

跟踪评级公告

联合[2016] 2061 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15温州铁投可续期债”品种一和品种二的信用等级均为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年八月二十四日



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>

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 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
15 温州铁投可续期债(品种一)	8 亿元	2015/8/27-2035/8/27 ¹	AA	AA
15 温州铁投可续期债(品种二)	7 亿元	2015/8/27-2030/8/27 ²	AA	AA

跟踪评级时间: 2016 年 8 月 24 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	99.40	111.59	133.97
所有者权益(亿元)	57.68	65.47	78.79
长期债务(亿元)	31.00	3.00	32.84
全部债务(亿元)	31.00	36.00	42.84
营业收入(亿元)	0.61	0.29	0.34
利润总额(亿元)	2.78	1.35	1.29
EBITDA(亿元)	2.85	1.42	1.63
经营性净现金流(亿元)	1.07	1.06	0.20
营业利润率(%)	66.41	58.88	68.84
净资产收益率(%)	4.75	2.06	1.64
资产负债率(%)	41.97	41.33	41.19
全部债务资本化比率(%)	34.96	35.48	35.22
流动比率(%)	480.89	85.61	190.08
全部债务/EBITDA(倍)	10.88	25.28	26.34
经营现金流流动负债比(%)	11.19	2.57	0.99

分析师

张婷婷 张峻铖

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: [Http://www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

¹ 债券期限为 5 年+5X (X 为续期数)。

² 债券期限为 3 年+3Y (Y 为续期数, Y≤4)。

评级观点

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司(以下简称“公司”)是温州市域铁路项目投资建设及运营管理的唯一主体,在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发等方面具有垄断地位。跟踪期内,温州市地方经济增速较快,一般公共预算收入平稳增长;公司持续获得温州市政府在资本金注入、政府补贴等方面的大力支持;公司收入规模进一步增长,债务结构有所改善,整体债务负担适宜。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司市域铁路项目具有较强公益性特征,盈利能力弱、融资压力较大、土地出让市场存在不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

作为温州市域铁路项目投资建设及运营管理的唯一主体,未来随着铁路项目的建成和资金平衡用地的出让,公司营业收入和现金流情况有望得到提升和好转。

综合考虑,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,并维持“15 温州铁投可续期债”品种一和品种二的信用等级均为 AA。

优势

- 2015年温州市经济持续增长、财政收入平稳增长,为公司发展创造了良好的外部环境。
- 跟踪期内,公司获得温州市政府在项目资本金注入、财政补助、还款差额补足等方面的持续支持。
- 跟踪期内,公司在建的市域铁路S1线一期项目顺利开展,温州市政府对该项目支持明确,项目资本金由市级及沿线区、功能区承担,利用土地储备和开发筹措轨道交通建设资金,对S1线项目的建设具有较强

支撑作用。

4. 银行对“15温州铁投永续期债”品种一和品种二本息偿付提供流动性支持，有利于公司及时偿还本息。

关注

1. 公司成立时间短，目前盈利能力弱。
2. 截至2015年底，S1线项目资本金中募集到位的个人投资者资金规模较大，未来赎回的时间和规模存在不确定性，对公司资本金筹集可能形成一定压力。
3. 受土地出让市场行情的影响，公司土地出让存在一定不确定性。

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）与温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与温州市铁路与轨道交通投资集团有限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，未因温州市铁路与轨道交通投资集团有限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温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司提供，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温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体长期信用及“15温州铁投可续期债”品种一和品种二的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司为温州市铁路建设总指挥部根据温政函[2011]22号文件组建，于2011年4月14日注册成立，由温州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“温州市国资委”）履行出资人职责，注册资本金20亿元，其中2011年3月到位5亿元，其余15亿元通过资本公积转增资本进行补足，转增的资本公积包括划入的温州市地方铁路有限公司（2013年9月更名为温州市轨道交通资产经营管理有限公司，以下简称“轨道经营公司”）和温州地方铁路房地产开发有限公司（2013年10月更名为温州市轨道交通置业有限公司）及部分拨款资金；出资已经温州立德会计师事务所有限公司审验，并出具温立验变字（2012）第001号《验资报告》。截至2015年底，公司实收资本20亿元，公司实际控制人为温州市国资委。

截至2015年底，公司共拥有全资子公司3家、控股子公司1家；公司总部下设办公室、财务部、监察监事审计室、总工办、规划发展部、工程建设部、质量安全部和合同招标部等8个职能部门。

公司经营范围：对铁路和城市轨道交通工程项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；铁路和城市轨道交通沿线的仓储、物流服务的建设、开发、经营及物业管理、广告经营；铁路和城市轨道交通沿线配套土地的收储、开发；房地产开发经营；旅游、宾馆、餐饮的经营管理（限下设分支机构经营）。（依法须经

批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2015年底，公司资产总额为133.97亿元，所有者权益合计78.79亿元（含少数股东权益17.98亿元），2015年实现营业收入0.34亿元，利润总额1.29亿元。

公司注册地址：温州市锦江路458号深蓝大厦10楼；法定代表人：丁建宇。

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（PIRM）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

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. 城市轨道交通建设行业概述

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（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，能够有效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。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

（1）行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志，自1998年以来，中国城市规模快速扩大，城市化水平每年都保持1.5~2.2%的速度增长，2011年中国城镇化率首次超过了50.00%，预计到本世纪中叶，城镇化率将达到80%。

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物，随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截止到2015年底，我国已有北京、上海、广州、天津、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连等25个城市先后建成并

开通运营城轨交通线路，总里程达 3286.51 公里。轨道交通建设方面，2015 年中国城市轨道交通新增里程共计 334.68 公里，车站 259 座，新增运营线路共计 20 条，新增青岛、淮安和南昌 3 座运营城市。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，随着在建、拟建线路的建成运营，“十三五”期间轨道交通将在城市客运系统中发挥更加重要的作用。

(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。由于各地城市轨道交通需要先制定规划，上报各省发改委批准，因此，各省发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需

要地方政府具备较强的财政实力和融资能力保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入保障系统的安全运行。国务院办公厅于 2003 年 9 月下发的《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》就指出，“发展城轨交通应当坚持量力而行、规范管理、稳步发展的方针，合理控制建设规模和发展速度，确保与城市经济发展水平相适应，防止盲目发展或部分超前”。目前，我国申报发展地铁的城市应达到财政一般公共预算收入在 100 亿元以上，国内生产总值（GDP）达到 1000 亿元以上；申报建设轻轨的城市应达到财政一般公共预算收入在 60 亿元以上，国内生产总值达到 600 亿元以上。目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，与各区的经济发展结合起来；同时也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。同时，在进行市场化运作过程中，企业可以与政府采用 PPP 等各种方式合作。

