

信用等级公告

联合〔2020〕1691号

联合资信评估有限公司通过对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体长期信用等级由 AA⁺调整为 AAA，“15 温州铁投可续期债/15 温铁 01”“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”信用等级由 AA⁺调整为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十三日



温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2020年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定
15温州铁投可续期债/15温铁01	AAA	稳定	AA+	稳定
15温州铁投债/15温铁02	AAA	稳定	AA+	稳定
16温州铁投专项债/16温铁债	AAA	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15温州铁投可续期债/15温铁01	8.00亿元	8.00亿元	2020/08/27
15温州铁投债/15温铁02	7.00亿元	7.00亿元	2021/08/27
16温州铁投专项债/16温铁债	10.30亿元	10.30亿元	2021/09/22

注: 1、“15温州铁投可续期债/15温铁01”的期限为5+5N, N为续期数, 联合资信以下次行权日为本期债券到期兑付日, 下同;
2、“15温州铁投债/15温铁02”的期限为3+3N, N为续期数, N≤4;
3、“16温州铁投专项债/16温铁债”的期限为5+5+5年。
4、上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间: 2020年6月23日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点:

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司(以下简称“公司”)是温州市轨道交通前期、建设、投融资、运营和开发等业务的唯一主体, 在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发等方面具有专营优势。跟踪期内, 温州市经济持续增长, 公司面临良好的外部环境; 公司持续获得有力的外部支持, 资产及权益规模有望大幅增长; 随着公司转让S1线一期项目获取大规模合作费, 有效降低公司债务压力, 公司偿债能力有所提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司盈利能力偏弱和资产质量仍一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来随着温州市经济的持续发展及公司轨道项目建设的持续推进, 公司有望保持稳健经营。

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

优势

- 温州市经济及财政实力持续增长, 公司面临良好的外部环境。** 2019年, 温州市地区生产总值为6606.1亿元, 同比增长8.2%, 产业结构不断优化。2019年, 温州市实现一般公共预算收入579.0亿元, 同比增长12.5%。公司面临良好的外部环境。
- 公司业务专营性突出, 持续获得有力的外部支持, 资产及权益规模有望大幅增长。** 2019年, 公司获得温州市政府拨付项目资本金9.76亿元、获得资金平衡用地出让收益返还11.75亿元和政府补贴5.40亿元。2020年1-3月, 公司获得浙江省其他项目收益专项债券资金30.00亿元, 作为温州市域铁路S2线一期工程项目资金。根据温州市人民政府2020年3月出具的《温州市人民政府关于温州市城市轨道交通近期建设规

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 姜泰钰 王默璇

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

温州市拟建设 M1 线和 M2 线一期工程, 公司作为温州市轨道交通前期、建设、投融资、运营和开发等方面的唯一主体, 业务专营性突出, 未来将获取财政资金 196.80 亿元作为项目资本金。

3. 随着公司转让 S1 线一期项目获取大规模合作费, 有效降低公司债务压力, 公司偿债能力有所提升。跟踪期内, 公司 S1 线一期项目主体工程已经完工, 公司对其运营权进行了转让, 获取运营合作费 90.00 亿元, 截至 2019 年底第一笔合作费金额为 60.00 亿元已到位。未来公司将每年形成稳定的合作费收入, 期限为 30 年。跟踪期内, 公司将获取的运营合作费偿还了 S1 线一期项目形成的有息债务, 截至 2020 年 3 月底, 公司全部债务资本化比率降低至 20.90%, 较 2019 年底降低 13.56 个百分点, 有效降低了公司的债务压力, 公司的偿债能力有所提升。

关注

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

2. 公司资产质量仍一般。跟踪期内, 公司资产规模快速增长, 以固定资产和在建工程等非流动资产为主, 资产质量仍一般。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	24.30	20.30	68.00
资产总额(亿元)	278.14	309.47	405.44
所有者权益(亿元)	164.00	175.48	200.70
短期债务(亿元)	14.00	8.50	17.21
长期债务(亿元)	75.82	90.65	88.29
全部债务(亿元)	89.82	99.15	105.50
营业收入(亿元)	0.46	0.43	0.46
利润总额(亿元)	2.21	2.24	2.04
EBITDA(亿元)	2.32	2.36	2.15
经营性净现金流(亿元)	2.51	0.41	60.02
营业利润率(%)	-31.69	32.72	39.89
净资产收益率(%)	1.34	1.28	1.01
资产负债率(%)	41.04	43.30	50.50
全部债务资本化比率(%)	35.39	36.10	34.46
流动比率(%)	277.41	228.63	230.64
经营现金流动负债比(%)	10.06	1.74	164.05
现金短期债务比(倍)	1.74	2.39	3.95
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	0.79	0.58
全部债务/EBITDA(倍)	38.66	41.99	48.97
公司本部(母公司)			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	149.58	161.12	192.17
所有者权益(亿元)	90.89	103.29	126.49
全部债务(亿元)	41.02	37.35	40.87
营业收入(亿元)	0.00	0.03	3.42
利润总额(亿元)	2.53	2.17	1.87
资产负债率(%)	39.24	35.89	34.18
全部债务资本化比率(%)	31.10	26.55	24.42
流动比率(%)	256.78	429.84	230.50
经营现金流动负债比(%)	12.49	-0.54	-16.60

主体评级历史：

债券简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 温州铁投专项债/16 温铁债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019.05.17	张宁 姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
15 温州铁投债 /15 温铁 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019.05.17	张宁 姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
15 温州铁投可续期债/15 温铁 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019.05.17	张宁 姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
16 温州铁投专项债/16 温铁债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017.06.23	张婷婷 王宇勃	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
15 温州铁投债 /15 温铁 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017.06.23	张婷婷 王宇勃	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
15 温州铁投可续期债/15 温铁 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017.06.23	张婷婷 王宇勃	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
16 温州铁投专项债/16 温铁债	AA	AA	稳定	2016.08.24	张婷婷 张峻铖	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
15 温州铁投债 /15 温铁 02	AA	AA	稳定	2015.08.18	陈茜 兰迪	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
15 温州铁投可续期债/15 温铁 01	AA	AA	稳定	2015.08.18	陈茜 兰迪	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

