

# 信用评级公告

联合〔2021〕3582号

联合资信评估股份有限公司通过对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“15温州铁投债/15温铁02”“16温州铁投专项债/16温铁债”“20温州铁投债01/20温铁01”和“21温州铁投债01/21温铁01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年六月七日

# 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

## 2021 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
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
15 温州铁投债/ 15 温铁 02	AAA	稳定	AAA	稳定
16 温州铁投专项债/ 16 温铁债	AAA	稳定	AAA	稳定
20 温州铁投债 01/ 20 温铁 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 温州铁投债 01/ 21 温铁 01	AAA	稳定	AAA	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 温州铁投债/ 15 温铁 02	7.00 亿元	7.00 亿元	2030/08/27
16 温州铁投专项 债/16 温铁债	10.30 亿元	10.30 亿元	2031/09/22
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	8.00 亿元	8.00 亿元	2035/09/16
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	12.00 亿元	12.00 亿元	2036/04/13

注: 1. 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; 2. “15 温州铁投债/15 温铁 02” “16 温州铁投专项债/16 温铁债” “20 温州铁投债 01/20 温铁 01” 和 “21 温州铁投债 01/21 温铁 01” 含投资者回售选择权, 上表中到期兑付日为不行权到期日

评级时间: 2021 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司(以下简称“公司”)是温州市轨道交通前期、建设、投融资、运营和开发等业务的唯一主体,在市域铁路投资建设、运营管理和资源开发等方面具有专营优势。跟踪期内,公司持续获得项目资本金、资金平衡用地出让收益返还和政府补贴等有力的外部支持,资产及权益规模持续增长;公司转让 S1 线一期项目运营权获取大规模合作费,有效降低了债务压力,偿债能力有所提升。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资金支出压力较大、2021 年或将面临一定的集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来,随着温州市经济的持续发展,公司轨道项目建设的持续推进并陆续投入运营,公司有望保持稳健经营。

综上,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,维持“15 温州铁投债/15 温铁 02”“16 温州铁投专项债/16 温铁债”“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”和“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 外部发展环境良好。2020 年,温州市地区生产总值和一般公共预算收入分别为 6870.9 亿元和 602.0 亿元,同比增速分别为 3.4%和 4.0%,高于全国平均水平,公司面临良好的外部环境。
2. 公司业务专营性突出,持续获得有力的外部支持。公司作为温州市轨道交通前期、建设、投资、运营和开发等方面的唯一主体,投资建设了 S1 线和 S2 线一期工程,拟建设 S3 线一期工程、M1 线和 M2 线一期工程,业务专营性突出。公司持续获得项目资本金、资金平衡用地出让收益返还和政府补贴等有力的外部支持。
3. 公司债务压力显著下降。截至 2020 年底,公司全部债务较上年底大幅减少,债务负担明显减轻。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

关注

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

分析师

马玉丹（登记编号：R0150220120054）

吕泽峰（登记编号：R0150221040002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

主要财务数据:

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

注:本报告已将长期应付款中有息债务计入长期债务核算

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
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	AAA	AAA	稳定	2021.01.25	姜泰钰 邱成	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	AAA	AAA	稳定	2020.07.13	姜泰钰 王默璇	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	<a href="#">阅读全文</a>
16 温州铁投专项债/16 温铁债 15 温州铁投债 /15 温铁 02	AAA	AAA	稳定	2020.06.23	姜泰钰 王默璇	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	<a href="#">阅读全文</a>
16 温州铁投专项债/16 温铁债 15 温州铁投债 /15 温铁 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	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）	<a href="#">阅读全文</a>
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）	<a href="#">阅读全文</a>
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）	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

分析师：

马云丹 吕洋峰

联合资信评估股份有限公司



# 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

## 2021 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

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2020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。公司仍是温州市市域铁路建设的唯一主体，主要负责轨道项目前期投资、开发、建设以及后期管理及轨道交通空间资源整合等相关业务。

截至2020年底，公司本部内设财务管理中心、企业发展部、项目前期部等职能部门；纳入合并范围的子公司6家，较上年增加1家子公司为温州杭温铁路投资有限公司（以下简称“杭温铁路公司”），系公司受温州市基础设施投资基金有限公司（以下简称“基础设施投资公司”）委托，取得54.3014%股权对应的全部表决权<sup>1</sup>，公司持有杭温铁路公司表决权达到59.999916%所致。

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

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

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至本报告出具日，联合资信所评公司存续债券余额合计37.30亿元（详见表1）。跟踪期内，“20温州铁投债01/20温铁01”和“21温州铁投债01/21温铁01”尚未到付息日，“15温州铁投债/15温铁02”“16温州铁投专项债/16温铁债”公司均已按期足额支付利息，公司既往还本付息情况良好。

表1 本次跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
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
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	8.00	8.00	2020/09/16	3+3+3+3+3
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	12.00	12.00	2021/04/13	3+3+3+3+3
合计	37.30	37.30	--	--

资料来源：联合资信整理

“15 温州铁投债/15 温铁 02”募投项目为市域铁路 S1 线一期工程，截至本报告出具日，募集资金均已全部按计划使用，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”募投项目详见表 2，截至本报告出具日，募集资金已按计划使用完毕。截至 2020 年底，温州市域铁路运营控制中心工程停车场项目、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

<sup>1</sup>公司于2020年6月22日与基础设施投资公司签署《表决权委托协议》，根据协议，基础设施投资公司分别持有杭温铁路公司54.3014%和5.698516%的股权，基础设施投资公司自愿将其所持有杭温铁路公司股权对应的全部表决权委托给公司行使，

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

区综合体配套停车场项目已经完工；市域铁路 S1 线瑶北站区综合体配套停车场、市域铁路 S1 线灵昆车辆段上盖开发配套停车场项目和市域铁路 S1 线永中站区综合体配套停车场项目均处于在建状态。

