

# 信用等级公告

联合〔2020〕143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，维持“19天津轨交CP001”和“19天津轨交CP002”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年一月十九日



# 天津轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

## 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
19 天津轨交 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 天津轨交 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

## 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 天津轨交 CP001	9.00 亿元	9.00 亿元	2020/7/18
19 天津轨交 CP002	18.00 亿元	18.00 亿元	2020/10/25

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短期融资债券

评级时间：2020 年 1 月 19 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 评级观点：

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。未来，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有望逐步增强。

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“19天津轨交CP001”和“19天津轨交CP002”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

## 优势

- 保持专营优势。**跟踪期内，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专营优势突出。
- 持续获得资金支持。**跟踪期内，天津市政府对公司已建、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支持。

## 关注

- 运营板块持续亏损。**跟踪期内，天津市地铁运营板块盈利能力持续表现为亏损，毛利率为-139.50%。
- 未来融资压力较大。**截至2019年9月底，公司在建地铁项目尚需投资772.15亿元，拟建地铁项目尚需投资491.05亿元，未来面临较大融资压力。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa'	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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

分析师:张宁 李颖 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

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	100.33	102.36	117.11	179.77
资产总额(亿元)	2496.06	2637.55	2756.73	3072.29
所有者权益(亿元)	1196.32	1264.91	1302.86	1374.12
短期债务(亿元)	158.70	174.22	181.39	38.36
长期债务(亿元)	769.57	811.84	898.48	1146.78
全部债务(亿元)	928.27	986.06	1079.87	1185.14
营业收入(亿元)	22.49	21.10	19.81	12.32
利润总额(亿元)	4.69	4.78	5.46	3.05
EBITDA(亿元)	9.68	11.28	18.94	--
经营性净现金流(亿元)	5.41	11.41	3.90	15.38
营业利润率(%)	-24.76	-24.54	-42.48	-61.42
净资产收益率(%)	0.37	0.33	0.38	--
资产负债率(%)	52.07	52.04	52.74	55.27
全部债务资本化比率(%)	43.69	43.81	45.32	46.31
流动比率(%)	170.41	155.84	130.63	249.06
经营现金流动负债比(%)	1.95	3.83	1.15	--
现金短期债务比(倍)	0.63	0.59	0.65	4.69
EBITDA利息倍数(倍)	0.18	0.22	0.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	95.90	87.42	57.00	--
公司本部(母公司)				
项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	1361.24	1504.90	1591.01	1688.29
所有者权益(亿元)	1119.61	1184.12	1225.14	1293.83
全部债务(亿元)	120.62	197.98	207.92	190.80
营业收入(亿元)	0.04	0.03	1.04	0.37
利润总额(亿元)	-0.57	-0.83	3.21	0.29
资产负债率(%)	17.75	21.32	23.00	23.36
全部债务资本化比率(%)	9.73	14.32	14.51	12.85
流动比率(%)	348.48	259.97	228.26	458.23
经营现金流动负债比(%)	-126.76	-81.10	-29.34	--

注:2019年1-9月财务数据未经审计

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/10/9	张宁 姜泰钰 李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2016/8/12	张宁 张婷婷	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由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、根据联合资信 2019 年 7 月底公布的《联合资信评估有限公司基本情况》中表 1，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 24.10% 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“受评主体非控股股东持有联合资信股份达到 5% 以上”的情形。但由于泰达投资未参与联合资信的经营管理与决策，因此，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。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 2018 年度联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 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“轨道集团”、“轨交集团”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 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 2019 年 9 月底，公司本部内设党群工作部、投资管理部、资产经营部、财务中心和运营事业部等 14 个职能部门（见附件 1-2）；拥有 12 家全资子公司。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2756.73 亿元，所有者权益 1302.86 亿元（少数股东权益-63.14 万元）；2018 年，公司实现营业收入 19.81 亿元，利润总额 5.46 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 3072.29 亿元，所有者权益 1374.12 亿元（少数股东权益 464.03 万元）；2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 12.32 亿元，利润总额 3.05 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。

### 三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2019 年底，联合资信所评公司存续短期融资券余额 27.00 亿元，募集资金均按规定用于偿还公司存量融资，尚需偿还债券本金合计 27.00 亿元（详见表 1）。

表1 截至2019年底联合资信所评公司存续短期融资券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 天津轨交 CP001	9.00	9.00	2019/7/18	1 年
19 天津轨交 CP002	18.00	18.00	2019/10/25	1 年
<b>合计</b>	<b>27.00</b>	<b>27.00</b>	--	--