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

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的2019年度联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为温州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“温州市国资委”）。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司营业范围变更为：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；城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的客货运输；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 2019 年底，公司本部内设财务管理中心、监察监事审计室和质量安全部等 10 个职能部门；拥有纳入合并范围的子公司 5 家。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 405.44 亿元，所有者权益 200.70 亿元（少数股东权益 35.23 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 0.46 亿元，利润总额 2.04 亿元。

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

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2019 年底，联合资信所评公司存续债券包括“15 温州铁投可续期债/15 温铁 01”“15 温州铁投债/15 温铁 02”和“16 温州铁投专项债/16 温铁债”，债券余额合计 25.30 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司均已按期支付上述存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。

表1 截至2019年底联合资信所评公司存续债券概况
(单位: 亿元)

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

资料来源：联合资信整理

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

“16 温州铁投专项债/16 温铁债”募集资金已使用 7.20 亿元，尚剩余 3.10 亿元未使用。截至 2019 年底，温州市域铁路运营控制中心工程停车场项目已建成投运；温州铁投集团人才公寓停车场项目和市域铁路 S1 线高铁站区综合体配套停车场项目已经建成；市域铁路 S1 线瑶北站区综合体配套停车场处于在建状态；市域铁路 S1 线灵昆车辆段上盖开发配套停车场项目处于可研阶段；市域铁路 S1 线永中站区综合体配套停车场项目处于前期政策处理

阶段。

表2 “16温州铁投专项债/16温铁债”募投项目建设情况

项目名称	建设进度	开工时间/预计开工时间	预计完工时间
温州市域铁路运营控制中心工程停车场	已建成投运	2014年9月	完工
市域铁路 S1 线灵昆车辆段上盖开发配套停车场	可研阶段	2019年6月	2023年6月
市域铁路 S1 线瑶北车站综合配套停车场	在建	2017年11月	2020年12月
市域铁路 S1 线永中车站综合配套停车场	前期政策处理	2018年12月	2020年12月
市域铁路 S1 线高铁站区综合配套停车场	已建成	2018年2月	完工
温州铁投集团人才公寓停车场	已建成	2016年3月	完工

资料来源：公司提供

四、行业及区域经济环境

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融

资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公

司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施

建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑,要以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源:联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设,并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设

施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年,城投企业非标产品接续难度增加,“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

(4) 区域经济概况

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

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

根据《2019年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2019年,温州市生产总值6606.1亿元,按可比价计算,同比增长8.2%。其中,第一产业增加值151.7亿元,同比增长2.1%;第二产业增加值2811.9亿元,同比增长6.1%;第三产业增加值3642.5亿元,同比增长10.1%。三次产业比重为2.3:42.6:55.1。截至2019年底,温州市全市居民人均可支配收入71225元,增长7.7%。

2019年,温州市全年固定资产投资增长速度为10.3%,民间投资同比增长7.4%,其中民间项目投资增长19.5%,高新技术产业投资同比增长23.8%,工业投资和服务业投资分别增长11.0%和10.2%。80个全省集中开工项目全部进场施工,省“152”工程落地开工38个。2019年,温州市房地产开发投资同比增长2.0%。房屋施工面积5409.6万平方米,其中住宅施工面积3700.3万平方米;商品房销售面积1139.9万平方米,其中住宅销售面积917.7万平方米。

交通基础设施的建设持续发展。公路方面,截至2019年底,温州市公路总里程14904公里,其中高速公路512公里,一级公路571公里,二、三级公路1933公里。同期,实有公共汽(电)车营运车辆4110辆,年载客量4.42亿人次,实有出租车7415辆。铁路方面,2019年,温州市铁路客运量2838.4万人次,增长6.8%;货运量447.6万吨,下降15.6%。航空旅客吞吐量1229.2万人次,增长9.6%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内,公司股东和出资情况未发生变化,实际控制人仍为温州市国资委。

2. 企业规模和竞争力

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。公司是温州市轨道交通建设的唯一主体,承担着轨道项目前期投资、开发、建设以及后期管

理及轨道交通空间资源整合等职责,业务上具有显著的区域专营性,竞争优势明显。

3. 外部支持

跟踪期内,温州市财政实力持续增强,但财政自给能力一般;公司持续获得有力的外部支持,资产及权益规模有望大幅增长。

根据《关于温州市2019年全市和市级预算执行情况及2020年全市和市级预算草案的报告》,2019年温州市实现一般公共预算收入579.0亿元,增长12.5%。同期,一般公共预算支出1084.1亿元,增长24.0%。财政自给率为53.41%,较2018年的58.89%有所下降,财政自给能力一般。2019年温州市政府性基金预算收入1608.2亿元,增长97.8%。截至2019年底,温州市政府性债务余额686.1亿元,其中一般债务119.7亿元、专项债务566.4亿元。温州市政府债务负担轻。

公司是温州市轨道交通建设的唯一主体,承担着轨道项目前期投资、开发、建设以及后期管理及轨道交通空间资源整合等职责,业务上具有区域专营性。跟踪期内,公司在资金平衡用地出让收益归集、项目资本金注入、财政补贴等方面持续获得温州市政府的大力支持。

资金平衡用地出让收益归集

根据温委发(2012)147号、温政办(2012)52号等文件,公司享有轨道交通沿线土地开发收益(S1线一期项目配套资金平衡用地为S1线沿线站点周边土地,配套土地面积为4102.10亩,预计土地开发收益约为196.67亿元;S2线一期项目配套资金平衡用地为S2线沿线站点周边土地,配套土地(净地)面积约为5555亩,预计土地开发收益约为195亿元),用于筹资设立轨道交通建设发展专项资金。2019年,温州市财政局将市域铁路S1线一期项目部分配套土地进行了出让,出让面积约136.93亩,成交均价约1852万元/亩,土地出让金合计为25.36亿元,土地出让收入可观。温州市政府扣除相关规费后拨付给公司11.75

亿元，主要用于市域铁路 S1 线一期项目建设、社会资本退出及建设金融资本本息偿付等支出，该笔资金在“专项应付款”中体现。跟踪期内，S2 线一期项目无配套资金平衡用地的出让及处置。