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	在建	2019年6月	2023年6月
市域铁路S1线瑶北站区综合体配套停车场	在建	2017年11月	2021年12月
市域铁路S1线永中站区综合体配套停车场	在建	2018年12月	2021年12月
市域铁路S1线高铁站区综合体配套停车场	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

“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”和“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”募投项目均为市域铁路 S2 线一期工程。截至报告出具日，“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”募集资金已按计划使用完毕；“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”募集资金 12.00 亿元尚未使用。项目进展情况详见“经营分析”部分。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>2</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%<sup>3</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93

<sup>2</sup>文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

<sup>3</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。



GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相

关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保

就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。**2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城轨交通系统制式分为10类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至2020年底，中国大陆地区城轨交通运营线路中共有8种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为78.8%、10.2%、5.8%和2.7%，其余4种制式运营线路长度占比较小。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

### (1) 行业概况

改革开放以来,中国城市化进程逐步加快,城市人口也相应增长。根据《第七次全国人口普查公报》,全国人口共14.12亿人,其中城镇人口9.02亿人,城镇人口占总人口比重(城镇化率)为63.89%;从人口地区分布来看,东部地区人口占39.93%,与2010年第六次全国人口普查数据相比,东部地区人口所占比重上升2.15个百分点,中部地区和东北地区人口占比均有所下降,西部地区人口占比小幅上升0.22个百分点。整体看,中国城镇化进程稳步推进,人口向经济发达区域、城市群进一步集聚,大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵,提高环境质量,“十五”期间,国家首次把发展城轨交通列入计划发展纲要,并作为拉动国民经济,特别是大城市经济持续发展的重大战略。

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

### (2) 行业发展

**相对于地面交通,轨道交通建设成本高昂,具有投资额大、投资回收期较长的经济特性。目前,中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业合作建设的模式。**

在城轨交通项目建设资金的筹集上,一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金,根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》(国发〔2019〕26号),城轨交

通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%,一般由市、区两级财政提供资金来源,少数城市由市、省两级政府财力提供支持,并由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源(如:沿线土地资源运作等)筹措另外部分资金,未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。由于地铁运营具有公益性特征,票价非市场定价,通车后易形成政策性亏损,轨道交通运营在很大程度上也依赖票款补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件,未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力,轨道交通行业未来将由单一由政府投资转变为投资主体多元化,实现中国城轨交通可持续发展。目前,引入社会资本的模式得到了尝试,包括BT(建设-转让,北京地铁奥运支线采用该模式)、PPP(北京地铁4号线采用该模式)、BOT(建设-运营-转让,深圳地铁4号线采用该模式)、TOT等,有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力,同时,也有利于通过竞争机制来提高项目的建设、运营效率,减少对政府补贴的依赖。

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

“十三五”期间,全国城轨交通运营线路规模稳步增长,共新增运营线路长度4351.7公里,年均新增运营线路长度870.3公里,较“十二五”年均投运线路长度403.8公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》(以下简称“《城轨分析报告》”),截至2020年底,中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路,其中2020年新增天水、三亚、太原等5市。全国共计开通244条运营线路,其中2020年新增运营线路36条。全国城轨交通建成投运线路总长度达7969.7公里,较上年底增长18.31%。

图1 2012-2020年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

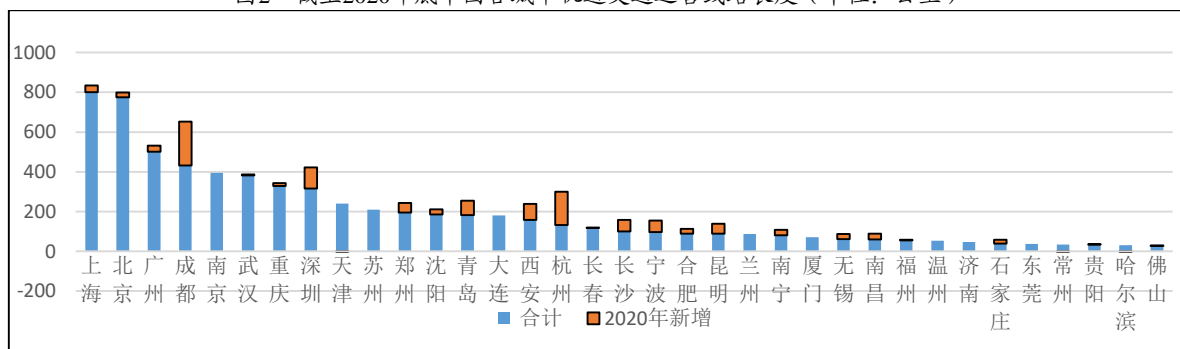
从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路64条，运营线路总长度2247公里，占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，占比12.5%。从运营网规模看，上海和北京的线网规模分别达到834.2公里和799.1公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。

随着城市群、都市圈经济的快速发展，高铁、城际、市域（郊）、地铁四网融合的推进，带动区域一体化、站城融合、多层次立体交通网络逐步形成。

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

“十三五”期间，全国共有65个城市的新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约29781.91亿元。2020年，共有8个城市新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共计587.95公里，总投资合计4709.86亿元。“十三五”期间，全国共完成城轨交通建设投资26278.7亿元，年均完成建设投资额接近5255.7亿元。2020年，全国城轨交通完成投资6286亿元，同比增长5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至2020年底，在建城轨交通项目的可研批复投资额累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里，较上年底增长19.5%，其中地铁6280.8公里，仍为主流。

