁运营公司负责运营其他线路。

截至2023年3月底,杭州地铁5号线采用PPP模式建设而成,公司出资40%,香港铁路有限公司出资60%,目前由杭州杭港地铁五号线有限公司进行运营,2022年地铁5号线实现票务收入4.32亿元(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,但不参与地铁线路的运营补亏和相关债务还本付息,16号线(杭临线)和杭富线2022年分别实现票务收入0.44亿元和0.34亿元(未并表)。

2022年,公司实现地铁运营收入21.15亿元,包括票务收入、非票务收入以及租车等收入,同比增长22.04%。

跟踪期内,公司新开通地铁线路取消试运营,开通即正式运营。2022年,公司已通车线路日均客流量合计264.01万人次,同比增长7.26%。公司详细运营情况详见下表。

表4 杭州地铁运营情况

项目	2021年	2022年	2023年1-3月
运营里程(万列公里)	4330.47	6107.84	1675.81
年度客运量(万乘次)	89836.95	96364.89	28101.41
日均客运量(万人次)	246.13	264.01	312.24

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司地铁票价未进行调整。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2023年3月底,公司在建地铁项目2个,总投资102.53亿元,已投资20.83亿元,2023年4-12月计划投资8.43亿元;公司拟建地铁项目7个,总投资1289.53亿元,2023年4-12月计划投资104.50亿元。

表5 截至2023年3月底公司地铁线路在建及拟建项目情况(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	2023年4-12月拟投资
			贷款	资本金			
杭州地铁5号线二期工程(老余杭站~绿汀路站)	起点老余杭站,终点绿汀路站(不含),线路长约4.95公里,全部为地下线,设车站2座,共享已建成的七堡控制中心	30.38	9.11	21.26	2019-2023	19.77	1.99
杭州地铁3号线	线路呈西南-东北向,起于星桥站(不含),	72.15	28.86	43.29	2023-2027	1.06	6.44

线二期工程	止于星光街站，主要服务于临平老城与杭州主城区的快速联系，长 7.5 公里，设站 5 座，均为地下敷设						
小计	--	102.53	37.97	64.55	--	20.83	8.43
杭州地铁 4 号线三期工程	西延段呈东西向，起于池华街站（不含），止于云谷站，长 5 公里，设站 4 座；南延段呈南北向，起于浦沿站（不含），止于闻堰站，长 5 公里，设站 4 座	77.66	31.06	46.60	2023—2027	0.00	5.00
杭州地铁 5 号线五常停车场	为满足既有 5 号线运营车辆的停车需求，在既有五常车辆基地北侧新建五常停车场	7.57	3.03	4.54	2023—2027	0.00	3.00
杭州地铁 9 号线二期工程	线路呈东西向，起于龙安站（不含），止于塘栖站，服务临平经济开发区发展，并服务于塘栖镇居民出行，长 10.1 公里，设站 7 座，均为地下敷设	72.52	29.01	43.51	2023—2027	0.00	6.00
杭州地铁 10 号线二期工程	起于逸盛路站（不含），止于仁和南站，长 5.8 公里，设站 3 座，均为地下敷设	36.77	14.71	22.06	2023—2027	0.00	1.50
杭州地铁 12 号线一期工程	北段由美院象山站（不含）至杭州西站，长 24.3 公里，设站 14 座；南段由双浦车辆段站至双浦站（不含），长 1.7 公里，设站 1 座，均为地下敷设	210.82	84.33	126.49	2023—2028	0.00	11.00
杭州地铁 15 号线一期工程	线路呈南北向，起于亚太路站，止于崇贤站，长 40.5 公里，设站 30 座，均为地下敷设。线路南端设蜀山南车辆基地，北端设崇贤停车场	446.83	178.73	268.10	2023—2028	0.00	48.00
杭州地铁 18 号线一期工程	线路呈南北向，起于义桥站，止于世纪大道站，长 48 公里，设站 19 座，均为地下敷设。线路北端设乔司车辆基地，南端设义桥停车场	437.36	174.94	262.42	2023—2028	0.00	30.00
小计	--	1289.53	515.81	773.72	--	0.00	104.50