项目资本金支持

根据《关于下达市域铁路 S1 线一期工程 2015—2017 年度出资计划的通知》（温发改交通〔2016〕250 号），S1 线一期工程政府出资计划为 75.26 亿元，其中项目资本金 56.22 亿元和按规定货币出资部分¹19.40 亿元（含各区、功能区 8.13 亿元，国资段 11.27 亿元）。S1 线一期工程由温州市政府直接承担的项目资本金为 56.22 亿元，2019 年温州市政府实际拨付 2.50 亿元。截至 2019 年底，已累计拨付项目资本金 49.75 亿元（市本级 14.33 亿元，区政府及国资主体 35.42 亿元），剩余 6.47 亿元将于 2020 年及以后到位。2020 年，温州市政府预计拨付资本金及按规定货币出资合计为 8.11 亿元，超过剩余资本金部分的资金全部为按规定货币出资部分。

表 4 截至 2019 年底 S1 线项目资本金出资情况
(单位: 亿元)

项目	应出项目资本金金额	已到位项目资本金金额	未到位项目资本金金额	2020 年计划到位的项目资本金及按规定货币出资金额
市本级及区级(含功能区)	56.22	49.75	6.47	8.11
社会资本	36.82	36.20	0.62	--
合计	93.04	85.95	7.09	8.11

资料来源: 公司提供

根据温州市人民政府专题会议纪要（〔2019〕2 号），S2 线一期项目由温州市政府承担的资本金总额为 130.76 亿元，各出资主体出资期限调整为 2016—2027 年，共计 12 年。2019 年，温州市政府及各级政府实际拨付项目资本金 7.26 亿元。截至 2019 年底，S2 线一期

工程已累计拨付项目资本金 24.18 亿元（市本级 2.25 亿元，区级 21.93 亿元）。此外，另有 32.00 亿元资本金为温州市轨道交通发展农银一期建设投资合伙企业（以下简称“农银合伙企业”）产业发展基金和 10.00 亿元资本金为国开专项建设基金，剩余 64.58 亿元资本金将于 2020—2022 年按政府下达的出资计划陆续到位，2020 年计划拨付资本金 41.17 亿元，其中各级政府以货币形式出资 11.17 亿元，政府以轨道专项债资金投入 30.00 亿元。根据浙江省财政厅出具的《2020 年浙江省其他项目收益专项债券（三期）项目情况汇总（10 年期）》，S2 线一期项目资金筹措方案中，计划通过发行专项债 85.00 亿元，其中 2020 年计划发行专项债 30.00 亿元。截至 2020 年 3 月底，专项债资金 30.00 亿元已经到位，体现在公司 2020 年一季度财务报表中公司“资本公积”科目。

表 5 截至 2019 年底 S2 线项目资本金政府出资情况
(单位: 亿元)

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

注: 合计值与分项值加总有出入系四舍五入原因造成

资料来源: 公司提供

根据温州市人民政府 2020 年 3 月出具的《温州市人民政府关于温州市城市轨道交通近期建设规划（2021—2026 年）的资金承诺函》，温州市拟建设 M1 线和 M2 线一期工程，总长度 60.4 公里，总投资 492 亿元，其中 M1 线工程投资为 261.9 亿元，M2 线一期工程投资为 230.1 亿元。项目建设周期为 2021 年至 2027 年，期间内需筹集的资本金比例为 40% 计 196.80 亿元，由财政资金出资。公司作为温州市轨道交通前期、建设、投融资、运营和开发等方面的唯一主体，具有区域垄断优势。未

¹按规定货币出资是指为平衡项目融资，温州市政府给与 S1 线一期工程的平衡款，给与的方式为现金，该笔平衡款不包括于项目资本金中。

来随着 M1 线和 M2 线一期工程的陆续开工建设，公司将获得大规模的财政资金注入，公司资产及权益规模有望大幅增长。

上述资金均纳入各出资主体财政中长期规划和当年度财政预算，同时列入沿线各县（市、区）政府、功能区管委会和市有关部门当年的业绩考核。

政府补贴

2019 年，根据温州市人民政府办公室抄告单（抄告单（2019）257 号），同意将市轨道交通建设发展专项资金中 5.40 亿元转为对公司的专项补助，其中 1.80 亿元专项用于市域铁路 S1 线及配套项目经营建设补助（公司将其计入“其他收益”），3.60 亿元用于 S1 线运营亏损补充（公司将其用于冲抵“在建工程”）。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330300575342052A），截至 2020 年 5 月 15 日，公司无已结清和未结清的关注或不良类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 6 月 17 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

5. 重大事项

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

2019 年 12 月 26 日，公司与浙江温州市域铁路一号线有限公司²（以下简称“一号线公

司”）和浙江幸福轨道交通运营管理有限公司（以下简称“幸福运营公司”）³签订了《温州市域铁路 S1 线一期工程 PPP 项目运营合作协议》（以下简称“运营合作协议”），温州市政府同意采用 PPP 模式实施温州市域铁路 S1 线一期项目，以 TOT 的运作方式开展 S1 线一期项目运营合作，引入社会资本参与 S1 线一期项目的更新改造和整体运营维护、管理和移交工作。

S1 线一期项目资产归温州幸福轨道交通股份有限公司（公司子公司，以下简称“幸福股份公司”）所有，一号线公司拥有 S1 线一期项目的运营权，负责 S1 线一期机电设备的更新改造和 S1 线一期整体的运营维护、管理及移交。一号线公司将委托幸福运营公司负责 S1 线一期项目的运营维护、管理等工作，S1 线一期项目的实际运营管理者为幸福运营公司。S1 线一期项目合作期限为 30 年，运营合作费为 90.00 亿元，由一号线公司支付给幸福股份公司，其中第一笔合作费金额为 60.00 亿元（第一笔运营合作费在运营合作协议签署后的五日内进行支付），第二笔合作费金额为 30.00 亿元（第二笔运营合作费在 S1 线一期项目移交后的 180 日内进行支付）。截至 2019 年底，第一笔合作费已经全部支付完毕。运营合作费 90.00 亿元，其中项目资本金 30.00%，由幸福运营公司各方股东筹集，剩余部分由幸福运营公司通过金融机构贷款、基金等方式解决。针对幸福运营公司产生的融资，未来通过客运收入和可行性缺口补助来平衡。

