

信用等级公告

联合[2016] 1137 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 2016 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设专项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 2016 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设专项债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  王

二零一六年九月九日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

2016 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 城市停车场建设专项债券主动评级报告

主体长期信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AA_{pi}

本次债券发行额度: 10.3 亿元

本次债券期限: 5+5+5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

募集资金用途: 用于城市停车场建设工程

偿债保障措施: 银行提供流动性支持

评级时间: 2016 年 9 月 9 日

财务数据:

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	99.40	111.59	133.97
所有者权益 (亿元)	57.68	65.47	78.79
长期债务 (亿元)	31.00	3.00	32.84
全部债务 (亿元)	31.00	36.00	42.84
营业收入 (亿元)	0.61	0.29	0.34
利润总额 (亿元)	2.78	1.35	1.29
EBITDA (亿元)	2.85	1.42	1.63
经营性净现金流 (亿元)	1.07	1.06	0.20
营业利润率 (%)	66.41	58.88	68.84
净资产收益率 (%)	4.75	2.06	1.64
资产负债率 (%)	41.97	41.33	41.19
全部债务资本化比率 (%)	34.96	35.48	35.22
流动比率 (倍)	4.81	0.86	1.90
EBITDA/全部债务比 (倍)	0.09	0.04	0.04
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.28	0.14	0.16

注: 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; 本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

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“温州铁投”或“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唯一主体, 在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发等方面具有垄断地位, 获得温州市政府在资本金注入、资产划拨、政府补贴等方面的支持。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, 但温州市政府对公司支持明确, 目前公司主要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, 政府支持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, 结合温州市政府对公司的全力支持及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险低。

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唯一主体, 具有区域垄断地位; 同时, 公司持续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. 温州市政府对公司主要在建的市域铁路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. 银行对本期债券本息偿付提供流动性支持,有利于公司及时偿还本息。

关注

1. 本期债券募投项目中,大部分项目未获得可行性研究报告批复、环境影响报告批复等相关批复文件,项目建设存在政策风险。

2. 公司成立时间短,目前盈利能力弱。

3. 截至2015年底,S1线项目资本金中募集到位的个人投资者资金规模较大,未来赎回的时间和规模存在不确定性,对公司资本金筹集可能形成一定压力。

4. 受土地出让市场行情的影响,公司土地出让存在一定不确定性。

分析师

冯 磊

电话: 010-85172818

邮箱: fengl@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话: 010-85172818

邮箱: caiz@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

信用评级报告声明

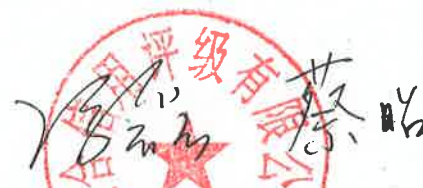
本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

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。

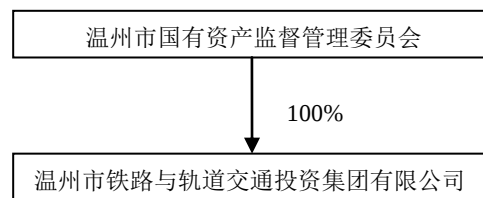
分析师：


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“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（以下简称“轨道置业公司”））及部分拨款资金；出资已经温州立信会计师事务所有限公司审验，并出具温立信变字（2012）第001号《验资报告》。截至2015年底，公司实收资本20亿元，公司实际控制人为温州市国资委，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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）。

截至2015年底，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（见附件1）；公司共拥有全资子公司3家、控股子公司1家；截至2015年底，公司拥有在职员工377人。

截至2015年底，公司合并资产总额133.97亿元，负债合计55.18亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.79亿元，其中，归属于母公司所有者权益60.81亿元。2015年，公司实现营业收入0.34亿元，净利润（含少数股东损益）1.29亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.29亿元；经营活动产生的现金流量净额0.20亿元，现金及现金等价物净增加额-2.19亿元。

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、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划于2016年发行额度为10.3亿元的专项债券（以下简称“本次债券”），发行期限为15年，在每5个计息年度末附公司调整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本次债券。

本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。本次债券在存续期内前5年票面年利率由基准利率加上基本利差确定。在本次债券存续期的第5个、第10个计息年度末，公司有权决定是否在存续期内前5年的票面年利率的基础上上调或者下调本期债券的票面利率。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，或选择继续持有本品种债券，公司有权选择将回售的债券进行转售或予以注销。

本次债券无担保。

在本次债券存续期内，当公司对本次债券付息或本金兑付发生临时资金周转不足时，中国工商银行股份有限公司温州分行在符合国家法律法规、该行信贷政策和贷款条件的前提下，在每次付息或本金兑付日前五个工作日给予公司流动性支持（可采用贷款或其他合法形式，具体金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限），该流动性支持仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司临时偿债困难。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金人民币 10.3 亿元，全部用于城市停车场建设工程项目。

（1）项目基本情况

温州铁投城市停车场建设工程项目选址涉及鹿城区、瓯海区、龙湾区、瓯江口新区四个区，共6个城市停车场，总用地面积382,694平方米（约574.0亩）。募投项目涉及地块总建筑面积1,629,126平方米，其中地下建筑面积472,235平方米，停车场建筑面积409,255平方米，机动车停车位10,965个，地上222个，地下10,743个。募投项目总投资为174,230万元，其中建设投资为151,130万元，建设期利息23,100万元，项目建设资金通过自有资金和债券资金共同解决。其中本期债券募集资金10.3亿元，约占总投资的59.12%。6个停车场项目建设期主要集中在2017~2020年，部分零星工程发生在2015年或2016年，所占比重较少，因此将募投项目的建设期设定为2017~2020年，共计四年。根据实际情况，建设投资在建设期四年的投资比例分别为20%、30%、30%、20%。

温州铁投及其全资子公司轨道置业公司为募投项目的投资建设主体，募投项目的运营模式为：温州市域铁路运营控制中心及人才公寓项目，采取收取停车费的方式计算收益，其余项目地下车位以市场价格向地块住户及商户出售，地上部分的停车位收取停车费。

（2）项目审批情况

本期债券募投项目符合国家产业政策方向及温州市国民经济和社会发展规划、城市规划、土地规划、P+R规划和温州市停车场建设规划，项目获批具体情况如下：

表1 募投项目批复情况

批文名称	批文文号	发文机关	发文日期
温州市域铁路运营控制中心工程停车场			
关于温州市域铁路运营控制中心工程项目建设书兼可行性研究报告的批复	温发改审（2014）9号	温州市发展和改革委员会	2014年1月24日
关于同意温州市域铁路控制中心工程实施单位的复函	温发改函（2014）5号	温州市发展和改革委员会	2014年2月20日
国有土地使用权收回公告	温土资鹿收（2014）3号	温州市国土资源局	2014年3月17日
建设项目选址意见书	浙规选 2014-0301006号	温州市规划局	2014年4月2日
关于温州市域铁路运营控制中心建设项目环境影响报告表审批意见的	温环建（2014）050号	温州市环境保护局	2014年6月13日

