

信用等级公告

联合[2018] 2010 号

联合资信评估有限公司通过对天津轨道交通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，确定维持天津轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 天津轨交 MTN001”和“17 天津轨交 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十六日



天津轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16天津轨交MTN001	30.00 亿元	2021/08/23	AAA	AAA
17天津轨交MTN001	20.00 亿元	2020/08/24	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年7月26日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 3月
现金类资产(亿元)	109.16	98.56	102.36	134.68
资产总额(亿元)	2312.72	2496.06	2637.55	2698.75
所有者权益(亿元)	1081.24	1196.32	1264.91	1267.06
短期债务(亿元)	91.63	158.70	174.22	100.76
长期债务(亿元)	754.80	769.57	811.84	930.07
全部债务(亿元)	846.43	928.27	986.06	1030.83
营业收入(亿元)	23.79	22.49	21.10	3.19
利润总额(亿元)	4.44	4.69	4.78	-2.25
EBITDA(亿元)	8.27	9.68	11.28	--
经营性净现金流(亿元)	-1.13	5.41	11.41	0.69
营业利润率(%)	-15.31	-24.76	-24.54	-125.39
净资产收益率(%)	0.31	0.37	0.33	--
资产负债率(%)	53.25	52.07	52.04	53.05
全部债务资本化比率(%)	43.91	43.69	43.81	44.86
流动比率(%)	214.49	170.41	155.84	228.16
经营现金流流动负债比(%)	-0.52	1.95	3.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	102.31	95.90	87.42	--

注：2018年1~3月财务数据未经审计。

分析师

张宁 朱煜

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

评级观点

跟踪期内，天津轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）持续保持在地铁投资建设、运营管理和资源开发以及铁路投资建设方面的专营优势，并持续得到天津市政府的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内地铁运营持续大额亏损、地铁和铁路项目建设未来资本性支出大等对公司信用水平可能带来的不利影响。

随着地铁新线陆续投运，路网效应增强，同时地铁资源开发不断成熟，公司自身的盈利能力逐步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“16天津轨交MTN001”和“17天津轨交MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司持续在地铁投资建设、运营管理和资源开发以及铁路投资建设方面保持专营优势。
2. 跟踪期内，天津市政府在项目建设资金及运营补贴等方面对公司持续提供大力支持。

关注

1. 跟踪期内，天津市地铁运营线路虽已初步形成规模，但路网效应仍有待提升，单位运营成本较高，该板块盈利能力持续表现为亏损。
2. 跟踪期内，伴随着天津市轨道交通整体规划的快速推进，公司资本支出将加大，未来面临较大融资压力。
3. 跟踪期内，公司短期债务规模较大，联合资信将持续关注公司债务兑付情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天津轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）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。

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。

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。

天津轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

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”）关于天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化，分别为天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）和天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）（见附件 1-1）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2018 年 3 月底，公司本部内设党建工作部、干部人事部、投资管理部、资产经营部、工程前期部、安全质量部、财务中心和运营事业部等 24 个职能部门（见附件 1-2）；拥有 11 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 2637.55 亿元，所有者权益 1264.91 亿元（少数股东权益 10.87 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 21.10 亿元，利润总额 4.78 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2698.75 亿元，所有者权益 1267.06 亿元（少数股东权益 10.87 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额 -2.25 亿元。

公司注册地址：天津市西青区才智道 36 号；法定代表人：苗玉刚。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，联合资信所评公司存续债券为“16 天津轨交 MTN001”和“17 天津轨交 MTN001”，募集资金均已全部用于偿还金

融机构借款、补充营运资金，尚需偿还债券本金合计 50.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续期债券利息。

表 1 截至 2018 年 3 月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
16 天津轨交 MTN001	30.00	30.00	2016/08/23	5 年
17 天津轨交 MTN001	20.00	20.00	2017/08/24	3 年
合计	50.00	50.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮（APM）等 7 种制式。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，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）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口的也相应增长，2017 年中国城镇化率已达 58.52%，城镇化人口达 8.13 亿元，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道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。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展，近五年运营里程翻倍，完成投资约 1.5 万亿。根据《城市轨道交通 2017

年度统计和分析报告》，截至2017年底，中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通，共计165条线路，运营线路总长度达5033公里。其中，地铁3884公里，占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高，达879.9公里，同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次，同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年，中国城市轨道交通完成投资4762亿元，同比大幅增长23.8%，截至2017年底，中国共有62个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的18个城市），规划线路总长达7424公里，已批复规划线路总投资38756亿元。未来30年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。十三五期间，全国有100多个城市规划了建设线路，预计新增通车里程超过4000公里，同比增长100%，投资将超过2万亿元，预计到2020年，中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密度度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然的垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展相对较早，目前的线路网出具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来对到交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期比较长的经济特性。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、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，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，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业以政府信用担保通过贷款、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专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，轨道交通运营要在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

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。引入社会资本的多种模式得到了尝试，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以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不超过15%，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节

均处于亏损状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁、水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

(5) 行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。

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

在快速发展过程中，线路新建申报要求将更加严格和全面，以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 铁路投资建设行业

根据国家铁路局发布的《2017年铁道统计公报》，中国铁路旅客发送量完成30.84亿人，比上年增长2.70亿人，增长9.6%。

从货运方面看，2017年中国铁路货运总发

送量完成36.89亿吨，比上年增长3.57亿吨，增长10.7%。中国铁路货运总周转量完成26962.20亿吨公里，比上年增长3169.94亿吨公里，增长13.3%。集装箱、商品汽车、散货快运发送量比上年分别增长47.9%、58%和9.3%。