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

²一号线公司注册资本 5.00 亿元，其中公司持股比例 35.00%，浙江省交通投资集团有限公司和浙江省经济建设投资有限公司（以下简称“联合体”）合计持股比例为 58.00%，幸福运营公司持股 7.00%。

³幸福运营公司注册资本 3.00 亿元，其中公司持股比例为 35.00%，联合体持股比例为 65.00%。

力，公司的偿债能力有所提升。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化；跟踪期内，公司高级管理人员发生了变动，公司新任高级管理人员管理经验丰富，能满足公司日常工作需要。

跟踪期内，公司法人治理结构及管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动。根据《温州市人民政府关于王健等职务任免的通知》（温政干〔2020〕7号），免去朱三平公司总经理、副董事长职务；金林任公司总经理、副董事长；方如胜任公司副总经理；免去张向丰公司副总经理职务。

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

方如胜先生，1973年1月出生，本科学历；

曾任平阳县规划建设局工程质量监督站办事员、副站长，平阳县规划建设局建设工程交易中心主任，平阳县招标投标中心副主任，温州市审计局固定资产投资审计处副处长，温州市审计局经济责任审计处处长，温州市农业发展投资集团有限公司副总经理、党委委员。现任公司党委副书记、副总经理，幸福股份公司董事长、总经理（兼）。

公司新任高级管理人员管理经验丰富，能满足公司日常工作需要。

七、经营分析

1. 经营概况

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

由于公司投资建设的市域铁路 S1 线一期项目运营权转移，同时其他线路尚处于建设期，目前公司轨道板块业务尚未实现收入。目前公司主营业务收入仍主要由房产销售、租赁及物业管理等构成。2019 年，公司主营业务收入规模较小但同比有所上升，为 0.39 亿元，主要是受 S1 线一期项目站点周边商铺对外出租影响，租赁业务收入增长所致。

毛利率方面，2019 年，公司房产销售业务毛利率保持较高水平，公司租赁业务毛利率大幅增长，主要是 S1 线一期项目尚未完成审计决算，未获取产权证，导致其站点周边商铺亦未获取产权证，公司未对租赁商铺计提折旧所致。2019 年，受租赁业务毛利率增长影响，公司综合毛利率为 53.23%。

表 6 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	1483.71	34.79	75.50	1215.73	26.41	78.70
租赁	1356.23	31.80	6.33	2004.56	43.54	42.73
物业管理	464.85	10.90	82.27	594.49	12.91	53.21

其他	41.98	0.98	100.00	133.37	2.90	80.34
主营业务收入合计	3346.77	78.47	48.72	3948.15	85.76	56.66
其他收入	918.26	21.53	44.96	655.59	14.24	32.60
营业收入合计	4265.03	100.00	47.91	4603.74	100.00	53.23

资料来源：审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

(1) 市域铁路项目

跟踪期内，S1线一期项目主体工程已经完工开始全线运营，同时公司将其运营权进行了转让，未来公司将每年形成稳定的合作费收入，合作期限为30年。同时，市域铁路项目未来投资规模仍较大，公司仍存在较大的筹资压力。

跟踪期内，公司市域铁路项目中S1线一期项目主体工程已经完工，主要在建项目为S2线一期工程。

S1线一期投资建设模式为公司发起成立幸福股份公司，作为项目法人和融资平台。资金来源方面，S1线一期项目总投资186.07亿元，项目资本金为93.04亿元，其他部分由公司自筹。项目资金平衡方式参见“外部支持—资金平衡用地出让收益归集”和“外部支持—项目资金支持”部分内容。公司目前已启动对S1线轨道及站点500米范围内的909.39亩土地进行土地整理，总投约为28.88亿元。

截至2019年底，S1线一期项目已投资152.14亿元，已投入金额在公司“固定资产”和“其他非流动资产”科目中反映。2019年9月28日，S1线开始全线运营，截至2019年底，S1线一期累计搭乘乘客775.30万人，日均搭乘

2.26万人次，列车开行63305列次，运营里程278.63万公里，收取票款约2805.50万元，平均每人每次票务收入3.62元。2019年12月26日，公司将S1线一期项目的运营权进行了转让，具体参见“基础素质分析—重大事项”。未来，公司将每年形成稳定的合作费收入，合作期限为30年。

S2线一期投资建设模式为公司发起成立温州市域铁路二号线项目有限公司（以下简称“二号线项目公司”），作为该项目法人和融资平台。资金来源方面，项目总投资261.53亿元，项目资本金130.76亿元，其余部分由公司自筹。项目资金平衡方式参见“外部支持—资金平衡用地出让收益归集”部分内容。截至2019年底，S2线一期项目完成投资63.87亿元，已投入金额在公司“在建工程”科目中反映，S2线一期全线计划2023年通车试运营。

截至2019年底，公司S1线一期工程和S2线一期工程累计已投资216.02亿元，未来尚需投资231.59亿元，其中尚未到位的项目资本金71.67亿元，剩余资金主要由公司自筹，2020年计划投资57.50亿元。S3线一期尚在可行性研究阶段。公司未来投资规模较大，面临较大的筹资压力。

表7 温州市域铁路交通项目规划（单位：公里、万元）

线名	总长度	隧道及地下线长度	建设期	项目总投资	项目资本金占比	截至2019年底完成投资	2020年计划投资额
S1线一期工程	53.50	11.40	2013-2019	1860683.00	50.00%	1521421.56	45000.00
S2线一期工程	63.63	11.10	2017-2023	2615260.00	50.00%	638669.35	500000.00
S3线一期工程	35.80	2.20	2020-2025	1224000.00	--	59.82	30000.00
合计	152.93	24.70	--	5699943.00	--	2160150.73	575000.00

