



## 温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 主体信用评级

信用等级：AA 评级展望：稳定

评级时间：2024年07月15日

主要财务指标	2021	2022	2023	2024Q1
现金类资产(亿元)	21.70	38.02	40.93	45.79
资产总额(亿元)	482.82	513.83	569.47	582.18
所有者权益(亿元)	258.30	296.96	313.18	314.37
短期债务(亿元)	16.69	23.23	22.71	21.35
全部债务(亿元)	105.33	99.79	153.15	167.30
营业总收入(亿元)	5.35	5.97	6.91	1.69
利润总额(亿元)	2.40	2.26	2.01	-1.63
EBITDA(亿元)	5.52	5.42	6.02	—
经营净现金流(亿元)	-0.47	-8.35	-11.29	-1.19
营业毛利率(%)	13.47	14.62	-13.42	-53.35
EBIT 利润率(%)	49.46	43.07	40.16	—
总资产报酬率(%)	0.57	0.52	0.51	—
资产负债率(%)	47.33	42.21	45.03	46.00
全部债务资本化比率(%)	29.29	25.15	32.84	34.73
流动比率(倍)	1.08	1.02	1.77	2.09
现金类资产/短期债务(倍)	1.30	1.64	1.79	2.15
全部债务/EBITDA(倍)	19.06	18.41	25.44	—
EBITDA 利息保障倍数(倍)	8.05	5.62	2.63	—

资料来源：公司 2021~2023 年度审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表，中债资信整理

### 分析师

李鹿野 陈诗蓉

电话：010-88090209

邮箱：liluy@chinaratings.com.cn

### 市场部

电话：010-88090123

传真：010-88090162

邮箱：cs@chinaratings.com.cn

地址：北京市西城区月坛南街1号院

1号楼2层2-201(100045)

网站：www.chinaratings.com.cn

## 评级结论

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 4 月。截至 2024 年 5 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，全资股东和实际控制人均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”）。公司主要从事温州市轨道交通项目前期投资、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，短期内主营业务结构将保持稳定。中债资信认为公司所属的城投行业信用品质一般。资源配置方面，公司公益性业务属性较强，公益性业务委托方为温州市人民政府，温州市经济财政实力均很强，经济财政质量较高，预计可对公司轨道交通业务资金供给提供较强支撑。公司轨道交通项目未来投资压力较大，历史项目资本金拨付进度与项目建设进度存在一定程度错配，预计未来面临较大筹资压力，债务负担或将加重。S2 线的运营资金平衡主要依赖政府补贴，需关注未来经营及政府补贴落实情况。债务政策方面，公司资产质量一般，债务负担较低，债务期限结构合理，短期偿债指标表现很好，综合融资成本较低，融资渠道稳定性一般，备用流动性充裕，预计债务可以滚动接续。公司或有负债风险低。外部支持方面，近年公司获得了温州市人民政府在项目资本金、财政补助等多方面的支持，外部支持具有较强的增信作用。综合上述因素，公司个体级别为 aa-，外部支持增信 1 个子级，中债资信评定公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

## 主要优势

- 温州市经济财政实力均很强，经济财政质量较高，区域融资环境较好，业务外部发展环境良好。
- 公司是温州市重要的轨道交通建设主体，项目定位高，区域专营性强，可在政府资本金、政府专项债、资金平衡用地出让收益返还和财政补助等方面获得较强的外部支持。

## 主要关注

- 公司轨道交通项目未来投资压力较大，历史上项目资本金拨付与项目建设进度存在一定程度错配，公司面临较大筹资压力。
- 公司自营 S2 线呈现亏损，资金平衡未来将主要依赖政府补贴，温州市相关财政补贴机制尚在制定中，需关注未来实际补贴情况。





表 1：近年公司主营业务结构（单位：亿元、%）

收入	2021	2022	2023
轨道交通业务（S1 线 PPP 项目运营合作费）	2.75	2.75	2.75
轨道交通业务（客运服务）	—	—	0.21
维保	1.96	2.02	1.90
工程施工	—	0.34	0.54
房产销售	0.02	0.02	—
物业和租赁业务	0.40	0.39	0.49
商品销售	—	—	0.86
其他辅业	0.21	0.44	0.16
合计	5.35	5.97	6.91
毛利率	2021	2022	2023
轨道交通业务（S1 线 PPP 项目运营合作费）	10.15	12.09	12.09
轨道交通业务（客运服务）	—	—	-447.07
维保	17.82	19.96	-11.56
工程施工	—	19.19	7.23
房产销售	-152.80	28.08	—
物业和租赁业务	1.29	18.08	-7.59
商品销售	—	—	6.24
其他辅业	57.38	-1.14	-103.02
合计	13.47	14.62	-13.42