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

公司在整理及拟整理土地规模较小，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。

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、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，公司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扣除相关税费后按土地净出让收入的 45% 比例将土地出让金分批返还给公司。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。

2022 年，公司土地开发整理业务确认收入 5.46 亿元，出让地块为小和山地块，出让面积

1.90 万平方米。

截至 2023 年 3 月底，公司在整理和拟整理土地尚需投资 1800 万元，投资规模较小。

（3）房地产开发业务

公司房地产业务主要为地铁上盖物业建设，2022 年受交房量下降影响，公司房地产销售收入大幅下降；房地产业务大多采用合作开发模式，未来项目投资规模较大。部分商业项目存在一定去化压力。

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地铁项目资金缺口，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，以挂牌出让部分股权引入第三方房开公司合作成立项目公司进行开发。公司对持股 51% 以上的项目公司合并报表。公司自主开发项目及控股项

目，按照交房进度确认收入，参股项目交房后根据公司持股比例确认投资收益。

截至 2023 年 3 月底，公司主要在建房地产项目计划总投资 805.54 亿元（项目全口径），权益投资额为 377.93 亿元，权益已投资 259.91 亿元，尚需投资规模较大，尚未结转收入，计容总开发面积为 325.75 万平方米，已销售面积 111.08 万平方米，已销售金额 408.73 亿元。

截至目前，公司合作开发的房地产项目包括五常天空之城、溪悦云和园、彩虹天空之城、潮听明月、沐春明月、宝龙桃源、杭州中心等项目，其中各住宅项目已基本售罄，主要剩余商业、车位业态持续销售中。受房地产市场整体下行影响，房地产项目中办公和公寓等商业业态库存量仍然较大，存在一定去化压力。

表 6 截至 2022 年底公司主要在建房地产项目投资、销售明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	持股比例	总投资额 (预估)	权益投资额	权益已投资额	总开发面积(计容)	已销售面积	已销售金额
打铁关苏河汇	自主开发	100%	26.73	26.73	18.16	12.78	/	/
九堡人才房	自主开发	100%	4.98	4.98	3.22	4.98	0.00	0.00
南星桥商办	自主开发	100%	5.72	5.72	2.91	1.55	0.00	0.00
文三路邮电学校	自主开发	100%	2.84	2.84	1.88	1.35	/	/
邱山大街	自主开发	100%	10.20	10.2	7.39	4.09	0.00	0.00
溪悦云和园	自主开发	66%	30.15	19.9	16.33	11.03	9.20	30.60
五常天空之城	合作开发	49%	231.96	113.66	103.64	84.60	59.02	233.56
小和山车辆段	合作开发	100%	24.00	24	12.65	11.06	0.00	0.00
姑娘桥彩虹天空之城	合作开发	34%	38.41	13.06	11.36	17.05	15.44	41.32
潮听明月	合作开发	30%	40.90	12.27	12.08	10.04	8.25	36.59
沐春明月	合作开发	30%	15.65	4.7	4.56	4.55	4.09	13.70
春和云境	合作开发	25%	40.03	10.01	8.84	14.97	9.68	33.56
宝龙桃源项目	合作开发	40%	22.25	8.9	5	12.60	1.52	3.52
杭州中心	合作开发	10%	85.16	8.52	6.15	14.89	1.31	8.18
勾庄车辆段(星漫云渚)	合作开发	49%	59.30	29.06	15.61	24.98	2.57	7.70
昌达路车辆段	合作开发	49%(暂定)	96.17	47.12	19.75	63.41	0.00	0.00
星桥车辆段	合作开发	51%(暂定)	71.09	36.26	10.38	31.82	0.00	0.00
合计	--	--	805.54	377.93	259.91	325.75	111.08	408.73

注：1.总投资额为项目全口径投资额，非权益投资额；2.部分数据未获取，用“/”表示
资料来源：公司提供

公司可供租赁的商业项目主要为地铁站厅商铺、地铁商业空间、铁汇发展中心 T3/T4 楼、坤泽荟金座（沈塘桥 A 口上盖）、东城购物中心等，2022 年确认租金物业收入 1.07 亿元。