注：1、S3线项目温瑞快速路共建设段已开工建设，2019年底已投入资金为前期设计费用；

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

资料来源：公司提供

(2) 铁路投资业务

铁路投资业务投资资金均来源于政府，公司无资金压力；跟踪期内仅有金温铁路产生投

资收益且规模较小。

公司履行温州市铁路建设总指挥部原有铁路投资职能，代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权，公司参与铁路项目投资资金均由政府拨付，公司代为持有股权并享有相应的投资收益。目前公司参与的铁路投资项目包括金温扩能投资项目2.34亿元，金温铁路投资项目1.27亿元、甬台温铁路投资项目3.53亿元、温福铁路投资项目2.40亿元、甬台温西线投资项目5.30亿元、甬台温新温州站站房投资项目6.80亿元，均计入“其他非流动资产”科目；其中金温铁路已于1998年开始运营，公司持有金温铁路股权12.83%（资本金投入比例，并非最终决算的持股比例），2019年获得投资收益301.49万元；温福铁路、甬台温铁路工程处于决算期，暂无法确定股权比例，也未产生投资收益；其余项目均已完成建设，但暂无法确定股权比例，也未产生投资收益。目前，公司对于存续铁路项目的投资已经完成，后续无需进一步投资。未来随着投资项目陆续完工运营及确权手续的完成，上述投资或将对公司收益形成一定补充。

（3）房产销售

跟踪期内，公司销售项目体量较小，实现收入有所下降，未来收入不确定性较大。

公司房地产业务由温州市轨道交通置业有限公司负责，公司近年来开发的房地产项目为县前二期项目和御龙公馆项目，目前均已进入销售尾声，未来可销售规模较小。县前二期项目于2003年投入开发，2010年2月开始预售。截至2019年底，该项目销售进度为91%，尚未销售面积为地上部分约1710.80平方米，账面价值649.48万元。御龙公馆项目，即龙霞地块项目，截至2019年底尚未销售面积约235.70平方米，账面价值686.62万元。2019年，公司房产销售收入0.12亿元，同比下降18.06%，2019年公司合计销售面积为577.20平方米。截至2019年底，公司暂无在建或拟建的房地产项目，公司未来房地产板块收入不确定性较大。

（4）物业和租赁

跟踪期内，公司物业管理和租赁业务收入有所上升，占主营业务收入比重上升，对公司主营业务形成重要补充。

公司物业管理和租赁业务目前均由轨道经营公司经营，其中物业管理收入主要来自小区物业管理业务，租赁收入主要为经营的货运线路、商铺和仓库等实现的收入。2019年，公司物业管理和租赁业务两项合计实现收入为2599.06万元，同比增长42.72%，主要是受S1线一期项目站点周边商铺对外出租所致。未来随着S1线一期项目沿线物业业务逐步开展，出租率的提升，物业和租赁业务收入有望继续提升。

3. 未来发展

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

公司将在现有“五位一体”（前期、建设、投融资、运营管理和沿线资源开发）业务框架基础上，进一步整合资源，明确主业方向，重点划分“建设营运、装备制造、经营发展、融资运作”四大业务板块，不同板块业务发展导向不同，具体为：一是建设营运板块。以高速铁路、S线、M线、枢纽站点等轨道交通投资建设及运营为主。二是装备制造板块。以轨道交通整车生产、维修、零配件关键部件及配套等制造生产为主。三是经营发展板块。以推进TOD开发模式，发展铁路和轨道交通沿线仓储物流、房地产、商业、旅游和广告等现代服务业为主。四是融资运作板块。以轨道交通投融资产品发行，PPP模式、政府专项债、企业债、银行借款、资产证券化等多元融资方案解决等金融业务为主。

未来公司将按照温州市政府的规划，重点推进杭温高铁、北站新城、温武铁路建设，谋划推进温福沿海高铁建设；加快推进S1线灵昆车辆段建设，力争S2线一期项目2023年建成。

全面完成S3线一期项目前期工作，加快动工；加快M1线和M2线一期工程建设。深化推进整车修造基地建设，谋划启动零部件配套产业基地建设，打造轨道交通产业园。完成S1、S2沿线站点商城、城市综合体、轨道交通房地产和TOD社区等建设；S3沿线工程加快启动。重点推进北站新城城市道路、雅林未来社区、金温安置房等配套工程项目建设。

八、财务分析

公司提供了2019年财务报告，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围无变化，合并范围内子公司5家。公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

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

截至2019年底，公司资产总额405.44亿元，较上年底增长31.01%，主要为货币资金和固定资产的增长。公司资产以非流动资产为主，占比为79.19%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.29	6.56	67.99	16.77
其他应收款	12.61	4.08	14.79	3.65
其他流动资产	20.17	6.52	1.40	0.35
流动资产	53.33	17.23	84.39	20.81
固定资产	0.65	0.21	121.61	29.99
在建工程	194.02	62.70	96.90	23.90
其他非流动资产	30.10	9.73	58.80	14.50
长期股权投资	14.87	4.80	25.79	6.36
可供出售金融资产	14.03	4.53	15.61	3.85
非流动资产	256.14	82.77	321.05	79.19
资产总额	309.47	100.00	405.44	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司流动资产为84.39亿元，较上年底增长58.24%，主要为货币资金增长所致。截至2019年底，公司货币资金67.99亿元，较上年底增加47.70亿元，主要是公司转让S1线一期项目运营权收到的第一笔运营合作费60.00亿元所致，货币资金中银行存款占比为99.15%，无受限货币资金。截至2019年底，公司其他应收款账面原值为14.84亿元，较上年底增长17.31%。从欠款单位看，前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的98.49%，集中度很高。公司其他应收款以应收温州市财政局的土地平衡款11.95亿元为主，土地平衡款主要是公司垫付的前期土地整理开发成本和市域铁路项目建设的融资利息等，待土地出让后由温州市财政局回款冲抵结算。截至2019年底，公司其他应收款计提坏账准备0.05亿元。截至2019年底，公司存货0.19亿元，较上年底下降11.70%，为县前二期项目和御龙公馆项目未销售部分。截至2019年底，公司其他流动资产1.40亿元，较上年底下降93.05%，主要是理财产品减少18.79亿元所致。

