

信用等级公告

联合〔2019〕996号

联合资信评估有限公司通过对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司及其发行的“15 温州铁投可续期债/15 温铁 01”、“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”信用状况进行综合分析和评估，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⁺，维持“15 温州铁投可续期债/15 温铁 01”、“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月十七日



温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 温州铁投可续期债/15 温铁 01	8 亿元	2020/08/27 ¹	AA ⁺	AA ⁺
15 温州铁投债/15 温铁 02	7 亿元	2021/08/27 ²	AA ⁺	AA ⁺
16 温州铁投专项债/16 温铁债	10.3 亿元	2021/09/22 ³	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 5 月 17 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	18.48	24.30	20.29
资产总额(亿元)	184.31	278.14	309.47
所有者权益(亿元)	99.01	164.00	175.48
短期债务(亿元)	21.20	14.00	8.50
长期债务(亿元)	47.40	75.82	90.65
全部债务(亿元)	68.60	89.82	99.15
营业收入(亿元)	1.28	0.46	0.43
利润总额(亿元)	1.01	2.21	2.24
EBITDA(亿元)	1.20	2.32	2.36
经营性净现金流(亿元)	2.18	2.51	0.41
营业利润率(%)	-76.03	-31.69	32.72
净资产收益率(%)	1.02	1.34	1.28
资产负债率(%)	46.28	41.04	43.30
全部债务资本化比率(%)	40.93	35.39	36.10
流动比率(%)	104.59	277.41	228.63
经营现金流流动负债比(%)	6.09	10.06	1.74
全部债务/EBITDA(倍)	57.23	38.66	41.99

分析师

张 宁 姜泰钰

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

¹期限为 5+5N，N 为续期数，联合资信以下次行权日为本期债券到期兑付日，下同。

²期限为 3+3N，N 为续期数，N≤4。

³期限为 5+5+5 年。

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专营优势。跟踪期内，温州市地方经济保持较快增长，公司在项目资本金注入、政府补贴等方面持续获得股东的大力支持。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、有息债务规模增长快、融资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“15 温州铁投可续期债/15 温铁 01”、“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为温州市域铁路项目投资建设及运营管理的唯一主体，业务上具有显著的区域专营优势。跟踪期内，公司在项目资本金注入、财政补贴等方面继续获得股东的大力支持。
2. 市域铁路 S1 线一期和 S2 线一期配套的资金平衡土地规模较大，预计可实现的土地出让净收益较好，对项目建设及未来有息债务的偿还提供了较强保障。
3. 2018 年温州市经济保持较快增长，未来随着市域铁路项目的建成和运营，将对周边资金平衡用地的出让、物业管理和租赁产生协同效应，公司经营前景良好。

关注

1. 跟踪期内，公司负责的市域铁路 S1 线一期项目西段开始试运营，S2 线一期项目仍处于投资建设阶段，均未形成运营收入，公

司营业收入规模较小且同比有所下降，目前盈利能力仍弱。

2. 跟踪期内，随着市域铁路项目的持续投入，公司有息债务规模快速增长。

声 明

一、本报告引用的资料主要由温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为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”）。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为20亿元。

跟踪期内，公司作为温州市域铁路项目投资建设及运营管理唯一主体的职能定位未发生变化，营业范围无变化。截至2018年底，公司共拥有合并范围内子公司5家；公司总部内设财务管理中心、监察监事审计室和质量安全部等10个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额为309.47亿元，所有者权益合计175.48亿元（含少数股东权益33.18亿元）；2018年，公司实现营业收入0.43亿元，利润总额2.24亿元。

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、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年底，联合资信所评公司存续债券包括“15温州铁投可续期债/15温铁01”“15温州铁投债/15温铁02”和“16温州铁投专项债/16温铁债”，债券余额合计25.30亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付

上述存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 温州铁投可续期债/15 温铁 01	8.00	8.00	2015-08-27	5+5N (N 为续期数)
15 温州铁投债/15 温铁 02	7.00	7.00	2015-08-27	3+3N (N 为续期数, N≤4)
16 温州铁投专项债/16 温铁债	10.30	10.30	2016-09-22	5+5+5
合计	25.30	25.30	--	--

资料来源：联合资信整理

“15温州铁投可续期债/15温铁01”“15温州铁投债/15温铁02”募投项目均为市域铁路S1线一期工程，募集资金均已全部用于S1线一期项目建设。项目进展情况详见“经营分析”部分。

“16温州铁投专项债/16温铁债”募集资金已使用6.32亿元，尚剩余3.98亿元未使用。截至2018年底，温州市域铁路运营控制中心工程停车场项目已建成投运，温州铁投集团人才公寓停车场项目预计2019年7月底装修完成交付使用；市域铁路S1线高铁站与瑶北站区综合体配套停车场处于在建状态；市域铁路S1线灵昆车辆段上盖开发配套停车场项目处于工可报批阶段，预计2019年6月即可批复正式开工建设，市域铁路S1线永中站区综合体配套停车场项目处于前期政策处理阶段。

表2 “16温州铁投专项债/16温铁债”募投项目建设情况

项目名称	建设进度	开工时间/预计开工时间	预计完工时间
温州市域铁路运营控制中心工程停车场	已建成投运	2014年9月	完工
市域铁路S1线灵昆车	可研阶	2019年6月	2023年6月

辆段上盖开发配套停车场	段		
市域铁路 S1 线瑶北站区综合体配套停车场	在建	2017年11月	2020年12月
市域铁路 S1 线永中站区综合体配套停车场	前期政策处理	2018年12月	2020年12月
市域铁路 S1 线高铁站区综合体配套停车场	在建	2018年2月	2019年10月
温州铁投集团人才公寓停车场	主体工程正在装修	2016年3月	2019年7月

