

信用评级公告

联合〔2021〕3028号

联合资信评估股份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拟发行的 2021 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定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 AAA，2021 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司公司债券（第二期）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

评级总监:

二〇二一年五月十一日

2021 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：10.00 亿元

本期债券期限：15 年，附第 3、第 6、第 9、第 12 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：全部用于市域铁路 S2 线一期工程建设和置换建设贷款、工程款

评级时间：2021 年 5 月 11 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	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

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”）是温州市轨道交通前期、建设、投融资、运营和开发等业务的唯一主体，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。近年来，温州市经济持续增长，公司面临良好的外部环境，并持续获得有力的外部支持，资产及权益规模快速增长；公司转让 S1 线一期项目运营权获取大规模合作费，有效降低了债务压力，公司偿债能力有所提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着温州市经济的持续发展及公司轨道项目建设的持续推进，公司有望保持稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券的发行对公司现有债务规模存在一定影响，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期债券保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 外部发展环境良好。2018—2020 年温州市地区生产总值和一般公共预算收入均持续增长，2020 年分别为 6870.9 亿元和 602.0 亿元，同比增速分别为 3.4%和 4.0%，高于全国平均水平，公司面临良好的外部环境。
2. 公司业务专营性突出，持续获得有力的外部支持。公司作为温州市轨道交通前期、建设、投资、运营和开发等方面的唯一主体，投资建设了 S1 线和 S2 线一期工程，拟建设 S3 线一期工程、M1 线和 M2 线一期工程，业务专营性突出。公司持续获得项目资本金、资金平衡用地出让收益返还和政府补贴

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
—				--

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

分析师：

马玉丹（登记编号：R0150220120054）

吕泽峰（登记编号：R0150221040002）

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

等有力的外部支持。

3. 公司债务压力显著下降。截至 2020 年底，公司全部债务较上年末大幅减少，债务负担明显减轻。

关注

1. 资金支出压力较大。截至 2020 年底，公司建设的市域铁路 S1 线和 S2 线一期项目尚需投资 182.80 亿元，2021 年计划开工建设的 S3 线一期项目总投资 122.40 亿元，未来资金支出压力较大。
2. 2021 年或将面临一定的集中偿付压力。“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”附有投资者回售选择权，若按首个行权日行权计算，2021 年到期债务合计 29.37 亿元，现金短期债务比为 0.48 倍，公司或将面临一定的集中兑付压力。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	20.30	68.00	14.23
资产总额(亿元)	309.47	405.44	447.82
所有者权益(亿元)	175.48	200.70	244.25
短期债务(亿元)	8.50	17.21	12.07
长期债务(亿元)	90.65	94.45	62.09
全部债务(亿元)	99.15	111.66	74.17
营业收入(亿元)	0.43	0.46	3.23
利润总额(亿元)	2.24	2.04	2.27
EBITDA(亿元)	2.36	2.15	5.32
经营性净现金流(亿元)	0.41	60.02	35.18
现金收入比(%)	112.14	13143.63	951.97
营业利润率(%)	32.72	39.89	6.19
净资产收益率(%)	1.28	1.01	0.91
资产负债率(%)	43.30	50.50	45.46
全部债务资本化比率(%)	36.10	35.75	23.29
流动比率(%)	228.63	230.64	86.63
速动比率(%)	227.71	230.12	86.23
经营现金流动负债比(%)	1.74	164.05	84.07
现金短期债务比(倍)	2.39	3.95	1.18
EBITDA 利息倍数(倍)	0.79	0.58	3.78
全部债务/EBITDA(倍)	41.99	51.83	13.94
公司本部(母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	161.12	192.17	259.09
所有者权益(亿元)	103.29	126.49	166.19
全部债务(亿元)	37.35	40.87	52.64
营业收入(亿元)	0.03	3.42	0.04
利润总额(亿元)	2.17	1.87	1.68
资产负债率(%)	35.89	34.18	35.86
全部债务资本化比率(%)	26.55	24.42	24.06
流动比率(%)	429.84	230.50	91.19
经营现金流动负债比(%)	-0.54	-16.60	26.69

注:本报告已将长期应付款中有息债务计入长期债务核算

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/01/25	姜泰钰 邱成	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
AA+	稳定	2017/06/23	张婷婷 王宇勃	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
AA	稳定	2015/08/18	陈 茜 兰 迪	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015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号

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，联合资信评估股份有限公司（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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方 面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

马 丹

吕 洋

联合资信评估股份有限公司



2021 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“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 20.00 亿元，其中货币注资 5.00 亿元，其余 15.00 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，以下简称“轨交置业”）股权及部分拨款资金。截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，温州市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司是温州市市域铁路建设的唯一主体，主要负责轨道项目前期投资、开发、建设以及后期管理及轨道交通空间资源整合等相关业务。

截至 2020 年底，公司本部内设财务管理中心、企业发展部、项目前期部等职能部门；纳入合并范围的子公司 6 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 447.82 亿元，所有者权益 244.25 亿元（含少数股东权益 44.44 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 3.23 亿元，利润总额 2.27 亿元。

公司注册地址：浙江省温州市鹿城区温州大道 2305 号温州市轨道交通控制中心 15 楼；
法定代表人：丁建宇。

二、债券概况和募集资金使用情况

1. 本期债券概况

公司计划发行“2021 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），发行总额为 10.00 亿元。本期债券期限为 15 年，附第 3、第 6、第 9、第 12 个计息年度末公司调整票面利率选择权¹及投资者回售选择权²。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。在存续期内前 3 年票面年利率由基准利率³加上基本利差⁴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。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金 10.00 亿元，将全部用于温州市域铁路 S2 线一期工程（以下简称“S2 线一期工程”或“募投项目”）建设及置换建设贷款、工程款。

项目基本情况

S2 线一期工程位于温州沿海交通走廊内，北起虹桥镇，向南沿规划六环路到乐城新区，于瓯江北口过江引入 S1 线灵昆站，跨瓯江南口至机场，沿滨海大道南行，终至莘阳大道，线路长约 63.63 公里，其中隧道及地下线长约 11.10 公里。S2 线一期工程总投资为 261.53 亿元，

¹在本期债券存续期的第 3 个、第 6 个、第 9 个和第 12 个计息年度末，公司有权选择上调本期债券的票面利率或者下调本期债券的票面利率，调整幅度以《票面利率调整及投资者回售实施办法的公告》为准。

²在本期债券存续期的第 3 个、第 6 个、第 9 个和第 12 个计息年度末，公司刊登关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择将所持债券的全部或部分按面值回售给公司；或选择继续持有本期债券。公司有权选择将回售

的债券进行转售或予以注销。

³基准利率为公告日前 5 个工作日一年期上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。

⁴本期债券基本利差由公司的主承销商在发行时根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案，在本期债券存续期内固定不变。

其中公司自筹69.763亿元，轨交专项债券85.00亿元（其中24.00亿元用作项目资本金），其余为政府出资项目资本金106.763亿元，截至2020年底项目资本金已到位89.85亿元（其中政府项目资本金47.85亿元）；工程于2017年11月正式开工建设，计划2023年建成运营。截至2020年底，已完成投资107.67亿元，占总投资的41.17%。

项目审批情况

2015年12月，S2线一期工程获得浙江省发展和改革委员会《关于温州市域铁路S2线一期工程可行性研究报告的批复》（浙发改交通〔2015〕889号）；2015年12月，S2线一期工程获得温州市国土资源局《关于温州市域铁路S2线一期工程用地预审意见》（温土资预〔2015〕11号）；2016年10月，S2线一期工程获得浙江省发展和改革委员会《关于温州市域铁路S2线一期工程初步设计的批复》（浙发改设计〔2016〕110号）。

根据联合赤道环境评价有限公司2020年2月出具的评估认证，本期债券募投项目属于“清洁交通”类绿色产业项目，符合《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》（中国银行间市场交易商协会公告〔2017〕10号）、《绿色债券支持项目目录》（2015年版）及中国银行间交易商协会相关自律规则等相关要求，被认定为绿色项目。

项目建设意义

S2线一期工程贯穿南北，覆盖了城区，同时将市区与南北部周边各县连通，兼具满足交通需求和引导城市发展功能。项目建成后，不仅将带来节约出行时间、节约运输成本、减少交通事故、减少城市污染、改善交通结构、土地增值等社会效益，而且有利于城市整体规划结构的实现，同时促进城市合理布局及城市整体经济的发展，增加社会就业。S2线一期工程为省市重点工程建设项目，承担都市区范围内沿海地带南北向组团间快速交通联系功能，对构建未来温州大都市核心区沿海产业发展带、打造全国性综合交通枢纽城市、融入长三角一

