

信用等级公告

联合[2018]3112 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长期信用状况及拟发行的天津轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估, 确定天津轨道交通集团有限公司主体长期信用等级为 AAA, 天津轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月二十九日



天津轨道交通集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还存量融资

评级时间: 2018 年 11 月 29 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	109.28	100.33	102.36	108.68
资产总额(亿元)	2312.72	2496.06	2637.55	2671.23
所有者权益(亿元)	1081.24	1196.32	1264.91	1282.61
短期债务(亿元)	91.63	158.70	174.22	59.88
长期债务(亿元)	754.80	769.57	811.84	913.01
全部债务(亿元)	846.43	928.27	986.06	972.89
营业收入(亿元)	23.79	22.49	21.10	12.09
利润总额(亿元)	4.44	4.69	4.78	2.91
EBITDA(亿元)	8.27	9.68	11.28	--
经营性净现金流(亿元)	-1.13	5.41	11.41	6.34
应收类款项/资产总额(%)	6.53	6.11	5.68	5.08
营业利润率(%)	-15.31	-24.76	-24.54	-57.61
净资产收益率(%)	0.31	0.37	0.33	--
资产负债率(%)	53.25	52.07	52.04	51.98
全部债务资本化比率(%)	43.91	43.69	43.81	43.13
流动比率(%)	214.49	170.41	155.84	212.00
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	--

注: 2018 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

张 宁 朱 煜 姜泰钰

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对天津轨道交通集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为天津市中心城区地铁项目投资建设及运营管理、天津市铁路项目投资建设的唯一主体,得到了股东大力的外部支持。同时,联合资信也关注到,地铁和铁路项目建设周期长、投资额大,具有较强公益性特征及公司盈利能力弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

虽然大规模的投资支出将增大公司债务压力,但天津市政府对公司支持明确,对公司目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均提供财政资金支持。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推进,公司自身的盈利能力有望逐步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司在天津市地铁投资建设、运营管理和资源开发以及铁路投资建设方面具有专营优势。
2. 天津市政府对已建、在建和已经申报立项的地铁项目、铁路投资及相关的轨道交通运营等业务的开展提供了资金注入和补贴方面的资金支持。

关注

1. 目前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,使得公司营业利润持续大额为负。

2. 地铁项目建设周期长，投资规模大，伴随着天津市轨道交通整体规划的快速推进，公司资本支出的加大，且随着债务规模持续增长，未来面临一定融资压力。

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”或“轨道集团”）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、天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达投资”）间接持有联合资信 10.99% 的股份，泰达投资持有轨道集团 13.66% 的股份，联合资信与轨道集团存在“同一股东持有公司、受评级机构或者受评级债券发行人的股份均达到 5% 以上”的情形。但由于泰达投资仅间接持有联合资信 10.99% 的股份并且未参与联合资信的经营管理与决策，因此，除因本次评级事项联合资信与轨道集团构成委托关系外，联合资信、评级人员与轨道集团不存在足以影响评级行为独立、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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道集团”或“公司”）前身为天津市铁路集团有限公司，是由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”）出资组建的有限责任公司（国有独资），于 1992 年 6 月 6 日取得天津市工商行政管理局核发的 120000000007484 号《企业法人营业执照》，注册资本为 10.08 亿元，实收资本为 10.08 亿元。根据 2014 年 6 月 25 日《天津市人民政府国有资产监督管理委员会关于组建天津轨道交通集团有限公司的通知》（津国资企改[2014]188 号），天津市国资委通过股权划转等方式将天津滨海快速交通发展有限公司（以下简称“滨海快速”）、天津市地下铁道集团有限公司及天津铁路建设投资控股（集团）有限公司注入公司，后公司更名为天津轨道交通集团有限公司，并通过资本公积转增方式增加注册资本 389.92 亿元，变更后的注册资本为 400 亿元。公司于 2014 年 7 月 16 日变更了营业执照。变更注册资本后，公司股东变更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”）和天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）。2017 年 5 月 18 日，经天津市国资委批准，各股东同比例增资 2.65 亿元。2017 年 8 月和 12 月，天津市国资委向公司增资共计 1.63 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 402.65 亿元人民币。公司实际控制人为天津市国资委（见附件 1-1）。

2018 年 9 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、安全质量部、财务中心和运营事业部等 16 个职能部门（见附件 1-2）；拥有 11 家一级子公司。

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 9 月底，公司（合并）资产总额 2671.23 亿元，所有者权益 1282.61 亿元（少数股东权益 -53.91 万元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 12.09 亿元，利润总额 2.91 亿元。

公司注册地址：天津市西青区才智道 36 号；法定代表人：卢志永。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册总金额为 30 亿元的中期票据，已发行 2018 年度第一期中期票据 20.00 亿元，拟发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10.00 亿元，期限 5 年，按年付息，到期一次性还本；募集资金用于偿还存量融资。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大

需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1-6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，我国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1-6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充

贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景

下,我国将继续实施积极的财政政策,货币政策保持稳健中性、松紧适度,同时深入推进供给侧结构性改革,继续加大对外开放力度,促进经济高质量发展。从三大需求来看,投资或呈稳中趋缓态势,主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险,且在房地产行业宏观调控持续影响下,房地产投资增速或将继续放缓。但是,受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用,基础设施建设投资增速有望回升。居民消费(尤其是升级类消费)有望维持较快增长,主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善,个人所得税新政下半年有望推出,以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓,主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看,2018年下半年我国消费有望维持较快增长,但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落,经济增速或将继续小幅回落,预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通建设行业

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的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输量不超过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30.84亿人次，比上年增加2.70亿人次，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，比上年增加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，比上年增加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. 区域经济概况及地铁项目建设背景

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。

(1) 天津市经济发展状况

天津市固定资产投资增速放缓，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。

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心，具有较强的经济实力和良好的发展前景。

根据《2015~2017年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015~2017年，天津市生产总值（GDP）分别为16538.19亿元、17885.39亿元和18595.38亿元。2017年天津市实现第一产业增加值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%。

2018年前三季度，天津市生产总值14658.36亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%，其中，第一产业增加值108.52亿元，下降7.6%；第二产业增加值5855.13亿元，增长1.8%；第三产业增加值8694.71亿元，增长5.1%。前三季度，天津市固定资产投资（不含农户）按可比口径计算，同比下降14.2%，降幅比上半年收窄3.1个百分点。

(2) 天津地铁项目建设背景

未来天津市将持续大力发展轨道交通建设，到2020年，天津市预计形成14条运营线路、总长513公里的轨道交通网络。

天津市是环渤海地区的经济中心、国际港口城市，根据国务院批准的《天津市城市总体规划》，天津市中心城区将形成多功能、多中心、组团式均衡发展的格局。随着城市经济的快速发展，地面道路通行能力不足的矛盾日益突出，城市公共交通发展滞后，平均运营速度