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，按照国家标准有 7 种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。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，城市人口也相应增长，2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 59.58%，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 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年底，中国内地累计有 35 个城市建成投运城市轨道交通线路，共计 185 条线路，运营线路总长度达 5761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，

地铁 4354.3 公里，占比 75.6%；轻轨 255.4 公里，占比 4.4%；单轨 98.5 公里，占比 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占比 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占比 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占比 1.0%；APM10.2 公里，占比 0.2%。

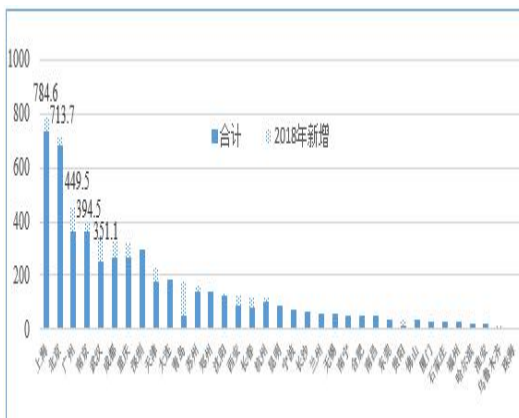
图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为 2143.4 公里，年均新增线路长度为 714.5 公里。2018 年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐 1 个运营城市，全国新增运营线路长度 728.7 公里、新增运营线路 20 条。2018 年全年累计完成客运量 210.7 亿人次，同比增长 14%。截至 2018 年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6 公里）、北京（713.7 公里）、广州（449.5 公里）、南京（394.5 公里）和武汉（351.1 公里）。

图2 截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018 年，中国城市轨道交通完成投资 5470.20 亿元，同比增长 14.9%。在建线路总规模 6374 公里，同比增长 2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过 400 公里，成都、武汉、杭州 3 市建设规模超过 300 公里。截至 2018 年底，中国共有 63 个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的 19 个城市），其中，城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7611 公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共 44 个城市规划线路，总计 6864.4 公里，占比 90.2%，总投资达 38911.1 亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉 6 市投资计划均超过 2000 亿元，6 市规划线路投资总额达 15438.8 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，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、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，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，未来轨道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通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付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，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

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，未来大规模投资将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，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括 BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁 4 号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁 4 号线采用该模式）、TOT 等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

### (4) 行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

#### 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高，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。

#### ④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇统筹难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

### (5) 行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康发展。



表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发〔2003〕81号）	国务院	2003.09
2	国务院办公厅《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》（国办发〔2014〕37号）	国务院	2014.08
3	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169号）	住建部	2014.11
4	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117号）	环保部	2014.12
5	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49号）	发改委	2015.01
6	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）	国务院	2015.09
7	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506号）	发改委、住建部	2015.12
8	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
9	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11
10	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016年本）的通知》（国发〔2016〕72号）	国务院	2016.12
11	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189号）	发改委	2017.01
12	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的指导意见（发改基础〔2017〕74号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
13	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
14	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
15	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52号）发布	国务院	2018.07
16	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

#### （6）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。目前在国内外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为30%左右；国外的地铁承运率已经达到70%~80%，而目前我国只有40%，提升空间很大。

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。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新

建3500公里左右，相当于前50年的总和，2020年底全国城市轨道交通运营线路预计7000公里左右，2025年底将超过1万公里，2030年底可能接近1.5万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当

发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次 0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

## 2. 铁路投资建设行业

### （1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

根据国家铁路局发布的《2018 年铁道统计公报》，2018 年全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比上年增加 2.91 亿人，增长 9.4%；全国铁路旅客周转量完成 14146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，增长 5.1%。2018 年，全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，比上年增加 3.38 亿吨，增长 9.2%；铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增加 1858.78 亿吨公里，增长 6.9%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，比上年增长 3.1%，其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里。

### （2）运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次

运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。根据《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32 号），自 2018 年 5 月 1 日起铁路运输服务增值税税率从 11% 降至 10%，同时铁路总公司决定，同时下浮铁路主要货物运价。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

客运方面，2016 年 2 月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前 30 天对外公告。2017 年 4 月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%-30% 区间，一等座涨幅在 65%-70% 区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强壑

断行业监管的新要求,2017年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》,加强垄断行业监管,规范成本监审行为,标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段,必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻度发挥重要作用。综合看来,短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率,增加客运量为主要任务,整体票价水平将保持相对稳定。