截至 2015 年末，我国共有 36 座城市获准修建城市轨道交通路线。预计到 2020 年，具备建设轨道交通条件的城市将达到 50 个左右，城市轨道交通累计运营里程将会超过 8500 公里。而到 2050 年规划的路线将会增加到 289 条，总里程将达 11700 公里。城市轨道交通建设的巨额投资规模也将给各地政府财政带来一定资金压力。

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

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通

替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度集客流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。

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，国内几个主要城市的地铁投融资模式如表 4 所示。

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

	投资主体及背景	投融资模式	投融资模式特点
广州	广州地铁总公司，广州市政府 100% 持股。	全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金，其中政府投入占轨道交通总投资资金的 60%，其余是商业银行贷款。	广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决，投融资模式单一，财政压力较大。
上海	上海申通集团有限公司，股东为上海市久事公司（控股 66%）和上海市城市建设投资开发总公司（持股 34%）。	直接投资开发，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。	基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。
北京	北京市基础设施投资有限公司。	主要采用政府投入资本金，企业进行对外融资的模式，如北京地铁奥运支线采用 BT 模式。	BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。
	北京京港地铁有限公司，北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基础设施投资有限公司占 2%。投资建设北京 4 号线地铁	PPP（public—private—partnership）模式，即公共部门与私人企业合作模式，北京地铁 4 号线是国内地铁建设中首个以 PPP 模式进行合作投资的项目，由京港地铁建设，并获得 30 年的特许经营权，在 30 年的特许经营期内负责 4 号线运营和管理，在特许经营期结束后，将项目设施完好、无偿移交给北京市政府。	PPP 模式下，项目经营的直接收益和通过政府扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。

资料来源：联合资信整理

上表中列示了中国主要城市地铁建设的投融资模式，其中按照由上至下的顺序，其投融资的灵活性和多样性逐步提高，而集中、单一的特点则逐步降低。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. 轨道交通行业关注

(1) 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40% 的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着本市 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. 轨道交通行业发展

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，2010~2020 年将是中国城市交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水平提高、机动化发展加速的环境下，公共交通运输压力日益增大，轨道交通需求空间巨大。

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. 区域经济环境

公司主要从事温州市轨道交通投资建设及沿线土地综合开发等工作，温州市经济状况与地铁综合开发规划对公司的发展有重要意义。

(1) 温州市区位状况

温州市位于浙江省东南部，东濒东海，南毗福建，西及西北部与丽水市相连，北和东北部与台州市接壤；温州市下辖鹿城、龙湾、瓯海3区，瑞安、乐清2市（县级）和永嘉、洞头、平阳、苍南、文成、泰顺6县。全市陆域面积11784平方公里，海域面积约11000平方公里，其中市区（鹿城、龙湾和瓯海三个区）面积1187平方公里。

从交通基础设施建设看，公路方面，2015年底，温州市公路总里程14684公里，其中高速公路297公里，一级公路458公里，二、三级公路1848公里。铁路方面，温州市现有三段铁路，分别是金温铁路、温福铁路、甬台温铁路，它们构成了温州“T”字型高速铁路骨架。水路方面，温州市是全国25个主枢纽港之一，温州港是一个集河口港、海湾港于一体的综合性

天然良港，为浙南、闽北货物进出的咽喉。同时，温州市拥有龙湾永强机场，于2011年6月经国务院批复同意升级为一类口岸。

(2) 温州市经济财政状况

温州市作为中国首批14个沿海开放城市之一，是浙江的经济中心之一，海峡西岸经济区中心城市。

2010年以来，受国内经济增速放缓、国际市场经济低迷影响，本轮金融危机对温州市影响尚未解除，温州市经济发展速度持续放缓，2012年，温州市GDP增速降至6.7%。2012年3月28日，国务院常务会议决定设立浙江省温州市金融综合改革试验区，一定程度上可缓解金融危机对温州经济的影响，有助于提升温州市经济金融发展环境。2013~2015年温州市经济发展在波动中有所回暖，三年GDP增速分别为7.7%、7.2%和8.3%。

根据《2015年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年全市生产总值4619.84亿元，按可比价计算，同比增长8.3%。其中，第一产业增加值123.24亿元，增长3.1%；第二产业增加值2101.53亿元，增长7.1%；第三产业增加值2395.07亿元，增长9.9%。三次产业比重为2.7:45.5:51.8。按常住人口计算，人均地区生产总值50809元（按年平均汇率折算8158美元），同比增长8.8%。

进出口贸易方面，2015年温州市外贸进出口总额194.78亿美元，比上年下降6.3%。其中进口23.63亿美元，比上年增长6.0%；出口171.15亿美元，比上年下降7.7%。外贸依存度为26.2%，其中出口依存度为23.0%，均比上年降低3.5个百分点。截至2015年末，与温州市建立出口和进口贸易关系的国家和地区共计209个，有进出口业务的企业6239家。

固定资产投资方面，2015年温州市全社会固定资产投资3456.39亿元，比上年增长13.2%。全年完成工业投资886.76亿元，比上年增长18.1%。其中工业技改投资完成672.04亿元，增长24.0%；战略性新兴产业投资完成250.67亿

元，增长18.9%；装备制造业投资440.91亿元，增长20.2%。电气、仪器仪表、通用设备、专用设备、汽车制造业投资增速分别为20.2%、57.9%、10.3%、71.3%、0.5%。

房地产方面，2015年，温州市房地产开发完成投资额766.29亿元，比上年下降5.3%。房地产开发投资占固定资产投资比重为22.2%，比上年回落4.3个百分点。全市房屋施工面积4650.82万平方米，下降0.5%；竣工面积597.72万平方米，增长10.7%。全年全市商品房销售面积525.57万平方米，比上年增长25.1%，其中住宅销售面积456.95万平方米，增长19.2%。

财政收支方面，2015年，温州市全年财政总收入677.92亿元，比上年增长6.5%；其中一般公共预算收入403.07亿元，增长7.0%。全年一般公共预算支出569.43亿元，增长9.7%。

从温州市本级财力看，2015年温州市本级地方可控财力262.35亿元，同比增长11.34%，增长主要系国有土地使用权出让金增长和一般公共预算收入增长贡献。温州市本级一般公共预算收入保持稳定增长，2015年达到94.96亿元，其中税收收入和非税收收入分别占88.48%和11.52%，非税收收入占比较上年上升7.68个百分点；2015年转移支付和税收返还收入为28.29亿元，同比小幅增长1.22%；2015年国有土地使用权出让收入为130.41亿元，同比上升12.38%，占地方可控财力的比例为49.71%，占比较上年（49.25%）变化不大。温州市本级可控财力对国有土地使用权出让收入依赖性大，未来土地一级市场发展存在不确定性，对温州市本级财力可能产生较大影响。

