

信用等级公告

联合评字[2015]459 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及贵公司拟发行的 2015 年可续期公司债券进行了主动评级，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 AA_{pi}，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 2015 年可续期公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年八月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2015 年可续期公司债券主动评级报告

本次公司债券信用等级

品种一：AApi

品种二：AApi

公司主体信用等级：AApi

评级展望：稳定

本次发行规模

品种一：8 亿元

品种二：7 亿元

债券期限

品种一：5 年+5X（X 为续期数）

品种二：3 年+3Y（Y 为续期数）

还本付息方式：每年付息一次，品种一和品种二均在其本金兑付期末一次性还本

评级时间：2015 年 8 月 18 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	46.05	99.40	111.59
所有者权益(亿元)	35.59	57.68	65.47
长期债务(亿元)	0.00	31.00	3.00
全部债务(亿元)	1.35	31.00	36.00
营业收入(亿元)	0.62	0.61	0.29
净利润(亿元)	1.39	2.74	1.35
EBITDA(亿元)	1.50	2.85	1.42
经营性净现金流(亿元)	0.73	1.07	1.06
营业利润率(%)	51.51	66.41	58.88
净资产收益率(%)	2.01	5.88	2.19
资产负债率(%)	22.71	41.97	41.33
全部债务资本化比率(%)	3.67	34.96	35.48
流动比率（倍）	1.61	4.81	0.86
EBITDA 利息倍数(倍)	11.45	31.55	3.56
EBITDA/全部债务(倍)	1.10	0.09	0.04
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.10	0.19	0.09

注：本报告中数据不加特别注明均为合并口径；部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为温州市域铁路项目投资建设及运营管理的主体，在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发等方面具有垄断地位，获得温州市政府在资本金注入、资产划拨、政府补贴、还款差额补足等方面的支持。同时联合评级也关注到公司市域铁路项目具有较强公益性特征，盈利能力弱、融资压力较大、土地出让市场存在不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出增大了公司资金和债务压力，但由于温州市政府对公司支持明确，对目前在建的市域铁路项目的资本金由市级及沿线区、功能区承担，利用土地储备和开发筹措轨道交通建设资金，对项目建设的资本金投入和到期债务的还本付息具有较强支撑作用。同时，温州市较强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司为本次债券设置偿债资金专户，并获得银行的流动性贷款支持，且公司已与政府签订还款差额补足协议保障贷款本息的偿还；本次债券偿还资金主要来源于公司未来资金平衡用地出让所实现的收益；目前公司已获得批复的资金平衡用地规模较大，对本次债券偿还保障程度较高。联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 温州市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是温州市域铁路投资建设、运营管理和沿线开发的主体，具有区域垄断地位，

获得温州市政府在项目资本金注入、财政补助、还款差额补足等方面的支持。

3. 温州市政府对公司在建的市域铁路S1线一期项目支持明确，该项目资本金由市级及沿线区、功能区承担，利用土地储备和开发筹措轨道交通建设资金，对公司建设的S1线项目顺利开展具有较强支撑作用。

4. 公司为本次债券设置偿债资金专户，并获得银行的流动性贷款支持；同时，公司未来出让资金平衡用地实现收益可满足本次债券还本付息的需求。

关注

1. 公司项目处于投资建设初期，目前公司盈利能力弱。

2. S1线项目建设资金及偿债资金、运营期弥补亏损资金主要来源于沿线土地开发出让实现净收益返还，本次债券各品种的发行利率可能高于债务性资金测算的综合利率，导致应偿付的债务资金可能高于测算金额，将增加土地返还净收益对公司债务性资金偿还的压力；随着S1线建设完成，沿线土地存在增值可能，但土地市场易受宏观经济和行业政策影响，未来出让实现收益情况存在不确定性。

3. 目前S1线项目资本金中温州市区两级政府直接出资额占项目完成投资额比例偏低，募集到位的个人投资者资金规模较大，未来赎回的时间和规模存在不确定性，对公司资本金筹集可能形成一定压力。

4. 温州市本级债务率水平较高，政府债务负担较重。

5. 本次债券品种一和品种二均在其兑付本金期末一次性偿还本金；公司在各品种本金偿还期末的偿付压力都将大幅上升。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //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温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司提供，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，未因温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

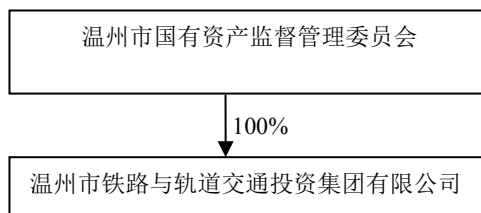
本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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，联合评级将对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体及本次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。

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“温州铁投”或“公司”）为温州市铁路建设总指挥部根据温政函[2011]22号文件组建，于2011年4月14日注册成立，由温州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“温州市国资委”）履行出资人职责，注册资本金20亿元，其中2011年3月到位5亿元，其余15亿元通过资本公积转增资本进行补足，转增的资本公积包括划入的温州市地方铁路有限公司（2013年9月更名为温州市轨道交通资产经营管理有限公司，以下简称“轨道经营公司”）和温州地方铁路房地产开发有限公司（2013年10月更名为温州市轨道交通置业有限公司）及部分拨款资金形成的资本公积15亿元转增资本进行补足；上述出资已经温州立德会计师事务所有限公司审验，并出具温立验变字（2012）第001号《验资报告》。截至2014年底，公司实收资本20亿元，公司实际控制人为温州市国资委。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2014年底，公司下属共拥有全资子公司2家、控股子公司1家。公司总部下设办公室、财务部、监察监事审计室、总工办、规划发展部、工程建设部、质量安全部和合同招标部等8个职能部门。

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

截至2014年底，公司合并资产总额为111.59亿元，负债合计46.12亿元，所有者权益合计65.47亿元（含少数股东权益）。2014年实现营业收入0.29亿元，净利润1.35亿元；经营活动产生的现金流量净额1.06亿元，现金及现金等价物净增加额5.69亿元。

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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

公司计划发行15.00亿元永续期公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券分为两个品种：品种一，计划发行8亿元；以每5个计息年度为一个周期，在每5个计息年度末附续期选择权，公司有权选择将品种一债券期限延长5年，或选择在该计息年度末到期全额兑付品种一债券。品种一债券采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利；票面年利率由基准利率加上基本利差确定。品种一债券不设递延支付利息条款。

品种一续期选择权方面，在品种一债券每5个计息年度末，如果本次债券信用评级机构对公

司最近一期的主体长期信用等级评定为 AA-或以下，且该评定结果经国家企业债券发行主管部门备案通过后，则公司应全额兑付品种一债券；若评定为 AA 或以上，且评定结果经国家企业债券发行主管部门备案通过后，公司有权选择将品种一债券期限延长 5 年，或选择在该计息年度末到期全额兑付品种一债券。若公司选择延长本次债券期限，则从第 21 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点，在第 21 个计息年度至第 25 个计息年度内保持不变；从第 26 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 500 个基点，在第 26 个计息年度至第 30 个计息年度内保持不变；从第 31 个计息年度开始，每个计息周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 1,000 个基点。

品种二，计划发行 7 亿元；以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附上调或下调票面利率选择权及投资者回售选择权，在第 15 个计息年度末公司到期全额兑付品种二债券。品种二采用固定利率形式，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。品种二债券在存续期内前 3 年票面年利率由基准利率加上基本利差确定。

本次债券无担保。

2. 本次债券投资项目概况

(1) 本次债券募集资金总额及用途

本次债券募集资金15.00亿元，全部用于温州市域铁路S1线一期工程项目。

(2) 募集资金投资项目概况

①项目基本情况

S1线一期工程线路全长53.507公里，其中地面线3.029公里、高架线（桥梁7座）39.112公里、越岭双线隧道2座1.323公里、地下线10.043公里，桥隧比94.34%，全线共17座车站；项目总概算1,860,683.00万元，其中项目资本金930,341.5万元；工程建设期48个月（根据浙江省发展和改革委员会的批复文件浙发改交通[2012]1345号项目建设期为2012~2016年，目前公司已调整建设期为2012~2017年）；截至2014年底，完成投资32.94亿元。

2012年11月，项目获得浙江省发展和改革委员会《关于温州市域铁路S1线一期工程可行性研究报告的批复》（浙发改交通[2012]1345号）；2013年6月，项目获得温州市发改委《关于温州市域铁路S1线一期工程（试验段）初步设计的批复》（温发改基综[2013]222号）。

②项目建设意义

温州市域铁路 S1 线一期工程贯穿东西，覆盖了城区，同时将市区与南部各县连通，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效益、节约运输成本效益、减少交通事故效益、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。

三、行业分析

1. 城市轨道交通建设行业现状

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，能够有效的解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，

具有良好的社会效益。未来中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

(1) 行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志，自 1998 年以来，中国城市规模快速扩大，城市化水平每年都保持 1.5~2.2% 的速度增长，2011 年中国城镇化率首次超过了 50.00%，预计到本世纪中叶，城镇化率将达到 70%。城市化的发展使城市人口越来越多，目前，中国 100 万人口以上的大城市已发展到 34 个，50~100 万人口之间的大城市也达到 43 个，预计到 2020 年城镇人口将超过 11 亿。

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻，中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车，无法有效的缓解客流高峰，此外，大城市道路设计不合理，行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，特别是私家车拥有率的不断提高，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。2004 年与 2000 年前相比，公共交通承担的运量从 35% 下降到 26.5%；小轿车承担的运量从 6% 上升到 23.2%，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。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。

“十一五”期间，中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划，国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截至 2010 年底，中国已有北京、上海、广州、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连、成都、沈阳 12 座城市，先后建成并开通运营了 48 条城市轨道交通线，运营里程 1,395 公里。

根据国家“十二五”规划，将实施公共交通优先发展战略，大力发展城市公共交通系统，提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。截至 2014 年底，已有 37 座城市获得国家批准建设轨道交通项目。计划至 2015 年前后规划建设 96 条轨道交通线路，建设线路总长 2,500 多公里，总投资超过 1 万亿元。对于城市轨道交通而言，面临着新的发展形势和要求，大力发展轨道交通势在必行，这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。到 2020 年，中国城市轨道交通累计营业里程将达到 7,395 公里，保守投入预计将达 3 万亿元。2050 年规划的线路将增加至 289 条，总里程数达 11,700 公里。未来 30 年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。截至 2014 年底，中国共有 22 座城市开通轨道交通运营线路 95 条。总里程 2,933.26 公里，其中地铁运营线路长 2,491 公里、轻轨运营线路 217 公里。

(2) 行业竞争格局

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。由于各地城市轨道交通需要先制定规划，上报国家发改委批准，因此，国家发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

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

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

（3）轨道交通相关行业分析

轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益和社会效益。据测算，轨道交通建设投资对 GDP 的直接贡献为 1: 2.63，加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

地产业

中国统计局发布的数据显示，2011 年，中国商品房销售面积 10.99 亿平方米，同比增长 4.9%，增幅同比下降 5.7 个百分点；商品房销售额 59,119 亿元，同比增长 12.1%，增幅同比下降 6.8 个百分点。市场供需方面，2011 年，中国完成房地产开发投资 61,740 亿元，同比增长 27.9%，增幅同比回落 5.3 个百分点；房屋新开工面积 19.01 亿平方米，同比增长 16.2%；施工面积 50.80 亿平方米，同比增长 25.3%；竣工面积 8.92 亿平方米，同比增长 13.3%。2012 年，中国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.80%，增幅比 2011 年回落 2.6 个百分点，其中，住宅销售面积增长 2.00%；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10.00%，增速比 2011 年回落 1.1 个百分点，其中住宅销售额同比增长 10.90%；房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.20%，其中，住宅投资 49,374 亿元，同比增长 11.40%，占房地产开发投资的比重为 68.80%。2013 年，中国商品房销售面积 130,551 万平方米，同比增长 17.3%，增幅比 2012 年上升 7.3 个百分点，其中，住宅销售面积增长 17.5%；商品房销售额 81,428.28 亿元，同比增长 26.3%，增速比 2012 年上升 9 个百分点，其中住宅销售额同比增长 26.6%；房地产开发投资 86,013 亿元，同比增长 19.8%，其中，住宅投资 58,951 亿元，同比增长 19.4%，占房地产开发投资的比重为 68.54%。根据中国指数研究院 2015 年 1 月发布的《2014 年全国房地产开发经营数据解读》，2014 年全国商品房销售面积 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，国内房地产市场呈现出缓慢下降趋势。

