

# 信用等级公告

联合〔2020〕3045号

---

**温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司：**

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的2020年公司债券（第一期）进行了主动评级，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<sub>pi</sub>，评级展望为“稳定”**

**温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司拟发行的2020年公司债券（第一期）信用等级为AAA<sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月十七日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 2020年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 公司债券（第一期）主动评级报告

本期债券信用等级：AAApi  
 公司主体信用等级：AAApi  
 评级展望：稳定  
 发行规模：12.00 亿元  
 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  
 还本付息方式：按年付息，到期一次还本  
 评级时间：2020 年 9 月 17 日  
 主要财务数据：

### 合并口径

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	278.14	309.47	405.44
所有者权益（亿元）	164.00	175.48	200.70
长期债务（亿元）	75.82	90.65	94.45
全部债务（亿元）	89.82	99.15	111.66
营业收入（亿元）	0.46	0.43	0.46
净利润（亿元）	2.21	2.24	2.02
EBITDA（亿元）	2.32	2.36	2.15
经营性净现金流（亿元）	2.51	0.41	60.02
营业利润率（%）	-31.69	32.72	39.89
净资产收益率（%）	1.68	1.32	1.07
资产负债率（%）	41.04	43.30	50.50
全部债务资本化比率（%）	35.39	36.10	35.75
流动比率（倍）	2.77	2.29	2.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	0.79	0.58
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.19	0.20	0.18

### 公司本部（母公司）

资产总额（亿元）	149.58	161.12	192.17
所有者权益（亿元）	90.89	103.29	126.49
全部债务（亿元）	41.02	37.35	40.87
营业收入（亿元）	0.00	0.03	3.42
净利润（亿元）	2.53	2.17	1.87
资产负债率（%）	39.24	35.89	34.18
全部债务资本化比率（%）	31.10	26.55	24.42
流动比率（倍）	2.57	4.30	2.31

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

### 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显著专营优势。近年来，温州市经济持续增长，公司面临良好的外部环境；公司持续获得有力的外部支持，资产及权益规模有望大幅增长；公司转让S1线一期项目获取大规模合作费，有效降低公司债务压力，公司偿债能力有所提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司盈利能力偏弱和资产质量一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务规模存在一定影响，但考虑到公司在温州市轨道交通方面的重要地位以及近年来持续获得有力的外部支持，联合评级认为本期债券到期不能偿还的风险极低。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。联合评级对公司的评级展望为稳定。

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，联合评级认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

### 优势

1. **公司外部发展环境良好。**近年来，温州市经济及财政实力持续增长，为公司提供了良好的外部环境。

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、投融资、运营和开发等业务的唯一主体，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等有力的外部支持。

3. 公司转让 S1 线一期项目获取大规模合作费，有效降低公司债务压力，公司偿债能力有所提升。公司对 S1 线一期项目运营权进行了转让，获取运营合作费 90.00 亿元，截至 2019 年底，第一笔合作费金额为 60.00 亿元已到位。未来公司将每年形成稳定的合作费收入，期限为 30 年。公司获取的运营合作费可用于偿还 S1 线一期项目形成的有息债务，公司的债务压力有所降低，偿债能力有所提升。

#### 关注

1. **盈利能力偏弱**。近年来，公司营业收入规模较小，利润总额对财政补贴依赖程度高，整体盈利能力偏弱。

2. **资产质量一般**。公司资产以固定资产和在建工程等非流动资产为主，资产流动性较弱，资产质量一般。

#### 分析师

刘亚利 登记编号（R0040216120002）

尹丹 登记编号（R0040218110004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次（期）债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司



## 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，初始注册资本金20亿元，其中2011年3月实收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，以下简称“轨交置业”）及部分拨款资金。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为20亿元，温州市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司主要承担温州市域铁路和铁路投资项目的投资建设工作。

截至2019年底，公司本部设财务管理中心、质量安全部、规划发展部等职能部门；公司合并范围子公司5家；拥有在职员工1,378人。

截至2019年底，公司合并资产总额405.44亿元，负债合计204.75亿元，所有者权益200.70亿元，其中归属于母公司所有者权益165.47亿元。2019年，公司实现营业收入0.46亿元，净利润2.02亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.02亿元；经营活动产生的现金流量净额60.02亿元，现金及现金等价物净增加额47.70亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券全称为“2020年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司公司债券（第一期）”，发行总额为12.00亿元，其中基础发行额为8.00亿元，弹性配售额为4.00亿元。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<sup>1</sup>及投资者回售选择权<sup>2</sup>。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。在债券存续期内前3年票面年利率由基准利率<sup>3</sup>加上基本利差<sup>4</sup>确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。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. 本期债券募集资金用途

#### （1）本期债券募集资金总额及用途

本期债券募集资金12.00亿元，全部用于温州市域铁路S2线一期工程建设。

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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）。

<sup>4</sup> 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。基本利差在0-500个基点之间。

## （2）募集资金投资项目概况

### 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，南至莘阳大道，线路长约 63.63 公里，其中隧道及地下线长约 11.10 公里。一期工程总投资为 261.53 亿元，其中项目资本金 130.76 亿元；工程已于 2017 年 11 月正式开工建设，计划 2023 年完工运营。截至 2019 年底，已完成投资 63.87 亿元，占总投资的 24.42%。

### 项目审批情况

2015 年 12 月，S2 线一期项目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，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，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

温州市域铁路 S2 线一期工程贯穿南北，覆盖了城区，同时将市区与南部周边各县连通，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、土地增值等诸多社会效益，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。温州市域铁路 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，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。

## 三、行业及区域环境分析

### 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、房地产和广告业等行业的发展，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，2019 年中国城镇常住人口 8.48 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 60.60%，首次突破 60%，同时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。

经过多年的发展，截至 2019 年底，中国大陆地区累计有 40 个城市建成投运城市轨道交通线路，

全国共计 208 条运营线路，建成投运城市轨道交通线路总长度达 6,736.2 公里。2019 年全年累计完成客运量 237.1 亿人次，2019 年中国城市轨道交通完成投资 5,958.9 亿元。

## (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、投资回收期比较长的经济特性。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、由政府与企业共建的模式。