表2 2014~2015年温州市本级地方财力情况表（单位：万元）

科目	2014年	2015年
(一) 地方一般公共预算收入	833970	949573
其中：税收收入	801883	840141
非税收收入	32087	109432
(二) 转移支付和税收返还收入	279474	282872
一般性转移支付	76441	122896
专项转移支付收入	151684	101050
税收返还收入	51349	58926
(三) 国有土地使用权出让收入	1160479	1304105
国有土地使用权出让金	1088550	1226046
其他	71929	78059
(四) 预算外财政专户收入	82300	86951
地方可控财力	2356223	2623501

资料来源：温州市财政局

从温州市本级政府债务来看，截至2015年底，温州市本级政府债务余额为163.13亿元，

主要由直接债务构成（占比93.51%）；债务率为62.18%，债务负担尚可。

表3 截至2015年底温州市本级债务构成（单位：万元）

地方债务（截至2015年底）	金额（万元）	地方财力（2015年度）	金额（万元）
(一) 直接债务余额	1525430	(一) 地方一般公共预算本级收入	949573
1、外国政府贷款		1. 税收收入	840141
2、国外金融组织贷款		2. 非税收收入	109432
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	282872
3、国债转贷资金	1640	1. 一般性转移支付收入	122896
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	101050
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	58926

6、国内金融机构借款	586465	(三) 国有土地使用权出让收入	1304105
(1) 政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	1226046
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		2. 其他	78059
7、债券融资	540046	(四) 预算外财政专户收入	86951
(1) 中央代发地方政府债券	540046		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	397279		
(二) 担保债务余额	211670		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款	12214		
3、政府担保的国内金融机构借款			
6、其他	199456		
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	1631265	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	2623501
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%			62.18%

资料来源：温州市财政局

总的看，温州市城市经济不断发展，城市总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持，同时市本级地方债务规模不大，地方债务负担尚可，但目前温州市可控财力对土地出让收入的依赖度较大。未来，随着城市化建设不断推进，居民生活及消费水平的提高，温州市经济和财政实力有望保持快速增长。

(3) 温州市域铁路项目规划

温州市城市空间结构主要围绕中心城区发展，由于公共交通系统过于单一，缺乏大容量、快速公共交通体系，城市组团之间通达性较弱，导致中心城市对周边区域辐射能力不强，空间范围难以拓展。

温州市根据自身城市特点，设计了市域铁路交通模式，以满足城市发展需要。市域铁路交通是一种站间距、速度目标等介于国家铁路和城市轨道交通两者之间的交通制式，其与地铁和城市轻轨相比，具有站距长、速度快等特点。同时，市域铁路交通还能实现与国家铁路干线的互联互通，增强城市对外辐射能力。

2014年9月，根据国家发改委出具的文件（产业城轨[2014]45号），中国南车股份有限公司负责的温州市域铁路S1线一期工程装备研发项目列入国家战略新兴产业示范工程。

根据温州市“十三五”规划的相关要求，十三五期间，温州市将开工建设杭温高铁，推进温武铁路前期工作和温福高铁规划研究，建成乐清湾港区铁路支线，启动既有金温铁路电气化改造。根据规划，十三五期间将温州市域铁路建设重点为建成投用S1线一期（西起瓯海潘桥，东至半岛三站，线路长53.51公里）、S2线一期工程（北起乐清乐成，南至瑞安人民路，线路长62.95公里），力争开工建设S3线一期（北起温州站，南至瑞安新城广场站，线路长35.80公里），环大罗山市域铁路网络初步构建。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年底，公司实收资本20亿元，温州市国资委持股100%，为公司实际控制人。

2. 公司规模与竞争力

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。公司是温州市市域铁路建设的唯一主体，承担着轨道项目前期投资、开发、建设以及后期管理及轨道交通空间资源整合等职责，业务具有区域垄断性。

3. 政府支持

政策支持

根据温州市委、市政府于 2012 年印发《关于加快轨道交通建设发展的若干意见》(温委发[2012]147 号),跟踪期内,公司继续在土地征用方面、设立轨道交通专项资金方面、税费减免方面及放开民间资本的引入方面享有温州市政府政策方面的支持。

项目资本金支持

S1 线项目资本金方面,根据温州市财政局温财建[2012]683 号文件,温州市政府承诺按 S1 线项目总投资额(186.07 亿元)的 50%注入项目资本金(93.04 亿元)。2016 年 2 月,根据温财投资[2016]55 号文件对各出资主体应承担的项目资本金的最新调整(见表 4),温州市本级及区级(包含功能区)政府应直接拨付项目资本金 44.95 亿元(市本级 14.33 亿元,区级 30.62),截至 2015 年底已拨付 21.05 亿元(市本级 11.74 亿元,区级 9.31 亿元),剩余 23.90 亿元将于日后陆续到位;国资段项目资本金共计 11.27 亿元,根据温州市财政局的安排,其中德政段由市工业集团(温州有色冶炼有限责任公司为出资主体)承担项目资本金 2.40 亿元,机场段由市政府和公司承担项目资本金 5.36 亿元(其中 3 亿元由市政府注入机场集团的房产中划转给公司,剩余 2.36 亿元由公司融资解决并由市财政提供担保),中央绿轴段由公司承担项目资本金 0.78 亿元(资金来源为温州市政府未来返还给公司的惠民站 106 亩土地的出让收益),奥体中心段 2.73 亿元项目资本金的出资主体有待温州市政府另行研究决定,截至 2015 年底,国资段项目资本金均尚未到位;另外 36.82 亿元的项目资本金为社会资本注入,并后期由温州市政府以土地出让收益赎回,截至 2015 年底,社会资本已到位共计 15.21 亿元(个人投资者入股资金 13.06 亿元、中央预算内投资计划 2 亿元、温州市财政局拨付的海洋基金 0.15 亿元),剩余 21.61 亿元公司将以国家建设专项基金和债权计划等方式募集,暂未收到温

州市政府文件批复。

其中公司原向个人投资者筹集资金 15 亿元,根据募集方案股东持有股权一年以后可以转让或赎回,截至 2015 年底,到期已赎回金额 1.94 亿元,剩余 13.06 亿元未赎回资金,目前赎回规模较小,但通过个人投资者募集到位资金未来赎回情况存在不确定性,对公司资本金筹集存在一定压力。

表 4 截至 2015 年底 S1 线项目资本金出资情况
(单位:亿元)

	应出项目资本金额	已到位项目资本金额	未到位项目资本金额
市本级及区级(含功能区)	44.95	21.05	23.90
国资段	11.27	0	11.27
社会资本	36.82	15.21	21.61
合计	93.04	36.26	56.78

资料来源:公司提供

其他项目资本金方面,公司参与金温扩能项目、甬台温铁路项目、温福铁路项目、甬台温西线项目和甬台温新温州站站房项目,截至 2015 年底,公司作为温州市出资单位已承担项目资本金共计 19.87 亿元。