仅为18.5公里/小时，严重制约到天津市交通运营发展和整体城市形象的提高。因此，为缓解道路交通压力、提高城市生活环境质量，市政府批准了《天津市城市轨道交通线网规划》，计划通过大力发展轨道交通来改善目前的交通紧张状况。

2013年8月，天津市政府批复了《天津市轨道交通线网规划》，规划远景控制规模为1380公里，由4条市域线、24条城区线组成，其中中心城区由13条城区线构成，“十三五”期间将陆续启动7、8、11号线等工程。2015年9月，《天津市城市轨道交通第二期建设规划（2015~2020）》通过国家批准（国家发改委发改基础[2015]2098号），2015~2020年，天津市将建设M3线二期（南延）、M7线一期、M8线一期、M10线一期、M11线一期、Z2线一期、Z4线一期和B1线一期等8个项目，总长约228.1公里。到2020年，形成14条运营线路、总长513公里的轨道交通网络。预测2020年，天津市公共交通占机动化出行量比例达到36%，轨道交通占公共交通出行量比例达到40%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底，公司注册资本及实收资本均为402.65亿元，其中城投集团和泰达控股分别持股86.34%和13.66%。公司实际控制人是天津市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是天津市中心城区地铁项目投资建设及运营管理、天津市铁路项目投资建设的唯一主体，具有业务专营优势；受天津市国资委直接监管，并在铁路项目和铁路投资领域持续获得较强外部支持。截至2018年9月底，公司纳入合并范围内的一级子公司共11家。

3. 人员素质

公司高管人员具有较高的学历水平，相关

管理经验丰富，管理水平较高。公司员工整体专业素质较高，构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，主要高级管理人员包括董事长、总经理、副总经理和总工程师等7人。

天津市人民政府于2018年8月29日下发《天津市人民政府关于尤天成等任免职务的通知》（津政人[2018]18号），决定卢志永任公司董事长；姜义任公司总经理；免去苗玉刚公司董事长职务；免去刘玉琦公司总经理职务。公司2018年8月30日发布的《天津轨道交通集团有限公司关于董事长、总经理发生变动的公告》称本次人事变动不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响，不会对公司董事会决议的有效性造成影响。联合资信将密切关注本次的人事变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力的影响。上述人事变动后的公司治理结构符合法律规定和公司章程规定。

卢志永先生，1961年生，中共党员；历任天津重型机器厂水压机车间技术员，教育处教师，锻冶处技术员，水压机分厂副厂长、厂长，总厂厂长助理；天津锻压机床厂副厂长、厂长；天津市天锻压力机有限公司董事长、总经理；天津市委工业工委干部处副处长（正处级）；天津市国土资委领导人员管理处副处长（正处级）；天津市机电控股集团公司副总经理；中共红桥区委常委，红桥区人民政府常务副区长；天津泰达投资控股有限公司党委副书记、总经理；现任公司董事长兼法定代表人。

姜义先生，1964年出生，大学学历，工程硕士，中共党员，正高级工程师；历任天津市政三公司三工区二队工长、技术队长、技术科副科长、项目工程师、经营科副科长；天津公路管理局唐津高速项目部计统负责人；天津公路建设发展公司项目经理、副总工程师、副总经理；天津高速公路发展公司常务副总经理（正处级）；天津市市政公路管理局副总工程师；天津滨海新区建设投资集团有限公司副总

工程师、副总经理、党委委员；天津市河东区政协委员、常委、天津市河东区人民政府副区长（挂职，2年）；天津市河北区区委常委、常务副区长；现任公司总经理。

截至2018年9月底，公司共有在岗职工9828人。全部在职人员中，博士研究生12人，占总人数0.12%；硕士研究生654人，占总人数6.65%；本科生4389人，占总人数44.66%；大专及以下4777人，占总人数48.61%。

4. 外部支持

天津市一般公共预算收入有所波动，2017年明显下降，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提供有力支撑。

2015~2017年，天津市财政收入有所波动，全年一般公共预算收入分别为2666.99亿元、2723.46亿元和2310.11亿元，其中2017年同比减少10.40%。2017年，天津市实现税收收入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。2015~2017年，天津市一般公共预算支出分别为3231.35亿元、3700.68亿元和3282.16亿元。2017年，天津市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%。2015~2017年，天津市财政自给率逐年下降，2017年为70.38%，财政自给能力一般。

天津市政府在项目建设资金和运营补贴等方面给予了公司很大程度的支持，上述支持对公司项目投资建设和轨道交通运营等方面提供了有效的保证，为其未来业务发展提供了持续稳定的资金及配套支持。

（1）项目资本金支持

地铁项目资本金

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征，且建设投资额大，加之票价由政府制定，因此投入运营后通常都会亏损，以上因素决定了政府需要通过相应的机制对地铁项目

进行建设资金支持。

截至2018年9月底，由公司承建的地铁项目中，已投入运营的为地铁1号线、2号线、3号线、津滨轻轨地铁9号线以及6号线（尚有工程未完工）；地铁5号线计划2018年下半年实现试运营。除5、6号线外，在建的主要项目为1号线东延、4号线南段项目和10号线一期项目。具体资本金到位情况如下表：

表1截至2018年9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	74.54	100.00
3号线（含南站延伸线）	164.30	82.15	89.39
5号线	254.33	127.26	100.00
6号线	406.96	203.48	80.05
1号线东延线	126.66	63.33	43.19
4号线南段	189.11	94.56	33.31
10号线一期	220.69	88.28	22.77
津滨轻轨地铁9号线项目	117.78	28.12	100.00
合计	1720.95	807.40	--

资料来源：公司提供

总体看，政府对大部分地铁线路投入的资本金比例较高，为地铁建设提供了有力保证。

铁路建设费

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的使用权从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。2015~2017年，公司分别收到铁路建设费10.00亿元、10.34亿元和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）项目偿债保证支持

地铁项目在建设过程中，政府除了需要通过相应的机制对地铁项目进行建设资金支持外，还在地铁偿债资金方面给予公司大力支持。

地铁1、2及3号线

地铁1号线总投资92.05亿元，项目对外融借款46亿元，包括国家开发银行借款、西班牙政府借款和建设银行借款。

国家开发银行贷款金额为37.5亿元，借款主体为城投集团，还款来源是天津市土地出让金政府收益。

西班牙政府贷款合人民币3.5亿元，建设银行贷款5亿元，借款主体均为天津地铁，还款来源是地铁1号线多种经营开发收益。市财政局以津财担保【2005】2号文件为西班牙政府贷款提供还款保证；由城投集团为建设银行贷款提供还款保证。