图2 截至2020年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

### （3）行业运营

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

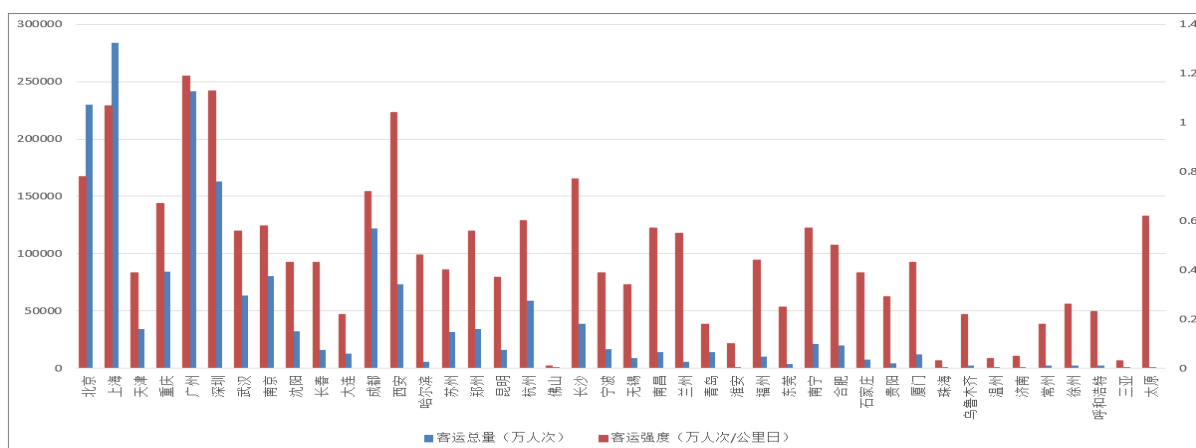
2020年，受新冠疫情影响，据不完全统计，全年累计完成客运量175.9亿人次，同比减少61.1亿人次；日均客运量5131.7万人次，同比减少1505.4万人次；总进站量为109.5亿人次，同比减少40亿人次；总客运周转量为1486.4亿人公里，同比下降25.8%。从城轨交通客运量来看，上海、北京、广州、深圳和成都5市位

居前列。

2020年，全国城市轨道交通平均客运强度为0.45万人次/公里日，同比下降0.27万人次/公里日，降幅为36.9%。一方面是疫情影响下客流下降，另一方面是新线路投运多，网络化运营城市增多，运营线路长度不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，除厦门地铁外，

2020年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长，增幅为3.36%，主要系厦门推出了4月11日—6月30日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

图3 2020年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

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

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

2020年，受新冠疫情影响客流减少，全国城市轨道交通平均运营收支比为65%，同比下降7.7

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

#### （4）行业政策

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

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

表 4 近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅2018年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上。为引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次、0.4万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时3万人次以上、1万人次以上。除城轨交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入占比不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2020年3月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计，旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

2020年12月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已

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

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

#### （5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的

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

“十三五”时期，我国已进入城轨交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，但经济发达地区的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至 2020 年底，全国城轨交通运营线路已达近 8000 公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布，给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

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

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

府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，契合了高质量发展的需要，为城轨交通发展带来了新的机遇。

## 2. 区域环境

跟踪期内，温州市经济和财政实力有所增长，产业结构进一步优化，固定资产投资稳定增长，为公司创造了良好的外部环境。

温州市位于浙江省东南部，东濒东海，南毗福建，西及西北部与丽水市相连，北和东北部与台州市接壤；温州市下辖鹿城、龙湾、瓯海、洞头 4 区，瑞安、乐清、龙港 3 市（县级）和永嘉、平阳、苍南、文成、泰顺 5 县。全市陆域面积 12110 平方公里，海域面积 8649 平方公里。截至 2020 年底，全市户籍人口 833.7 万人。

根据《2020 年温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2020 年，温州市生产总值 6870.9 亿元，同比增长 3.40%；分产业看，第一产业增加值 159.8 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 2834.5 亿元，同比增长 3.1%；第三产业增加值 3876.6 亿元，同比增长 3.7%；三次产业比重由 2019 年的 2.3:42.6:55.1 调整为 2.3:41.3:56.4，产业结构进一步优化。2020 年，温州市全市居民人均可支配收入 54025 元，扣除价格因素增长 2.8%，同比增长 4.9%。

2020 年，温州市全年固定资产投资比 2019 年增长 4.9%，民间投资同比增长 2.4%，其中民间项目投资增长 18.6%，工业投资同比增长 22.0%；其中制造业投资增长 15.8%，服务业投资增长 2.1%。2020 年，温州市房地产开发投资同比增长 1.5%；房屋施工面积 5871.4 万平方米，其中住宅施工面积 4182.8 万平方米；商品房销售面积 1204.7 万平方米，其中住宅销售面积 1045 万平方米。

交通基础设施建设方面，截至 2020 年底，温州市公路总里程 15084 公里，其中高速公路 566 公里，一级公路 620 公里，二、三级公路 1799 公里；同期，实有公共汽（电）车营运车

辆 4606 辆，年载客量 2.5 亿人次，实有出租车 6993 辆。受疫情影响，2020 年，温州市铁路客运量 1808.7 万人次，同比下降 36.3%；货运量 226.7 万吨，同比下降 49.3%；航空旅客吞吐量 878.7 万人次，同比下降 28.5%。

根据《关于温州市 2020 年全市和市级预算执行情况及 2021 年全市和市级预算草案的报告》，2020 年，温州市一般公共预算收入 602.0 亿元，同比增长 4.0%，剔除不可比因素后，同口径增长 7.0%；2020 年，全市一般公共预算支出 1027.2 亿元，同期，温州市财政自给率 58.61%，整体上看，温州市财政自给能力一般。2020 年，温州市政府性基金预算收入 1350.6 亿元，同口径增长 19.0%。

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司维持区域专营优势，在资金平衡用地出让收益归集、项目资本金支持和政府补贴方面继续得到政府的有力支持。**

政府对城市轨道交通行业具有主导作用。公司是温州市市域铁路建设的唯一主体，承担着轨道项目前期投资、开发、建设以及后期管理及轨道交通空间资源整合等职责，业务上具有显著的区域专营性，竞争优势明显。