财政补助

2015 年 1 月,根据温州市政府办公室抄告单[2015]14 号,2014 年度 S1 线项目资本金转入补贴 1 亿元。2016 年 6 月,根据温州市政府办公室抄告单[2016]110 号,2015~2017 年度 S1 线项目资本金转入补贴分别为 1 亿元、1 亿元和 0.59 亿元。以上财政补贴均从公司资本公积科目转入营业外收入-政府补助科目。总体上,市域铁路 S1 项目资本金转为财政补贴后的缺口由公司自行筹集。

还款差额补足

公司委托其子公司温州幸福轨道交通股份有限公司(以下简称“轨道股份公司”)具体负责 S1 线一期项目的建设、融资、开发、运营等。轨道股份公司已与温州市政府于 2013 年 9 月 22 日签订《还款差额补足协议》,根据协议约定,温州市政府将为轨道股份公司(或通过公司)提供以下几方面保障:1)轨道股份公司向

国家开发银行进行融资，按要求对轨道股份公司还款能力进行测算，如果还款资金有缺口，温州市政府将以实际还款差额为准，向轨道股份公司提供还款差额补足资金，确保按期偿还贷款本息；2）项目沿线各区（含功能区）出资不足部分、社会募集资金筹措不足部分以及项目超概资金，均由温州市政府以增资等方式解决；3）若S1线一期项目银行贷款还本付息出现困难时，温州市政府将及时以增资等方式支付投资补助资金，以满足轨道股份公司按时、足额还款需求。温州市政府承诺将积极筹集协议约定的各项资金，资金来源包括但不限于财政预算内外资金。

土地出让收益返还

（1）用于项目建设资金

2015年2月9日，温州市政府出具了《关于温州市域铁路S1线一期工程建设资金来源的批复》（温政函[2015]21号），同意将市域铁路S1线轨道站点及周边配置的四类50块地块，共计4102.1亩，作为市域铁路S1线一期的资金平衡土地。上述地块原计划于2015年至2031年分期出让，2015年公司受土地市场行情影响及自身融资计划的调整，将分期出让计划调整为2016年至2032年，预计上述土地出让净收益不低于151.5亿元（见表5），将全额缴入温州市轨道交通建设发展专项资金。

表5 未来各年公司可获得土地出让净收益情况（单位：万元、亩）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
出让面积	112.9	144.8	261.74	264.20	--	423.60	315.30	277.80	399.30
返还净收益	60639	40819.5	106038.11	121748.25	--	163547.80	104650.00	96895.50	191152.00
	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	合计
出让面积	305.30	174.10	--	203.90	465.63	323.19	--	430.34	4102.1
返还净收益	129402.00	82754.75	--	89872.25	119087.58	105319.50	--	103098.31	1515024.55

资料来源：公司提供。

用于偿还应收款项

2014年11月24日，温州市政府出具《关于同意温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司政府性其他应收款项偿还资金来源安排的批复》（温政函[2014]243号），截至2013年底，公司其他应收款中有应收政府款项4.39亿元，温州市政府意将温州市轨道交通土地储备中心持有的龙湾瑶北生活区资金平衡B南首、北首两个地块约150亩土地出让，土地出让净收益将全额返还给公司作为政府性其他应收款项偿还资金来源。原计划于2015~2016年出让，现计划调整为2016-2017年出让，预计可实现土地净收益不低于4.5亿元（见表6）。

表6 公司可获得上述土地出让净收益情况
（单位：万元、亩）

	2016年	2017年	合计
出让面积	100	50	150
返还净收益	30000.00	15000.00	45000.00

资料来源：公司提供。

2015年2月9日，温州市政府出具《关于同意温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司2014年度新增其他应收款项（轨道交通建设发展专项资金）偿还资金来源安排的批复》（温政函[2015]22号），公司2014年新增其他应收款4.58亿元，温州市政府原计划2015年安排出让温州大道站T1地块（温州大道以南，面积约123.2亩），用于偿还其所欠公司款项。2015年上述土地暂未出让，现将出让计划调整为2016~2017年，预计可实现土地净收益不低于4.88亿元（见表7）。

表7 公司可获得上述土地出让净收益情况
（单位：万元、亩）

	2016年	2017年	合计
出让面积	50	73.2	123.2
返还净收益	19805.00	28995.00	48800.00

资料来源：公司提供。

上述土地出让总收益以近期各块土地周边成交价格为基准进行计算，且未来年度的价格

基本保持一致（平均每亩可获得净收益为368万元/亩，考虑成本及规费等推算出成交均价为566万元/亩），估算出土地出让总收益为160.88亿元；若考虑S1线于2018年建成后沿线土地将产生一定增值效应，未来土地出让总收益可能会高于预期。以上土地已完成前期整理，且均已办理土地证，公司根据市政府统筹安排，计划将于近期出让。但受土地出让市场行情的影响，截至目前尚未出让，公司土地出让存在一定不确定性。

综上所述，跟踪期内，在市域铁路投资建设方面，温州市政府对公司的持续发展给予了持续的资金支持与土地保障，上述支持对公司投资建设、运营和偿还债务提供了有效的保证。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构方面有所变化，根据最新的《公司章程》的有关规定，公司出资人职权及董事会、监事会构成修订如下：

公司不设股东会，由作为出资人的温州市国资委代替行使股东职权，负责批准公司的章程及章程修改方案；向公司委派董事会成员、监事会成员和高级管理人员，并决定其报酬；建立公司负责人业绩考核制度，与公司董事会签订经营业绩考核责任书，并根据有关规定对公司负责人进行年度考核和任期考核；审核公司的战略发展规划；审核、审批公司董事会报告、监事会报告等重大事项报告；审批公司财务预算报告，审批公司财务决算报告，以及利润分配方案和亏损弥补方案的报告；批准增减注册资本及发行公司债券的方案；决定与审核公司国有股权转让方案，按有关规定批准不良资产处置方案和重大资产处置方案；审核公司合并、分立、解散、申请破产或变更公司形式的方案，并报市政府批准；审核公司所属子公司调整、合并、分立、解散方案；核准或备案公司投资、担保项目，适时对重大投资项目组

织实施稽查、审计、后评估等监督管理等工作。

公司设董事会，市国资委可以授权公司董事会行使部分出资人职权。董事会有5名成员，其中职工董事一名，由职工代表大会选举产生；董事会设董事长一名，副董事长一名，由市政府任命；其他董事会成员除职工董事外，均由市国资委按有关程序任命。公司董事会每届任期为三年，董事任期届满，经考核合格的可以连任。

公司设监事会，由五名监事组成。其中二名成员由市国资委按有关程序任命，二名职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席一名，由市政府任命。公司董事和总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。监事任期每届三年。

除此之外，跟踪期内，公司在其他管理制度方面无重大变化。总体来看，跟踪期内，公司章程中关于出资人职权以及董事会和监事会人员构成方面的变化，体现了公司法人治理结构的日趋完善。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为温州市轨道交通建设的唯一主体，承担温州市域铁路S1线、S2线、S3线和金温铁路扩能改造工程等重大交通项目的投资、建设工作。同时，公司按照“轨道交通+新型城镇化”的发展思路，采用“轨道+物业”的模式，负责轨道交通沿线的仓储、物流服务的建设、开发、经营及物业管理、广告经营等业务，同时涉足沿线房地产开发经营业务。