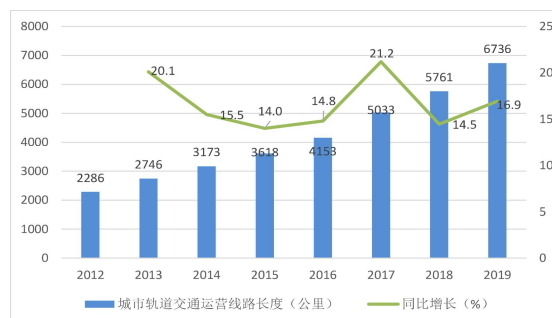
在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，资本金比例在 30%~40% 左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由省、市两级政府财力提供支持，并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措其余部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

资金需求规模大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由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以提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

**“十三五”四年来，全国城市轨道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”四年来，全国运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度 3,118.2 公里，年均新增运营线路长度 779.6 公里。根据《城市轨道交通 2019 年度统计和分析报告》（以下简称“城轨分析报告”），截至 2019 年底，中国大陆地区累计有 40 个城市建成投运城市轨道交通线路，其中 2019 年新增温州、济南、常州、徐州、呼和浩特 5 个运营城市。全国共计 208 条运营线路，其中 2019 年新增运营线路 25 条，新增运营线路长度 974.8 公里。2019 年全国城市建成投运城市轨道交通线路总长度达 6,736.2 公里，同比增长 16.90%，其中地铁 5,180.6 公里，占 76.9%，投运车站 3,928 座。

图1 2012-2019年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合评级整理

从城市群拥有城市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 54 条，运营线路总长度 1,920 公里，占 29%，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 33 条，运营线路总长度 1,049 公里，占 16%；珠三角 5 城开通运营线路 27 条，运营线路总长度 892 公里，占 13%；成渝城市群 2 城开通运营线路 18 条，运营线路总长度 764 公里，占 11%。随着城市群、都市圈、同城化建设的大力推进，市区城轨、市域

快轨、城际铁路“三网融合”的需求为城轨交通、市域快轨的发展打开了空间。

**“十三五”四年来，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2019年度完成建设投资额创历史新高。**

“十三五”四年来，共有 27 个城市新一轮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 25,000 亿元。2019 年，共有 4 个城市新一轮城市轨道交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共 687.45 公里，总投资 4,926.28 亿元。“十三五”四年来，全国共完成城市轨道交通建设投资 19,992.7 亿元，年均完成建设投资额接近 5,000 亿元。2019 年，中国城市轨道交通完成投资 5,958.9 亿元，同比增长 8.9%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至 2019 年底，在建城市轨道交通项目的可研批复投资额累计 46,430.3 亿元，在建线路总里程 6,902.5 公里，同比增长 8.3%，其中地铁 5942.7 公里，仍为主流。我国城轨在建线路规模稳步增长，年度完成建设投资额创历史新高。

图2 截至2019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：联合评级根据《城轨分析报告》整理

### （3）行业运营

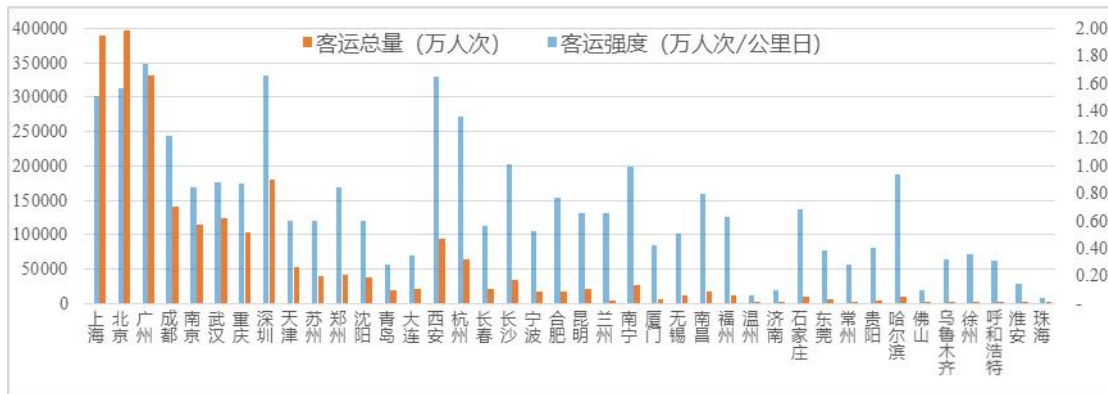
**随着新建线路投入运营，全国各城市客运量不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，但各城市之间客运强度变化有所差异。**

随着新建线路投入运营，据不完全统计，2019 年全国累计完成客运量 237.1 亿人次，同比增长 12.5%；日均 6,634.1 万人次，同比增加 772.6 万人次；总进站量为 149.4 亿人次，同比增长 12.2%；总客运周转量为 2,003.1 亿人公里，同比增长 13.8%，北京、上海、广州、深圳 4 市位居前列。

2019 年，全国城轨交通平均客运强度为 0.71 万人次/公里日，同比有所下降。但各城市之间客运强度变化有所差异，北京、成都、沈阳等城市客运强度同比稳中有降，上海、天津、重庆等城市客运强度同比依然增长。2019 年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、西安、北京和上海。



图3 2019年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合评级根据《城轨分析报告》整理

2019年，全国城轨交通平均运营成本和收入同比均有所下降，但入不敷出依然是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

据不完全统计（该部分计入31个城市数，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），2019年，全国城轨交通平均单位车公里运营成本23.4元，同比下降0.4元。平均单位人公里运营成本0.69元，同比下降0.15元。平均单位车公里运营收入16.7元，同比下降0.5元，平均单位人公里运营收入0.47元，同比下降0.01元，车公里运营收入和人公里运营收入均超过全国平均水平的有深圳、杭州、长沙、青岛、厦门5市；平均单位票款收入0.28元/人公里，同比增长0.01元。

2019年，全国平均运营收支比为72.7%，其中，运营收支比超过100%的城市有杭州、深圳、北京、青岛4市，均为资源经营收入较高的城市；其余城市运营收支比均低于100%。整体看，城轨交通运营入不敷出依然是普遍状况，对政府补贴依赖高。

#### （4）行业政策

**因城市轨道交通行业特殊性，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。**

城市轨道交通行业特点是投资巨大，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，保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表1 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

资料来源：联合评级整理

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》，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3,000亿元以上，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预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1,500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。上述政策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，上述规定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》（以下简称“《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。