函			
关于温州市域铁路运营控制中心工程初步设计的批复	温发改审设计〔2014〕59号	温州市发展和改革委员会	2014年7月4日
建设用地规划许可证	浙规证2014-030100014号	温州市规划局	2014年7月10日
建设用地批准书	温土资字〔2014〕1066号	温州市国土资源局	2014年7月22日
国有建设用地交地确认书	温土资鹿交〔2014〕015号	温州市国土资源局	2014年8月12日
土地证	温国用〔2014〕1-0431号	温州市国土资源局	2014年9月4日
浙江省民用建筑节能审查意见书	浙建节3303010301201500016	温州市住房和城乡建设委员会	2015年2月2日
关于温州市域铁路运营控制中心工程设计变更的函	温发改函〔2015〕21号	温州市发展和改革委员会	2015年4月9日
温州市人民政府办公室抄告单	温瓯规函〔2015〕83号	温州市人民政府办公室	2015年5月20日
建设工程规划许可证	浙规证2015-030100033号	温州市规划局	2015年8月13日
建筑工程施工许可证	330302201510140101	温州市住房和城乡建设委员会	2015年10月13日
市域铁路 S1 线灵昆车辆段上盖开发配套停车场			
海域使用权证书	330303-20150019号	温州市龙湾区人民政府	2015年9月25日
国土资源部关于温州市域铁路 S1 线一期工程建设用地的批复	国土资函〔2014〕625号	国土资源部	2014年12月8日
浙江省国土资源厅关于转发《国土资源部关于温州市域铁路 S1 线一期工程建设用地的批复》的函	浙土资厅函〔2015〕43号	浙江省国土资源厅	2015年1月19日
市域铁路 S1 线瑶北站区综合体配套停车场			
土地证	温国用〔2013〕2-338743号	温州市国土资源局	2013年10月25日
土地证	温国用〔2014〕2-358622号	温州市国土资源局	2014年4月17日
市域铁路 S1 线永中站区综合体配套停车场			
关于温州市市域铁路 S1 线永强站周边地块控制性详细规划修改的批复	温政函〔2013〕235号	温州市人民政府	2013年12月23日
国土资源部关于温州市域铁路 S1 线一期工程建设用地的批复	国土资函〔2014〕625号	国土资源部	2014年12月8日
浙江省国土资源厅关于转发《国土资源部关于温州市域铁路 S1 线一期工程建设用地的批复》的函	浙土资厅函〔2015〕43号	浙江省国土资源厅	2015年1月19日
市域铁路 S1 线高铁站区综合体配套停车场			
关于温州市铁路新客站站前区 E-01 等地块控制性详细规划修改的批复	温政函〔2013〕168号	温州市人民政府	2013年9月16日
国土资源部关于温州市域铁路 S1 线一期工程建设用地的批复	国土资函〔2014〕625号	国土资源部	2014年12月8日
浙江省国土资源厅关于转发《国土资源部关于温州市域铁路 S1 线一期工程建设用地的批复》的函	浙土资厅函〔2015〕43号	浙江省国土资源厅	2015年1月19日
温州铁投集团人才公寓停车场			
土地证	温国用〔2006〕5-231号	温州市国土资源局	2006年12月11日
关于温州市铁投集团人才公寓建设工程环境影响报告表审批意见的函	温环建〔2015〕021号	温州市环境保护局	2014年4月21日
建设项目选址意见书	浙规选2015-0301002号	温州市规划局	2015年2月3日
关于温州市铁投集团人才公寓建设工程项目建议书和可行性研究报告的批复	温发改审〔2015〕12号	温州市发展和改革委员会	2015年2月15日
关于温州市铁投集团人才公寓建设	温土资预〔2015〕7号	温州市国土资源局	2015年10月30日

工程的工地预审意见			
关于温州市铁投集团人才公寓建设工程初步设计的批复	温发改审设计〔2015〕100号	温州市发展和改革委员会	2015年11月12日
建设用地规划许可证	浙规证〔2015〕030100034号	温州市规划局	2015年11月23日

资料来源：公司提供

总体来看，本期债券募投项目中，大部分项目未获得可行性研究报告批复、环境影响报告批复等其他相关批复文件，项目建设存在政策风险。

《根据国家发展改革委办公厅关于简化企业债券申报程序 加强风险防范和改革监管方式的意见》，“支持债券资金用于项目前期建设。为满足项目前期资金需求，企业债券资金可用于处于前期阶段的项目建设。企业申报债券时，对于已开工项目，应提供项目合规性文件；对于处于前期阶段的项目，应提供拟支持的项目名单，但严禁企业虚报项目套取债券资金”。

（3）建设规模和内容

温州铁投城市停车场建设工程项目涵盖了6个停车场建设项目。

温州市域铁路运营控制中心工程停车场

该项目选址于温州市梧田站南片整合规划A-06a地块，距离既有温州站以东约500米。用地性质为S2（城市轨道交通用地），总用地面积10,784.4平方米（约16.2亩）。该项目地下室建筑面积13,603平方米，其中停车场面积10,465平方米。该停车场共设置了307个机动车停车位（含8个无障碍停车位），总投资4,709万元，建设期为2015年6月~2017年12月，于2015年6月正式进场施工，截至2015年底，已完成投资比例为18.76%。

市域铁路S1线灵昆车辆段上盖开发配套停车场

该项目位于瓯江口新区一期工程东部位置，用地性质为住宅兼容商业办公用地，总用地面积226,547平方米（约339.8亩）。该停车场含地下停车库和夹层车库，停车场面积总计255,236平方米，其中夹层车库面积226,547平方米，地下停车场面积28,689平方米。设置机动车位数5,700个。总投资103,529万元，计划建设期为2016年12月~2018年12月。

市域铁路S1线瑶北站区综合体配套停车场

该项目位于温州大道和站东路交叉口的西南角位置，用地性质为商业用地，总用地面积30,198平方米（约45.3亩）。该项目地下室建筑面积35,262平方米，其中停车场面积28,210平方米，设置停车位898个（地上停车位118个）。项目总投资12,695万元，计划建设期为2017年3月~2020年12月。

市域铁路S1线永中站区综合体配套停车场

该项目位于永中站的南部位置，用地性质为办公商业混合用地，总用地面积为66,569平方米（约99.85亩）。该项目地下室建筑面积120,616平方米，其中停车场面积74,604平方米，住宅按0.8辆/百平方米，商业按0.8辆/百平方米，办公按0.6辆/百平方米，共设计停车位2,000个。项目总投资33,572万元，计划建设期为2017年3月~2020年12月。

市域铁路S1线高铁站区综合体配套停车场

该项目位于S1线高铁站的西侧，用地性质为办公商业混合用地，总用地面积为32,880平方米（49.32亩）。该项目地下室建筑面积30,956平方米，其中停车场面积27,860平方米，设置停车位1,596个，总投资额为13,930万元，计划建设期为2017年3月~2020年12月。

温州铁投集团人才公寓停车场

该项目选址于温州市状蒲片区开发区东单元ZP-03-B09地块（原01地块），建设用地面积

为15,715.21平方米（约23.57亩），用地性质为二类居住用地（R2），兼容商业用地（B1）。该项目地下室建筑面积13,374平方米，其中停车场面积12,880平方米，设置停车位464个（地上停车位96个），总投资额为5,796万元，建设期为2016年7月~2018年7月。该项目的建设主体为轨道置业公司。

（4）项目收益

募投项目的经营收入来源主要为车位销售收入及车位停车费收入。其中温州市域铁路运营控制中心及人才公寓项目，采取收取停车费的方式计算收益，其余项目地下车位以市场价格向地块住户及商户出售，地上部分的停车位收取停车费。参照温州市区类似地段市场价格，本项目机动车停车位的销售价暂按20万元/个，出租价格暂按300元/月/个计算。鉴于本项目多为市域铁路S1线车辆段上盖及站区综合开发工程，已纳入市P+R规划考虑，随着S1线开通运营，人流集聚，存在巨大的升值空间，同时考虑到经济发展中的物价因素，设定车位出租价格年均增长率为3%，车位出售价格年均增长5%。

温州市域铁路运营控制中心工程停车场

该项目机动车停车位 307 个，其中地下停车位 299 个，地上停车位 8 个。机动车位全部出租，停车费价格为 300 元/月/个。

市域铁路S1线灵昆车辆段上盖开发配套停车场

该项目南部为灵昆车辆段上盖开发部分，主要功能包含住宅、社区配套服务、商业、办公、酒店、夹层停车场等，项目北侧用地为落地开发部分，主要功能包含住宅、社区配套服务、商业、地下停车库等。其中夹层及地下室用于停车。停车位总数 5,700 个，车位市场出售价格为 20 万元/个。

市域铁路S1线瑶北站区综合体配套停车场

该项目规划建设成集创意商务办公、滨水商业休闲、生态居住为一体的新型城市生活区。地下室为二层用于停车。机动车位总数 898 个，其中地上 118 个，地下 780 个。地下车位用于销售，市场出售价格为 20 万元/个，地上停车位出租，停车费价格为 300 元/月/个。

市域铁路S1线永中站区综合体配套停车场

该项目规划建设轨道站点地下综合站，并建设地下商业街。融合商业、办公、LOFT 等多种符合功能。机动车车位数量 2,000 个，全部为地下停车。车位市场出售价格为 20 万元/个。

市域铁路S1线高铁站区综合体配套停车场

该项目所在片区汇集城际铁路、轨道交通、长途、中途客运等多种换乘方式于一体的综合交通枢纽地区，融合商务办公、综合商业、旅游服务、生活游憩等多种城市功能于一体的复合型发展片区。本项目建筑功能包括商业、办公及酒店。车位数量 1,596 个，全部为地下机械停车。车位市场出售价格为 20 万元/个。

温州铁投集团人才公寓停车场

该项目机动车位总数 464 个，其中地上 96 个，地下 368 个。机动车位全部出租，停车费价格为 300 元/月/个。

表 2 停车场项目收入预测表—项目（单位：万元）

项目 编号	年份													
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1	111	114	117	121	124	128	132	136	140	144	149	153	158	162
2		34,200	47,880	37,706										
3				5,000	6,882	5,253	350	360	371	382	394	405	418	430
4				12,000	16,800	13,230								
5				9,576	13,406	10,558								
6		167	172	177	183	188	194	199	205	212	218	224	231	238
合计	111	34,481	48,169	64,579	37,395	29,357	675	696	716	738	760	783	806	831