由于公司投资建设的市域铁路项目处于投资建设阶段，目前该板块业务尚未实现收入。目前公司主营业务收入主要由房产销售、租赁及物业管理等构成，2015年，公司主营业务收入为0.26亿元，同比略有上升，主要系较上年增加房产销售板块的收入。

毛利率方面，公司房屋销售业务毛利率保

持较高水平，主要是由于目前公司在售房产项目（县前二期）建设期早（2003年已开工）促使开发成本较低，且地理位置优越带动销售价格较高，2015年度毛利率为87.29%；2015年

租赁业务毛利率为62.39%，较上年小幅下降2.10个百分点；2015年物业管理业务毛利率为85.24%，同比上升6.62个百分点。2015年公司整体业务毛利率为75.08%。

表8 公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	--	--	--	447.51	17.49	87.29
租赁	1399.99	60.87	64.49	1178.34	46.04	62.39
物业管理	900.06	39.13	78.62	933.54	36.48	85.24
合计	2300.05	100.00	70.02	2559.40	100.00	75.08

资料来源：公司提供

2. 市域铁路项目

温州市目前已规划了S1线、S2线和S3线等三条市域铁路线路的一期工程，根据发改基础[2012]3040号文件，及温州市发改委对S1线一期工程方案的最新调整，三条线路总长度152.26公里，总投资为546.64亿元。其中，S1线一期工程西起瓯海区潘桥镇，南至灵昆半岛站，线路全长53.51km，设车站21座，总投资186.07亿元，于2013年7月正式开工建设；S2线一期工程起于乐清城东街道下塘终点沿规划温瑞大道至人民路站，线路全长62.95km，设车站20座，总投资估算238.17亿元，于2015年12月正式开工建设；S3线一期工程自温州

站至新城广场站，线路全长35.8公里，总投资估算122.4亿元，该项目目前处于预工阶段，计划2017年可批复开工建设。

公司目前正式开工建设的市域铁路项目中，S2线一期工程处于建设前期，投资较少，2016年计划投资8亿元；主要在建的项目为S1线一期工程。S1线一期投资建设模式为公司发起成立轨道股份公司，作为该项目法人和融资平台。截至2015年底，S1线一期工程完成投资50.48亿元，2016~2018年计划分别投资33亿元、55.32亿元和47.27亿元，预计将于2018年完成建设并投入运营。公司未来面临一定的融资压力。

表9 温州市域铁路交通项目规划（单位：公里、万元）

线名	总长度	隧道及地下线长度	建设期	项目总投资	截至2015年底完成投资	计划投资额		
						2016年	2017年	2018年
S1线一期工程	53.51	11.37	2013-2018	1860683	504825	330000	553200	472657
S2线一期工程	62.95	8.63	2015-2019	2381700	564	80000	--	--
S3线一期工程	35.80	2.20	2017-2022	1224000	39	--	--	--
合计	152.26	24.67	--	5466383	505428	410000	553200	472657

资料来源：公司提供

注：S3线项目尚未正式启动，暂无明确投资计划。

3. 铁路投资业务

公司履行温州市铁路建设总指挥部原有铁路投资职能，代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权，公司参与铁路项目投资资金均由政府拨付，公司代为持有股权并享有相应的收益；目前公司参与的铁路投资项

目包括金温扩能投资项目2.39亿元，乐清湾港区铁路支线投资项目2.8亿元、金温铁路投资项目1.27亿元、甬台温铁路投资项目3.53亿元、温福铁路投资项目2.40亿元、甬台温西线投资项目4.80亿元、甬台温新温州站站房投资项目6.12亿元，均计入其他非流动资产科目；其中

金温铁路已于 1998 年开始运营，公司持有金温铁路股权 12.83%，2013~2015 年分别获得投资收益 940 万元、641 万元和 586 万元；温福铁路、甬台温铁路工程处于决算期，暂无法确定股权比例；其余项目均处于投资建设期。

总体看，公司铁路投资业务投资资金均来源于政府资金，无资金压力、财务风险低；但由于目前规模较小，收益相对较少；未来随着投资项目陆续完工运营，公司将获得一定规模的稳定投资收益。

4. 其他业务

房产销售

公司房地产业务由轨道置业公司负责，近几年开发的项目体量较小，实现收入规模有限。随着市域铁路线路的建成，沿线物业开发也将同步推进，未来几年房地产业务将为公司贡献一定收入。

目前开发项目为县前二期项目和御龙公馆项目。县前二期项目于 2003 年投入开发，整个项目地上部分有可销售面积 19666.05 平方米，地下部分可销售面积 1106.9 平方米（26 个车位），项目于 2013 年 6 月进行竣工结算，项目已于 2010 年 2 月开始预售，2013 年销售 743.22 平方米，销售平均单价为 22570.38 元/平方米；2014 年末实现房产项目销售；2015 年销售 126.81 平方米，销售平均单价为 35292.29 元/平方米，截至 2015 年底尚未销售面积为地上部分 2128 平方米，账面价值 1673.19 万元，体现在存货开发产品科目。御龙公馆项目，即龙霞地块项目，总建筑面积 13082.71 平方米，其中，商业 3746.23 平方米，住宅 9173.04 平方米，物业管理及其他配套 163.44 平方米，另有地下室 3947.99 平方米，项目建设期间为 2013 年 5 月至 2016 年 2 月，总投资 35287 万元，截至 2015 年底，项目已完成投资 37589 万元³，其中 3.68 亿元已完工从在建工程科目结转至存货开发成

³因总投资未含资本化利息，致使实际投资额大于总投资额。

本科目。

物业和租赁

物业管理目前由轨道经营公司经营，原由其吸收合并的温州市站北物业管理有限公司（以下简称“站北物业公司”）、温州市火车站场物业管理有限公司（以下简称“站场物业公司”）和温州市铁路房开物业管理有限公司（以下简称“房开公司”）三家子公司负责运营（目前三家子公司均已于 2014 年注销），主要收入由公司负责的小区物业管理费收入构成；租赁收入主要为轨道经营公司经营的货运线路、商铺和仓库等实现的收入。2015 年，公司物业管理和租赁业务两项合计实现收入 2111.89 万元，同比下降 8.18%，主要系租赁收入的下降。

综合看，跟踪期内，公司营业板块有所变动，增加房产销售收入，主营业务收入保持增长，政府对市域铁路项目的资本金支持力度较大，抗风险能力较强，但未来随着市域铁路项目投资力度的加大，公司面临一定的融资压力。

八、财务分析

公司提供了 2015 年度审计报告，该报告已经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并由其出具了标准无保留意见。