### (3) 铁路投融资改革

2018年铁路改革持续推进,并取得实质性进展,主要在铁路土地开方面和我混合所有制改革方面。铁路土地开发方面,2018年4月广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》交储面积为37116.63平方米的广州东石牌旧货场土地使用权,获得一次性补偿款13.05亿元;8月铁总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会,共推出了11个土地综合开发项目,面积达5689.37亩,项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。混合所有制改革方面,2018年6月腾讯与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司49%股权;8月中铁顺丰国际快运有限公司成立;同年,铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签订战略合作协议,力推铁路资产全面升级。

### 3. 区域经济概况

**天津市是中国四大直辖市之一,跟踪期内,天津市经济不断增强,增速较上年有所增加。**

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《2018年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2018年,全市生产总值

(GDP)18809.64亿元,比上年增长3.6%。其中,第一产业增加值172.71亿元,增长0.1%;第二产业增加值7609.81亿元,增长1.0%;第三产业增加值11027.12亿元,增长5.9%。三次产业结构为0.9:40.5:58.6。

2018年天津市固定资产投资小幅下降,按可比口径计算,比上年下降5.6%。其中,第一产业投资下降9.1%,第二产业投资下降6.3%,第三产业投资下降5.3%。制造业投资下降22.0%,其中计算机通信和其他电子设备制造业增长11.2%,汽车制造业增长7.0%。

随着交通基础设施建设的发展,天津市客流量持续增长。全年货运量53548.07万吨,比上年增长1.0%。其中,公路34711.14万吨,铁路9247.70万吨,水运8260.94万吨。货物周转量1984.28亿吨公里,增长2.3%。其中,公路404.10亿吨公里,铁路245.02亿吨公里,水运1326.60亿吨公里。客运量1.92亿人次,增长0.3%;旅客周转量553.49亿人公里,增长4.9%。港口货物吞吐量5.08亿吨,增长1.4%;集装箱吞吐量1600.69万标准箱,增长6.2%。机场旅客吞吐量2359.14万人次,增长12.3%;货邮吞吐量25.87万吨,下降3.6%。截至2018年底,全市民用汽车保有量298.69万辆,其中私人汽车250.14万辆;民用轿车192.02万辆,其中私人轿车173.88万辆。

2019年前三季度,天津全市生产总值15256.35亿元,按可比价格计算,同比增长4.6%,增速与上半年持平。其中,第一产业增加值111.85亿元,增长0.1%;第二产业增加值5941.47亿元,增长2.4%;第三产业增加值9203.03亿元,增长6.5%。在大规模减税降费的背景下,一般公共预算收入增长0.1%。

## 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2019年9月底,公司注册资本

405.85 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，天津市财政实力强，但一般公共预算收入持续下降，财政自给率一般；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。**

2018 年，天津市一般公共预算收入为 2106.19 亿元，同比减少 8.84%。其中，税收收入 1625.00 亿元，占一般公共预算收入的比重为 77.15%，比上年提高 9.90 个百分点，财政收入质量较高。2018 年，天津市一般公共预算支出为 3104.18 亿元，同比减少 5.43%。天津市财政自给率持续下降，2018 年为 67.85%，财政自给率一般。2018 年，天津市政府性基金预算收入 1160 亿元，同比减少 5.69%。截至 2018 年底，全市政府债务余额 4079 亿元，其中市级政府债务余额 1532 亿元。除中央转贷的外国政府和国际经济组织贷款等 21 亿元外，全部为财政部代理发行和市财政自主发行的地方政府债券。总体看，天津市充足的财力为公司获得大规模的资金支持提供了有力保障。

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。

### 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：由原股东泰达控股、原股东天津天保控股有限公司、原股东天津港集团有限公司及原股东天津塘沽城市建设投资公司出资资本金 28.13 亿元，后将股权转让给公司，与天津市人民政府、滨海新区政府及东丽

区政府分别按照 38.21%、27.5%、27.5%和 6.79%出资，其余项目资金通过项目贷款方式解决。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。

目前，由天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“地铁集团”）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、5 号线、6 号线南孙庄至梅林路站以及津滨轻轨地铁 9 号线；在建的主要项目为 1 号线东延、4 号线南段项目、10 号线一期、7 号线一期和 11 号线一期项目。具体资本金到位情况如下表，其中 2019 年 2—3 季度到位 23.97 亿元。

表 3 截至 2019 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	资本金到位金额
1 号线（含部分东延伸线）	92.05	46.03	46.03
2 号线（含滨海国际机场延伸线）	149.07	74.54	74.80
3 号线（含南站延伸线）	164.30	82.15	73.43
5 号线	254.33	127.27	127.26
6 号线	406.96	203.48	172.12
1 号线东延线	126.66	63.33	27.35
4 号线南段	189.11	94.56	31.50
10 号线一期	220.69	88.28	22.10
津滨轻轨地铁 9 号线项目	117.78	49.00	43.12
地铁 7 号线一期	268.96	107.58	18.87
地铁 11 号线一期	256.02	102.41	34.12
<b>合计</b>	<b>2245.93</b>	<b>1038.63</b>	<b>670.70</b>