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 2022 年度财务报告，上会会计师事务所（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 2023 年一季度财务报告未经审计。

截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内共有一级子公司 6 家，2022 年及 2023 年一季度合并范围

内一级子公司未发生变化，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2022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。

2022年底，公司资产总额较2021年底增长18.43%，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7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021年底		2022年底		2023年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	140.47	5.21	45.42	1.42	42.67	1.34
其他应收款	51.42	1.91	137.02	4.29	120.42	3.78
存货	93.49	3.47	132.58	4.15	134.55	4.23
流动资产	286.92	10.64	320.19	10.02	304.36	9.57
长期股权投资	27.66	1.03	39.97	1.25	39.97	1.26
投资性房地产	19.61	0.73	18.41	0.58	18.13	0.57
固定资产	638.04	23.66	2430.04	76.08	2428.98	76.34
在建工程	1637.29	60.71	334.39	10.47	336.71	10.58
其他非流动资产	82.56	3.06	44.52	1.39	46.78	1.47
非流动资产	2409.85	89.36	2873.71	89.98	2877.38	90.43
资产总额	2696.77	100.00	3193.90	100.00	3181.74	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

2022年底，公司货币资金较上年底下降67.66%，主要系地铁项目持续投入所致，货币资金主要由银行存款（占99.99%）构成。公司其他应收款较上年底增长166.49%，主要系应收综合补助款增加所致，公司其他应收款主要是对合作开发房地产项目的土地出资款、代垫建安款和应收补助款，账龄在1年以内的占73.86%，1~2年的占19.72%，综合账龄较短。公司存货较上年底增长41.81%，主要系房地产项目持续投入和购买土地综合所致；存货主要由土地整理投入（4.87亿元）和房地产项目投入（124.88亿元）构成。

2022年底，公司长期股权投资较上年底增长44.50%，主要系按权益法核算的杭州西曙置业有限公司本期净利润大幅增加以及杭州北汇置业有限公司本期债转股8.72亿元所致，公司长期股权投资主要包括对杭州杭港地铁5号线的投资17.44亿元、对杭州地铁武林置业有限公司投资2.78亿元和对杭州南璟置业有限公司的投资2.97亿元等；投资性房地产较

上年底下降6.14%，包括自营T3和T4楼的项目；固定资产较上年底增长280.86%，主要系已开通地铁线路转固所致，主要为地铁资产（占99.05%），固定资产累计计提折旧78.59亿元；在建工程较上年底下降79.58%，系完工地铁线路转固所致，其中城市轨道交通工程占89.42%；其他非流动资产较上年底下降46.07%，主要为待抵扣的增值税进项税额。

截至2023年3月底，公司资产总额较上年底变化不大，以非流动资产为主。

2022年底，公司受限资产合计22.29亿元，受限比例0.70%，主要为受限的存货和投资性房地产等。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2022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。

2022年底，公司所有者权益1252.77亿元，较上年底增长7.10%，主要由实收资本（占88.96%）和资本公积（占8.04%）构成。

2022 年底，公司实收资本 1114.43 亿元，较上年底增长 6.56%，系股东注资所致；资本公积 100.71 亿元，较上年底增长 13.15%，主要来自政府拨付的征迁资金（3.93 亿元）和杭州市财政局给予公司化解隐债的资金（7.77 亿元）。

2023 年 3 月底，公司所有者权益 1252.96 亿元，较上年底维持稳定。

负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，以长期债务为主，整体债务负担尚可，集中偿付压力不大。

2022 年底，公司负债总额较上年底增长 27.12%，负债构成仍以非流动负债为主。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.32	0.22	14.68	0.76	14.65	0.76
应付账款	74.37	4.87	363.92	18.75	337.08	17.48
其他应付款（合计）	55.72	3.65	72.02	3.71	73.13	3.79
一年内到期的非流动负债	19.78	1.30	41.74	2.15	41.30	2.14
合同负债	8.54	0.56	32.09	1.65	32.22	1.67
流动负债	171.98	11.26	531.56	27.38	504.67	26.17
长期借款	995.04	65.16	1000.72	51.55	1012.95	52.52
应付债券	27.12	1.78	7.62	0.39	7.83	0.41
长期应付款（合计）	331.82	21.73	400.20	20.62	402.31	20.86
非流动负债	1355.07	88.74	1409.57	72.62	1424.11	73.83
负债合计	1527.06	100.00	1941.13	100.00	1928.77	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