地铁2、3号线工程对外融资部分由城投集团作为融资主体进行融资，还款来源是天津市土地出让金政府收益，由天津市土地整理中心以土地出让金政府收益权为贷款作质押担保。

地铁5、6号线、1号线东延、4号线南段及10号线一期

地铁5、6号线、1号线东延、4号线南段及10号线一期均由天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“地铁集团”）作为融资主体利用项目贷款进行解决，还款来源均为地铁运营收入和财政专项资金（财政按照公司偿债资金需求拨付专项资金）。

津滨轻轨地铁9号线

津滨轻轨地铁9号线初步设计批复总投资为117.78亿元，对外融资部分借款主体为滨海快速。上述贷款的还款来源为津滨轻轨地铁9号线运营收入、多种经营开发收入、天津市市级、滨海新区及开发区、东丽区财政专项资金。

（3）政府补贴

2015~2017年及2018年1~9月，公司获得政府补助分别为11.24亿元、16.79亿元、17.33亿元和10.28亿元，以地铁运营补贴和地铁建设补贴为主。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司其他不良信贷记录。

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11月22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。

截至报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司形成了较为完善的法人治理结构，董事会、监事会和经理管理层职能履行情况较好。

公司依照《公司法》及其他有关法律和法规的规定制订了《公司章程》，建立并规范了公司治理结构。

公司设立股东会，是公司的权力机构。股东会主要行使决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算、决算方案，审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案，对公司增加或减少注册资本做出决议，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式做出决议，修改公司章程等股东权利。

公司设董事会，由7名董事组成。其中董事长1人，由天津市人民政府依法任免；职工代表1人，由职工大会选举产生。董事会审定公司的经营计划和投资方案；制定公司的基本管理制度、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案等。以上人员均已到位。

公司设监事会，监事会成员6人。其中监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生；

职工代表2人,由职工代表大会民主选举产生。以上人员均已到位。

2. 管理体制

根据经营管理的特点,公司建立了一整套较详细的管理制度,并定期根据公司运行需要更新和调整管理制度,能够保障日常经营工作的正常运行。

(1) 融资管理办法

为建立公司合理高效的融资管理体系,加强融资管理和监控,保证经营资金需求,提高融资效率,降低融资成本,有效防范财务风险,依据《公司章程》和国家相关法律法规,结合公司实际情况,特制定本办法。项目融资管理办法主要包括融资决策管理、融资过程管理和融资文件管理三个流程。

(2) 预算管理办法

公司设立专门的预算管理办法,适用于公司各职能部室、全资和控股子公司,主要包括各项预算的编制、执行、调整。办法同时明确了全面预算实施的程序、预算的执行监督、预算的考核以及调整。

(3) 信息披露管理制度

信息披露制度适用于公司及纳入公司合并报表的全资及控股子公司。制度明确了公司披露的信息分为一般性信息披露、重大信息披露和变更性信息披露,并明确了信息披露事务的管理和程序。

(4) 工程项目管理制度

公司制定了《投资管理办法》,要求各子公司投资的建设项目招标管理工作均由公司投资管理部及项目前期部负责,从而对下属子公司项目招标进行有效管理。公司下属各子公司投资的各项建设计划均按照公司年初制定的工程计划进行实施,并每月向公司投资管理部报送工程统计表。

(5) 担保管理办法

公司的实际控制人天津市国资委为了防

范担保业务中存在的风险,2010年下发了《天津市国资委监管企业担保业务管理暂行办法》(津国资预算[2010]17号),办法规定公司不得为无产权关系的企业或个人提供担保,原则上不得为参股企业提供担保,未经天津市国资委和政府其他有关部门批准,不得为境外融资提供担保。公司担保必须经过公司董事会批准后实施。通过规范财务担保行为,公司将担保资源集中到支持集团成员单位重点项目的融资业务上。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括地铁建设投资、运营管理和资源开发。地铁运营收入保持增长,但是一直处于亏损状态;工程结算收入下降较快;由于房地产项目确认收入,2017年地铁资源开发板块收入大幅提升。

2015~2017年,公司主营业务收入逐年下降,分别为23.07亿元、21.27亿元和20.44亿元。从收入构成来看,2015~2016年,公司收入以地铁工程结算和地铁运营收入为主;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,因此当年地铁资源开发收入占比大幅上升至41.24%。从毛利率来看,由于地铁运营单位成本较高,地铁运营一直处于亏损状态;近三年工程建设业务毛利率不断下降,主要是因为毛利率较高的铁路投资收入规模有所下降所致;地铁资源开发业务毛利率近三年持续下降。

2018年1~9月,公司主营业务收入10.79亿元,相当于上年的52.79%,规模较小,主要是由于房地产开发业务于当年未实现收入所致;同期,公司整体毛利率为-70.15%,较2017年大幅下降,系地铁运营毛利率较上年大幅下降所致。

表2 公司近年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	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	6.20	26.87	-115.65	6.36	29.90	-121.70	7.06	34.49	-112.48	5.23	48.50	-157.55
工程结算	13.55	58.73	15.20	12.06	56.70	8.79	4.96	24.27	5.65	3.13	29.03	7.26
地铁资源开发	3.32	14.40	59.34	2.85	13.40	50.53	8.43	41.24	35.35	2.43	22.47	18.50
合计	23.07	100.00	-13.57	21.27	100.00	-24.68	20.44	100.00	-22.85	10.79	100.00	-70.15

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（一）轨道交通建设及运营

公司轨道交通业务包括地铁建设、地铁运营和交通枢纽工程建设。

公司地铁建设及运营业务即投资建设、运营管理天津各条地铁线路（含津滨轻轨），经营主体为子公司地铁集团和滨海快速。

（1）地铁投资建设

公司地铁建设获得天津市政府的大力支持。目前公司9条地铁线路中，已经入运营/试运营线路5条，地铁建设规模仍较大。

对于津滨轻轨地铁9号线以外的地铁线路，目前其主要投资模式为：天津市政府提供50%的资本金、其余50%的项目资金由公司通过贷款以及运作政府给予的相关土地资源进行一、二级开发等方式筹措。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），天津城市轨道交通新一轮

建设规划项目资本金比例由原50%降至40%，虽然资本金比例有所下降，但仍处于行业较高水平，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。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。

目前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。截至2018年9月底，尚需投资516.10亿元。截至2018年9月底，公司已运营及在建各地铁线路投资情况如下表：