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

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。2018年及2019年1-9月，公司收到铁路建设费13.25亿元和7.50亿元。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。

#### 地铁运营补贴

2018年及2019年1-9月，公司获得政府补助分别为7.86亿元和4.89亿元，以地铁运营补贴和地铁建设补贴为主。

### 3. 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2020年1月16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2020年1月3日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 4. 重大事项

根据天津产权交易中心网站，公司拟分别以77635.27万元、98234.69万元的转让底价转让天津二号线轨道交通运营有限公司及天津三号线轨道交通运营有限公司51%股权。引入社会资本，与政府方出资代表共同组成项目公司，项目公司中政府方出资代表股权比例为49%，社会资本股权比例为51%。实施机构与项目公司签订《PPP项目合同》，授权项目公司在合作期内负责项目的投融资、运营、维护、追加投资和更新改造。项目公司成立后，可利用项目的预期收益权等在规定期限内向金融

机构完成融资，以偿还前期项目资产转让时产生的项目公司与地铁集团之间的债务。项目公司在进行融资时，应首先以项目公司为主体进行融资，若项目公司出现融资困难，项目公司中的社会资本方股东应独立承担相应的融资义务，通过其他合法方式确保满足项目公司的资金需求。项目公司中政府方股东不承担融资义务。

针对上述事宜，联合资信已与轨道集团取得联系，公司拟通过公开招标方式遴选社会资本方，联合资信将密切关注以上事项的后续进展以及对轨道集团及其存续债券信用水平可能带来的影响。

## 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，公司主营业务仍为地铁运营、地铁资源开发以及工程施工三大板块，受亏损严重的地铁运营收入占比较上年增加影响，公司综合毛利率亏损程度较上年进一步下降。**

跟踪期内，公司主营业务仍为地铁运营、地铁资源开发以及工程施工三大板块。2018年，公司主营业务收入为18.24亿元，同比减少10.76%，主要系受地铁资源开发收入减少影响。从收入构成来看，由于公司未于2018年确认较大规模的房地产项目收入导致地铁资源开发收入较上年有所减少，因此当年公司收入构成转为地铁运营收入为主（占比为41.23%）。从毛利率来看，2018年，公司综合毛利率为-45.78%，亏损程度较上年持续增加，主要是由于地铁运营亏损程度加深所致。

2019年1-9月，公司实现主营业务收入11.71亿元，相当于上年的64.20%；同期，公司整体毛利率为-65.33%，较2018年大幅下降，

主要系亏损严重的地铁运营收入占比较上年 增加所致。

表4 公司近年主营业务收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项 目	2017 年			2018 年			2019 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
地铁运营	7.06	34.54	-112.48	7.52	41.23	-141.49	6.43	54.91	-139.50
地铁资源开发	8.42	41.19	35.27	5.54	30.37	34.30	2.26	19.30	51.33
工程施工	4.96	24.27	5.65	5.18	28.40	7.34	3.02	25.79	5.30
合计	20.44	100.00	-22.85	18.24	100	-45.78	11.71	100.00	-65.33

资料来源:公司审计报告及公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 地铁及交通枢纽建设和运营

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。同时,公司参与交通枢纽建设,仍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。

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,其建设主体为子公司地铁集团。地铁运营主体为天津轨道交通运营集团有限公司(以下简称“轨道运营集团”,票款收入归地铁集团所有,由地铁集团支付轨道运营集团委托管理费)。

### 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报告外部支持部分。截至2019年9月底,公司在建项目主要包括地铁1号线东延、4号线南段、10号线一期、7号线一期以及地铁11号线一期项目,以上项目总投资1061.44亿元,累计已投资289.29亿元,尚需投资772.15亿元。

表5 截至2019年9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	91.94
2	地铁2号线(含滨海国际机场延伸线)	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(含南站延伸线)	全长33.14公里,设车站26个,含控制中心	已运营(未决算)	164.30	186.11
4	地铁5号线	全长34.831公里,设车站28个	已运营(未决算)	254.53	252.13
5	地铁6号线	全长42.47公里,设车站39个	南孙庄至梅林路站已运营(未决算)	406.96	315.76
6	地铁1号线东延	全长16.039公里,设车站11个	在建	126.66	86.72
7	地铁4号线南段	全长19.4公里,设车站14个	在建	189.11	63.64
8	地铁10号线一期	全长21.22公里,设车站21个	在建	220.69	58.44
9	津滨轻轨地铁9号线项目	全长52.20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	120.90
10	地铁7号线一期	全长26.50公里,设车站21座	在建	268.96	34.82
11	地铁11号线一期	全长22.60公里,设车站21座	在建	256.02	45.67
合计				2245.93	1396.76