从铁路建设方面看，中国铁路营业里程达到12.7万公里，比上年增长2.4%，其中，高速铁路营业里程达到2.5万公里。中国铁路路网密度132.2公里/万平方公里，比上年增长3.0公里/万平方公里。其中，复线里程7.2万公里，比上年增长5.4%，复线率56.5%，比上年提高1.6个百分点；电气化里程8.7万公里，比上年增长7.8%，电化率68.2%，比上年提高3.4个百分点。西部地区铁路营业里程5.2万公里，比上年增长1663.5公里，增长3.3%。2017年，全国铁路固定资产投资完成8010亿元，投产新线3038公里，其中高速铁路2182公里。根据中国铁路总公司工作会议披露，2018年，中国铁路固定资产投资安排7320亿元，其中国家铁路7020亿元，投产新线4000公里，其中高铁3500公里。

3. 区域经济概况

跟踪期内，天津市经济增速有所放缓，但其较强的经济实力，仍为公司的发展提供了良好的外部环境。

公司主要从事天津市城市轨道交通和铁路投资建设及沿线土地综合开发整体规划中的基础设施投资工作，天津市经济状况和天津市城市轨道交通和铁路综合开发规划对公司的发展有重要意义。

根据《2017年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2017年，全市生产总值（GDP）18595.38亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%。其中，第一产业增加值218.28亿元，增长2.0%；第二产业增加值7590.36亿元，增长1.0%；第三产业增加值10786.74亿元，增长6.0%。三次产业结构为1.2:40.8:58.0。

2017年天津市投资保持较快增长。全年

固定资产投资（不含农户）11274.69 亿元，增长 0.5%。其中，第一产业投资 262.22 亿元，第二产业投资 3475.80 亿元，第三产业投资 7536.67 亿元。实体投资 6803.95 亿元，占全市投资的 60.3%。工业投资 3352.34 亿元，增长 3.8%。其中，工业优势产业投资增长 6.9%。“三新”产业投资 1926.15 亿元，增长 30.5%，占全市投资的比重为 17.1%，比上年提高 4.0 个百分点。其中，高技术服务业投资增长 66.6%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 402.65 亿元，其中城投集团和天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）分别持股 86.34% 和 13.66%。公司实际控制人仍为天津市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，天津市一般公共预算收入降幅明显，但体量仍维持在较高水平；可为公司项目建设资本金以及运营补贴等及时到位提供有力支撑。

2017 年，天津市财政收入质量持续改善。全年一般公共预算收入 2310.11 亿元，同比减少 10.40%。其中，税收收入 1611.71 亿元，占一般公共预算收入的比重为 69.50%，比上年提高 9.90 个百分点，财政收入质量一般。全年一般公共预算支出 3282.16 亿元。其中，社会保障和就业支出 458.92 亿元，增长 21.40%；教育支出 435.29 亿元，增长 0.20%。2017 年，天津市财政自给率为 70.38%，财政自给率水平一般。

跟踪期内，公司继续得到政府在地铁线路建设资本金、铁路建设费以及地铁运营补贴等方面的支持。

（1）项目资本金支持

地铁项目资本金

根据《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），城市轨道交通项目资本金比例为 20%。天津城市轨道交通项目除津滨轻轨 9 号线外，资本金比例主要为 40% 至 50%；津滨轻轨地铁 9 号线的投资模式为：由泰达控股、天津天保控股有限公司、天津港集团有限公司、天津塘沽城市建设投资公司、天津市政府和滨海新区政府分别按照 97.10%、2.37%、0.51%、0.02% 的比例提供项目资本金，其余项目资金通过项目贷款方式解决。根据 2015 年天津市人民政府办公厅第 30 次市长办公会议纪要，由天津市政府、滨海新区政府、东丽区政府共同分摊建设资金不足部分。总体看，充足的资本金有利于保障工程项目的顺利进展，并缓解公司的融资压力。

截至 2018 年 3 月底，由公司承建的地铁项目中，已建成投入运营的为地铁 1 号线、2 号线、3 号线、津滨轻轨地铁 9 号线以及 6 号线南孙庄站至南翠屏站部分线路；地铁 5 号线计划 2018 年下半年实现全线试运营。具体资本金到位情况如下表：

表 2 截至 2018 年 3 月底地铁项目总投资和资本金情况

（单位：亿元、%）

地铁线路	工程总投资	项目资本金	资本金到位比例
1 号线	92.05	46.03	100.00
2 号线（含滨海国际机场延伸线）	149.07	74.80	100.00
3 号线（含南站延伸线）	164.30	82.15	89.39
5 号线	254.33	127.17	97.20
6 号线	406.96	203.48	71.45
1 号线东延线	126.66	63.33	31.58
4 号线南段	189.11	94.56	28.02
10 号线一期	220.69	88.28	21.64
津滨轻轨地铁 9 号线项目	117.78	28.12	100.00
合计	1720.95	807.92	--

资料来源：公司提供

铁路建设费

为支持根据天津市人民政府 2015 年 5 月 31 日《天津市人民政府办公厅关于印发天津市铁路建设专项资金筹集使用管理办法的通知》（津政办发【2015】33 号文），天津市对行政区域内以招、拍、挂方式出让的商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权从 2015 年 6 月 1 日起按每平方米 200 元征收铁路建设费，专项用于铁路项目资金来源。2017 年，公司收到铁路建设费 7.20 亿元。联合资信关注到，公司获得的铁路建设费依赖于天津市经营性用地的土地出让面积，考虑到土地市场的不确定性，铁路建设费未来规模可能存在不确定性。

（2）政府补贴

2017 年公司收到地铁运营补贴以及专项补贴等为 17.32 亿元，同比减少 3.16%。2018 年 1~3 月，公司收到地铁运营补贴以及专项补贴 3.48 亿元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为：(G10120103001002804)，截至 2018 年 7 月 26 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，总体看公司过往债务履约情况良好。

截至跟踪日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务受工程施工收入减少影响，收入规模有所减少；2017 年公司收入构成转为以地铁资源开发收入为主；受地铁运营亏损影响，公司毛利率持续为负。

