

温州市铁路与轨道交通 投资集团有限公司 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕2943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”“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”和“21 温州铁投债 02/21 温铁 02”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：

二〇二四年六月二十四日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受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”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司和该公司子公司温州幸福轨道交通股份有限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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

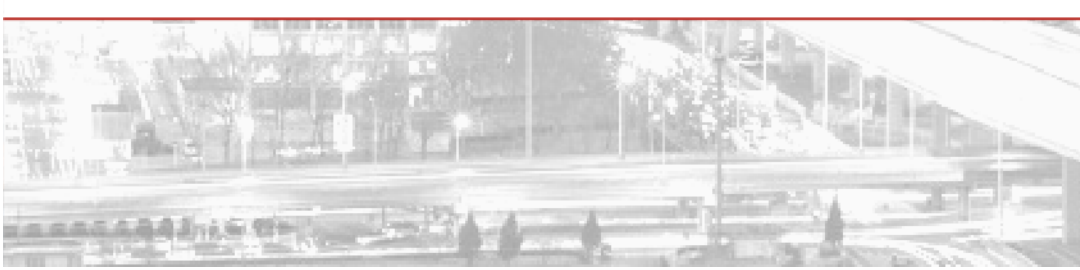
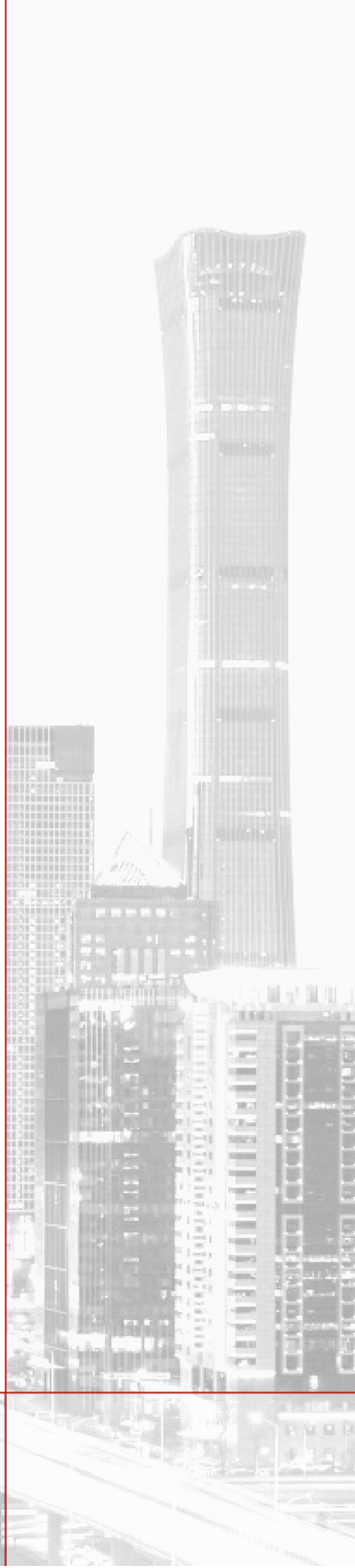
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/24
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	
21 温州铁投债 02/21 温铁 02	AAA/稳定	AAA/稳定	

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”）是温州市市域铁路建设的唯一主体，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。2023 年，温州市区域经济持续增长，经济和财政实力处于浙江省上游水平，公司外部发展环境较好。公司收入仍以轨道交通业务和维保业务收入为主，新增商品销售和客运服务业务收入，营业总收入规模有所增长。公司市域铁路建设项目稳步推进，S1 线全线开通运营，公司通过转让其运营权，形成稳定的轨道交通收入；2023 年，S2 线一期（乐清至瑞安）路段完工，以自营模式运营，收入暂无法覆盖成本，温州市目前正在制定轨道交通成本规制与财政补贴机制，后续将根据相关机制拨付轨道交通运营专项补贴；市域铁路项目未来投资规模较大，公司存在较大资金支出压力。公司资产仍以轨道项目资产为主，资产流动性和盈利性较弱，整体资产质量一般；公司有息债务规模大幅增长，但整体债务负担仍较轻，短期偿债能力指标表现强，长期偿债能力指标表现尚可，间接融资渠道通畅。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在项目资本金、资金平衡用地出让收益返还和政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司核心资产被划出，政府支持程度减弱，再融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**温州市工业基础好，经济和财政实力处于浙江省上游水平，2023 年，温州市地区生产总值和一般公共预算收入分别为 8730.6 亿元和 622.68 亿元，同比增长 6.9% 和 8.5%。
- **公司业务专营性突出。**公司作为温州市市域铁路建设的唯一主体，投资建设了 S1 线、S2 线和 S3 线一期工程，业务专营性突出。
- **持续获得有力的外部支持。**公司在项目资本金、资金平衡用地出让收益返还和政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。

关注

- **资金支出压力较大。**截至 2024 年 3 月底，公司建设的市域铁路 S1 线和 S3 线项目未来三年尚需投资 74.00 亿元，未来资金支出压力较大。
- **市域铁路项目投资回收期长。**公司建设的 S2 线和 S3 线项目投资规模大，回收期长，收入实现情况受到项目建设进度及未来实际运营情况影响，具有一定不确定性。2023 年，S2 线亏损运营，运营期资金平衡或将依赖政府补助，温州市目前正在制定轨道交通成本规制与财政补贴机制。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	1
			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	4
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AAA

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

主要财务数据

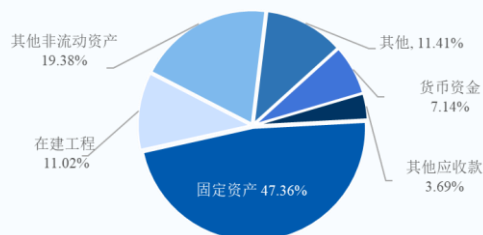
项目	合并口径		
	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	38.02	40.73	45.79
资产总额（亿元）	513.83	569.67	582.18
所有者权益（亿元）	296.96	313.18	314.37
短期债务（亿元）	23.23	22.71	21.35
长期债务（亿元）	76.57	130.44	145.95
全部债务（亿元）	99.79	153.15	167.30
营业总收入（亿元）	5.97	6.91	1.69
利润总额（亿元）	2.26	2.01	-1.63
EBITDA（亿元）	5.44	6.05	--
经营性净现金流（亿元）	-8.35	-11.29	-1.19
营业利润率（%）	13.28	-14.82	-55.22
净资产收益率（%）	0.74	0.63	--
资产负债率（%）	42.21	45.03	46.00
全部债务资本化比率（%）	25.15	32.84	34.73
流动比率（%）	101.85	176.78	208.57
经营现金流动负债比（%）	-14.50	-23.40	--
现金短期债务比（倍）	1.64	1.79	2.15
EBITDA 利息倍数（倍）	7.59	1.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.36	25.34	--