体化发展具有重要意义。

根据S2线一期工程项目可行性研究报告，S2线初期客运量20.33万人次/日，客流强度为0.33万人次/公里，总体水平较低。2030年客流量将达到37.49万人次/日，2023—2030年年均增长9.10%，增幅较大，2030年客流强度达到0.60万人次/公里；2030年后客流增幅放缓，2045年客流量为68.93万人次/日，2030—2045年年均增长4.10%，基本达到成熟期，2045年客流强度达到0.74万人次/公里。充足的客流量将为公司每年提供稳定的票务收入。本期债券的募投项目温州市域铁路S2线一期工程在全部运营期50年内的总收入预计为657.22亿元，净收益为308.34亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年

全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核

心 CPI(不包括食品和能源)温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.30%，降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年底(10.69%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年底增速(8.70%)显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年底增速(4.40%)大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年(12.00%)有所下滑；

全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年(5.00%)大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微

和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据 2020 年 11 月 1 日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为 10 类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至 2020 年底，中国大陆地区城轨交通运营线路中共有 8 种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为 78.8%、10.2%、5.8% 和 2.7%，其余 4 种制式运营线路长度占比较小。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。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共 14.12 亿人，其中城镇人口 9.02 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 63.89%；从人口地区分布来看，东部地区人口占 39.93%，与 2010 年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升 2.15 个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升 0.22 个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城轨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。

经过多年的发展，截至 2020 年底，中国大陆地区累计有 45 个城市建成投运城轨交通线路 244 条，建成投运线路总长度达 7969.7 公里。2020 年，城轨交通累计完成客运量 175.9 亿人次，较上年减少 61.1 亿人次，同比下降 25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有 11 个城市全部或部分线路停运。2020 年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成投资 6286 亿元，同比增长 5.5%，在建项目的可研批复投资累计 45289.3 亿元，在建线路总长 6797.5 公里。

（2）行业发展

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期较长的经济特性。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、由政府与企业合作

建设的模式。

在城轨交通项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%，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，并由政府实际控制行使投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轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。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票款补贴。

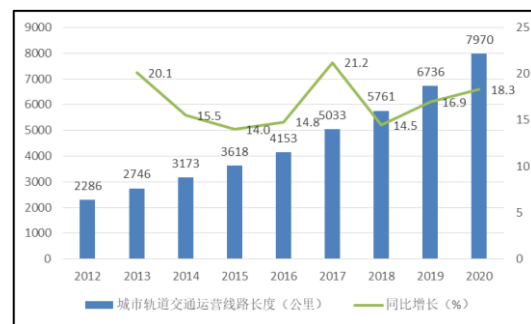
中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长；长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度4351.7公里，年均新增运营线路长度870.3公里，较“十二五”年均投运线路长度403.8公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运

城轨交通线路，其中2020年新增天水、三亚、太原等5市。全国共计开通244条运营线路，其中2020年新增运营线路36条。全国城轨交通建成投运线路总长度达7969.7公里，较上年底增长18.31%。

图1 2012—2020年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路64条，运营线路总长度2247公里，占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，占比12.5%。从运营网规模看，上海和北京的线网规模分别达到834.2公里和799.1公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。随着城市群、都市圈经济的快速发展，高铁、城际、市域（郊）、地铁四网融合的推进，带动区域一体化、站城融合、多层次立体交通网络逐步形成。

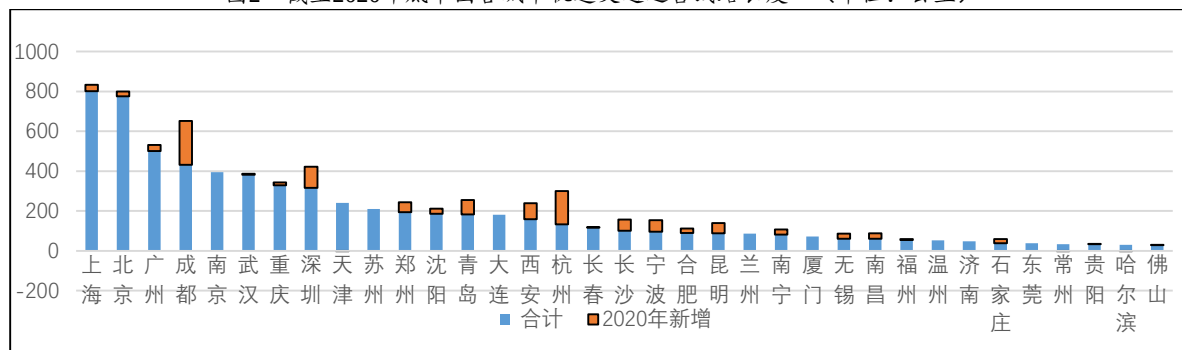
“十三五”期间，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2020年度完成建设投资额创历史新高。

“十三五”期间，全国共有65个城市的新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约29781.91亿元。2020年，共有8个城市新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共计587.95公里，总投资合计

4709.86亿元。“十三五”期间，全国共完成城市轨道交通建设投资26278.7亿元，年均完成建设投资额接近5255.7亿元。2020年，全国城市轨道交通完成投资6286亿元，同比增长5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截

至2020年底，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里，较上年底增长19.5%，其中地铁6280.8公里，仍为主流。

图2 截至2020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：联合资信根据《城轨分析报告》整理

(3) 行业运营

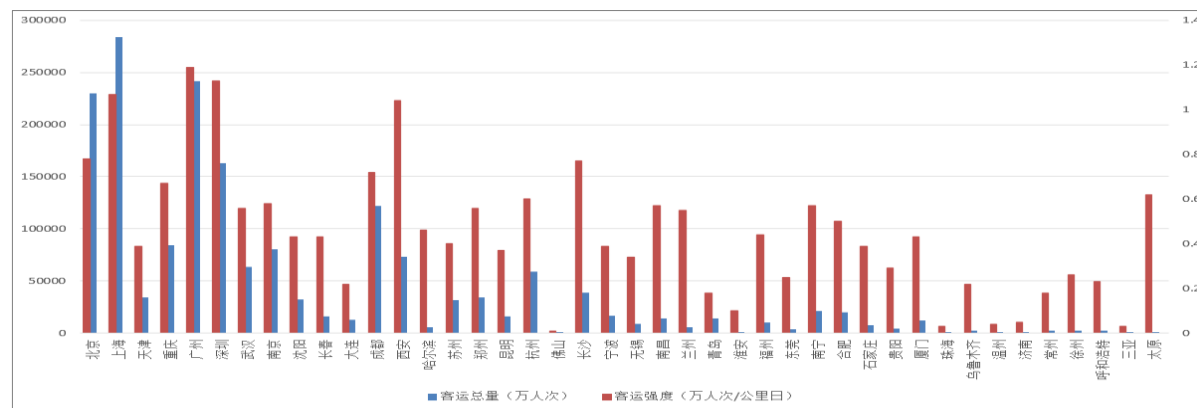
受新冠疫情影响，2020年全年城轨交通累计完成客运量及总进站量均同比大幅下降。同期，全国平均客运强度总体水平大幅下降，主要系疫情影响叠加新投运线路多分摊客运量所致；除厦门地铁外，全国各城市客运强度均有所下降。

2020年，受新冠疫情影响，据不完全统计，全年累计完成客运量175.9亿人次，同比减少61.1亿人次；日均客运量5131.7万人次，同比减少1505.4万人次；总进站量为109.5亿人次，同比减少40亿人次；总客运周转量为1486.4亿人公里，同比下降25.8%。从城轨交通客运量来看，

上海、北京、广州、深圳和成都5市位居前列。

2020年，全国城轨交通平均客运强度为0.45万人次/公里日，同比下降0.27万人次/公里日，降幅为36.9%。一方面是疫情影响下客流下降，另一方面是新线路投运多，网络化运营城市增多，运营线路长度不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，除厦门地铁外，2020年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长，增幅为3.36%，主要系厦门推出了4月11日—6月30日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3 2020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

2020年，全国城轨交通平均运营成本同比有所上升，平均单位车公里运营收入有所下降。受新冠疫情影响，全国平均运营收支比下降明显，总运营收入有所下降。

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（该部分计入35个城市数据，不含部分市域快轨和有轨电车数据和数据填报不完整城市），2020年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本24.6元，同比增加1.2元。平均单位人公里运营成本0.74元，同比增加0.05元。平均单位车公里运营收入15.9元，同比减少0.8元。平均单位人公里运营收入0.48元，同比增加0.01元。总体看，单位车公里运营收入和单位人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、贵阳、徐州、温州、厦门和北京6市，均为资源经营收入较高的城市。