2013 年 2 月 20 日，为抑制中小城市房价快速上涨，国务院常务会议出台五项调控政策措施，称为房地产“新国五条”，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。伴随宏观调控累计效应的体现，房地产已步入平稳发展时期。

在影响城市土地价格诸多因素中，轨道交通对地价的提升最为明显，远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在 25% 甚至更多。

总体看，在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相

当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

2. 各地区轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额巨大的经济特性，且投资回收期比较长。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。在项目资金的筹集上，一般由政府投入部分资本金，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、发债等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。此外，也有少部分地铁线路采用特许经营权的模式，引进各方面投资主体。目前，国内几个主要城市的地铁投融资模式如下表所示。

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

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

资料来源：公开信息整理

上表中列示了中国主要城市地铁建设的投融资模式，其中按照由上至下的顺序，其投融资的灵活性和多样性逐步提高，而集中、单一的特点则逐步降低。目前，中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，其来源仍将是政府投资和银行贷款。由于地铁运营具有公益性特征，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，城市轨道交通项目靠项目自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上依赖政府的财政补贴。

3. 轨道交通行业主要关注点

（1）规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40%的城市交通量。其中，巴黎建有 211 公里的地铁线路和 380 个地铁车站，在城市的任何一个地方，500 米之内都可以找到地铁，因此巴黎地铁承担着本市 70%以上的客流运输任务，平均每天运载乘客 450 万人次，而中国这一指标不超过 15%，城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆

盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

（2）价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

（3）原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

（4）地铁设备国产化程度不够，总体技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在建造的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

4. 轨道交通行业发展趋势

市政基建市场空间广阔，除了具体的建设业务之外还涵盖了诸如管网工程、民生工程等一系列配套设施，各地政府不断出台的城市建设综合开发政策也为此提供了良好的契机。预计“十二五”期间城市市政基础设施方面的固定资产投资额在7万亿元左右。并且城镇化建设将给建筑业带来巨大发展机遇。都市圈、城市群、城市带和中心城市的发展预示了中国城市化进程进入高速发展阶段，城市化程度的提高将加大对住宅、交通、城市管网、水、煤气、邮电等一系列城市基础设施的需求。城市化的加速发展，新型城市基础设施建设以及城市基础设施领域服务管理体制的改革，不仅给建筑业带来工程建设的空间，还为建筑业发展提供了机遇，即从单纯的工程施工向投资、建设、运营、服务一体化运作。

城市轨道交通方面，2013年5月，按照国务院发布的《关于取消和下放行政审批项目等事项的决定》，城市轨道交通项目审批权下放，开始由省级投资主管部门按照国家批准的规划核准。截至2014年6月底，根据国家发改委的相关统计，全国共批准了36个城市的轨道交通建设规划，并已全部开工建设；随着南通、洛阳、济南、呼和浩特四个城市最新提交规划，预计2014年中国将有40个城市建设轨道交通，合计在建里程近4,000公里，其中地铁近3,000公里，轻轨60公里，单轨80公里，有轨电车350公里，市域快轨425公里。按照规划，2020年中国将建成地铁总里程将达6,100公里，2011年至2015年地铁建设投资规模规划额将达11,568亿元，中国将进入地铁黄金发展期，市场容量巨大。

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

日益增大，轨道交通需求空间巨大。

目前，中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平平均在不断提高，总体供给缺口仍然较大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争。

在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此票价下调将成为轨道交通行业发展的趋势，未来轨道交通行业票价呈下降趋势。

同时，国务院于 2013 年 8 月 9 日发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》（国发[2013]33 号，以下简称《意见》），《意见》指出应加快“十二五”铁路建设，争取超额完成 2013 年投资计划，切实做好明后两年建设安排。提出的具体意见包括以下几方面：（1）推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金。向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，鼓励社会资本投资建设铁路。研究设立铁路发展基金，以中央财政性资金为引导，吸引社会法人投入。铁路发展基金主要投资国家规定的项目，社会法人不直接参与铁路建设、经营，但保证其获取稳定合理回报；（2）不断完善铁路运价机制，稳步理顺铁路价格关系；（3）建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件；（4）加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用。按照土地利用总体规划和城市规划统筹安排铁路车站及线路周边用地，适度提高开发建设强度。创新节地技术，鼓励对现有铁路建设用地的地上、地下空间进行综合开发；（5）强化企业经营管理，努力提高资产收益水平；（6）加快项目前期工作，形成铁路建设合力。

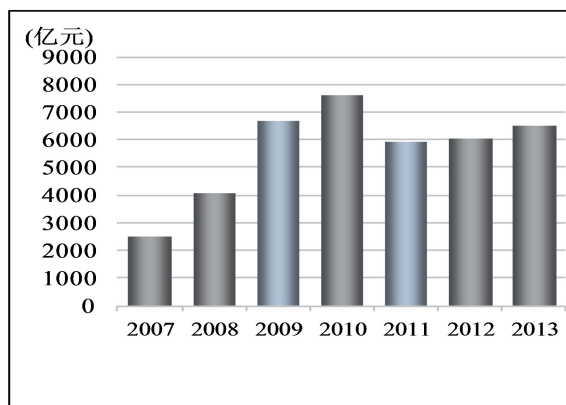
总体看，国家为有效推进铁路建设，致力于从投融资体制改革，进一步明确铁路的市场化发展方向，将有利于激活铁路轨道交通基础设施市场活力，推动中国轨道交通建设发展。

5. 铁路投资建设行业

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。2012年上半年，中国铁路投资增速延续上一年的低迷状态，铁路融资贷款的规模也在缩小，铁路建设投资一直处于负增长的状态，但降幅在逐月收窄。从2012年8月开始，上述状态有所改善，8月全国铁路新增固定资产投资458亿元，同比增长37.43%；其中基本建设投资新增393.3亿元，同比增长19%。8月是2012年全国铁路基建投资首个正增长的月份，以后的每个月都持续实现同比大幅增长的态势。在投资大幅增长的同时，新开工的铁路项目也在逐渐增加。2013年铁路改革取得了重大进展，顺利实施了铁路政企分开改革，完成了铁路总公司的组建工作，2013年铁路营业里程突破10万公里，其中高铁运营里程突破1万公里，旅客发送量突破20亿人次、高峰日突破1,000万人次，货物发送量达到32亿吨。

2013年，全国新建铁路投产里程5,586公里，其中高速铁路1,672公里，增建铁路复线投产里程4,180公里，电气化铁路投产里程4,810公里。2014年，国家铁路安排固定资产投资6,300亿元，投产新线6,600公里以上，并重点发展中西部地区的铁路投资建设。

图2 近几年中国铁路基本建设投资规模



资料来源：原铁道部统计公报

根据铁道部在全国铁路工作会议上的工作报告提出的“十二五”期间中国铁路确保实现的目标，到2015年，全国铁路营业里程将达到12万公里以上，其中高速铁路1.6万公里以上，西部铁路5万公里以上，复线率和电气化率分别达到50%和60%。以高速铁路为骨架、总规模5万公里的快速铁路网基本建成，总规模7万公里的区际大能力通道布局成网，繁忙干线实现客货分线运输。新建和改造铁路客站1,015座，客货枢纽及配套设施进一步完善，建成双层集装箱运输网络，路网布局和技术结构更加合理。

总体看，2013年以来铁路投资已经扭转了下滑的趋势，铁路建设市场全面放开，尤其是中西部地区建设加快，铁路投资建设未来发展前景良好。

6. 区域经济环境

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

(1) 温州市区位状况

温州市位于浙江省东南部，东濒东海，南毗福建，西及西北部与丽水市相连，北和东北部与台州市接壤；温州市下辖鹿城、龙湾、瓯海3区，瑞安、乐清2市（县级）和永嘉、洞头、平阳、苍南、文成、泰顺6县。全市陆域面积11,784平方公里，海域面积约11,000平方公里，其中市区（鹿城、龙湾和瓯海三个区）面积1,187平方公里。

从交通基础设施建设看，公路方面，2013年底，温州市公路总里程14,348公里，其中高速公路289公里，一级公路379公里，二、三级公路1,850公里。铁路方面，温州市现有三段铁路，分别是金温铁路、温福铁路、甬台温铁路，它们构成了温州“T”字型高速铁路骨架。水路方面，温州市是全国25个主枢纽港之一，温州港是一个集河口港、海湾港于一体的综合性天然良港，为浙南、闽北货物进出的咽喉。同时，温州市拥有龙湾永强机场，于2011年6月经国务院批复同意升级为一类口岸。

（2）温州市经济财政状况

温州市作为中国首批 14 个沿海开放城市之一，是浙江的经济中心之一，海峡西岸经济区中心城市。从浙江省区域经济看，2013 年温州市地区生产总值和一般预算收入排名均在第三位，但由于温州市户籍人口达到 807 万人，使得温州市人均 GDP 排名靠后。

表 2 2013 年浙江省主要地级市经济发展指标

城市	地区生产总值（亿元）	人均 GDP（元）	地方公共财政预算收入（亿元）
杭州	8,343.52	94,566.00	945.20
宁波	7,128.90	93,176.00	792.80
温州	4,003.86	49,817.00	323.98
绍兴	3,967.29	80,260.00	293.07
台州	3,153.34	53,222.00	247.73
嘉兴	3,147.66	69,164.00	282.31

资料来源：2013 年各地区国民经济和社会发展统计公报

注：1、温州市、台州市计算人均 GDP 采用户籍人口计算，数据高于其他采用常住人口计算人均 GDP 的城市；2、绍兴市人均 GDP 采用 2012 年年末的常住人口计算。

2007 年以来，温州市经济发展保持较快的增长；但 2010 年以来，受国内经济增速放缓、国际市场经济低迷影响，本轮金融危机对温州市影响尚未解除，温州市经济发展速度持续放缓，2012 年，温州市 GDP 增速降至 6.7%；2013 年温州市经济发展回暖，GDP 增速提升至 7.7%。2012 年 3 月 28 日，国务院常务会议决定设立浙江省温州市金融综合改革试验区，一定程度上可缓解金融危机对温州经济的影响，有助于促进提升温州市经济金融发展环境。

从全社会固定资产投资看，近几年温州市全社会固定资产投资增长较快，2012 年及 2013 年增速分别达到 34.6% 和 25.2%。财政收入方面，由于温州市工业新一轮经济增长，房地产市场发展迅速，支撑地方经济发展的要素条件形势转好，使得地方政府财政收入情况回暖，2013 年温州市地方财政预算收入增速上升 8.9 个百分点至 11.9%。

表 3 温州市经济和财政数据

	GDP		固定资产投资		一般预算收入	
	金额（亿元）	增长率（%）	金额（亿元）	增长率（%）	金额（亿元）	增长率（%）
2007 年	2,157.00	14.30	737.03	14.20	157.03	21.90
2008 年	2,424.29	8.50	758.44	2.90	180.15	14.70
2009 年	2,527.88	8.50	837.78	10.50	195.64	8.60
2010 年	2,925.57	11.10	930.28	11.00	228.49	16.80
2011 年	3,350.87	9.50	1,751.52	89.20	270.87	18.50
2012 年	3,650.06	6.70	2,357.11	34.60	279.01	3.00
2013 年	4,003.86	7.70	2,950.00	25.20	323.98	11.90

资料来源：2007~2013 年温州市国民经济和社会发展统计公报

根据《2013 年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013 年全市生产总值 4,003.86 亿元，按可比价计算，同比增长 7.7%，增幅比上年上升 1 个百分点。其中，第一产业增加值 115.39 亿元，下降 0.8%；第二产业增加值 2,015.48 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 1,172.99 亿元，

增长 8.0%。三次产业比重为 3.1:50.5:46.4。按户籍人口计算，2013 年人均地区生产总值 49,817 元（按年平均汇率折算为 8044 美元），同比增长 7.1%。

进出口贸易方面，2013 年温州市外贸进出口总额 206.02 亿美元，比上年增长 0.8%。其中进口总额 24.56 亿美元，下降 10.5%；出口总额 181.46 亿美元，增长 2.6%。外贸依存度为 31.9%，出口依存度为 28.1%，分别比上年降低 3.4 和 2.5 个百分点。截至 2013 年末，与温州市建立出口和进口贸易关系的国家和地区共计 204 个，拥有进出口经营权企业 5,828 家。