2022 年底，公司短期借款较上年底增长 342.55%，主要为信用借款 14.65 亿元。应付账款较上年底大幅增长 389.33%，主要系应付结算工程款和材料款增加所致。其他应付款（合计）较上年底增长 29.27%，系往来款规模增长所致。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 7.80 亿元、一年内到期的应付债券 19.40 亿元和一年内到期的长期应付款 14.54 亿元。合同负债为房地产开发项目的预售款和预售车位款。

2022 年底，公司长期借款较上年底基本持平，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 3.32%~5.19%；应付债券较上年底下降 71.89%，系分期偿还“14 杭地铁债/PR 杭地铁”本金所致；长期应付款较上年底增长 20.61%，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 6.84 亿元和政府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。

2023 年 3 月底，公司负债规模及结构较上年底变动不大。

有息债务方面，2022 年底公司全部债务较上年底增长 6.48%，长期债务占 96.06%。2023 年 3 月底，公司全部债务规模和结构均较 2022 年底变动不大。公司融资活动主要通过银行借款。

表 9 公司债务构成及债务指标情况

（单位：亿元、%）

项 目	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期债务	23.10	57.71	57.13
长期债务	1353.98	1408.54	1423.10
全部债务	1377.08	1466.26	1480.23
资产负债率	56.63	60.78	60.62
全部债务资本化比率	54.07	53.93	54.16
长期债务资本化比率	53.65	52.93	53.18

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，2022 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上年底上升 4.15 个、下降 0.15 个和下降 0.72 个百分点，2023 年 3 月底上述指标较 2022 年底变动不大。

2023 年和 2024 年，公司到期的债务分别为 57.71 亿元和 24.33 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

2022 年公司收入规模大幅下降，受益于较大规模的政府补助，利润总额规模有所扩大，但整体盈利能力仍弱。

2022 年，公司营业总收入同比下降 45.09%；同期，公司营业成本同比增长 52.73%；2022 年公司营业利润率由正转负。

2022 年，公司期间费用同比增长 1023.28%，期间费用包括管理费用 3.71 亿元和财务费用 43.49 亿元，财务费用增加 41.60 亿元，主要系地铁资产转固后费用化利息支出增加所致；受上述因素影响，期间费用率大幅上升至 143.14%。

2022 年公司其他收益同比增加 91.54 亿元，主要为政府补贴；公司利润总额明显增加。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
营业总收入	60.26	33.09	6.97
营业成本	53.51	81.73	13.51
期间费用	4.22	47.37	15.33
其他收益	3.15	94.69	22.03
投资收益	7.38	-0.57	0.00
利润总额	0.55	5.66	0.21
营业利润率	3.59	-146.51	-94.53
总资产收益率	-0.01	1.83	--
净资产收益率	-0.22	0.44	--

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，2022 年公司总资本收益率和净资产收益率均由负转正。

2023 年 1-3 月，公司营业总收入相当于 2022 年全年的 21.06%，利润总额为 0.21 亿元。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流持续净流入，随着地铁项目的持续投入，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，2022 年公司经营活动现金流入同比增长 52.16%，其中销售商品提供劳务收到的现金 59.75 亿元，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 136.48 亿元，主要系开发公司前期垫付项目土地款，后续收回的合作方土地出让款。同期，公司经营活动现金流出同比增长 90.94%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 96.15 亿元，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 46.04 亿元，主要为开发公司垫付的土地款等。2022 年，公司现金收入比大幅提升。公司经营活动现金净流入规模有所下降。