2020年，受新冠疫情影响客流减少，全国城轨交通平均运营收支比为65%，同比下降

7.7个百分点。总运营收入同比下降10.5%，其中，票款收入下降26.1%，资源经营收入下降7.2%。同期，总运营支出同比增长31.5%，主要由于总电能耗随着新建线路增加同比增长12.9%，此外，新冠疫情期间，城轨交通运营企业主动采取降低满载率、延长运营时间，加强通风、消毒、保障防疫物资等措施，保障乘客出行安全，故增加了人工及防疫物资等方面的成本支出。

（4）行业政策

城轨交通行业具有投资规模大、专业技术要求较高、对城市发展影响重大等特点，国家和地方政府已出台一系列政策，保障行业健康快速发展。

城轨交通行业特点是投资规模大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大。国家和地方政府已出台一系列政策，保障城轨交通行业的健康快速发展。

表 2 近期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	《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
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《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
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位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）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在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。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在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小时3万人次以上、1万人次以上。除城轨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占比不得低于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。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保

障措施等进行了统筹规划、顶层设计，旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足1小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

2021年2月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，该纲要指明了我国城轨交通到2035年的发展目标，即基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达）。构建完善的国家综合立体交通网，连接全国所有县级及以上行政区、边境口岸、国防设施、主要景区等。加快构建6条主轴、7条走廊、8条通道，建设高效率国家综合立体交通网主骨架。

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的带动下，我国城轨交通行业信息化建设步

入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁。“十四五”时期，我国城轨交通将继续推动智慧城轨建设，并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。同时，政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期，我国已进入城轨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，但经济发达地区的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至2020年底，全国城轨交通运营线路已达近8000公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

2021年是“十四五”的开局之年，为谋划好“十四五”期间乃至2035年的发展规划，中国城市轨道交通协会开展了《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》研究，指明了城轨交通的发展方向和发展途径。“十四五”期间，城轨交通将以技术智能化、装备自主化、网络功能化、发展持续化、行业标准化、区域差异化、制式多样化、运输协同化、运营精准化、站城一体化、建运绿色化、市场国际化等作为发展战略，在发展市域快轨、推进多网融合以及推动智慧城轨建设等方面取得突破进展。

同时，考虑到随着网络规模的不断扩张及投运时间的不断推移，城轨交通运营企业的运维支出压力将不断加大，应采取多种措施保障城轨交通财务可持续发展。2021年政府工作报告提出，2021年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，优化债券资金使用，优先支持在建工程，合理扩大使用范围，中央预算内投资安排6100亿元，重点支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，

建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。总体看，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，契合了高质量发展的需要，为城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济环境

温州市经济持续增长，产业结构不断优化，地方财力逐年增强，固定资产投资保持稳定增长，为公司创造了良好的外部环境。

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、洞头 4 区，瑞安、乐清、龙港 3 市（县级）和永嘉、平阳、苍南、文成、泰顺 5 县。全市陆域面积 12110 平方公里，海域面积 8649 平方公里。截至 2020 年底，全市户籍人口 833.7 万人。

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。2018—2020 年，温州市经济保持持续增长态势，GDP 分别为 6006.2 亿元、6606.1 亿元和 6870.9 亿元，增速分别为 7.8%、8.2%和 3.4%，近三年 GDP 增速均高于全国平均水平。

根据《2020 年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2020 年，温州市生产总值 6870.9 亿元；分产业看，第一产业增加值 159.8 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 2834.5 亿元，同比增长 3.1%；第三产业增加值 3876.6 亿元，同比增长 3.7%；三次产业比重由 2019 年的 2.3:42.6:55.1 调整为 2.3:41.3:56.4，产业结构进一步优化。2020 年，温州市全市居民人均可支配收入 54025 元，扣除价格因素增长 2.8%，同比增长 4.9%。

2020 年，温州市全年固定资产投资比 2019 年增长 4.9%，民间投资同比增长 2.4%，其中民间项目投资增长 18.6%，工业投资同比增长 22.0%；其中制造业投资增长 15.8%，服务业投资增长 2.1%。2020 年，温州市房地产

开发投资同比增长 1.5%；房屋施工面积 5871.4 万平方米，其中住宅施工面积 4182.8 万平方米；商品房销售面积 1204.7 万平方米，其中住宅销售面积 1045 万平方米。

交通基础设施的建设持续发展。公路方面，截至2020年底，温州市公路总里程15084公里，其中高速公路566公里，一级公路620公里，二、三级公路1979公里；同期，实有公共汽（电）车营运车辆4606辆，年载客量2.5亿人次，实有出租车6993辆。受疫情影响，2020年，温州市铁路客运量1808.7万人次，同比下降36.3%；货运量226.7万吨，同比下降49.3%；航空旅客吞吐量878.7万人次，同比下降28.5%。

2018—2020 年，温州市地方财力逐年增强，一般公共预算收入分别为 514.8 亿元、579.0 亿元和 602.0 亿元。根据《关于温州市 2020 年全市和市级预算执行情况及 2021 年全市和市级预算草案的报告》，2020 年，温州市一般公共预算收入同比增长 4.0%，剔除不可比因素后，同口径增长 7.0%；2018—2020 年，全市一般公共预算支出分别为 874.1 亿元、1084.1 亿元和 1027.2 亿元，同期，温州市财政自给率分别为 62.64%、53.40%和 58.61%，整体上看，温州市财政自给能力一般。2020 年，温州市政府性基金预算收入 1350.6 亿元，同口径增长 19.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年底，公司注册资本及实收资本均为20.00亿元，温州市国资委持股100%，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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，业务上具有显著的区域专营性，竞争优势明显。

3. 人员素质

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验；在职人员专业职称、学历水平较高，能够满足日常工作需要。

公司高管人员包括总经理、副总经理、总经济师共 6 人，均具有本科及以上学历。公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

丁建宇先生，1967 年 5 月生，本科学历，经济师、土地估价师、房地产估价师；曾任温州市物价局办公室主任，温州市发展计划委员会办公室主任，温州市发展计划委员会投资处处长，温州市发展和改革委员会投资处处长，温州市发展和改革委员会副主任、党委委员，公司副董事长、总经理、党委副书记。现任公司董事长、党委书记。

金林先生，1968 年 7 月生，本科学历；曾任温州市龙湾区蒲州镇副镇长，龙水镇党委副书记、纪委书记，温州市龙湾区梅头办事处党工委书记、人大工委主任，温州市龙湾区直属机关党委委员、书记兼组织部副部长，温州市龙湾区科技局局长、党组书记，人事劳动局局长、党组书记，温州空港新区开发有限公司筹备组组长兼空港新区党工委书记（正科级），温州市龙湾区城市建设投资有限公司董事长，温州市龙湾区（高新区党委）办公室副主任（保留正科级），幸福股份公司副总经理、总经理（挂职），公司副总经理、党委委员，公司建设分公司总经理（兼）；现任公司总经理、党委副书记、副董事长，温州市域铁路二号线项目有限公司董事长、总经理（兼）。

截至 2020 年底，公司合并口径共有在职职工 531 人。职称方面，具有中、高级职称的人员有 297 人，占 55.93%；初级职称人员 94 人，占 17.70%；中高级职称人员 297 人，占 55.93%。学历方面，本科及以上学历人员 460 人，占 86.63%；

专科及以下人员 71 人，占 13.37%。年龄方面，公司 35 岁及以下人员 181 人，占 34.09%；36 至 45 岁人员 256 人，占 48.21%；45 岁以上职工 94 人，占 17.70%。

4. 外部支持

当地政府在资金平衡用地出让收益归集、项目资本金及财政补贴方面给予公司持续有力的支持。

资金平衡用地出让收益归集

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，预计土地开发净收益约为 196.67 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（净地）面积约为 5555 亩，预计土地开发净收益约为 195 亿元），用于筹资设立轨道交通建设发展专项资金。2017 年、2019 年和 2020 年，温州市财政局将市域铁路 S1 线一期项目配套土地出让收入扣除相关规费后拨付给公司，分别为 26.29 亿元、11.75 亿元和 10.27 亿元，主要用于市域铁路 S1 线、S2 线一期项目建设，社会资本退出及建设资金本息偿付等支出。