固定资产投资方面，2013 年温州市全社会固定资产投资 2,950 亿元，比上年增长 25.2%；其中限额以上固定资产投资 2,618.16 亿元，增长 24.1%。投资结构逐步优化，工业投资和基础设施投资增长较快，房地产开发投资比重下降。其中，基础设施投资持续增长，拉动作用增强。全年限额以上基础设施投资额完成 826.61 亿元，比上年增长 31.7%，对限上固定资产投资增长的贡献率高达 39.1%。其中水利、环境和公共设施管理业增长 43.4%；电力、燃气及水的生产供应业增长 36.3%；交通运输、仓储和邮政业增长 25.5%。

房地产方面，2013 年温州市房地产开发完成投资额 734.73 亿元，同比增长 6.8%；全市房屋施工面积 4,242.04 万平方米，增长 12.5%；竣工面积 367.05 万平方米，增长 4.9%；房地产交易持续回暖，全年全市商品房销售面积 349.73 万平方米，同比增长 71.2%；其中住宅销售面积 317.41 万平方米，增长 74.5%。

财政收支方面，2013 年，温州市全年财政总收入 565.63 亿元，增长 9.2%。其中公共财政预算收入 323.98 亿元，增长 11.9%。全年公共财政预算支出 437.96 亿元，增长 12.9%。其中交通运输支出 23.12 亿元，增长 22.1%。

从温州市本级财力看，受土地使用权出让金波动影响，近三年温州市可控财力波动下滑，2013 年温州市本级地方可控财力 28.33 亿元，同比增长 19.18%，增长主要是国有土地使用权出让金增长贡献；温州市本级一般预算收入保持稳定增长，2013 年达到 85.43 亿元；一般预算收入以税收收入为主（2013 年占比 92.63%），但 2013 年税收收入同比略有下降；2011~2013 年国有土地使用权出让收入占地方可控财力的比例分别为 64.49%、44.63%和 51.24%，土地出让收入占比高；温州市本级可控财力对国有土地使用权出让收入依赖性大，未来土地一级市场发展存在不确定性，对温州市本级财力可能产生较大影响。

表 4 2011~2013 年温州市本级地方财力情况表（单位：万元）

科目	2011 年	2012 年	2013 年
（一）地方一般预算收入	758,128.00	832,893.00	854,308.00
其中：税收收入	758,718.00	804,236.00	791,314.00
非税收收入		28,657.00	62,994.00
（二）转移支付和税收返还收入	248,467.00	229,558.00	277,210.00
一般性转移支付	81,190.00	78,043.00	134,533.00
专项转移支付收入	102,156.00	75,949.00	66,331.00
税收返还收入	65,121.00	75,566.00	76,346.00
（三）国有土地使用权出让收入	2,364,516.00	1,233,106.00	1,624,477.00
国有土地使用权出让金	2,225,479.00	1,060,893.00	1,451,551.00
其他	139,037.00	172,213.00	172,926.00
（四）预算外财政专户收入	79,517.00	81,345.00	76,813.00
地方可控财力	3,450,628.00	2,376,902.00	2,832,808.00

资料来源：温州市财政局

从温州市本级政府债务来看，截至 2014 年 5 月底，温州市本级政府债务余额为 211.89 亿元，

主要由直接债务构成（占比 97.29%）；债务率为 79.66%，债务负担较重。

表 5 截至 2014 年 5 月底温州市本级债务构成（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年 5 月底）	金额（万元）	地方财力（2013 年度）	金额（万元）
（一）直接债务余额	2,061,536.00	（一）地方一般预算本级收入	854,308.00
1、外国政府贷款		1. 税收收入	791,314.00
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	62,994.00
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	277,210.00
3、国债转贷资金	3,940.00	1. 一般性转移支付收入	134,533.00
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	66,331.00
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	76,346.00
6、国内金融机构借款	1,712,342.00	（三）国有土地使用权出让收入	1,451,551.00
（1）政府直接借款	59,190.00	1. 国有土地使用权出让金	1,343,796.00
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	853,446.00	2. 国有土地收益基金	104,498.00
7、债券融资	247,000.00	3. 农业土地开发资金	3,257.00
（1）中央代发地方政府债券	147,000.00	4. 新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	100,000.00	（四）预算外财政专户收入	76,813.00
8、粮食企业亏损挂账	3,490.00		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	94,764.00		
（二）担保债务余额	114,789.00		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款	13,589.00		
3、政府担保的国内金融机构借款	1,200.00		

6、其他	100,000.00		
地方政府债务余额=（一）+（二） *50%	2,118,931.00	地方综合财力=（一）+（二）+（三） +（四）	2,659,882.00
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			79.66%

资料来源：温州市财政局

总体看，温州市城市经济不断发展，城市总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持；但目前温州市可控财力中土地出让收入占比大；同时市本级地方债务率水平较高，地方债务负担较重。未来，随着城市化建设不断推进，居民生活及消费水平的提高，温州市经济和财政实力有望保持快速增长。

（3）浙江省轨道交通现状及温州市域铁路项目规划

目前浙江省仅杭州市有一条地铁线路运营（地铁1号线），项目一期工程于2012年11月建成投入运营，线路长度为48公里，这一长度在世界地铁修建的一期工程中排名前列；全线连接沪杭高铁、杭州东站、杭州站、汽车客运中心站、汽车南站，同时将主城区与下沙、临平、江南副城连通。2008年8月，《宁波市城市快速轨道交通近期规划（2008~2015）》获得国家发改委审批通过，预计2015年将建设完成1号线工程和2号线一期工程，建设线路总长度72公里，项目合计总投资约254亿元。

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

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

2012年9月，国家发改委批复同意《浙江省温州市域铁路建设规划（2012-2018年）》（发改基础[2012]3040号文件），近期规划实施项目情况：2012~2018年，实施S1线一期工程、S2线一期工程和S3线一期工程，线路总长140.7公里，总投资约432.3亿元。

2012年11月，S1线一期工程获得浙江省发改委批复《关于温州市域铁路S1线一期工程可行性研究报告的批复》（浙发改交通[2012]1345号）。

2013年6月，S1线一期项目获得温州市发改委《关于温州市域铁路S1线一期工程（试验段）初步设计的批复》（温发改基综[2013]222号），批复S1线一期工程线路全长53.507公里，其中地面线3.029公里、高架线（桥梁7座）39.112公里、越岭双线隧道2座1.323公里、地下线10.043公里，桥隧比94.34%，全线共17座车站；项目总概算1860683万元，其中项目资本金930,341.5万元；工程建设期48个月；项目由公司下属子公司温州幸福轨道交通股份有限公司（以下简称“轨道股份公司”）负责组织实施。

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

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司实收资本20.00亿元，温州市国资委持股100%，系公司实际控制人。

2. 公司规模与竞争力

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

公司的主要任务和经营范围包括以下几方面：1) 对铁路和城市轨道交通工程项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；2) 铁路和城市轨道交通沿线的仓储、物流服务的建设、开发、经营及物业管理、广告经营；3) 铁路和城市轨道交通沿线配套土地的收储、开发；房地产开发经营；4) 旅游、宾馆、餐饮的经营管理（限下设分支机构经营）。

总体来看，公司在市域铁路和城市轨道投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位，竞争优势较为明显。

3. 人员素质

公司本部有董事长、总经理、副总经理、总会计师等13名高管人员，均具有本科以上学历。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。

公司董事长丁建宇先生，现年48岁，本科学历；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。

公司副董事长、总经理郑华先生，现年43岁，硕士研究生学历；曾任龙湾区农林水利局水利科科长；龙湾区海城街道办事处副主任；龙湾区农林水利局副局长、党组成员，区防汛办主任，区海涂围垦工程建设指挥部副指挥、党组书记；龙湾区海城街道党工委副书记、办事处主任；龙湾区海城街道党委书记；温州生态园区管委会副主任、总工程师、党组成员、党委委员；公司党委副书记、常务副总经理；现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2014年底，公司(含全资及控股子公司)共有在职职工271人。其中，职称方面，具有中、高级职称的人员有119人，占总人数的43.91%，初级职称14人，占比5.17%。学历方面，大学本科及以上198人，占比73.06%；大学专科及以下73人，占比26.94%。年龄方面，公司35岁及以下143人，占比52.77%；36至40岁41人，占比15.13%；41至45岁40人，占比14.76%；45岁以上47人，占比17.34%。岗位结构：管理人员74人，占比27.31%；生产人员197人，占比72.69%。

总体来看，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。

4. 政府支持

城市轨道交通业具有较强准公共产品特征，项目投资额大，同时轨道交通票价由政府制定，投入运营后通常都会亏损，因此政府会采取对应的措施，为轨道交通项目的建设资金需求和运营发展需要提供支持。

政策支持

2012年12月，温州市委、市政府印发《关于加快轨道交通建设发展的若干意见》（温委发[2012]147号），对温州市域铁路建设主要通过以下几方面进行支持：

1）征用土地方面，在轨道交通建设用地征用红线（500米）范围内，与轨道交通设施结构上不可分割、工程上应当统一实施的综合开发项目的建设用地使用权，以及在轨道交通控制保护区范围内，结合轨道交通综合开发项目的建设用地使用权，由国土资源行政管理部门依法办理土地划拨或者出让手续。

2）设立轨道交通专项资金，专项资金主要用于政府对轨道交通的偿还银行贷款本金和利息、经营亏损补贴以及轨道交通站点周边土地储备等，多余部分用于项目资本金投入。轨道交通专项资金的来源构成：①轨道交通沿线土地储备开发及综合开发利用产生的收益；②国家、部委、省对轨道交通建设专项补助的拨款；③其他可用于轨道交通建设发展的资金。

2013年，根据温州市政府决策部署，公司本部作为融资主体通过信托融入资金30亿元（包括中融信托25亿元和中建投信托5亿元），合同约定由公司本部负责偿还贷款本息，贷款本金部分由公司获得的土地出让收益金和项目资本金进行偿还；贷款利息部分根据温州市政府办公室抄告单（[2014]150号，2014年7月3日），融入该笔信托资金产生的利息收支净额在轨道交通建设发展专项资金中列支。

3）税费减免方面，轨道交通建设需缴纳的各种税费，市政府可依法减免的，按照有关规定予以减免。

4）引入民间资金，为确保引进民间资本，市财政建立10亿元轨道项目专项偿付准备金；但民资投资本金和收益偿还主要通过S1线资金平衡地块出让收益进行筹集。

资产划拨

根据温州市政府办公室抄告单[2014]213号，温州市政府将温州市铁路建设总指挥部占有、使用的国有资产整体划转至公司，形成权益性资产共2.7亿元，其中包括金温扩能项目资金444万元。

项目资本金支持

S1线项目资本金方面，2012年10月，根据温州市财政局温财建[2012]683号文件，温州市政府承诺按S1线项目总投资额的50%注入项目资本金用于项目建设（项目资本金中一半由市区两级政府注入资金解决，另一半先通过民间资金筹集解决，后通过土地出让收益赎回民资入股部分）。

2012年，公司收到温州生态园区S1线项目资本金0.24亿元。

2013年，公司收到S1线项目资本金4.55亿元，包括瓯江口新区管委会0.86亿元、龙湾区政府2.07亿元、瓯海区政府1.56亿元、温州市政府0.06亿元。

2014年，公司收到S1线项目资本金1.37亿元，包括温州市政府0.74亿元和瓯海区政府0.63亿元。

截至2014年底，公司累计收到区政府直接拨付项目资本金5.36亿元，直接收到温州市政府拨付项目资本金0.80亿元，另有9.04亿元由公司本部按温州市政府决策部署融入的30亿元信托资金解决（信托资金），温州市本级政府合计解决项目资本金9.84亿元；温州市、区两级政府合计解决项目资本金为15.20亿元。

其他项目资本金方面，公司参与金温扩能项目，项目总投资额为165.3亿元，由铁道部和浙江省共同出资建设，资本金按总投资的50%考虑，其中铁道部出资45.46亿元，浙江省出资37.19亿元，其中温州市需承担的项目资本金为24,452万元。截至2014年底，公司累计承担23,877万元，财务处理上计入其他非流动资产和资本公积；2011年以前收到项目资本金6,684万元；2012年及2013年分别收到的项目资本金11,635万元和2,558万元，根据温州市财政局相关文件，由资本公积转为补贴