#### （5）未来发展

**随着科技革命和产业变革，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，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，但经济发达地区的城市轨道交通建设投资增速和规模仍较大。到 2020 年底，全国城市轨道交通运营线路预计将达到 7,700 公里左右。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，《纲要》的发布，给未来城轨交通强国的建设提供了更加明确的目标和方向。“十四五”即将到来，部分经济发达城市地铁在加快新线建设的同时，也将率先全力打造智慧型地铁。

2020 年初，受突如其来的新冠疫情影响，在平衡建设进度、安全生产和成本管控等方面，城轨企业将存在较大的压力，2020 年整体客运量将可能有所下降。

2020 年政府工作报告提出，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6,000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，其中包括加强新基建、加强交通在内的重大工程建设，体现了以民生为导向、支撑内需扩大的重要出发点，契合了高质量发展的需要，给城轨交通发展带来了新的机遇。

## 2. 区域环境

**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。**

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 2 市（县级）和永嘉、平阳、苍南、文成、泰顺 5 县。全市陆域面积 11,784 平方公里，海域面积约 11,000 平方公里，其中市区（鹿城、龙湾、瓯海、洞头 4 个区）面积 1,187 平方公里。

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。2017—2019 年，温州市经济保持较快增长态势，GDP 分别为 5,453.2 亿元、6,006.2 亿元和 6,606.1 亿元，增速分别为 8.4%、7.8%和 8.2%。

根据《2019 年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019 年，温州市生产总值 6,606.1 亿元，按可比价计算，同比增长 8.2%。其中，第一产业增加值 151.7 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 2,811.9 亿元，同比增长 6.1%；第三产业增加值 3,642.5 亿元，同比增长 10.1%。三次产业比重为 2.3:42.6:55.1。截至 2019 年底，温州市全市居民人均可支配收入 71,225 元，增长 7.7%。

2019 年，温州市全年固定资产投资增长速度为 10.3%，民间投资同比增长 7.4%，其中民间项目投资增长 19.5%，高新技术产业投资同比增长 23.8%，工业投资和服务业投资分别增长 11.0%和 10.2%。80 个全省集中开工项目全部进场施工，省“152”工程落地开工 38 个。2019 年，温州市房地产开发投资同比增长 2.0%。房屋施工面积 5,409.6 万平方米，其中住宅施工面积 3,700.3 万平方米；

商品房销售面积 1,139.9 万平方米，其中住宅销售面积 917.7 万平方米。

交通基础设施的建设持续发展。公路方面，截至 2019 年底，温州市公路总里程 14,904 公里，其中高速公路 512 公里，一级公路 571 公里，二、三级公路 1,933 公里。同期，实有公共汽（电）车营运车辆 4,110 辆，年载客量 4.42 亿人次，实有出租车 7,415 辆。铁路方面，2019 年，温州市铁路客运量 2,838.4 万人次，增长 6.8%；货运量 447.6 万吨，下降 15.6%。航空旅客吞吐量 1,229.2 万人次，增长 9.6%。

近年来，温州市地方财力逐年增强。2017—2019 年，温州市一般公共预算收入分别为 465.4 亿元、514.8 亿元和 579.0 亿元，保持较快增长。根据《关于温州市 2019 年全市和市级预算执行情况以及 2020 年全市和市级预算草案的报告》，2019 年温州市实现一般公共预算收入 579.0 亿元，增长 12.5%。同期，一般公共预算支出 1,084.1 亿元，增长 24.0%。财政自给率为 53.41%，较 2018 年的 58.89% 有所下降，财政自给能力一般。2019 年，温州市政府性基金预算收入 1,608.2 亿元，增长 97.8%。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

**公司是温州市市域铁路建设的唯一主体，业务上具有显著的区域专营性。**

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。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，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。

##### 2. 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。**

公司高管人员包括董事长、总经理、副总经理、总会计师等 13 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 月出生，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、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 月出生，本科学历；曾任温州市龙湾区委（府）办秘书科科员、秘书科副科长、机要档案科科长，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副书记、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，温州空港新区开发建设有限公司筹备组组长兼空港新区党工委副书记（正科级），温州市龙湾区臻龙投资建设集团有限公司筹备组组长，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），温州幸福轨道交通股份有限公司（公司子公司，以下简称“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 2019 年底，公司合并口径共有在职职工 1,378 人。职称方面，具有中、高级职称的人员有 272 人，占总人数的 19.74%；初级职称人员 967 人，占 10.09%；初级以下职称人员 786 人，占 70.17%。学历方面，大学本科及以上 579 人，占 42.02%；大学专科及以下 799 人，占 57.98%。年龄方面，公

司 35 岁及以下 1,135 人，占 82.37%；36 至 45 岁 155 人，占 11.76%；45 岁以上 70 人，占 5.87%。

### 3. 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。**

公司是温州市轨道交通建设的唯一主体，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归集、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。

#### (1) 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 5,555 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 年和 2019 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 亿元和 11.75 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。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处置。

#### (2) 项目资本金支持

根据《关于下达市域铁路 S1 线一期工程项目 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 75.62 亿元，其中项目资本金 56.22 亿元和按规定货币出资部分<sup>5</sup>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，2017—2019 年，温州市政府实际拨付 16.23 亿元、3.51 亿元和 2.50 亿元。截至 2019 年底，已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），剩余 6.47 亿元将于 2020 年及以后到位。2020 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，超过剩余资本金部分的资金全部为按规定货币出资部分。

表 2 截至 2019 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	2020 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	49.75	6.47	8.11
社会资本	36.82	36.20	0.62	--
<b>合计</b>	<b>93.04</b>	<b>85.95</b>	<b>7.09</b>	<b>8.11</b>

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。2017—2019 年，温州市政府及各级政府实际拨付项目资本金 8.20 亿元、6.72 亿元和 7.26 亿元。截至 2019 年底，S2 线一期工程已累计拨付项目资本金 24.18 亿元（市本级 2.25 亿元，区级 21.93 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 10.00 亿元资本金为国开专项建设基金，剩余 64.58 亿元资本金将于 2020—2022 年按政

<sup>5</sup> 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。



府下达的出资计划陆续到位,2020年计划拨付资本金41.17亿元,其中各级政府以货币形式出资11.17亿元,政府以轨道专项债资金投入30.00亿元。根据浙江省财政厅出具的《2020年浙江省其他项目收益专项债券(三期)项目情况汇总(10年期)》,S2线一期项目资金筹措方案中,计划通过发行专项债85.00亿元,其中2020年计划发行专项债30.00亿元。截至2020年3月底,专项债资金30.00亿元已经到位,体现在公司2020年一季度财务报表中公司“资本公积”科目。