表3 截至2018年9月底天津地铁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	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（正在进行工程结算和竣工财务决算）	117.78	117.78
5	地铁5号线	全长 34.831 公里，设车站 28 个。	在建	254.33	240.85
6	地铁6号线	全长 56.15 公里，设车站 48 个。	南孙庄站-梅林路站已运营（未决算）	406.96	289.75
7	地铁1号线东延	全长 16.039 公里，设车站 11 个。	在建	126.66	81.03
8	地铁4号线南段	全长 19.4 公里，设车站 14 个。	在建	189.11	50.89
9	地铁10号线一期	全长 21.22 公里，设车站 21 个。	在建	220.69	40.40
合计				1720.95	1204.85

注：1、表中已投资金额为公司报发改委口径（其金额统计口径为资金全部已经配置完毕，地铁6号线已于2018年4月南孙庄站-梅林路站已运营投入运营，但其已投资额相对较少主要是因为公司已经付出的资金下游接收单位还没有完全核销，因此公司未将此资金作为已投资额），金额小于“在建工程”金额。

2、5号线已于2018年10月底开始试运营，由于报告数据节点为2018年9月底，故将5号线项目状态列式为在建。

资料来源：公司提供

（2）地铁运营

近年来公司地铁运营处于亏损状态，相关政府每年给予补贴。随着地铁1、2、3、6号线及津滨轻轨9号线全线贯通并运营，地铁路网效益逐步显现以及地铁运营客流量稳定增长，使得公司地铁运营收入大幅上升。未来其他在建地铁线路正式建成通车后，网络规模效益有望进一步显现。

天津地铁票价按照天津市票价管理有关规定，实行网络化票制，现行票价区间为2~9元，采取分段计程票价，未来票价上涨的可能性不大。自运行以来，地铁集团和滨海快速通过集中指挥逐级落实的行车组织模式和良好的设备保障，目前地铁运营图兑现率达到99%以上，

为乘客提供了安全准点快捷的服务。

受2016年8月以来地铁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，近年来地铁运营毛利率持续表现为负。2018年1~9月，公司实现地铁运营收入5.23亿元，相当于上年的74.08%；地铁运营毛利率进一步下滑至-157.55%，系地铁6号线于2018年全线投入运营后，运营成本较上年大幅增长所致。

表4 2015~2018年9月公司地铁运营情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
年度出行量（万人次）	28715.22	30632.57	35057.39	25264.05
日均出行量（万人次）	78.67	83.92	96.05	92.54
列车开行列次（列次）	347606	373061	465740.00	374495.00
运营里程（万公里）	6199.01	6467.10	8426.50	6996.31
票款收入（亿元）	6.20	6.36	7.06	5.23
每人次数票收入（元）	2.16	2.08	2.01	2.07
运营成本（亿元）	13.37	14.10	14.98	13.48
财政补贴（亿元）	5.95	6.33	7.73	6.76

注：每人次数票收入=票款收入/年度出行量。

资料来源：公司提供

截至2018年9月底，公司运营的地铁线路有地铁1、2、3、6号线（试运营）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），2015~2017年以及2018年1~9月，公司收到的运营补贴分别为5.95亿元、6.33亿元、7.73亿元和6.76亿元。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

公司参与交通枢纽建设，由天津市财政局和国开行提供资本金及贷款支持项目建设，资金较有保障。

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）。

（二）铁路投资

公司本部与子公司铁投集团以股权方式投资于铁路建设项目，剩余投资规模较小；投资收益对投入金额覆盖水平较低，公司对财政资金支持依赖较大。

公司铁路投资业务主要经营主体为公司本部和天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“铁投集团”），其投资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。

公司本部投资铁路线路有南环铁路（参股比例为48.00%，反映在“长期股权投资”科目）、京津城际（持股比例为25.25%，反映在“可供出售金融资产”科目）、蓟港铁路（持股比例为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。

铁投集团投资的铁路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9月底，上述项目总投资额204.12亿元，累计已完成投资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，其中南环铁路近三年分别取得投资收益668.19万、0.00万元和0.20亿元；京沪高铁近三年分别取得投资收益0.00万元、0.12亿元和1.20亿元。由于铁路运营利润水平普遍很低，投资收益对投入金额覆盖水平较低，公司对财政资金支持依赖较大。

截至目前，仅南环铁路以及京沪高铁已实现投资收益，其中南环铁路近三年分别取得投资收益668.19万、0.00万元和0.20亿元；京沪高铁近三年分别取得投资收益0.00万元、0.12亿元和1.20亿元。由于铁路运营利润水平普遍很低，投资收益对投入金额覆盖水平较低，公司对财政资金支持依赖较大。

表5 截至2018年9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	持股比例	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	33.10	2.00	33.10	--
南环铁路	其他应收款	19.87	31.07	16.30	3.57
合计	--	204.12	--	189.78	3.57

注：公司本部和铁投集团均投资了南环铁路

资料来源：公司提供

（三）工程建设

公司地铁建设以天津市内业务为主，存量合同金额较少，收入规模稳定性有待关注。

公司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“轨道交通集团工程公司”）、天津市先达滨海建筑公司（以下简称“滨海建筑”）和铁投集团。

表6 公司近年来工程施工业务新合同签订情况

新签订合同情况	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
当期新签订合同个数（个）	41	62	40	34
其中：亿元以上合同个数（个）	2	3	1	1
合同金额合计（亿元）	6.06	5.62	12.20	5.33
其中：天津市内项目（亿元）	5.60	5.29	3.35	4.95
天津市外项目（亿元）	0.46	0.33	8.85	0.38

资料来源：公司提供

公司工程建业务主要包括承接铁路工程和市政工程。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9月底，公司主要在建工程建设业务合同金额22.07亿元，已完成投资额18.94亿元，存量规模较少，收入规模稳定性有待关注。

2015~2017年，公司工程建设收入分别为13.55亿元、12.06亿元和4.96亿元。其中，2017年公司工程建设收入同比大幅减少58.87%，主要系受全运会、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。2015~2017年，工程建设业务毛利率逐年下降，2017年为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。2018年1~9月，公司工程建设实现收入3.13亿元，相当于上年的63.10%，毛利率上升至7.26%，主要系本期毛利率较高的土石方业务收入占工程建设业务收入比例较高所致。

（四）地铁资源开发

公司从事地铁沿线房地产开发、物业、土地置换和让渡资产使用权业务，是公司营业收入的重要补充，但上述业务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。

为强化公司融资能力和自身盈利能力，天津市政府赋予了公司地铁沿线资源开发职责，业务主要包括房地产、物业、土地置换和让渡使用权等。目前，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、天津市海顺置业发展有限公司主要负责公司该板块业务。