收入；2014年度，公司收到项目资本金2,556万元，另温州市政府划入的温州市铁路建设总指挥部资产中包括金温扩能项目资金444万元。

财政补助

2012年，公司子公司温州市火车站场物业管理有限公司获得温州市鹿城区府群众精神文明创建奖励经费补助0.50万元；公司本部获得温州市财政局与收益相关的政府补贴收入1.16亿元。

2013年5月，温州市财政局下达对公司专项财政补助的通知（温财投资[2013]271号文件），温州市政府批准同意给予公司专项财政补贴1.8亿元，用于补贴公司2010~2012年利润，其中2012年为11,635万元（由金温扩能财政项目资本金转入）。

2014年6月，根据温州市财政局《关于支持温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司发行可续期公司债的请示》（已获领导批示同意，温州市政府办公室抄告单[2014]149号），以专项补贴形式补贴公司22,558万元，此项财政补贴由金温扩能财政项目资本金（2013年2,558万元）和市域铁路S1线市财政项目资本金（2013年20,000万元）转入。

2015年1月，根据温州市政府办公室抄告单[2015]14号，2014年度S1线项目资本金转入补贴10,000万元。总体上，金温扩能项目 and 市域铁路S1项目资本金转为财政补贴后的缺口32,558万元由公司自行筹集。

根据温州市发改委、温州市财政局《关于下达2014年度省海洋经济发展专项资金补助计划的通知》（温发改海经[2014]403号，2014年12月22日），公司作为S1线项目单位获得专项补助资金1,500万元，资金于2015年2月3日到位。

还款差额补足

轨道股份公司已与温州市政府签订《还款差额补足协议》（协议内无签订日期，也未约定有效期），根据协议约定，将为轨道股份公司（或通过温州铁投，下同）提供以下几方面保障：1）轨道股份公司向国家开发银行进行融资，如果根据银行业监督管理部门的有关测算要求对轨道股份公司还款能力进行测算，轨道股份公司还款资金有缺口的，温州市政府将以实际还款差额为准，向轨道股份公司提供还款差额补足资金，确保按期偿还贷款本息；2）项目沿线各区（功能区）出资不足部分、社会募集资金筹措不足部分以及项目超概资金，均由温州市政府以增资等方式向轨道股份公司出资解决；3）若S1线一期项目银行贷款还本付息出现困难时，温州市政府将及时以增资等方式支付投资补助资金，以满足轨道股份公司按时、足额还款需求。温州市政府承诺将积极筹集协议约定的各项资金，资金来源包括但不限于财政预算内外资金。

项目建设资金保障

温州市政府出具了《关于温州市域铁路S1线一期工程建设资金来源的批复》（温政函[2015]21号，2015年2月9日），同意将市域铁路S1线轨道站点及周边配置的四类50块地块，共计50宗4,102.1亩土地，作为市域铁路S1线一期的资金平衡土地。上述地块将于2015年至2031年分期出让，预计可实现不低于151.5亿元净收益，上述土地出让净收益全额缴入温州市轨道交通建设发展专项资金，专项作为温州市域铁路S1线一期工程平衡资金来源。资金平衡土地包括：

1）综合开发配套用地1,228.7亩（属于规划选址用地），于2015年至2031年分期出让，根据具体区位按照400万元-850万元/亩的保守价格估算，将形成不少于81.92亿元出让收入，扣除相关成本及规费28.67亿元后，预计可实现不低于53.25亿元净收益。

2）专项资金平衡用地1,802.6亩，计划在2016年至2028年间分期出让，按照400万元-850万元/亩的保守价格估算，将形成不少于107.13亿元出让收入，扣除相关成本及规费37.5亿元后，预计可实现不低于69.63亿元净收益。

3) 上盖物业综合开发用地940亩(属于规划选址用地), 于2017年至2026年分期开发出让, 按照350万元/亩保守价格估算, 将形成不少于32.9亿元出让收入, 扣除相关开发成本及规费11.51亿元后, 预计可实现不低于21.39亿元净收益。

4) 公司自有两块其他土地, 共计130.8亩, 计划在2020年至2024年间分期出让, 按照700~750万元/亩保守价格估算, 将形成不少于9.27亿元出让收入, 扣除相关规费2.04亿元后, 预计可实现不低于7.23亿元净收益。

上述土地出让净收益将全额缴入温州市轨道交通建设发展专项资金, 专项作为温州市域铁路S1线一期项目平衡资金来源。

应收款项保障

2014年11月24日, 温州市政府出具《关于同意温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司政府性其他应收款项偿还资金来源安排的批复》(温政函[2014]243号), 截至2013年底, 公司其他应收款中有应收政府款项4.39亿元, 为解决款项偿还资金来源问题, 意将温州市轨道交通土地储备中心持有的龙湾瑶北生活区资金平衡B南首、北首两个地块约150亩土地(属于专项资金平衡用地), 计划于2015-2016年出让, 预计该部分土地出让收入, 在扣除开发成本及相关规费后, 可实现土地净收益不低于4.50亿元, 该土地出让净收益将全额返还给公司作为政府性其他应收款项偿还资金来源。

2015年2月9日, 温州市政府出具《关于同意温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司2014年度新增其他应收款项(轨道交通建设发展专项资金)偿还资金来源安排的批复》(温政函[2015]22号), 截至2014年底, 公司有应收政府款项8.98亿元, 其中2014年新增4.58亿元, 同意2015年安排出让温州大道站T1地块(温州大道以南, 站东一路以西, 站南路以北, 茅永公路以东, 面积约123.2亩, 地块功能为城镇住宅用地, 属于专项资金平衡用地), 预计该部分土地出让收入, 在扣除开发成本及相关规费后, 可实现土地净收益不低于4.88亿元, 该土地出让净收益将全额返还公司作为2014年度新增其他应收款项(轨道交通建设发展专项资金)4.58亿元的偿还资金来源。

表6 未来各年公司可获得土地出让净收益情况(单位: 万元、亩)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
出让面积	262.9	268	261.74	264.2	--	423.6
返还净收益	110,444.00	84,814.50	106,038.11	121,748.25	--	163,547.80
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
出让面积	315.3	277.8	399.3	305.3	174.1	--
返还净收益	104,650.00	96,895.50	191,152.00	129,402	82,754.75	--
	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	合计
出让面积	203.90	465.63	323.19	--	430.34	4,375.30
返还净收益	89,872.25	119,087.58	105,319.50	--	103,098.31	1,608,824.55

资料来源: 温州市政府出具的相关文件

注: 根据政府出具文件的安排, 2019年、2026年及2030年无土地出让计划。

上述合计总收益为160.88亿元, 低于S1线一期工程项目的总投资186.07亿元, 对项目总投资的缺口约25亿元; 考虑到项目总投资中约46.52亿元资金由温州市区两级政府直接注入资金解决, 项目建设资金对土地出让净收益的需求约为140亿元; 但目前项目资本金到位占项目总投资比例较小, 未来到位情况存在不确定性。

同时, 温州市政府出具的文件以近期各块土地周边成交价格为基准进行计算, 且未来年度的

价格基本保持一致（平均每亩可获得净收益为368万元/亩，考虑成本及规费等推算出成交均价为566万元/亩）；若考虑S1线于2017年建成后沿线土地将产生一定增值效应，未来公司可获得的土地出让净收益对项目总投资的保障程度较高。根据公司安排，未来公司获得的土地出让净收益将主要用于偿还债务性资金本息和弥补运营期亏损。

综上所述，在市域铁路投资建设方面，温州市政府对公司的支持均给予了很大程度的资金支持与土地保障，上述支持对公司投资建设、运营和偿还债务提供了有效的保证。

五、公司治理与内控

1. 法人治理结构

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》等有关规章制度，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设有出资人、董事会、监事会、经营管理层。

公司不设股东会，由作为出资人的市国资委代替行使股东职权，负责决定公司的经营方针和投资计划；向公司委派董事会成员并决定其报酬，指定公司董事长、副董事长；向公司委派监事会成员，指定公司监事会主席等工作。

董事会向出资人负责，对集团公司经营管理事项作出决策，涉及公司章程约定的重大事项上报出资人。董事会有9名成员，其中，非职工董事8名，董事长、副董事长各1名，独立董事3名，非执行董事3名，由出资人指派；职工董事1名，由职工代表大会选举产生。

公司设监事会，监事会对公司经营管理活动进行监管，由5名成员组成，非职工监事3名，由出资人指派，职工监事2名，由选举产生。公司设总经理1名，副总经理3名，总经济师、总会计师、总规划师、总工程师各1名，负责公司日常经营管理，对董事会负责，受监事会监管。

总体来看，公司形成了较为完善的法人治理结构。

2. 公司管理

公司总部设有办公室、财务部、监察审计室、总工办、规划发展部、工程建设部、质量安全部和合同招标部等8个职能部门，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。

财务管理

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；财务总监履行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进行五级原则，即经董事长审批，才可报销。

子公司管理

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

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。

投融资管理

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。

公司本级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，并上报市国资委审批。

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

六、经营分析

1. 经营现状

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

由于公司投资建设的市域铁路项目处于投资建设阶段，目前该板块业务尚未实现收入。目前公司主营业务收入主要由房产销售、租赁及物业管理等构成，2012~2014 年，公司实现主营业务收入 0.59 亿元、0.57 亿元和 0.23 亿元，2014 年未实现房产销售收入，导致当期收入大幅下降。毛利率方面，公司房屋销售业务毛利率保持较高水平，2013 年度为 79.65%；租赁业务和物业管理业务毛利率总体较为稳定且保持较高水平；2014 年公司整体业务毛利率为 70.02%。

表 7 公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 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	3722.97	62.93	54.00	3467.11	61.06	79.65	--	--	--
租赁	1299.77	21.97	52.14	1182.11	20.82	53.05	1399.99	60.87	64.49
物业管理	892.94	15.09	77.94	1028.89	18.12	75.78	900.06	39.13	78.62
合计	5915.68	100.00	57.20	5678.11	100.00	73.41	2300.05	100.00	70.02

资料来源：公司提供

2. 市域铁路项目

(1) 市域铁路项目概况

温州市目前已规划了 S1 线、S2 线和 S3 线等三条市域铁路线路的一期工程，根据发改基础[2012]3040 号文件，及温州市发改委对 S1 线一期工程方案的最新调整，三条线路总长度 142.307 公里，总投资为 465.17 亿元；目前已开工建设的项目仅 S1 线一期工程，长度 53.507 公里，项目总投资 186.07 亿元，项目已于 2013 年 7 月开工建设，截至 2014 年底，完成投资 32.94 亿元；2015~2017 年计划分别投资 56.20 亿元、58.20 亿元和 38.73 亿元，预计将于 2017 年完成建设并投入运营。

表 8 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	截至 2014 年底完成 投资	计划投资额		
						2015 年	2016 年	2017 年
S1 线一期工程	53.51	11.37	2012-2017	186.07	32.94	56.20	58.20	38.73
S2 线一期工程	68.80	11.10	2014-2017	216.70	--	--	--	--
S3 线一期工程	20.00	2.20	2014-2018	62.40	--	--	--	--
合计	142.31	24.67	--	465.17	32.94	56.20	58.20	38.73

资料来源：公司提供

注：截至 2014 年底，S1 线完成投资额已超计划投资额；S2 线已完成前期审批、S3 线项目尚未正式启动，两个项目暂无明确投资计划。

(2) S1 线一期投资建设模式

公司发起成立轨道股份公司，作为市域铁路 S1 线项目法人和融资平台。轨道股份公司设立的目标总股份 93.04 亿元，其中公司出资认购 50%，其余 50% 股份以增资扩股形式向社会定向筹集，引进民资参与入股，按照比例（实际公司出资比例略高于 50% 以保证实际控制权）逐年筹集。需公司出资部分由温州市本级与沿线各区按 1:1 比例分担，沿线各区按各自的线路长度进行分摊。