表3 截至2019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	2020年计划到位的政府出资的资本金金额
市本级及区级(含功能区)	54.25	9.54	4.73
乐清市政府	45.20	6.68	4.99
瑞安市政府	31.30	7.96	1.45
合计	130.76	24.18	11.17

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

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。公司作为温州市轨道交通前期、建设、投融资、运营和开发等方面的唯一主体,具有区域垄断优势。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。

### (3) 政府补贴

公司于2017—2019年分别收到温州市财政局拨付的财政补助2.50亿元、2.50亿元和1.80亿元,主要为对市域铁路工程的专项财政补助等。2019年,根据温州市人民政府办公室抄告单(抄告单(2019)257号),同意将市轨道交通建设发展专项资金中5.40亿元转为对公司的专项补助,除1.80亿元专项用于市域铁路S1线及配套项目经营建设补助(公司将其计入“其他收益”)外,剩余3.60亿元将用于S1线运营亏损补充(冲抵“在建工程”)。

## 五、管理分析

### 1. 公司治理

**公司法人治理结构较为完善,公司章程执行情况良好。**

公司按照《公司法》等有关法律法规,建立了完善的法人治理结构,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委行使股东职权,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,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、监事会报告及重大事项报告等工作。

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。董事会有五名成员，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。其中二名成员由温州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。监事任期每届三年。监事会主要行使以下职权：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。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，因此公司目前监事实际到位二人。根据温国资委（2020）43号文件，公司监事预计将于2020年9月底前到位。

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. 管理体制

### **公司管理制度较为健全，管理制度执行情况良好，保障了日常经营工作的正常运行。**

公司本部设财务管理中心、质量安全部、规划发展部等职能部门，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，公司董事长负责集团重大财务事项、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；财务总监负责对集团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集团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集团公司报备后自主选用，子公司财务主管人员由集团公司委派和任命；子公司的重大合同，重要文件，重要资料等，应向集团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集团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、公司规划发展部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，由集团总经理办公会议讨论后，报集团董事会决定，同时报送市国资委备案。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集团董事会决定后，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：财务部根据公司经营状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，应由财务部提出方案，报董事会审核通过，并上报温州市国资委审批。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

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，但目前尚未产生收入。公司近年来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 S1 线一期项目运营权转移，同时其他线路尚处于建设期，目前公司轨道板块业务尚未实现收入。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。2017—2019 年，公司主营业务收入规模较小且有所波动，分别为 0.39 亿元、0.33 亿元和 0.39 亿元，主要系房产销售收入持续减少叠加租赁收入持续增长所致。

毛利率方面，公司近年来毛利率扭亏为盈，主要系收入占比较高的房产销售和租赁业务毛利率逐年增长所致。2017 年，公司房产销售业务呈亏损状态，主要是由于在售的御龙公馆项目的土地成本较高所致；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；2019 年，公司房产销售业务毛利率仍保持较高水平。同期，公司租赁业务毛利率大幅增长，主要是 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。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	2,200.59	47.94	-100.75	1,483.71	34.79	75.50	1,215.73	26.41	78.70
租赁	1,079.59	23.52	-0.09	1,356.23	31.80	6.33	2,004.56	43.54	42.73
物业管理	651.49	14.19	76.96	464.85	10.90	82.27	594.49	12.91	53.21
其他	5.52	0.12	100.00	41.98	0.98	100.00	133.37	2.90	80.34
<b>主营业务</b>	<b>3,937.19</b>	<b>85.76</b>	<b>-43.46</b>	<b>3,346.77</b>	<b>78.47</b>	<b>48.72</b>	<b>3,948.15</b>	<b>85.76</b>	<b>56.66</b>
其他业务	653.52	14.24	63.38	918.26	21.53	44.96	655.59	14.24	32.60
<b>营业收入</b>	<b>4,590.71</b>	<b>100.00</b>	<b>-28.25</b>	<b>4,265.03</b>	<b>100.00</b>	<b>47.91</b>	<b>4,603.74</b>	<b>100.00</b>	<b>53.23</b>

资料来源：公司提供

### 2. 经营分析

#### (1) 市域铁路项目

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，将对周边资金平衡用地的开发、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，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 线一期投资建设模式为公司发起成立幸福股份公司，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，总投约为 28.88 亿元。

截至 2019 年底，S1 线一期项目已投资 152.14 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 9 月 28 日，S1 线开始全线运营，截至 2019 年底，S1 线一期累计搭乘乘客 775.30 万人，日均搭乘 2.26 万人次，列车开行 63,305 列次，运营里程 278.63 万公里，收取票款约 2,805.50 万元，平均每人每次票务收入 3.62 元。2019 年 12 月 26 日，公司将 S1 线一期项目的运营权进行了转让，具体参见“重大事项”。未来，公司将每年形成稳定的合作费收入，合作期限为 30 年。

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归集”部分内容。截至 2019 年底，S2 线一期项目完成投资 63.87 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 2019 年底，公司 S1 线一期工程 and S2 线一期工程累计已投资 216.01 亿元，未来尚需投资 231.58 亿元，其中尚未到位的项目资本金 71.67 亿元，剩余资金主要由公司自筹，2020 年计划投资 57.50 亿元。S3 线一期项目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 5 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 2019 年底完成投资	2020 年计划投资额
S1 线一期工程	53.50	11.40	2013—2019	1,860,683.00	50.00%	1,521,421.56	45,000.00
S2 线一期工程	63.63	11.10	2017—2023	2,615,260.00	50.00%	638,669.35	500,000.00
S3 线一期工程	35.80	2.20	2020—2025	1,224,000.00	--	59.82	30,000.00
合计	152.93	24.70	--	5,699,943.00	--	2,160,150.73	575,000.00

注：1. S3 线项目温瑞快速路共建设段已开工建设，2019 年底已投入资金为前期设计费用；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），2017—2019 年分别获得投资收益 256.58 万元、256.58 万元和 301.49 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。

### （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，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 2019 年底，该项目销售进度为 91%，尚未销售面积为地上部分约 1,710.80 平方米，账面价值 649.48 万元。御龙公馆项目，即龙霞地块项目，截至 2019 年底尚未销售面积约 235.70 平方米，账面价值 686.62 万元。2017—2019 年，公司房产销售收入持续下降，分别为 0.22 亿元、0.15 亿元和 0.12 亿元。2019 年，公司合计销售面积为 577.20 平方米。截至 2019 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。