注：营业收入各项求和与合计数因小数保留位数原因或存在一定差异。

资料来源：公司提供，中债资信整理

## 公司概况

■ 2011 年 2 月，温州市人民政府发布《温州市人民政府关于同意组建温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司的批复》，同意组建温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司，公司初始注册资本金 20.00 亿元，首期资本金 5.00 亿元，温州市人民政府授权温州市人民政府国有资产监督管理委员会作为出资人，履行出资人职责；2011 年 4 月，公司经温州市工商行政管理局依法核准成立。2012 年 4 月，温州市国资委以货币资金和资本公积转增资本出资 15.00 亿元，补足公司实收资本。截至 2024 年 5 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，全资股东和实际控制人均为温州市人民政府国有资产监督管理委员会。

业务方面，公司是温州市重要的轨道交通建设主体，主要承担项目前期投资、开发、建设，以及后期管理及轨道交通空间资源整合等职责，兼营维保、房地产开发、物业和租赁等经营性业务。从收入结构看，受制于轨道交通项目具有民生属性，加之已运营线路较少、运营模式选定等因素，公司轨道交通业务收入不高，但公司围绕其开展了多项衍生业务，因此公司营业总收入仍主要由轨道交通类业务构成。

## 行业风险

■ 为有效防范化解地方债务风险，2023 年中央出台了“一揽子化债方案”，城投行业风险得到一定缓释。2024 年，地方债务风险化解仍将从“化存量、控新增”两个维度开展，财政政策及金融支持将继续协同发力，各省级政府将进一步压实主体责任，积极作为，有效控制新增融资规模，保证到期债务尤其是城投债券的接续。城投行业债务增速将会下降，若化债政策落地效果显著，行业债务期限结构和偿债指标表现亦有望得到改善，城投行业风险可控，整体行业信用品质基本稳定在“一般”水平。

## 资源配置

### 区域信用环境

■ 温州市经济财政实力均很强，经济财政质量较高，广义债务负担一般，区域融资表现好。公司轨道交通业务授权方和资本金出资方为温州市人民政府。温州市位于浙江省东南部，是中国民营经济的先发之地，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，近年经济稳步发展。经济方面，2021~2023 年温州市分别实现地区生产总值 7,585.00 亿元、8,029.80 亿元和 8,730.60 亿元，增速分别为 7.7%、3.7%和 6.9%，经济体量稳居浙江省下辖地级市上游，





表 2：温州市经济、财政指标

指标名称	2020	2021	2022	2023
地区生产总值（亿元）	6,870.90	7,585.00	8,029.80	8,730.60
一般公共预算收入（亿元）	601.98	657.55	573.85	622.68
综合财力（亿元）	2,270.78	2,480.16	2,122.57	2,305.59
人均 GDP（元）	71,774	78,879	83,107	89,821
财政自给率（%）	58.61	61.64	50.44	52.95

资料来源：公开资料，中债资信整理

经济实力很强。财政方面，2021~2023 年温州市地方政府综合财力<sup>1</sup>分别为 2,480.16 亿元、2,122.57 亿元和 2,305.59 亿元，财政实力同样很强。分项来看：（1）2021~2023 年一般公共预算收入分别为 657.55 亿元、573.85 亿元和 622.68 亿元，其中，2022 年受公共卫生事件影响，大规模留抵退税导致收入下降较多，但区域税源稳定性较强，扣除留抵退税因素后同口径仅下降 2.6%；2023 年实现较快恢复。近年税收收入占比始终保持在 80%左右，一般公共预算收入稳定性较好。（2）2021~2023 年政府性基金收入分别为 1,493.01 亿元、1,156.56 亿元和 1,310.70 亿元，分别占同期综合财力的 60.20%、54.49%和 56.85%，政府性基金收入规模基本保持稳定，但在综合财力中占比较高，财力稳定性一般。（3）转移性收入继 2022 年明显增长后，2023 年仍维持较高水平，达到 364.73 亿元，上级政府对温州市的支持意愿较强、支持力度较大。经济财政质量方面，2023 年温州市实现人均地区生产总值 89,821 元，水平较高；同年财政自给率为 52.95%，财政自给率一般，但也高于全国均值，区域经济财政质量较高。区域债务负担方面，截至 2023 年末，温州市地方政府债务余额为 3,074.71 亿元，政府债务负担<sup>2</sup>为 133.36%，政府债务负担较重；同期末，（区域内发债城投企业有息债务+地方政府债务余额）/地方政府综合财力约 3.4 倍，区域广义债务负担一般。区域融资环境方面，近年温州市城投债持续净流入，融资成本总体不高，一揽子化债政策后仍有小幅下降，融资渠道畅通度进一步提升，区域融资表现好。