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;地铁6号线梅林路站至咸水沽西站目前初设方案和可行性研究报告正在调整,因此已投资金额和总投资金额差距较大

资料来源：公司提供

### ②地铁运营

2019年，天津地铁票价未发生变化，仍为2—9元（不考虑打折情况），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。随着新线不断投入试运营，客流量相应增长影响，2018年公司地铁运营里程达到9961.32万公里，同比大幅增长18.21%。2019年1—9月，公司年度出行量38530.71万人次，较上年同期增长34.12%。2018年，公司地铁运营收入为7.52亿元，同比小幅

增长6.52%，增幅小于客流量增幅主要系地铁5号线与地铁6号线南翠屏(不含)至梅林路站分别于2018年4月和2018年10月投入试运行，运营收入不计入收入所致。受新的地铁线路逐步开通并正式运营，同时已开通线路的维护成本增加等因素影响，2018年地铁运营毛利率为-141.49%，亏损进一步扩大。2019年1—9月，公司实现地铁运营收入6.43亿元，相当于上年的85.51%；地铁运营毛利率为-139.50%，较2018年变动不大。

表6 2017—2019年9月公司地铁运营情况

项目	2017年	2018年	2019年1—9月
年度出行量(万人次)	35057.39	40767.23	38530.71
日均出行量(万人次)	96.05	123.25	141.14
列车开行列次(列次)	465740.00	607725.00	518275.00
运营里程(万公里)	8426.50	9961.32	9494.44
票款收入(亿元)	7.06	7.52	6.43
每人车票收入(元)	2.01	1.84	1.67
运营成本(亿元)	14.98	18.16	15.40
财政补贴(亿元)	7.73	7.86	4.89

注：每人车票收入=票款收入/年度出行量；由于受地铁收费会有打折情况影响，部分年份会出现票价低于2元情况

资料来源：公司提供

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），2018年以及2019年1—9月，公司收到的运营补贴分别为7.86亿元和4.89亿元。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。公司已完成天津站交通枢纽工程、

天津西站交通枢纽工程和机场交通枢纽工程的建设，截至2019年9月底，公司在建项目为文化中心交通枢纽，概算总投资为69.85亿元，累计已投资68.70亿元（体现在“在建工程”科目）。

#### （2）铁路投资

**跟踪期内，公司铁路投资项目稳步推进，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（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），分别投入资本金26.00亿元、22.03亿元和0.17亿元。上述项目均已完成投资。

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2019年9月底，

上述项目总投资额204.12亿元，累计完成投资192.77亿元。

截至目前，仅南环铁路以及京沪高铁已实现投资收益，2018年公司分别获得上述项目投资收益为0.23亿元和1.83亿元。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7 截至2019年9月底铁投集团铁路项目股权投资情况（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2019年9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	69.27	--
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	19.25	0.62
合计	--	204.12	--	192.77	0.62

资料来源：公司提供

### （3）工程建设

跟踪期内，公司工程建设收入及毛利率较上年同期略有下降，考虑到公司存量工程规模较小，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

“轨交集团工程公司”）、天津市先达滨海建筑公司（以下简称“滨海建筑”）和铁投集团。轨交集团工程公司拥有铁路工程施工总承包一级资质、市政工程施工总承包一级资质和房屋建筑工程总承包一级资质。

表8 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	2017年	2018年	2019年1-9月
当期新签订合同个数（个）	40	58	13
其中：亿元以上合同个数（个）	1	1	1
合同金额合计（亿元）	12.20	9.90	2.70
其中：天津市内项目（亿元）	3.35	9.02	2.70
天津市外项目（亿元）	8.85	0.88	--

资料来源：公司提供

公司工程建设业务主要承接铁路工程和市政工程。2018年，公司新签合同金额为9.90亿元，同比减少18.85%，主要以天津市内的市政工程为主。截至2019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19.47亿元，存量规模较少。

2018年，公司工程建设收入为5.18亿元，

同比增长4.44%。2019年1-9月，公司工程建设业务实现收入3.02亿元，较上年同期减少3.51%，毛利率为5.30%，较上年下降2.04个百分点。

### （4）地铁资源开发

跟踪期内，地铁资源开发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（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。