跟踪期内，公司主营业务仍以地铁运营、地铁资源开发以及工程施工为主。2017 年，公司主营业务收入为 20.44 亿元，同比减少 3.90%，主要系受工程施工收入减少影响。从收入构成来看，2017 年，由于公司当年确认房地产项目南马路五金城“紫熙臺”销售收入 5.99 亿元导致地铁资源开发收入大幅增长，因此当年公司收入构成转为以地铁资源开发为主（占比为 41.24%），但由于房地产开发收入具有一定不确定性，未来地铁运营以及工程施工仍是公司收入的重要来源。从毛利率来看，2017 年，公司综合毛利率为 -22.85%，处于亏损状态，主要是由于地铁运营单位成本较高，地铁运营一直处于亏损状态所致。

2018 年 1~3 月，公司主营业务收入 3.03 亿元，仅为上年的 11.49%，主要是由于工程结算收入较少以及房地产开发收入具有不确定性，公司未于 2018 年 1~3 月实现相关收入所致；同期，公司整体毛利率为 -135.64%，较 2017 年大幅下降，系地铁运营毛利率较上年有所下降所致。

表 3 公司近年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
地铁运营	6.36	29.90	-121.70	7.06	34.49	-112.48	1.73	57.10	-252.02
地铁资源开发	2.85	13.40	50.53	8.43	41.24	35.35	0.73	24.09	34.25
工程施工	12.06	56.70	8.79	4.96	24.27	5.65	0.57	18.81	0.00
合计	21.27	100.00	-24.68	20.44	100.00	-22.85	3.03	100.00	-135.64

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

(1) 轨道交通建设及运营

跟踪期内，公司地铁线路及交通枢纽建设按序进行，地铁运营客流量进一步增长，带动公司地铁运营收入稳步上升。

跟踪期内，公司轨道交通业务包括地铁建设、运营业务和交通枢纽工程建设，其经营建设主体仍为子公司天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“地铁集团”）和天津滨海快速交通发展有限公司（以下简称“滨海快速”）。

① 地铁投资建设

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点，除津滨轻轨地铁9号线项目外地铁项目资金来源主要由天津市政府提供资本金、其余项目资金通过项目贷款方式解决，津滨轻轨地铁9号线的资金来源参见本文外部支持部分。截至2018年3月底，公司在建的项目主要包括地铁5号线、6号线、1号线东延、4号线南段和10号线一期项目，以上项目总投资1197.75亿元，尚需投资559.58亿元。

表4 截至2018年3月底公司已运营及在建地铁项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目概况	项目状态	总投资	已投资
1	地铁1号线	全长26.187公里，设22个车站。	已运营（已决算）	92.05	92.05
2	地铁2号线	全长27.142公里，设车站20个。	已运营（未决算）	149.07	140.63
3	地铁3号线	全长33.582公里，设车站26个，含控制中心。	已运营（未决算）	164.3	151.47
4	地铁5号线	全长34.831公里，设车站28个。	在建（预计于2018年下半年投入运营）	254.33	216.64
5	地铁6号线	全长56.15公里，设车站48个。	南何庄-南翠屏站已运营，南翠屏站-梅林路站在建（预计于2018年上半年实现运营）。	406.96	261.69
6	地铁1号线东延	全长16.039公里，设车站11个。	在建	126.66	76.87
7	地铁4号线南段	全长19.4公里，设车站14个。	在建	189.11	47.36
8	地铁10号线一期	全长21.22公里，设车站21个。	在建	220.69	35.61
9	津滨轻轨地铁9号线项目	全长52公里，共分两期建设，一期工程（东段）长45公里，二期工程（西段），长7公里。	已运营（未决算）	117.78	117.78
合计				1720.95	1140.10

注：表中已投资金额为公司报发改委口径，金额小于“在建工程”金额；6号线已于2018年4月全线投入运营。

资料来源：公司提供

② 地铁运营

2017年，天津地铁票价未发生变化，仍为2~9元，采取分段计程票价，未来票价上涨的可能性不大，地铁运营图兑现率达到99%以上。受2016年8月地铁6号线部分线路投入试运行，客流量不断增长影响，2017年公司地铁运营里程达到8426.50万车公里，同比增长30.30%。2017年，公司地铁运营收入为7.06亿元，同比

小幅增长11.01%，增幅小于客流量增幅主要系地铁6号线部分线路于2017年8月投入正式运行，运营收入才计入公司报表所致。由于地铁运营成本较高，2017年地铁运营毛利率持续表现为负。2018年1~3月，公司实现地铁运营收入1.73亿元，相当于上年的24.50%；地铁运营毛利率进一步下滑至-252.02%，系上年地铁运营相关人员年终奖计入本期成本所致。

表5 2016~2018年1~3月公司地铁运营情况

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
年度出行量（万人次）	30632.57	35057.39	8603.59
日均出行量（万人次）	83.92	96.05	95.60

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
列车开行列次（列次）	373061.00	465740.00	120330.00
运营里程（万车公里）	6467.10	8426.50	2172.79
票款收入（亿元）	6.36	7.06	1.73
每人次数票收入（元）	2.08	2.01	1.79
运营成本（亿元）	14.10	14.98	6.09
财政补贴（亿元）	6.33	7.73	1.45

注：每人次数票收入=票款收入/年度出行量；地铁6号线2017年1~7月处于试运营阶段，于2017年8月开始确认公司营业收入，故2017年每人次数票收入较2016年底有所下降；由于受地铁收费会有打折情况影响，因此部分年份会出现票价低于2元情况。