资本金筹集

项目资本金方面，根据温州市财政局温财建[2012]683 号文件（2012 年 10 月），温州市政府承诺按 S1 线项目总投资额的 50% 注入项目资本金用于项目建设（项目资本金中一半由市区两级政府注入资金解决，另一半先通过民间资金筹集解决，后通过土地出让收益赎回民资入股部分）。截至 2014 年底，公司直接收到温州市本级政府拨付项目资本金 0.80 亿元，另有 9.04 亿元由公司本部按温州市政府决策部署融入的 30 亿元信托资金解决，温州市本级政府合计解决项目资本金 9.84 亿元；同期，公司累计收到区政府直接拨付项目资本金 5.36 亿元。截至 2014 年底，温州市本级及区级直接拨付给公司的项目资本金 6.16 亿元，实际出资金额占完成投资 32.94 亿元的 18.70%，公司在 S1 线项目获得政府直接出资比例较低。

根据《还款差额补足协议》，项目沿线各区（功能区）出资不足部分、社会募集资金筹措不足部分以及项目超概资金，均由温州市政府以增资等方式向轨道股份公司出资解决。

轨道股份公司引进民资参股部分，公司引进个人投资者，部分投资者先行组建普通合伙企业即温州幸福轨道投资管理服务中心（普通合伙），个人投资者通过投资普通合伙企业，再由普通合伙企业投资入股到轨道股份公司，个人投资者认购额不低于 1 万元，个人投资者按税后年固定收益率 6% 获得收益；固定收益每年结算一次，每年 12 月 31 日为当年结算日，次年 2 月 20 日为支付日；个人投资者投资满一年后可在温州市股权营运中心有限公司（以下简称“股权营运中心”）交易，也可以向公司申请赎回。首期 15 亿元的募集期为 2012 年 12 月 12 日至 2013 年 4 月 30 日，于 2013 年 1 月 29 日完成募集。截至 2014 年底，轨道股份公司引进个人投资合计 14.98 亿元（共

7,176 位投资者参与认购，成交 9,418 笔；2012 年及 2013 年分别到位 7.25 亿元和 7.73 亿元）。截至 2014 年底公司支付个人投资者固定回报合计 1.82 亿元（首期募集期，部分投资存续期不足一年，支付投资回报略低于 6%）；截至 2014 年底，公司向轨道股份公司注入资金 15.20 亿元，持有轨道股份公司股份比例 50.36%。

截至 2014 年底，个人投资者通过股权营运中心交易 1.98 元，占比 13.19%；到期已赎回金额 1.94 亿元，占比 12.93%（目前融资方案测算赎回比率为 40%）。但通过个人投资者募集到位资金未来赎回情况存在不确定性，对公司资本金筹集存在一定压力。

轨道股份公司的年固定回报款及赎回资金主要通过公司储备土地出让资金及上盖物业开发收益来解决。同时，为保障个人投资者的投资收益实现及正常赎回，温州市财政局建立 10 亿元的市域铁路 S1 线项目专项偿付准备金。

表 9 温州市域铁路 S1 线一期投资计划与资金筹措表（单位：亿元）

项目	金额	截至 2014 年底 完成投资	投资计划		
			2015 年	2016 年	2017 年
1.投资总额	186.07	32.94	56.20	58.20	38.73
1.1 建设投入	176.64	32.91	55.02	54.98	33.73
1.2 银团贷款利息	9.43	0.03	1.18	3.22	5.00
2.资金筹措	186.07	33.18	56.35	57.87	38.68
2.1 项目资本金	93.04	30.18	24.00	23.72	15.14
2.1.1 财政拨款	46.52	15.20	14.00	13.72	3.60
其中：市本级	23.26	9.84	7.00	6.42	--
区级	23.26	5.36	7.00	7.30	3.60
2.1.2 民资募集	46.52	14.98	10.00	10.00	11.54
2.2 银团贷款	93.04	3.00	32.35	34.15	23.54

资料来源：公司提供

注：1、银团贷款系公司做资金筹措方案时的主要融资渠道，实际资金筹措渠道包括银行贷款、债券、债权投资计划等；

2、部分数据因四舍五入导致分项数据之和与总数存在一定差异。

贷款资金筹集

2013 年 10 月，温州市域铁路 S1 线一期工程项目 24 年期 88 亿元银团贷款获国家开发银行批复，2014 年 2 月组团成功，由工、农、中、建四大行温州分行各 15 亿元，国家开发银行 28 亿元组成；截至目前已获得各家银行总行的授信批复，目前处于银团贷款合同条款协商阶段。根据《还款差额补足协议》，公司向国家开发银行进行融资，如果根据银行业监督管理部门的有关测算要求对轨道股份公司还款能力进行测算，轨道股份公司还款资金有缺口的，温州市政府将以实际还款差额为准，向轨道股份公司提供还款差额补足资金，确保按期偿还贷款本息。

资金偿还保障方式

市域铁路具有投融资规模大、建设周期长、投资回收慢、公益性强等特征，温州市政府把市域铁路 S1 线各站点周边 500 米范围内的土地纳入市域铁路统一规划、综合开发、高效利用，以沿线土地和物业开发收益来平衡建设投资、偿还债务、弥补运营亏损；平衡用地按建设需要分期分批划拨给公司，由公司负责筹集土地征地所需资金。

表 10 温州市域铁路 S1 线一期债务性资金测算表（单位：亿元、亩）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
银团贷款本金				6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65
银团贷款利息	1.18	3.22	5.00	5.72	5.31	4.90	4.50	4.09	3.68
民资股息	2.00	2.80	3.72	2.23	2.08	1.94	1.79	1.64	1.49
现金流出量	3.18	6.02	8.72	14.60	14.05	13.49	12.93	12.37	11.82
	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	累计额
银团贷款本金	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.59	93.04
银团贷款利息	3.27	2.86	2.45	2.04	1.63	1.22	0.81	0.41	42.89
民资股息	1.34	1.19	1.04	0.89	0.74	0.60	0.45	0.30	26.23
现金流出量	11.26	10.70	10.14	9.58	9.03	8.47	7.91	7.29	171.57

资料来源：公司提供

注：1、银团贷款系公司做资金筹措方案时的主要融资渠道，实际资金筹措渠道包括银行贷款、债券、债权投资计划等；

2、银团贷款将于 2015 年~2017 年陆续到位；银团贷款综合融资成本按 2014 年 11 月底调整后的 5 年以上贷款基准利率 6.15% 进行测算，2018 年开始陆续偿还本金。

根据公司测算，银团贷款部分将于 2018 年开始偿还本金并于 2031 年前全部偿还，民资募集部分将于 2032 年全部赎回；通过测算，公司所需支付银团贷款本金、利息和民资募集部分的股息合计为 171.57 亿元。

根据温州市政府出具的 S1 线一期工程建设资金偿还来源和应收款项保障措施相关文件（温政函[2014]243 号、温政函[2015]21 号、温政函[2015]22 号），温州市政府安排 2015~2031 年期间将合计出让土地 4,375.30 亩；合计可实现净收益为 160.88 亿元；若考虑 S1 线于 2017 年建成后沿线土地将产生明显增值效应，未来公司可获得的土地出让净收益对债务性资金的偿还能力将有一定提升；但土地出让受宏观经济和政策影响明显，未来土地出让情况仍具有较大不确定性。

为增强公司贷款本息偿还能力，温州市政府已与公司签订了相应的《还款差额补足协议》，若 S1 线一期项目银行贷款还本付息出现困难时，温州市政府将及时以增资等方式支付投资补助资金，以满足轨道股份公司按时、足额还款需求。

考虑到本次债券发行利率可能高于债务性资金测算的综合利率，公司建设 S1 线应付本息存在增长的可能性，导致公司为建设 S1 线实际应偿还的本息与《还款差额补偿协议》中政府进行差额补偿的金额可能存在资金缺口；此外 S1 线应偿还本息资金来源主要为土地出让收益，该土地出让收益的实现受出让进度、土地一级市场景气度影响大，其实现存在一定不确定性。

整体看，公司未来可获得的土地出让净收益返还规模较大，同时考虑到政府与公司签订的相关协议；未来债务性资金本息偿还获得的保障程度较高。

（3）S1 线一期运营测算

S1 线一期运营期收入来源于票务收入、商业物业租赁收入、广告等其他收入。据项目可行性研究报告预测，2018 年市域铁路 S1 线客流量可达 10.5 万人次/日，2025 年将达 41.6 万人次/日，2035 年为 74.02 万人次/日。

S1 线一期票价计划实行阶梯式票价，目前按照每人 5 元进行测算；广告、停车等其他收入约占票务收入的 15%；同时，对 750 亩商业物业开发用地逐步进行开发后形成租赁收入可一定程度上弥补运营亏损。但由于市域铁路运营的公益性，日常经营性收入难以覆盖成本支出；未来将以政府配置的土地资源为依托，通过收储土地运作实现还本付息，维护日常运营。

表 11 S1 线一期运营资金测算表（单位：亿元、亩、万人次）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	--
1.总收入	2.2	2.9	3.9	6.2	8.9	10.5	12.2	--
日均客流	10.5	14.0	18.7	24.9	33.2	35.8	38.6	--
票务收入	1.9	2.6	3.4	4.6	6.1	6.5	7.0	--
广告及其他收入	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1	--
商业物业租赁收入				0.9	2.0	3.0	4.1	--
2.营业税金及附加	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.8	1.0	--
3.总成本费用（不含融资成本）	11.4	11.8	12.2	12.8	13.4	14.1	14.8	--
4.利润总额（4=1-2-3）	-9.2	-8.9	-8.3	-6.6	-4.5	-3.6	-2.6	--
	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	累计额
1.总收入	14.1	16.0	18.1	20.2	22.6	25.0	27.7	190.6
日均客流量	41.6	44.8	48.2	51.9	56.0	60.3	64.9	543.4
票务收入	7.6	8.2	8.8	9.5	10.2	11.0	11.8	99.2
广告及其他收入	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8	14.9
商业物业租赁收入	5.3	6.6	7.9	9.3	10.8	12.4	14.0	76.5
2.营业税金及附加	1.2	1.5	1.8	2.0	2.3	2.6	3.0	17.5
3.总成本费用（不含融资成本）	15.6	16.5	17.4	18.4	19.5	20.7	22.0	220.6
4.利润总额（4=1-2-3）	-1.5	-0.5	0.7	1.8	3.1	4.3	5.7	-30.0

资料来源：公司提供

根据测算，S1 线一期将于 2017 年开始运营，并将逐步实现票务收入等；但由于保障铁路运营的总成本费用较高（主要由折旧费用（占比 50%左右）、工资及福利费（占比 20%）、水电费、管理费等构成），预计 S1 线一期自身运营实现扭亏的年份为 2027 年；在 2031 年完全实现土地出让净收益前，需保障的运营资金缺口总额为 30 亿元。

未来公司可获得的土地出让净收益除用于偿还债务性资金外，将用于弥补 S1 线一期运营期亏损；但根据温州市政府测算公司可获得的净收益返还规模难以覆盖两部分资金需求，且未来土地出让增值情况存在较大不确定性，可用于弥补运营期亏损的资金难以估算。

目前，公司在温州市火车站拥有两块划拨铁路用地（在存货科目体现，面积 100.88 亩、账面价值 8,884 万元），未来将根据规划适时转为商业或商住用地；近期温州市火车站周边新上市商品房销售均价在 25,000 元/平方米以上；根据公司测算，若该块土地按照 3 倍容积率、楼面价为 10,000 元/平方米进行测算，该块土地价值约 20 亿元；未来出让或者进一步开发运营可获得的收益将一定程度上弥补运营期亏损。

同时，温州市政府设立的轨道交通专项资金可用于补贴 S1 线一期经营亏损，资金来源包括：①轨道交通沿线土地储备开发及综合开发利用产生的收益；②国家、部委、省对轨道交通建设专项补助的拨款；③其他可用于轨道交通建设发展的资金。

总体看，公司运营期亏损规模较大，未来可获得的保障主要来源于土地出让净收益返还，未来沿线土地及站点开发经营收益以及政府设立的轨道交通专项资金，未来弥补运营亏损渠道较广。

3. 铁路投资业务

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

的收益；目前公司参与的铁路投资项目包括金温扩能投资项目 2.39 亿元，乐清湾港区铁路支线投资项目 2.8 亿元、金温铁路投资项目 1.27 亿元、甬台温铁路投资项目 3.53 亿元、温福铁路投资项目 2.40 亿元、甬台温西线投资项目 4.80 亿元、甬台温新温州站站房投资项目 6.12 亿元；其中金温铁路已于 1998 年开始运营，公司持有金温铁路股权 12.83%，2013~2014 年分别获得投资收益 940 万元和 641 万元；温福铁路、甬台温铁路工程处于决算期，暂无法确定股权比例；其余项目均处于投资建设期。