房地产销售方面，公司业务模式为以自有的地铁沿线土地出资与开发商合作或公司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，该项目共投入21.87亿元（已完工），已实现资金回笼8.96亿元。2018年确认房地产销售收入2.55亿元，同比减少57.50%。截至2019年9月底，公司无待开发的土地储备。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。

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、滨海新区市民广场和祈年大厦等项目，目前上述物业出租情况较好。截至2019年9月底，公司主要可租赁物业面积合计约为6.55万平方米，出租率约为68.74%。2018年及2019年

1—9月，公司分别实现房屋租赁收入0.96亿元和0.68亿元。

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。2018年及2019年1—9月，公司分别实现劳务收入1.90亿元和1.58亿元。

整体看，2018年及2019年1—9月，公司地铁资源开发收入分别为5.54亿元和2.26亿元。2018年该板块毛利率34.30%，较上年略有下降；2019年1—9月，公司地铁资源开发业务毛利率为51.33%，较上年提升17.03个百分点，主要是劳务业务部分成本于年底结算所致。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有待关注。

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2019年9月底，公司已出资金23.00亿元，资金来源主要为铁路建设费3.00亿元和地方政府债20.00亿元。

地铁投资方面，公司拟建项目主要为地铁8号线一期和地铁4号线北段，概算总投资为468.91亿元，其中资本金为187.56亿元，后续资金投入需求很大。同时考虑到公司在建的大规模地铁项目，公司将面临较大的资本支出压力。

表9 截至2019年9月底公司主要拟建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	资本金	已到位资本金	未来投资计划		
				2019年	2020年	2021年
地铁8号线一期	246.24	80.21	--	20.15	25.29	27.91

地铁4号线北段	244.81	107.35	--	10.15	25.87	26.90
合计	491.05	187.56	--	30.30	51.16	54.81

资料来源：公司提供

## 八、财务分析

公司提供了2016—2018年度三年连审审计报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该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。公司提供的2019年1—9月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2018年，公司合并范围新增轨道运营集团、天津市城市轨道交通行业职业技能鉴定站和天津轨道交通集团物业管理有限公司。2019年1—9月，公司将滨海快速交通发展有限公司无偿划转至地铁集团。总体看，截至2019年9月底，公司纳入合并范围的子公司为12家。

### 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。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2018年底，公司资产总额2756.73亿元，较上年底增长4.52%。公司资产以非流动资产为主，与行业特点相符。公司货币资金116.95

亿元，其中银行存款占99.98%，其余为现金和其他货币资金，受限资金为1.45亿元。公司在建工程1900.47亿元，较上年底增长6.58%，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2019年9月底，公司资产总额3072.29亿元，较上年底增长11.45%，公司资产仍以非流动资产为主（占比为81.15%）。公司货币资金179.77亿元，较上年底增长53.72%，主要系随着地铁投资规模不断增加，融入资金所致；公司其他应收款98.29亿元，较上年底下降12.48%，主要是由于账务调整将应收土地整理中心拆迁工程款调整至在建工程所致；公司存货大幅增长41.86%至30.75亿元，主要系合并口径变化导致开发成本增加所致；公司在建工程2073.21亿元，较上年底增长9.09%，主要系地铁线路建设不断推进所致。总体看，公司资产规模和结构较上年底变化较小。

截至2019年9月底，公司受限资产合计为3.72亿元，规模较小。其中受限货币资金为1.45亿元，主要为地铁集团与其下属子公司共同管理的账户资金等；投资性房地产受限规模为2.27亿元，系用于借款抵押。

表10 近两年及一期公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	102.36	3.88	116.95	4.24	179.77	5.85
应收账款	29.32	1.11	24.61	0.89	18.84	0.61
预付款项	167.19	6.34	165.24	5.99	251.12	8.17
其他应收款	119.77	4.54	112.31	4.07	98.29	3.20
存货	44.64	1.69	21.68	0.79	30.75	1.00
<b>流动资产</b>	<b>464.85</b>	<b>17.62</b>	<b>443.93</b>	<b>16.10</b>	<b>579.12</b>	<b>18.85</b>
可供出售金融资产	199.97	7.58	205.97	7.47	213.97	6.96
投资性房地产	42.16	1.60	43.14	1.56	43.14	1.40
固定资产	111.93	4.24	110.18	4.00	109.93	3.58

在建工程	1783.11	67.60	1900.47	68.94	2073.21	67.48
非流动资产	2172.70	82.38	2312.80	83.90	2493.16	81.15
资产总额	2637.55	100.00	2756.73	100.00	3072.29	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