房地产销售方面，公司目前主要的开发经营模式为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。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27.16亿元，截至目前已完工，已实现销售收入8.95亿元。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。截至2018年9月底，该项目整体销售率为28.70%，项目剩余可售部分主要为商铺、写字楼及车位，2018年开始销售，未来销售回款预计为19.36亿元。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7 截至2018年9月底公司具有代表性的房地产项目（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	销售金额
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、东至云南南路、南至昆明公寓、西至昆明路	康营里地块	13006.00	3.04	未销售
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	27.16	8.95
合计	-	-	113706.00	30.20	-

注：康营里房地产项目公司未来计划整体转售，故目前未进行销售。

资料来源：公司提供

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。2015~2017年及2018年1~9月，公司实现房屋租赁收入1.28亿元、0.98亿元、1.14亿元和0.54亿元。

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。2015~2017年，公司实现劳务收入1.53亿元、1.53亿元和1.29亿元。

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。

整体看，2015~2017年及2018年1~9月，公司地铁资源开发收入分别为3.32亿元、2.85亿元、8.43亿元和2.43亿元。其中，2017年较上年底大幅增长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，该板块毛利率逐年下降，2017年为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；2018年1~9月，毛利率进一步下降至18.50%，主要系本期未实现毛利率较高的房地产业务收入所致。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

未来公司铁路建设投资规模较大，对外融资压力较重，对财政拨款依赖强。

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2018年9月底，公司已出资金12.00亿元，资金来源为铁路建设费。

截至2018年9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516.10亿元。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8 截至2018年9月底公司主要拟建地铁项目情况表（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	15.85	6.54	15.00
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	20.35	24.00	15.00
3	地铁8号线一期	200.53	80.21	已取得建设规划批复	--	0.15	48.00
合计	--	725.51	290.20	--	36.20	30.69	78.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2015~2017年财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2016年，公司合并范围新增天津轨道交通集团融资租赁有限公司。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一级子公司为11家。2018年1~9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

公司资产规模平稳增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中其他应收款和预付账款占比较高，账龄较短且其他应收款不可收回的风险较低；非流动资产以固定资产和在建工程为主，且在建工程规模增速较快。总体来看，公司资产结构合理，资产流动性一般。

2015~2017年，公司资产总额年均复合增长6.79%。截至2017年底，公司资产总额2637.55亿元，以非流动资产为主，与行业特点相符。

2015~2017年，公司流动资产年均复合下降0.26%，截至2017年底，公司流动资产464.85亿元。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9 近三年及一期公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015年		2016年		2017年		2018年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	109.27	4.72	100.31	4.02	102.36	3.88	108.65	4.07
应收账款	32.43	1.40	33.14	1.33	29.32	1.11	27.20	1.02
预付款项	163.85	7.08	173.24	6.94	167.19	6.34	167.26	6.26
其他应收款	118.02	5.10	118.65	4.75	119.77	4.54	107.94	4.04
存货	43.70	1.89	47.20	1.89	44.64	1.69	22.64	0.85
流动资产	467.29	20.21	473.54	18.97	464.85	17.62	433.71	16.24
可供出售金融资产	192.01	8.30	199.97	8.01	199.97	7.58	202.97	7.60
投资性房地产	40.54	1.75	41.41	1.66	42.16	1.60	41.22	1.54
固定资产	112.99	4.89	112.37	4.50	111.93	4.24	111.35	4.17
在建工程	1458.67	63.07	1630.93	65.34	1783.11	67.60	1846.92	69.14
非流动资产	1845.43	79.79	2022.53	81.03	2172.70	82.38	2237.52	83.76
资产总额	2312.72	100.00	2496.06	100.00	2637.55	100.00	2671.23	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017年，公司应收账款年均复合下降4.91%，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%。

2015~2017年，公司预付款项年均复合增长1.01%，截至2017年底，公司预付款项167.19亿元，同比小幅减少3.49%，主要为工程款。从账龄看，公司预付款项账龄1年以内的占

1.56%、1~2年的占10.20%、2~3年的占86.76%、3年以上的占1.47%，综合账龄偏长。预付账款前5名占预付账款总额的96.61%，主要为预付天津市津源投资发展有限公司工程款（占89.47%）。

2015~2017年，公司其他应收款年均复合增长0.74%。2017年底，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。

表10 2017年底公司其他应收款前五名

(单位: 亿元、%)

单位	金额	占比	内容
天津市财政局	37.60	31.35	往来款、利息
天津市土地整理中心	26.96	22.48	拆迁工程款
天津经济技术开发区财政局	20.76	17.31	补贴款、利息
天津南环铁路有限公司	15.75	13.13	征地拆迁款
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	8.83	7.36	往来款、利息
合计	109.90	91.63	--

资料来源: 公司审计报告

2015~2017年, 公司存货年均复合增长1.07%。截至2017年底, 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。

2015~2017年, 公司非流动资产年均复合增长8.51%。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。

2015~2017年, 公司可供出售金融资产年均复合增长2.05%。截至2017年底, 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)。

2015~2017年, 公司长期股权投资年均复合增长-7.03%。截至2017年底, 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。

2015~2017年, 公司投资性房地产年均复合增长1.98%。截至2017年底, 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。

2015~2017年, 公司固定资产年均复合下降0.47%。截至2017年底, 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%。

2015~2017年, 公司在建工程年均复合增长10.56%。截至2017年底, 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9月底, 公司资产总额2671.23亿元, 较上年底增长1.28%。由于公司上半年将财政拨付的资金冲销了大量与政府的往来, 公司其他应收款减少至107.94亿元, 较2017年底下降9.88%。公司存货22.64亿元, 较2017年底下降49.30%, 主要系原负责北运河地块开发的子公司天津市地下铁道集团有限公司之子公司天津城铁港铁建设有限公司的股权被转让所致, 公司在收回投入的基础上形成6.72亿元的投资收益; 在建工程1846.92亿元, 较2017年底增长3.58%, 主要系地铁线路建设不断推进所致; 公司其他流动资产下降1.56亿元至2.53万元, 系期初的审计调整及待抵扣的进项税。总体看, 公司资产规模和资产结构较上年底变化较小。2018年9月底, 公司受限资产总额1.61亿元, 为受限货币资金。

2. 资本结构

公司所有者权益基本稳定, 以实收资本和资本公积为主, 稳定性强。

2015~2017年, 公司所有者权益年均复合增长8.16%。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。

2015~2017年, 公司资本公积年均复合增长12.21%。2016年底, 公司资本公积708.44亿元, 同比增加15.59%, 主要是系财政局拨付给公司子公司铁投集团项目资本金20.00亿元以及拨付公司专项资金56.00亿元所致。2017年,