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

4. 其他业务

房产销售

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

目前开发项目为县前二期项目，该项目于 2003 年投入开发，根据 2009 年的测绘成果表，整个项目地上部分有可销售面积 19,666.05 平方米，地下部分可销售面积 1,106.9 平方米（26 个车位），项目于 2013 年 6 月进行竣工结算。项目已于 2010 年 2 月开始预售，2012~2013 年分别销售 1,871.69 平方米和 743.22 平方米，销售平均单价分别为 19,486.22 元/平方米和 22,570.38 元/平方米；2014 年未实现房产项目销售，截至 2014 年底尚未销售面积包括地上部分 3,259.317 平方米和地下部分 1,106.9 平方米。

在建项目方面，公司在开发项目为龙霞片 B-35C 地块项目，项目总建筑面积 12,723.18 平方米，其中，商业 3,307 平方米，住宅 9,127.58 平方米，物业管理 133.9 平方米，其他配套 154.7 平方米，另有地下室 4,190 平方米；项目建设期间为 2012 年 5 月至 2015 年 5 月，总投资 34,445.49 万元，截至 2014 年底，项目已完成投资 34,086 万元。

物业和租赁

物业管理目前由轨道经营公司经营，原由其吸收合并的温州市站北物业管理有限公司（以下简称“站北物业公司”）、温州市火车站场物业管理有限公司（以下简称“站场物业公司”）和温州市铁路房开物业管理有限公司（以下简称“房开公司”）三家子公司负责运营（目前三家子公司均已于 2014 年注销），主要收入由公司负责的小区物业管理费收入构成；租赁收入主要为轨道经营公司经营的货运线路、商铺和仓库等实现的收入。2014 年，公司业务收入全部来源于物业管理和租赁业务，两项合计实现收入 2,300 万元，同比增长 4%。

5. 未来投资规划

根据《国家发展改革委关于浙江省温州市域铁路建设规划（2012-2018 年）的批复》所提出的要求，温州市域铁路项目未来发展目标为结合城市发展战略，在构建综合交通运输体系中，优先实施市域铁路，串联各大交通枢纽和城市组团，构建市域骨干客运系统，整个市域轨道范围涵盖了包括中心城区、瑞安、乐清、永嘉、洞头等都市核心区，还包括了平阳、苍南、龙港-鳌江等都市南片区组团，形成十字加密型线网构架。为了建立以公共交通为主体，各种交通方式相结合的城市综合交通系统，推行绿色交通出行，提高城市公共交通出行比重，已开工建设的 S1 线以及处

于规划阶段的 S2 线和 S3 线两条市域轨道线路的一期工程线路总长 142.307 公里，总投资约为 465.17 亿元；2015~2017 年 S1 线计划投资 56.20 亿元、58.20 亿元和 38.73 亿元。

总体看，公司发展规划合理，未来投资支出规模较大。

七、财务分析

公司提供的 2012~2014 年度三年连审财务报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

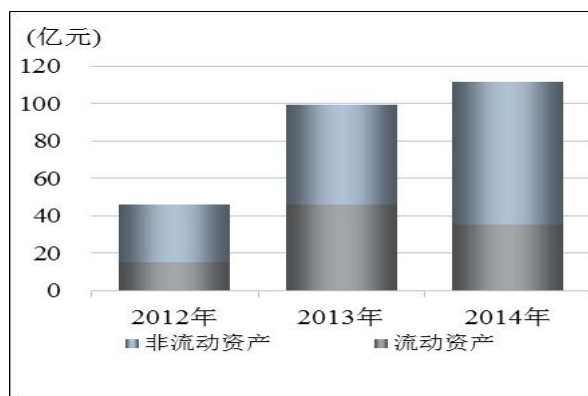
2012 年底公司合并范围内有 6 家子公司，包括轨道置业公司、轨道经营公司、站场物业公司、站北物业公司、房开公司和轨道股份公司；2013 年公司合并报表范围无变化；2014 年公司轨道经营公司吸收合并了站场物业公司、站北物业公司和房开公司，截至 2014 年底公司合并范围内有 3 家子公司。整体看，2012~2014 年公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 111.59 亿元，负债合计 46.12 亿元，所有者权益合计 65.47 亿元（含少数股东权益）。2014 年实现营业收入 0.29 亿元，净利润 1.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.69 亿元。

1. 资产质量

2012~2014 年，公司资产呈快速增长态势，年均复合增长 55.66%，主要是由于货币资金、其他应收款、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快速增长所致。截至 2014 年底，公司资产总额为 111.59 亿元；其中非流动资产占比 68.39%，流动资产占比 31.61%，公司流动资产占比波动中有所下降，资产构成以非流动资产为主。

图 3 2012~2014 年公司资产规模及构成



资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动中快速增长，年均复合增长 53.57%，主要是由货币资金波动增长影响所致。截至 2014 年底，公司流动资产 35.27 亿元，主要由货币资金（占比 60.82%）、其他应收款（28.18%）和存货（占比 10.20%）构成。

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 37.97%，主要由银行存款构成。截至 2014 年底，公司货币资金 21.45 亿元，其中其他货币资金 0.44 亿元为受限资金，占全部货币资金 2.05%，占比较小；公司账面货币资金较为充裕。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 301.22%；截至 2014 年底，公司其他应收款原值为 10.08 亿元，主要为应收温州汇锦置业有限公司暂借款 0.91 亿元和温州市财政局的土地平衡款 8.98 亿元（其中 2.63 亿元系公司信托借款的利息支出暂挂账，待轨道交通建设发展专项资金补足项目配套资本后予以冲销；其余部分主要为应收政府的土地收储款及幸福股份回购款等）。从集中度看，其他应收款原值前五名合计 10.04 亿元，占比 99.64%。截至 2014 年底，公司计提坏账准备 0.14 亿元（其中应收杨秀珠款项为公司成立前，温州市原副市长兼轨道经营公司董事长杨秀珠投资房地产项目形成坏账，预计无法收回，公司已全额计提坏账准备）。整体看，其他应收款集中度较高，但考虑到主要是应收财政局的款项，坏账风险较低，因此其他应收款的回收风险较低。

表 12 2014 年底其他应收款前五名欠款情况

单位名称	金额 (亿元)	账龄	与本公司关系
温州市财政局	8.98	1 年以内	非关联方
温州汇锦置业有限公司	0.91	1 年以内	关联方
杨秀珠	0.11	3 年以上	非关联方
国网浙江省电力公司温州供电公司	0.02	1 年以内	非关联方
纺织总公司供销经理部	0.02	3 年以上	非关联方
合计	10.04	—	—

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货持续增长，年均复合增长 9.61%，全部为开发产品和开发成本。截至 2014 年底，公司存货 3.60 亿元，其中开发成本 3.40 亿元，为龙霞地块住宅开发成本。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 56.66%，主要是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的增长所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 76.32 亿元，主要由可供出售金融资产（占比 10.24%）、在建工程（占比 43.64%）、无形资产（占比 1.71%）和其他非流动资产（占比 37.44%）构成。

公司可供出售金融资产全部为持有的 4,981 万股浦发银行流通股股票，近三年波动系股票价格变动导致期末公允价值变化所致，截至 2014 年底公司可供出售金融资产期末公允价值为 7.82 亿元；各年变动反映的是可供出售金融资产公允价值税前的变化。

2012~2014 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 141.47%，其中 2014 年新增对温州南车轨道车辆有限公司（持股 40.00%）和浙江乐清湾铁路有限公司（持股 35.00%）的投资。截至 2014 年底，公司长期股权投资 4.35 亿元。

随着市域铁路投资增加，公司在建工程规模快速增长，2012~2014 年，公司在建工程年均复合增长 236.95%。截至 2014 年底，公司在建工程 33.30 亿元，主要是市域铁路 S1 工程（32.94 亿元，占比 98.92%）。

2012~2014 年，公司无形资产规模基本保持稳定；截至 2014 年底，公司无形资产 1.31 亿元，主要为铁路和仓储用地共 179 亩形成的土地使用权（占比 98.77%）和 2014 年新增的海域使用权（占比 0.77%）。

2012~2014 年，公司其他非流动资产年均复合增长 19.09%，2014 年底为 28.58 亿元，当年新增主要为预付土地征用费 2.43 亿元；其余构成系公司对外发放委托贷款 5 亿元（借款单位为龙湾区属国有独资企业）和公司代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权（包括金温

扩能投资项目 2.39 亿元、金温铁路投资项目 1.27 亿元、甬台温铁路投资项目 3.53 亿元、温福铁路投资项目 2.40 亿元、甬台温西线投资项目 4.80 亿元、甬台温新温州站站房投资项目 6.62 亿元)。

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

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益较快增长，年均复合增 35.62%，主要是由于公司资本公积和少数股东权益快速增长所致。截至 2014 年底，公司归属于母公司的权益合计 50.49 亿元，年均复合增长 19.11%，2014 年底归属于母公司的权益中实收资本占比 39.62%、资本公积占比 33.09%、盈余公积占比 0.91%、未分配利润占比 15.00%和其他综合收益占比 11.38%。2013 年公司少数股东权益增加 14.98 亿元，系轨道股份民资募集到位资金。

2012~2014 年，公司资本公积分别为 8.04 亿元、12.59 亿元和 16.71 亿元，其中 2013 年增加主要为当年收到 S1 线项目资本金 4.55 亿元，2014 年增加为 S1 线项目资本金 1.37 亿元、金温扩能项目资本金 0.26 亿元、划入温州市铁路建设总指挥部资产形成的权益资产共 2.49 亿元。2012~2014 年，公司其他综合收益为可供出售金融资产公允价值变动损益，三年分别为 3.59 亿元、3.41 亿元和 5.74 亿元，每年变动值为当期公允价值变动的税后净收益，净收益同时反映在损益表中的“其他综合收益的税后净额”科目。

整体看，公司的权益稳定性一般。

负债

2012~2014 年，随着公司项目投资的增大融资需求增加，公司负债规模快速上升，年均复合增长 109.51%，主要系流动负债的快速增长。截至 2014 年底，公司负债总额 46.12 亿元，其中，流动负债占比 89.33%，非流动负债占比 10.67%，公司流动负债占比波动较大，其中 2014 年增长较快主要是因为 28 亿元信托借款转为一年内到期的非流动负债。

2012~2014 年，公司流动负债规模快速增长，年均复合增长 110.37%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2014 年底，公司流动负债 41.20 亿元，主要由短期借款（占比 12.20%）、应付账款（占比 9.48%）、其他应付款（占比 9.25%）和一年内到期的非流动负债（占比 68.31%）构成。

2014 年，公司新增 5 亿元短期保证借款。

2013~2014 年，公司应付账款分别为 2.24 亿元和 3.88 亿元，主要由应付一年以内的工程款构成。

2012~2014 年，公司其他应付款分别为 7.50 亿元、7.09 亿元和 4.00 亿元，其中 2014 年下降较快是因为偿还了部分暂借款；2014 年底主要包括暂借款 0.11 亿元、应付暂收款 3.27 亿元和押金保证金 0.61 亿元构成；应付款项单位主要为温州市下属区级政府机构部门，应付资金均无利息成本。

截至 2014 年底，公司已偿还信托借款 3 亿元，转入一年内到期的非流动负债为剩余的 28 亿元信托借款，明细情况见下表。

表 13 公司一年内到期的非流动负债明细情况

贷款方	借款方	金额 (亿元)	年利率 (%)	起始 期限	资金用途
中融国际信托有限公司	公司本部	25.00	7.50	2013.4~ 2015.4	补充公司流动资金
中建投信托有限责任公司	公司本部	2.00	7.32	2013.4~ 2015.4	专项用于日常经营周转
渤海国际信托有限公司	房开公司	1.00	7.50	2013.3~ 2015.3	用于补充运营资金
合计		28.00			

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，受公司长期借款期限较短影响，公司非流动负债规模波动幅度大，三年分别为 1.20 亿元、32.14 亿元和 4.92 亿元。