资料来源：公司提供

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有 7 种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。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，具有良好的社会效益。同时，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。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨

道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约 1.5 万亿。根据《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年底，中国内地累计有 35 个城市建成投运城市轨道交通线路，共计 185 条线路，运营线路总长度达 5761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，地铁 4354.3 公里，占比 75.6%；轻轨 255.4 公里，占比 4.4%；单轨 98.5 公里，占比 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占比 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占比 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占比 1.0%；APM10.2 公里，占比 0.2%。

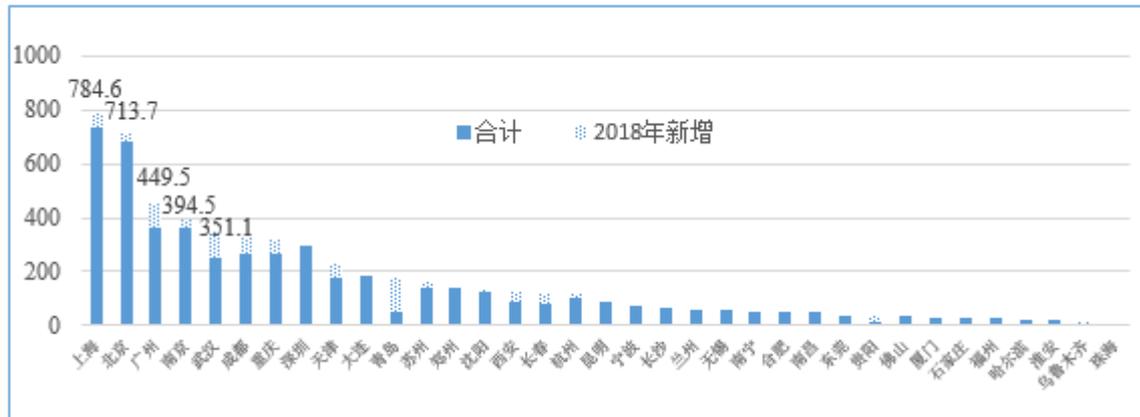
图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为 2143.4 公里，年均新增线路长度为 714.5 公里。2018 年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐 1 个运营城市，全国新增运营线路长度 728.7 公里、新增运营线路 20 条。2018 年全年累计完成客运量 210.7 亿人次，同比增长 14%。截至 2018 年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6 公里）、北京（713.7 公里）、广州（449.5 公里）、南京（394.5 公里）和武汉（351.1 公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018年，中国城市轨道交通完成投资5470.2亿元，同比增长14.9%。在建线路总规模6374公里，同比增长2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过400公里，成都、武汉、杭州3市建设规模超过300公里。截至2018年底，中国共有63个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的19个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计61个，在实施的建设规划线路总长7611公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共44个城市规划线路，总计6864.4公里，占比90.2%，总投资达38911.1亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉6市投资计划均超过2000亿元，6市规划线路投资总额达15438.8亿元。

未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

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

由于轨道交通只能服务于特定的区域，

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，具有自然垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）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，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。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。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，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、债券和资产票据等方式或运作政府给予

的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

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，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括 BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁 4 号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁 4 号线采用该模式）、TOT 等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）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，中国轨道交通占城市公共交通运输量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损状态。

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 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 3 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《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》（国办发〔2003〕81号）	国务院	2003.09
2	国务院办公厅《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》（国办发〔2014〕37号）	国务院	2014.08
3	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169号）	住建部	2014.11
4	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117号）	环保部	2014.12
5	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49号）	发改委	2015.01
6	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知（国发〔2015〕51号）	国务院	2015.09

7	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》(发改基础〔2015〕2506号)	发改委、住建部	2015.12
8	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
9	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11.
10	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录(2016年本)的通知》(国发〔2016〕72号)	国务院	2016.12
11	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》(发改基础〔2017〕189号)	发改委	2017.01
12	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的指导意见(发改基础〔2017〕74号)	发改委、教育部、人社部	2017.01
13	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
14	关于促进市域(郊)铁路发展的指导意见(发改基础〔2017〕1173号)	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
15	《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)发布	国务院	2018.07
16	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

(6) 行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在海外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为30%左右；国外的地铁承运率已经达到70%~80%，而目前我国只有40%，提升空间很大。

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，形成规模经营、适度竞争的格局。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建3500公里左右，相当于前50年的总和，2020年底全国城市轨道交通运营线路预计7000公里左右，2025年底将超过1万公里，2030年底可能接近1.5万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促

进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次0.4万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时3万人次以上、1万人次以上(以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整)，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济环境

公司主要从事温州市市域铁路投资建设及沿线土地综合开发等工作，温州市经济状况对公司的发展有重要意义。

跟踪期内，温州市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持稳定增长，交通运输业客流量持续增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2018年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018年全市生产总值6006.2亿元，按可比价计算，同比增长7.8%。其中，第一产业增加值141.8亿元，同比增长2.0%；第二产业增加值2379.5亿元，同比增长7.6%；第三产业增加值3484.9亿元，同比增长8.2%。三次产业比重为2.4：39.6：58.0，产业结构进一步优化。2018年底，温州全市常住人口为925万人；全市居民人均可支配收入46920元，比上年增长8.7%。

固定资产投资稳定增长，但近年来增速有所放缓。2016~2018年，温州市全年固定资产投资增长速度分别为13.0%、11.9%和8.1%，2018年，温州市工业投资和服务业投资分别增长10.4%和8.5%。2018年，温州市159个全省集中开工项目全部进场施工，省“152”工程落地开工42个。2018年，温州市房地产开发投资同比增长14.9%。房屋施工面积4866.8万平方米，增长3.1%；商品房销售面积1165.8万平方米，增长8.9%。