### 资金平衡用地出让收益归集

根据温委发(2012)147 号、温政办(2012)52 号等文件，公司享有轨道交通沿线土地开发收益（S1 线一期项目配套资金平衡用地为 S1 线沿线站点周边土地，配套土地面积为 4102.10 亩，预计土地开发净收益约为 196.67 亿元；S2 线一期项目配套资金平衡用地为 S2 线沿线站点周边土地，配套土地（净地）面积约为 5555 亩，预计土地开发净收益约为 195 亿元），用于筹资设立轨道交通建设发展专项资金。2020 年，温州市财政局将市域铁路 S1 线一期项目配套土地出让收入扣除相关规费后拨付给公司 10.27 亿元，主要用于市域铁路 S1 线、S2 线一期项目建设，社会资本退出及建设金融本息偿付等支出。

## 项目资本金支持

根据《关于下达市域铁路 S1 线一期工程项目 2015—2017 年度出资计划的通知》（温发改交通〔2016〕250 号），S1 线一期工程政府出资计划为 75.26 亿元，其中项目资本金 56.22 亿元和按规定货币出资部分 19.40 亿元（含各区、功能区 8.13 亿元，国资段 11.27 亿元）。截至 2020 年底，S1 线一期工程已获得累计拨付项目资本金 49.75 亿元（市本级 14.33 亿元，区政府及国资主体 35.42 亿元），其中，2019 年，温州市政府实际拨付 2.50 亿元，2020 年未拨付项目资本金。2021 年，温州市政府预计拨付资本金及按规定货币出资合计为 8.11 亿元。

表 5 截至 2020 年底 S1 线一期工程  
项目资本金出资情况

(单位: 亿元)

项目	应出项目资本金金额	已到位项目资本金金额	未到位项目资本金金额
市本级及区级(含功能区)	56.22	49.75	6.47
社会资本	36.82	36.20	0.62
合计	93.04	85.95	7.09

资料来源：公司提供

根据温州市人民政府专题会议纪要（〔2019〕2 号），S2 线一期工程项目由温州市政府承担的资本金总额为 130.76 亿元，其中 106.76 亿元由沿线各出资主体出资，24.00 亿元来自浙江省政府代发的轨交专项债资金。各出资主体出资期限调整为 2016—2027 年，共计 12 年。2020 年，温州市政府及各级政府实际向公司拨付项目资本金 23.67 亿元。截至 2020 年底，S2 线一期工程资本金到位合计 89.85 亿元。2021 年政府资本金预计到位 6.91 亿元，轨交专项债计划发行 26.00 亿元。

表 6 截至 2020 年底 S2 线一期工程  
项目资本金出资情况

(单位: 亿元)

项目	应出项目资本金金额	已到位项目资本金金额
市本级及区级(含功能区)	54.25	21.19
乐清市政府	45.20	13.71



瑞安市政府	31.30	12.95
基金 <sup>4</sup>	--	42.00
<b>合计</b>	<b>130.76</b>	<b>89.85</b>

资料来源：公司提供

根据温州市人民政府 2020 年 3 月出具的《温州市人民政府关于温州市城市轨道交通近期建设规划（2021—2026 年）的资金承诺函》，温州市拟建设 M1 线和 M2 线一期工程，总长度 60.4 公里，总投资 492 亿元，其中 M1 线工程投资为 261.9 亿元，M2 线一期工程投资为 230.1 亿元。项目建设周期为 2021 年至 2027 年，期间内需筹集的资本金比例为 40%，共计 196.80 亿元，由财政资金出资。未来随着 M1 线和 M2 线一期工程的陆续开工建设，公司将获得大规模的财政资金注入，公司资产及权益规模有望大幅增长。

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

#### 政府补贴

公司 2020 年收到温州市财政局拨付的财政补助 3.09 亿元，主要为对市域铁路工程的专项财政补助等，计入“其他收益”。

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

### 七、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；高级管理人员发生变动，对公司经营无重大不利影响。**

跟踪期内，公司党委委员、副总经理林天干涉嫌严重违纪、违法问题，被温州市纪委和温州市监委分别给予留党察看二年处分和撤职处分，公司调整领导分工，李朝晖任公司副总经理、党委委员。

李朝晖，男，1964 年 5 月生，大学学历。曾任温州市建筑设计研究院工程师，温州市建筑设计研究院四所所长，温州市建筑设计研究院副院长，温州大学建筑规划与设计研究院副院长，温州设计集团有限公司副总经理。现任公司副总经理、党委委员。

### 八、经营分析

#### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司实现轨道交通收入，营业收入大幅增长，综合毛利率显著下降。**

随着市域铁路 S1 线一期项目运营权转移，2020 年公司实现轨道交通收入，营业收入大幅增长，收入占比超过 85%；房产销售收入大幅下降，主要系在售楼盘县前二期项目和御龙公馆项目尾盘销售规模较小所致；租赁业务收入有所增长，主要系新增部分经营性资产出租所致。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率大幅下降，主要系新增轨道交通业务毛利率较低所致；同期，人才公寓由在建工程转为投资性房地产，开始计提折旧，导致租赁业务毛利率有所下降；由于 2020 年出售的房产主要为御龙公馆项目，房屋建造时间较晚，建设成本较高，导致房产销售整体毛利率有所下降；受疫情影响，火车站广场物业收入下降，且 2020 年将物业管理工作人员工资由管理费用调入营业成本，该业务成本大幅增长，导致物业管理业务毛利率由正转负。

<sup>4</sup> 根据公司提供的基金投资方案，基金投资收益及股权退出的回购资金由公司承担，若公司无法按投资协议约定按时足额承担上

述收益及回购资金，由各出资主体采取措施确保退出

表 7 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轨道交通	--	--	--	27522.94	85.15	10.47
房产销售	1215.73	26.41	78.70	458.90	1.42	34.31
租赁	2004.56	43.54	42.73	2493.55	7.71	21.43
物业管理	594.49	12.91	53.21	489.74	1.52	-20.14
其他辅业	133.37	2.90	80.34	37.55	0.12	96.62
<b>主营业务收入</b>	<b>3948.15</b>	<b>85.76</b>	<b>56.66</b>	<b>31002.68</b>	<b>95.92</b>	<b>11.32</b>
其他业务	655.59	14.24	32.60	1318.61	4.08	47.20
<b>营业收入</b>	<b>4603.74</b>	<b>100.00</b>	<b>53.23</b>	<b>32321.29</b>	<b>100.00</b>	<b>12.79</b>