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司正式运营的地铁线路有地铁1、2、3号线和津滨轻轨地铁9号线。目前天津地铁的运营模式是通过正常的票款收入弥补运营成本，不足部分由天津市财政进行补贴（对于津滨轻轨地铁9号线，不足部分由天津市财政、滨海新区财政及天津经济技术开发区财政进行补贴），2017年以及2018年1~3月，公司收到的运营补贴分别为7.73亿元和1.45亿元。未来更多线路建成通车后，地铁网络规模效益将进一步显现，收入规模有望进一步上升。

③交通枢纽工程

交通枢纽工程主要包括轨道交通枢纽的建设以及配套的公用工程建设。主要运营模式为由天津市财政局拨付公司项目资本金，国开行提供专项贷款，并由天津市财政局拨付资金还本付息。目前公司主要在建交通枢纽项目包括：西站交通枢纽、天津站交通枢纽、文化中心交通枢纽和机场交通枢纽工程。上述项目预计总投资326.66亿元，截至2017年底已累计完成投资245.48亿元（财务口径）。

（2）铁路投资

跟踪期内，铁路投资项目稳步推进，仅有南环铁路和京沪高铁实现投资收益，由于铁路运营利润水平普遍很低，公司对财政资金支持

依赖较大。

跟踪期内，公司铁路投资业务的经营主体仍为公司本部和铁投集团。其资金来源主要为财政注资（包括对企业注资和铁路建设费）和银行贷款。

截至目前，公司本部投资铁路线路有南环铁路（参股比例为49.00%，反映在“长期股权投资”科目）、京津城际（参股比例为25.25%，反映在“可供出售金融资产”科目）、蓟港铁路（参股比例为0.81%，反映在“可供出售金融资产”科目），分别投入26.00亿元、22.03亿元和0.17亿元，均已完成投资。

跟踪期内，天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“铁投集团”）投资的铁路投资项目主要包括京沪高铁、津秦客运专线、津保铁路、京津城际延长线以及南环铁路等，截至2018年3月底，上述项目总投资额204.63亿元，累计完成投资189.78亿元。

截至目前，仅南环铁路以及京沪高铁已实现投资收益，2017年公司分别获得上述项目投资收益分别为0.55亿元和1.20亿元。由于铁路运营利润水平普遍很低，公司对财政资金支持依赖较大。

表6 截至2018年3月底铁投集团铁路项目股权投资概况（单位：亿元、%）

项目名称	计入科目	铁投集团计划总投资	参股比例	截至2018年3月底公司已投资额	未来计划投资额
京沪高铁	在建工程	80.00	4.51	69.23	--
京津城际延长线	长期股权投资	31.15	50.00	31.15	--
津秦客运专线	可供出售金融资产	40.00	29.00	40.00	--

津保铁路	可供出售金融资产	33.18	2.00	33.10	--
南环铁路	其他应收款	暂定 20.30	31.07	16.30	4.00
合计	--	204.63	--	189.78	4.00

资料来源：公司提供

(3) 工程建设

跟踪期内，公司工程建设收入同比大幅减少，盈利能力有所减弱；新签合同金额有所增加，但考虑到公司存量工程规模较少，收入规模稳定性有待关注。

工程建设业务主要经营主体为天津轨道交通集团工程建设有限公司（以下简称“轨道集团工程公司”）、天津市先达滨海建筑公司（以下简称“滨海建筑”）和铁投集团。

公司工程建业务主要承接铁路工程和市政工程。截至 2017 年，公司新签合同金额为 12.20 亿元，同比增长 117.08%，主要以省外的市政工程为主。截至 2018 年 3 月底，公司主要在在建工程建设业务合同金额 22.07 亿元，已完成投资额 18.31 亿元，存量规模较少。

表 7 公司 2016~2018 年 1~3 月公司工程施工业务新合同签订情况

新签订合同情况	2016年	2017年	2018年3月
当期新签订合同个数(个)	62	40	11
其中：亿元以上合同个数(个)	3	1	1
合同金额合计(亿元)	5.62	12.20	2.73
其中：省内项目	5.29	3.35	2.56
省外项目	0.33	8.85	0.17

资料来源：公司提供

2017年，公司实现工程建设收入4.96亿元，同比大幅减少58.87%。主要系由于受全运会、天津地区环境治理的影响所有工程施工项目全

面停工所致。2017年，工程建设业务毛利率下降至5.65%，主要是因为毛利率较高的铁路建设收入规模有所下降所致。

(4) 地铁资源开发

跟踪期内，公司地铁沿线资源开发业务中房地产板块收入大幅增长，但由于该板块收入受地铁沿线开发进度的影响波动性较大，未来该部分业务的发展值得关注。

跟踪期内，公司持续执行天津市政府赋予的地铁沿线资源开发职责，并由公司子公司天津地铁资源投资有限公司（以下简称“资源公司”）、天津市地铁广告传媒发展有限公司、天津地铁和谐物业管理有限公司（以下简称“和谐物业”）、天津市海顺置业发展有限公司主要负责公司该板块业务。其业务范围主要包括房地产、物业、土地置换和让渡使用权等。

房地产销售方面，公司以自有的地铁沿线土地出让与开发商合作或自行通过摘牌方式取得沿线土地资源后开发建设物业并进行销售。若为合作开发，公司根据双方签订的合作开发协议分得属于其拥有的房产，再由公司自行销售并获得销售收入。公司目前确认收入的商品房项目为南马路五金城项目，该项目总投资为27.15亿元，截至2018年3月底共投入27.15亿元（已完工），已实现销售收入8.91亿元，该项目中“紫熙臺”于2017年结转收入5.99亿元，剩余金额仍在“预收款项”科目反映。公司目前无在建及拟建项目，在当前房地产调控形势下，公司参与开发的物业项目面临着开发周期延长或资金回笼速度放慢的压力，存在一定的物业开发经营风险。