资料来源：《温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设工程项目可行性研究报告》

注：1、项目编号按顺序分别表示温州市域铁路运营控制中心工程配套停车场项目、市域铁路 S1 线灵昆车辆段上盖开发配套停车场项目、市域铁路 S1 线瓯江北站区综合体配套停车场项目、市域铁路 S1 线永中站区综合体配套停车场项目、市域铁路 S1 线高铁站区综合体配套停车场项目、温州市铁投集团人才公寓建设工程配套停车场项目；2、分类数与合计数不一致系四舍五入所致。

表 3 停车场项目收入预测表—科目（单位：万元）

科目	合计	年份													
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
地下车库销售收入	211,501		34,200	47,880	63,962	36,758	28,702								
停车费收入	8,596	111	281	289	618	637	656	675	696	716	738	760	783	806	831
营业收入	220,097	111	34,481	48,169	64,579	37,395	29,357	675	696	716	738	760	783	806	831

资料来源：《温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设工程项目可行性研究报告》

注：分类数与合计数不一致系四舍五入所致

表 4 停车场项目现金流预测表（单位：万元）

项目	合计	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
现金流入	225,768		111	34,481	48,169	64,579	37,395	29,357	675	696	716	738	760	783	806	6,502
营业收入	220,097		111	34,481	48,169	64,579	37,395	29,357	675	696	716	738	760	783	806	831
回收固定资产余值	5,671															5,671
现金流出	183,166	30,226	45,405	50,102	36,860	8,956	5,250	4,157	247	255	263	271	280	289	298	307
建设投资	151,130	30,226	45,339	45,339	30,226											
流动资金																
经营成本	3,477		46	443	580	741	469	388	101	101	101	101	101	101	101	101
营业税金及附加	13,756		7	2,155	3,011	4,036	2,337	1,835	42	43	45	46	48	49	50	52
房产税	1,031		13	34	35	74	76	79	81	83	86	89	91	94	97	100
调整所得税	13,771			2,131	3,008	4,105	2,367	1,856	23	27	31	35	40	45	49	54
净现金流量	42,602	-30,226	-45,294	-15,621	11,310	55,623	32,145	25,200	428	441	453	467	480	494	509	6,195
累计净现金流量	27,409	-30,226	-75,520	-91,142	-79,832	-24,209	7,936	33,136	33,564	34,005	34,458	34,925	35,405	35,899	36,407	42,602
所得税前净现金流量	56,373	-30,226	-45,294	-13,490	14,318	59,728	34,512	27,055	451	467	484	502	520	539	558	6,249

税前累计 净现金流量	177,917	-30,226	-75,520	-89,011	-74,693	-14,965	19,548	46,603	47,054	47,521	48,006	48,508	49,028	49,566	50,124	56,373
---------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：《温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设工程项目可行性研究报告》

注：分类数与合计数不一致系四舍五入所致

根据上述现金流量预测，本期债券募投项目自2017年开始产生现金流入，自2019年开始实现现金净流入。假设本期债券2016年发行，债券存续期（2016年至2031年）内，根据《温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设工程项目可行性研究报告》预测，募投项目能够实现合计收入约22.01亿元，全部投资内部收益率（税后）FIRR为9.8%，能够覆盖项目投入。

整体看，本期债券募投项目用于平衡成本的收入主要来自地下车库销售和停车费收入，债券存续期内，项目预期合计收入能够覆盖项目投入。但停车场停车费的预期收益依赖于项目运营后的实际的停车费率及使用率，项目收益受经济形势和区域环境等因素的影响较大；考虑到各募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收益的规模和时点具有一定的不确定性；同时，募投项目部分缺失政府批复文件，项目建设存在政策风险；个别年度募投项目净现金流量为负；且本期债券期限为5+5+5年，部分年度项目资金回流无法覆盖，存在一定程度的不匹配。

三、行业及区域环境

公司主要从事温州市城市轨道交通项目前期投资、建设、投融资、运营管理及沿线资源开发等业务，属于城市轨道交通建设行业。公司业务受行业整体运行情况、行业政策影响明显，且与区域经济发展密切相关。

1. 城市轨道交通建设行业概述

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道（地铁）、城市铁路（含市郊铁路）、轻轨、独轨及新交通系统等多种模式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，能够有效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 80%。

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物，随着我国城市化进程的持续推进，道路资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成，截至 2015 年底，我国已有北京、上海、广州、天津、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连等 25 个城市先后建成并开通运营城轨交通线路，总里程达 3,286.51 公里。轨道交通建设方面，2015 年中国城市轨道交通新增里程共计 334.68 公里，车站 259 座，新增运营线路共计 20 条，新增青岛、淮安和南昌 3 座运营城市。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系

统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，随着在建、拟建线路的建成运营，“十三五”期间轨道交通将在城市客运系统中发挥更加重要的作用。

（2）行业竞争概况

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

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期以政府为主导的投融资模式。因此，轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入保障系统的安全运行。国务院办公厅于 2003 年 9 月下发的《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》就指出，“发展城轨交通应当坚持量力而行、规范管理、稳步发展的方针，合理控制建设规模和发展速度，确保与城市经济发展水平相适应，防止盲目发展或部分超前”。目前，我国申报发展地铁的城市应达到财政一般预算收入在 100 亿元以上，国内生产总值（GDP）达到 1,000 亿元以上；申报建设轻轨的城市应达到财政一般预算收入在 60 亿元以上，国内生产总值达到 600 亿元以上。目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上，由市、区两级政府投入资本金，将地铁建设与沿线土地开发结合，与各区经济发展结合起来；同时也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作，改变项目由政府独家运作的模式，广泛吸引国内外企业投资建设，充分发挥企业的积极性，由企业与企业共同筹集资本金，对规划线路实行产权清晰的项目公司运作，不断规范投资、建设、监管和运营。同时，在进行市场化运作过程中，企业可以与政府采用 PPP 等各种方式合作。

截至 2015 年末，我国共有 36 座城市获准修建城市轨道交通路线。预计到 2020 年，具备建设轨道交通条件的城市将达到 50 个左右，城市轨道交通累计运营里程将会超过 8,500 公里。而到 2050 年规划的路线将会增加到 289 条，总里程将达 11,700 公里。城市轨道交通建设的巨额投资规模也将给各地政府财政带来一定资金压力。

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

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度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。

地产业

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

广告业

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

商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。

2. 各地区轨道交通建设投融资模式分析

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

表 5 中国主要城市地铁投融资模式

	投资主体及背景	投融资模式	投融资模式特点
广州	广州地铁总公司，广州市政府 100% 持股。	全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金，其中政府投入占轨道交通总投入资金的 60%，其余是商业银行贷款。	广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决，投融资模式单一，财政压力较大。
上海	上海申通集团有限公司，股东为上海市久事公司（控股 66%）和上海市城市建设投资开发总公司（持股 34%）。	直接投资开发，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。	基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。
北京	北京市基础设施投资有限公司。	主要采用政府投入资本金，企业进行对外融资的模式，如北京地铁奥运支线采用 BT 模式。	BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。
	北京京港地铁有限公司，北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基	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	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

础投资有限公司占 2%。投资建设北京 4 号线地铁	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。	中, 以提高效率, 降低风险。
---------------------------	--	-----------------

资料来源: 联合评级整理

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. 行业关注

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。

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。

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。

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. 行业发展

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

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

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

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

5. 区域经济环境

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

(1) 温州市区位状况

温州市位于浙江省东南部,东濒东海,南毗福建,西及西北部与丽水市相连,北和东北部与台州市接壤;温州市下辖鹿城、龙湾、瓯海 3 区,瑞安、乐清 2 市(县级)和永嘉、洞头、平阳、苍南、文成、泰顺 6 县。全市陆域面积 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,2015 年底,温州市公路总里程 14,684 公里,其中高速公路 297 公里,一级公路 458 公里,二、三级公路 1,848 公里。铁路方面,温州市现有三段铁路,分别是金温铁路、温福铁路、甬台温铁路,它们构成了温州“T”字型高速铁路骨架。水路方面,温州市是全国 25 个主枢纽港之一,温州港是一个集河口港、海湾港于一体的综合性天然良港,为浙南、闽北货物进出的咽喉。同时,温州市拥有龙湾永强机场,于 2011 年 6 月经国务院批复同意升级为一类口岸。