随着交通基础设施建设的发展，客流量持续增长。公路方面，2018年温州市公路总里程14613公里，其中高速公路365公里，一级公路552公里，二、三级公路1919公里。截至2018年底，温州市实有公共汽（电）车营运车辆3812辆，年载客量3.73亿人次，实有出租车7572辆。铁路方面，2018年，温州市铁路客运量达2658.2万人次，增长8.2%；货运量530.1万吨，增长13.3%。航空旅客吞吐量1121.9万人次，增长20.8%。水路方面，港口货物吞吐量8239万吨，下降7.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本及实收资本均为20亿元，温州市国资委持股100%，仍为公司实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，温州市财政实力持续增强，财政自给能力一般；当地政府在土地出让收益返还、项目资本金及财政补贴方面给予公司持续有力的支持。

根据《关于温州市2018年全市和市级预算执行情况及2019年全市和市级预算草案的报告》，2018年温州市实现财政总收入862.5亿元，比上年增长10.8%。其中一般公共预算收入514.8亿元，同比增长10.6%。同期，一般公共预算支出874.1亿元，比上年增长14.8%。其中一般公共服务支出、公共安全支出、教育支出、科学技术支出、社会保障和就业支出合计474.2亿元，占一般公共预算支出的54.25%。财政自给率为58.89%，较2017年的61.11%小幅下降，财政自给能力一般。2018年温州市政府性基金预算收入812.9亿元，同口径下降13.6%。截至2018年底，温州市政府性债务余额595.3亿元，其中一般债务114.7亿元、专项债务480.6亿元。政府性债务余额/GDP为9.91%，较上年略有增长，温州市债务负担尚可。

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，业务上具有区域专营性。跟踪期内，公司在资金平衡用地出让收益返还、项目资本金注入、财政补贴等方面持续获得温州市政府的大力支持。

资金平衡用地出让收益返还

根据温委发(2012)147号、温政办(2012)52号等文件，公司享有轨道交通沿线土地开发收益（S1线一期项目配套资金平衡用地为

S1 线沿线站点周边土地，配套土地面积为 4102.10 亩，预计土地出让收益约为 191.84 亿元；S2 线一期项目配套资金平衡用地为 S2 线沿线站点周边土地，配套土地面积约为 8607.00 亩，预计土地出让收益约为 195 亿元，用于筹资设立轨道交通建设发展专项资金。2017 年 11 月，温州市财政局将市域铁路 S1 线一期项目配套土地（瑶溪北单元 11-A-15、11-A-24、11-A-30 储备地块），出让面积约 205 亩，成交均价约 1644.39 万元/亩，土地出让金为 33.71 亿元，土地出让收入可观。温州市政府扣除相关规费后拨付给公司 26.29 亿元，主要用于市域铁路 S1 线一期项目建设、社会资本退出及建设金融资本本息偿付等支出。该笔资金冲抵“其他应收款”中土地整理成本后，剩余部分在“专项应付款”中体现，2017 年为 11.22 亿元。2018 年，S1 线一期项目和 S2 一期项目均无配套资金平衡用地的出让及处置。

项目资本金支持

根据《关于下达市域铁路 S1 线一期工程 2015~2017 年度出资计划的通知》（温发改交通〔2016〕250 号），S1 线一期工程政府出资计划为 75.26 亿元，其中项目资本金 56.22 亿元和按规定货币出资部分 19.40 亿元（含各区、功能区 8.13 亿元，国资段 11.27 亿元）。S1 线一期工程由温州市政府直接承担的项目资本金为 56.22 亿元，2016~2018 年温州市政府分别实际拨付 6.46 亿元、16.23 亿元和 3.51 亿元。同期，按规定货币出资部分未收到项目资金。截至 2018 年底，已累计拨付项目资本金 47.25 亿元（市本级 14.33 亿元，区政府及国资主体 32.92 亿元），剩余 8.97 亿元将于 2019 年及以后到位。2019 年，温州市政府预计拨付资本金及按规定货币出资⁴合计为 10.61 亿元，超过剩余资本金部分的资金全部为按规定货币出资部分。

⁴ 按规定货币出资是指为平衡项目融资，温州市政府给与 S1 线一期工程的平衡款，给与的方式为现金，该笔平衡款不包括于项目资本金中。

表 4 截至 2018 年底 S1 线项目资本金出资情况

（单位：亿元）

项目	应出项目资本金金额	已到位项目资本金金额	未到位项目资本金金额	2019 年计划到位的项目资本金及按规定货币出资金额
市本级及区级（含功能区）	56.22	47.25	8.97	10.61
社会资本	36.82	36.20	0.62	--
合计	93.04	83.45	9.59	10.61

资料来源：公司提供

根据温州市人民政府专题会议纪要（〔2019〕2 号），S2 线一期项目由温州市政府承担的资本金总额为 130.76 亿元，各出资主体出资期限调整为 2016~2027 年，共计 12 年。2016~2018 年，温州市政府及各级政府分别实际拨付项目资本金 2.00 亿元、8.20 亿元和 6.72 亿元。截至 2018 年底，S2 线一期工程已累计拨付项目资本金 16.92 亿元（市本级 1.38 亿元，区级 15.54 亿元）。此外，另有 32.00 亿元资本金为温州市轨道交通发展农银一期建设投资合伙企业（以下简称“农银合伙企业”）产业发展基金和 10 亿元资本金为国开专项建设基金，剩余 71.84 亿元资本金将于 2019-2022 年按政府下达的出资计划陆续到位，2019 年计划拨付资本金 16.36 亿元。