表 8 截至2018年3月底公司商品销售业务代表性项目（单位：平方米、亿元、%）

项目名称	项目位置	出资地块	建筑面积	总投资	销售进度	分成比例
海光寺(地铁大厦)项目	东至万德花园、南至万德花园、西至万德庄北大街、北	海光寺地块	13384.00	6.75	57.42	16.00

项目名称	项目位置	出资地块	建筑面积	总投资	销售进度	分成比例
	至南京路					
鞍山道 A 房地产项目	东至鞍山道、南至南京路、西至万全道、北至西藏路	鞍山道 A 地块	13059.00	4.79	98.94	28.00
康营里房地产项目	天津市和平区昆明路与营口道交口，四至范围为北至营口道、东至云南路、南至昆明公寓、西至昆明路	康营里地块	13006.00	3.03	未销售	100.00
南马路五金城项目	南开区南马路北侧	南马路五金城地块	100700.00	27.15	28.70	100.00
合计	--	--	126765.00	41.72	--	--

资料来源：公司提供

土地置换业务主要为公司因承揽天津市轨道交通建设，以天津市政府拨付的地铁沿线补偿地块作价出资，以合作开发模式获得的现金收益返还。截至2017年底，公司共获得6个补偿地块，土地面积9.60万平方米，入账价值8.19亿元。2017年至今未实现相关收入，该项收入很大程度上取决于地块整理进度以及合作项目实施进度，具有一定的不确定性。

让渡资产使用权方面，公司采用“自主经营和委托经营相结合”的模式，运用市场经济手段，经营地铁站点沿线已建成物业、站厅及地下空间的商业。公司管理的物业包括写字楼物业和商业物业，其中写字楼物业有和谐大厦、环球置地、格调大厦等项目，商业物业有晶采大厦、泰达市民广场等项目，目前上述物业出租情况较好。2017年，公司实现房屋租赁收入1.14亿元，较上年底增长0.16亿元。

劳务业务主要指公司充分运用政府给予的广告媒体、自动售货机、地铁纪念品各类特许经营权开展广告经营等业务，以获取广告收入及咨询收入。2017年公司实现的劳务收入1.29亿元，较上年底减少0.24亿元。

整体看，2017年公司地铁资源开发收入为8.43亿元，较上年底大幅增长5.58亿元，主要系公司当年将房地产项目南马路五金城项目中“紫熙臺”销售收入确认为收入所致。同期，该板块毛利率为35.35%，较上年下降15.08个百分点，主要是当年未实现毛利率较高的土地置换

收入所致。地铁沿线资源开发业务收入是公司营业收入的重要部分，但该板块收入受地铁沿线开发进度的影响波动性较大，未来该部分业务的发展值得关注。

3. 未来发展

公司未来铁路投资将定位于服务京津冀一体化协同发展，未来地铁建设投资规模较大，对外融资压力较重。

铁路投资方面，未来几年，天津市铁路建设主要以京津冀城际铁路为主，由京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“京津冀铁投”）作为融资主体。铁投集团代表天津市方应认缴京津冀铁投注册资本30.00亿元，后续可根据实际情况追加投资。截至2017年底，公司已出资金9.00亿元，资金来源为铁路建设费，2018年计划出资9.00亿元。

截至2018年3月底，5号线、6号线、4号线南段和1号线东延以及地铁10号线（一期）尚需投资559.58亿元。此外，公司拟建的地铁7号线一期项目和地铁11号线一期项目目前已完成建设规划与可研批复，资本金尚未到位，正在进行项目初期的准备工作；地铁8号线一期项目目前正在进行可行性研究阶段。除地铁8号线将采取PPP模式进行建设外项目的资本金将由财政负担，沿线土地开发项目的资本金由公司自行筹集。总体看，公司未来投资规模较大，对外融资压力较重。

表9 截至2017年底公司主要拟建项目情况表(单位:亿元)

序号	项目名称	总投资	资本金	审批情况	未来3年投资计划		
					2018年	2019年	2020年
1	地铁7号线一期	268.96	107.58	已取得建设规划、可研、环评、用地等相关要件批复	17.51	20.00	45.00
2	地铁11号线一期	256.02	102.41	已取得建设规划、可研、环评、用地等相关要件批复	26.46	15.00	40.00
3	地铁8号线一期	200.53	80.21	已取得建设规划批复	0.15	15.00	30.00
合计	--	725.51	290.20	--	44.12	50.00	115.00

资料来源:公司提供

八、财务分析

公司提供了2015~2017年度三年连审审计报告,中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对该报表进行了审计,并出具了标准无保留意见。公司提供的2018年1~3月份财务报表未经审计。

2017年,公司合并范围新增天津市城市轨道交通行业职业技能鉴定站。2017年底,公司纳入合并范围的子公司为11家。2018年1~3月,公司合并范围未发生变化。总体看,合并范围的变化对公司财务报表数据可比性影响不大。

1. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模平稳增长,资产仍以非流动资产为主,资产结构合理。流动资产中其他应收款和预付账款占比较高;非流动资产以固定资产和在建工程为主,资产流动性一般。

截至2017年底,公司资产总额2637.55亿元,同比增长5.67%。公司资产以非流动资产为主,与行业特点相符。

截至2017年底,公司流动资产464.85亿元,同比小幅减少1.84%。公司货币资金102.36亿元,其中银行存款占99.98%,其余为现金和其他货币资金。其中,公司使用受限的资金为1.61亿元。

表10 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目名称	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	100.31	4.02	102.36	3.88	134.68	4.99
应收账款	33.14	1.33	29.32	1.11	27.86	1.03
预付款项	173.24	6.94	167.19	6.34	168.17	6.23
其他应收款	118.65	4.75	119.77	4.54	120.46	4.46
存货	47.20	1.89	44.64	1.69	45.78	1.70
流动资产	473.54	18.97	464.85	17.62	464.85	17.22
可供出售金融资产	199.97	8.01	199.97	7.58	199.97	7.41
投资性房地产	41.41	1.66	42.16	1.60	42.16	1.56
固定资产	112.37	4.50	111.93	4.24	111.72	4.14
在建工程	1630.93	65.34	1783.11	67.60	1812.46	67.16
非流动资产	2022.53	81.03	2172.70	82.38	2201.74	81.58
资产总额	2496.06	100.00	2637.55	100.00	2698.75	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