项目	公司本部口径		
	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	355.20	394.40	402.33
所有者权益（亿元）	254.90	269.31	271.79
全部债务（亿元）	63.15	74.41	49.66
营业总收入（亿元）	0.31	1.64	0.98
利润总额（亿元）	2.09	2.15	-0.02
资产负债率（%）	28.24	31.72	32.45
全部债务资本化比率（%）	19.86	21.65	15.45
流动比率（%）	98.25	121.63	113.40
经营现金流动负债比（%）	0.05	5.93	--

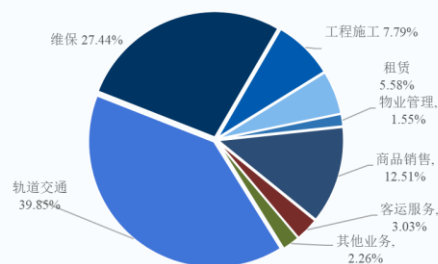
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

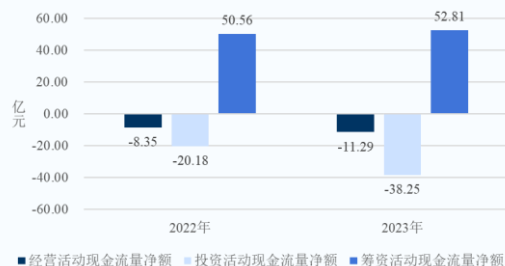
2023 年底公司资产构成



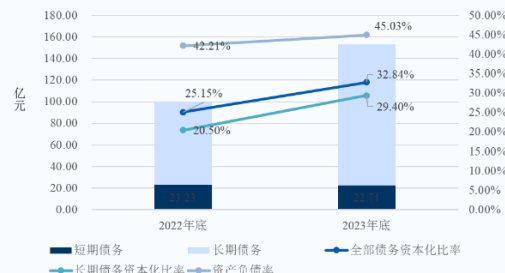
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
15 温州铁投债/15 温铁 02	7.00 亿元	7.00 亿元	2030/08/27	回售, 调整票面利率
16 温州铁投专项债/16 温铁债	10.30 亿元	4.10 亿元	2031/09/22	回售, 调整票面利率
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	8.00 亿元	7.10 亿元	2035/09/16	回售, 调整票面利率
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	12.00 亿元	12.00 亿元	2036/04/13	回售, 调整票面利率
21 温州铁投债 02/21 温铁 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2036/06/21	回售, 调整票面利率

注: 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; 到期日系假设债券不全部行权的到期日
资料来源: 联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 温州铁投债 02/21 温铁 02 21 温州铁投债 01/21 温铁 01 20 温州铁投债 01/20 温铁 01 16 温州铁投专项债/16 温铁债 15 温州铁投债/15 温铁 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/26	马玉丹 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
21 温州铁投债 02/21 温铁 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/05/11	马玉丹 吕泽峰	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	阅读全文
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	AAA/稳定	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	阅读全文
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	AAA/稳定	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	阅读全文
16 温州铁投专项债/16 温铁债 15 温州铁投债/15 温铁 02	AAA/稳定	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	阅读全文
16 温州铁投专项债/16 温铁债 15 温州铁投债/15 温铁 02	AA+/稳定	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 15 温州铁投债/15 温铁 02	AA/稳定	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/稳定	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均无版本号
资料来源: 联合资信整理

评级项目组

项目负责人: 马玉丹 mayd@lhratings.com

项目组成员: 吴 茵 wuyin@lhratings.com

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.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)



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

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2011 年 2 月，初始注册资本 20.00 亿元，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”）持有公司全部股权。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，唯一股东和实际控制人为温州市国资委。公司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 2024 年 3 月底，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（详见附件 1-2）；纳入合并范围的子公司 15 家（详见附件 1-3）。

截至 2023 年底，公司资产总额 569.67 亿元，所有者权益 313.18 亿元（含少数股东权益 41.99 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 6.91 亿元，利润总额 2.01 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 582.18 亿元，所有者权益 314.37 亿元（含少数股东权益 42.11 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.69 亿元，利润总额-1.63 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：朱三平。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内，公司均已按期足额偿付到期本金及利息，既往还本付息情况良好。“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，“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”和“21 温州铁投债 02/21 温铁 02”募投项目均为市域铁路 S2 线一期工程。截至本报告出具日，募集资金已全部按计划使用，项目进展情况详见“经营分析”部分。

图表 1·截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
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	4.10	2016/09/22	15（5+5+5）
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	8.00	7.10	2020/09/16	15（3+3+3+3+3）
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	12.00	12.00	2021/04/13	15（3+3+3+3+3）
21 温州铁投债 02/21 温铁 02	10.00	10.00	2021/06/21	15（3+3+3+3+3）

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

“16 温州铁投专项债/16 温铁债”募投项目详见下表，截至本报告出具日，募集资金已按计划使用完毕，募投项目均已完工投运。

图表 2·截至 2024 年 3 月底“16 温州铁投专项债/16 温铁债”募投项目情况

项目名称	开工时间	建设进度
温州市域铁路运营控制中心工程停车场	2014 年 9 月	已建成
市域铁路 S1 线灵昆车辆段上盖开发配套停车场	2019 年 6 月	已建成
市域铁路 S1 线瑶北站区综合体配套停车场	2017 年 11 月	已建成
市域铁路 S1 线永中站区综合体配套停车场	2018 年 12 月	已建成
市域铁路 S1 线高铁站区综合体配套停车场	2018 年 2 月	已建成
温州铁投集团人才公寓停车场	2016 年 3 月	已建成

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《[2024 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2 区域环境分析

温州市工业基础较好，以电气、鞋履、服装、汽车零部件和泵阀等为支柱产业。跟踪期内，温州市经济稳步发展，经济和财政实力处于浙江省上游水平，一般公共预算收入和政府性基金预算收入均有所增长，公司外部发展环境良好。

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。温州市是全国 45 个公路交通枢纽城市之一，温州港是全国 25 个主枢纽港之一，温州市交通便利；陆地海岸线长 514 公里，有岛屿 714.5 个（横仔屿为温州市与台州市共有），海岸曲折，良港众多，海洋资源丰富，是江南“鱼米之乡”。温州市陆域面积 12110 平方公里，海域面积 8649 平方公里，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。截至 2023 年底，全市常住人口 976.1 万人，比上年底增加 8.2 万人。

图表 3 • 温州市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	7658.80	8081.40	8730.60
GDP 增速（%）	7.7	3.7	6.9
固定资产投资增速（%）	11.4	7.8	7.4