公司资本公积进一步增至771.67亿元，主要是系财政局持续拨付给公司的铁路专项资金以及地铁线路资本金所致。

截至2018年9月底，公司所有者权益1282.61亿元，较去年底基本持平，权益构成较上年无重大变化。其中，资本公积798.99亿元，较2017年底增长3.54%，主要系政府拨入的资

金增加所致；未分配利润增长6.72%至20.67亿元；公司少数股东权益较去年底大幅减少100.05%至-53.91万元，主要系公司子公司地铁集团处置天津城铁港铁建设有限公司（以下简称“港铁公司”）股权划出导致相应少数股东权益减少所致。总体看，公司所有者权益稳定

表 11 近三年及一期公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	400.00	36.99	400.00	33.44	402.65	31.83	402.65	31.39
资本公积	612.89	56.68	708.44	59.22	771.67	61.01	798.99	62.29
未分配利润	13.70	1.27	16.51	1.38	19.37	1.53	20.67	1.61
所有者权益	1081.24	100.00	1196.26	100.00	1264.91	100.00	1282.61	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

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。

2015~2017年，公司负债年均复合增长

5.58%。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。

表 12 近三年及一期公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	28.20	2.29	43.00	3.31	46.73	3.40	41.79	3.01
预收款项	39.73	3.23	41.79	3.22	38.06	2.77	37.89	2.73
一年内到期的非流动负债	83.34	6.77	145.69	11.24	154.66	11.27	32.92	2.37
流动负债	217.86	17.69	277.87	21.38	298.29	21.73	204.58	14.73
长期借款	624.41	50.70	582.19	44.79	631.17	45.98	686.45	49.43
应付债券	130.39	10.59	187.37	14.42	180.67	13.16	226.56	16.32
长期应付款	179.94	14.61	124.76	9.60	130.68	9.52	135.81	9.78
专项应付款	72.74	5.91	121.19	9.32	125.24	9.12	128.19	9.23
非流动负债	1013.61	82.31	1021.87	78.62	1074.36	78.27	1184.05	85.27
负债	1231.48	100.00	1299.74	100.00	1372.64	100.00	1388.63	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

2015~2017年，公司流动负债年均复合增长17.01%。截至2017年底，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。

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%）。

2015~2017年，公司应付账款年均复合增

长28.73%。截至2017年底，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。

2015~2017年，公司预收账款年均复合下降2.13%。截至2017年底，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。

2015~2017年，公司其他应付款年均复合增长5.28%。截至2017年底，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。

截至2017年底，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。

2015~2017年，公司其他流动负债年均复合下降35.86%。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。

2015~2017年，公司非流动负债年均复合增长2.95%。截至2017年底，公司非流动负债1074.36亿元，同比增长5.14%。

2015~2017年，公司长期借款年均复合增长0.54%。截至2017年底，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。

2015~2017年，公司应付债券年均复合增长17.71%。截至2017年底，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。

2015~2017年，公司长期应付款年均复合减少14.78%。截至2017年底，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。

2015~2017年，公司专项付款年均复合增

长31.21%。截至2017年底，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。

2015~2017年，随着应付债券和长期借款的增长，公司全部债务年均复合增长7.93%。截至2017年底，公司全部债务986.06亿元，其中短期债务占17.67%、长期债务占82.33%；公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为39.09%、43.81%和52.04%。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，2015~2017年，公司调整后全部债务年均复合增长3.19%，截至2017年底，公司调整后全部债务1131.29亿元，同比增长6.52%，其中调整后的长期债务占比为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%，较上年底变化不大。

截至2018年9月底，公司负债合计1388.63亿元，较上年底增长1.16%。其中，受公司部分子公司季报未将一年内到期的非流动负债从长期借款、应付债券等科目划出以及偿还到期债务影响，一年内到期的非流动负债下降至32.92亿元。公司其他流动负债增长214.01%至46.97亿元，系公司于2018年发行29亿元超短期融资券所致。同期，受公司融资需求增加相应导致长期借款、应付债券以及长期应付款规模增加影响，公司调整后长期债务和调整全部债务增加至1048.83亿元和1155.68亿元，分别较上年底增长11.33%和2.16%，债务结构以长期债务为主（占比93.85%）。同期，公司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较2017年底增加至44.99%、47.40%和51.98%。

3. 盈利能力

公司运营处于持续亏损状态，财政补贴收

入对公司利润总额的支撑作用大。公司业务整体公益性较强，整体盈利能力弱。

2015~2017年，公司营业收入年均复合下降5.84%，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。2015~2017年，公司营业成本年均复合下降2.18%，2017年，公司营业成本25.13亿元，同比减少7.99%。2015~2017年，公司营业利润率持续为负，且波动下降分别为-15.31%、-24.76%和-24.54%，主要系2015年起地铁1号线持续系统改造导致其运营成本大幅增加所致。

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，主要系财务费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。

2015~2017年，公司营业外收入年均复合下降15.09%。2017年，公司营业外收入为9.62亿元，主要由政府专项补贴构成（占99.99%）；另外，与公司业务经营相关的政府补助部分计入其他收益科目，为7.73亿元。同期，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较大。

2015~2017年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率较为稳定，2017年上述指标分别为0.10%和0.37%，受行业性质影响，企业整体盈利能力弱。

2018年1~9月，公司实现营业收入12.09亿元，相当于上年全年的57.32%，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-57.61%，主要系上年地铁运营相关人员年终奖计入一季度成本所致。2018年1~9月，公司营业外收入及其他收益分别为6.15亿

元和4.18亿元，主要由政府补贴构成；此外，投资收益为8.69亿元，主要由处置港铁公司形成的溢价构成。同期，公司实现利润总额为2.91亿元。

4. 现金流及保障

公司经营活动产生的现金流入量呈下降趋势，整体收现质量一般；投资活动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。

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，2015~2017年分别为22.79亿元、14.06亿元和13.38亿元。其中，2016年较2015年减少38.28%，主要系公司收到天津市一卡通有限公司尚未足额支付公司运营票款以及公司收到预收工程款项增加额较上年减少所致；受此影响，2016年，公司现金收入比下降至62.54%，2017年公司现金收入比为63.43%。2015~2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为33.93亿元、40.53亿元和40.82亿元，主要由往来款和政府补贴构成；2015~2017年公司现金流入量分别为56.72亿元、54.77亿元和54.25亿元。2015~2017年，公司购买商品、接受劳务支付现金分别为21.91亿元、21.52亿元和16.45亿元，主要由地铁运营成本及工程施工成本构成，2017年同比减少23.57%，主要系工程施工板块投入较上年减少所致。2015~2017年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为23.06亿元、10.46亿元和14.34亿元，主要系往来款及代收代付款等。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.13亿元、5.41亿元和11.41亿元。