表 5 截至 2018 年底 S2 线项目资本金政府出资情况

（单位：亿元）

项目	应出项目资本金金额	已到位项目资本金金额	2019 年计划到位的项目资本金金额
市本级及区级（含功能区）	54.25	6.63	7.18
乐清市政府	45.20	5.65	5.86
瑞安市政府	31.30	4.64	3.32
合计	130.76	16.92	16.36

注：合计值与分项值加总有出入系四舍五入原因造成

资料来源：公司提供

上述资金均纳入各出资主体财政中长期规划和当年度财政预算，同时列入沿线各县

(市、区)政府、功能区管委会和市有关部门当年的业绩考核。

财政补贴

2018年,公司收到温州市财政局拨付的财政补助为2.50亿元。2018年,根据温州市人民政府办公室抄告单(〔2018〕260号),同意温州市财政局和温州市国土资源局联合请示事项《关于2018年土地储备专项债有关问题的请示》(温财综〔2018〕625号),拨付公司2018年土储专项债资金8.00亿元,计入“专项应付款”。

3. 企业信用记录

跟踪期内,公司过往债务履约情况良好;未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心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2019年4月10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。

截至2019年5月14日,未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内,根据温国资委〔2019〕7号文件,由于温州市机构改革和人员转隶,温州

市国资委免去已向公司派驻的监事,2019年将由审计局委派,因此公司目前监事实际到位2人。公司在其他治理结构、高级管理人员构成及管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

公司作为温州市轨道交通项目建设的唯一主体,承担温州市域铁路和铁路投资项目的投资建设工作。跟踪期内,公司主营业务收入仍以房产销售收入为主,公司主营业务收入随着已开发的房地产项目的逐步售罄有所下降。

由于公司投资建设的市域铁路项目处于投资建设及试运营阶段,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。2018年,公司主营业务收入规模较小且同比有所下降,为0.33亿元,主要是房产销售收入下降所致。同期,公司其他业务收入为0.09亿元,主要包括劳务派遣收入等。

毛利率方面,2018年,公司房产销售业务毛利率转为正,主要是2018年公司销售房产主要为县前二期项目,该项目拿地时间早,土地成本较低所致。公司物业管理板块毛利率保持较高。2018年,受房产销售业务盈利影响,公司综合毛利率为47.91%。

表6 公司营业收入构成情况(单位:万元、%)

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	2200.59	47.94	-100.75	1483.71	34.79	75.50
租赁	1079.59	23.52	-0.09	1356.23	31.80	6.33
物业管理	651.49	14.19	76.96	464.85	10.90	82.27
其他	5.52	0.12	100.00	41.98	0.98	100.00
主营业务收入合计	3937.19	85.76	-43.46	3346.77	78.47	48.72
其他收入	653.52	14.24	63.38	918.26	21.53	44.96
营业收入合计	4590.71	100.00	-28.25	4265.03	100.00	47.91

资料来源:公司提供

(1) 市域铁路项目

跟踪期内,S1线一期工程接近完工,西段已经开始试运营,将对周边资金平衡用地

的出让、物业管理和租赁产生一定的提升效应。同时,市域铁路项目未来投资规模仍较大,公司存在较大的筹资压力。

公司目前正式开工建设的市域铁路项目中，主要在建的项目为 S1 线一期工程 and S2 线一期工程。

S1 线一期投资建设模式为公司发起成立温州幸福轨道交通股份有限公司（以下简称“幸福轨道公司”），作为项目法人和融资平台。资金来源方面，S1 线一期项目总投资 186.07 亿元，项目资本金为 93.04 亿元，其他部分由公司自筹。项目资金平衡方式参见“外部支持-资金平衡用地出让收益返还”和“外部支持-项目资金支持”部分内容。公司目前已启动对 S1 线轨道及站点 500 米范围内的 909.39 亩土地进行土地一级整理，总投约为 28.88 亿元。

截至 2018 年底，S1 线一期项目已投资 144.73 亿元，已投入金额在公司“在建工程”科目中反映。S1 线一期西段（桐岭站至奥体中心站共计 12 站）于 2018 年 10 月 1 日开始不载客试运行，于 2019 年 1 月 23 日开始载客试运行，S1 线一期东段（奥体中心站至半岛三站共计 6 站）预计 2019 年 10 月 1 日开通试运行。截至 2019 年 3 月底，S1 线一期西段累计搭乘乘客 120.72 万人，日均搭乘 1.78 万人次，列车开行 11392 列次，运营里程 41.01 万公里，收取票款约 574.25 万元，平均每

人次票务收入 4.76 元。试运营期收取的票款冲抵公司“在建工程”，不在公司利润表中体现，待试运营期结束进入正式运营阶段后会在利润表中体现票款收入，预计 S1 线一期全线正式运营时间为 2020 年 10 月 1 日以后。

S2 线一期投资建设模式为公司发起成立温州市域铁路二号线项目有限公司（以下简称“二号线项目公司”），作为该项目法人和融资平台。资金来源方面，项目总投资 261.53 亿元，项目资本金 130.76 亿元，其余部分由公司自筹。项目资金平衡方式参见“外部支持-资金平衡用地出让收益返还”部分内容。

截至 2018 年底，S2 线一期项目完成投资 40.37 亿元，已投入金额在公司“在建工程”科目中反映。S2 线一期项目全线土建标共 10 个，截至 2018 年底已完成 SG3~SG8 的招标，其中 SG3~SG7 五个标段已进场，S2 线一期全线计划 2021 年 7 月通车试运营。