### 规模和市场地位

■ 公司是温州市两大市本级主体之一，另一家为温州市城市建设发展集团有限公司（以下简称“温州城建”）。公司资产总额不及温州城建，但从职能定位看，公司是温州市重要的轨道交通建设主体，区域专营性强，区域市场地位较重要。

### 轨道交通业务

■ 中短期内公司面临较大投资压力，经营亏损补贴机制正在制定；未来，温州市轨道交通项目仍有大规模投资，预计公司将持续面临资金压力，需关注债务风险。为推动温州市向新区、郊区、辅城、中心城镇发展，拉大城市框架，改善和优化城市空间格局，2012 年 9 月，国家发改委下发《浙江省温州市域铁路建设规划（2012-2018 年）》，将建设 3 条轨道交通市域铁路（S1 线一期、S2 线一期、S3 线一期），总长度 152.93 公里，计划总投资 611.19 亿元。S1 线一期方面，计划总投资 186.07 亿元，调整后的出资方案为政府出资 64.71 亿元（含项

<sup>1</sup> 使用一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营预算收入、转移性收入加总测算。

<sup>2</sup> 使用地方政府债务余额/地方政府综合财力测算。



目资本金和按规定货币出资<sup>3</sup>），社会资本出资 36.82 亿元，其余来自公司自筹及资金平衡用地出让收益<sup>4</sup>。截至 2024 年 3 月末，已投资 175.78 亿元，其中政府出资 60.13 亿元，公司银行借款 58.50 亿元，其他资金 57.15 亿元<sup>5</sup>，未来三年计划投资 4.00 亿元用于收尾工程。该项目已于 2019 年投入运营，但公司不负责运营，经温州市政府批准，2019 年 12 月公司与浙江温州市域铁路一号线有限公司等企业（以下简称“合作方”）签订了《温州市域铁路 S1 线一期工程 PPP 项目运营合作协议》，即项目资产归公司所有，合作方拥有运营权，合作期限 30 年，合作费 90.00 亿元，计入其他非流动负债。目前公司已全额收到上述款项。2020~2049 年，公司将每年计提 3.00 亿元合作费，扣除相关税费后以 2.75 亿元确认业务收入。**S2 线一期方面**，计划总投资 261.53 亿元，其中政府出项目资本金 107.26 亿元、发行专项债 85.00 亿元<sup>6</sup>，其余由公司自筹（含资金平衡用地出让收益<sup>7</sup>），不引入社会资本出资。截至 2024 年 3 月末，已投资 204.53 亿元，主要由政府资本金 25.45 亿元、专项债 85.00 亿元、公司自筹资金 83.77 亿元<sup>8</sup>构成，未来一年公司层面计划投资 10.00 亿元。因政府资本金出资较慢，公司层面已超额投资，政府出资进度与项目建设进度不匹配将推升公司资金压力。该项目由公司自主运营，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，乐清至瑞安段开通运营，至年末实现客运总量 625.34 万人次（日均客运量 4.89 万人次），实现客运服务收入 0.21 亿元，无法覆盖成本，当年获得专项补贴 2.27 亿元；2024 年一季度，实现客运总量 290.68 万人次（日均客运量 3.19 万人次）。据公司测算，整体 S2 线每年亏损 7 亿元左右（不含折旧），目前政府相关部门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专项补贴，需关注资金平衡情况。**S3 线一期方面**，计划总投资 163.59 亿元，其中政府出项目资本金 65.44 亿元，发行专项债 42.00 亿元，其余由公司自筹，不引入社会资本出资。截至 2024 年 3 月末，已投资 23.57 亿元，未来三年计划投资 70.00 亿元，由专项债先行，公司筹资压力集中在 2025~2026 年。该项目建成后同样自主运营，主要依靠运输、运营补贴、TOD 综合开发实现收益。未来，随着轨道交通路网逐步完善，人

<sup>3</sup> 如项目途经地政府对本区域项目建设有超过标准造价的特殊需求，则由所在地政府补足造价差额。

<sup>4</sup> S1 线沿线站点周边配套土地（净地）面积约 4,102 亩，预计土地开发净收益约 196 亿元，汇入轨道交通建设发展专项资金账户，用于轨道交通项目建设。截至 2024 年 3 月末，累计收到专项资金 62.24 亿元，基本已全部支出。