(2) 温州市经济财政状况

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

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

发展在波动中有所回暖，三年 GDP 增速分别为 7.7%、7.2%和 8.3%。

根据《2015 年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015 年全市生产总值 4,619.84 亿元，按可比价计算，同比增长 8.3%。其中，第一产业增加值 123.24 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 2,101.53 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 2,395.07 亿元，增长 9.9%。三次产业比重为 2.7：45.5：51.8。按常住人口计算，人均地区生产总值 50,809 元（按年平均汇率折算 8,158 美元），同比增长 8.8%。

进出口贸易方面，2015 年温州市外贸进出口总额 194.78 亿美元，比上年下降 6.3%。其中进口 23.63 亿美元，比上年增长 6.0%；出口 171.15 亿美元，比上年下降 7.7%。外贸依存度为 26.2%，其中出口依存度为 23.0%，均比上年降低 3.5 个百分点。截至 2015 年末，与温州市建立出口和进口贸易关系的国家和地区共计 209 个，有进出口业务的企业 6,239 家。

固定资产投资方面，2015 年温州市全社会固定资产投资 3,456.39 亿元，比上年增长 13.2%。全年完成工业投资 886.76 亿元，比上年增长 18.1%，其中工业技改投资完成 672.04 亿元，增长 24.0%；战略性新兴产业投资完成 250.67 亿元，增长 18.9%；装备制造业投资 440.91 亿元，增长 20.2%。电气、仪器仪表、通用设备、专用设备、汽车制造业投资增速分别为 20.2%、57.9%、10.3%、71.3%、0.5%。

房地产方面，2015 年，温州市房地产开发完成投资额 766.29 亿元，比上年下降 5.3%。房地产开发投资占固定资产投资比重为 22.2%，比上年回落 4.3 个百分点。全市房屋施工面积 4,650.82 万平方米，下降 0.5%；竣工面积 597.72 万平方米，增长 10.7%。全年全市商品房销售面积 525.57 万平方米，比上年增长 25.1%，其中住宅销售面积 456.95 万平方米，增长 19.2%。

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

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

从温州市本级政府债务来看，截至 2015 年底，温州市本级政府债务余额为 163.13 亿元，主要由直接债务构成（占比 93.51%）；债务率为 62.18%，债务负担尚可。

表 6 2014~2015 年温州市本级地方财力情况表（单位：万元、%）

科目	2014 年	2015 年	增幅
（一）地方一般公共预算收入	833,970	949,573	13.86
其中：税收收入	801,883	840,141	4.77
非税收入	32,087	109,432	241.05
（二）转移支付和税收返还收入	279,474	282,872	1.22
一般性转移支付	76,441	122,896	60.77
专项转移支付收入	151,684	101,050	-33.38
税收返还收入	51,349	58,926	14.76
（三）国有土地使用权出让收入	1,160,479	1,304,105	12.38

国有土地使用权出让金	1,088,550	1,226,046	12.63
其他	71,929	78,059	8.52
(四) 预算外财政专户收入	82,300	86,951	5.65
地方可控财力	2,356,223	2,623,501	11.34

资料来源：温州市财政局

表 7 截至 2015 年底温州市本级债务构成 (单位: 万元)

地方债务 (截至 2015 年底)	金额	地方财力 (2015 年度)	金额
(一) 直接债务余额	1,525,430	(一) 地方一般预算本级收入	949,573
1、外国政府贷款		1. 税收收入	840,141
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	109,432
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	282,872
3、国债转贷资金	1,640	1. 一般性转移支付收入	122,896
4、农业综合开发借款		2. 专项转移支付收入	101,050
5、解决地方金融风险专项借款		3. 税收返还收入	58,926
6、国内金融机构借款	586,465	(三) 国有土地使用权出让收入	1,304,105
(1) 政府直接借款		1. 国有土地使用权出让金	1,226,046
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		2. 其他	78,059
7、债券融资	540,046	(四) 预算外财政专户收入	86,951
(1) 中央代发地方政府债券	540,046		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	397,279		
(二) 担保债务余额	211,670		
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	12,214		
3、政府担保的国内金融机构借款			
6、其他	199,456		
地方政府债务余额 = (一) + (二) * 50%	1,631,265	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	2,623,501
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%		62.18%	

资料来源：温州市财政局

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

(3) 温州市域铁路项目规划

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

温州市根据自身城市特点，设计了市域铁路交通模式，以满足城市发展需要。市域铁路交

通是一种站间距、速度目标等介于国家铁路和城市轨道交通两者之间的交通制式，其与地铁和城市轻轨相比，具有站距长、速度快等特点。同时，市域铁路交通还能实现与国家铁路干线的互联互通，增强城市对外辐射能力。

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

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

四、基础素质分析

1. 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。

公司承担的温州市域轨道交通项目被国务院列入“十二五”国家战略新兴产业示范工程项目。该项目总图规划由6条线组成，线路总长361.8公里，其中市域铁路S线4条，线路长269.3公里，城区M线2条，线路长92.5公里。这是全国第一条系统制式创新的轨道交通项目，也是国内轨道交通首次向民资开放的政府投资项目。

公司先后荣获温州市工作特别奖（温州市域铁路获批建设）、“温州市模范集体”、“浙江省模范集体”荣誉等称号。

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。

2. 人员素质

公司本部现有董事、高级管理人员等共计 19 人，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，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，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，温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司副董事长、总经理、党委副书记。现任公司董事长、党委书记。自2012年6月至今担任公司董事长。

公司副董事长、总经理郑华先生，1972年4月出生，研究生学历，高级工程师。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，龙湾区防汛办主任，龙湾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，龙湾区海城街道党工委书记，温州生态园区管委会副主任、总工程师、党组成员、党委委员，温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司党委副书记、常务副总经理。自2013年1月至今担任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2015年底，公司（含全资及控股子公司）共有在职职工377人。其中，职称方面，具有中、高级职称的人员有188人，占总人数的49.87%，初级职称84人，占比22.28%。学历方面，大学本科及以上272人，占比72.15%；大学专科及以下103人，占比27.32%。年龄方面，公司35岁及以下205人，占比54.38%；36至40岁72人，占比19.10%；41至45岁48人，占比12.73%；45岁以上52人，占比13.79%。岗位结构方面，管理人员77人，占比20.42%；生产人员62人，占比16.45%。

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。

3. 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。

（1）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：

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。

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。

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。

（2）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2.7亿元整体划转至公司；根据《关于金温铁路温州方资本金和股权管理意见的批复》（温国资委[2006]234号）规定，公司作为金温铁路温州方股权代表，温州市政府将持有的浙江金温铁道开发有限公司1.27亿元的股权划入公司。上述资产划拨公司均已计入其他非流动资产科目。

（3）项目资本金支持

S1 线项目资本金方面，根据温州市财政局温财建[2012]683 号文件，温州市政府承诺按 S1 线项目总投资额（186.07 亿元）的 50%注入项目资本金（93.04 亿元）。2016 年 2 月，根据温财投资[2016]55 号文件对各出资主体应承担的项目资本金的最新调整（见下表），温州市本级及区级（包含功能区）政府应直接拨付项目资本金 44.95 亿元（市本级 14.33 亿元，区级 30.62），截至 2015 年底已拨付 21.05 亿元（市本级 11.74 亿元，区级 9.31 亿元），剩余 23.90 亿元将于日后陆续到位；国资段项目资本金共计 11.27 亿元，根据温州市财政局的安排，其中德政段由市工业集团（温州有色冶炼有限责任公司为出资主体）承担项目资本金 2.40 亿元，

机场段由市政府和公司承担项目资本金 5.36 亿元（其中 3 亿元由市政府注入机场集团的房产中划转给公司，剩余 2.36 亿元由公司融资解决并由市财政提供担保），中央绿轴段由公司承担项目资本金 0.78 亿元（资金来源为温州市政府未来返还给公司的惠民站 106 亩土地的出让收益），奥体中心段 2.73 亿元项目资本金的出资主体有待温州市政府另行研究决定，截至 2015 年底，国资段项目资本金均尚未到位；另外 36.82 亿元的项目资本金为社会资本注入，并后期由温州市政府以土地出让收益赎回，截至 2015 年底，社会资本已到位共计 15.21 亿元（个人投资者入股资金 13.06 亿元、中央预算内投资计划 2 亿元、温州市财政局拨付的海洋基金 0.15 亿元），剩余 21.61 亿元公司将以国家建设专项基金和债权计划等方式募集，暂未收到温州市政府文件批复。