## 2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较强；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2018年底，公司所有者权益1302.86亿元（其中少数股东权益-63.14万元），较上年底增长3.00%，主要来自于资本公积的增长。公司资本公积进一步增长至866.49亿元，较上年底增长12.29%，主要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。公司少数股东权益-63.14万元，较上年底大幅减少100.06%，主要系港铁建设股权划出所致。

截至2019年9月底，公司所有者权益1374.12亿元，较上年底增长5.47%，主要系收到财政拨款铁路建设费及地铁建设资金计入资本公积所致。公司权益构成较上年底无重大变化。

表 11 近两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	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	402.65	31.83	404.28	31.03	405.85	29.54
资本公积	771.67	61.01	866.49	66.51	933.31	67.92
盈余公积	4.47	0.35	4.65	0.36	4.65	0.34
未分配利润	19.37	1.53	22.51	1.73	25.28	1.84
少数股东权益	10.87	0.86	-0.01	0.00	0.05	0.00
所有者权益	1264.91	100.00	1302.86	100.00	1374.12	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司负债总额1453.88亿元，较上年底增长5.92%，主要以非流动负债为主。公司流动负债339.85亿元，较上年底增

长13.94%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致。公司非流动负债1114.02亿元，较上年底增长3.69%。

表 12 近两年及一期公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	46.73	3.40	39.97	2.75	41.85	2.46
预收款项	38.06	2.77	35.31	2.43	39.02	2.30
其他应付款	18.63	1.36	17.51	1.20	46.60	2.74
一年内到期的非流动负债	154.66	11.27	136.23	9.37	13.47	0.79
其他流动负债	14.96	1.09	58.98	4.06	60.99	3.59
流动负债	298.29	21.73	339.85	23.38	232.53	13.69
长期借款	631.17	45.98	674.42	46.39	867.46	51.08

应付债券	180.67	13.16	224.06	15.41	279.33	16.45
长期应付款	130.68	9.52	89.53	6.16	156.02	9.19
专项应付款	125.24	9.12	119.22	8.20	153.66	9.05
<b>非流动负债</b>	<b>1074.36</b>	<b>78.27</b>	<b>1114.02</b>	<b>76.62</b>	<b>1465.64</b>	<b>86.31</b>
<b>负债</b>	<b>1372.64</b>	<b>100.00</b>	<b>1453.88</b>	<b>100.00</b>	<b>1698.16</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司调整后全部债务1227.95亿元，较上年底增长8.54%，其中调整后长期债务占比为80.42%。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48.52%、43.12%和52.74%，较上年底变化不大。

截至2019年9月底，公司负债合计1698.16亿元，较上年底增长16.80%。公司负债以非流动负债为主，占比为86.31%。公司一年内到期的非流动负债13.47亿元，较上年底下降90.11%，主要是偿还金融机构借款所致；公司长期借款为867.46亿元，较上年底增长28.62%；公司长期应付款为156.02亿元，较上年底增长74.27%，主要是公司增加融资租赁融资所致；专项应付款为153.66亿元，较上年底增长28.89%，主要是收到财政专项拨款所致。同期，公司调整后长期债务和调整后全部债务分别较上年底增加至1302.81亿元和1402.16亿元，分别较上年底增长31.92%和14.19%，债务结构以长期债务为主（占比91.91%）。同期，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48.67%、50.50%和55.27%。截至2019年9月底，公司需于2020—2021年分别兑付债务184.19亿元和219.96亿元，集中兑付压力较大。

### 3. 盈利能力

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

2018年，公司实现营业收入19.81亿元，同比减少6.09%，主要系地铁资源开发收入较上

年减少所致。同期，公司营业成本27.34亿元，同比增长8.80%。2018年，受地铁运营成本增加影响，公司营业利润率亏损程度进一步扩大，为-42.48%。

2019年1—9月，公司实现营业收入12.32亿元，相当于上年全年的62.19%，其构成以地铁运营和工程施工收入为主；公司营业利润率下降至-61.42%，仍表现为亏损，主要系亏损严重的地铁运营收入占比较上年增加所致。2019年1—9月，公司营业外收入为14.60亿元，主要由与经营活动无关的政府补贴构成；同期，公司实现利润总额为3.05亿元。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营活动产生的现金净流量较上年有所增加，整体收现质量有所好转；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。**

2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为3.90亿元。公司投资活动产生的现金净流出规模-96.79亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为107.95亿元。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额为15.38亿元，现金收入比大幅增长至131.60%，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-112.37亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金99.58亿元，主要是对地铁建设的投入；筹资活动现金流量净额为159.77亿元。