<sup>5</sup> 主要为国开基金约 6 亿元、社会资本方约 13 亿元和永续债约 15 亿元。

<sup>6</sup> 政府划拨的专项债资金公司计入资本公积，专项债资金还本付息主要由温州市政府负责。

<sup>7</sup> S2 线沿线站点周边配套土地（净地）面积约 5,555 亩，预计土地开发净收益约 195 亿元，汇入轨道交通建设发展专项资金账户，用于轨道交通项目建设。截至 2024 年 3 月末，还未产生收益。

<sup>8</sup> 主要为农银汇理约 32 亿元、银行借款约 40 亿元。



口流动串联经济发展，轨道沿线土地价值有望提升，将更好的反哺公司业务发展。**长远规划方面**，伴随着用于拉大城市框架的 S 线逐步开通运行，用于主城区联动的 M 线已将规划报至国家发改委，计划总投资合计约 500 亿元，预计将在“十四五”末获批，“十五五”集中建设。建设 M 线的同时，温州市将向国家发改委报送 S 线二期项目建设计划。目前 M 线尚处于报批阶段，存在一定监管审批风险，项目实际投建面临一定不确定性。按照目前的建设规划，未来温州市仍有大规模轨道交通建设计划，而公司作为实施主体，预计将持续面临较大投资和筹资压力，随着项目的持续推进，预计公司债务负担或将加重。

### 经营性业务

■ **当前公司经营性业务基本无收益，未来将加大开展力度，需关注盈利表现。****维保业务方面**，公司拥有承装（修、试）电力设施许可证（承装四级、承修三级、承试三级）、电子与智能化工程专业承包贰级等资质。2021 年起公司对 S1 线一期相关设施进行维护保养，根据合作方开具的发票确认收入，年收入在 2 亿元左右，毛利率在 20% 左右。2023 年公司新增 S2 线一期维保工作，因该线路自主运营，合并口径下不确认收入，因此 2023 年业务毛利率下降至-11.56%。2024 年公司计划拓展南通市等省外维保业务，预计全年可实现收入 3.79 亿元。**物业和租赁业务方面**，物业收入主要来自轨道控制中心大楼、S2 线一期车站及车辆段等；租赁收入主要来自 S1 线一期各站点商铺、人才公寓、深蓝大厦等。2021~2022 年业务收入规模总体稳定，2023 年实现小幅提升，但因部分项目人工成本波动、资产计提折旧等因素影响，毛利率时而为负。预计随着轨道交通建设逐步完善，业务盈利能力将逐步提升。**房地产开发业务方面**，近年公司开发了县前二期项目和御龙公馆项目，截至 2023 年末已投资 4.90 亿元，市场化可售房产综合销售进度约 95%，累计销售金额 3.06 亿元，预计无法覆盖投资成本，主要因部分房产公司自持，以及部分需定向销售给安置户导致；2023 年末实现销售收入。截至 2024 年 3 月末，公司无在、拟建项目。随着温州市轨道交通逐步建成，公司将围绕沿线地块进行总体规划，开发地铁上盖或在毗邻土地建设商业和住宅项目，通过租售实现收益。目前，公司已自行购置 3 块土地用于未来房地产项目开发，但目前房地产市场景气度存在一定不确定性，未来资金平衡存在一定压力。整体看，公司经营性业务稳步推进，受 S2 线运维成本高、人工成本持续提升等因素影响，整体毛利率呈现波动，部分业务毛利率于 2023 年转负。

### 盈利能力和现金流

■ **公司营业总收入逐年增长，但规模不大，营业毛利率由正转负，**



自身盈利能力一般；现金收入比增长明显，经营获现能力较强，外部融资需求较大。盈利能力方面，2021~2023 年公司营业总收入逐年增长，但受轨道交通业务具有民生属性、已运营线路较少等因素限制，总体收入不高，分别为 5.35 亿元、5.97 亿元和 6.91 亿元。2021~2022 年公司营业毛利率均保持在 14%左右；2023 年因 S2 线一期部分路段投入运营，并将已完工工程转入固定资产产生折旧成本，致使当年营业毛利率由正转负至-13.42%。同时，2023 年公司全部债务较快增长推升财务费用，在营业总收入增长的情况下期间费用收入比仍上升近 5 个百分点至 25.90%，经营性业务利润下降至-2.81 亿元，但在财政补助等支持下，全年公司利润总额仍超过 2 亿元，较 2021~2022 年差距不大。现金流方面，2022~2023 年公司经营活动现金流表现为净流出态势，主要因部分站点上盖开发地块项目投入导致，但 2023 年公司现金收入比增长至 96.32%，经营获现能力较强。投资活动现金流近年均表现为较大规模净流出，主要因轨道交通项目持续投入所致，公司有较大的外部融资需求。筹资活动现金流近年均表现为较大规模净流入，主要为公司获得的政府资本金、政府专项债以及外部融资，重点用于轨道交通建设。