项目	2021年	2022年	2023年
三产结构	2.2:41.9:55.9	2.2:42.1:55.7	2.1:41.3:56.6
人均 GDP（万元）	7.89	8.31	8.98

资料来源：联合资信根据公开资料整理

经济方面，温州是中国民营经济的先发之地，是我国首批沿海开放城市之一，工业基础较好，以电气、鞋履、服装、汽车零部件和泵阀等为支柱产业。根据《温州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2023年，温州市地区生产总值按不变价格计算，同比增长6.9%，在浙江省排名第3位。2023年，温州市第一产业增加值179.6亿元，增长4.9%；第二产业增加值3606.7亿元，增长7.2%；第三产业增加值4944.3亿元，增长6.8%；三次产业比重由上年的2.0：42.1：55.9调整为2.1：41.3：56.6。2023年，温州市人均地区生产总值同比增长6.3%，在浙江省排名中下游。

2023年，温州市固定资产投资较上年增长7.4%，民间投资同比增长2.0%；工业投资同比增长17.5%，其中制造业投资增长14.2%；基础设施投资增长18.3%，其中交通投资增长16.6%。2023年，温州市房地产开发投资同比增长1.0%；房屋施工面积6314.5万平方米，其中住宅施工面积4141.4万平方米；商品房销售面积706.2万平方米，其中住宅销售面积629.1万平方米。

交通运输方面，截至2023年底，温州市实有公共汽（电）车营运车辆5232辆，年载客量2.63亿人次，实有出租车6848辆。2023年，温州市铁路客运量为2534.5万人次，同比增长97.7%；同期，温州市货运量为696.4万吨，同比增长6.1%。

图表4·温州市主要财政指标

项目	2021年	2022年	2023年
一般公共预算收入（亿元）	657.55	573.85	622.68
一般公共预算收入增速（%）	9.2	-12.7	8.5
税收收入（亿元）	549.47	448.95	502.27
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	83.56	78.23	80.66
一般公共预算支出（亿元）	1066.82	1137.74	1175.94
财政自给率（%）	61.64	50.44	52.95
政府性基金收入（亿元）	1493.01	1156.56	1310.70
地方政府债务余额（亿元）	2126.66	2634.84	3074.71

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于温州市全市和市级预算执行情况及全市和市级预算草案的报告》，2023年，温州市一般公共预算收入较快增长；其中税收收入占一般公共预算收入的比重较高，财政收入质量较好，但财政自给能力一般。2023年，温州市政府性基金预算收入同比增长13.3%。截至2023年底，温州市政府债务余额3074.71亿元，其中专项债务余额2401.50亿元、一般债务余额673.22亿元，债务负担较重。

根据温州市政府公开信息，2024年一季度，温州市实现地区生产总值2125.2亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%。其中，第一产业增加值同比增长3.9%；第二产业增加值同比增长7.8%；第三产业增加值同比增长5.0%。同期，温州市规上工业增加值378.1亿元，同比增长10.7%，固定资产投资同比增长6.9%。同期，温州市全市公路运输总周转量增长8.52%；全市生态环保、交通、能源和水利投资增长27.2%。2024年一季度，温州市完成一般公共预算收入228.7亿元，同比增长3.3%，其中税收收入184.1亿元，同比增长2.9%，税占比80.5%；一般公共预算支出362.6亿元，同比增长6.2%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业规模和竞争力方面，公司仍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、建设及后期管理以及轨道交通空间资源整合等职责，业务具有显著的区域专营性，竞争优势明显。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330300575342052A），截至2024年5月10日，公司本部无关注或不良类贷款记录，公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，公司历史债务履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及被行政处罚等行为。

（二）管理水平

公司法人治理结构相当完善，内部管理制度较为完善、执行情况较好。跟踪期内，公司主要管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常；公司董事、监事和高级管理人员均未发生变动。截至 2024 年 3 月底，公司董事会成员 7 名，符合公司章程；公司监事会成员 2 名，公司章程规定公司监事 5 名，目前缺位 3 名，公司将与温州市政府沟通并完善监事会成员构成。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司业务仍以轨道交通业务和维保业务为主，新增商品销售业务和客运服务业务，营业总收入有所增长；受维保业务成本增长和客运服务业务亏损的影响，公司毛利率为负。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况 (单位: 万元)

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
轨道交通	27522.94	46.11	12.09	27522.94	39.85	12.09
维保	20234.23	33.90	19.96	18953.48	27.44	-11.56
工程施工	3407.61	5.71	19.19	5378.75	7.79	7.23
房产销售	171.49	0.29	28.08	0.00	0.00	--
租赁	3388.47	5.68	37.78	3856.67	5.58	37.86
物业管理	535.58	0.90	-106.56	1067.68	1.55	-171.76
商品销售	0.00	0.00	--	8639.89	12.51	6.24
客运服务	0.00	0.00	--	2091.14	3.03	-447.07
其他业务	4424.27	7.41	-1.14	1561.75	2.26	-103.02
合计	59684.59	100.00	14.62	69072.31	100.00	-13.42

注：“0.00”表示当期未确认收入；“--”代表不适用；尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）市域铁路投资建设及运营

公司市域铁路建设项目稳步推进，S1 线全线开通运营，公司通过转让其运营权，形成稳定的轨道交通收入。2023 年，S2 线一期（乐清至瑞安）路段完工，以自营模式运营，收入暂无法覆盖成本，温州市目前正在制定轨道交通成本规制与财政补贴机制，后续将根据相关机制拨付轨道交通运营专项补贴。市域铁路项目未来投资规模较大，公司存在较大资金支出压力。

公司目前负责投资建设的市域铁路项目中，S1 线一期项目主体工程和 S2 线一期（乐清至瑞安）路段已经完工投入运营，S3 线尚处于建设中。

S1 线一期由公司发起成立的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，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 线一期项目总投资 186.07 亿元，项目资本金为 93.04 亿元，由政府出资的项目资本金 56.22 亿元和社会资本出资 36.82 亿元构成，其他部分由温州市政府按规定货币出资 19.40 亿元¹及公司自筹解决。根据温州市人民政府市长办公会议纪要〔2021〕7 号文件，2021 年，温州市政府重新研究并明确市域铁路 S1 线机场段、奥体段及瓯江口半岛二三站的政府资本金出资安排，S1 线政府出资计划相应调整，调整后项目资金来源包括政府出资 64.71 亿元（含项目资本金及按规定货币出资的部分），社会资本出资 36.82 亿元，其余由公司自筹及资金平衡用地出让收益²补充。截至 2024 年 3 月底，S1 线一期项目已投资 175.78 亿元，其中政府出资的项目建设资金 60.13 亿元，自筹资金 25.65 亿元，其他资金到位 90.00 亿元。