2015 年公司合并范围无变化，截至 2015 年底，公司合并范围内子公司为 3 家，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司资产总额为 133.97 亿元，所有者权益合计 78.79 亿元（含少数股东权益 17.98 亿元），2015 年实现营业收入 0.34 亿元，利润总额 1.29 亿元。

1. 盈利能力

公司处于投资建设初期，目前收入主要来源于房产销售、租赁和物业管理等业务，营业收入规模较小且不稳定。2015 年实现营业收入 0.34 亿元，同比增长 14.09%，营业利润率为 68.84%，较上年（58.88%）也有所增长。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用为

0.54亿元，同比大幅增长，主要系公司管理费用及财务费用增长所致。受营业收入规模较小的影响，2015年公司期间费用率为159.75%，期间费用率高，公司对期间费用控制力度有待改善。

2015年，公司营业利润为0.28亿元，其中公司投资收益为0.59亿元，主要构成为可供出售金融资产所获得的收益（2015年为0.38亿元），公司营业利润对投资收益的依赖性大。

2015年，公司营业外收入为1.01亿元，规模较大，主要系公司当期收到的温州市财政局与收益相关的政府补贴收入。2015年，公司利润总额为1.29亿元，较上年（1.35亿元）略有下降。

从盈利指标来看，2015年，受利润规模下降时债务规模快速增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率呈下降趋势，两项指标分别为1.29%和1.64%，公司整体盈利能力弱。

总体看，跟踪期内，公司收入规模虽有所上升，但仍然较小，同时期间费用对营业利润侵蚀较大，公司利润总额对可供出售金融资产的投资收益以及政府补贴收入依赖大。公司整体盈利能力弱。

2. 现金流

从经营活动看，2015年公司经营活动现金流入量为1.54亿元，主要为往来款和营业外收入形成的收到其他与经营活动有关的现金。同期，公司现金收入比90.35%，公司收入实现质量尚可。2015年公司经营活动现金流出为1.34亿元，主要为往来款、销售费用和管理费用支出形成的支付其他与经营活动有关的现金。2015年公司经营活动活动产生的现金流量净额为0.20亿元，较上年（1.06亿元）明显减少。

从投资活动看，2015年公司投资活动现金流入为5.64亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金规模（5.05亿元，占89.54%）较大，均为收回的委托贷款及利息。2015年公司投资活动现金流出24.33亿元，其中购建固定资产、

无形资产等支付的现金为19.25亿元，主要系市域S1线投入资金。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-18.68亿元。

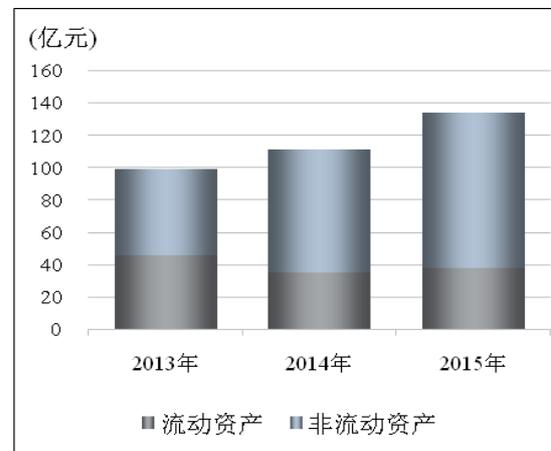
从筹资活动看，2015年，公司吸收投资收到的现金为3亿元（为国开发展基金有限公司对公司子公司轨道股份公司的增资）；收到其他与筹资活动有关的现金为8.12亿元，均为收到的S1线项目资本金；取得借款收到的现金规模波动较大，为35亿元，导致2015年公司筹资活动现金流入由2014年的（9.63亿元）增加至61.12亿元。2015年，公司筹资活动现金流出为44.82亿元，规模较2014年（3.94亿元）增加较大主要系公司偿还债务支付现金43亿元。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为16.30亿元。

总体看，目前公司经营活动获现能力弱，跟踪期内，公司投资活动现金支出规模较大；未来随着市域铁路项目不断投入，公司筹资压力将进一步增长。

3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额为133.97亿元，同比增长20.06%，主要是由于其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程快速增长所致。其中，非流动资产占比71.49%，流动资产占比28.51%，公司流动资产占比逐年下降，资产构成以非流动资产为主。

图1 2013~2015年公司资产规模及构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底,公司流动资产 38.20 亿元,同比增长 8.30%,主要由货币资金(占比 50.30%)、其他应收款(39.23%)和存货(占比 10.13%)构成。

截至 2015 年底,公司货币资金 19.21 亿元,较上年下降 10.44%,主要由银行存款构成,无被冻结款项或使用受限资金,公司账面货币资金较为充裕。

截至 2015 年底,公司其他应收款原值为 15.13 亿元,主要为应收温州汇锦置业有限公司暂借款 1.10 亿元和温州市财政局的土地平衡款 13.78 亿元(主要为应收政府的土地收储款及幸福股份回购款)。从账龄结构来看,1 年以内占 42.60%,1~2 年占 4.97%,2~3 年占 34.82%,3 年以上占 17.61%,整体账龄偏长。从集中度看,其他应收款原值前五名合计 15.04 亿元,占比 99.42%。截至 2015 年底,公司计提坏账准备 0.14 亿元(其中应收汇昌项目配套费 0.11 亿元和应收纺织总公司供销经理部 0.02 亿元款项形成坏账,预计无法收回,公司已全额计提坏账准备)。整体看,其他应收款集中度较高,但考虑到主要是应收财政局的款项,坏账风险较低,因此其他应收款的回收风险较低。

表 10 2015 年底其他应收款前五名欠款情况

单位名称	金额 (万元)	账龄	与本公司 关系
温州市财政局	48092.14	1 年以内	非关联方
	89752.12	1-2 年	
温州汇锦置业有限公司	10956.79	1 年以内	关联方
汇昌项目配套费	1104.52	3 年以上	非关联方
纺织总公司供销经理部	210.00	3 年以上	非关联方
国网浙江省电力公司温州供电公司	53.05	1 年内	非关联方
	223.20	2-3 年	
合计	150391.83		-

资料来源:公司审计报告

截至 2015 年底,公司存货 3.87 亿元,其中开发成本 3.68 亿元,为龙霞地块住宅开发成本。

截至 2015 年底,公司非流动资产 95.78 亿

元,同比增长 25.50%,主要由可供出售金融资产(占比 9.50%)、长期股权投资(占比 9.64%)、在建工程(占比 53.77%)、无形资产(占比 1.36%)和其他非流动资产(占比 24.75%)构成。

截至 2015 年底公司可供出售金融资产期末公允价值为 9.10 亿元,较上年大幅增长,主要系公司持有的浦发银行股票及其公允价值变动所致,各年变动反映的是可供出售金融资产公允价值税后的变化。