截至2019年底，公司非流动资产321.05亿元，较上年底增长25.34%，主要是固定资产、其他非流动资产和长期股权投资增长所致。截至2019年底，公司固定资产为121.61亿元，较上年底增加120.96亿元，主要是S1线一期项目相关的车站、隧道及地下区间和轨道交通系统等由“在建工程”转入“固定资产”所致。截至2019年底，公司在建工程为96.90亿元，较上年底下降50.06%，主要是S1线一期项目转固所致。截至2019年底，公司其他非流动资产为58.80亿元，较上年底增长95.32%，为新增建设用地31.19亿元，系S1线一期项目转固，主线相关的土地使用权由于尚未获取产权证，暂计入“其他非流动资产”所致。公司其他非流动资产还包括主要为公司代表温州市政府作为出资主体对铁路投资项目的出资款（21.64亿元）、待抵扣增值税（3.03亿元）和甬台温铁路用地

耕地指标费（2.41亿元）。截至2019年底，公司长期股权投资为25.79亿元，同比增长73.44%，主要为公司2019年追加对一号线公司的投资9.45亿元和对幸福运营公司的投资1.05亿元。截至2019年底，公司可供出售金融资产账面价值为15.61亿元，较上年增长11.27%，主要为公司持有的上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）股票价格变动所致。

截至2019年底，公司受限资产为3.71亿元，占资产总额的0.92%，全部为可供出售金融资产科目的浦发银行的股票质押。另外，为保证S1线一期项目的顺利建设，幸福股份公司与国家开发银行股份有限公司等银行组成的银团签订了贷款总额为85.00亿元，期限为24年的贷款（以下简称“该笔贷款”）合同，以S1线一期工程项目建成后的收费权及其项下全部权益和收益及温州市人民政府就S1线一期项目签订的《还款差额补足协议》项下享有的全部权益和收益出质，同时温州市现代服务业投资集团有限公司和温州市公用事业投资集团有限公司各对该笔贷款提供36.00亿元的保证担保。由于该笔贷款的质押物尚未形成，故未计入受限资产。该笔贷款于2020年1月被公司提前偿还，相应的质押和担保同时终止。整体看，公司受限资产规模较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长。由于市域铁路项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模有所增长，目前债务负担适中，尚有较大的融资空间；未来随着在建铁路项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

截至2019年底，公司归属于母公司的权益合计165.47亿元，较上年增长16.28%。公司实收资本保持稳定，仍为20.00亿元；资本公积为123.14亿元，较上年增长19.35%，主要为2019年公司收到各级财政拨入的项目资本金10.51亿元和S1线一期项目运营权转让公司作

为政府方从轨道交通建设发展专项资金中列支股权投资支出导致资本公司增加10.50亿元；其他综合收益5.60亿元，较上年增长26.82%，主要为可供出售金融资产中浦发银行股票价格变动所致。此外，截至2019年底，公司少数股东权益35.23亿元，较上年增长6.17%，主要为社会资本对子公司二号线项目公司和北站高铁公司的投资。

截至2019年底，公司负债总额204.75亿元，较上年增长52.81%，主要为其他非流动负债增长所致，负债结构以非流动负债为主。

表9 公司主要负债和所有者权益构成情况
(单位: 亿元、%)

科目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.50	6.34	13.50	6.59
应付账款	6.78	5.06	8.47	4.14
其他应付款	7.15	5.34	10.35	5.05
流动负债	23.33	17.41	36.59	17.87
长期借款	65.50	48.88	63.12	30.83
应付债券	25.15	18.77	25.17	12.29
专项应付款	18.03	13.45	16.27	7.95
其他非流动负债	--	--	55.05	26.89
非流动负债	110.67	82.59	168.16	82.13
负债总额	133.99	100.00	204.75	100.00
实收资本	20.00	11.40	20.00	9.97
资本公积	103.18	58.80	123.14	61.36
未分配利润	13.55	7.72	15.39	7.67
其他综合收益	4.42	2.52	5.60	2.79
归属于母公司权益合计	142.30	81.09	165.47	82.45
少数股东权益	33.18	18.91	35.23	17.55
所有者权益合计	175.48	100.00	200.70	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司流动负债36.59亿元，较上年增长56.86%，主要为短期借款和其他应付款等的增长所致。截至2019年底，公司短期借款为13.50亿元，较上年增长58.82%，公司短期借款主要包括保证借款7.00亿元和信用借款6.50亿元；应付账款8.47亿元，较上年增长24.98%，主要由应付一年以内的工程款构成；其他应付款10.35亿元，较上年增长34.37%，主要为押金保证金的增长所致，公司其他应付款主要为工程暂扣款5.15亿元和押金保证金2.81亿元，应付款项单位主要为公司建设市域铁路线路工程不同标段项目经理部，应付资金均无利息成本。

截至2019年底，公司非流动负债168.16亿元，较上年底增长51.95%，主要由长期借款、应付债券、专项应付款和其他非流动负债等构成。截至2019年底，公司长期借款为63.12亿元，较上年底下降3.63%，主要由质押借款45.20亿元、保证借款15.92亿元和信用借款2.00亿元构成；应付债券25.17亿元，同比略有增长，为公司发行的“15温州铁投可续期债/15温铁01”“15温州铁投债/15温铁02”和“16温州铁投专项债/16温铁债”；公司新增长期应付款6.16亿元，全部为应付的融资租赁款，需纳入公司有息债务核算；专项应付款为16.27亿元，较上年底下降9.73%，主要是由于公司列支轨道交通建设发展专项资金所致。截至2019年底，公司新增其他非流动负债55.05亿元（运营合作费扣除相关税费），全部为预收PPP项目运营合作费。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务105.50亿元，较上年底增长6.41%，主要为短期债务的增长所致。截至2019年底，公司短期债务和长期债务分别占16.31%和83.69%，公司短期债务规模较小，债务结构合理。截至2019年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为50.50%、30.55%和34.46%，较上年分别增加7.20个百分点、下降1.65个百分点和下降3.51个百分点。公司目前债务负担适中，尚有较大的融资空间。若将公司长期应付款中有息债务纳入有息债务计算，则截至2019年底，公司调整后全部债务为111.66亿元，其中调整后长期债务占比为84.59%，调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为32.00%和35.75%。截至2019年底，公司全部债务将于2020—2022年到期规模分别为18.59亿元、12.57亿元和5.21亿元。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模小，利润总额对财政补贴依赖程度高，整体盈利能力偏