#### 管理与战略

■ 公司治理结构及内控体系较为完善，对子公司控制力较强。公司按照《中华人民共和国公司法》及其他法律法规的规定，制定了《温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司章程》，建立了符合现代企业管理制度要求的法人治理结构，并制定了相关的配套制度，涵盖了预算管理、财务管理、投资管理、融资管理、对外担保管理、子公司管理、关联交易、信息披露等制度。其中，子公司管理方面，实行重大事项报告制度、重大合同审批制度等；总经理及财务负责人由集团公司直接委派，由子公司董事会聘用；资金管理实行集团集中管理，负责对各子公司资金统筹管理，融资及对外担保都须经集团批准后才能执行，公司治理结构及内控体系较为完善。

■ 公司未来投资主要集中于轨道交通业务，相较历史投资进度将有所加快。目前，公司轨道交通项目均处在集中建设期，叠加相关附属设施及衍生项目的建设，根据公司未来投资计划，未来一年公司各项目预计将投入 65 亿元，其中公司层面需投入 25 亿元，相较历史投资进度有所加快，短期内公司资本支出压力较大。同时，如政府资本金出资滞后，公司层面将增加投入，资本支出压力将进一步上升。

#### 债务政策

■ 公司资产总额持续增长，资产受限比例很低，资产质量一般。近





表 3：公司资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021	2022	2023	2024Q1
<b>流动资产</b>	<b>50.99</b>	<b>58.64</b>	<b>85.31</b>	<b>91.74</b>
货币资金	15.19	37.89	40.68	45.75
其他应收款	26.74	11.84	21.22	21.88
存货	0.09	7.98	22.38	22.44
<b>非流动资产</b>	<b>431.83</b>	<b>455.18</b>	<b>484.36</b>	<b>490.44</b>
固定资产	118.41	115.97	269.82	270.81
在建工程	200.03	234.32	62.80	67.10
其他非流动资产	72.59	64.33	110.39	110.77
<b>资产合计</b>	<b>482.82</b>	<b>513.83</b>	<b>569.67</b>	<b>582.18</b>

资料来源：公司 2021~2023 年度审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表，中债资信整理

年来，公司资产总额持续增长，截至 2024 年 3 月末为 582.18 亿元，非流动资产占比 84.24%。公司资产主要由固定资产（270.81 亿元）、其他非流动资产（110.77 亿元）、在建工程（67.10 亿元）、货币资金（45.75 亿元）、存货（22.44 亿元）和其他应收款（21.88 亿元）构成。分项来看：（1）固定资产主要为轨道交通业务相关的隧道及地下区间、车站、轨道交通系统、动车组等资产，2023 年随着 S2 线一期部分项目完工从在建工程转入，余额大幅增长，而与此同时开始计提折旧，是 2023 年公司营业毛利率转负的主要原因之一。（2）其他非流动资产主要为 S1 线一期和 S2 线一期建设用地，以及铁路投资业务公司参与出资的项目。铁路投资业务具体为，公司代表温州市政府作为出资单位承担项目资本金或持有股权并享有相应的投资收益，投资资金均由政府拨付。截至 2024 年 3 月末，公司参与出资的铁路投资项目账面价值合计 21.32 亿元。2023 年其他非流动资产账面价值同比增加较多，主要原因是 S2 线主线用地当年由在建工程科目转入，待未来相关权证办理完成后拟转入固定资产科目。（3）在建工程主要为轨道交通业务各线路投入，其中 S3 线工程余额超过 23 亿元、M1 线工程余额 0.09 亿元，未来随着项目持续建设，预计余额将快速增长。（4）货币资金主要为银行存款，同期末受限比例仅为 0.46%，可动用资金较充裕。

（5）存货主要是公司在轨道交通项目沿线购买的土地，计划后期建设商业、住宅等项目获取收益，同期末未抵质押受限。根据公司发展规划，未来仍将依托轨道交通项目的增值效应择机在沿线购置土地开发项目，需关注购地进展及收益情况。（6）其他应收款主要为与区域内国有企业的往来款和借款，以及轨道专项款，账龄总体不长，主要集中在 2 年内，回收风险不高。受限资产方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值 2.57 亿元，受限比例很低。整体看，公司资产流动性和资产质量均一般。