### （4）物业和租赁

**近年来，公司物业管理和租赁业务收入逐年增长，但规模相对较小；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。2017—2019 年，公司物业管理和租赁业务两项合计实现收入分别为 1,731.08 万元、1,821.08 万元和 2,599.06 万元，逐年增长，主要是受潘桥三溪货场和 S1 线一期项目站点周边商铺对外出租所致。未来随着 S1 线一期项目沿线物业业务逐步开展，出租率的提升，物业和租赁业务收入有望提升。

## 3. 重大事项

**2019 年，公司通过转让 S1 线一期项目的经营权获取运营合作费 90.00 亿元，未来不仅可以每年形成稳定的合作费收入，同时可以偿还 S1 线一期项目形成的有息债务，有效降低公司的债务压力，公司的偿债能力有所提升。**

2019 年 12 月 26 日，公司与浙江温州市域铁路一号线有限公司<sup>6</sup>（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”）<sup>7</sup>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 2019 年底，第一笔合作费已经全部支付完毕。运营合作费 90.00 亿元，其中项目资本金 30.00%，由幸福运营公司各方股东筹集，剩余部分由幸福运营公司通过金融机构贷款、基金等方式解决。针

<sup>6</sup>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%。

<sup>7</sup>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%。

对幸福运营公司产生的融资，未来通过客运收入和可行性缺口补助来平衡。

整体来看，公司通过转让 S1 线一期项目的经营权获取运营合作费 90.00 亿元，可以每年形成稳定的合作费收入。公司将获取的运营合作费偿还了 S1 线一期项目形成的有息债务，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务资本化比率降低至 20.90%，较 2019 年底降低 13.56 个百分点，有效降低公司的债务压力，公司的偿债能力有所提升。

#### 4. 未来发展

**未来公司仍将聚焦温州市市域铁路的投资和建设工作，并谋划发展装备制造和轨道经营发展等多项业务。**

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，重点划分“建设营运、装备制造、经营发展、融资运作”四大业务板块，不同板块业务发展导向不同，具体为：一是建设营运板块，以高速铁路、S 线、M 线、枢纽站点等轨道交通投资建设及运营为主；二是装备制造板块，以轨道交通整车生产、维修、零配件关键部件及配套等制造生产为主；三是经营发展板块，以推进 TOD 开发模式，发展铁路和轨道交通沿线仓储物流、房地产、商业、旅游和广告等现代服务业为主；四是融资运作板块，以轨道交通投融资产品发行，PPP 模式、政府专项债、企业债、银行借款、资产证券化等多元融资方案解决等金融业务为主。

未来公司将按照温州市政府的规划，重点推进杭温高铁、北站新城、温武铁路建设，谋划推进温福沿海高铁建设；加快推进 S1 线灵昆车辆段建设，力争 S2 线一期项目 2023 年建成。全面完成 S3 线一期项目前期工作，加快动工；加快 M1 线和 M2 线一期工程建设。深化推进整车修造基地建设，谋划启动零部件配套产业基地建设，打造轨道交通产业园。完成 S1、S2 沿线站点商城、城市综合体、轨道交通房地产和 TOD 社区等建设；S3 沿线工程加快启动。重点推进北站新城城市道路、雅林未来社区、金温安置房等配套工程项目建设。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—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 年度财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2017 年底，公司合并范围内子公司为 4 家；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。截至 2019 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，公司资产流动性弱，资产质量一般。**

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 20.73%。截至 2019 年底，公司资产总额 405.44 亿元，较上年底增长 31.01%，主要为货币资金和固定资产的增长。公司资产以非流动资产

为主，占比为 79.19%。

表 6 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.30	8.74	20.29	6.56	67.99	16.77
其他应收款	6.45	2.32	12.61	4.07	14.79	3.65
其他流动资产	38.15	13.71	20.17	6.52	1.40	0.35
<b>流动资产</b>	<b>69.19</b>	<b>24.87</b>	<b>53.33</b>	<b>17.23</b>	<b>84.39</b>	<b>20.81</b>
固定资产	0.70	0.25	0.65	0.21	121.61	29.99
在建工程	148.50	53.39	194.02	62.70	96.90	23.90
其他非流动资产	26.43	9.50	30.10	9.73	58.80	14.50
长期股权投资	15.05	5.41	14.87	4.80	25.79	6.36
可供出售金融资产	15.74	5.66	14.03	4.53	15.61	3.85
<b>非流动资产</b>	<b>208.96</b>	<b>75.13</b>	<b>256.14</b>	<b>82.77</b>	<b>321.05</b>	<b>79.19</b>
<b>资产总额</b>	<b>278.14</b>	<b>100.00</b>	<b>309.47</b>	<b>100.00</b>	<b>405.44</b>	<b>100.00</b>

注：其他应收款不包括应收利息及应收股利  
资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长10.44%。截至2019年底，公司流动资产为84.39亿元，较上年底增长58.24%，主要为货币资金增长所致。

截至2019年底，公司货币资金67.99亿元，较上年底增加47.70亿元，主要是公司转让S1线一期项目运营权收到的第一笔运营合作费60.00亿元所致，货币资金中银行存款占比为99.15%，无受限货币资金。

2017—2019年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 51.45%。截至 2018 年底，公司其他应收款 12.61 亿元，较 2017 年底大幅增长 95.54%，主要系新增应收温州市财政局的土地平衡款所致。截至 2019 年底，公司其他应收款 14.79 亿元，较上年底增长 17.30%。从欠款单位看，前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的 98.49%，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 11.95 亿元为主，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 2019 年底，公司其他应收款计提坏账准备 0.05 亿元。

表 7 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	余额	款项内容	余额占比
温州市财政局	11.95	土地平衡款	80.50
轨道发展基金	1.89	轨道发展基金	12.72
百盛联合杭温铁路有限公司	0.42	土地指标款	2.81
温州汇锦置业有限公司	0.31	往来款	2.12
温州市交通运输局	0.05	瓯江北口大桥前期经费	0.34
<b>合计</b>	<b>14.62</b>	<b>--</b>	<b>98.49</b>

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司存货不断下降，年均复合下降11.10%。截至2019年底，公司存货0.19亿元，较上年底下降11.70%，为县前二期项目和御龙公馆项目未销售部分。

2017—2019年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降80.83%。截至2019年底，公司其他