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

表 8 截至 2015 年底 S1 线项目资本金出资情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

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

（4）财政补助

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。

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

（5）还款差额补足

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

还款能力进行测算，如果还款资金有缺口，温州市政府将以实际还款差额为准，向轨道股份公司提供还款差额补足资金，确保按期偿还贷款本息；②项目沿线各区（含功能区）出资不足部分、社会募集资金筹措不足部分以及项目超概资金，均由温州市政府以增资等方式解决；③S1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。

（6）土地出让收益返还

用于项目建设资金

2015年2月9日，温州市政府出具了《关于温州市域铁路S1线一期工程建设资金来源的批复》（温政函[2015]21号），同意将市域铁路S1线轨道站点及周边配置的四类50块地块，共计4,102.1亩，作为市域铁路S1线一期的资金平衡土地。上述地块原计划于2015年至2031年分期出让，2015年公司受土地市场行情影响及自身融资计划的调整，将分期出让计划调整为2016年至2032年，预计上述土地出让净收益不低于151.50亿元（见下表），将全额缴入温州市轨道交通建设发展专项资金。

表9 未来各年公司可获得土地出让净收益情况（单位：万元、亩）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
出让面积	112.9	144.8	261.74	264.20	--	423.60	315.30	277.80	399.30
返还净收益	60,639	40,819.5	106,038.11	121,748.25	--	163,547.80	104,650.00	96,895.50	191,152.00
	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	合计
出让面积	305.30	174.10	--	203.90	465.63	323.19	--	430.34	4102.1
返还净收益	129,402.00	82,754.75	--	89,872.25	119,087.58	105,319.50	--	103,098.31	1,515,024.55

资料来源：公司提供

用于偿还应收款项

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

表10 公司可获得上述土地出让净收益情况（单位：万元、亩）

	2016年	2017年	合计
出让面积	100	50	150
返还净收益	30,000.00	15,000.00	45,000.00

资料来源：公司提供

2015年2月9日，温州市政府出具《关于同意温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司2014年度新增其他应收款项（轨道交通建设发展专项资金）偿还资金来源安排的批复》（温

政函[2015]22号），公司2014年新增其他应收款4.58亿元，温州市政府原计划2015年安排出让温州大道站T1地块（温州大道以南，面积约123.2亩），用于偿还其所欠公司款项。2015年上述土地暂未出让，现将出让计划调整为2016~2017年，预计可实现土地净收益不低于4.88亿元（见下表）。

表 11 公司可获得上述土地出让净收益情况（单位：亩、万元）

	2016 年	2017 年	合计
出让面积	50	73.2	123.2
返还净收益	19,805.00	28,995.00	48,800.00

资料来源：公司提供。

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

综上所述，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、管理分析

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

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

公司设监事会，由五名监事组成。其中二名成员由市国资委按有关程序任命，二名职工监

事由职工代表大会选举产生。监事会设主席一名，由市政府任命。公司董事和总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。监事任期每届三年。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；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；提议召开临时董事会会议；依照《公司法》的有关规定，对董事、高级管理人员提起诉讼；列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议等。

公司高级管理人员由市国资委委派，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案、拟订公司的基本管理制度、拟定公司的具体规章等。

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，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，公司实行“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. 经营概况

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

由于公司投资建设的市域铁路项目处于投资建设阶段，目前该板块业务尚未实现收入。目前公司主营业务收入主要由房产销售、租赁及物业管理等构成，2013~2015 年，公司主营业务收入呈波动下降趋势，分别为 0.57 亿元、0.23 亿元和 0.26 亿元。由于房产销售项目结转时间的不同，公司各业务板块的占比变化较大，2013 年与 2015 年公司房产销售占比分别为 61.06% 与 17.49%，2014 年无房产结转收入。2013~2015 年，公司租赁板块业务收入占比分别为 20.82%、60.87% 和 46.04%。2013~2015 年，公司物业管理板块业务收入占比分别为 18.12%、39.13% 和 36.48%。

毛利率方面，公司房屋销售业务毛利率保持较高水平，主要是由于目前公司在售房产项目（县前二期）建设期早（2003 年已开工）促使开发成本较低，且地理位置优越带动销售价格较高，2015 年度毛利率为 87.29%；2015 年租赁业务毛利率为 62.39%，较上年小幅下降 2.10 个百分点；2015 年物业管理业务毛利率为 85.24%，同比上升 6.62 个百分点。2015 年公司整体业务毛利率为 75.08%。

表 12 公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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	3,467.11	61.06	79.65	--	--	--	447.5	17.49	87.29
租赁	1,182.11	20.82	53.05	1,399.99	60.87	64.49	1,178.34	46.04	62.39
物业管理	1,028.89	18.12	75.78	900.06	39.13	78.62	933.54	36.48	85.24
合计	5,678.11	100.00	73.41	2,300.05	100.00	70.02	2,559.40	100.00	75.08

资料来源：公司提供

总体看，公司营业收入波动降低，受房产销售项目结转时间的不同，公司各业务板块的占比变化较大；公司毛利率近三年保持较高水平。

2. 市域铁路项目

温州市目前已规划了 S1 线、S2 线和 S3 线等三条市域铁路线路的一期工程，根据发改基础[2012]3040 号文件，及温州市发改委对 S1 线一期工程方案的最新调整，三条线路总长度 152.26 公里，总投资为 546.64 亿元。其中，S1 线一期工程西起瓯海区潘桥镇，南至灵昆半岛站，线路全长 53.51km，设车站 21 座，总投资 186.07 亿元，于 2013 年 7 月正式开工建设；

S2 线一期工程起于乐清城东街道下塘终点沿规划温瑞大道至人民路站，线路全长 62.95km，设车站 20 座，总投资估算 238.17 亿元，于 2015 年 12 月正式开工建设；S3 线一期工程自温州站至新城广场站，线路全长 35.8 公里，总投资估算 122.4 亿元，该项目目前处于预工阶段，计划 2017 年可批复开工建设。

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

表 13 温州市域铁路交通项目规划（单位：公里、万元）

线名	总长度	隧道及地下线长度	建设期	项目总投资	截至 2015 年底完成投资	计划投资额		
						2016 年	2017 年	2018 年
S1 线一期工程	53.51	11.37	2013~2018	1,860,683	504,825	330,000	553,200	472,657
S2 线一期工程	62.95	8.63	2015~2019	2,381,700	564	80,000	--	--
S3 线一期工程	35.80	2.20	2017~2022	1,224,000	39	--	--	--
合计	152.26	24.67	--	5,466,383	505,428	410,000	553,200	472,657

资料来源：公司提供

注：S3 线项目尚未正式启动，暂无明确投资计划。

3. 铁路投资业务

公司履行温州市铁路建设总指挥部原有铁路投资职能，代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权，公司参与铁路项目投资资金均由政府拨付，公司代为持有股权并享有相应的收益；目前公司参与的铁路投资项目包括金温扩能投资项目 2.39 亿元，乐清湾港区铁路支线投资项目 2.8 亿元、金温铁路投资项目 1.27 亿元、甬台温铁路投资项目 3.53 亿元、温福铁路投资项目 2.40 亿元、甬台温西线投资项目 4.80 亿元、甬台温新温州站站房投资项目 6.12 亿元，均计入其他非流动资产科目；其中金温铁路已于 1998 年开始运营，公司持有金温铁路股权 12.83%，2013~2015 年分别获得投资收益 940 万元、641 万元和 586 万元；温福铁路、甬台温铁路工程处于决算期，暂无法确定股权比例；其余项目均处于投资建设期。

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

4. 其他业务

(1) 房产销售

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

目前开发项目为县前二期项目和御龙公馆项目。县前二期项目于 2003 年投入开发，整个项目地上部分有可销售面积 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，2013 年销售 743.22 平方米，销售平均单价为 22,570.38 元/平方米；2014 年未实现房产项目销售；2015 年销售 126.81 平方米，销售平均单价为 35,292.29 元/平方米，截至 2015 年底尚未销售面积为地上部分 2,128 平方米，账面价值 1,673.19 万元，体现在存货开发产品科目。御龙公馆项目，即龙霞地块项目，总建筑面积 13,082.71 平方米，其中，商业 3,746.23 平方米，住宅 9,173.04 平方米，物业管理及其他配套 163.44 平方米，另有地下室 3,947.99 平方米，项目建设期间为 2013 年 5 月至 2016 年 2 月，总投资 35,287 万元，截至 2015 年底，项目已完成投资 37,589 万元¹，其中 3.68 亿元已完工从在建工程科目结转至存货开发成本科目。