弱。

2019年，公司实现营业收入0.46亿元，同比增长7.94%，系租赁业务收入增长所致。同期，公司营业成本为0.22亿元，同比下降3.08%。2019年，公司营业利润率为39.89%，同比提升7.17个百分点。

2019年，公司期间费用0.26亿元，同比变化不大。由于营业收入规模较小，公司期间费用率仍较高，2019年为56.57%，较2018年（65.20%）下降8.63个百分点，公司对期间费用控制力度有所改善。

2019年，公司投资收益为0.31亿元，主要是2019年公司持有的浦发银行股票分红和公司铁路投资项目的投资分红所致。2019年，公司其他收益1.80亿元，主要为公司收到的S1线及配套项目经营建设补助。2019年，公司利润总额为2.04亿元，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标来看，受净利润规模较小影响，公司总资产收益率和净资产收益率处于较低水平，2019年分别为0.66%和1.01%，公司整体盈利能力偏弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受公司S1一期项目运营权转让事项影响，公司经营活动产生的现金流规模大幅增长；随着其他市域铁路线路的持续建设投入，公司仍面临较大的外部融资需求。

从经营活动看，跟踪期内，受公司S1一期项目运营权转让事项影响，公司整体经营活动产生的现金流规模同比大幅提升。2019年，公司经营活动现金流入量为60.63亿元，同比增加59.63亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为60.51亿元，主要为公司收到的转让S1线一期项目运营权收到的第一笔运营合作费60.00亿元；经营活动现金流出规模为0.60亿元，规模仍较小。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为60.02亿元。同期，公司现金收入比为13143.63%。

从投资活动看, 2019年, 公司投资活动现金流入为105.1亿元, 主要是公司收回投资收到的现金12.42亿元(主要为收回用于理财的轨道交通建设发展专项资金本金及收益)和收到其他与投资活动有关的现金93.10亿元(主要为收到专项应付款17.86亿元和收回理财产品及利息收入73.28亿元)。同期, 公司投资活动现金流出为135.59亿元, 主要是2019年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为54.01亿元(为公司对在在建项目的投入)、投资支付的现金18.92亿元(主要为公司对浙江温州市域铁路一号线有限公司和浙江幸福轨道交通运营管理有限公司的投资等)和公司2019年用于购买理财产品的支出57.33亿元导致支付其他与投资活动有关的现金为62.66亿元所致。2019年, 公司投资活动产生的现金流量仍呈现净流出, 为-29.78亿元。2019年, 公司筹资活动前现金转为净流入状态, 为30.25亿元, 但随着其他市域铁路线路的持续建设投入, 公司仍面临较大的外部融资需求。

从筹资活动看, 2019年, 公司筹资活动现金流入为50.18亿元, 同比增长23.93%, 主要为公司取得的金融机构借款以及收到的项目资本金。2019年, 公司筹资活动现金流出32.73亿元, 主要为偿还债务支付的现金。2019年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为17.45亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模较小, 现金类资产很充裕, 公司短期债务偿还能力很好; 公司有息债务规模较大且持续增长, 考虑到股东对公司的支持力度较大, 且间接融资渠道畅通, 公司整体偿债风险很小。

截至2019年底, 公司流动比率和速动比率分别为230.64%和230.12%。同期, 公司经营现金流动负债比为164.05%, 经营活动现金流对流动负债保障程度强。公司短期债务规模较小, 现金类资产很充裕, 截至2019年底, 公司

现金短期债务比为3.95倍, 对短期债务覆盖程度较高。整体看, 公司短期偿债能力很好。

2019年, 公司EBITDA为2.15亿元, 调整后全部债务/EBITDA为51.83倍, EBITDA对调整后全部债务保护能力较弱。

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

或有负债方面, 截至2019年底, 公司对外担保余额为34.95亿元, 相当于2019年底公司所有者权益的17.41%。被担保企业为温州市瓯飞经济开发投资有限公司、浙江乐清湾铁路有限公司和泰顺县发展投资集团有限公司, 均为国有企业, 且目前经营情况良好。整体看, 公司或有负债风险可控。

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

6. 母公司财务分析

母公司资产及负债占合并口径比重一般, 债务负担较轻, 自身盈利能力较强。

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

截至2019年底, 母公司所有者权益合计126.49亿元, 较上年底增长22.46%, 主要系资本公积增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成, 占合并报表所有者权益的63.02%, 占比很高。截至

2019 年底，母公司注册资本 20.00 亿元，较上年底持平；资本公积 93.26 亿元，较上年底增长 29.65%，主要是获取的项目资本金等增长所致。

截至 2019 年底，母公司负债合计 65.68 亿元，较上年底增长 13.57%，其中流动负债占 28.23%、非流动负债占 71.77%，母公司负债以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 32.08%，占比很低。截至 2019 年底，母公司应付债券为 25.17 亿元，较上年底增长 0.11%。

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

截至 2019 年底，母公司资产负债率 34.18%，全部债务资本化比率为 24.42%，母公司债务较轻。

九、存续期债券偿债能力分析

截至 2019 年底，公司存续债券余额 25.30 亿元，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额规模大，对未来待偿债券本金峰值覆盖程度好。

截至 2019 年底，若假定公司存续期债券到期兑付日均为下次行权日，则公司一年内到期兑付债券金额为 8.00 亿元，2021 年将达到存续债券待偿本金峰值 17.30 亿元。截至 2019 年底，公司现金类资产 68.00 亿元；2019 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 60.63 亿元、60.02 亿元和 2.15 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额规模大，对未来待偿债券本金峰值覆盖程度好。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

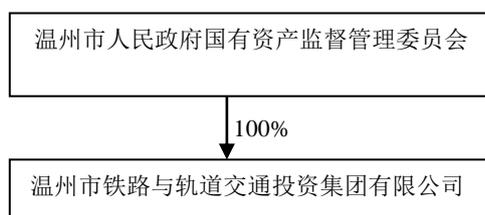
项目	2019 年
一年内到期债券余额	8.00
未来待偿债券本金峰值	17.30
现金类资产/一年内到期债券余额	8.50
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.50
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	3.47
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.12