截至 2015 年底,公司长期股权投资 9.24 亿元,2015 年新增对中兴(温州)轨道通讯技术有限公司(持股 49%)的投资。

随着市域铁路投资增加,公司在建工程规模快速增长,截至 2015 年底,公司在建工程 51.49 亿元,主要是市域铁路 S1 线一期工程(50.48 亿元,占比 98.03%)。

截至 2015 年底,公司无形资产 1.31 亿元,主要为铁路和仓储用地土地使用权(占比 98.29%)和 2014 年新增的海域使用权(占比 0.80%)。

2015 年底公司其他非流动资产为 23.71 亿元,同比下降 17.03%,主要包括预付土地征用费 2.41 亿元、军分区油库码头项目 0.15 亿元和公司代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权(包括金温扩能投资项目 2.34 亿元、金温铁路投资项目 1.27 亿元、甬台温铁路投资项目 3.53 亿元、温福铁路投资项目 2.40 亿元、甬台温西线投资项目 4.80 亿元、甬台温新温州站站房投资项目 6.80 亿元)。

整体看,跟踪期内,公司资产规模快速增长,以货币资金、在建工程和其他非流动资产为主,公司现金类资产较为充裕,资产流动性尚可。整体看,公司资产质量一般。

2015 年,公司所有者权益较快增长,较上年增长 20.35%,主要是由于公司资本公积和少数股东权益快速增长所致。截至 2015 年底,公司归属于母公司的权益合计 60.81 亿元,同比增长 20.45%,2015 年底归属于母公司的权益中

实收资本占比 32.89%、资本公积占比 40.85%、盈余公积占比 0.95%、未分配利润占比 14.28%和其他综合收益占比 11.03%。2015 年公司少数股东权益增加 3 亿元，系国开发展基金有限公司对公司非全资子公司温州幸福轨道交通股份有限公司增资 3 亿元人民币。

2015 年，公司资本公积为 24.84 亿元，较 2014 年增加 8.13 亿元，其中 8.11 亿元为 2015 年温州市国资委对公司的财政拨款，0.02 亿元为无偿划拨给公司的股权和土地。2015 年，公司其他综合收益 6.71 亿元，为可供出售金融资产公允价值变动损益，每年变动值为当期公允价值变动的税后净收益，净收益同时反映在损益表中的“其他综合收益的税后净额”科目。

截至 2015 年底，公司负债总额 55.18 亿元，同比增长 19.65%，主要系流动负债的增加。其中，流动负债和非流动负债占比分别为 36.42%和 63.58%，占比较上年（89.29%和 10.71%）变化较大，其中 2015 年流动负债占比下降较大主要是因为 2014 年转为一年内到期的非流动负债的 28 亿元信托借款于 2015 年到期兑付所致。

截至 2015 年底，公司流动负债 20.09 亿元，同比下降 51.23%，主要是由于一年内到期的非流动负债的减少所致。截至 2015 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 49.76%）、应付账款（占比 25.01%）和其他应付款（占比 22.24%）构成。

2015 年，公司短期借款为 10 亿元，全部为向银行的保证借款，较上年末增加 5 亿元；公司应付账款 5.03 亿元，主要由应付一年以内的工程款构成。

2015 年，公司其他应付款较上年小幅上升，为 4.47 亿元，主要包括暂借款 0.13 亿元、应付暂收款 2.99 亿元和押金保证金 1.33 亿元；应付款项单位主要为温州市下属区级政府机构部门，应付资金均无利息成本。

2015 年，公司应付利息为 0.34 亿元，较上年增加 0.27 亿元，主要系有息债务规模的增长。

此外，公司预收款项、应付职工薪酬和应交税费等其他流动负债规模均很小且变化不大。

2015 年，受公司长期借款期限较短影响，公司非流动负债规模较上年增幅较大，为 35.09 亿元。2015 年底，公司长期借款为 18 亿元，较上年增加 15 亿元为信用借款（10 亿元）和保证借款（5 亿元）。

2015 年，公司新增应付债券 14.84 亿元，为 2015 年发行的“15 温州铁投可续期债”品种一和品种二。

从公司有息债务期限结构看，截至 2015 年底，公司全部债务 42.84 亿元（同比增长 19.01%），其中短期债务占比 23.34%、长期债务占比 76.67%，债务结构较 2014 年（短期债务占 91.67%，长期债务占 8.33%）明显改善。整体看，公司有息债务规模尚可。

从债务指标看，2015 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 41.19%和 35.22%，较上年变化很小。受长期债务波动较大的影响，2015 年公司长期债务资本化比率为 29.42%，较上年（4.38%）明显增加。公司目前债务负担尚可。

整体看，跟踪期内，公司债务结构变动较大；目前短期债务规模较小，债务结构较为合理；未来随着项目不断投入，债务负担将持续增长。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债下降影响，2015 年公司流动比率和速动比率较上年大幅增长，分别为 190.08%和 170.81%。2015 年，受经营性现金流量净额下降的影响，公司经营现金流流动负债比为 0.99%，较上年（2.57%）进一步下降，经营活动现金流对流动负债保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 1.63 亿元，较上年增长 14.79%，全部债务/EBITDA 为 26.34 倍，EBITDA 对全部债务保护能力弱。考虑到公司在土地出让金（收益）

返还、政府补助和所得税优惠等方面得到了温州市政府的支持，公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面，2015年11月19日，公司为温州市瓯飞经济开发投资有限公司（以下简称“瓯飞经开”）提供担保，担保金额为10.00亿元，担保比率为12.69%，担保期限为25年，被担保债权为非经营性水利建设中长期借款。瓯飞经开是成立于2012年的国有性质的企业，其主要业务包括对瓯飞一期工程及其围区基础设施建设与运营管理、资产管理、土地开发利用和整理、地产项目开发，以及相关延伸产业的运营开发。截至2015年10月底，瓯飞经开总资产为54.53亿元，负债31.28亿元，2015年1~10月营业收入15.9万元，净利润1.21万元。除此之外，截至2015年底，公司无其他对外担保。公司或有负债风险较小。

截至2015年底，公司获得商业银行授信额度合计295亿元，尚未使用额度264亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国建设银行股份有限公司温州分行营业部提供的企业基本信用信息报告（银行版）（机构信用代码：G10330302007741807），截至2016年8月16日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及温州市区域及财力状况、温州人民政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、存续期内债券及募集资金使用情况

公司于2015年8月27日发行“15温州铁投可续期债”，分为两个品种。品种一，发行规模为8亿元，以每5个计息年度为一个周期，在每5个计息年度末附续期选择权，公司有权

选择将品种一债券期限延长5年或选择在该计息年度末到期全额兑付品种一债券，若公司选择延长债券期限，则从第21个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上500个基点，在第21个计息年度至第25个计息年度内保持不变；从第26个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上1000个基点；在第26个计息年度至第30个计息年度内保持不变，从第31个计息年度开始，每个计息周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上1500个基点。品种二，发行规模为7亿元，以每3个计息年度为一个周期，在每3个计息年度末附上调或下调票面利率选择权及投资者回售选择权，在第15个计息年度末公司到期全额兑付品种二债券。