注：尾差系四舍五入原因产生  
资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### （1）市域铁路投资建设及运营

跟踪期内，公司通过转让 S1 线一期项目运营权，形成稳定的轨道交通收入。同时，市域铁路项目未来投资规模较大，公司存在较大的资金支出压力。

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

S1 线一期由公司发起成立温州幸福轨道交通股份有限公司（以下简称“幸福股份公司”）作为项目法人和融资主体。资金来源方面，S1 线一期项目总投资 186.07 亿元，项目资本金为 93.04 亿元，其他部分由公司自筹。项目资金平衡方式参见“外部支持—资金平衡用地出让收益归集”和“外部支持—项目资金支持”部分内容。公司目前已启动对 S1 线轨道及站点 500 米范围内的 909.39 亩土地进行土地整理，总投约为 28.88 亿元。

截至 2020 年底，S1 线一期项目已投资 157.13 亿元，已投入金额在公司“固定资产”和“其他非流动资产”科目中反映。2019 年 12 月 26 日，公司与浙江温州市域铁路一号线有限

公司（以下简称“一号线公司”）和浙江幸福轨道交通运营管理有限公司（以下简称“幸福运营公司”）<sup>6</sup>签订了《温州市域铁路 S1 线一期工程 PPP 项目运营合作协议》（以下简称“运营合作协议”），温州市政府同意采用 PPP 模式实施温州市域铁路 S1 线一期项目，以 TOT 的运作方式开展 S1 线一期项目运营合作，引入社会资本参与 S1 线一期项目的更新改造和整体运营维护、管理和移交工作。

S1 线一期项目资产归幸福股份公司所有，一号线公司拥有 S1 线一期项目的运营权，负责 S1 线一期机电设备的更新改造和 S1 线一期整体的运营维护、管理及移交。一号线公司将委托幸福运营公司负责 S1 线一期项目的运营维护、管理等工作，S1 线一期项目的实际运营管理者为幸福运营公司。S1 线一期项目合作期限为 30 年，运营合作费为 90.00 亿元，由一号线公司支付给幸福股份公司，其中第一笔合作费金额为 60.00 亿元（第一笔运营合作费在运营合作协议签署后的五日内进行支付），第二笔合作费金额为 30.00 亿元（第二笔运营合作费在 S1 线一期项目移交后的 180 日内进行支付），截至目前，上述两笔合作费已经全部支付完毕。

<sup>5</sup>一号线公司注册资本 5.00 亿元，其中公司持股比例 35.00%，浙江省交通投资集团有限公司和浙江省经济建设投资有限公司（以下简称“联合体”）合计持股比例为 58.00%，幸福运营公司持股 7.00%。

<sup>6</sup>幸福运营公司注册资本 3.00 亿元，其中公司持股比例为 35.00%，联合体持股比例为 65.00%。

基于合作期限为 30 年，2020 年及以后，公司将每年计提 3.00 亿元合作费，扣除相关税费后将 2.75 亿元确认为轨道交通收入。

S2 线一期由公司发起成立温州市域铁路二号线项目有限公司（以下简称“二号线项目公司”）作为该项目法人和融资主体。资金来源方面，项目总投 261.53 亿元，政府出资的项目资本金 106.76 亿元，其余部分由浙江省政府发行轨交专项债 85.00 亿元（其中 24.00 亿元用作项目资本金）以及公司自筹资金补足。项目资金平衡方式参见“外部支持—资金平衡用地出让收益归集”部分内容。截至 2020 年底，S2 线一期项目完成投资 107.67 亿元，包括政府财政资本金 24.35 亿元、轨交专项债券 32.60 亿元

（其中 23.50 亿元用作项目资本金）、海洋基金 0.31 亿元、农银合伙企业产业发展基金 32.00 亿元、国开专项建设基金 10.00 亿元、公司自筹 8.41 亿元。已投入金额在公司“在建工程”科目中反映，S2 线一期全线计划 2023 年通车试运营。

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

表 8 温州市域轨道交通项目规划（单位：公里、亿元）

线名	总长度	隧道及地下线长度	建设期	项目总投资	项目资本金占比	截至 2020 年底完成投资	2021 年计划投资额
S1 线一期工程	53.50	11.40	2013—2019	186.07	50.00%	157.13	4.00
S2 线一期工程	63.63	11.10	2017—2023	261.53	50.00%	107.67	40.00
S3 线一期工程	35.80	2.20	2020—2025	122.40	--	2.86	5.00
合计	152.93	24.70	--	570.00	--	267.66	49.00

注：1、S3 线项目温瑞快速路共建设段已开工建设，截至 2020 年底已投入资金主要用于供电站建设；2、S1 线一期工程和 S2 线一期工程已投资额均为财务口径投资额，实际小于形象工程投资额  
资料来源：公司提供

## （2）铁路投资业务

**铁路投资业务投资资金均来源于政府，公司无资金压力；跟踪期内，受疫情影响公司未实现铁路投资收益。**

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

截至 2020 年底，公司参与出资的铁路投资项目包括金温扩能投资项目 2.34 亿元、金温铁路投资项目 1.27 亿元、甬台温铁路投资项目 3.53 亿元、温福铁路投资项目 2.40 亿元、甬台温西线投资项目 5.30 亿元、甬台温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），2018—2019 年分别获得投资收益 256.58 万元和 301.49 万元，2020 年金温铁路运营受疫情影响，本年度不发放股利，故公司未取得投资收益；杭温铁路项目投资概算 383.04 亿元，截至 2020 年底已投资 307.43 亿元，目前尚处于建设过程中，计划 2022 年建成运营，项目尚未产生投资收益；截至 2020 年底，温福铁路、甬台温铁路等其余项目均已完成建设并运营，但暂无法确定股权比例，故未产生投资收益。未来随着投资项目陆续完工运营及确权手续的完成，将对公司收益形成一定补充。