截至2017年底，公司应收账款29.32亿元，同比减少11.52%，主要为应收天津市城乡建设委员会建造合同款18.59亿元。从欠款单位来看，应收账款前五名合计占应收账款总额的82.89%。考虑到应收账款欠款单位主要为天津市城乡建设委员会铁路建设费，回款较有保证，公司计提坏账准备0.29亿元，整体计提坏账准备的比率为0.96%。公司预付款项167.19亿元，同比小幅减少3.49%，主要为工程款。公司其他应收款119.77亿元，与上年基本持平，其他应收款前五名占比为91.63%，主要由应收补贴款（17.31%）、与天津城市基础设施建设投资集团有限公司和天津市财政局往来款（占比35.61%）以及拆迁款（占比38.71%）构成。公司存货44.64亿元，同比减少5.42%；其中开发成本占93.95%，主要是与地块相关的成本（公司以天津市河北区小王庄津浦北路北侧（A街坊）（B街坊）土地使用权12.68亿元向银行抵押借款1.44亿元）；其余为原材料、开发产品等。公司对存货计提跌价准备0.09亿元。

截至2017年底，公司非流动资产2172.70亿元，同比增长7.43%，主要以在建工程为主。公司可供出售金融资产199.97亿元，较上年基本持平。从其构成来看主要包括采用成本计量的可供出售金融资产199.96亿元（主要包括津秦铁路客运专线有限公司、京津城际铁路有限责任公司等股权）。公司长期股权投资27.93亿元，同比减少1.11%，主要由对南环铁路的投资构成。公司投资性房地产42.16亿元，同比增长1.98%，全部为房屋建筑物。公司固定资产原值117.11亿元，主要为地铁一号线（占81.60%）、房屋建筑物（占13.52%）；固定资产累计计提折旧5.04亿元（对地铁一号线设备等非营利性基础设施不予以计提折旧），固定资产减值准备0.15亿元，故固定资产净额为111.93亿元，同比减少0.39%。公司在建工程1783.11亿元，同比增长9.33%，主要为在建、部分已经运营的地铁项目、京沪高铁项目、交通配套工程项目等。

截至2018年3月底，公司资产总额2698.75亿元，较上年底增长5.67%。公司货币资金134.68亿元，同比增长2.05%，主要系随着地铁投资规模不断增加，融入大量资金所致；公司在建工程1812.46亿元，同比增长9.33%，主要系地铁线路建设不断推进所致。总体看，公司资产规模和资产结构较上年变化较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定较强；公司债务以长期债务为主，符合行业特点，整体债务水平一般。

截至2017年底，公司所有者权益1264.91亿元（其中少数股东权益10.87亿元），同比增长5.74%，主要来自于资本公积的增长。公司资本公积771.67亿元，同比增长8.93%，主要是系财政局拨付给公司的铁路专项资金以及地铁线路资本金等增加所致。截至2018年3月底，公司所有者权益1267.06亿元，较上年底基本持平，权益构成较上年无重大变化。

表 11 公司权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	400.00	33.44	402.65	31.83	402.65	31.78
资本公积	708.44	59.22	771.67	61.01	776.12	61.25
盈余公积	4.81	0.40	4.47	0.35	4.47	0.35
未分配利润	16.51	1.38	19.37	1.53	17.10	1.35
少数股东权益	10.80	0.90	10.87	0.86	10.87	0.86
所有者权益合计	1196.26	100.00	1264.91	100.00	1267.06	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

截至2017年底，公司负债总额1372.64亿元，同比增长5.61%，主要以非流动负债为主。公司流动负债298.29亿元，同比增长7.35%，主要系短期借款增加所致。

表 12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	43.00	4.21	46.73	3.40	39.66	2.77
预收款项	41.79	4.09	38.06	2.77	38.07	2.66
其他应付款	17.93	1.75	18.63	1.36	20.57	1.44
一年内到期的非流动负债	145.69	14.26	154.66	11.27	76.73	5.36
其他流动负债	16.17	1.58	14.96	1.09	14.96	1.04
流动负债合计	277.87	27.19	298.29	21.73	217.84	15.22
长期借款	582.19	56.97	631.17	45.98	698.36	48.78
应付债券	187.37	18.34	180.67	13.16	231.70	16.18
长期应付款	124.76	12.21	130.68	9.52	151.55	10.59
专项应付款	121.19	11.86	125.24	9.12	124.70	8.71
非流动负债合计	1021.87	100.00	1074.36	78.27	1213.85	84.78
负债合计	1299.74	4.21	1372.64	100.00	1431.69	100.00

资料来源: 根据公司财务报告整理

截至2017年底, 公司短期借款19.56亿元, 同比增长50.93%, 主要系信用借款增加所致。从其构成来看主要由信用借款构成(占比96.88%)。公司应付账款46.73亿元, 同比增长8.67%, 主要系项目未结算的应付工程款增加所致。公司预收款项38.06亿元, 同比减少8.94%, 主要由预收天津市津源投资发展有限公司关于天津西站交通枢纽项目工程工程款30.87亿元构成。公司其他应付款18.63亿元, 同比增长3.89%, 主要由往来款、保证金押金及代收代付款构成。公司一年内到期的非流动负债154.66亿元, 同比增长6.15%, 其中一年内到期的长期借款100.67亿元, 一年内到期的长期应付款31.58亿元, 一年内到期应付债券22.40亿元。截至2017年底, 公司其他流动负债为14.96亿元, 同比减少7.48%, 主要由短期融资券构成。