品种一采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利，票面年利率由基准利率加上基本利差确定。品种二采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，在存续期内前3年票面利率由基准利率加上基本利差确定，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至2016年6月底，“15温州铁投可续期债”品种一和品种二，共使用14.83亿元用于S1线一期项目建设。截至2016年6月底，S1线一期项目完成投资58.69亿元，项目完工率为31.54%。

十、债券保护条款分析

为了保证募集资金合理使用，以及按时足额还本付息，公司聘请中国工商银行股份有限公司温州鹿城支行（以下简称“工商银行鹿城支行”）作为本期债券账户及资金监管银行，并签署《账户及资金监管协议》。公司将于工商银行鹿城支行开立募集资金使用专户、偿债资金专户和轨道专项资金账户，并按照《账户及资金监管协议》的约定使用上述专户，划转、提取和使用相关资金，并接受工商银行鹿城支行

的监管。偿债资金专户用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。

此外，根据公司与中国工商银行股份有限公司温州分行（以下简称“工商银行温州分行”）签署的《流动性支持贷款协议》，本期债券存续期内，当公司对本期债券本息偿付发生临时资金流动性不足时，工商银行温州分行在符合国家法律法规、工商银行温州分行信贷政策和贷款条件的前提下，在每次付息或本金兑付前五个工作日给予公司流动性支持（可采用贷款或其他合法形式，具体金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限），该流动性支持仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司临时偿债困难。

“15 温州铁投可续期债”品种一和品种二的信用等级均为 AA。

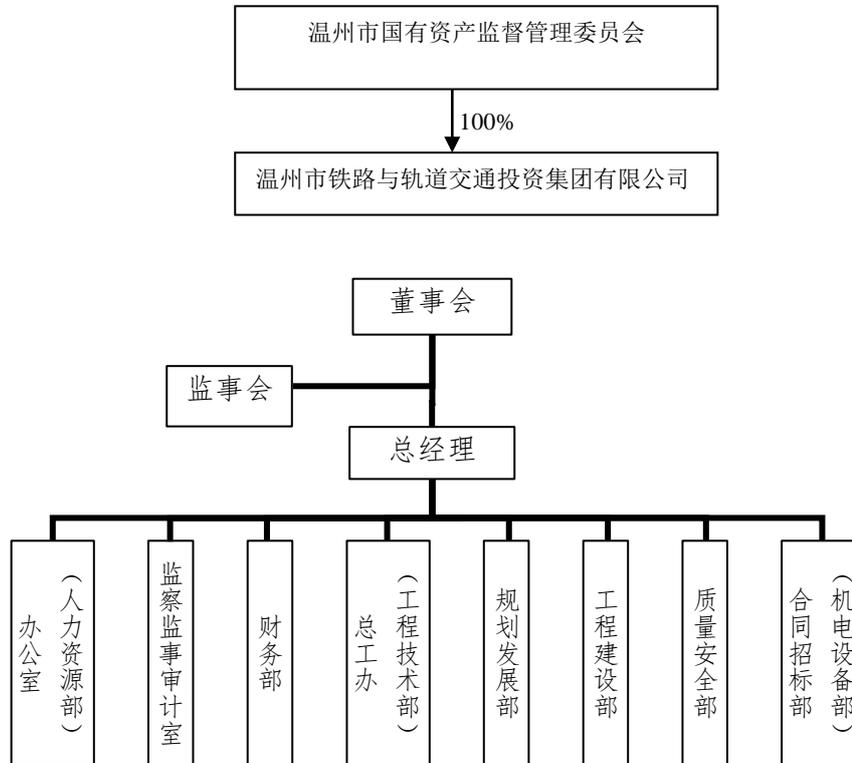
十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2015 年底，公司存续期债券仅包括“15 温州铁投可续期债”品种一和品种二，品种二在第 15 个计息年度末公司到期全额兑付，假设品种一在发行第 15 个计息年度末赎回，存续期内单年最高本金偿付额度发生在 2030 年，为 15 亿元。2015 年公司经营活动产生的现金流量和现金流量净额分别为单年最高偿付本金的 0.10 倍和 0.01 倍，2015 年公司 EBITDA 为单年最高偿付本金的 0.11 倍，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对单年最高偿付本金保障程度低，考虑到募投项目市域铁路 S1 线项目的重要性，未来公司将持续获得温州市政府的支持，以及未来资金平衡用地出让均可保障“15 温州铁投可续期债”品种一和品种二偿还的安全性。此外，公司设立偿债资金账户，同时获得银行的流动性支持，进一步保障“15 温州铁投可续期债”品种一和品种二的到期偿还。总体看，存续期内债券到期不能偿还的风险较低。

十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 公司合并范围子公司（截至 2015 年底）

子公司全称	业务性质	注册资本 (万元)	持股权比例 (100%)	经营范围
温州幸福轨道交通股份有限公司	交通运输业	301829.00	50.36	市域铁路项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；市域铁路沿线的仓储、物流服务项目的建设、开发、经营；市域铁路沿线的资产经营
温州市轨道交通资产经营管理有限公司	服务业	10000.00	100.00	铁路与轨道交通沿线资产及火车站大楼租赁；物业管理等
温州市轨道交通置业有限公司	房地产开发	2024.00	100.00	房地产开发经营；基础设施建设；建筑安装服务；建筑材料销售

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	37.27	21.45	19.21
资产总额(亿元)	99.40	111.59	133.97
所有者权益(亿元)	57.68	65.47	78.79
短期债务(亿元)	0.00	33.00	10.00
长期债务(亿元)	31.00	3.00	32.84
全部债务(亿元)	31.00	36.00	42.84
营业收入(亿元)	0.61	0.29	0.34
利润总额(亿元)	2.78	1.35	1.29
EBITDA(亿元)	2.85	1.42	1.63
经营性净现金流(亿元)	1.07	1.06	0.20
财务指标			
销售债权周转次数(次)	382.77	226.32	301.67
存货周转次数(次)	0.05	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.00
现金收入比(%)	84.60	95.87	90.35
营业利润率(%)	66.41	58.88	68.84
总资本收益率(%)	3.10	1.34	1.29
净资产收益率(%)	4.75	2.06	1.64
长期债务资本化比率(%)	34.96	4.38	29.42
全部债务资本化比率(%)	34.96	35.48	35.22
资产负债率(%)	41.97	41.33	41.19
流动比率(%)	480.89	85.61	190.08
速动比率(%)	447.31	76.88	170.81
经营现金流动负债比(%)	11.19	2.57	0.99
全部债务/EBITDA(倍)	10.88	25.28	26.34

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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 5 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