截至 2018 年底，公司在建的 S1 线一期工程 and S2 线一期工程累计已投资 185.10 亿元，未来尚需投资 262.50 亿元，其中尚未到位的项目资本金 81.43 亿元，剩余资金主要由公司自筹，2019 年计划投资 55.00 亿元。S3 线一期尚在可行性研究阶段。公司未来投资规模较大，面临较大的筹资压力。

表 7 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	项目资本金占比	截至 2018 年底完成投资	2019 年计划投资额
S1 线一期工程	53.50	11.40	2013-2018	1860683.00	50.00%	1447265.94	200000.00
S2 线一期工程	63.63	11.10	2015-2021	2615260.00	50.00%	403715.26	350000.00
S3 线一期工程	35.80	2.20	2018-2022	1224000.00	--	59.48	--
合计	152.93	24.70	--	5699943.00	--	1851040.68	550000.00

注：1、S3 线项目尚未正式启动，2018 年底已投入资金为前期设计费用，暂无明确未来投资计划；

2、S1 线一期工程和 S2 线一期工程已投资额均为财务口径投资额，实际小于形象工程投资额

资料来源：公司提供

（2）铁路投资业务

铁路投资业务投资资金均来源于政府，公司无资金压力；目前仅有金温铁路产生投资收益且规模较小。

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投资收益。目前公司参与的铁路投资项目包括金温扩能投资项目

2.34 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 5.30 亿元、甬台温新温州站站房投资项目 6.80 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%（资本金投入比例，并非最终决算的持股比例），2018 年获得投资收益 256.58 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，也未产生投资收益；其余项目均已完成建设，但暂无法确定股权比例，也未产生投资收益。目前，公司对于存续铁路项目的投资已经完成，后续无需进一步投资。未来随着投资项目陆续完工运营及确权手续的完成，将对公司收益形成一定补充。

跟踪期内，公司房地产业务仍由温州市轨道交通置业有限公司负责，目前开发的项目销售体量较小，实现收入下降，未来收入不确定性较大。

公司房地产业务仍由温州市轨道交通置业有限公司负责，公司近年来开发的房地产项目为县前二期项目和御龙公馆项目，目前均已进入销售尾声，未来可销售规模较小。县前二期项目于 2003 年投入开发，2010 年 2 月开始预售。截至 2018 年底，该项目销售进度为 89.95%，尚未销售面积为地上部分约 0.2 万平方米，账面价值 1081.13 万元。御龙公馆项目，即龙霞地块项目，截至 2018 年底尚未销售面积约 0.51 万平方米，账面价值 10653.70 万元，该账面价值大于公司存货金额，主要是公司已将部分营业房进行自持，纳入投资性房地产科目列示所致。2018 年，公司房产销售收入继续下降，为 0.15 亿元，2018 年公司合计销售面积为 810.59 平方米，全部为县前二期项目。截至 2018 年底，公司暂无在建或拟建的房地产项目，公司未来房地产板块收入不确定性较大。

跟踪期内，公司物业管理和租赁业务，

实现收入同比小幅上升。

公司物业管理和租赁业务目前均由温州市轨道交通资产管理有限公司经营，其中物业管理收入主要来自小区物业管理业务，租赁收入主要为经营的货运线路、商铺和仓库等实现的收入。2018 年，公司物业管理和租赁业务两项合计实现收入为 1821.08 万元，同比增长 5.20%，主要是潘桥三溪货场对外出租以及仓储地块的临时性收入增加所致，可持续性较弱。未来随着 S1 线一期项目沿线物业业务逐步开展，物业和租赁业务收入有望提升。

未来公司仍将聚焦市域铁路的投资和建设工作，并可能对沿线土地进行开发以平衡资金。

未来公司将按照温州市政府的规划，重点开展市域铁路 S2 线和 S3 线的投资和建设。S2 线方面，预计 2019~2021 年，S2 线一期工程可以完成建设，2021 年 7 月开始试运营。S3 线方面，预计 2019 年 S3 线可以取得工可批复并开工建设，建设区预计为 2020~2023 年，2024 年开始试运营。另外，2019 年，温州市内铁路 M1 一期工程和 M2 线一期工程的建设规划文件将要上报审批。房地产业务方面，公司未来会考虑与知名开发商合作对开发沿线土地进行开发的模式来获取收益，以平衡线路运营的亏损。

八、财务分析

公司提供了 2018 年度合并财务报表，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018 年，公司与永嘉县铁路投资集团有限公司共同出资成立温州北站高铁新城投资建设有限公司（以下简称“北站高铁公司”）（注册资本 1.00 亿元）。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 5 家。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性影响较

小。

1. 资产质量

跟踪期内，随着市域铁路项目的持续投入，公司资产规模快速增长，以非流动资产为主。整体看，公司资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额为 309.47 亿元，同比增长 11.26%，主要来自在建工程的增长，资产构成以非流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.30	8.74	20.29	6.56
其他应收款	6.45	2.32	12.61	4.08
其他流动资产	38.15	13.71	20.17	6.52
流动资产	69.19	24.87	53.33	17.23
在建工程	148.50	53.39	194.02	62.70
其他非流动资产	26.43	9.50	30.10	9.73
长期股权投资	15.05	5.41	14.87	4.80
可供出售金融资产	15.74	5.66	14.03	4.53
非流动资产	208.96	75.13	256.14	82.77
资产总额	278.14	100.00	309.47	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 53.33 亿元，同比下降 22.92%，主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成。截至 2018 年底，公司货币资金 20.29 亿元，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；公司其他应收款 12.61 亿元，主要由应收温州市财政局的土地平衡款等构成，较 2017 年底大幅增长 95.54%，土地平衡款主要是公司垫付的前期土地一级开发成本和市域铁路项目建设的融资利息等，待土地出让后由温州市财政局回款冲抵结算。从集中度看，其他应收款前五名占比 99.70%，集中度高。截至 2018 年底，公司其他应收款计提坏账准备 0.04 亿元；公司其他流动资产为 20.17 亿元，主要为理财产品；存货为 0.21 亿元，为县前二期项目和御龙公馆项目未销售部分。