截至2017年底, 公司非流动负债1074.36亿元, 同比增长5.14%。公司长期借款631.17亿元, 同比增长8.41%, 主要由保证借款172.80亿元和信用借款452.43亿元构成。公司应付债券180.67亿元, 同比减少3.58%, 主要是因为公

司子公司地铁集团发行的2013年度第一期中期票据到期兑付所致。公司长期应付款130.68亿元, 同比增长4.75%, 主要由融资租赁款126.95亿元以及信托股权收益权转让款3.28亿元构成。公司专项应付款125.24亿元, 同比增长3.34%, 主要由地方政府置换债资金86.25亿元以及基建拨款利息26.89亿元构成。

截至2017年底, 若将其他流动负债中短期融资券和长期应付款中的有息债务考虑在内, 公司调整后全部债务1131.29亿元, 同比增长6.52%, 其中长期债务占比为83.27%。公司调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率和资产负债率分别为47.21%、42.69%和52.04%, 较上年变化不大。

截至2018年3月底, 公司负债合计1431.69亿元, 较上年底增长4.30%。同期, 公司调整后长期债务和调整后全部债务增加至1081.62亿元和1197.38亿元, 分别较上年底增长14.81%和5.84%, 债务结构以长期债务为主(占比90.33%)。相应的, 调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率和资产负债率分别增加至46.05%、48.59%和53.05%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司受地铁运营亏损影响，营业利润率持续为负；财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用大。

2017年公司实现营业收入21.10亿元，同比减少6.19%，主要系其他业务收入以及工程收入较上年减少所致。同期，公司营业成本25.13亿元，同比减少7.99%。2017年，受地铁运营持续亏损影响，公司营业利润率持续表现为亏损为-24.54%。

从期间费用看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。公司管理费用规模较大，以职工薪酬为主；考虑到利息支出主要以资本化的形式反映在“在建工程”中，公司实际利息负担要远高于财务费用。2017年，公司期间费用率为44.75%，较上年增加11.30个百分点，主要系财务用较上年大幅增长所致，公司对期间费用的控制有待加强。同期，公司实现投资收益2.00亿元，同比增长366.10%，主要系京沪高铁投资收益较上年增加所致。

2017年，公司实现其他收益7.73亿元，全部由政府补贴构成。同期，公司营业外收入9.62亿元，主要由政府补助9.60亿元构成。2017年，公司实现利润总额4.78亿元，总体看，政府补助对公司利润总额贡献大。

2017年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率小幅增长至0.37%和0.33%，受行业性质影响，企业整体盈利能力弱。

2018年1~3月，公司实现营业收入3.19亿元，相当于上年全年的15.12%，其构成以地铁运营和工程施工收入为主；公司营业利润率大幅下降至-125.39%，主要系上年地铁运营相关人员年终奖计入本期成本所致。2018年1~3月，公司营业外收入为2.03亿元，其中全部由政府补贴构成；同期，公司实现利润总额为-2.25亿元。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动产生的净流量较

上年有所增长，整体收现质量一般；投资活动主要以地铁建设投入为主；经营活动产生的现金流量净额不能满足投资需求，公司存在较大的对外筹资需求。

跟踪期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为地铁及轻轨运营收入、广告经营收入、房租收入，物业管理费收入、铁投集团与建交委服务协议收到的资金构成，2017年为13.38亿元，同比减少4.85%；同期，公司现金收入比为63.43%，较上年变化不大，收入实现质量一般；2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金为40.82亿元，较上年基本持平，主要由往来款和政府补贴构成；2017年公司现金流入量为54.25亿元。2017年，公司购买商品、接受劳务支付现金为16.45亿元，同比减少23.57%，工程施工板块投入较上年减少所致；同期，受往来款及代收代付款等不断增加影响公司支付其他与经营活动有关的现金同比增长37.12%，为14.34亿元。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为11.41亿元，同比增长110.82%。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动流入金额较小为6.59亿元，主要为铁路投资取得的投资收益以及收回投资收到的施工方的诚意保证金、施工押金、组织架构保证金等资金所形成的取得投资收益收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金构成。2017年，公司投资活动现金流出为108.31亿元，主要以购建固定资产、无形资产和其他长期资产（主要为地铁建设施工投入）为主；同期，公司投资所支付的现金为3.19亿元，主要由公司对铁路的股权投资构成；2017年，公司支付其他与投资活动有关的现金为2.78亿元，主要是地铁集团退回的施工方的诚意保证金、施工押金、组织架构保证金等资金及相关单位往来款。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-101.72亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司吸收投资收到的现金为66.93亿元，主要由天津市财政局

对公司拨付的项目资本金、铁路建设费等财政资金构成；2017年公司取得借款收到的现金为306.08亿元，主要由银行借款以及发行债券构成；2017年，公司收到其他与筹资活动有关的现金8.41亿元，主要由融资租赁款以及项目前期费构成；2017年，公司筹资活动现金流入为381.41亿元。公司筹资活动现金流出规模主要为偿还债务支付的现金构成，2017年为236.32亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为92.60亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.69亿元，现金收入大幅增长至195.14%，主要系公司收到以前年度回款所致。投资活动现金流量净额-30.31亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金30.42亿元，主要是对地铁建设的投入；筹资活动现金流量净额为61.93亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力一般；考虑到天津市政府对公司大规模的资金支持，公司整体偿债能力尚可。

从短期偿债指标来看，由于流动资产的减少以及流动负债的增加，2017年底，公司流动比率和速动比率下降至155.84%和140.87%，分别较上年下降14.57个百分点和12.56个百分点。2018年3月底，上述指标分别上升至228.16%和207.14%。2017年底，公司经营现金流流动负债比为3.83%。截至2018年3月底，公司现金类资产134.68亿元，为公司调整后短期债务的1.16倍，公司短期支付压力一般。