2013~2014 年底，公司长期借款分别为 31.00 亿元和 3 亿元，其中 2013 年底包括中建投信托有限责任公司借款 5 亿元、中融国际信托借款 25 亿元及渤海国际信托借款 1 亿元；2014 年底，长期借款为新增的中国工商银行温州鹿城支行的保证借款 3 亿元。

从公司有息债务期限结构看，2012~2014 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 415.46%。截至 2014 年底，公司全部债务 36.00 亿元，其中短期债务占比 91.67%、长期债务占比 8.33%。公司有息债务规模尚可。

从债务指标看，公司债务主要于 2013 年新增，2012~2014 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈快速增长态势，均值分别为 37.80%和 28.96%，2014 年底分别为 41.33%和 35.48%。2013 年和 2014 年公司长期债务资本化比率分别为 34.96%和 4.38%。公司目前债务负担尚可，但短期债务规模较大，存在一定短期支付压力。

整体看，近三年，公司债务结构变动较大；目前短期规模较大，存在一定短期支付压力；未来随着项目不断投入，债务负担将大幅增长。

3. 盈利能力

公司处于投资建设初期，目前收入主要来源于房产销售及租赁等业务，营业收入规模较小且不稳定；2012~2014 年，公司营业收入快速下降，年均复合下降 30.97%，2014 年实现营业收入 0.29 亿元。2012~2014 年，公司营业成本降幅小于营业收入，公司营业利润率波动中有所增长。2012~2014 年公司营业利润率分别为 51.51%、66.41%和 58.88%。

期间费用方面，2012~2014 年，公司期间费用年均复合增长 18.39%，主要系项目建设规模扩大，公司管理费用增长所致。但受 2014 年营业收入规模锐减影响，公司期间费用率由 2012 年的 28.78%快速升至 2014 年的 84.66%，期间费用率高，公司对期间费用控制力度有待改善。

2012~2014 年，公司营业利润分别为 0.27 亿元、0.54 亿元和 0.35 亿元，对投资收益的依赖性大。2012~2014 年，公司投资收益分别为 0.14 亿元、0.36 亿元和 0.40 亿元，主要构成为可供出售金融资产（浦发银行股票）所获得的分红，三年分别为 0.15 亿元（当期其他收益为负）、0.27 亿元和 0.33 亿元。

2012~2014 年，公司营业外收入规模较大，分别为 1.17 亿元、2.26 亿元和 1.00 亿元，主要系当期收到的政府补助。其中 2012 年收到 1.16 亿元政府补助，主要是公司子公司温州市火车站场物业管理有限公司收到温州市鹿城区府群众精神文明创建奖励经费补助 0.5 万元和公司收到温州市财政局与收益相关的政府补贴收入 1.16 亿元。2013 年和 2014 年公司收到的政府补助，主要是公司收

到温州市财政局与收益相关的政府补贴收入。2012~2014年，受公司政府补助规模波动影响，公司实现利润总额波动中有所下降，分别为1.43亿元、2.78亿元和1.35亿元。2012~2014年公司其他综合收益的税后净额分别为0.53亿元、-0.18亿元和2.34亿元，同期公司综合收益总额分别为1.92亿元、2.56亿元和3.69亿元。

从盈利指标来看，2012~2014年，受利润规模波动下降时债务规模快速增长影响，公司总资本收益率持续下降，净资产收益率波动下降，两项指标加权平均值分别为2.64%和3.24%；2014年上述两项指标分别为1.72%和2.06%，公司整体盈利能力弱。

总体看，公司收入规模较小，近年受房产销售业务影响，公司营业收入持续下降，同时期间费用对营业利润侵蚀较大，公司利润总额对可供出售金融资产的投资收益以及政府补贴收入依赖大。公司整体盈利能力弱。

4. 现金流

从经营活动看，2012~2014年公司经营活动现金流入量分别为1.74亿元、3.09亿元和2.22亿元，主要为往来款和营业外收入形成的收到其他与经营活动有关的现金。同期，公司现金收入比分别为80.55%、84.60%和95.87%，公司收入实现质量一般。2012~2014年公司经营活动现金流出分别为1.01亿元、2.02亿元和1.16亿元，主要为往来款、销售费用和管理费用支出形成的支付其他与经营活动有关的现金。2012~2014年公司经营活动活动产生的现金流量净额呈波动增长趋势，三年分别为0.73亿元、1.07亿元和1.06亿元。

从投资活动看，2012~2014年公司投资活动现金流入波动快速增长，三年分别为0.06亿元、10.40亿元和10.51亿元。2013~2014年收到其他与投资活动有关的现金规模较大，均为收回的委托贷款10亿元。2012~2014年公司投资活动现金流出快速增长，分别为3.39亿元、26.20亿元和32.96亿元；其中，2013~2014年，购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为10.19亿元和19.56亿元，主要系市域S1线投入资金；2013~2014年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为15亿元和10亿元委托贷款，公司对外委托贷款均向龙湾区级国有企业温州市龙湾区兆晟建筑工程开发有限公司发放的贷款。2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.33亿元、-15.80亿元和-22.46亿元。

从筹资活动看，2013年公司吸收投资收到的现金7.73亿元，包括到位的民资募集部分资金；2012~2014年公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为7.49亿元、4.15亿元和1.63亿元，其中2012年包括当年募集到位的民资7.25亿元（当年到位资金未验资，故在该科目列示）和收到项目资本金0.24亿元，2013年全部为收到的S1线项目资本金4.15亿元（其余项目资本金0.40亿元体现在收到其他与经营活动有关的现金），2014年为收到的S1线项目资本金1.63亿元。2013年公司取得借款收到的现金规模大，为2013年新增的长期借款31亿元（中建投信托有限责任公司借款5亿元、中融国际信托借款25亿元及渤海国际信托借款1亿元）计入取得借款收到的现金，导致2012~2014年公司筹资活动现金流入波动大，三年分别为8.85亿元、42.88亿元和9.63亿元。2012~2014年，公司筹资活动现金流出分别为1.38亿元、2.18亿元和3.94亿元，主要由偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金构成。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为7.47亿元、40.71亿元和5.69亿元。

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

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，受2014年流动负债快速增长影响，2012~2014年公司流动比率和速动比率波动中快速下降，2014年底分别为0.86倍和0.77倍。2012~2014年，公司经营现金流流动负债比分别为7.86%、11.19%和2.57%，经营活动现金流对流动负债保护程度弱。2015年3~4月，公司已融入信托资金剩余28亿元将陆续到期兑付，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为1.50亿元、2.85亿元和1.42亿元；2012~2014年公司EBITDA全部债务比分别为1.10倍、0.09倍和0.04倍，EBITDA对全部债务保护能力弱。考虑到公司在土地出让金（收益）返还、政府补助和所得税优惠等方面得到了温州市政府的支持，公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面，截至2014年底，公司无对外担保。

截至2014年底，公司获得商业银行授信额度合计159亿元，尚未使用额度123亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10330302007741807），截至2015年8月18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。

7. 抗风险能力

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

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本期债券计划募集人民币15亿元，分别为2014年底全部债务及长期债务的41.67%和500.00%，本期债券的发行对公司现有债务有很大影响。

截至2014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41.33%、35.48%和4.38%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，上述指标将分别升至48.28%、43.79%和21.57%，公司债务负担明显加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014年公司经营活动现金流入量分别为1.74亿元、3.09亿元和2.22亿元，分别为本期债券发行额度的0.12倍、0.21倍和0.15倍；公司经营活动现金净流量分别为0.73亿元、1.07亿元和1.06亿元，分别为本期债券的0.05倍、0.07倍和0.07倍。目前，公司经营活动现金流对本期债券的保障能力弱；但考虑公司未来债务主要通过资金平衡土地出让实现的收益以保障债务的偿还，公司对本期债券保障能力尚可。

2012~2014年，公司EBITDA分别为1.50亿元、2.85亿元和1.42亿元，分别为本期债券发行额度的0.10倍、0.19倍和0.09倍。公司EBITDA对本期债券的覆盖程度低。

九、债权保护条款

公司为温州市市域铁路投融资、建设及运营主体，公司日常经营获得的收入、政府补贴收入以及未来资金平衡用地出让均可用于保障本次债券本息偿还；同时，为确保本次债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司还专门设立专项偿债账户，并获得账户及资金监管银行的流动性支持。

（1）设立偿债资金账户

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

偿债资金专户用于本次债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。公司应在本次债券的付息日或兑付日前 7 个工作日（T-7 日）之前，将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户。在 T-5 日，公司未按照要求将当年应付利息/本息划入专项偿债资金专户，工商银行鹿城支行有权将额度为当年应付利息/本息金额直接从募集资金使用专户中划入偿债资金专户。若募集资金专户中的资金余额小于当年应付利息/本息，则工商银行鹿城支行有权将募集资金使用专户的所有资金直接划入偿债资金专户。当确定公司不能按期偿付本次债券本息时，工商银行鹿城支行应严格控制募集资金使用专户及偿债资金专户中所有资金的支出，不允许公司自行支配募集资金使用专户及偿债资金专户中的资金。

轨道专项资金账户专门用于接收温州市财政局支持公司所承担的轨道交通建设项目向公司投入的温州市轨道交通建设发展专项资金，不得用作他途。公司承诺该账户资金优先用于本次债券本息偿付，公司在每年向温州市人民政府报送温州市轨道交通建设发展专项资金下一年度使用计划时，将本次债券下一年度应付利息/本息列入该计划，计划明确将该笔资金于本次债券付息日或兑付日前 10 个工作日（T-10）前划入轨道专项资金账户。在 T-7 日轨道专项资金账户大于或等于当年应付利息/本息，工商银行鹿城支行将足额的当年应付利息/本息锁定，不允许公司进行支取、划转等操作，直至 T-5 日；当轨道专项资金账户小于当年应付利息/本息，工商银行鹿城支行将轨道专项资金账户余额全部锁定。在 T-5 日偿债资金专户余额小于当年应付利息/本息数额时，工商银行鹿城支行有权将差额部分资金直接从募集资金使用专户或/和轨道专项资金中划入偿债资金专户。

（2）流动性贷款支持

根据公司与中国工商银行股份有限公司温州分行（以下简称“工商银行温州分行”）签署的《流动性支持贷款协议》，本次债券存续期内，当公司对本次债券本息偿付发生临时资金流动性不足时，工商银行温州分行在符合国家法律法规、工商银行温州分行信贷政策和贷款条件的前提下，在每次付息或本金兑付前五个工作日给予公司流动性支持（可采用贷款或其他合法形式，具体金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限），该流动性支持仅用于为本次债券偿付本息，以解决公司临时偿债困难。工商银行温州分行以上承诺不应视为对公司偿付本次债券本息义务提供保证或其他形式的担保，且工商银行温州分行有权根据国家相关法律法规、该行信贷政策以及公司的实际经营情况自主决定是否实际提供流动性支持。

（3）本次债券本息偿还安排

S1 线一期的建设资金以及银行贷款等债务偿还的资金主要来源于未来可供出让的储备土地

变现资金。

按照品种一 15 年内不偿付、8.5%的利率，品种二每 3 年回购 1 亿元、8.5%的利率、每 3 年上调利率 0.2%进行资金平衡测算，公司 2016~2030 年期间所需支出债券本金和利息的合计金额为 23.815 亿元。

表 14 本次债券本息偿还测算表（单位：亿元、亩）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
品种一本金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
品种一利息	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
品种二本金	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00
品种二利息	0.595	0.595	0.595	0.522	0.522	0.522	0.445	0.445
现金流出量	1.275	1.275	2.275	1.202	1.202	2.202	1.125	1.125
	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	合计
品种一本金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
品种一利息	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	10.20
品种二本金	1.00	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	3.00	7.00
品种二利息	0.445	0.364	0.364	0.364	0.279	0.279	0.279	6.615
现金流出量	2.125	1.044	1.044	2.044	0.959	0.959	3.959	23.815

资料来源：公司提供

注：按品种一发行利率为 8.5%、品种二发行利率为 8.5% 并每 3 年上调利率 0.2% 进行测算。

目前公司债务性资金测算中已将本次债券的本息偿还纳入其中进行综合计算，但本次债券各品种的发行利率可能高于债务性资金测算的综合利率，将进一步增加土地返还净收益对公司债务性资金偿还的压力；考虑到政府已与公司约定对贷款本息偿还提供差额补足，土地出让净收益返还对本次债券本息偿还的保障程度较好。