流动资产1.40亿元，较上年底下降93.05%，主要是理财产品减少18.79亿元所致。

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长23.95%。截至2019年底，公司非流动资产321.05亿元，较上年底增长25.34%，主要是固定资产、其他非流动资产和长期股权投资增长所致。

2017—2019年，公司固定资产波动增长，年均复合增长1,220.74%。截至2019年底，公司固定资产为121.61亿元，较上年底增加120.96亿元，主要是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。

2017—2019年，公司在建工程波动下降，年均复合下降19.22%。截至2018年底，公司在建工程194.02亿元，较2017年底增长30.65%，主要是增加对市域铁路S1线一期工程和S2线一期项目的建设投入所致。截至2019年底，公司在建工程为96.90亿元，较上年底下降50.06%，主要是S1线一期项目转固所致。

2017—2019年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长49.14%。截至2019年底，公司其他非流动资产为58.80亿元，较上年底增长95.32%，为新增建设用地31.19亿元，系S1线一期项目转固，主线相关的土地使用权由于尚未获取产权证，暂计入“其他非流动资产”所致。公司其他非流动资产还包括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（3.03亿元）和甬台温铁路用地耕地指标费（2.41亿元）。

2017—2019年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长30.91%。截至2019年底，公司长期股权投资为25.79亿元，同比增长73.44%，主要为公司2019年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。

2017—2019年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合下降0.43%。截至2019年底，公司可供出售金融资产账面价值为15.61亿元，较上年底增长11.27%，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2019年底，公司受限资产为3.71亿元，占资产总额的0.92%，全部为可供出售金融资产科目的浦发银行的股票质押。整体看，公司受限资产规模较小。

### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

由于市域铁路项目投资规模较大，近年来公司有息债务规模不断增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较轻；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。

2017—2019年，公司负债快速增长，年均复合增长33.93%。截至2019年底，公司负债总额204.75亿元，较上年底增长52.81%，主要为其他非流动负债增长所致，负债结构以非流动负债为主。

表8 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.00	12.27	8.50	6.34	13.50	6.59
应付账款	4.45	3.90	6.78	5.06	8.47	4.14
其他应付款	5.70	4.99	7.15	5.34	9.63	4.71
<b>流动负债</b>	<b>24.94</b>	<b>21.85</b>	<b>23.33</b>	<b>17.41</b>	<b>36.59</b>	<b>17.87</b>
长期借款	50.70	44.42	65.50	48.88	63.12	30.83
应付债券	25.12	22.01	25.15	18.77	25.17	12.29
专项应付款	11.27	9.88	18.03	13.45	16.27	7.95



其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	55.05	26.89
<b>非流动负债</b>	<b>89.20</b>	<b>78.15</b>	<b>110.67</b>	<b>82.59</b>	<b>168.16</b>	<b>82.13</b>
<b>负债总额</b>	<b>114.14</b>	<b>100.00</b>	<b>133.99</b>	<b>100.00</b>	<b>204.75</b>	<b>100.00</b>

注：其他应付款不包括应付利息及应付股利  
资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长21.12%。截至2019年底，公司流动负债36.59亿元，较上年底增长56.86%，主要为短期借款和其他应付款等的增长所致。

2017—2019年，公司短期借款波动幅度较大，年均复合下降1.80%。截至2019年底，公司短期借款为13.50亿元，较上年底增长58.82%，公司短期借款主要包括保证借款7.00亿元和信用借款6.50亿元；应付账款8.47亿元，较上年底增长24.98%，主要由应付一年以内的工程款构成。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长30.06%。截至2019年底，公司其他应付款9.63亿元，较上年底增长34.73%，主要为押金保证金的增长所致，公司其他应付款主要为工程暂扣款5.15亿元和押金保证金2.81亿元，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，应付资金均无利息成本。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长37.30%。截至2019年底，公司非流动负债168.16亿元，较上年底增长51.95%，主要由长期借款、应付债券、专项应付款和其他非流动负债等构成。

2017—2019年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长11.58%。截至2019年底，公司长期借款为63.12亿元，较上年底下降3.63%，主要由质押借款45.20亿元、保证借款15.92亿元和信用借款2.00亿元构成；应付债券25.17亿元，较上年底略有增长，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”。

截至2019年底，公司新增长期应付款6.16亿元，全部为应付的融资租赁款，需纳入公司有息债务核算。

2017—2019年，公司专项应付款波动增长，年均复合增长20.14%。截至2019年底，公司专项应付款为16.27亿元，较上年底下降9.73%，主要是由于公司列支轨道交通建设发展专项资金所致。

截至2019年底，公司新增其他非流动负债55.05亿元（运营合作费扣除相关税费），全部为预收PPP项目运营合作费。

2017—2019年，公司全部债务连续增长，年均复合增长11.50%。截至2019年末，公司全部债务111.66亿元，较上年底增长12.62%，其中短期债务占15.41%，长期债务占84.59%，以长期债务为主。短期债务17.21亿元，较上年底增长102.46%；长期债务94.45亿元，较上年底增长4.20%。截至2019年底，公司全部债务将于2020—2022年到期规模分别为18.59亿元、12.57亿元和5.21亿元，公司集中偿付压力不大。2017—2019年，公司资产负债率逐年上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动上升。截至2019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50.50%、35.75%和32.00%，较上年底分别上升7.20个百分点、下降0.36个百分点和下降2.06个百分点。公司债务负担较轻。

## （2）所有者权益

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，少数股东权益占比较高，整体权益稳定性一般。

2017—2019年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长10.62%，主要来自于资本公积的增长。

截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益 165.47 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 12.09%、74.42%和 9.30%。少数股东权益占 17.55%，少数股东权益占比较高。公司所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司实收资本保持稳定，均为 20.00 亿元。

2017—2019 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 15.10%。截至 2019 年底，资本公积为 123.14 亿元，较上年底增长 19.35%，主要为 2019 年公司收到各级财政拨入的项目资本金 10.51 亿元和 S1 线一期项目运营权转让公司作为政府方从轨道交通建设发展专项资金中列支股权投资支出导致资本公积增加 10.50 亿元。

2017—2019 年，公司其他综合收益波动幅度较大，年均复合下降 0.89%。截至 2019 年底，公司其他综合收益 5.60 亿元，较上年底增长 26.82%，主要为可供出售金融资产中浦发银行股票价格变动所致。