从长期偿债指标看，2017年，公司EBITDA为11.28亿元，同比增长79.62%，主要系利润总额增长所致。受此影响，公司调整后全部债务/EBITDA为100.29倍，长期偿债能力仍处于较弱水平。考虑到天津市政府对公司大规模的资金支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至

2018年3月底，公司共获得主要合作银行业金融机构的授信额度约1379.37亿元，已经使用420.78亿元，尚未使用额度958.59亿元。公司间接融资渠道通畅。

九、存续期债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对将于一年内到期兑付债券保障程度高，未来集中兑付压力较大。同时，天津市政府对公司提供的大规模项目资本金、铁路建设费等支持，公司存续债券不能偿付的风险极低。

截至2018年6月底，公司债券余额包括144.00亿元人民币、5.00亿美元及4.00亿欧元¹。其中，一年内到期的债券余额4.90亿元人民币、2.00亿美元（汇率按6.78折算）合计18.46亿元，截至2018年6月底，公司现金类资产对其覆盖倍数为7.63倍，保障程度高。

公司存续期债券兑付高峰期为2021年，将兑付54.90亿元人民币及3.00亿美元债券（汇率按6.78折算）合计75.24亿元人民币。2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为11.28亿元、54.25亿元和11.41亿元，对待偿债券峰值的保障程度较弱。考虑到，天津市政府对公司提供的大规模项目资本金、铁路建设费等支持，公司存续债券不能偿付的风险极低。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年
一年内到期债券余额	18.46
未来待偿债券本金峰值	75.24
现金类资产/一年内到期债券余额	7.63
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.72
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.15
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.15

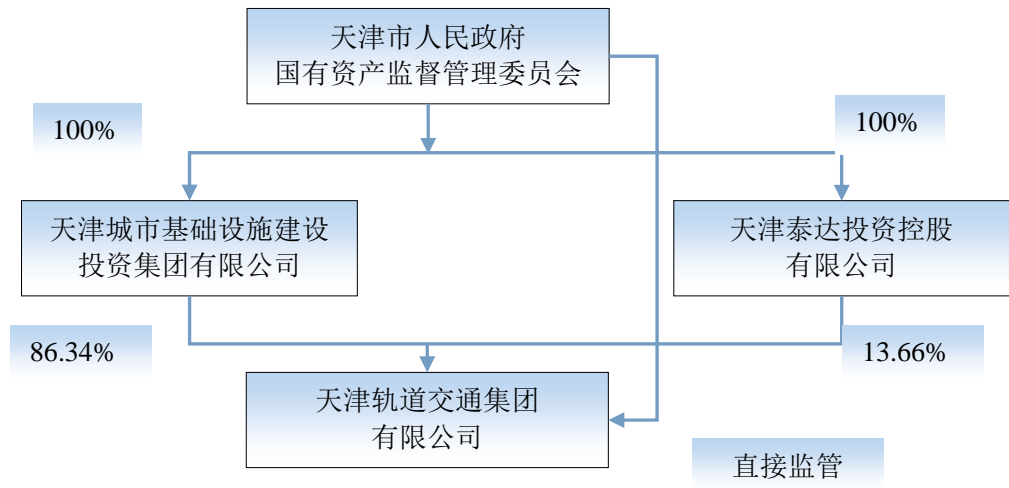
资料来源：联合资信整理

¹ 以上数据是针对截至2018年3月底债务于2018年6月底存量债务统计数据。

十、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，并维持“16 天津轨交 MTN001”和“17 天津轨交 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	109.16	98.56	102.36	134.68
资产总额(亿元)	2312.72	2496.06	2637.55	2698.75
所有者权益(亿元)	1081.24	1196.32	1264.91	1267.06
短期债务(亿元)	91.63	158.70	174.22	100.76
调整后短期债务(亿元)	128.09	174.93	189.22	115.76
长期债务(亿元)	754.80	769.57	811.84	930.07
调整后长期债务(亿元)	934.28	893.87	942.07	1081.62
全部债务(亿元)	846.43	928.27	986.06	1030.83
调整后全部债务(亿元)	1062.38	1068.80	1131.29	1197.38
营业收入(亿元)	23.79	22.49	21.10	3.19
利润总额(亿元)	4.44	4.69	4.78	-2.25
EBITDA(亿元)	8.27	9.68	11.28	--
经营性净现金流(亿元)	-1.13	5.41	11.41	0.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.73	0.69	0.68	--
存货周转次数(次)	0.63	0.60	0.55	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	95.77	62.54	63.43	195.14
营业利润率(%)	-15.31	-24.76	-24.54	-125.39
总资本收益率(%)	0.25	0.35	0.39	--
调整后总资本收益率(%)	0.23	0.33	0.37	--
净资产收益率(%)	0.31	0.37	0.33	--
长期债务资本化比率(%)	41.11	39.15	39.09	42.33
调整后长期债务资本化比率(%)	46.35	42.77	42.69	46.05
全部债务资本化比率(%)	43.91	43.69	43.81	44.86
调整后全部债务资本化比率(%)	49.56	47.19	47.21	48.59
资产负债率(%)	53.25	52.07	52.04	53.05
流动比率(%)	214.49	170.41	155.84	228.16
速动比率(%)	194.43	153.43	140.87	207.14
经营现金流动负债比(%)	-0.52	1.95	3.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	102.31	95.90	87.42	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	128.42	110.42	100.29	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；

2. 调整后长期债务=长期债务+长期应付款中融资租赁款和信托股权收益权转让款
 调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中短期融资券
 调整后全部债务=调整后长期债务+调整后短期债务

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	
总资产收益率	(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-营业税金及附加)/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	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

附件 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。