■ 近年公司全部债务波动上升，未来预计将不断增长，债务负担较低，债务期限结构合理，短期偿债指标表现很好，综合融资成本较低，融资渠道稳定性一般，备用流动性充裕，预计债务可以滚动接续。近年随着轨道交通项目持续建设，公司全部债务波动上升，其中 2023 年受制于政府资本金拨付较少等因素影响，全部债务涨幅较大。未来，公司轨道交通项目仍有大规模投资，预计公司全部债务将不断增长。**债务负担方面**，截至 2024 年 3 月末，公司全部债务为 167.30 亿元，依托政府大额注入项目资本金，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 46.00%和 34.73%，债务负担处于行业较低水平。**偿债指标方面**，近年公司短期债务余额始终保持较低水平，截至 2024 年 3 月末，短期债务占比为 12.76%，债务期限结构合理。2021~2023 年公司现金类资



产对短期债务的保障倍数逐年增长，2024 年 3 月末涨至 2.15 倍，同时公司货币资金受限比例很低，短期偿债指标表现很好。**债务类型方面**，公司主要通过银行贷款和发行债券进行融资，其中公司银行贷款、债券及非标融资分别约占全部有息债务的 40%、40%和 20%，融资渠道稳定性一般。**融资成本方面**，截至 2024 年 3 月末，公司全部债务综合融资成本约 3.5%，处于较低水平。其中，公司当前本级存续债券在不涉及担保及长周期（15 年）占比八成的情况下，平均票面利率仅约为 3.57%。2024 年上半年，公司发行的 4 支超短期融资债券（均为 270 天）中有 3 支票面利率低于 2%，其中，2024 年 6 月发行的“24 温州铁投 SCP004”为 1.82%，仅高于同期 1 年期国债收益率约 20BP，直融渠道畅通。银行贷款综合融资成本在 3.55%左右，部分期限长达 20~30 年，国有大行基本均有涉及，金融机构对公司认可度高。非标融资主要向“工银金租”、“农银金租”借款，期限多为 10 年期，部分早期借款利率稍高，但也仅为 3.9%左右，后期借款利率下降至 3.0%~3.5%区间。公司非标融资主要用于沿线 TOD 和轨道交通配套项目开发。截至 2024 年 3 月末，公司共获得各类机构授信总额 806.56 亿元，未使用额度 719.74 亿元，备用流动性充裕，预计债务可以滚动接续。

■ **公司对外担保比率低，或有负债风险低。**截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 35.00 亿元，占同期公司所有者权益的 11.13%，对外担保比率低，同时被担保方均为国有企业，或有负债风险低。

## 外部支持

■ **温州市经济财政实力均很强，经济财政质量较高，外部支持增信作用较强。**公司全资股东和实际控制人均为温州市人民政府国有资产监督管理委员会。公司是温州市重要的轨道交通建设主体，区域市场地位较重要，公司出现违约对区域金融生态环境的声誉影响程度较高。近年来，公司获得了温州市人民政府在项目资本金、财政补助等多方面的支持，（1）项目资本金方面，截至 2024 年 3 月末，S 线工程合计收到政府出资约 200 亿元（含政府专项债），计入资本公积；（2）财政补助方面，2021~2023 年公司分别收到 3.37 亿元、3.34 亿元和 6.07 亿元。整体看，温州市人民政府对公司的支持意愿较强、支持力度较大，如公司面临债务危机，获得政府额外支持的可能性较高，外部支持具有较强的增信作用。

## 综合评价

公司是温州市内两家国资委直接控股的城投主体之一，主要负责





温州市轨道交通项目前期投资、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，区域地位较重要。资源配置方面，公司公益性业务属性较强，公益性业务委托方为温州市人民政府，温州市经济财政实力均很强，经济财政质量较高，广义债务负担一般，预计可对公司轨道交通业务资金供给提供较强支撑。公司轨道交通项目未来投资和筹资压力较大，随着在拟建项目的持续推进，预计面临较大资金压力。自营 S2 线运营的资金平衡主要依赖政府补贴，需关注未来经营及政府补贴落实情况。未来公司拟对自行购置的土地进行房地产开发，目前房地市场景气度存在一定不确定性，未来资金平衡存在一定压力。债务政策方面，公司资产质量一般，债务负担较低，综合融资成本较低，短期偿债指标表现很好，但公司融资渠道稳定性一般，预计公司债务可以滚动接续。外部支持方面，近年公司获得了温州市人民政府在项目资本金、财政补助等方面较大力度的支持，外部支持具有较强的增信作用。

附件一：

评级模型结果

评级要素	评价结果	调整理由及依据
初始评价		
资源配置	2.35	—
债务政策	2.06	—
调整项	无	—
个体级别	aa—	—
外部支持	+1	公司的全资股东和实际控制人均为温州市国资委，温州市整体经济财政实力很强。公司作为温州市重要的轨道交通项目建设主体，近年来获得了温州市政府在项目资本金、财政补助等多方面的支持。外部支持具有较强的增信作用。
主体信用等级	AA	—