资料来源：联合资信整理

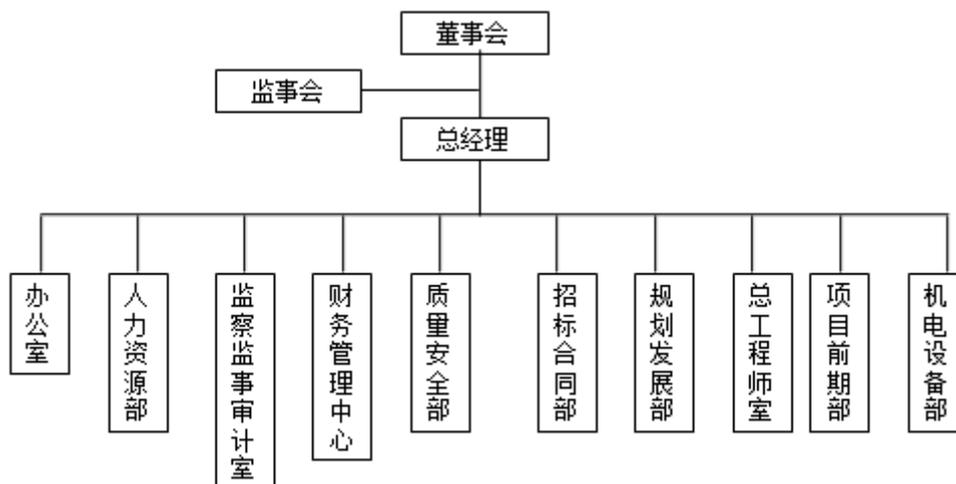
十、结论

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

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股权比例 (%)	经营范围
1	温州幸福轨道交通股份有限公司	922994.00	68.53	市域铁路项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；市域铁路沿线的仓储、物流服务项目的建设、开发、经营；市域铁路沿线的资产经营
2	温州市轨道交通资产经营管理有限公司	10000.00	100.00	铁路与轨道交通沿线资产及火车站大楼租赁；物业管理；日用品销售；宾馆管理；设计、制作、销售、代理国内各类广告、票卡、纪念品及文化创意产品；商品信息咨询；投资与资产管理；其他仓储业（不含食品和危险化学品）；会议及展览服务；贸易代理；果蔬、苗木种植、销售；废品处置（不含危险废物）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
3	温州市轨道交通置业有限公司	2024.00	100.00	房地产开发经营；基础设施建设；建筑安装服务；建筑材料销售
4	温州市域铁路二号线项目有限公司	22000.00	90.91	市域铁路项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；市域铁路沿线的仓储、物流服务项目的建设、开发、经营；市域铁路沿线的资产经营
5	温州北站高铁新城投资建设有限公司	20000.00	51.00	温州北站高铁新城项目开发；土地储备、开发经营；城乡基础设施、公共设施建设、运营；房地产开发经营与旧城改造；物业管理；物流服务；水环境治理服务；园林绿化服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司提供

附件2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	24.30	20.30	68.00
资产总额(亿元)	278.14	309.47	405.44
所有者权益(亿元)	164.00	175.48	200.70
短期债务(亿元)	14.00	8.50	17.21
长期债务(亿元)	75.82	90.65	88.29
调整后长期债务(亿元)	75.82	90.65	94.45
全部债务(亿元)	89.82	99.15	105.50
调整后全部债务(亿元)	89.82	99.15	111.66
营业收入(亿元)	0.46	0.43	0.46
利润总额(亿元)	2.21	2.24	2.04
EBITDA(亿元)	2.32	2.36	2.15
经营性净现金流(亿元)	2.51	0.41	60.02
财务指标			
销售债权周转次数(次)	459.07	102.77	88.48
存货周转次数(次)	0.88	0.98	1.06
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	91.30	112.14	13143.63
营业利润率(%)	-31.69	32.72	39.89
总资本收益率(%)	0.87	0.82	0.66
净资产收益率(%)	1.34	1.28	1.01
长期债务资本化比率(%)	31.62	34.06	30.55
调整后长期债务资本化比率(%)	31.62	34.06	32.00
全部债务资本化比率(%)	35.39	36.10	34.46
调整后全部债务资本化比率(%)	35.39	36.10	35.75
资产负债率(%)	41.04	43.30	50.50
流动比率(%)	277.41	228.63	230.64
速动比率(%)	276.45	227.71	230.12
经营现金流动负债比(%)	10.06	1.74	164.05
全部债务/EBITDA(倍)	38.66	41.99	48.97
调整后全部债务/EBITDA(倍)	38.66	41.99	51.83
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	0.79	0.58
现金短期债务比(倍)	1.74	2.39	3.95

附件3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.84	13.69	12.80
资产总额(亿元)	149.58	161.12	192.17
所有者权益(亿元)	90.89	103.29	126.49
短期债务(亿元)	14.00	8.50	10.00
长期债务(亿元)	27.02	28.85	30.87
全部债务(亿元)	41.02	37.35	40.87
营业收入(亿元)	0.00	0.03	3.42
利润总额(亿元)	2.53	2.17	1.87
EBITDA(亿元)	2.53	2.18	1.88
经营性净现金流(亿元)	2.55	-0.06	-3.08
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	1.90
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.02
现金收入比(%)	106.00	86.89	0.67
营业利润率(%)	84.85	16.44	-0.44
总资本收益率(%)	1.92	1.55	1.12
净资产收益率(%)	2.78	2.10	1.48
长期债务资本化比率(%)	22.92	21.83	19.62
全部债务资本化比率(%)	31.10	26.55	24.42
资产负债率(%)	39.24	35.89	34.18
流动比率(%)	256.78	429.84	230.50
速动比率(%)	256.78	429.84	230.50
经营现金流动负债比(%)	12.49	-0.54	-16.60
全部债务/EBITDA(倍)	16.21	17.15	21.73
EBITDA 利息倍数(倍)	520.65	360.08	223.95

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变