## （3）房产销售

**跟踪期内，公司销售项目体量较小，实现收入大幅下降，未来收入不确定性较大。**

公司房地产业务由轨交置业负责,2020年,房产销售收入大幅下降。公司近年来开发的房地产项目为县前二期项目和御龙公馆项目,目前均已进入销售尾声,未来可销售规模较小。

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

#### (4) 物业和租赁

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

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

2020年,公司物业管理和租赁业务合计实现收入2983.29万元,较上年进一步增长,2020年疫情影响下,公司实现租赁收入2493.55万元,较上年增加493.00万元,主要系人才公寓开始出租以及新增深蓝大厦、火车站以及BRT场地租赁收入所致。

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

### 3. 未来发展

公司将在现有“五位一体”(前期、建设、投融资、运营管理和沿线资源开发)业务

框架基础上,进一步整合资源,明确主业方向,深耕轨道交通建设和运营核心主业、TOD综合开发和经营培育主业两大板块,拓展轨道交通关联产业投资板块。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司2020年度财务报表经立信中联会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面,截至2020年底,公司合并范围内子公司6家,2020年,公司合并范围内新纳入温州杭温铁路投资有限公司(以下简称“杭温铁路公司”),系公司受温州市基础设施投资基金有限公司(以下简称“基础设施投资公司”)委托,取得54.3014%股权对应的全部表决权所致。整体看,公司合并范围变化对公司财务数据影响较小,公司财务数据可比性强。

### 2. 资产质量

**跟踪期内,公司资产规模持续增长,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2020年底,公司资产总额较上年底增长10.45%,主要系其他应收款、可供出售金融资产和在建工程增长所致;公司资产以非流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019年底		2020年底	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	67.99	16.77	14.23	3.18
其他应收款	14.79	3.65	18.84	4.21
其他流动资产	1.40	0.35	2.91	0.65
<b>流动资产</b>	<b>84.39</b>	<b>20.81</b>	<b>36.24</b>	<b>8.09</b>
可供出售金融资产	15.61	3.85	50.03	11.17
长期股权投资	25.79	6.36	24.79	5.54
固定资产	121.61	29.99	123.79	27.64
在建工程	96.90	23.90	143.38	32.02

其他非流动资产	58.80	14.50	63.95	14.28
<b>非流动资产</b>	<b>321.05</b>	<b>79.19</b>	<b>411.58</b>	<b>91.91</b>
<b>资产总额</b>	<b>405.44</b>	<b>100.00</b>	<b>447.82</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底下降 57.05%，主要系货币资金下降所致。公司货币资金较上年底减少 53.75 亿元，主要系公司偿还前期银团贷款以及以货币资金增持农银合伙企业股份所致；公司货币资金中银行存款占 98.73%，受限货币资金 34.07 万元，受限比例低。公司其他流动资产较上年底增加 2.56 亿元，主要系公司申购理财产品所致。公司其他应收款较上年底增长 27.33%，主要系应收温州市财政局的土地平衡款增长所致；从欠款单位看，公司前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的 98.55%，集中度很高；公司其他应收款以应收温州市财政局的土地平衡款为主，土地平衡款主要是公司垫付的前期土地整理开发成本和市域铁路项目建设的融资利息等，待土地出让后由温州市财政局回款冲抵结算；截至 2020 年底，公司其他应收款计提坏账准备 126.88 万元。

表 10 截至 2020 年底公司其他应收款前五名情况  
(单位：亿元、%)

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

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 28.20%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致。公司可供出售金融资产较上年底增加 34.43 亿元，主要系公司增持农银合伙企业以及百盛联合杭温铁路有限公司（以下简称“百盛联合”）股份所致；公司长期股权投资

较上底下降 3.84%，主要系一号线公司、浙江乐清湾铁路有限公司等确认投资损益-1.25 亿元所致；公司固定资产较上年底增长 1.79%，主要系 S1 线一期项目相关的车站、隧道及地下区间和轨道交通系统等由“在建工程”转入“固定资产”所致；公司在建工程较上年底增长 47.97%，主要系 S2 线一期项目投入所致；公司其他非流动资产较上年底增长 8.76%，主要系公司对杭温铁路温州南动车段项目缴纳耕地成本及水土保持补偿等相关费用 4.00 亿元，待项目开工后转作项目资本金，由于项目公司未成立，暂计入“其他非流动资产”。

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

### 3. 资本结构

2020 年，公司所有者权益规模有所增长，资本公积增长速度较快且占比较高，权益稳定性较强；公司转让 S1 线一期项目获取大规模合作费并偿付相关借款，有息债务规模大幅下降，债务结构以长期债务为主。

截至 2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 21.70%，主要系公司取得各级财政拨入的项目资本金及轨交专项债资金 36.65 亿元计入资本公积所致；公司少数股东权益 44.44 亿元，较上年底增长 26.16%，主要系公司将持股比例为 5.70%的杭温铁路公司纳入报表合并范围，增加基础设施投资公司对杭温铁路公司的少数股东权益所致。跟踪期内，公司实收资本保持稳定，所有者权益以资本公积和少数股东权益为主。