注：本次评级适用评级方法和模型为中国城市基础设施投融资企业主体信用评级方法体系（2023 年 5 月版），版本号 P-J-Z-0057-202305-FM。



附件二：

表 1：温州市主要政府性项目承接主体对比表（截至 2024 年 3 月末）（单位：亿元）

公司名称	实际控制人	业务范围	资产总额	负债总额	债券余额 <sup>9</sup>
温州市城市建设发展集团有限公司	温州市国资委	主要负责温州市区范围内的保障房建设，以及滨江商务区、中央绿轴区的基础设施建设、土地开发和保障房建设等业务	1,892.67	1,331.39	106.7
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	温州市国资委	主要负责温州市市域铁路和市内轨道交通投资建设等业务	582.18	267.80	51.1
温州市名城建设投资集团有限公司	温州市国资委	主要负责温州市主城区及周边的保障性安居工程建设业务	264.02	160.86	40.3

资料来源：公司提供，中债资信整理

表 2：截至 2024 年 3 月末公司主要在建轨道交通项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	其中政府已 出资（含专项 债）	未来投资计划		公司未来出资计划	
				2024 年 4~12 月	2025 年	2024 年 4~12 月	2025 年
温州市域铁路 S1 线工程	186.07	175.78	60.13	1.30	2.70	1.30	2.70
温州市域铁路 S2 线工程	261.53	204.53	110.45	5.00	10.00	5.00	10.00
温州市域铁路 S3 线工程	163.59	23.57	25.98	20.00	25.00	6.00	7.50
合计	611.19	403.88	196.56	26.30	37.70	12.30	20.20

资料来源：公开资料，中债资信整理

<sup>9</sup> 截至 2024 年 7 月 3 日。



附件三：

公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021	2022	2023	2024Q1
货币资金	15.19	37.89	40.68	45.75
应收票据	—	0.13	0.04	0.04
应收账款	0.39	0.61	0.76	0.82
其他应收款（合计）	26.74	11.84	21.22	21.88
存货	0.09	7.98	22.38	22.44
流动资产合计	50.99	58.64	85.31	91.74
长期股权投资	23.34	21.68	19.99	20.04
固定资产（合计）	118.41	115.97	269.82	270.81
在建工程（合计）	200.03	234.32	62.80	67.10
无形资产	1.40	1.40	2.00	1.98
资产总计	482.82	513.83	569.67	582.18
短期借款	—	6.99	5.38	5.96
应付票据	—	0.10	0.21	0.11
应付账款	10.00	10.66	5.29	5.80
其他应付款（合计）	16.90	20.07	16.50	13.93
一年内到期的非流动负债	4.57	6.04	7.04	5.22
流动负债合计	47.16	57.58	48.26	43.98
长期借款	47.73	35.66	84.45	89.98
应付债券	40.89	40.91	45.91	55.89
负债合计	228.53	216.86	256.49	267.80
实收资本（股本）	20.00	20.00	20.00	20.00
资本公积	159.16	212.24	224.47	226.96
未分配利润	19.15	20.62	21.63	19.97
少数股东权益	50.44	38.93	41.99	42.11
所有者权益合计	254.30	296.96	313.18	314.37
营业总收入	5.35	5.97	6.91	1.69
营业成本	4.63	5.10	7.83	2.59
销售费用	—	0.03	0.04	0.01
管理费用	0.52	0.61	0.73	0.18
财务费用	0.21	0.25	0.74	0.52
投资收益	-0.80	-0.89	-1.38	—
营业利润	2.40	2.21	1.89	-1.66
利润总额	2.40	2.26	2.01	-1.63
净利润	2.38	2.20	1.98	-1.64
归属于母公司所有者的净利润	2.34	2.10	1.61	-1.66
销售商品、提供劳务收到的现金	2.52	3.23	6.65	0.90
经营活动现金流入量	3.18	4.19	12.15	1.74
购买商品、接受劳务支付的现金	0.35	8.95	18.47	0.85
经营活动现金流量净额	-0.47	-8.35	-11.29	-1.19
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	56.64	49.53	36.17	8.21
投资活动现金流量净额	-71.97	-20.18	-38.25	-8.43
筹资活动现金流量净额	73.37	50.56	52.81	14.69