截至 2018 年底，公司非流动资产为

256.14 亿元，同比增长 22.58%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。截至 2018 年底，公司在建工程 194.02 亿元，同比增长 30.65%，主要是市域铁路 S1 线一期工程 and S2 线一期项目的建设投入；其他非流动资产为 30.10 亿元，主要为公司代表温州市政府作为出资主体对铁路投资项目的出资款（21.64 亿元）、待抵扣增值税（5.22 亿元）和甬台温铁路用地耕地指标费（2.41 亿元）；长期股权投资为 14.87 亿元，同比减少 1.19%，全部为公司在权益法下确认的对 8 家联营企业的投资（主要由国企构成，民企构成规模很小）；可供出售金融资产账面价值为 14.03 亿元，较上年下降 10.90%，主要为公司持有的上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）股票价格变动所致。

截至 2018 年底，公司受限资产为 2.25 亿元，占资产总额的 0.73%，全部为可供出售金融资产科目的股票质押。另外，为保证 S1 线一期项目的顺利建设，幸福轨道公司与国家开发银行股份有限公司等银行组成的银团签订了贷款总额为 85 亿元，期限为 24 年的贷款（以下简称“该笔贷款”）合同，以 S1 线一期工程项目建成后的收费权及其项下全部权益和收益及温州市人民政府就 S1 线一期项目签订的《还款差额补足协议》项下享有的全部权益和收益出质，同时温州市现代服务业投资集团有限公司和温州市公用事业投资集团有限公司各对该笔贷款提供 36 亿元的保证担保。由于该笔贷款的质押物尚未形成，故未计入受限资产。整体看，公司受限资产规模较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长。

由于市域铁路项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模大幅增长，债务结构以长期债务为主；未来随着在建铁路项目的持续

投入，预计负债水平将进一步上升。

截至 2018 年底，公司归属于母公司的权益合计 142.30 亿元，同比增长 7.00%。公司实收资本保持稳定，仍为 20.00 亿元；资本公积为 103.18 亿元，较上年增加 10.23 亿元，主要为 2018 年公司收到各级财政拨入的项目资本金；其他综合收益 4.42 亿元，同比下降 22.55%，主要为可供出售金融资产公允价值变动所致。此外，2018 年，少数股东权益 33.18 亿元，同比增长 0.91%，变化不大，主要为社会资本对子公司幸福股份有限公司、二号线项目公司和北站高铁公司的投资。

截至 2018 年底，公司负债总额 133.99 亿元，同比增长 17.39%，主要为长期借款和专项应付款的增加，负债结构以非流动负债为主。

表 9 公司主要负债和权益构成（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.00	12.27	8.50	6.34
应付账款	4.45	3.90	6.78	5.06
其他应付款	5.70	4.99	7.15	5.34
流动负债	24.94	21.85	23.33	17.41
长期借款	50.70	44.42	65.50	48.88
应付债券	25.12	22.01	25.15	18.77
专项应付款	11.27	9.88	18.03	13.45
非流动负债	89.20	78.15	110.66	82.59
负债总额	114.14	100.00	133.99	100.00
实收资本	20.00	12.20	20.00	11.40
资本公积	92.95	56.68	103.18	58.80
未分配利润	11.53	7.03	13.55	7.72
其他综合收益	5.71	3.48	4.42	2.52
归属于母公司权益合计	131.12	79.95	142.30	81.09
少数股东权益	32.88	20.05	33.18	18.91
所有者权益合计	164.00	100.00	175.48	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 23.33 亿元，同比下降 6.47%，主要为短期借款的减少所致。截至 2018 年底，公司短期借款为 8.50 亿元，较上年底减少 5.50 亿元，主要包括保证借款 7.00 亿元和信用借款 1.50 亿元；应付账款 6.78 亿元，主要由应付一年以内的工程款构成；其他应付款 7.15 亿元，同比增长 25.55%，主要为工程质保金和应付暂收款，应付款项单位主要为 S1 线一期工程不同标段

项目经理部，应付资金均无利息成本。

截至 2018 年底，公司非流动负债 110.67 亿元，同比增长 24.06%，主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。截至 2018 年底，公司长期借款为 65.50 亿元，较上年大幅增长 29.19%，主要由质押借款 60.00 亿元⁵和保证借款 5.50 亿元构成；应付债券 25.15 亿元，为公司发行的“15 温州铁投可续期债/15 温铁 01”“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”；专项应付款为 18.03 亿元，较上年底增长 59.90%，主要是由于 2018 年根据温州市人民政府办公室抄告单（（2018）260 号），同意温州市财政局和温州市国土资源局联合请示事项《关于 2018 年土地储备专项债有关问题的请示》（温财综〔2018〕625 号），拨付公司 2018 年土储专项债资金 8.00 亿元。

截至 2018 年底，公司全部债务 99.15 亿元，同比增长 10.38%，主要为长期债务的增长所致。近年来公司债务结构持续改善，截至 2018 年底，公司短期债务和长期债务分别占 8.57%和 91.43%，目前公司短期债务规模较小，债务结构合理。整体看，公司有息债务规模呈快速增长态势。截至 2018 年底，公司长期债务 90.65 亿元，其中 2020~2022 年分别需偿还本金 0.77 亿元、11.39 亿元和 1.40 亿元。整体看，公司长期债务期限较长，未来三年集中偿付压力不大。截至 2018 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 43.30%、34.06%和 36.10%，较上年分别增加 2.26 个百分点、2.44 个百分点和 0.71 个百分点。公司目前债务负担适中，尚有一定的融资空间。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模较小，且