投资活动方面，2022 年公司投资活动现金流入下降至 2.34 亿元，其中收回投资收到的现金 2.06 亿元，为公司处置联营企业浙江星宝地置业有限公司 25.00% 的股权收到转让价款 1.96 亿元等。同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金 246.45 亿元，同比下降 49.37%，为地铁项目建设投入。2022 年，公司投资活动现金持续大规模净流出。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	153.24	233.16	44.56
经营活动现金流出小计	98.69	188.44	22.10
经营活动现金流量净额	54.55	44.72	22.46
投资活动现金流入小计	8.98	2.34	6.91
投资活动现金流出小计	486.78	246.45	31.48
投资活动现金流量净额	-477.80	-244.11	-24.57
筹资活动现金流入小计	563.49	194.02	32.73
筹资活动现金流出小计	95.29	89.69	33.38
筹资活动现金流量净额	468.20	104.33	-0.65
现金收入比（%）	58.37	180.56	97.79

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，2022年公司筹资活动现金流入194.02亿元，其中吸收投资收到的现金80.04亿元，为股东的资本金注入；取得借款收到的现金31.98亿元。同期，公司筹资活动现金流出89.69亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2022年，公司筹资活动现金净流入规模大幅下降。

2023年1-3月，公司经营活动现金流量净额为22.46亿元；投资活动现金流量净额为-24.57亿元；筹资活动现金流量净额为-0.65亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债压力不大，长期偿债能力指标明显好转；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，2022年底公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均明显下降。总体看，公司短期偿债压力不大。

表12 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2021年	2022年	2023年3月
短期偿债能力指标			
流动比率	166.83	60.24	60.31
速动比率	112.47	35.29	33.65
现金短期债务比	6.08	0.79	0.75
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	16.29	80.30	--
EBITDA 利息倍数	0.37	1.34	--
全部债务/EBITDA	84.52	18.26	--

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，2022年公司EBITDA为80.30亿元，同比增长392.85%；全部债务/EBITDA下降至18.26倍；EBITDA利息倍数提升至1.34倍。公司长期偿债能力指标明显好转。

截至2023年3月底，公司对外担保余额为23.80亿元，担保比率为1.28%，被担保企业包括杭州奥体博览中心建设投资有限公司（10.29亿元）、杭州武林广场地下商城建设有限公司（3.65亿元）和杭州地铁武林置业有限公司

（4.40亿元），全部为国有企业，公司对外担保均未设置反担保措施。总体来看，公司或有负债风险可控。

截至2023年3月底，公司获得银行授信额度合计2188亿元，已使用1117亿元，尚未使用1071亿元，间接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产及其结构、权益及债务负担与合并口径基本一致，地铁运营业务主要由子公司负责。

截至2022年底，公司本部资产总额3087.14亿元，其中，流动资产274.53亿元，非流动资产2812.61亿元。

截至2022年底，公司本部所有者权益为1224.03亿元，实收资本为1114.43亿元（占91.05%）、资本公积100.71亿元（占8.23%）。

截至2022年底，公司本部负债总额1863.11亿元，较上年底增长25.83%。其中，流动负债482.92亿元，非流动负债1380.18亿元。公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.35%和53.71%，债务负担尚可；现金短期债务比为0.71倍，短期偿债压力可控。

2022年，公司本部营业总收入为22.72亿元，利润总额为3.77亿元。

截至2023年3月底，公司本部资产总额3068.30亿元，所有者权益为1225.13亿元，全部债务资本化比率为53.89%，现金短期债务比为0.50倍。2023年1-3月，公司本部实现营业收入4.46亿元，利润总额1.10亿元。

十、外部支持

1. 支持能力

杭州市是浙江省省会城市，2022年，杭州市经济持续发展，一般公共预算收入水平高。截至2022年底，杭州市政府债务余额为3682.44亿元，政府债务率约为60%。杭州市政府支持能力非常强。

2.支持可能性

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，杭州市人民政府为公司控股股东及实际控制人。跟踪期内，公司在资本金注入、财政补贴和专项债资金拨付等方面持续的获得政府的有力支持。