截至 2020 年底，公司负债总额 203.58 亿元，较上年底保持相对稳定，负债结构以非流动负债为主。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.50	6.59	4.00	1.96
应付账款	8.47	4.14	13.37	6.57
其他应付款	10.35	5.05	12.89	6.33
其他流动负债	0.00	0.00	5.00	2.46
<b>流动负债</b>	<b>36.59</b>	<b>17.87</b>	<b>41.84</b>	<b>20.55</b>
长期借款	63.12	30.83	18.48	9.08
应付债券	25.17	12.29	25.16	12.36
长期应付款	6.16	3.01	18.45	9.07
专项应付款	16.27	7.95	20.61	10.12
其他非流动负债	55.05	26.89	77.06	37.86
<b>非流动负债</b>	<b>168.16</b>	<b>82.13</b>	<b>161.73</b>	<b>79.45</b>
<b>负债总额</b>	<b>204.75</b>	<b>100.00</b>	<b>203.58</b>	<b>100.00</b>
实收资本	20.00	9.97	20.00	8.19
资本公积	123.14	61.36	156.46	64.06
未分配利润	15.39	7.67	17.48	7.15
其他综合收益	5.60	2.79	4.36	1.79
少数股东权益	35.23	17.55	44.44	18.20
<b>所有者权益合计</b>	<b>200.70</b>	<b>100.00</b>	<b>244.25</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 14.35%，主要系应付账款、预收款项和其他流动负债增长所致。公司短期借款较上年底下降 70.37%，全部为保证借款，年利率 3.85%。公司应付账款较上年底增长 57.82%，主要由应付工程款构成。公司其他应付款较上年底增长 24.56%，主要为作为工程质保金的工程暂扣款增长所致；应付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。公司其他流动负债新增 5.00 亿元，为 2020 年 9 月发行的“20 温州铁投 SCP003”和“20 温州铁投 SCP004”，余额均为 2.50 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 161.73 亿元，较上年底下降 3.82%。公司长期借款较上年底下降 70.73%，主要由保证借款 15.93 亿元和

质押借款 2.55 亿元构成，年利率分布于 2.80%~4.65% 之间。公司应付债券较上年底略有下降，由公司发行的“15 温州铁投债/15 温铁 02”“16 温州铁投专项债/16 温铁债”和“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”构成。公司长期应付款较上年底增长 199.76%，主要系应付的融资租赁款快速增长所致；公司融资租赁借款年利率分布于 4.23%~4.65%，期限均为 10 年，本报告将其纳入有息债务计算。公司专项应付款较上年底增长 26.66%，主要系公司取得轨道交通建设发展专项资金 10.64 亿元所致。公司其他非流动负债较上年底增长 40.00%，主要系公司预收第二笔 PPP 项目运营合作费增长所致（运营合作费扣除相关税费）。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 74.17 亿元，较上年底下降 33.58%，主要系公司将 2020 年取得的 S1 线铁路运营合作费偿还银团贷款所致。截至 2020 年底，公司短期债务和长期债务分别占全部债务的 16.27% 和 83.73%，短期债务规模较小，债务结构合理。从债务指标上看，跟踪期内，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均有所下降，公司目前债务负担较轻。考虑到公司承担 42.00 亿元的基金投资收益及股权退出的回购资金，公司实际债务规模有所增加。

表 12 公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底	2020 年底
短期债务	17.21	12.07
长期债务	94.45	62.09
全部债务	111.66	74.17
资产负债率	50.50	45.46
全部债务资本化比率	35.75	23.29
长期债务资本化比率	32.00	20.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从有息债务期限结构看，考虑到公司发行企业债附有投资者回售选择权，按下次行权日为到期日算，截至 2020 年底，公司全部债务将于 2021 年、2022 年和 2023 年到期的规模分别为 29.37 亿元、3.08 亿元和 11.09 亿元，2021 年或将面临一定的集中兑付压力。

#### 4. 盈利能力

**2020 年，公司营业收入大幅增长，利润总额对财政补贴依赖程度高。**

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	0.43	0.46	3.23
其他收益	0.00	1.80	3.09
费用总额	0.28	0.26	0.60
利润总额	2.24	2.04	2.27
营业利润率	32.72	39.89	6.19

总资本收益率	0.82	0.65	0.80
净资产收益率	1.28	1.01	0.91

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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

2020 年，公司期间费用显著增长，主要系 S1 线项目完工转固后该项目借款利息停止资本化使得财务费用增长所致。2020 年收入规模大幅增长，期间费用率大幅下降至 18.54%。

非经常性损益方面，2020 年，公司投资收益 -0.82 亿元，主要系确认权益法核算的长期股权投资损失 1.25 亿元所致。2020 年，公司收到温州市财政局拨付的财政补助 3.09 亿元，计入其他收益。公司利润总额对财政补贴的依赖程度高。

2020 年，公司总资本收益率较上年略有上升，净资产收益率较上年略有下降，整体上看，公司盈利能力指标均处于较低水平。

#### 5. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模有所下降；随着市域铁路的建设投入，公司面临较大的对外融资需求。**

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比下降 38.77%，主要系公司收到 S1 线一期项目运营权转让款较 2019 年减少所致。公司经营活动现金流出规模较小，经营活动现金流持续净流入，2020 年，公司现金收入比为 951.97%，收入实现质量高。2019—2020 年公司经营活动现金流入规模大，主要系公司收到 S1 线一期项目运营权转让款所致，截至 2020 年底已全额支付，运营权转让现金流入不具有可持续性。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入规模同比下降 44.95%，主要系收回理财产品及利息规模下降所致；投资活动现金流出同比增长 4.60%，主要由对在建项目、一号线

公司、幸福运营公司、理财产品以及农银合伙企业的投入形成。公司投资活动现金净流出且缺口迅速扩大，公司面临较大的外部融资需求。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长64.05%，主要系公司取得政府投入的轨道建设资本金以及轨交专项债资金所致；筹资活动现金流出同比增长167.86%，主要系2020年银行借款集中偿付以及公司将收到的运营合作费用于偿还银团贷款所致，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负。

表14 公司现金流状况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

## 6. 偿债能力

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

表15 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2019年底	2020年底
<b>短期偿债能力指标</b>		
流动比率	230.64	86.63
速动比率	230.12	86.23
现金短期债务比	3.95	1.18
<b>长期偿债能力指标</b>		
EBITDA 利息倍数	0.58	3.78
全部债务/EBITDA	51.83	13.94

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力看，截至2020年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底有所下降，主要系2020年公司将收到的运营合作费用于偿还银团贷款所致。公司现金类资产较为充裕，现金短期债务比1.18倍，能够覆盖短期债务，假设附有投资者回售选择权的应付债券按首个行权日行权计算，现金短期债务比为0.48倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般，需关注公司长期债务提前行权造成的集中偿付压力。