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

² 温州铁投享有轨道交通沿线土地开发收益（S1 线沿线站点周边土地，配套土地面积约为 4102 亩，预计土地开发净收益约为 196 亿元），用于筹资设立轨道交通建设发展专项资金

2019年12月26日，公司与浙江温州市域铁路一号线有限公司³（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”）⁴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），上述两笔合作费已经全部支付完毕。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，项目总投资261.53亿元，政府出资的项目资本金107.26亿元，其余部分由浙江省政府发行轨交专项债85.00亿元（其中23.50亿元用作项目资本金）以及公司自筹资金补足。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。截至2024年3月底，S2线一期项目完成投资204.53亿元，其中政府财政资本金25.45亿元、轨交专项债券85.00亿元（其中23.50亿元用作项目资本金）、海洋经济发展专项资金0.31亿元、国开专项建设基金10.00亿元，公司通过自有及自筹资金83.77亿元。S2线由二号线项目公司自主运营，主要通过票务、广告及沿线物业综合开发获取收益。

2023年8月，S2线工程（乐清至瑞安）开通初期运营。2023年，S2线实现客运总量625.34万人次，日均客运量4.89万人次，运营里程654.40万公里；2024年1—3月，S2线实现客运总量290.68万人次，日均客运量3.19万人次，运营里程114.11万公里。S2线的客运服务业务处于初期阶段，业务收入主要为票款收入，成本主要包括S2线运营成本和折旧成本，2023年实现客运服务收入0.21亿元，收入暂无法覆盖成本。2023年，公司获得政府S2线运营专项补贴2.27亿元。温州市目前正在制定轨道交通成本规制与财政补贴机制，后续将根据相关机制拨付轨道交通运营专项补贴。

S3线一期工程项目总投资163.59亿元，政府出资的项目资本金65.44亿元，其余部分采取市场化融资的方式由公司负责筹集，未来主要依靠运输收入、运营补贴收入及TOD综合开发收益实现资金平衡。截至2024年3月底，S3线一期项目到位资本金25.98亿元（货币出资7.1亿元、专项债18.88亿元），银团贷款合同已签订56.15亿元，已提款6.28亿元；S3线一期项目已开工建设，已投入资金23.57亿元。

截至2024年3月底，公司S1线一期工程、S2线一期工程和S3线一期工程累计已投资403.88亿元，未来三年计划投资74.00亿元，公司未来投资规模较大，面临较大资金支出压力。

图6·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	截至2024年3月底已完成投资	未来三年计划投资额
S1线一期工程	53.50	11.40	2013—2019	186.07	175.78	4.00
S2线一期工程	63.63	11.10	2017—2023	261.53	204.53	--
S3线一期工程	35.80	2.20	2020—2026	163.59	23.57	70.00
合计	152.93	24.70	--	611.19	403.88	74.00

注：项目总投资为概算投资额，实际投资额小于概算投资额
资料来源：公司提供

（2）维保业务

2023年，公司新增对S2线相关设备设施的维保业务致使业务成本大幅增长，业务毛利率大幅下降。

维保业务主要由中铁通轨道运营有限公司开展，该公司具有承装（修、试）电力设施许可证（承装四级、承修三级、承试三级）、铁路电气化工程专业承包叁级、电子与智能化工程专业承包贰级、建筑业企业施工劳务资质、消防设施维护保养检测资质等。公司于2021年开始对S1线的相关设备设施进行维护保养，根据幸福运营公司每月开具的发票确认收入；2023年公司新增对S2线的相关设备设施的维

³一号线公司注册资本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%。

⁴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%。

保业务，S2线由二号线项目公司运营，合并口径不确认收入。2023年，公司维保业务毛利率大幅下降主要系S1线项目外包运维成本增加以及新增S2线相关设备设施的运维成本所致。

（3）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，但业务确权进展缓慢，尚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2024年3月底，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3.21亿元、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），因折旧办法调整，金温铁路不具备分红条件，跟踪期内，公司未收到相关投资收益；截至2024年3月底，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，业务确权进展缓慢，尚未产生投资收益。

（4）工程施工业务

2023年，公司工程施工业务收入大幅增长，毛利率有所下降。

公司工程施工业务由中兴(温州)轨道通讯技术有限公司（以下简称“中兴轨道通讯”）开展，主要负责电子与智能化工程、智慧城市项目总承包及工程建设业务。近年来，中兴轨道通讯主要完成了温州市域铁路S1线一期工程公安通信系统、温州市域铁路控制中心智能化集成系统等项目。结算方面，中兴轨道通讯通常与客户按照进度结算款项，并留有少量质保金。2023年，公司工程施工业务收入大幅增长，但毛利率较上年有所下降，主要系收入占比较大的软件销售安装业务毛利较低所致。截至2024年3月底，公司工程施工业务尚未完工合同金额合计0.65亿元。

（5）房产开发业务

公司房地产开发项目均已进入销售尾声，2023年未实现收入，暂无在建和拟建项目，未来房地产板块收入不确定性较大。

公司房产开发业务由温州市轨道交通置业有限公司（以下简称“轨交置业”）负责，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。2023年，公司未取得房产销售收入；截至2024年3月底，公司暂无在建或拟建的房地产项目，未来温州市域铁路建成后，公司将采用“轨道交通+物业”运营模式，以市域铁路为核心，对周边地块进行总体规划，开发地铁上盖或者毗邻土地，建设商业建筑和住宅，未来房地产板块收入不确定性较大。

（6）物业和租赁业务

2023年，公司租赁业务较为稳定，物业管理收入有所增长，受人工费和服务费增长影响，物业业务毛利率大幅下降。

公司物业管理和租赁业务目前主要由温州市轨道交通资产经营管理有限公司（以下简称“轨交资管”）和轨交置业负责经营，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、铁投人才公寓和S2线车站及车辆段，租赁收入主要为S1线各站点经营的商铺、温州火车站、人才公寓、深蓝大厦等实现的收入。2023年，公司租赁收入和毛利率较往年变化不大；物业管理收入较上年增长99.35%，主要系新增S2线车站及车辆段物业服务项目所致；毛利率大幅下降主要系前述项目的人工费和服务费大幅增长所致。截至2024年3月底，公司管理的物业和租赁资产总面积35.32万平方米（S2线各站点及车辆段项目暂无具体建筑面积）。

（7）商品销售业务

2023年，公司新增商品销售业务，对收入形成一定补充，业务的供应商和客户集中度高，利润空间不大。

公司商品销售业务由轨交资管开展，贸易货种主要为钢材、钢坯、弹性道砟垫等。该业务主要采用“以销定采”的模式，公司根据客户需求制定供应商的供货计划，供应商根据供货计划向公司提供货物，将货物运输到指定地点，运输费用由供应商承担，公司在收货当天对货物进行验收；验收货物合格后向客户移交货物并办理相关手续。公司按月与供应商和客户进行结算，每月25日为结算截止日期。