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⁵19.40 亿元（含各区、功能区 8.13 亿元，国资段 11.27 亿元）。截至 2020 年底，S1 线一期工程已获得累计拨付项目资本金 49.75 亿元（市本级 14.33 亿元，区政府及国资主体 35.42 亿元），其中，2018—2019 年，温州市政府实际拨付 3.51 亿元和 2.50 亿元，2020 年末拨付项目资本金。

⁵ 按规定货币出资是指为平衡项目融资，温州市政府给予 S1 线一期工程的平衡款，该笔平衡款不包括于项目资本金中。

2021 年，温州市政府预计拨付资本金及按规定货币出资合计为 8.11 亿元。

表 3 截至 2020 年底 S1 线一期工程
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
市本级及区级(含功能区)	56.22	49.75	6.47
社会资本	36.82	36.20	0.62
合计	93.04	85.95	7.09

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 线一期工程项目由温州市政府承担的资本金总额为 130.76 亿元, 其中 106.76 亿元由沿线各出资主体出资, 24.00 亿元来自浙江省政府代发的轨交专项债资金。各出资主体出资期限调整为 2016—2027 年, 共计 12 年。2018—2020 年, 温州市政府及各级政府实际向公司拨付项目资本金 6.72 亿元、7.26 亿元和 23.67 亿元。截至 2020 年底, S2 线一期工程资本金到位合计 89.85 亿元。2021 年政府资本金预计到位 6.91 亿元, 轨交专项债计划发行 26.00 亿元。

表 4 截至 2020 年底 S2 线一期工程
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
市本级及区级(含功能区)	54.25	21.19
乐清市政府	45.20	13.71
瑞安市政府	31.30	12.95
基金 ⁶	--	42.00
合计	130.76	89.85

资料来源: 公司提供

根据温州市人民政府 2020 年 3 月出具的《温州市人民政府关于温州市城市轨道交通近期建设规划(2021—2026 年)的资金承诺函》, 温州市拟建设 M1 线和 M2 线一期工程,

总长度 60.4 公里, 总投资 492 亿元, 其中 M1 线工程投资为 261.9 亿元, M2 线一期工程投资为 230.1 亿元。项目建设周期为 2021 年至 2027 年, 期间内需筹集的资本金比例为 40%, 共计 196.80 亿元, 由财政资金出资。未来随着 M1 线和 M2 线一期工程的陆续开工建设, 公司将获得大规模的财政资金注入, 公司资产及权益规模有望大幅增长。

上述政府出资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。

政府补贴

公司于 2018—2020 年分别收到温州市财政局拨付的财政补助 2.50 亿元、1.80 亿元和 3.09 亿元, 主要为对市域铁路工程的专项财政补助等, 分别计入“营业外收入”和“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》(统一社会信用代码: 91330300575342052A), 截至 2021 年 4 月 21 日, 公司本部无关注或不良类贷款记录, 公司过往债务履约情况良好。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善, 管理制度较为健全, 执行情况良好, 保障了日常经营工作的正常运行。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律法规, 建立了法人治理结构, 制定了《公司章程》, 从制度上加强和细化了公司的管理, 并按现代企业制度要求建立了由董事会、监事会、经营管理层构成的法人治理结构。

公司不设股东会, 由出资人温州市国资

⁶ 根据公司提供的基金投资方案, 基金投资收益及股权退出的回购资金由公司承担, 若公司无法按投资协议约定按时足额承

担上述收益及回购资金, 由各出资主体采取措施确保退出

委行使股东职权。

公司设董事会，温州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 7 名成员，其中职工董事 1 名，由职工代表大会选举产生；董事会设董事长 1 名、副董事长 1 名，由温州市政府任命；其他董事会成员除职工董事外，均由温州市国资委按有关程序任命。公司董事会每届任期为 3 年，董事任期届满，经考核合格的可以连任。

公司设监事会，由 5 名监事组成。其中 2 名成员由温州市国资委按有关程序任命、2 名职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 名，由温州市政府任命。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 3 年。根据温州市国资委（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，因此公司目前监事实际到位 2 人。新任监事将于 2021 年 9 月到位。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由温州市委组织部会同温州市国资委党委提名并考察，经温州市委决定后由温州市政府任命。总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。

实际执行中，公司章程中规定的重大事项均按要求报出资人书面审批后执行；董事会、监事会近年来每年至少定期召开两次，对重大事项的决策，经董事会三分之二以上的董事提议后可随时召开。公司法人治理结构较为完善。

2. 管理水平

公司本部内设财务管理中心、企业发展部、项目前期部等职能部门，能够满足日常管理的需要。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度。

财务审批方面，公司董事长负责公司重大财务事项、大额资金支出；总经理负责日常财务管理，组织日常财务收支活动；财务总监

负责对公司系统财务活动进行监督、检查。

公司费用管理方面实行“预算管理、部门审签、分级审批、合理控制”的原则。一切费用开支均需凭正规的原始凭证，各种票据的签字，坚决贯彻四级签字的原则（即经办人、部门负责人、财务负责人、总经理）；重大财务事项或大额资金支出须按照五级原则，即经董事长审批，才可报销。

对子公司管理方面，下属子公司董事人员由公司选定和委派并报温州市国资委任命，子公司管理人员由各子公司董事会向公司报备后自主选用，子公司财务主管人员由公司委派和任命；子公司的重大合同，重要文件，重要资料等，应向公司本部相关部门报备归档、控股子公司需及时向公司报送财务报表和提供财务资料、子公司财务部门应接受公司计财的业务指导和监督，参照公司财务管理制度的有关规定，制定子公司财务管理制度并报公司计财备案。

工程管理方面，公司制定了《温州市域铁路设计咨询管理办法（暂行）》《温州市域铁路工程建设监理管理试行办法》《温州市域铁路施工图审核管理试行办法》《温州市域铁路开工报告管理试行办法》《施工现场管理暂行办法》等制度，明确规范了工程各环节工作办法，有效保证公司工程建设的合法合规。

投资管理方面，公司董事会、总经理办公会为公司投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的投资作出决策；总经理办公会、公司相关部门及子公司可根据业务需要作为项目建议单位发起投资项目。公司总经理负责组织投资项目的实施，具体投资项目实行项目负责人制度。

公司本部项目和子公司关系到公共利益的重大项目，由总经理办公会议讨论后，报董事会决定，同时报送温州市国资委备案。市政府直接决策的项目，按规定程序报市政府审批。此外，有关非主业投资项目、境外投资项目、金融投资项目需按规定程序报董事会决

定后，报温州市国资委核准。

融资管理方面，公司融资方案的审批流程为财务部门根据公司经营情况和资金需求提出申请；融资项目经总经理办公会实行集体审议决策形成会议纪要，按国资委及金融机构有关要求，财务部门继续完成审批工作；同时，公司发行企业债券等直接融资行为，应由财务部门提出方案，报董事会审核通过，并上报温州市国资委审批。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责温州市内轨道交通项目的建设投资及运营，同时开展房产销售、租赁、物业管理等其他经营业务。近年来公司营业收入大幅增长，毛利率波动下降。

2018—2019 年，公司营业收入主要由房产销售、租赁及物业管理等构成，收入规模较小；随着市域铁路 S1 线一期项目运营权转移，

2020 年公司实现轨道交通收入，营业收入大幅增长。

2018—2019 年，公司综合毛利率较高。其中，公司房产销售业务毛利率高，主要系当期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。同期，公司租赁业务毛利率大幅增长，主要系 S1 线一期项目尚未完成审计决算，未获取产权证，导致其站点周边商铺亦未获取产权证，公司未对租赁商铺计提折旧所致。2020 年，公司综合毛利率大幅下降，主要系轨道交通业务毛利率较低所致；同期，人才公寓由在建工程转为投资性房地产，开始计提折旧，导致租赁业务毛利率有所下降；由于 2020 年出售的房产主要为御龙公馆项目，房屋建造时间较晚，建设成本较高，导致房产销售整体毛利率有所下降；受疫情影响，火车站广场物业收入下降，且 2020 年将物业管理工作人员工资由管理费用调入营业成本，该业务成本大幅增长，导致物业管理业务毛利率由正转负。

表 5 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轨道交通	--	--	--	--	--	--	27522.94	85.15	10.47
房产销售	1483.71	34.79	75.50	1215.73	26.41	78.70	458.90	1.42	34.31
租赁	1356.23	31.80	6.33	2004.56	43.54	42.73	2493.55	7.71	21.43
物业管理	464.85	10.90	82.27	594.49	12.91	53.21	489.74	1.52	-20.14
其他辅业	41.98	0.98	100.00	133.37	2.90	80.34	37.55	0.12	96.62
主营业务	3346.77	78.47	48.72	3948.15	85.76	56.66	31002.68	95.92	11.32
其他业务	918.26	21.53	44.96	655.59	14.24	32.60	1318.61	4.08	47.20
营业收入	4265.03	100.00	47.91	4603.74	100.00	53.23	32321.29	100.00	12.79