⁵截至 2018 年底公司质押借款为 60 亿元，其中 1.5 亿元质押借款的质押物为 2300 万股浦发银行的股票，另外 58.5 亿元的质押借款的质押物为市域铁路 S1 线一期的未来产生的收费权。

持续下降，利润总额对财政补贴依赖程度高，整体盈利能力弱。

2018年，公司实现营业收入0.43亿元，同比下降7.09%，系房地产销售收入下降所致。同期，公司营业成本大幅减少62.27%至0.22亿元。2018年，受公司房地产业务利润率提升影响，公司营业利润率转变为正，为32.72%。

2018年，公司期间费用0.28亿元，同比变化不大。由于营业收入规模较小，公司期间费用率仍较高，2018年为65.20%，较2017年（59.14%）上升较大，公司对期间费用控制力度有待改善。

2018年，公司资产减值损失为-1168.84万元，公司资产减值损失全部为转回其他应收款的坏账准备。

2018年，公司投资收益为-0.24亿元，主要是2018年公司长期股权投资在权益法确认的投资损益为-0.33亿元所致。

2018年，公司营业外收入规模较大，为2.51亿元，主要为政府补助。同期，公司利润总额为2.24亿元，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标来看，2018年，受净利润规模较小影响，公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，2018年分别为0.82%和1.28%，公司整体盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司市域铁路线路仍处于投资建设阶段，整体经营活动产生的现金流规模较小；随着市域铁路的建设投入，公司仍面临较大的外部融资需求。

从经营活动看，跟踪期内，由于公司市域铁路线路仍处于投资建设期，营业收入规模较小，公司整体经营活动产生的现金流规模较小。2018年公司经营活动现金流入量为0.99亿元，主要为往来款和政府补助形成的收到其他与经营活动有关的现金；经营活动

现金流出规模为0.59亿元，规模仍较小。2018年公司经营活动产生的现金流量净额为0.41亿元。同期，公司现金收入比为112.14%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金中包含增值税销项税额，而该部分税额不计入营业收入，同时公司收到的房产销售定金尚未形成营业收入所致。

从投资活动看，2018年公司投资活动现金流入显著增长至120.43亿元，主要是公司收到专项应付款8.07亿元和收回理财产品及利息收入110.79亿元所致。同期，公司投资活动现金流出增长至138.27亿元，主要是2018年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为43.04亿元及公司2018年用于购买理财产品的支出91.59亿元导致支付其他与投资活动有关的现金大幅增加至95.06亿元所致。2018年，公司投资活动产生的现金流量呈现净流出，为-17.84亿元。2017年，公司筹资活动前现金净流出规模持续扩大，为-17.43亿元，公司仍面临较大的外融资金需求。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入为40.49亿元，主要为公司取得的银行借款以及收到的项目资本金。2018年公司筹资活动现金流入同比大幅下降主要是2017年公司吸收的农银合伙企业对S2线项目的投资基金较大而2018年没有发生所致。2018年，公司筹资活动现金流出27.07亿元，主要为偿还债务支付的现金。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为13.42亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模较小，现金类资产较充裕，公司短期债务支付能力较好；公司有息债务规模较大且快速增长，考虑到股东对公司的支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险很小。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为228.63%和227.71%。同期，公司经

营现金流流动负债比为1.74%，经营活动现金流对流动负债保障程度较弱。公司短期债务规模较小，现金类资产较为充裕，2018年现金类资产/短期债务为2.39倍，对短期债务覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力较好。

2018年，公司EBITDA为2.36亿元，全部债务/EBITDA为41.99倍，EBITDA对全部债务保护能力较弱。考虑到公司在土地出让金返还、政府补助等方面得到了温州市政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2018年底，公司获金融机构授信额度合计320.59亿元，尚未使用额度198.59亿元，公司融资渠道畅通。

或有负债方面，截至2018年底，公司对外担保余额为22.95亿元，相当于2018年底公司所有者权益的13.08%。被担保企业为温州市瓯飞经济开发投资有限公司和浙江乐清湾铁路有限公司，均为国有企业，且目前经营情况良好。整体看，公司或有负债风险可控。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额161.12亿元，同比增长7.72%，主要系长期股权投资增长所致。其中流动资产占29.27%、非流动资产占70.73%，资产以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的52.06%，占比较高。截至2018年底，母公司长期股权投资为71.34亿元，同比增长20.52%，主要是2018年追加对温州幸福轨道交通股份有限公司投资12.00亿元所致。截至2018年底，母公司其他应收款为18.46亿元，同比增长59.77%，主要为应收温州市财政局的土地平衡款和对子公司的往来款及工程款。

截至2018年底，母公司所有者权益合计103.29亿元，同比增长13.65%，主要系资本公积有所增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的58.86%，占比较高。

截至2018年底，母公司资本公积71.93亿元，同比增长16.58%，主要是收到各级财政拨入的项目资本金10.23亿元和收到S1线瑶溪北站城市支路工程项目国有资本收益22万元。

截至2018年底，母公司负债合计57.83亿元，同比下降1.46%，变化不大。其中流动负债占18.97%、非流动负债占81.03%，母公司负债以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的43.16%，占比一般。截至2018年底，母公司应付债券为25.15亿元，主要是发行的“15温州铁投可续期债/15温铁01”、“15温州铁投债/15温铁02”和“16温州铁投专项债/16温铁债”。截至2018年底，母公司专项应付款18.02亿元，同比增长59.95%，主要是母公司收到土储专项债资金8.00亿元和轨道交通建设发展专项资金1.18亿元所致。