从投资活动来看，2015~2017年，公司收回投资收到的现金年均复合下降74.60%。其中，2015年收回投资收到的现金金额较大

(23.87亿元)，主要为公司子公司铁投集团收回津滨城际铁路有限责任公司的出资款。2015~2017年，公司收到其他与投资活动有关的现金分别为13.38亿元、13.64亿元和2.76亿元，主要由地铁集团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构成；2016年，公司处置子公司及其他单位收到的现金净额为4.13亿元，主要为处置轨道集团子公司天津地下铁道集团有限公司的联营企业（天津城投置地投资发展有限公司）的收入。2015~2017年，公司投资活动现金流出分别为320.54亿元、141.47亿元和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；2015~2017年，公司投资所支付的现金分别为49.11亿元、16.23亿元和3.19亿元，主要由公司对铁路的股权投资构成；2015~2017年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为4.70亿元、5.51亿元和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。近年来，公司投资活动产生的现金流量净额逐年上升，2017年底为-101.72亿元。

从筹资活动来看，2015~2017年公司吸收投资收到的现金主要系天津市财政局对公司拨付的项目资本金等财政资金，分别为95.91亿元、113.48亿元和66.93亿元；2015~2017年公司取得借款收到的现金分别为435.66亿元、235.23亿元和306.08亿元，主要由银行借款、融资租赁款以及发行债券构成；2015~2017年，公司收到其他与筹资活动有关的现金年均复合下降68.49%，2017年为8.41亿元，主要由融资租赁款以及项目前期费用构成；2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为616.23亿元、373.83亿元和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，2015~2017年分别为277.97亿元、266.75亿元和288.81亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额逐年下降，2017年底为92.60亿元。

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为6.34亿元，现金收入比大幅增长至128.98%，主要系公司收到以前年度回款同时公司现实行收支两条线，资金集中到公司后返还给相关运营公司所致。投资活动现金流量净额-30.63亿元，其中处置子公司及其他单位收到的现金11.59亿元，系公司子公司地铁集团将港铁公司（持股51%）股权全部转让至天津兴泰吉鸿置业有限公司收到的现金构成，其中溢价部分贴现在取得投资收益收到的现金；购建固定资产、无形资产等支付的现金48.37亿元，主要是对地铁建设的投入；筹资活动现金流量净额为30.76亿元。其中吸收投资收到的现金42.62亿元，主要系公司收到的政府拨款（由于收到的政府拨款冲减了与政府的往来款，因此会计科目主要体现为“资本公积”的增加、“其他应收款”的减少以及“专项应付款”的增加等。由于公司未能提供各部分的准确金额，因为未在外部支持部分进行体现）。

5. 偿债能力

公司短期偿债压力一般，长期偿债能力弱；公司无对外担保，间接融资渠道通畅，且考虑到天津市政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，2015~2017年公司流动比率和速动比率不断下降，2017年底上述指标分别为155.84%和140.87%。2018年9月底上述指标分别上升至212.00%和200.94%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比逐年上升，2017年底为3.83%。截至2018年9月底，公司现金类资产108.68亿元，为公司调整后短期债务的1.02倍，公司短期支付压力一般。

从长期偿债指标看，2015~2017年公司EBITDA不断增长，分别为8.27亿元、9.68亿元和11.28亿元（其中利润总额占42.37%，费用化利息支出占41.06%）。同期，公司调整后全部债务/EBITDA分别为128.42倍、110.42

倍和 100.29 倍，长期偿债能力仍处于弱水平。考虑到天津市政府对公司大规模的资金支持，公司整体偿债风险极小。

截至 2018 年 9 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 9 月底，公司共获得主要合作银行业金融机构的授信额度约 1360.76 亿元，已经使用 428.18 亿元，尚未使用额度 932.58 亿元。公司间接融资渠道通畅。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额为 10.00 亿元，相当于公司 2017 年底调整后全部债务规模和调整后长期债务规模的 0.88% 和 1.06%，对公司现有债务规模影响小。

2017 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率以及调整后长期债务资本化比率分别为 52.04%、47.21% 和 42.69%，以公司 2017 年财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，上述指标分别上升至 53.11%、47.43% 和 42.94%。考虑到公司本期中期票据募集资金将用于偿还存量融资，公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 56.72 亿元、54.77 亿元和 54.25 亿元，分别为本期中期票据金额的 5.67 倍、5.48 倍和 5.43 倍；公司经营性现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。2016~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5.41 亿元和 11.41 亿元，分别为本期中期票据的 0.54 倍和 1.14 倍，覆盖程度较弱；近三年公司 EBITDA 分别为 8.27 亿元、9.68 亿元和 11.28 亿元，分别为本期中期票据金额的 0.83 倍、0.97 倍和 1.13 倍，EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可。总体而言，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。

集中兑付方面，若本期中期票据于 2019 年发行，在 2024 年兑付，考虑到公司需于 2024 年偿还“15 津铁投债”本金 3.60 亿元和“15 津地铁债”本金 3.75 亿元，2024 年公司合计需偿付债券本金 17.35 亿元，公司存在一定集中兑付压力。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为集中偿付金额的 3.27 倍、3.16 倍和 3.13 倍；公司经营性现金流入量对集中偿付金额的保障能力较好。2016~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为集中偿付金额的 0.31 倍和 0.66 倍，保障能力弱；2015~2017 年 EBITDA 分别为集中偿付金额的 0.48 倍、0.56 倍和 0.65 倍，EBITDA 对集中偿付金额的保障能力弱。同时，考虑到天津市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入，本期中票按期偿付的安全性好。

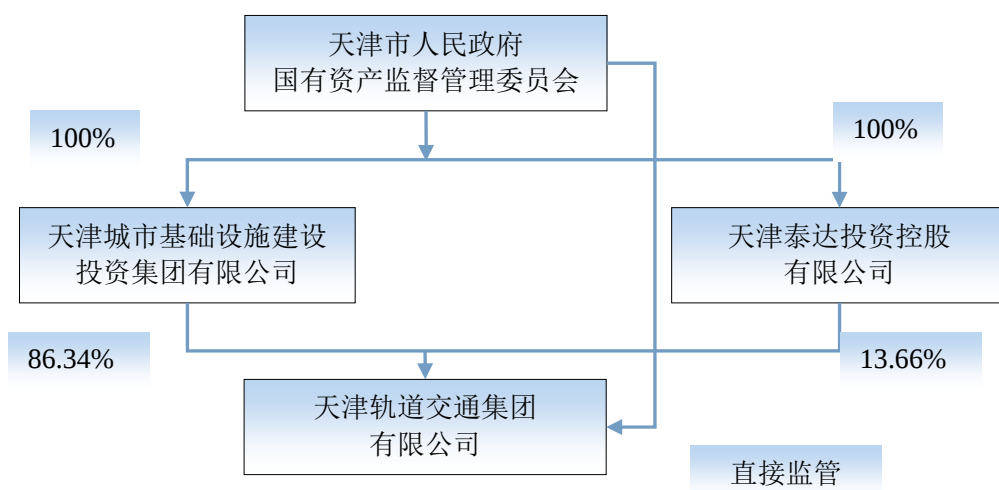
十、结论

公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发以及铁路投资建设方面具有垄断优势，天津市政府持续给予公司大力支持。近年来，天津市经济持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境；天津市政府对公司支持明确，对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入。同时，天津市政府在资金注入和补贴方面对公司铁路投融资业务开展提供了有力支撑。