注：尾差系四舍五入原因产生

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 市域铁路投资建设及运营

公司市域铁路建设项目稳步推进，S1 线一期工程基本完工，全线开通运营，公司通过转让其运营权，形成稳定的轨道交通收入。同时，市域铁路项目未来投资规模较大，公司存

在较大的资金支出压力。

公司目前负责投资建设的市域铁路项目中，S1 线一期项目主体工程已经完工，主要在建项目为 S2 线一期工程。

S1 线一期由公司发起成立温州幸福轨道交通股份有限公司（以下简称“幸福股份公司”）

作为项目法人和融资主体。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归集”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 亩土地进行土地整理，总投资约为 28.88 亿元。

截至 2020 年底，S1 线一期项目已投资 157.13 亿元，已投入金额在公司“固定资产”和“其他非流动资产”科目中反映。2019 年 12 月 26 日，公司与浙江温州市域铁路一号线有限公司⁷（以下简称“一号线公司”）和浙江幸福轨道交通运营管理有限公司（以下简称“幸福运营公司”）⁸签订了《温州市域铁路 S1 线一期工程 PPP 项目运营合作协议》（以下简称“运营合作协议”），温州市政府同意采用 PPP 模式实施温州市域铁路 S1 线一期项目，以 TOT 的运作方式开展 S1 线一期项目运营合作，引入社会资本参与 S1 线一期项目的更新改造和整体运营维护、管理和移交工作。

S1 线一期项目资产归幸福股份公司所有，一号线公司拥有 S1 线一期项目的运营权，负责 S1 线一期机电设备的更新改造和 S1 线一期整体的运营维护、管理及移交。一号线公司将委托幸福运营公司负责 S1 线一期项目的运营维护、管理等工作，S1 线一期项目的实际运营管理者为幸福运营公司。S1 线一期项目合作期限为 30 年，运营合作费为 90.00 亿元，由一号线公司支付给幸福股份公司，其中第一笔合作费金额为 60.00 亿元（第一笔运营合作费在运营合作协议签署后的五日内进行支

付），第二笔合作费金额为 30.00 亿元（第二笔运营合作费在 S1 线一期项目移交后的 180 日内进行支付），截至目前，上述两笔合作费已经全部支付完毕。基于合作期限为 30 年，2020 年及以后，公司将每年计提 3.00 亿元合作费，扣除相关税费后将 2.75 亿元确认为轨道交通收入。

S2 线一期由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主体。资金来源方面，项目总投资 261.53 亿元，政府出资的项目资本金 106.76 亿元，其余部分由浙江省政府发行轨交专项债 85.00 亿元（其中 24.00 亿元用作项目资本金）以及公司自筹资金补足。项目资金平衡方式参见“外部支持—资金平衡用地出让收益归集”部分内容。截至 2020 年底，S2 线一期项目完成投资 107.67 亿元，包括政府财政资本金 24.35 亿元、轨交专项债券 32.60 亿元（其中 23.50 亿元用作项目资本金）、海洋基金 0.31 亿元、农银合伙企业产业发展基金 32.00 亿元、国开专项建设基金 10.00 亿元、公司自筹 8.41 亿元。已投入金额在公司“在建工程”科目中反映，S2 线一期全线计划 2023 年通车试运营。

截至 2020 年底，公司 S1 线一期工程和 S2 线一期工程累计已投资 264.80 亿元，未来尚需投资 182.80 亿元，其中尚未到位的项目资本金 48.00 亿元，剩余资金主要由公司自筹；S3 线一期项目计划 2021 年取得工程许可批复并开工建设；2021 年公司计划投资 49.00 亿元，公司未来投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

表 6 温州市域铁路交通项目规划（单位：公里、亿元）

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 2020 年底完成投资	2021 年计划投资额
S1 线一期工程	53.50	11.40	2013—2019	186.07	50.00%	157.13	4.00

⁷一号线公司注册资本 5.00 亿元，其中公司持股比例 35.00%，浙江省交通投资集团有限公司和浙江省经济建设投资有限公司（以下简称“联合体”）合计持股比例为 58.00%，幸福运营公司持股 7.00%。

⁸幸福运营公司注册资本 3.00 亿元，其中公司持股比例为 35.00%，联合体持股比例为 65.00%。

S2 线一期工程	63.63	11.10	2017—2023	261.53	50.00%	107.67	40.00
S3 线一期工程	35.80	2.20	2020—2025	122.40	--	2.86	5.00
合计	152.93	24.70	--	570.00	--	267.66	49.00

注：1、S3 线项目温瑞快速路共建设已开工建设，截至 2020 年底已投入资金主要用于供电站建设

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。

截至 2020 年底，公司参与出资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—2019 年分别获得投资收益 256.58 万元和 301.49 万元，2020 年金温铁路运营受疫情影响，本年度不发放股利，故公司未取得投资收益；杭温铁路项目投资概算 383.04 亿元，截至 2020 年底已投资 307.43 亿元，目前尚处于建设过程中，计划 2022 年建成运营，项目尚未产生投资收益；截至 2020 年底，温福铁路、甬台温铁路等其余项目均已完成建设并运营，但暂无法确定股权比例，故未产生投资收益。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。

（3）房产销售

近年来销售项目体量较小，实现收入持续下降，未来收入不确定性较大。

公司房地产业务由轨交置业负责，2018—2020 年，房产销售收入持续下降。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。

截至 2020 年底，公司暂无在建或拟建的房地产项目，未来将在轨道主要站点及车辆段进行 TOD 开发，开发计划尚未明确，未来房地产板块收入不确定性较大。

（4）物业和租赁

近年来，公司物业管理和租赁业务规模相对较小；预计未来随着 S1 线一期项目沿线物业业务逐步开展，收入有望提升。

公司物业管理和租赁业务目前均由轨道经营公司经营，其中物业管理收入主要来自温州火车站、轨道控制中心大楼、铁投人才公寓，租赁收入主要为经营的商铺、仓库等实现的收入，截至 2020 年底出租率约 90%。

2018—2020 年，公司物业管理和租赁业务合计实现收入分别为 1821.08 万元、2599.06 万元和 2983.29 万元，逐年增长，2020 年疫情影响下，公司实现租赁收入 2493.55 万元，较上年增加 493.00 万元，主要系人才公寓开始出租以及新增深蓝大厦、火车站以及 BRT 场地租赁收入所致。

未来，随着 S1 线一期项目沿线物业业务逐步开展以及出租率的提升，物业和租赁业务收入有望保持增长。

3. 未来发展

公司将在现有“五位一体”（前期、建设、投融资、运营管理和沿线资源开发）业务框架基础上，进一步整合资源，明确主业方向，深耕轨道交通建设和运营核心主业、TOD 综合开发和经营培育主业两大板块，拓展轨道交通关联产业投资板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年度财务报告进行了审计，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019—2020 年度财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司合并范围内子公司 6 家。合并范围变化方面，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）；2019 年，公司合并范围无变化；2020 年，公司合并范围内新纳入温州杭温铁路投资有限公司（以下简称“杭温铁路公司”），系公司受

温州市基础设施投资基金有限公司（以下简称“基础设施投资公司”）委托⁹，取得 54.3014% 股权对应的全部表决权所致。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，随着市域铁路项目的持续投入，公司资产规模快速增长，以固定资产和在建工程等非流动资产为主。整体看，公司资产质量一般。

2018—2020 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 20.29%。截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 10.45%，主要系其他应收款、可供出售金融资产和在建工程增长所致；公司资产以非流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.29	6.56	67.99	16.77	14.23	3.18
其他应收款	12.64	4.08	14.79	3.65	18.84	4.21
其他流动资产	20.17	6.52	1.40	0.35	2.91	0.65
流动资产	53.33	17.23	84.39	20.81	36.24	8.09
可供出售金融资产	14.03	4.53	15.61	3.85	50.03	11.17
长期股权投资	14.87	4.80	25.79	6.36	24.79	5.54
固定资产	0.65	0.21	121.61	29.99	123.79	27.64
在建工程	194.02	62.70	96.90	23.90	143.38	32.02
其他非流动资产	30.10	9.73	58.80	14.50	63.95	14.28
非流动资产	256.14	82.77	321.05	79.19	411.58	91.91
资产总额	309.47	100.00	405.44	100.00	447.82	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2018—2020 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 17.56%。截至 2020 年底，公司流动资产较上年底下降 57.05%，主要系货币资金下降所致；公司流动资产以货币资金和其他应