（2）物业和租赁

物业管理目前由轨道经营公司经营，原由其吸收合并的温州市站北物业管理有限公司（以下简称“站北物业公司”）、温州市火车站场物业管理有限公司（以下简称“站场物业公司”）和温州市铁路房开物业管理有限公司（以下简称“房开公司”）三家子公司负责运营（目前三家子公司均已于 2014 年注销），主要收入由公司负责的小区物业管理费收入构成；租赁收入主要为轨道经营公司经营的货运线路、商铺和仓库等实现的收入。2015 年，公司物业管理和租赁业务两项合计实现收入 2,111.89 万元，同比下降 8.18%，主要系租赁收入的下降。

5. 经营效率

从运营效率指标看，2013~2015 年，应收账款周转次数波动较大，三年分别为 382.77 次、226.32 次和 301.67 次，应收账款周转较快；存货周转次数三年分别为 0.05 次、0.02 次和 0.02 次，处于低水平；总资产周转次数处于低水平较低，三年分别为 0.01 次、0.00 次与 0.00 次。

总体看，公司总体经营效率较低。

6. 未来发展

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、S2 线以及处于规划阶段的 S3 线市域轨道线路的一期工程线路总长 152.255 公里，总投资约为 546.64 亿元；2016~2018 年 S1 线计划投资 33 亿元、55.32 亿元和 47.27 亿元，未来随着公司市域铁路项目投资的增加，其融资压力将有所加大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2014 年度连审报告及 2015 年度审计报告，以上报告已分别经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）和立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并分别出具了标准无保留意见。公司经审计的财务报表按照财政部 2014 年修订后的会计准则编制。

¹因总投资未含资本化利息，致使实际投资额大于总投资额。

2013 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；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，公司合并范围内有 3 家子公司，分别为置业公司、轨道经营公司和轨道股份公司；2015 年公司合并范围无变化，截至 2015 年底，公司合并范围内子公司为 3 家。整体看，2013~2015 年公司合并范围变化对公司影响较小，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 133.97 亿元，负债合计 55.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.79 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 60.81 亿元。2015 年，公司实现营业收入 0.34 亿元，净利润（含少数股东损益）1.29 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.19 亿元。

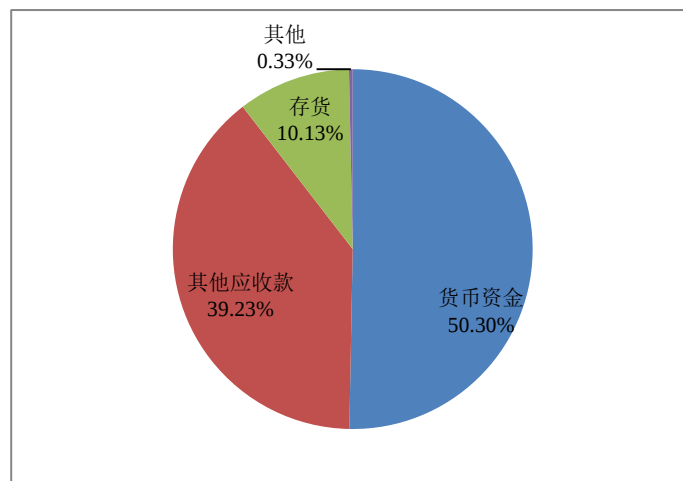
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产呈快速增长态势，年均复合增长 16.10%，主要是由于其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程快速增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额为 133.97 亿元，其中非流动资产占比 71.49%，流动资产占比 28.51%，公司流动资产占比逐年下降，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 8.95%。截至 2015 年底，公司流动资产 38.20 亿元，较年初增长 8.30%，主要系公司其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 50.30%）、其他应收款（39.23%）和存货（占比 10.13%）构成。

图 2 截至 2015 年末公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金呈下降趋势，年均复合下降 28.21%，主要由银行存款构成。截至 2015 年底，公司货币资金 19.21 亿元，无被冻结款项或使用受限资金，公司账面货币资金较为充裕。

2013~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 67.71%；截至 2015 年底，公司其他应收款原值为 15.13 亿元，主要为应收温州汇锦置业有限公司暂借款 1.10 亿元和温州市财

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

表 14 2015 年底其他应收款前五名欠款情况

单位名称	金额（万元）	账龄	与本公司关系
温州市财政局	48,092.14	1 年以内	非关联方
	89,752.12	1-2 年	
温州汇锦置业有限公司	10,956.79	1 年以内	关联方
汇昌项目配套费	1,104.52	3 年以上	非关联方
纺织总公司供销经理部	210.00	3 年以上	非关联方
国网浙江省电力公司温州供电公司	53.05	1 年内	非关联方
	223.20	2-3 年	
合计	150,391.83	--	--

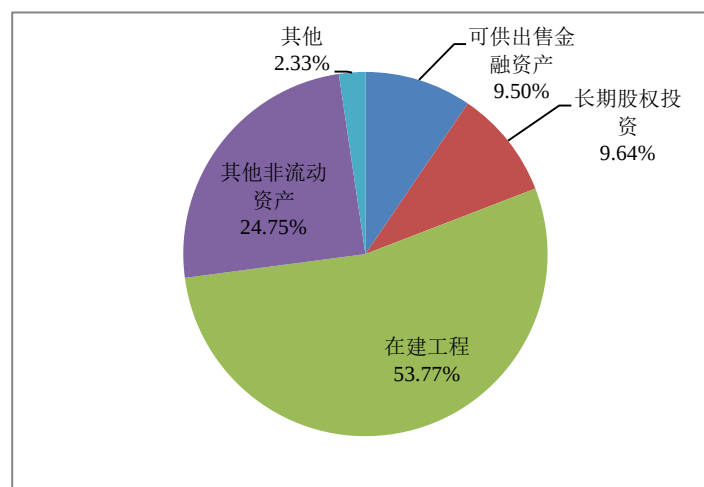
资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货持续增长，年均复合增长 9.71%，全部为开发产品和开发成本。截至 2015 年底，公司存货 3.87 亿元，其中开发成本 3.68 亿元，为龙霞地块住宅开发成本。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 34.02%，主要是由可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程的增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产 95.78 亿元，主要由可供出售金融资产（占比 9.50%）、长期股权投资（占比 9.64%）、在建工程（占比 53.77%）、无形资产（占比 1.36%）和其他非流动资产（占比 24.75%）构成。

图3 截至2015年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 39.20%，主要系公司持

有的浦发银行股票及其公允价值变动所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产期末账面价值为 9.10 亿元，其中，以公允价值计量的可供出售金融资产占比 99.99%，以成本计量可供出售金融资产占比 0.01%。以成本计量的可供出售权益性投资为对温州市铁路与轨道交通建设工程技术中心的投资。

2013~2015 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 252.98%，截至 2015 年底，公司长期股权投资 9.24 亿元，采用权益法核算，较年初增长 112.43%，主要系公司对浙江乐清湾铁路有限公司增加 3.5 亿投资所致。

随着市域铁路投资增加，公司在建工程规模快速增长，2013~2015 年，公司在建工程年均复合增长 62.84%。截至 2015 年底，公司在建工程 51.49 亿元，较年初增长 54.62%，主要系公司增加对市域铁路 S1 线一期工程（50.48 亿元，占比 98.03%）投资所致。

2013~2015 年，公司无形资产规模基本保持稳定；截至 2015 年底，公司无形资产 1.31 亿元，主要为铁路和仓储用地土地使用权（占比 98.29%）和 2014 年新增的海域使用权（占比 0.80%）。

2013~2015 年，公司其他非流动资产小幅波动下降，年均复合下降 4.80%，2015 年底为 23.71 亿元，主要包括预付土地征用费 2.41 亿元、军分区油库码头项目 0.15 亿元和公司代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权（包括金温扩能投资项目 2.34 亿元、金温铁路投资项目 1.27 亿元、甬台温铁路投资项目 3.53 亿元、温福铁路投资项目 2.40 亿元、甬台温西线投资项目 4.80 亿元、甬台温新温州站站房投资项目 6.80 亿元）。