2022年，公司收到来自股东注入的资本金68.61亿元；公司收到来自各区政府拨付的征迁资金合计3.93亿元。

2022年和2023年1—3月，公司收到政府财政补贴分别为94.69亿元和22.03亿元。

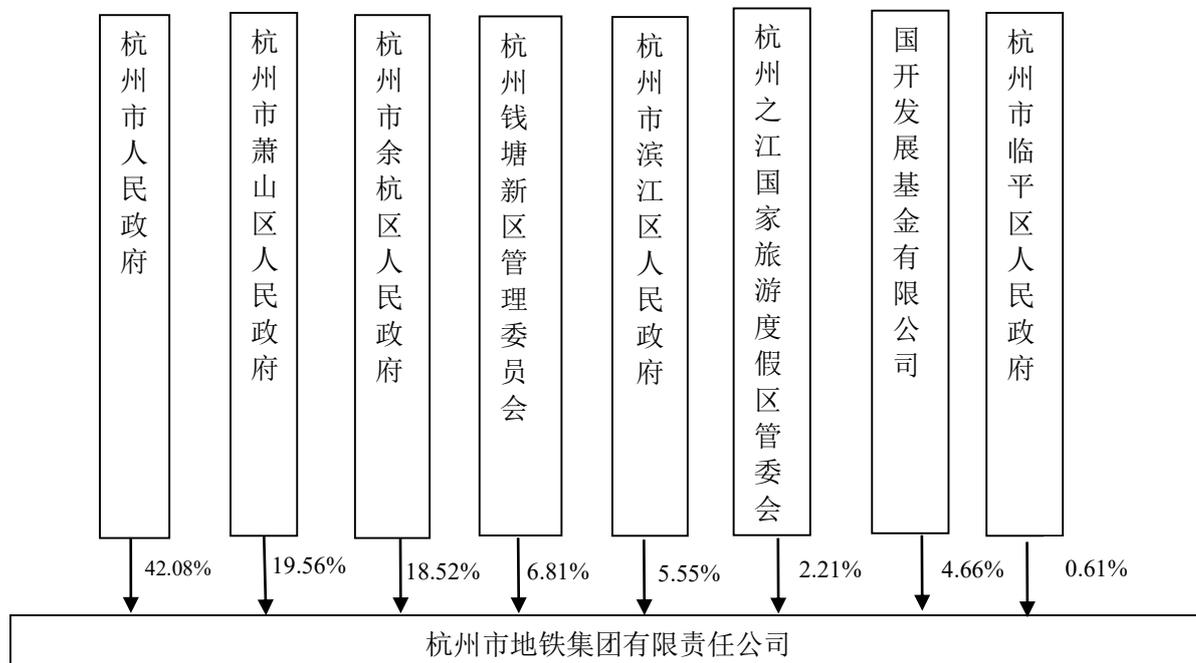
2022年，公司收到专项债资金82.00亿元。

总体看，公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在资本金注入、财政补贴和专项债资金拨付等方面获得有力的政府支持，公司未来获取政府支持可能性非常大。