收款为主。

2018—2020 年，公司货币资金大幅波动，年均复合下降 16.24%。截至 2019 年底，公司货币资金较 2018 年底增加 47.70 亿元，主要系公司收到转让 S1 线一期项目运营合作费所致。截至

⁹ 公司于 2020 年 6 月 22 日与基础设施投资公司签署《表决权委托协议》，根据协议，基础设施投资公司和公司分别持有杭温铁路公司 54.3014% 和 5.698516% 的股权，基础设施投资公司自愿将其所持有杭温铁路公司股权对应的全部表决权委托给公

司行使，基础设施投资公司董事/股东会议审议的所有事项与公司保持一致意见，协议所委托的表决权在杭温铁路公司存续期内均有效。

2020年底，公司货币资金较2019年底减少53.75亿元，主要系公司偿还前期银团贷款以及以货币资金增持农银合伙企业股份所致；公司货币资金中银行存款占98.73%，受限货币资金34.07万元，受限比例低。

2018—2020年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长22.08%。截至2020年底，公司其他应收款较上年底增长27.33%，主要系应收温州市财政局的土地平衡款增长所致。从欠款单位看，公司前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的98.55%，集中度很高。公司其他应收款以应收温州市财政局的土地平衡款为主，土地平衡款主要是公司垫付的前期土地整理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。截至2020年底，公司其他应收款计提坏账准备126.88万元。

表8 截至2020年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	款项内容	占比
温州市财政局	15.01	土地平衡款	79.65
轨道发展基金	2.50	轨道发展基金	13.24
乐清市铁路投资开发有限公司	0.50	借款	2.65
百盛联合杭温铁路有限公司	0.42	土地指标款	2.21
温州市鹿城区人民政府广化街道办事处	0.15	三桥拆迁款	0.80
合计	18.58	--	98.55

资料来源：公司审计报告

2018—2020年，公司其他流动资产大幅波动，年均复合下降62.05%，主要系理财产品增减变动所致。

2018—2020年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长26.76%。截至2020年底，公司非流动资产411.58亿元，较上年底增长28.20%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致。

2018—2020年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长88.86%。截至2020年底，公司可供出售金融资产较上年底增加34.43亿元，主要系公司增持农银合伙企业以及

百盛联合杭温铁路有限公司（以下简称“百盛联合”）股份所致。公司可供出售金融资产主要由公司持有农银合伙企业（账面价值40.00亿元）、百盛联合股权和持有上海浦东发展银行股份有限公司股票构成。公司持有农银合伙企业股权66.67%，但根据合伙协议，公司作为劣后级合伙人，仅在收益分配和亏损分担时体现劣后性，不参与合伙企业事务，未纳入报表合并范围，作为可供出售金融资产核算。

2018—2020年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长29.14%。截至2019年底，公司长期股权投资较2018年底增长73.44%，主要为公司追加对一号线公司的投资9.45亿元和对幸福运营公司的投资1.05亿元。截至2020年底，公司长期股权投资较2019年底下降3.84%，主要系一号线公司、浙江乐清湾铁路有限公司等确认投资损益-1.25亿元所致。

2018—2020年，公司固定资产快速增长，系S1线一期项目相关的车站、隧道及地下区间和轨道交通系统等由“在建工程”转入“固定资产”所致。截至2020年底，公司固定资产主要为上述S1线一期项目相关配套设施构成。公司固定资产均按平均年限法计提折旧，残值率均为5%，其中车站、隧道及地下区间折旧年限100年，轨道交通系统折旧年限10~25年，动车组折旧年限30年，轨道折旧年限25年。截至2020年底，公司固定资产累计折旧3.36亿元。

2018—2020年，公司在建工程波动下降，年均复合下降14.03%。截至2019年底，公司在建工程较2018年底下降50.06%，主要是S1线一期项目转固所致。截至2020年底，公司在建工程较2019年底增长47.97%，主要系S2线一期项目投入所致；公司在建工程主要由温州市域铁路S2线项目和北站高铁新城项目构成。

2018—2020年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长45.75%。截至2020年底，公司其他非流动资产较上年底增长8.76%，主要系公司对杭温铁路温州南动车段项目缴纳耕地成本及水土保持补偿等相关费用4.00亿元，待

项目开工后转作项目资本金，由于项目公司未成立，暂计入“其他非流动资产”；公司其他非流动资产还包括公司各条轨道项目建设用地（31.35亿元）以及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）。

截至 2020 年底，公司受限资产为 2.91 亿元，占资产总额的 0.65%，为用于国家开发银行借款的浦发银行股份有限公司股票（计入“可供出售金融资产”）质押以及土地复垦保证金（计入“货币资金”），公司资产受限程度很低。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益不断增长，资本公积增长速度较快且占比较高，权益稳定性较强。公司有息债务规模波动下降，债务结构以长期债务为主；2020 年公司转让 S1 线一期项目获取大规模合作费并偿付相关借款，有效降低公司债务压力。

2018—2020 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 17.98%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。截至 2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 21.70%，主要系公司取得

各级财政拨入的项目资本金所致；公司所有者权益以资本公积和少数股东权益为主。

2018—2020 年，公司实收资本保持稳定，均为 20.00 亿元。

2018—2020 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 23.14%。截至 2020 年底，资本公积较上年底增长 27.06%，主要系 2020 年公司收到各级财政拨入的项目资本金及轨交专项债资金 36.65 亿元所致。公司资本公积中含基金投资 42.00 亿元，基金投资形成的收益及未来股权退出的回购资金由公司承担。

2018—2020 年，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长 15.74%。截至 2020 年底，公司少数股东权益 44.44 亿元，较上年底增长 26.16%，主要系公司将持股比例为 5.70% 的杭温铁路公司纳入报表合并范围，增加基础设施投资公司对杭温铁路公司的少数股东权益所致。

2018—2020 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 23.26%。截至 2020 年底，公司负债总额 203.58 亿元，较上年底保持相对稳定，负债结构以非流动负债为主。

表9 公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.50	6.34	13.50	6.59	4.00	1.96
应付账款	6.78	5.06	8.47	4.14	13.37	6.57
其他应付款	7.70	5.75	10.35	5.05	12.89	6.33
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	2.46
流动负债	23.33	17.41	36.59	17.87	41.84	20.55
长期借款	65.50	48.88	63.12	30.83	18.48	9.08
应付债券	25.15	18.77	25.17	12.29	25.16	12.36
长期应付款	0.00	0.00	6.16	3.01	18.45	9.07
专项应付款	18.03	13.45	16.27	7.95	20.61	10.12
其他非流动负债	0.00	0.00	55.05	26.89	77.06	37.86
非流动负债	110.67	82.59	168.16	82.13	161.73	79.45
负债总额	133.99	100.00	204.75	100.00	203.58	100.00
实收资本	20.00	11.40	20.00	9.97	20.00	8.19
资本公积	103.18	58.80	123.14	61.36	156.46	64.06
未分配利润	13.55	7.72	15.39	7.67	17.48	7.15
其他综合收益	4.42	2.52	5.60	2.79	4.36	1.79
少数股东权益	33.18	18.91	35.23	17.55	44.44	18.20

所有者权益合计	175.48	100.00	200.70	100.00	244.25	100.00
---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020年，公司流动负债快速增长，年均复合增长33.39%。截至2020年底，公司流动负债较上年底增长14.35%，主要系应付账款、预收款项和其他流动负债增长所致。

2018—2020年，公司短期借款波动下降，年均复合下降31.40%。截至2020年底，公司短期借款较上年底下降70.37%，全部为保证借款，年利率3.85%。

2018—2020年，公司应付账款持续增长，年均复合增长40.44%。截至2020年底，公司应付账款较上年底增长57.82%，主要由应付工程款构成。

2018—2020年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长29.37%。截至2020年底，公司其他应付款较上年底增长24.56%，主要为作为工程质保金的工程暂扣款增长所致；应付款项单位主要为公司建设市域铁路线路工程不同标段项目经理部。

截至2020年底，公司其他流动负债新增5.00亿元，为2020年9月发行的“20温州铁投SCP003”和“20温州铁投SCP004”，余额均为2.50亿元。

2018—2020年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长20.89%。截至2020年底，公司非流动负债161.73亿元，较上年底下降3.82%。