2017—2019 年，公司少数股东权益有所增长，年均复合增长 3.51%。截至 2019 年底，公司少数股东权益 35.23 亿元，较上年底增长 6.17%，主要为社会资本对子公司二号线项目公司和北站高铁公司的投资。

#### 4. 盈利能力

**公司营业收入规模较小，且近年来呈波动态势，利润总额对财政补贴依赖程度高，整体盈利能力偏弱。**

公司市域铁路项目处于投资建设期，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；2017—2019 年，公司营业收入有所波动，年均复合增长 0.14%。2019 年，公司实现营业收入 0.46 亿元，同比增长 7.94%，系租赁业务收入增长所致。2017—2019 年，公司营业成本快速下降，年均复合下降 39.53%。2019 年，公司营业成本 0.22 亿元，较上年下降 3.08%，低于营业收入增幅。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用保持相对稳定，年均复合下降 2.06%。由于营业收入规模较小，公司费用收入比较高，2019 年为 56.57%，公司对期间费用控制能力有待改善。

非经常性损益方面，2017—2019 年，公司投资收益波动幅度较大，年均复合增长 50.40%。2019 年，公司投资收益为 0.31 亿元，主要是 2019 年公司持有的浦发银行股票分红和公司铁路投资项目的投资分红。2017—2019 年，公司分别收到温州市财政局拨付的财政补助 2.50 亿元、2.50 亿元和 1.80 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。2017—2019 年，公司利润总额分别为 2.21 亿元、2.24 亿元和 2.04 亿元，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标来看，2017—2019 年，受公司房地产业务利润率提升影响，公司营业利润率由负转正，分别为-31.69%、32.72%和 39.89%。2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平且近年来逐年下降，2019 年分别为 0.69%和 1.07%，公司整体盈利能力偏弱。

#### 5. 现金流

**2019 年，受公司 S1 一期项目运营权转让事项影响，公司经营活动产生的现金流规模大幅增长；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，2017—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 年，受公司 S1 一期项目运营权转让事项影响，公司经营活动现金流入规模同比大幅提升。2017—2019 年，公司现金收入比

分别为 91.30%、112.14%和 13,143.63%；其中 2019 年大幅增长主要系公司收到转让 S1 线一期项目运营权的第一笔合作费 60.00 亿元，计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。近年来，公司经营活动现金流出规模较小，经营活动产生的现金流量持续净流入并呈波动上升趋势。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	3.07	0.99	60.63
经营活动现金流出	0.56	0.59	0.60
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2.51</b>	<b>0.41</b>	<b>60.02</b>
投资活动现金流入	44.59	120.43	105.81
投资活动现金流出	122.15	138.27	135.59
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-77.57</b>	<b>-17.84</b>	<b>-29.78</b>
筹资活动现金流入	113.88	40.49	50.18
筹资活动现金流出	33.00	27.07	32.73
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>80.88</b>	<b>13.42</b>	<b>17.45</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为 44.59 亿元、120.43 亿元和 105.81 亿元，其中 2018 年大幅增长主要系公司收回理财产品及利息 110.79 亿元所致。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、幸福运营公司和理财产品的投入构成。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续净流出且波动较大。同期，公司筹资活动前现金由净流出转为净流入状态，但随着其他市域铁路线路的持续建设投入，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有所波动，主要为公司取得的银行借款以及收到的项目资本金，其中 2017 年规模较大主要系公司吸收的农银合伙企业对 S2 线项目的投资基金较大所致。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。公司筹资活动产生的现金流量净额持续净流入但流入规模有所收窄。

## 6. 偿债能力

**公司短期债务规模较小，现金类资产较充裕，公司短期偿债能力强，长期偿债能力弱；考虑到股东对公司的支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险极低。**

2017—2019 年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2019 年底分别为 2.31 倍和 2.30 倍。公司现金短期债务比逐年提高，公司短期债务规模较小，现金类资产较为充裕，截至 2019 年底，公司现金短期债务比为 3.95 倍，对短期债务覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 2.32 亿元、2.36 亿元和 2.15 亿元，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.02 倍、0.79 倍和 0.58 倍，连续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.02 倍和 0.02 倍，连续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期债务偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司获得金融机构授信额度合计 265.59 亿元，尚未使用额度 137.97 亿元，公司间接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至 2019 年底，公司对外担保余额为 34.95 亿元，相当于 2019 年底公司所有者权益的 17.41%。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，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。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330300575342052A），截至2020年7月6日，公司本部无已结清和未结清的关注或不良类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

## 7. 母公司财务概况

**母公司资产及负债占合并口径比重一般，债务负担较轻，自身盈利能力较强。**

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额192.17亿元，较上年底增长19.27%，其中流动资产占22.24%、非流动资产占77.76%，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47.40%，占比一般。截至2019年底，母公司长期股权投资为97.99亿元，较上年底增长37.25%，主要为2019年增加对二号线项目公司的投资款15.00亿元。截至2019年底，母公司其他应收款26.32亿元，较上年底增长42.60%，主要为公司与子公司的往来款及垫付的土地开发整理成本增长所致。

截至2019年底，母公司所有者权益合计126.49亿元，较上年底增长22.46%，主要系资本公积增长所致。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63.02%，占比很高。截至2019年底，母公司实收资本20.00亿元，较上年底持平；资本公积93.26亿元，较上年底增长29.65%，主要是获取的项目资本金等增长所致。

截至2019年底，母公司负债合计65.68亿元，较上年底增长13.57%，其中流动负债占28.23%、非流动负债占71.77%，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32.08%，占比很低。截至2019年底，母公司应付债券为25.17亿元，较上年底增长0.11%。母公司资产负债率34.18%，全部债务资本化比率24.42%，母公司债务负担较轻。

2019年，母公司实现营业收入3.42亿元，占合并报表营业收入的743.48%，母公司营业收入主要为收入幸福股份公司的运营管理费；母公司利润总额为1.87亿元，占合并报表利润总额的91.67%。母公司营业收入和利润总额占合并报表的比重很高。

## 八、本期债券偿还能力分析

### 1. 本期债券对公司债务的影响

公司本期债券拟发行金额12.00亿元，相当于公司2019年底全部债务的10.75%。本期债券的发行对公司债务规模及结构有一定影响。

以公司2019年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由50.50%、35.75%和32.00%上升至51.92%、38.12%和34.66%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行额度（12.00亿元）的0.26倍、0.08倍和5.05倍，保障能力不稳定；2017—2019年，公司EBITDA分别为本期债券发行额度（12.00亿元）的0.19倍、0.20倍和0.18倍，保障程度弱。