十一、结论

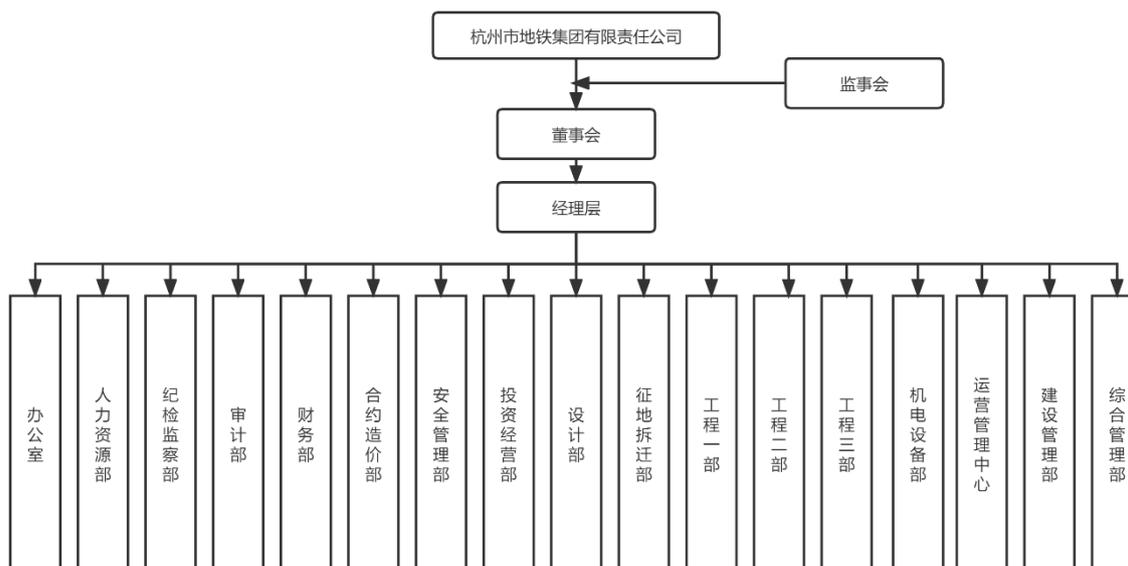
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“14杭地铁债/PR杭地铁”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2023 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	95.55	140.47	45.42	42.67
资产总额（亿元）	2200.42	2696.77	3193.90	3181.74
所有者权益（亿元）	1007.15	1169.72	1252.77	1252.96
短期债务（亿元）	77.44	23.10	57.71	57.13
长期债务（亿元）	941.05	1353.98	1408.54	1423.10
全部债务（亿元）	1018.49	1377.08	1466.26	1480.23
营业总收入（亿元）	22.04	60.26	33.09	6.97
利润总额（亿元）	-11.29	0.55	5.66	0.21
EBITDA（亿元）	14.99	16.29	80.30	--
经营性净现金流（亿元）	65.38	54.55	44.72	22.46
财务指标				
现金收入比（%）	116.84	58.37	180.56	97.79
营业利润率（%）	-29.96	3.59	-146.51	-94.53
总资本收益率（%）	0.10	-0.01	1.83	--
净资产收益率（%）	-1.15	-0.22	0.44	--
长期债务资本化比率（%）	48.30	53.65	52.93	53.18
全部债务资本化比率（%）	50.28	54.07	53.93	54.16
资产负债率（%）	54.23	56.63	60.78	60.62
流动比率（%）	111.60	166.83	60.24	60.31
速动比率（%）	82.17	112.47	35.29	33.65
经营现金流动负债比（%）	29.81	31.72	8.41	--
现金短期债务比（倍）	1.23	6.08	0.79	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.37	1.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	67.94	84.52	18.26	--

注：1. 2023 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

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）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	77.66	114.94	28.47	19.84
资产总额（亿元）	2103.77	2620.56	3087.14	3068.30
所有者权益（亿元）	980.12	1139.95	1224.03	1225.13
短期债务（亿元）	37.00	16.94	39.88	39.44
长期债务（亿元）	962.28	1339.82	1380.18	1392.67
全部债务（亿元）	999.28	1356.76	1420.06	1432.11
营业总收入（亿元）	13.12	15.39	22.72	4.46
利润总额（亿元）	-11.66	-6.85	3.77	1.10
EBITDA（亿元）	8.59	1.07	70.99	--
经营性净现金流（亿元）	61.16	41.71	73.02	24.43
财务指标				
现金收入比（%）	103.92	86.25	45.83	9.48
营业利润率（%）	-31.29	-40.48	-77.50	98.35
总资本收益率（%）	0.05	-0.27	1.78	--
净资产收益率（%）	-1.19	-0.60	0.31	--
长期债务资本化比率（%）	49.54	54.03	53.00	53.20
全部债务资本化比率（%）	50.48	54.34	53.71	53.89
资产负债率（%）	53.41	56.50	60.35	60.07
流动比率（%）	118.50	187.51	56.85	55.75
速动比率（%）	103.81	166.50	51.96	50.34
经营现金流流动负债比（%）	36.75	29.63	15.12	--
现金短期债务比（倍）	2.10	6.79	0.71	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.03	1.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	116.28	1270.98	20.00	--

注：1. 2023 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. 上表中 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
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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