2018—2020年，公司长期借款快速下降，年均复合下降46.89%。截至2020年底，公司长期借款较上年底下降70.73%，主要由保证借款15.93亿元和质押借款2.55亿元构成，年利率分布于2.80%~4.65%之间。

2018—2020年，公司应付债券保持相对稳定。截至2020年底，公司应付债券较上年底略有下降，由公司发行的“15温州铁投债/15温铁02”“16温州铁投专项债/16温铁债”和“20温州铁投债01/20温铁01”构成。

截至2020年底，公司长期应付款较上年底增长199.76%，主要系应付的融资租赁款快速增

长所致；公司融资租赁借款年利率分布于4.23%~4.65%，期限均为10年，本报告将其纳入有息债务计算。

2018—2020年，公司专项应付款波动增长，年均复合增长6.93%。截至2020年底，公司专项应付款较上年底增长26.66%，主要系公司取得轨道交通建设发展专项资金10.64亿元所致。

截至2020年底，公司其他非流动负债较上年底增长40.00%，主要系公司预收第二笔PPP项目运营合作费增长所致（运营合作费扣除相关税费）。

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务波动下降，年均复合下降13.51%。截至2020年底，公司全部债务74.17亿元，较上年底下降33.58%，主要系公司将2020年取得的S1线铁路运营合作费偿还银团贷款所致。截至2020年底，公司短期债务和长期债务分别占全部债务的16.27%和83.73%，短期债务规模较小，债务结构合理。从债务指标上看，2018—2020年，公司资产负债率有所波动，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率显著下降。公司目前债务负担较轻。考虑到公司承担42.00亿元的基金投资收益及股权退出的回购资金，公司实际承担债务规模有所增加。

表 10 公司债务构成及债务负担情况

(单位：亿元、%)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	8.50	17.21	12.07
长期债务	90.65	94.45	62.09
全部债务	99.15	111.66	74.17
资产负债率	43.30	50.50	45.46
全部债务资本化比率	36.10	35.75	23.29
长期债务资本化比率	34.06	32.00	20.27

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构看，考虑到公司发行企业债附有投资者回售选择权，截至2020年底，公司全部债务将于2021年、2022年和2023年

到期规模分别为 29.37 亿元¹⁰、3.08 亿元和 11.09 亿元，2021 年或将面临一定的集中兑付压力。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入大幅增长，利润总额对财政补贴依赖程度高。

2018—2020 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 175.29%。2020 年，公司实现营业收入 3.23 亿元，较上年增加 2.77 亿元；同期，公司营业成本快速增长；受 S1 线投入运营导致配套资产折旧等成本较高的影响，公司营业利润率大幅下降。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	0.43	0.46	3.23
其他收益	0.00	1.80	3.09
费用总额	0.28	0.26	0.60
利润总额	2.24	2.04	2.27
营业利润率	32.72	39.89	6.19
总资本收益率	0.82	0.65	0.80
净资产收益率	1.28	1.01	0.91

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

期间费用方面，2018—2020 年，公司期间费用增长较快，年均复合增长 46.80%。2020 年，公司期间费用显著增长，主要系 S1 线项目完工转固后该项目借款利息停止资本化使得财务费用增长所致。2018—2019 年，由于营业收入规模较小，公司期间费用率较高，2020 年收入规模大幅增长，期间费用率大幅下降，2018—2020 年期间费用率分别为 65.20%、56.57%和 18.54%。

非经常性损益方面，2018—2020 年，公司投资收益波动幅度较大。2020 年，公司投资收益-0.82 亿元，主要系确认权益法核算的长期股权投资损失 1.25 亿元所致。2018—2020 年，公司分别收到温州市财政局拨付的财政补助 2.50 亿元、1.80 亿元和 3.09 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”；同期，公司利润总额有所波

动，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标来看，2018—2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平且净资产收益率近年来逐年下降。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流持续净流入；随着市域铁路的建设投入，公司面临较大的对外融资需求。

从经营活动看，2018 年，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，公司经营活动现金流入规模较小，主要由往来款和政府补助款构成。2019—2020 年，因收到 S1 线一期项目运营权转让款，公司经营活动现金流入规模较大。同期，公司经营活动现金流出规模较小，经营活动现金流持续净流入。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	0.99	60.63	37.12
经营活动现金流出小计	0.59	0.60	1.95
经营活动现金流量净额	0.41	60.02	35.18
投资活动现金流入小计	120.43	105.81	58.25
投资活动现金流出小计	138.27	135.59	141.83
投资活动现金流量净额	-17.84	-29.78	-83.58
筹资活动现金流入小计	40.49	50.18	82.32
筹资活动现金流出小计	27.07	32.73	87.67
筹资活动现金流量净额	13.42	17.45	-5.35
现金收入比	112.14	13143.63	951.97

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

从投资活动看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入持续下降，主要系收回理财产品及利息规模下降所致；而随着市域铁路 S1 线和 S2 线投入建设资金的增加，公司投资活动现金流出规模维持高位，主要由对在建项目、一号线公司、幸福运营公司、理财产品以及农银合伙企业的投入形成。2018—2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续净流出且缺口不

¹⁰假设附有投资者回售选择权权的“15 温州铁投债/15 温铁 02”7.00 亿元和“15 温州铁投专项债/16 温铁债”10.30 亿元按首个行权日行权计算，2021 年到期短期债务为短期债务与提前行权长

期债务加总之和。

断扩大，公司面临较大的外部融资需求。

从筹资活动看，近年来公司筹资活动现金流入快速增长，主要为公司取得的银行借款以及收到的项目资本金，其中 2020 年规模较大主要系公司取得政府投入的轨道建设资本金所致。同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。受 2020 年银行借款集中偿付的影响，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标明显提升。考虑到股东对公司的支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2018—2020 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2020 年受公司将收到的运营合作费用用于偿还银团贷款的影响，上述指标均大幅下降。公司现金类资产较为充裕，现金短期债务比 1.18 倍，能够覆盖短期债务，假设附有投资者回售选择权的长期债务按首个行权日行权计算，现金短期债务比为 0.48 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般，需关注公司长期债务提前行权造成的集中偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动增长，2020 年受动车、隧道等固定资产开始计提折旧的影响，公司 EBITDA 大幅增长，2020 年，全部债务/EBITDA 明显下降，EBITDA 利息倍数显著上升，公司长期偿债能力指标明显提升。

表 13 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标			
流动比率	228.63	230.64	86.63
速动比率	227.71	230.12	86.23
现金短期债务比	2.39	3.95	1.18
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.79	0.58	3.78

全部债务/EBITDA	41.99	51.83	13.94
-------------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司获得金融机构授信额度合计332.80亿元，尚未使用额度310.44亿元，公司间接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至 2020 年底，公司对外担保余额为 38.08 亿元，相当于 2020 年底公司所有者权益的 15.59%。被担保企业为温州市瓯飞经济开发投资有限公司、浙江乐清湾铁路有限公司和泰顺县发展投资集团有限公司等，均为国有企业，且目前经营情况良好。整体看，公司或有负债风险相对可控。

考虑到公司在土地开发收益返还、政府补助等方面得到了温州市政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

母公司主要承担公司管理职能，子公司负责具体项目实施与建设，母公司债务负担较轻，自身盈利能力弱。

截至 2020 年底，母公司资产总额 259.09 亿元，较上年底增长 34.82%，主要系母公司增持农银合伙企业股权计入可供出售金融资产以及对二号线项目公司增资计入长期股权投资所致。母公司资产以非流动资产（占 88.51%）为主。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 166.19 亿元，较上年底增长 31.39%，主要系各级财政投入项目资本金增长，计入资本公积所致。公司所有者权益主要由实收资本（20.00 亿元）、资本公积（131.28 亿元）和未分配利润（13.41 亿元）构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 92.90 亿元，较上年底增长 41.44%，主要系往来款增长计入其他应付款以及融资租赁款增长计入长期应付款所致。截至 2020 年底，母公司资产负债率 35.86%，母公司全部债务 52.64 亿元，以长期债务为主，全部债务资本化比率 24.06%，债务负担较轻。

2020 年，母公司实现营业收入 0.04 亿元，主要为利息等其他业务收入；营业利润率为 0.37%。得益于母公司取得政府补助 3.04 亿元，母公司利润总额为 1.68 亿元。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行总额为 10.00 亿元，相当于 2020 年底公司全部债务的 13.48%、长期债务的 16.11%。本期债券的发行对公司整体债务存在一定影响。