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

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

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

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

## 7. 母公司财务分析

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

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



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

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

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

## 十、存续期内债券偿还能力

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券本金余额 42.30 亿元，假设含投资者回售选择权的存续债券按首个行权日行权，则一年内到期兑付债券本金 22.30 亿元，存续债券待偿本金峰值 22.30 亿元。截至 2020 年底，公司现金类资产 14.23 亿元；2020 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 37.12 亿元、35.18 亿元和 5.32 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表 16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	22.30
未来待偿债券本金峰值	22.30
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	0.64
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.66
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.58
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.24

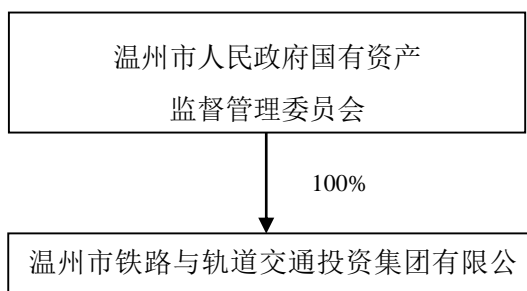
资料来源：联合资信整理

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较弱，经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度较强，EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力弱。总体看，跟踪期内，假设含投资者回售选择权的存续债券按首个行权日行权，公司存续债券的短期偿债压力较大，公司或将面临一定的集中偿债压力。

## 十一、结论

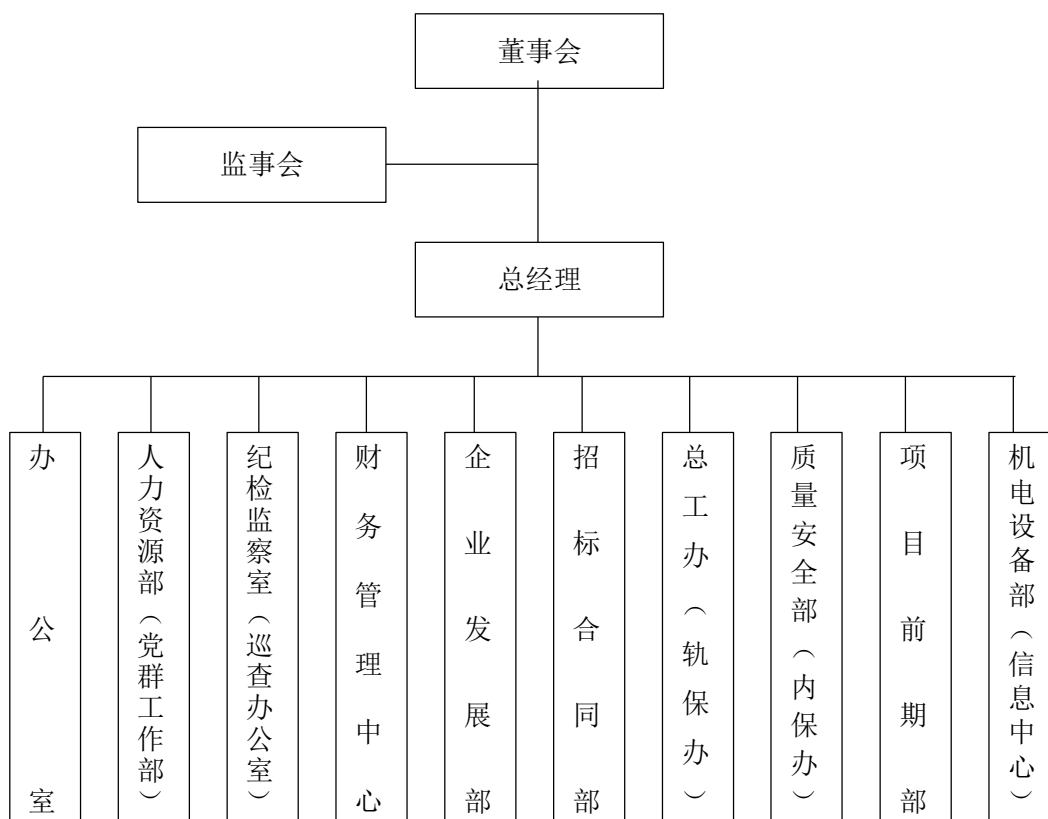
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 温州铁投债/15 温铁 02”“16 温州铁投专项债/16 温铁债”“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”和“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		经营范围
			直接	间接	
1	温州幸福轨道交通股份有限公司	922994.00	68.86	0.21	市域铁路项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；市域铁路沿线的仓储、物流服务项目的建设、开发、经营；市域铁路沿线的资产经营
2	温州市轨道交通资产经营管理有限公司	10000.00	100.00	--	铁路与轨道交通沿线资产及火车站大楼租赁；物业管理；日用品销售；宾馆管理；设计、制作、销售、代理国内各类广告、票卡、纪念品及文化创意产品；商品信息咨询；投资与资产管理；其他仓储业（不含食品和危险化学品）；会议及展览服务；贸易代理；果蔬、苗木种植、销售；废品处置（不含危险废物）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
3	温州市轨道交通置业有限公司	2024.00	100.00	--	房地产开发经营；基础设施建设；建筑安装服务；建筑材料销售
4	温州市域铁路二号线项目有限公司	22000.00	90.91	--	市域铁路项目及沿线配套项目的投资、建设、营运、管理；市域铁路沿线的仓储、物流服务项目的建设、开发、经营；市域铁路沿线的资产经营
5	温州北站高铁新城投资建设有限公司	20000.00	51.00	--	温州北站高铁新城项目开发；土地储备、开发经营；城乡基础设施、公共设施建设、运营；房地产开发经营与旧城改造；物业管理；物流服务；水环境治理服务；园林绿化服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
6	温州杭温铁路投资有限公司	100026.04	5.70	--	对杭温铁路项目的投资及管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

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

资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

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

注：全部债务和长期债务中包括长期应付款中有息债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

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

注：未获取 EBITDA 及其相关指标计算数据

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