2018年，母公司实现营业收入0.03亿元，占合并报表营业收入的6.98%，母公司营业收入为对外劳务派遣产生的收入；母公司利润总额为2.17亿元，占合并报表利润总额的96.88%。母公司营业收入占合并报表的比重较低，但是利润总额占合并报表的比重很高。

九、存续期内债券偿债能力

截至2018年底，公司存续债券余额25.30亿元，公司经营活动现金流及EBITDA规模小，对未来待偿债券本金峰值覆盖程度很弱。

截至2018年底，若公司存续债券投资者均在下一行权周期未行使回售选择权，则公司无一年内到期兑付债券，2021年将达到存续债券待偿本金峰值17.30亿元。2018年底，公司现金类资产20.29亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为0.99亿元、0.41亿元和2.36亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司经营活动现金流及EBITDA规模小，对未来待偿债券本金峰值覆盖程度很弱。

表10 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

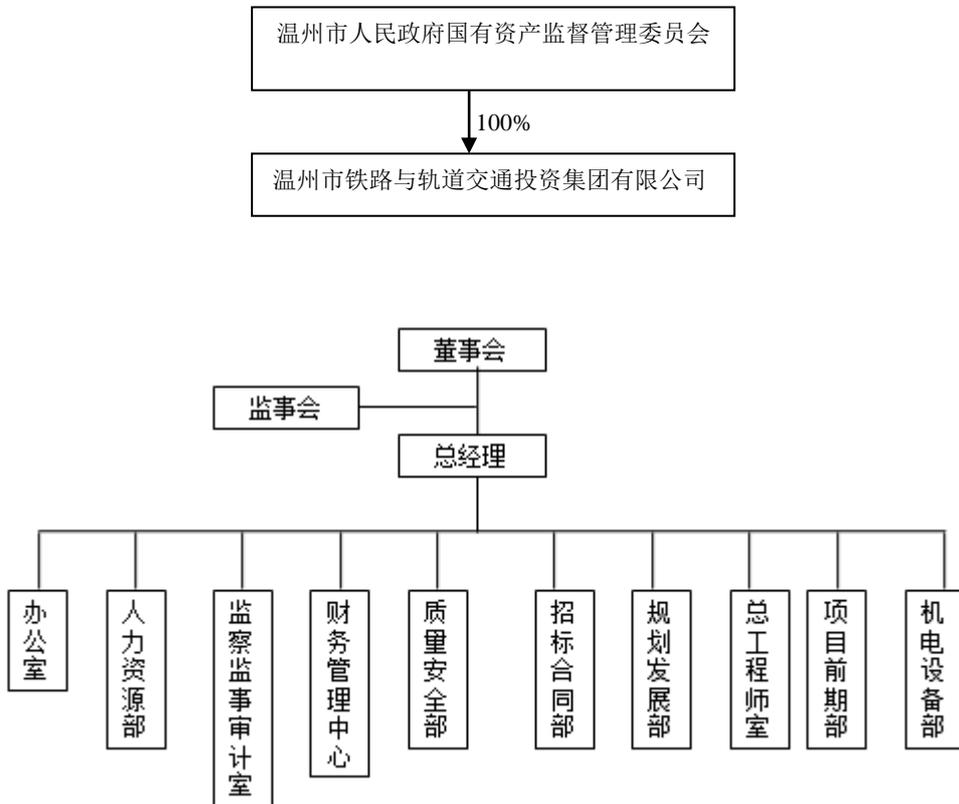
项目	2018年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	17.30
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.06
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.02
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

资料来源:联合资信整理

十、结论

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺,并维持“15温州铁投可续期债/15温铁01”“15温州铁投债/15温铁02”和“16温州铁投专项债/16温铁债”的信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年底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 2018 年底）

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股权比例 (%)	经营范围
1	温州幸福轨道交通股份有限公司	922994.00	68.53	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
2	温州市轨道交通资产经营管理有限公司	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
3	温州市轨道交通置业有限公司	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
4	温州市域铁路二号线项目有限公司	22000.00	90.91	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
5	温州北站高铁新城投资建设有限公司	10000.00	51.00	温州北站高铁新城项目开发；土地储备、开发经营；城乡基础设施、公共设施建设、运营；房地产开发经营与旧城改造；物业管理；物流服务；水环境治理服务；园林绿化服务（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）

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.48	24.30	20.29
资产总额(亿元)	184.31	278.14	309.47
所有者权益(亿元)	99.01	164.00	175.48
短期债务(亿元)	21.20	14.00	8.50
长期债务(亿元)	47.40	75.82	90.65
全部债务(亿元)	68.60	89.82	99.15
营业收入(亿元)	1.28	0.46	0.43
利润总额(亿元)	1.01	2.21	2.24
EBITDA(亿元)	1.20	2.32	2.36
经营性净现金流(亿元)	2.18	2.51	0.41
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1281.89	459.07	102.77
存货周转次数(次)	0.89	0.88	0.98
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.00
现金收入比(%)	105.02	91.30	112.14
营业利润率(%)	-76.03	-31.69	32.72
总资本收益率(%)	0.68	0.87	0.82
净资产收益率(%)	1.02	1.34	1.28
长期债务资本化比率(%)	32.37	31.62	34.06
全部债务资本化比率(%)	40.93	35.39	36.10
资产负债率(%)	46.28	41.04	43.30
流动比率(%)	104.59	277.41	228.63
速动比率(%)	101.53	276.45	227.71
经营现金流流动负债比(%)	6.09	10.06	1.74
全部债务/EBITDA(倍)	57.23	38.66	41.99

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	
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	
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

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变