截至 2020 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为 45.46%、23.29%和 20.27%。以公司 2020 年底财务数据为基础，预计本期债券发行后，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将分别上升至 46.65%、25.63%和 22.79%。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券拟发行金额的 0.10 倍、6.06 倍和 3.71 倍；公司经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行金额的 0.04 倍、6.00 倍和 3.52 倍，2019—2020 年，经营活动产生的现金流入量和经营活动现金流量净额对本期债券发行金额的保障能力较强；2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行金额的 0.24 倍、0.22 倍和 0.53 倍，保障程度弱。

募投项目 S2 线一期项目预计 2023 年起开始正式运营实现票务收入，根据可研报告测算，2023 年及 2024 年募投项目预计可实现收入 11.52 亿元，若本期债券于 2021 年发行，2024 年全额回售，预计收入为本期债券拟发行金额的 1.15 倍，募投项目收入能够覆盖本期债券发行金额。考虑到 S2 线一期项目配套的资金平衡用地规模较大，以近年来温州市土地开发均价测算，预计可实现开发收入 195 亿元，且股东对公司支持力度较大、持续性较好，联合资信

认为本期债券本息偿付安全性极高。

十、结论

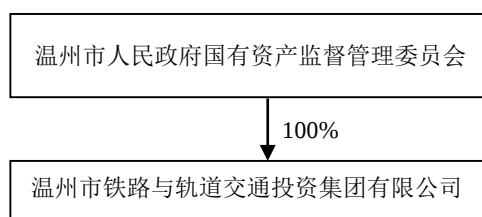
温州市战略地位和区域发展优势显著，经济和财政实力持续增强。公司主要从事温州市域铁路投资建设及沿线土地综合开发等工作，在区域轨道交通建设领域承担重要职能。近年来，公司持续获得有力的外部支持，资产及权益规模快速增长。同时，公司资产质量一般，在建及拟建项目投资规模大，资金支出压力较大。

未来随着温州市经济的持续发展及公司轨道交通项目建设的持续推进，公司有望保持稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券的发行对公司现有债务规模存在一定影响，考虑温州市政府对公司持续有力的支持以及公司资金平衡用地未来可实现的开发收入规模较大，整体偿债风险极低。

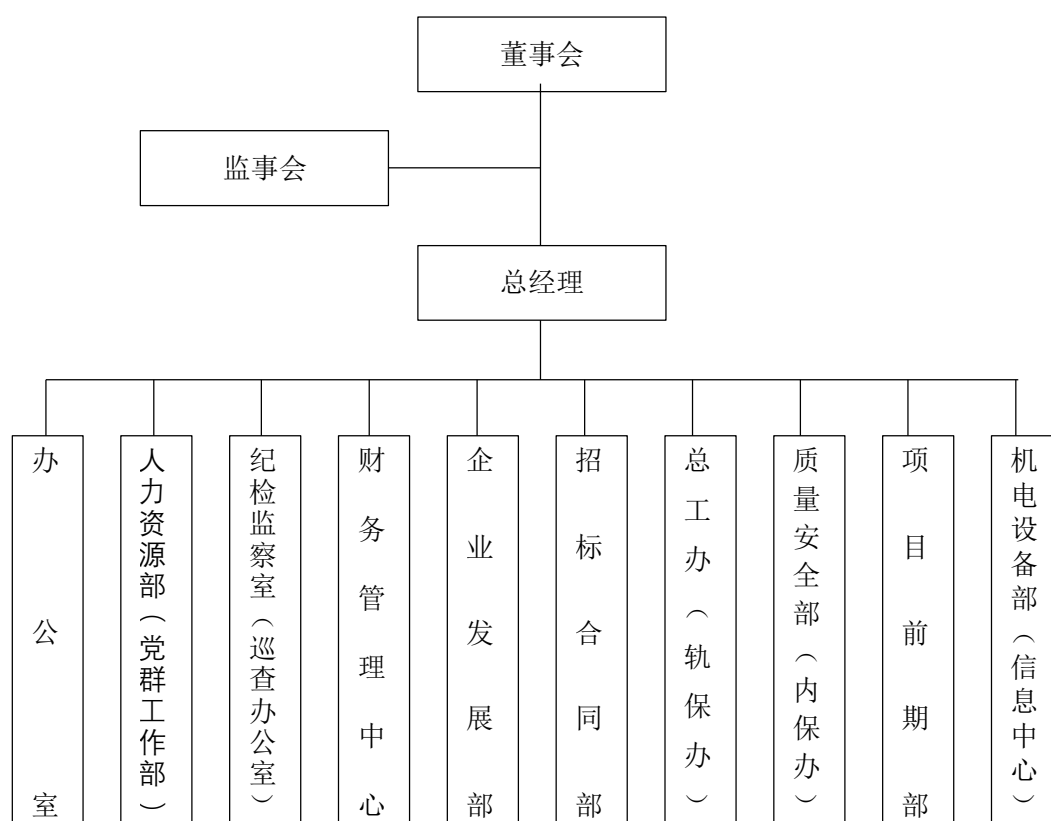
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股权比例 (%)		经营范围
			直接	间接	
1	温州幸福轨道交通股份有限公司	922994.00	68.86	0.21	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；日用品销售；宾馆管理；设计、制作、销售、代理国内各类广告、票卡、纪念品及文化创意产品；商品信息咨询；投资与资产管理；其他仓储业（不含食品和危险化学品）；会议及展览服务；贸易代理；果蔬、苗木种植、销售；废品处置（不含危险废物）。（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）
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	20000.00	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）
6	温州杭温铁路投资有限公司	100026.04	5.70	--	对杭温铁路项目的投资及管理（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）

注：公司仅持有温州杭温铁路投资有限公司 5.70% 股权，但将其纳入合并范围，主要系该公司大股东温州市基础设施投资基金有限公司（持股 54.30%）将其表决权委托给公司所致。

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	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.30	68.00	14.23
资产总额（亿元）	309.47	405.44	447.82
所有者权益（亿元）	175.48	200.70	244.25
短期债务（亿元）	8.50	17.21	12.07
长期债务（亿元）	90.65	94.45	62.09
全部债务（亿元）	99.15	111.66	74.17
营业收入（亿元）	0.43	0.46	3.23
利润总额（亿元）	2.24	2.04	2.27
EBITDA（亿元）	2.36	2.15	5.32
经营性净现金流（亿元）	0.41	60.02	35.18
财务指标			
销售债权周转次数（次）	102.77	88.48	61.28
存货周转次数（次）	0.98	1.06	15.95
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.01
现金收入比（%）	112.14	13,143.63	951.97
营业利润率（%）	32.72	39.89	6.19
总资产收益率（%）	0.82	0.65	0.79
净资产收益率（%）	1.28	1.01	0.91
长期债务资本化比率（%）	34.06	32.00	20.27
全部债务资本化比率（%）	36.10	35.75	23.29
资产负债率（%）	43.30	50.50	45.46
流动比率（%）	228.63	230.64	86.63
速动比率（%）	227.71	230.12	86.23
经营现金流动负债比（%）	1.74	164.05	84.07
现金短期债务比（倍）	2.39	3.95	1.18
EBITDA 利息倍数（倍）	0.79	0.58	3.78
全部债务/EBITDA（倍）	41.99	51.83	13.94

注：全部债务和长期债务中包括长期应付款中有息债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	13.69	12.80	9.29
资产总额 (亿元)	161.12	192.17	259.09
所有者权益 (亿元)	103.29	126.49	166.19
短期债务 (亿元)	8.50	10.00	11.02
长期债务 (亿元)	28.85	30.87	41.63
全部债务 (亿元)	37.35	40.87	52.64
营业收入 (亿元)	0.03	3.42	0.04
利润总额 (亿元)	2.17	1.87	1.68
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-0.06	-3.08	8.72
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	--	1.90	0.02
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.02	0.00
现金收入比 (%)	86.89	0.67	8,357.36
营业利润率 (%)	16.44	-0.44	0.37
总资本收益率 (%)	1.55	1.12	0.77
净资产收益率 (%)	2.10	1.48	1.01
长期债务资本化比率 (%)	21.83	19.62	20.03
全部债务资本化比率 (%)	26.55	24.42	24.06
资产负债率 (%)	35.89	34.18	35.86
流动比率 (%)	429.84	230.50	91.19
速动比率 (%)	429.84	230.50	91.19
经营现金流动负债比 (%)	-0.54	-16.60	26.69
现金短期债务比 (倍)	1.61	1.28	0.84
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：未获取 EBITDA 及其相关指标计算数据

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	
营业收入年复合增长率	
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-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%
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

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

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司、监管部门等。