附件四：

公司主要财务指标（合并口径）

财务指标	2021	2022	2023	2024Q1
现金类资产（亿元）	21.70	38.02	40.73	45.79
短期债务（亿元）	16.69	23.23	22.71	21.35
长期债务（亿元）	88.64	76.57	130.44	145.95
全部债务（亿元）	105.33	99.79	153.15	167.30
EBIT（亿元）	2.64	2.57	2.77	—
EBITDA（亿元）	5.52	5.42	6.02	—
应收账款周转率（次）	21.87	10.54	8.93	—
存货周转率（次）	36.28	1.26	0.52	—
流动资产周转率（次）	0.12	0.11	0.10	—
总资产周转率（次）	0.01	0.01	0.01	—
资产负债率（%）	47.33	42.21	45.03	46.00
全部债务资本化比率（%）	29.29	25.15	32.84	34.73
长期债务资本化比率（%）	25.85	20.50	29.40	31.71
营业毛利率（%）	13.47	14.62	-13.42	-53.35
总资产报酬率（%）	0.57	0.52	0.51	—
净资产收益率（%）	0.95	0.80	0.65	—
期间费用收入比（%）	16.66	21.27	25.90	—
成本费用率（%）	103.19	106.65	139.32	—
现金收入比（%）	47.09	54.11	96.32	—
盈利现金比率（%）	-19.76	-379.19	-570.27	—
经营净现金/EBITDA（%）	-8.50	-154.00	-187.56	—
流动比率（倍）	1.08	1.02	1.77	2.09
速动比率（倍）	1.08	0.88	1.30	1.58
保守速动比率（倍）	0.46	0.66	0.84	1.04
全部债务/EBITDA（倍）	19.06	18.41	25.44	—
EBITDA 利息保障倍数（倍）	8.05	5.62	2.63	—
经营净现金流动负债比（倍）	-0.01	-0.14	-0.23	—
经营净现金负债比（倍）	—	-0.04	-0.04	—
经营净现金/短期债务（倍）	-0.03	-0.36	-0.50	—
经营净现金利息保障倍数（倍）	-0.68	-8.65	-4.94	—

## 附件五：

### 指标计算公式

#### 公式说明：

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+应付票据+一年内到期的非流动负债（有息）+其他短期有息负债

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息负债

全部债务=短期债务+长期债务

营业收入合计=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入+其他营业收入

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+其他营业成本

EBIT=利润总额+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

应收账款周转率（次）=营业收入/（平均应收账款+平均应收票据）

存货周转率（次）=营业成本/平均存货

流动资产周转率（次）=营业收入/平均流动资产

总资产周转率（次）=营业收入/平均资产总额

资产负债率（%）=负债总额/资产总额×100%

全部债务资本化比率（%）=全部债务/（全部债务+所有者权益（含少数股东权益））×100%

长期债务资本化比率（%）=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））×100%

营业毛利率（%）=（营业收入合计-营业成本合计）/营业收入合计×100%

总资产报酬率（%）=EBIT/平均资产总额×100%

净资产收益率（%）=净利润（含少数股东损益）/平均所有者权益（含少数股东权益）×100%

EBIT 利润率（%）=EBIT/营业收入合计×100%

EBITDA 利润率（%）=EBITDA/营业收入合计×100%

期间费用收入比（%）=（管理费用+财务费用+销售费用+研发费用）/营业收入合计×100%

成本费用率（%）=（营业成本合计+期间费用）/营业收入合计×100%

现金收入比（%）=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%

盈利现金比率（%）=经营活动现金流量净额/净利润×100%

流动比率（倍）=流动资产/流动负债

速动比率（倍）=（流动资产-存货）/流动负债

保守速动比率（倍）=（货币资金+应收票据+交易性金融资产）/流动负债

EBITDA 利息保障倍数（倍）=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息）

经营净现金利息保障倍数（倍）=经营活动现金流量净额/（费用化利息支出+资本化利息）

经营净现金流动负债比（倍）=经营活动现金流量净额/流动负债

经营净现金负债比（倍）=经营活动现金流量净额/负债总额



## 附件六：

## 主体信用等级符号及含义

中债资信主体评级符号体系适用于公司主体评级业务，是对受评主体违约风险的评价。其等级划分为四等十级，符号表示分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D，其中 AAA 至 B 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各主体等级含义如下：

等级符号	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	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，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	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D	主体已经违约。

## 个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。

**附件七：****跟踪评级安排**

中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）将在温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“受评主体”）主体信用等级有效期内，对受评主体的信用状况进行持续跟踪监测，并根据评级协议有关约定确认是否出具跟踪评级报告。

中债资信将密切关注受评主体的信用品质及相关信息。在受评主体信用等级有效期内，如受评主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知中债资信并提供有关资料，中债资信将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整；如受评主体不能及时提供跟踪评级资料和信息，导致中债资信无法对其信用等级变化情况做出判断，中债资信可以终止评级。

## 信用评级报告声明

（一）中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）对温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。

（二）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（四）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体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、建议等。

（六）本报告中引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效；在有效期内，该信用等级有可能根据中债资信跟踪评级的结论发生变化。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。