2023年，公司实现商品销售业务0.86亿元，业务毛利率6.24%；供应商主要为台州通联供应链有限公司、浙江天铁实业股份有限公司和济钢国际物流有限公司，其业务成本合计占公司商品销售业务成本的97.82%；公司客户主要为浙江盛赢金属材料有限公司和汴京钢铁（山东）集团有限公司，其业务收入占商品销售业务收入的92.88%；该业务的供应商和客户集中度高。

2 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，深耕轨道交通建设运营、TOD 综合开发、轨道关联产业、资产资源资本经营四大业务板块。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年度财务报告，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司会计政策执行新会计准则解释，采用追溯调整法进行会计处理，对合并报表影响不大；公司无重要会计估计变更。合并范围变化方面，2023 年，公司合并范围内新增 2 家子公司，均为投资新设；2024 年 1—3 月，公司合并范围没有变化；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司 15 家。整体看，公司会计政策变更和合并范围变动对财务数据可比性影响不大，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，随着项目持续投入，公司资产规模有所增长，仍以轨道项目资产为主，资产盈利能力和流动性均较弱，整体资产质量一般。

图表 7· 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	58.64	11.41	85.31	14.97	91.74	15.76
货币资金	37.89	7.37	40.68	7.14	45.75	7.86
其他应收款（合计）	11.84	2.30	21.22	3.73	21.88	3.76
非流动资产	455.18	88.59	484.36	85.03	490.44	84.24
固定资产	115.97	22.57	269.82	47.36	270.81	46.52
在建工程	234.32	45.60	62.80	11.02	67.10	11.53
其他非流动资产	64.33	12.52	110.39	19.38	110.77	19.03
资产总额	513.83	100.00	569.67	100.00	582.18	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

截至 2023 年底，公司资产总额较上年底增长 10.87%，主要系轨道交通项目投入和其他应收款增长所致；资产结构仍以非流动资产为主。货币资金主要为银行存款，其中受限资金 0.21 亿元，主要为保函保证金、履约保证金等，受限比例很低。其他应收款（合计）较上年底增长 79.30%，主要系轨道专项款和区域内国有企业的往来款增加所致；公司其他应收款账龄主要分布于 1 年以内（占 64.78%），账龄相对较短；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 99.64%，集中度很高。固定资产较上年底增长 132.67%，主要系 S2 线工程及温州南站西广场项目完工转入固定资产所致；主要由隧道及地下区间（占 50.90%）、车站（占 15.93%）和轨道交通系统（占 10.47%）构成；累计计提折旧 11.56 亿元；未办妥产权证书的固定资产主要包括因在建工程暂估转固的构筑物 18.89 亿元、车站 42.99 亿元、隧道及地下区间 137.33 亿元等。在建工程主要包括 S3 线工程和 S1 线工程灵昆车辆端上盖一层平台和盖下工程。其他非流动资产较上年底增长 71.59%，主要系 S2 线项目建设用地及温州北站改扩建等增加所致；期末主要包括 S1 线和 S2 线的建设用地以及公司参与出资的铁路投资项目。

图表 8· 2023 年底公司其他应收款前五名欠款单位情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比（%）
温州北站高铁新城投资建设有限公司	往来款	5.12	3 年以内	24.34
轨道专项款	轨道专项款	7.34	1 年以内	34.95
乐清市铁路投资开发有限公司	借款	1.50	1 至 4 年	7.14
轨道发展建设基金	轨道发展基金	4.14	2 年以内	19.70

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比 (%)
温州市滨都房地产开发有限公司 ⁵	往来款	2.84	1 年以内	13.51
合计	--	20.94	--	99.64

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产 3.73 亿元，占比 0.65%，主要为借款质押的股权（上海浦东发展银行股份有限公司股票）和抵押的房产。

（2）资本结构

2023 年，公司权益规模及结构较上年底变化不大，稳定性较强。随着项目的持续投入，公司有息债务规模大幅增长，但整体债务负担较轻，债务期限较长，集中偿付压力不大。

截至 2023 年底，公司所有者权益 313.18 亿元，较上年底增长 5.46%，主要系各级财政的项目资本金注入所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 6.39%）、资本公积（占 71.67%）、其他综合收益（占 0.94%）、未分配利润（占 6.91%）及少数股东权益（占 13.41%）构成，所有者权益稳定性较强；资本公积主要为 S1、S2、S3 线政府出资的项目资本金、专项投资补助以及专项债资金等。

图表 9 • 公司主要负债情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	57.58	26.55	48.26	18.81	43.98	16.42
其他应付款	20.07	9.26	16.50	6.43	13.93	5.20
其他流动负债	10.12	4.67	10.09	3.94	10.06	3.76
非流动负债	159.29	73.45	208.24	81.19	223.82	83.58
长期借款	15.27	7.04	52.81	20.59	59.07	22.06
应付债券	40.91	18.86	45.91	17.90	55.89	20.87
长期应付款	29.90	13.79	39.04	15.22	38.30	14.30
其他非流动负债	71.56	33.00	68.81	26.83	68.81	25.69
负债总额	216.86	100.00	256.49	100.00	267.80	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 18.27%，非流动负债占比进一步提升。经营性负债主要包括轨道交通建设项目工程尚未支付的工程款形成的其他应付款和由轨道交通建设发展专项资金等构成的专项应付款。

有息债务方面，2023 年底，公司其他流动负债主要为短期融资券（10.08 亿元），长期应付款（含一年内到期部分）主要为融资租赁款（32.64 亿元）和温州市土地储备出让中心土地储备开发基金（4.50 亿元），本报告将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。截至 2023 年底，公司全部债务较上年增长 53.47%，其中短期债务占比 14.83%，长期债务占比 85.17%，长期债务占比进一步提升。融资渠道方面，银行借款占 38.48%，债券融资占 37.06%，非标融资占 24.25%。资金成本方面，公司短期融资券的利率区间为 2.16%~2.46%，期限为 270 天；短期借款利率区间为 2.88%~3.30%，长期借款利率区间为 2.80%~4.06%，长期借款期间均在 15 年以上，银行借款的主要借款单位包括国家开发银行、农业银行、兴业银行、招商银行和交通银行等；融资租赁款的借款利率区间为 3.12%~3.94%，借款期限区间为 5~10 年，主要借款单位为招银金融租赁有限公司、工银金融租赁有限公司、农银金融租赁有限公司和昆仑金融租赁有限责任公司。债务期限方面，截至 2023 年底，公司将于 2024 年和 2025 年到期的债务（不含交易性金融负债、应付票据）分别占 51.54 亿元和 11.50 亿元（企业债按照下个行权日计算），集中偿付压力不大。从债务指标看，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较上年底均有所上升。