总体看，目前公司自身经营现金流量和 EBITDA 对本次债券的保障能力低。但考虑到市域铁路 S1 线项目的重要性，未来公司将持续获得温州市政府的支持；S1 线运营后将产生一定收益，以及未来资金平衡用地出让均可保障本次债券偿还的安全性；公司设立偿债资金账户，同时获得银行的流动性支持，上述措施能保障本次债券的到期偿还。联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险较低。

十、综合评价

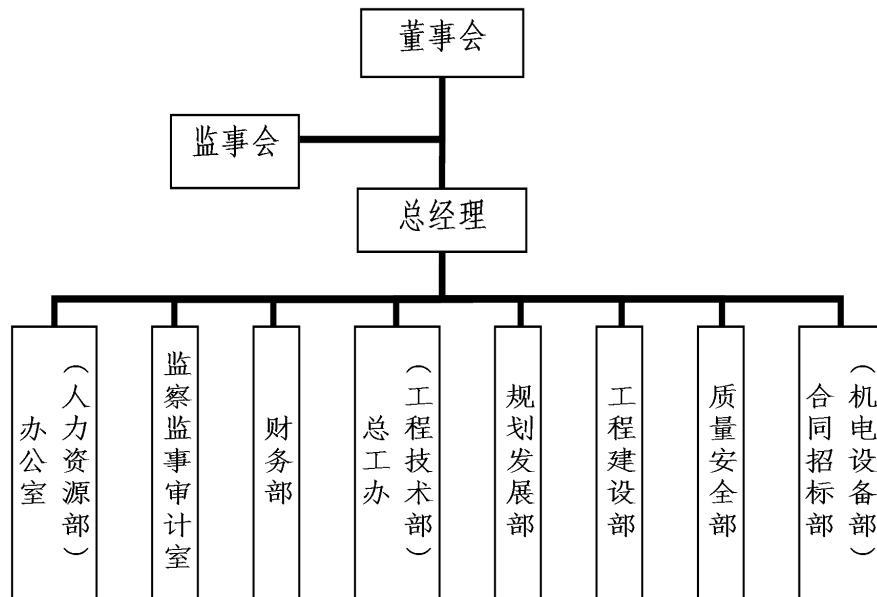
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司作为温州市域铁路项目投资建设及运营管理的主体，在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位，同时政府给予较大力度支持。公司市域铁路项目具有较强公益性特征，盈利能力弱、融资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出增大了公司资金和债务压力，但由于温州市政府对公司支持明确，对目前在建的市域铁路项目的项目资本金由市级及沿线县、功能区承担，利用土地储备和开发筹措轨道交通建设资金，且温州市政府已与公司签订贷款本息偿还的差额补足协议，对项目建设的资本金投入和到期债务的还本付息具有较强支撑作用。

公司本次债券保障措施包括设立偿债资金账户以及流动性贷款支持措施；同时，公司未来可获得的资金平衡出让用地未来收益的实现将一定程度上保障本次债券本息偿付的安全性。

总体看，本次债券到期不能偿付的风险较低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司合并范围子公司（截至 2014 年底）

子公司全称	业务性质	注册资本 (万元)	持股权比例 (100%)	经营范围
温州幸福轨道交通股份有限公司	交通运输业	301,829.00	50.36	市域铁路项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；市域铁路沿线的仓储、物流服务项目的建设、开发、经营；市域铁路沿线的资产经营
温州市轨道交通资产经营管理有限公司	服务业	10,000.00	100.00	铁路与轨道交通沿线资产及火车站大楼租赁；物业管理等
温州市轨道交通置业有限公司	房地产开发	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

附件 2-1 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	112,697.38	372,748.84	214,514.92	37.97
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	19.00	16.00	10.00	-27.45
预付款项		67.70	259.71	
应收利息	149.70	1,994.00	2,002.64	265.75
应收股利				
其他应收款	6,173.76	53,276.32	99,385.17	301.22
存货	29,932.35	32,164.47	35,959.36	9.61
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	587.97	427.69	567.40	-1.76
流动资产合计	149,560.16	460,695.01	352,699.20	53.57
非流动资产：				
可供出售金融资产	49,414.32	46,973.49	78,166.32	25.77
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	7,456.64	7,412.62	43,477.07	141.47
投资性房地产	2,211.14	1,653.29	1,586.09	-15.31
固定资产	7,986.12	8,315.57	7,976.03	-0.06
在建工程	29,332.80	194,201.57	333,035.91	236.95
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	12,964.98	12,989.87	13,082.95	0.45
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	94.25	91.33	79.97	-7.88
递延所得税资产	20.12	15.30	16.80	-8.62
其他非流动资产	201,493.01	261,607.01	285,750.04	19.09
非流动资产合计	310,973.38	533,260.06	763,171.18	56.66
资产总计	460,533.54	993,955.07	1,115,870.38	55.66

附件 2-2 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	13,549.25		50,000.00	92.10
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	3.96	22,355.50	38,843.23	9,803.99
预收款项	2,000.04	1,056.71	935.09	-31.62
应付职工薪酬	541.21	594.20	1,029.80	37.94
应交税费	1,476.57	223.10	463.19	-43.99
应付利息	76.85	632.64	703.42	202.54
应付股利	4.63			-100.00
其他应付款	74,971.94	70,938.48	40,029.85	-26.93
一年内到期的非流动负债			280,000.00	
其他流动负债				
流动负债合计	92,624.43	95,800.63	412,004.57	110.91
非流动负债：				
长期借款		310,000.00	30,000.00	
应付债券				
长期应付款				
专项应付款			37.19	
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	11,963.42	11,353.21	19,148.92	26.52
其他非流动负债				
非流动负债合计	11,963.42	321,353.21	49,186.11	102.77
负债合计	104,587.85	417,153.84	461,190.68	109.99
所有者权益：				
实收资本(或股本)	200,000.00	200,000.00	200,000.00	
资本公积	80,404.08	125,909.85	167,070.42	44.15
减：库存股				
盈余公积	1,257.55	3,582.38	4,613.78	91.54
专项储备				
未分配利润	38,326.20	63,422.91	75,728.11	40.57
其他综合收益	35,890.26	34,059.63	57,446.75	26.52
归属于母公司权益合计				

	355,878.08	426,974.78	504,859.06	<i>19.11</i>
少数股东权益	67.61	149,826.45	149,820.63	<i>4,607.50</i>
所有者权益合计	355,945.68	576,801.23	654,679.70	<i>35.62</i>
负债和所有者权益总计	460,533.54	993,955.07	1,115,870.38	<i>55.66</i>

附件 3 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	6,174.81	6,124.33	2,942.21	-30.97
减: 营业成本	2,531.69	1,509.90	708.57	-47.10
营业税金及附加	462.60	547.17	501.14	4.08
销售费用	502.70	654.48	486.12	-1.66
管理费用	1,370.46	1,721.82	2,160.34	25.55
财务费用	-95.88	-95.79	-155.48	27.35
资产减值损失	117.42	49.46	-276.37	
加: 公允价值变动收益				
投资收益	1,383.57	3,635.20	4,012.62	70.30
其中: 对合营企业投资收益	-110.82	-44.02	74.45	
汇兑收益				
二、营业利润	2,669.39	5,372.49	3,530.53	15.00
加: 营业外收入	11,651.38	22,558.40	10,024.88	-7.24
减: 营业外支出	33.57	90.70	44.06	14.57
其中: 非流动资产处置损失	3.76	36.08		-100.00
三、利润总额	14,287.21	27,840.19	13,511.35	-2.75
减: 所得税费用	405.97	421.17	27.99	-73.74
四、净利润	13,881.24	27,419.03	13,483.35	-1.44
其中: 归属于母公司的净利润	13,878.81	27,421.55	13,489.17	-1.41
少数股东损益	2.43	-2.52	-5.82	

附件 4 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	4,973.96	5,181.00	2,820.58	-24.70
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	12,416.36	25,765.34	19,406.81	25.02
经营活动现金流入小计	17,390.32	30,946.34	22,227.40	13.06
购买商品、接受劳务支付的现金	316.66	1,615.92	2,668.70	190.30
支付给职工以及为职工支付的现金	1,629.72	1,724.08	1,290.08	-11.03
支付的各项税费	3,894.96	2,104.40	347.40	-70.13
支付其他与经营活动有关的现金	4,270.80	14,780.04	7,333.72	31.04
经营活动现金流出小计	10,112.13	20,224.44	11,639.90	7.29
经营活动产生的现金流量净额	7,278.19	10,721.90	10,587.49	20.61
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	519.38	3,954.22	5,029.11	211.17
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	119.22	15.82	0.15	-96.42
处置子公司及其他单位收到的现金净额			3.32	
收到其他与投资活动有关的现金		100,000.00	100,000.00	
投资活动现金流入小计	638.61	103,970.04	105,032.58	1,182.46
购建固定资产、无形资产等支付的现金	28,117.25	101,863.05	195,634.27	163.78
投资支付的现金	5,820.00	10,114.00	34,000.00	141.70
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金		150,000.00	100,000.00	
投资活动现金流出小计	33,937.25	261,977.05	329,634.27	211.66
投资活动产生的现金流量净额	-33,298.64	-158,007.01	-224,601.69	159.71
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		77,293.00		
取得借款收到的现金	13,549.25	310,000.00	80,000.00	142.99
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	74,936.00	41,538.00	16,300.00	-53.36
筹资活动现金流入小计	88,485.25	428,831.00	96,300.00	4.32
偿还债务支付的现金		13,549.25	30,000.00	

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,758.87	967.18	912.99	-27.95
支付其他与筹资活动有关的现金	12,000.00	7,237.00	8,506.73	-15.80
筹资活动现金流出小计	13,758.87	21,753.43	39,419.72	69.26
筹资活动产生的现金流量净额	74,726.38	407,077.57	56,880.28	-12.75
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	48,705.93	259,792.46	-157,133.91	
加：期初现金及现金等价物余额	62,616.45	111,322.38	371,114.84	143.45
六、期末现金及现金等价物余额	111,322.38	371,114.84	213,980.92	38.64

附件 5 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	13,881.24	27,419.03	13,483.35	-1.44
加: 资产减值准备	117.42	49.46	-276.37	
固定资产折旧及其他	479.93	491.36	580.49	9.98
无形资产摊销	26.51	30.26	38.37	20.30
长期待摊费用摊销	62.02	37.76	44.94	-14.88
处置固定资产、无形资产等损失	-5.63	36.08	0.18	
固定资产报废损失			3.37	
公允价值变动损失				
财务费用	104.40	62.80		-100.00
投资损失	-1,383.57	-3,635.20	-4,012.62	
递延所得税资产减少	43.45	4.82	-1.50	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	1,503.43	-1,392.81	-3,034.47	
经营性应收项目的减少	-18,146.53	9,177.83	-63,245.23	
经营性应付项目的增加	10,595.53	-21,559.48	67,006.99	151.48
其他				
经营活动产生的现金流量净额	7,278.19	10,721.90	10,587.49	20.61

附件 6 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	276.03	349.96	226.32
存货周转次数 (次)	0.08	0.05	0.02
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00
现金收入比率 (%)	80.55	84.60	95.87
盈利能力			
总资本收益率 (%)	3.97	4.38	1.42
总资产报酬率 (%)	5.89	3.84	1.28
净资产收益率 (%)	2.01	5.88	2.19
营业利润率 (%)	51.51	66.41	58.88
费用收入比 (%)	28.78	37.24	84.66
财务构成			
资产负债率 (%)	22.71	41.97	41.33
全部债务资本化比率 (%)	3.67	34.96	35.48
长期债务资本化比率 (%)	0.00	34.96	4.38
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.45	31.55	3.56
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.10	0.09	0.04
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.54	0.03	0.03
流动比率 (倍)	1.61	4.81	0.86
速动比率 (倍)	1.29	4.47	0.77
现金短期债务比 (倍)	8.32	--	0.65
经营现金流动负债比率 (%)	7.86	11.19	2.57
经营现金利息偿还能力 (倍)	5.57	11.89	2.66
本次企业债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.10	0.19	0.09

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (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
短期偿债能力指标	
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)
本次企业债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次企业债券到期偿还额
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 / 本次企业债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次企业债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 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 8 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。