总体看，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。

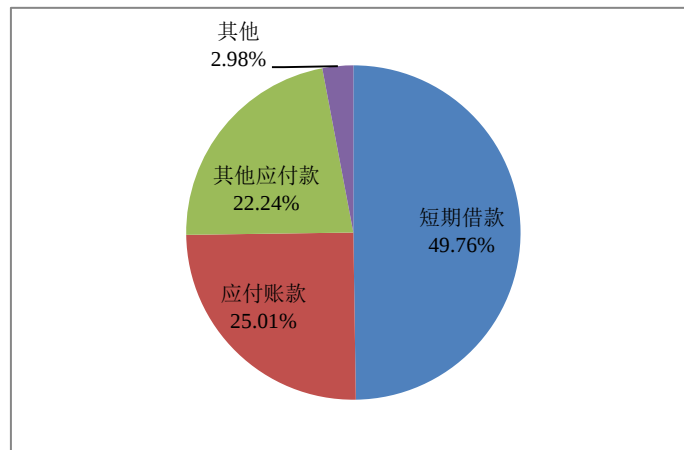
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，随着公司项目投资的增大融资需求增加，公司负债规模上升较快，年均复合增长 15.01%，主要系流动负债的增长。截至 2015 年底，公司负债总额 55.18 亿元，其中，流动负债和非流动负债占比分别为 36.42%和 63.58%，占比较上年（89.29%和 10.71%）变化较大，其中 2015 年流动负债占比下降较大主要系 2014 年转为一年内到期的非流动负债的 28 亿元信托借款于 2015 年到期兑付所致。

2013~2015 年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长 44.83%，主要系短期借款和应付账款增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债 20.09 亿元，同比下降 51.23%，主要系一年内到期的非流动负债的减少所致，公司流动负债构成主要包括短期借款（占比 49.76%）、应付账款（占比 25.01%）和其他应付款（占比 22.24%）。

图 4 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013 年，公司无短期借款；截至 2015 年，公司短期借款为 10 亿元，较上年增长 100%，全部为向招商银行温州分行的保证借款。

2013~2015 年，公司应付账款不断增长，年均复合增长 49.95%；截至 2015 年，公司应付账款为 5.03 亿元，主要由应付一年以内的工程款（96.82%）构成。

2013~2015 年，公司其他应付款波动减少，年均复合下降 20.62%；其中 2014 年，公司其他应付款较年初降低 43.57%，主要系偿还部分暂借款所致；2015 年，公司其他应付款主要包括暂借款 0.13 亿元、应付暂收款 2.99 亿元和押金保证金 1.33 亿元；应付款项单位主要为温州市下属区级政府机构部门，应付资金均无利息成本。

2013~2015 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 32.14 亿元、4.92 亿元和 35.09 亿元。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 51.30%）、应付债券（占 42.31%）和递延所得税负债（占 6.37%）构成。

2013~2015 年底，公司长期借款波动降低，年均复合下降 23.80%，其中 2014 年较年初减少 28 亿，主要系转入一年内到期的非流动负债的信托借款所致，2015 年较年初增长 15 亿元，主要系新增 10 亿元信用借款和向中国工商银行温州鹿城支行的保证借款 5 亿元所致。

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

2013~2015 年底，公司递延所得税负债不断增长，年均复合增长 40.34%；截至 2015 年底，公司递延所得税负债较年初增长 16.78%，主要系计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动所致。

2013~2015 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 17.56%。从公司有息债务期限结构看，截至 2015 年底，公司全部债务 42.84 亿元，其中短期债务占比 23.34%、长期债务占比 76.67%，债务结构较 2014 年（短期债务占 91.67%，长期债务占 8.33%）明显改善。整体看，公司有息债务规模尚可。

从债务指标看，2013~2015 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率变化不大，加权平均值分别为 41.39%和 35.25%，2015 年底分别为 41.19%和 35.22%。受长期债务波动较大的影响，2013~2015 年公司长期债务资本化比率波动性较大，分别为 34.96%、4.38%和 29.42%。公司目前债务负担尚可。

整体看，近三年，公司债务结构变动较大；目前短期债务规模较小，债务结构较为合理；未来随着项目不断投入，债务负担将持续增长。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益较快增长，年均复合增 16.87%，主要是由于公司资本公积和少数股东权益快速增长所致。截至 2015 年底，公司归属于母公司的权益合计 60.81 亿元，同比增长 20.45%，2015 年底归属于母公司的权益中实收资本占比 32.89%、资本公积占比 40.85%、盈余公积占比 0.95%、未分配利润占比 14.28%、其他综合收益占比 11.03%。2015 年公司少数股东权益增加 3 亿元，系国开发展基金有限公司对公司非全资子公司温州幸福轨道交通股份有限公司增资 3 亿元人民。

2013~2015 年，公司资本公积分别为 12.59 亿元、16.71 亿元和 24.84 亿元，其中 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；2015 年增加的为温州市国资委对公司的财政拨款 8.11 亿元以及无偿划拨给公司的股权和土地 0.02 亿元。2013~2015 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 3.41 亿元、5.74 亿元和 6.71 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。

4. 盈利能力

公司处于投资建设初期，目前收入主要来源于房产销售、租赁和物业管理等业务，营业收入规模较小且不稳定；2013~2015 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 25.97%，2015 年实现营业收入 0.34 亿元。2013~2015 年，公司营业利润率波动中有所增长，分别为 66.41%、58.88%和 68.84%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 53.34%，主要系公司管理费用及财务费用增长所致。但受近年来营业收入规模锐减影响，公司费用收入比由 2013 年的 37.24% 快速升至 2015 年的 159.75%，费用收入比高，公司对费用控制力度有待改善。

2013~2015 年，公司营业利润分别为 0.54 亿元、0.35 亿元和 0.28 亿元，对投资收益的依赖性强。2013~2015 年，公司投资收益分别为 0.36 亿元、0.40 亿元和 0.59 亿元，主要构成为可供出售金融资产所获得的投资，三年分别为 0.27 亿元、0.33 亿元和 0.38 亿元。

2013~2015 年，公司营业外收入规模较大，分别为 2.26 亿元、1.00 亿元和 1.01 亿元，主要系当期收到的政府补助，均为公司收到温州市财政局与收益相关的政府补贴收入。2013~2015 年，受公司营业收入波动下降的影响，公司利润总额逐年下降，分别为 2.78 亿元、1.35 亿元和 1.29 亿元。

从盈利指标来看，2013~2015 年，受利润规模下降时债务规模快速增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，两项指标加权平均值分别为 1.66% 和 2.39%；2015 年上述两项指标分别为 1.29% 和 1.64%，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。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年公司经营活动现金流入量分别为 3.09 亿元、2.22 亿元和 1.54 亿元，主要为往来款和营业外收入形成的收到其他与经营活动有关的现金。同期，公司现金收入比分别为 84.60%、95.87%和 90.35%，公司收入实现质量尚可。2013~2015 年公司经营活动现金流出分别为 2.02 亿元、1.16 亿元和 1.34 亿元，主要为往来款、销售费用和管理费用支出形成的支付其他与经营活动有关的现金。2013~2015 年公司经营活动活动产生的现金流量净额呈逐年下降趋势，三年分别为 1.07 亿元、1.06 亿元和 0.20 亿元。

从投资活动看，2013~2015 年公司投资活动现金流入波动下降，三年分别为 10.40 亿元、10.51 亿元和 5.64 亿元。2013~2015 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及利息，分别为 10 亿元、10 亿元和 5.05 亿元。2013~2015 年公司投资活动现金流出波动下降，分别为 26.20 亿元、32.96 亿元和 24.33 亿元；其中，2013~2015 年，购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 10.19 亿元、19.56 亿元和 19.25 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。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-15.80 亿元、-22.46 亿元和-18.68 亿元。

从筹资活动看，2013 年和 2015 年公司吸收投资收到的现金分别为 7.73 亿元（为民资募集部分资金）和 3.00 亿元（为国开发展基金有限公司对公司子公司温州幸福轨道的增资）；2013~2015 年公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为 4.15 亿元、1.63 亿元和 8.12 亿元，均为收到的 S1 线项目资本金；2013~2015 年公司取得借款收到的现金规模波动较大，分别为 31 亿元、8 亿元和 35 亿元，导致 2013~2015 年公司筹资活动现金流入波动大，三年分别为 42.88 亿元、9.63 亿元和 61.12 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 2.18 亿元、3.94 亿元和 44.82 亿元，2015 年规模较大主要系公司偿还债务支付现金 43 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 40.71 亿元、5.69 亿元和 16.30 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较大；未来随着市域铁路项目不断投入，公司筹资压力将进一步增长。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债波动增长影响，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率波动中快速下降，均值分别为 2.17 倍和 1.98 倍，2015 年底分别为 1.90 倍和 1.71 倍。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比逐年下降，分别为 11.19%、2.57%和 0.99%，经营活动现金流对流动负债保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 2.85 亿元、1.42 亿元和 1.63 亿元；2015 年，EBITDA 的构成中，利润总额占 79.14%，利息支出占 16.88%，折旧摊销占 3.98%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 21.82 倍、15.78 倍、2.42 倍，对利息的保障程度一般；2013~2015 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.04 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。