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额同比增长 4.41%，主要系银行借款增长所致。整体看，公司债务负担较轻。

图表 10 • 截至 2024 年 5 月 16 日公司存续债券情况

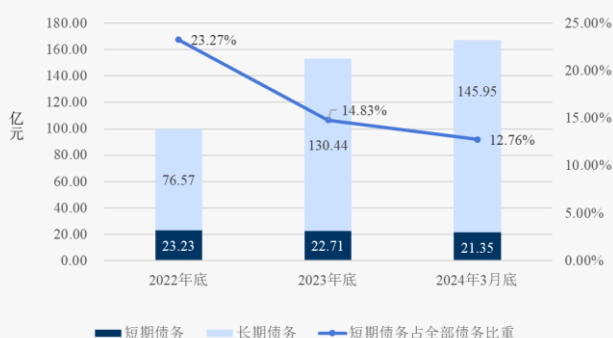
债券简称	债券类别	发行日期	发行期限 (年)	票面利率 (%)	发行规模 (亿元)	余额 (亿元)	下一行权日	到期日期
15 温州铁投债/15 温铁 02	一般企业债	2015/08/26	3+3N (N 为续期数, N≤4)	3.33	7.00	7.00	2024/08/27	2030/08/27

⁵ 该公司为温州铁投的二级子公司，间接持股比例为 23%。

债券简称	债券类别	发行日期	发行期限 (年)	票面利率 (%)	发行规模 (亿元)	余额 (亿元)	下一行权日	到期日期
16 温州铁投专项债/16 温铁债	一般企业债	2016/09/21	5+5+5	3.55	10.30	4.10	2026/09/22	2031/09/22
20 温州铁投债 01/20 温铁 01	一般企业债	2020/09/11	3+3+3+3+3	3.13	8.00	7.10	2026/09/16	2035/09/16
21 温州铁投债 01/21 温铁 01	一般企业债	2021/04/08	3+3+3+3+3	2.70	12.00	12.00	2027/04/13	2036/04/13
21 温州铁投债 02/21 温铁 02	一般企业债	2021/06/16	3+3+3+3+3	3.40	10.00	10.00	--	2024/06/03
23 温州铁投 SCP004	超短期融资债券	2023/09/06	0.74	2.28	1.50	1.50	--	2024/06/23
23 温州铁投 SCP005	超短期融资债券	2023/09/26	0.74	2.46	5.00	5.00	--	2024/12/02
24 温州铁投 SCP001	超短期融资债券	2024/03/06	0.74	2.20	2.00	2.00	--	2025/02/04
24 温州铁投 SCP002	超短期融资债券	2024/05/09	0.74	1.90	1.50	1.50	--	--

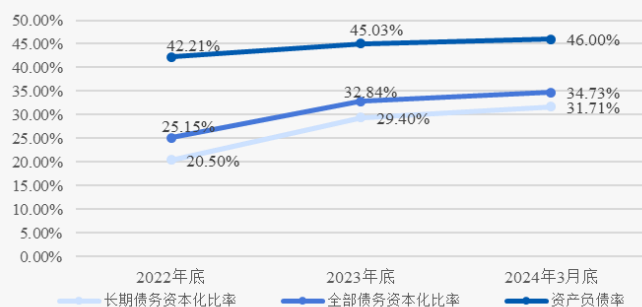
注：1. 表中包含计入应付债券和其他流动负债中的存续债券；2. 表中债券余额为票面价值
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 11 • 公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 12 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

(4) 盈利能力

2023 年，公司新增商品销售和客运服务业务，营业收入有所增长，受 S2 线工程完工转固计提折旧的影响，营业成本大幅增长，营业利润率由正转负；公司利润总额对财政补助的依赖程度高。

2023 年，公司营业总收入较上年增长 15.73%，主要系公司新增商品销售业务和客运服务所致；同期，营业成本较上年增长 53.74%，主要系 S2 线工程完工转入固定资产、折旧成本计入营业成本所致；营业利润率下降至-14.82%。期间费用同比增长 40.89%，主要系财务费用增长所致，公司期间费用率增至 25.90%。

非经营性损益方面，2023 年，公司投资收益-1.38 亿元，主要系确认权益法核算的长期股权投资损失 1.57 亿元所致。2023 年，公司其他收益主要系政府补助，主要以轨道交通建设专项资金（3.73 亿元）和 S2 线运营专项补贴（2.27 亿元）为主，公司利润总额对财政补助的依赖程度高。

从盈利指标看，2023 年，公司总资本收益率及净资产收益率均有所下降。

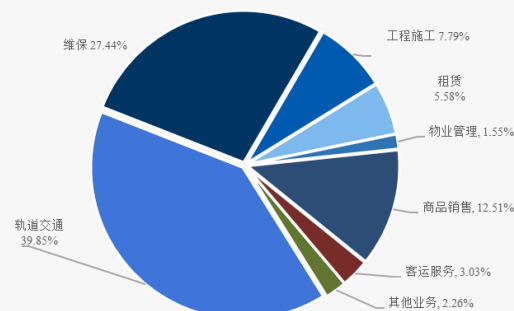
图表 13 • 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	5.97	6.91	1.69
营业成本	5.10	7.83	2.59
期间费用	1.27	1.79	0.74
投资收益	-0.89	-1.38	0.00
其他收益	3.39	6.12	0.01
利润总额	2.26	2.01	-1.63
营业利润率 (%)	13.28	-14.82	-55.22
总资本收益率 (%)	0.63	0.59	--
净资产收益率 (%)	0.74	0.63	--

注：2024年1-3月的其他收益为63.63万元。

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 14 • 公司收入情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(5) 现金流

2023年，公司经营活动净流出规模增加，随着公司轨道交通项目的投入，公司投资活动现金流持续大规模净流出，公司对外部融资需求较大。

2023年，公司经营活动现金流入较上年增长190.13%，主要包括经营业务回款和政府补助款；收入实现质量高；受经营业务成本增长的影响，经营性活动现金流出较上年增长87.00%，经营活动净流出规模有所增加。公司投资活动现金流入较上年大幅下降83.08%，主要系本期理财产品赎回规模减少和政府专项资金拨款减少所致，公司投资活动现金流出规模较上年下降29.03%，投资活动现金持续净流出且缺口较大。公司筹资活动现金流入主要为借款、融资租赁借款和发行债券取得的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，公司筹资活动现金净流入规模较大，随着后续项目的开展和债务的滚续，公司对外部融资需求较大。