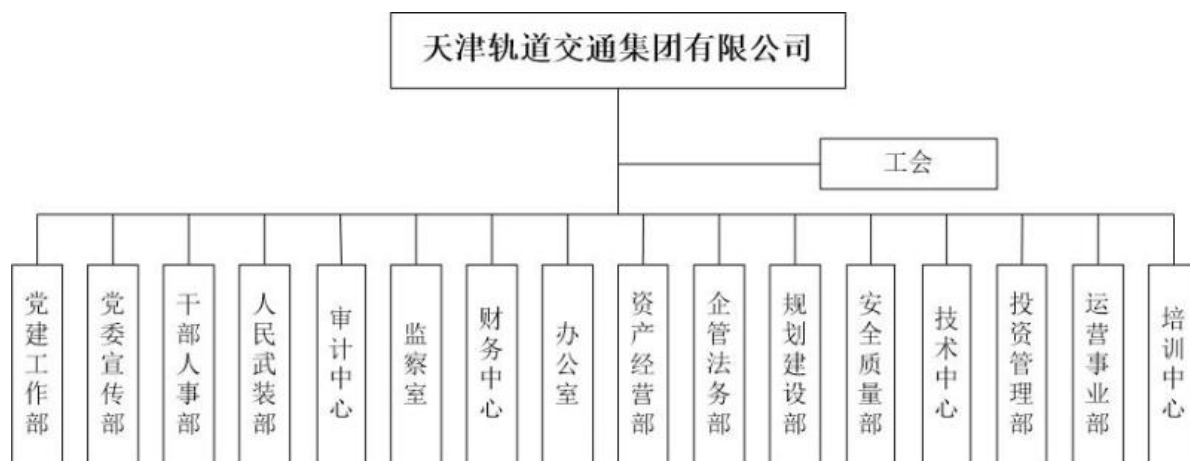
虽然大规模的投资支出将增大公司资金筹措和债务偿还压力，但天津市政府在建设资金和偿债资金方面给予公司大力支持。天津市财政实力强，有助于支撑公司整体信用水平。公司主体信用风险极低。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。同时考虑到天津市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入，总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 月底公司合并范围情况

序号	子公司名称	主营业务	注册资本	持股比例(%)
1	天津市地下铁道集团有限公司	组织和管理城市轨道交通项目投资开发、建设、设计、监理、运营；技术咨询、技术服务等。	71.86 亿元	100.00
2	天津铁路建设投资控股（集团）有限公司	铁路货运专项投资；城市基础设施投资和建设；土地整理；房地产开发。	52.50 亿元	100.00
3	天津滨海快速交通发展有限公司	城市轨道交通工程的建设管理；工程总承包；招投标咨询（不含中介）、工程监理等。	28.13 亿元	100.00
4	天津轨道交通集团工程建设有限公司	铁路工程施工总承包；市政工程施工总承包；房屋建筑施工承包；土石方工程专业承包等。	2.01 亿元	100.00
5	天津市地方铁路修建公司	铁路综合性工程建筑、民用工程建筑；铁路及铁路通讯设施维修。	0.13 亿元	100.00
6	天津先达大酒店	卷烟零售；企业管理；物业管理；房屋租赁；房屋信息咨询等。	0.48 亿元	100.00
7	天津市先达滨海建筑公司	房屋建筑工程、铁路工程施工等。	0.16 亿元	100.00
8	天津城轨职业培训中心	高级：行车值班员、电客车司机、轨道车司机、车辆维修工等。	50 万元	100.00
9	天津轨道交通集团（香港）有限公司	投资咨询管理，技术咨询服务。	0.56 亿美元	100.00
10	天津轨道交通集团融资租赁有限公司	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修。	10.00 亿元	100.00
11	天津市城市轨道交通行业职业技能鉴定站	初级、中级、高级、技师、高级技师：行车值班员、电客车司机、轨道车司机、车辆维修工等。	20 万元	100.00

附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	109.28	100.33	102.36	108.68
资产总额(亿元)	2312.72	2496.06	2637.55	2671.23
所有者权益(亿元)	1081.24	1196.32	1264.91	1282.61
短期债务(亿元)	91.63	158.70	174.22	59.88
调整后短期债务(亿元)	128.09	174.93	189.22	106.85
长期债务(亿元)	754.80	769.57	811.84	913.01
调整后长期债务(亿元)	934.28	893.87	942.07	1048.83
全部债务(亿元)	846.43	928.27	986.06	972.89
调整后全部债务(亿元)	1062.38	1068.80	1131.29	1155.68
营业收入(亿元)	23.79	22.49	21.10	12.09
利润总额(亿元)	4.44	4.69	4.78	2.91
EBITDA(亿元)	8.27	9.68	11.28	--
经营性净现金流(亿元)	-1.13	5.41	11.41	6.34
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	128.98
应收类款项/资产总额(%)	6.51	6.08	5.65	5.08
营业利润率(%)	-15.31	-24.76	-24.54	-57.61
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	41.58
调整后长期债务资本化比率(%)	46.35	42.77	42.69	44.99
全部债务资本化比率(%)	43.91	43.69	43.81	43.13
调整后全部债务资本化比率(%)	49.56	47.19	47.21	47.40
资产负债率(%)	53.25	52.07	52.04	51.98
流动比率(%)	214.49	170.41	155.84	212.00
速动比率(%)	194.43	153.43	140.87	200.94
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 1~9 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%
应收类款项/资产总额	(应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 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 - 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。

联合资信评估有限公司关于 天津轨道交通集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天津轨道交通集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

天津轨道交通集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天津轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天津轨道交通集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天津轨道交通集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天津轨道交通集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天津轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天津轨道交通集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天津轨道交通集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天津轨道交通集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。