若本期债券于2020年发行，2023年全额回售，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年募投项目预计可实现收入5.54亿元，为本期债券最高发行金额的0.46倍，募投项目收入对本期债券最高发行金额覆盖程度较弱。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，本期债券本息偿付安全性极高。

整体看，公司经营活动现金流对本期债券的保障能力不稳定，EBITDA 对本期债券的保障能力弱，募投项目运营期收入对本期债券最高发行金额覆盖程度较弱。但考虑到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，本期债券到期不能偿还的风险极低。

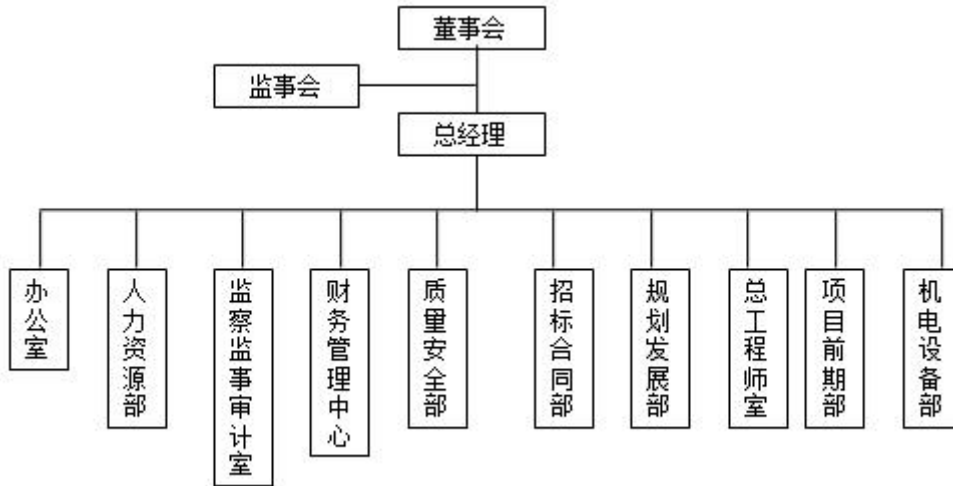
## 九、综合评价

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；公司持续获得有力的外部支持，资产及权益规模有望大幅增长；公司转让S1线一期项目获取大规模合作费，有效降低公司债务压力，公司偿债能力有所提升。同时，联合评级也关注到公司盈利能力偏弱和资产质量一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务规模存在一定影响，但考虑到公司在温州市轨道交通方面的重要地位以及近年来持续获得有力的外部支持，联合评级认为本期债券到期不能偿还的风险极低。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。联合评级对公司的评级展望为稳定。

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，联合评级认为，公司主体偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司  
组织架构图（截至 2019 年底）



附件 2 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司  
合并范围子公司情况（截至 2019 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	922,994.00	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	10,000.00	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）
3	温州市轨道交通置业有限公司	2,024.00	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	22,000.00	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	20,000.00	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

资料来源：公司审计报告

附件 3-1 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司  
主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	278.14	309.47	405.44
所有者权益（亿元）	164.00	175.48	200.70
短期债务（亿元）	14.00	8.50	17.21
长期债务（亿元）	75.82	90.65	94.45
全部债务（亿元）	89.82	99.15	111.66
营业收入（亿元）	0.46	0.43	0.46
净利润（亿元）	2.21	2.24	2.02
EBITDA（亿元）	2.32	2.36	2.15
经营性净现金流（亿元）	2.51	0.41	60.02
应收账款周转次数（次）	306.05	82.30	73.71
存货周转次数（次）	0.88	0.98	1.06
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比率（%）	91.30	112.14	13,143.63
总资本收益率（%）	1.05	0.85	0.69
总资产报酬率（%）	0.96	0.76	0.57
净资产收益率（%）	1.68	1.32	1.07
营业利润率（%）	-31.69	32.72	39.89
费用收入比（%）	59.14	65.20	56.57
资产负债率（%）	41.04	43.30	50.50
全部债务资本化比率（%）	35.39	36.10	35.75
长期债务资本化比率（%）	31.62	34.06	32.00
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	0.79	0.58
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.02
流动比率（倍）	2.77	2.29	2.31
速动比率（倍）	2.76	2.28	2.30
现金短期债务比（倍）	1.74	2.39	3.95
经营现金流动负债比率（%）	10.06	1.74	164.05
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.19	0.20	0.18

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司长期应付款中有息债务纳入长期债务核算



附件 3-2 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司  
主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	149.58	161.12	192.17
所有者权益（亿元）	90.89	103.29	126.49
短期债务（亿元）	14.00	8.50	10.00
长期债务（亿元）	27.02	28.85	30.87
全部债务（亿元）	41.02	37.35	40.87
营业收入（亿元）	0.00	0.03	3.42
净利润（亿元）	2.53	2.17	1.87
EBITDA（亿元）	2.53	2.18	1.89
经营性净现金流（亿元）	2.55	-0.06	-3.08
应收账款周转次数（次）	*	*	1.90
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.02
现金收入比率（%）	106.00	86.89	0.67
总资本收益率（%）	2.20	1.60	1.22
总资产报酬率（%）	1.96	1.40	1.07
净资产收益率（%）	3.27	2.24	1.63
营业利润率（%）	84.85	16.44	-0.44
费用收入比（%）	1,774.91	112.17	0.31
资产负债率（%）	39.24	35.89	34.18
全部债务资本化比率（%）	31.10	26.55	24.42
长期债务资本化比率（%）	22.92	21.83	19.62
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.05
流动比率（倍）	2.57	4.30	2.31
速动比率（倍）	2.57	4.30	2.31
现金短期债务比（倍）	0.63	1.61	1.28
经营现金流动负债比率（%）	12.49	-0.54	-16.60

注：上表中“\*”表示数据过大或过小，“/”表示相关数据未获取，指标无法计算

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入 / ( (期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2 )
存货周转次数	营业成本 / ( (期初存货余额 + 期末存货余额) / 2 )
总资产周转次数	营业收入 / ( (期初总资产 + 期末总资产) / 2 )
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / ( (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 ) × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / ( (期初总资产 + 期末总资产) / 2 ) × 100%
净资产收益率	净利润 / ( (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 ) × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
<b>本期债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。