2024年1—3月，公司经营活动现金和投资活动现金保持净流出；筹资活动现金保持净流入。

图表 15 • 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	4.19	12.15	1.74
经营活动现金流出小计	12.53	23.44	2.93
经营活动现金流量净额	-8.35	-11.29	-1.19
投资活动现金流入小计	44.26	7.49	1.48
投资活动现金流出小计	64.44	45.73	9.91
投资活动现金流量净额	-20.18	-38.25	-8.43
筹资活动现金流入小计	91.70	88.14	31.82
筹资活动现金流出小计	41.14	35.33	17.13
筹资活动现金流量净额	50.56	52.81	14.69
现金收入比	54.11%	96.32%	53.52%

2 偿债指标变化

公司短期偿债能力强，长期偿债能力指标表现尚可，间接融资渠道通畅，或有负债风险相对可控。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年(底)	2023年(底)	2024年1—3月(底)
短期偿债指标	流动比率(%)	101.85	176.78	208.57
	速动比率(%)	88.00	130.40	157.55
	现金短期债务比(倍)	1.64	1.79	2.15
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	5.44	6.05	--
	全部债务/EBITDA(倍)	18.36	25.34	--
	EBITDA利息倍数(倍)	7.59	1.35	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

从偿债指标看，2023年底，公司流动比率、速动比率以及现金类资产对短期债务保障程度均有所提升，现金类资产较为充裕，公司短期偿债能力指标表现强。2023年，公司EBITDA同比小幅增长，EBITDA对有息债务本息的覆盖倍数有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标表现尚可。

或有负债方面，截至2024年3月底，公司对外担保余额为35.00亿元，相当于公司所有者权益的11.18%。被担保企业为温州市瓯飞经济开发投资有限公司(10.00亿元)、泰顺县发展投资集团有限公司(12.00亿元)、温州臻龙建设投资集团有限公司(10.00亿元)和温州市国有资本投资运营有限公司(3.00亿元)，均为国有企业，目前经营情况正常。整体看，公司或有负债风险相对可控。

截至2024年3月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼和仲裁；整体看，公司或有负债风险可控。

融资渠道方面，截至2024年3月底，公司获得金融机构授信额度合计806.56亿元，尚未使用额度719.74亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

跟踪期内，公司本部主要承担投资管理职能，本部债务负担较轻，短期偿债能力强；子公司负责具体项目建设与运营，本部对子公司管控能力很强。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 394.40 亿元，资产以货币资金（占 8.44%）、其他应收款（占 9.46%）和长期股权投资（占 66.53%）为主；公司本部所有者权益 269.31 亿元，主要由实收资本（占 7.43%）、资本公积（占 85.17%）、盈余公积（占 0.79%）及未分配利润（占 6.61%）构成；公司本部全部债务 74.41 亿元，全部债务资本化比率 21.65%，债务负担较轻，现金短期债务比 1.89 倍，短期偿债能力强。2023 年，公司本部营业总收入 1.64 亿元，其他收益 3.73 亿元，利润总额 2.15 亿元。公司本部主要承担投资管理职能，子公司负责具体项目建设与运营，分别从事轨道交通项目建设、运营管理、沿线物业资料开发等业务，为加强对子公司的管理控制，公司制定了内部管理制度，对下属子公司的人事管理、财务管理、工程项目管理和投资管理等方面进行管理和控制。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，可持续发展能力较强。

环境方面，公司轨道交通项目建设可能会面临粉尘、噪音、污水排放等环境风险，截至目前尚未受到监管处罚，且在可持续发展和环境争议事件管理方面表现较好。

社会责任方面，公司纳税情况良好。根据公司提供的相关情况说明和公开信息查询，公司过去一年未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

温州市综合实力非常强，公司是温州市市域铁路建设的唯一主体，在市域铁路建设方面具有区域专营地位，在资金平衡用地出让收益归集、项目资本金及财政补贴等方面持续获得外部支持。

温州市工业基础较好，近年来经济稳步发展，经济总量处于浙江省上游水平。2023 年底，温州市地方政府债务余额为 3074.71 亿元，地方政府债务限额为 3074.79 亿元。整体看，温州市综合实力非常强。公司是温州市市域铁路建设的唯一主体，在市域铁路建设方面具有区域专营地位。温州市国资委为公司的实际控制人。近年来，公司在资金平衡用地出让收益归集、项目资本金及财政补贴方面获得有力的外部支持。

资金平衡用地出让收益归集方面，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。截至 2023 年底，公司累计收到轨道交通建设发展专项资金 62.29 亿元。

项目资本金支持方面，截至 2024 年 3 月底，S1 线一期工程已获得各级政府出资的项目建设资金共计 60.13 亿元；S2 线一期工程收到各级政府出资资本金共计 25.45 亿元，收到轨交专项债资金 85.00 亿元，收到国开专项建设基金 10.00 亿元，收到海洋经济发展专项资金 0.31 亿元；S3 线一期工程收到政府出资资本金 25.98 亿元，其中货币出资 7.10 亿元，专项债资金 18.88 亿元。

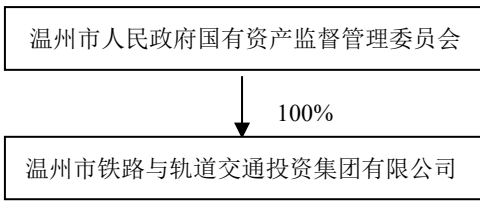
财政补贴方面，2023 年，公司确认专项发展资金和 S2 线运营专项补贴等政府补助 6.07 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

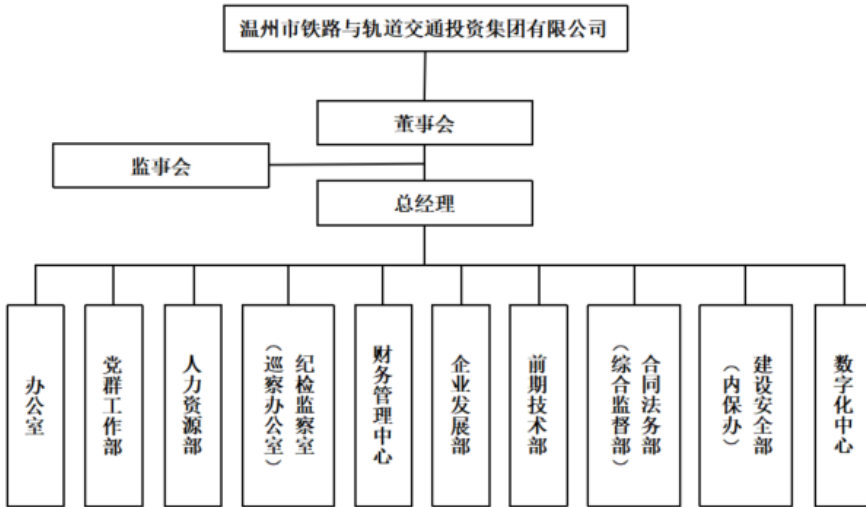
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 温州铁投债/15 温铁 02”“16 温州铁投专项债/16 温铁债”“20 温州铁投债 01/20 温铁 01”“21 温州铁投债 01/21 温铁 01”和“21 温州铁投债 02/21 温铁 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公开资料