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

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

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

总体看，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10.3亿元，分别为2015年底全部债务及长期债务的24.04%和31.36%，本期债券的发行对公司债务规模及债务结构有一定影响。

截至2015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41.19%、35.22%和29.42%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，上述指标将分别上升至45.39%、40.28%和35.38%，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2013~2015年公司经营活动现金流入量分别为3.09亿元、2.22亿元和1.54亿元，分别为本期债券发行额度的0.30倍、0.22倍和0.15倍；公司经营活动现金净流量分别为1.07亿元、1.06亿元和0.20亿元，分别为本期债券发行额度的0.10倍、0.10倍和0.02倍。2013~2015年，公司EBITDA分别为2.85亿元、1.42亿元和1.63亿元，分别为本期债券发行额度的0.28倍、0.14倍和0.16倍。目前，公司经营活动现金流和EBITDA对本期债券的保障能力弱。

表15 募投项目预计现金流入与本期债券本金覆盖程度（单位：年、万元、倍）

项目	合计	年份														
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
现金流入	225,768		111	34,481	48,169	64,579	37,395	29,357	675	696	716	738	760	783	806	6502
当年偿付本金	103,000															103,000
当年覆盖倍数	2.19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.06

资料来源：《温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设工程项目可行性研究报告》及联合评级整理

注：假定投资者在第5个计息年度末及第10个计息年度末不行使回售选择权

本期债券在第5个和第10个计息年度末，公司有权决定是否在存续期内前5年的票面年利率

的基础上上调或者下调本期债券的票面利率，同时，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。假设在本期债券第5个计息年度末，投资者选择将所持全部债券按面值回售给公司，在2021年末，募投项目累计实现现金流入14.73亿元，现金流入对本期债券本金合计的覆盖倍数为1.43倍，完全可以覆盖本期债券到期应偿付本金金额。公司未来该募投项目收入（地下车库销售及停车费收入）对本期债券保障程度较高。

总体来看，本期债券发行额度大，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券的保障程度较小，但募投项目对本期债券覆盖程度较好。

九、债权保护条款分析

1. 专项债券资金账户监管

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“工商银行温州鹿城支行”、“监管银行”或“债权代理人”）作为本期债券的资金监管银行及债权代理人。根据《2016年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司城市停车场建设专项债券账户及资金监管协议》，公司应在本期债券发行首日前5个工作日于监管银行开立唯一的募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。募集资金使用专户中的资金包括本期债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。

公司应在本期债券发行首日前5个工作日在监管银行开立唯一的偿债资金专户，专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金专户中的资金包括用于偿还当年应付的本息的资金。偿债资金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放，并且仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金。

公司应按照《2016年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司停车场建设专项债券募集说明书》（以下简称“《募集说明书》”）的要求使用募集资金使用专户中的资金，专款专用。公司需要使用资金时，应提前3个工作日向监管银行发出书面划款、提取、使用的指令，并同时提交与该支付/使用有关的资料，监管银行对该募集资金支付/使用指令中指定的资金用途与《募集说明书》中约定的用途进行形式审核。经监管银行审核符合《募集说明书》要求的，方可准予使用。

公司应在本期债券的付息日或兑付日前7个工作日（T-7日）之前，按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金专户中划入偿债资金。并应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日（T-5日）向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日（T-3日）将当期应付的利息/本息划转至本期债券中央国债登记结算有限责任公司指定的账户。监管银行在完成划款工作后2个工作日内，应将有关结算凭证复印件分别传真给公司。

在本期债券付息日或兑付日前7个工作日（T-7日），监管银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知公司。同时，监管银行应根据偿债资金专户资金的情况作出如下处理：

（1）在T-7日，偿债资金专户余额大于或等于当年应付利息/本息数额，协议各方执行正常利息/本息的划转工作；

（2）在T-7日，偿债资金专户余额小于当年应付利息/本息数额，监管银行应在当日通知公司在T-5日前将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户；

(3) 在T-5日, 公司未按监管银行通知的要求, 将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户, 监管银行有权将额度为当年应付利息/本息的资金直接从募集资金使用专户中划入偿债资金专户。若募集资金使用专户中的资金余额小于当年应付利息/本息, 则监管银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。监管银行完成上述划转后, 应书面通知公司。

偿债资金专户的预留银行印鉴由公司预留, 即公司预留其单位公章或财务专用章以及授权监管人员的个人名章, 如果授权监管人员发生变更, 应提前十个工作日通知监管银行并在五个工作日内办理完毕预留印鉴变更手续。

2. 流动性支持

在本期债券存续期内, 当公司对本期债券付息或本金兑付发生临时资金周转不足时, 中国工商银行股份有限公司温州分行在符合国家法律法规、该行信贷政策和贷款条件的前提下, 在每次付息或本金兑付日前五个工作日给予公司流动性支持(可采用贷款或其他合法形式, 具体金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限), 该流动性支持仅用于为本期债券偿付本息, 以解决公司临时偿债困难。

总体看, 公司与工商银行温州鹿城支行签订的监管协议及债权代理协议能够有效保证本期债券募集资金按照约定方式使用、保障投资人权益以及顺利进行资金归集和偿付; 公司获得银行的流动性贷款支持, 有助于保障本期债券本息偿付的安全性。

十、结论

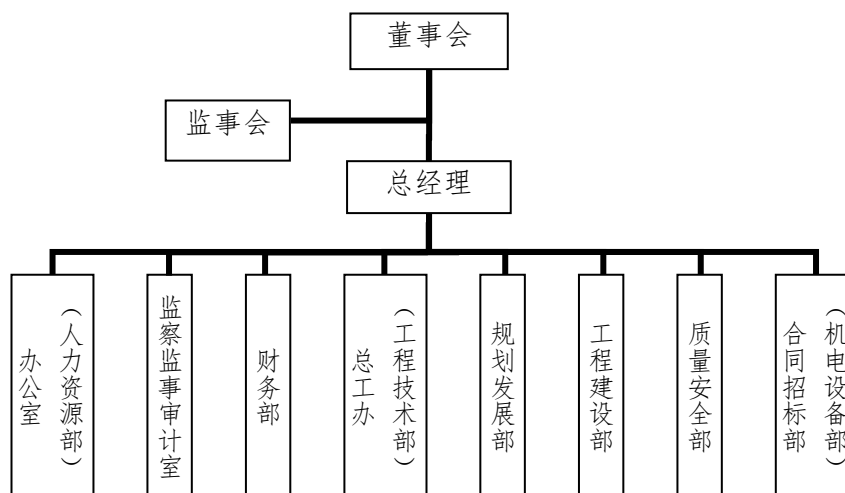
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司作为温州市域铁路项目投资建设及运营管理的唯一主体, 在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位, 同时政府在项目资本金注入、财政补助、土地出让收益返还等方面给予公司较大力度支持。同时, 联合评级也关注到, 公司市域铁路项目具有较强公益性特征, 盈利能力弱、融资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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, 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; 同时, 公司未来可获得的地下车库销售及停车费收入将在一定程度上保障本次债券本息的按时偿付。

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, 公司本期债券不能偿还的风险低。

附件 1 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	99.40	111.59	133.97
所有者权益（亿元）	57.68	65.47	78.79
短期债务（亿元）	0.00	33.00	10.00
长期债务（亿元）	31.00	3.00	32.84
全部债务（亿元）	31.00	36.00	42.84
营业收入（亿元）	0.61	0.29	0.34
净利润（亿元）	2.74	1.35	1.29
EBITDA（亿元）	2.85	1.42	1.63
经营性净现金流（亿元）	1.07	1.06	0.20
应收账款周转次数（次）	2.93	2.26	3.02
存货周转次数（次）	0.05	0.02	0.02
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00
现金收入比（%）	84.60	95.87	90.35
总资本收益率（%）	3.10	1.34	1.29
总资产报酬率（%）	4.11	1.29	1.27
净资产收益率（%）	4.75	2.06	1.64
营业利润率（%）	66.41	58.88	68.84
费用收入比（%）	37.24	84.66	159.75
资产负债率（%）	41.97	41.33	41.19
全部债务资本化比率（%）	34.96	35.48	35.22
长期债务资本化比率（%）	34.96	4.38	29.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.18	0.06
流动比率（倍）	4.81	0.86	1.90
速动比率（倍）	4.47	0.77	1.71
现金短期债务比（倍）	--	0.65	1.92
经营现金流动负债比（%）	11.19	2.57	0.99
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.28	0.14	0.16

附件 3 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%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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 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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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 4 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。