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司官网

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

序号	子公司全称	业务性质	持股比例		表决权比例（%）	取得方式
			直接（%）	间接（%）		
1	温州幸福轨道交通股份有限公司	基础设施建设行业	69.68	0.22	100.00	新设取得
2	温州市轨道交通资产经营管理有限公司	服务业	100.00	--	100.00	无偿划转
3	温州市轨道交通置业有限公司	房地产开发行业 (国有资产投资管理)	100.00	--	100.00	无偿划转
4	温州市汀田上盖置业有限公司	商务服务业	--	100.00	100.00	新设取得
5	温州市铁兴置业有限公司	房地产开发经营	--	100.00	100.00	新设取得
6	瑞安市瑞兴置业有限公司	房地产开发经营	--	100.00	100.00	新设取得
7	温州市域铁路二号线项目有限公司	基础设施建设行业	100.00	--	100.00	新设取得
8	温州动车所项目有限公司	铁路运输业	60.00	--	60.00	新设取得
9	温州杭温铁路投资有限公司	基础设施建设行业	5.6985	--	59.999916	其他
10	中铁通轨道运营有限公司	道路运输业	37.00	--	67.00	其他
11	温州卓通人力资源服务有限公司	人力服务	--	100.00	100.00	新设取得
12	温州市域铁路三号线项目有限公司	基础设施建设行业	100.00	--	100.00	新设取得
13	中兴（温州）轨道通讯技术有限公司	软件服务	44.10	--	54.10	其他
14	温州铁盛建设有限公司	基础设施建设行业	85.00	--	85.00	新设取得
15	温州车站枢纽建设开发有限公司	基础设施建设行业	100.00	--	100.00	新设取得

注：1. 因其它股东不参与公司经营决策，公司对温州幸福轨道交通股份有限公司表决权为 100.00%；2. 公司受温州市基础设施投资基金有限公司委托，取得其持有温州杭温铁路投资有限公司 54.3014% 股权对应的全部表决权，公司共计持有温州杭温铁路投资有限公司的表决权达到 59.999916%；3. 根据公司与中铁通轨道运营有限公司签订的《一致行动人协议》，公司实际持有中铁通轨道运营有限公司 67% 的股权对应的表决权；4. 根据公司与宁波新聚贤企业管理合伙企业签订的《一致行动人协议》，公司实际持有中兴（温州）轨道通讯技术有限公司 54.1% 的股权对应的表决权

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	38.02	40.73	45.79
应收账款（亿元）	0.61	0.76	0.82
其他应收款（亿元）	11.84	21.22	21.88
存货（亿元）	7.98	22.38	22.44
长期股权投资（亿元）	21.68	19.99	20.04
固定资产（亿元）	115.97	269.82	270.81
在建工程（亿元）	234.32	62.80	67.10
资产总额（亿元）	513.83	569.67	582.18
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	38.93	41.99	42.11
所有者权益（亿元）	296.96	313.18	314.37
短期债务（亿元）	23.23	22.71	21.35
长期债务（亿元）	76.57	130.44	145.95
全部债务（亿元）	99.79	153.15	167.30
营业总收入（亿元）	5.97	6.91	1.69
营业成本（亿元）	5.10	7.83	2.59
其他收益（亿元）	3.39	6.12	0.01
利润总额（亿元）	2.26	2.01	-1.63
EBITDA（亿元）	5.44	6.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.23	6.65	0.90
经营活动现金流入小计（亿元）	4.19	12.15	1.74
经营活动现金流量净额（亿元）	-8.35	-11.29	-1.19
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.18	-38.25	-8.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	50.56	52.81	14.69
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.54	8.93	--
存货周转次数（次）	1.26	0.52	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	54.11	96.32	53.52
营业利润率（%）	13.28	-14.82	-55.22
总资本收益率（%）	0.63	0.59	--
净资产收益率（%）	0.74	0.63	--
长期债务资本化比率（%）	20.50	29.40	31.71
全部债务资本化比率（%）	25.15	32.84	34.73
资产负债率（%）	42.21	45.03	46.00
流动比率（%）	101.85	176.78	208.57
速动比率（%）	88.00	130.40	157.55
经营现金流动负债比（%）	-14.50	-23.40	--
现金短期债务比（倍）	1.64	1.79	2.15
EBITDA 利息倍数（倍）	7.59	1.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.36	25.34	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.51	33.27	33.99
应收账款（亿元）	0.00	0.56	0.52
其他应收款（亿元）	17.24	37.30	37.96
存货（亿元）	0.00	0.00	0.01
长期股权投资（亿元）	254.23	262.38	266.68
固定资产（亿元）	4.71	6.13	6.10
在建工程（亿元）	25.48	20.80	21.76
资产总额（亿元）	355.20	394.40	402.33
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	254.90	269.31	271.79
短期债务（亿元）	13.85	17.60	7.48
长期债务（亿元）	49.30	56.80	42.18
全部债务（亿元）	63.15	74.41	49.66
营业总收入（亿元）	0.31	1.64	0.98
营业成本（亿元）	0.29	1.64	0.97
其他收益（亿元）	3.30	3.73	0.00
利润总额（亿元）	2.09	2.15	-0.02
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.30	1.11	0.70
经营活动现金流入小计（亿元）	0.73	6.01	1.32
经营活动现金流量净额（亿元）	0.02	3.47	-0.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-12.60	-8.38	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	26.79	14.67	0.73
财务指标			
销售债权周转次数（次）	155.55	5.80	--
存货周转次数（次）	140.90	809.50	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	96.53	67.74	71.10
营业利润率（%）	7.49	0.00	1.19
总资本收益率（%）	0.66	0.63	--
净资产收益率（%）	0.82	0.80	--
长期债务资本化比率（%）	16.21	17.42	13.43
全部债务资本化比率（%）	19.86	21.65	15.45
资产负债率（%）	28.24	31.72	32.45
流动比率（%）	98.25	121.63	113.40
速动比率（%）	98.24	121.63	113.39
经营现金流动负债比（%）	0.05	5.93	--
现金短期债务比（倍）	1.70	1.89	4.54
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告已将其其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；未获取公司本部折旧、摊销和利息支出情况，相关指标无法计算，用“/”表示；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

附件3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持