### 5. 偿债能力

**跟踪期内，公司短期偿债能力尚可；考虑**

到天津市政府对公司大规模的资金支持，公司整体偿债能力极强。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别下降至130.63%和124.25%，分别较上年底下降25.21个百分点和16.62个百分点。2019年9月底，上述指标分别上升至249.06%和235.83%。2018年，公司经营现金流动负债比为1.15%。截至2019年9月底，公司现金类资产179.77亿元，为公司调整后短期债务的1.81倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2018年，公司EBITDA为18.94亿元，同比增长67.95%，主要系利润总额增长所致。公司调整后全部债务/EBITDA为62.01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，公司整体偿债能力极强。

截至2019年底，公司对外担保为5.00亿元，全部为对津滨城际铁路有限责任公司担保，以2019年9月底所有者权益为基数计算，公司担保比率为0.36%，担保比率低，且被担保企业经营情况正常，公司或有负债风险低。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2019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684.25亿元，已使用115.14亿元，尚未使用额度569.11亿元。公司间接融资渠道通畅。

## 6. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额1591.01亿元，较上年底增长5.72%。其中，流动资产占比18.54%、非流动资产占81.46%。

截至2018年底，母公司所有者权益1225.14亿元，较上年底增长1.10%，较上年底基本持平。负债总额365.87亿元，较上年底增长8.95%，主要系应付债券同比增长所致。

2018年，母公司实现营业收入1.04亿元，同比大幅增长1.01亿元，营业外收入2.01亿元主要由政府补贴构成，利润总额3.21亿元，对政府补贴依赖较大。

2018年，母公司经营活动现金流量净额-44.95亿元，投资活动现金流量净额-49.25亿元，筹资活动现金流量净额93.48亿元。

## 九、存续期债券偿债能力分析

跟踪期内，公司集中兑付压力一般，考虑到公司收到政府大规模的资金支持，联合资信认为本期报告所跟踪的短期融资券到期不能偿还的风险极低。

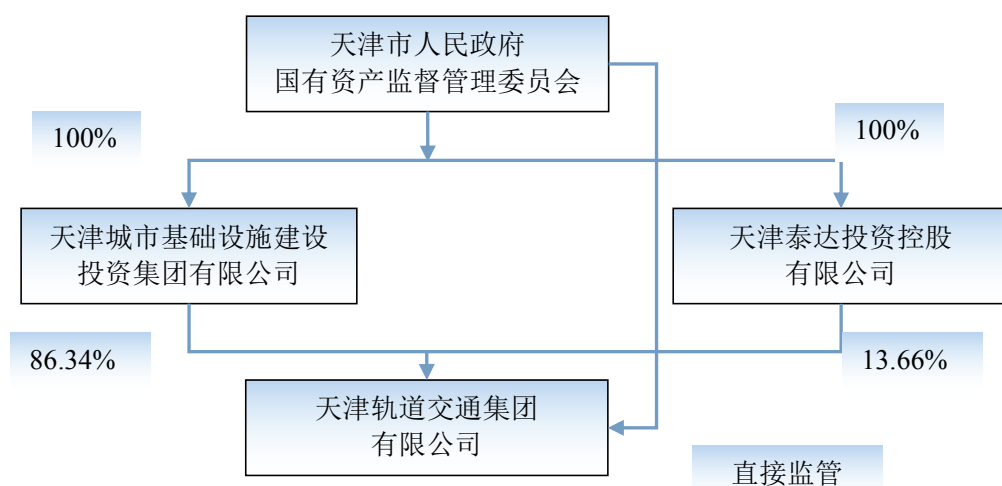
2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流量以及现金类资产对“19天津轨交CP001”和“19天津轨交CP002”本金合计27.00亿元的覆盖倍数分别为2.22倍、0.57倍和4.33倍。2019年9月底，公司现金类资产对公司存续短期融资券本金的覆盖倍数为6.66倍。

集中兑付方面，“19天津轨交CP001”和“19天津轨交CP002”在2020年兑付，公司还需于当年兑付“17天津轨交MTN001”20.00亿元，三期票据合计47.00亿元。2018年公司EBITDA、经营活动现金流入量和现金类资产分别为集中兑付债券的0.40倍、1.36倍和2.49倍，经营活动现金流入量和现金类资产对集中兑付债券保障能力尚可。考虑到公司收到政府大规模的资金支持，联合资信认为上述短期融资券到期不能偿还的风险极低。

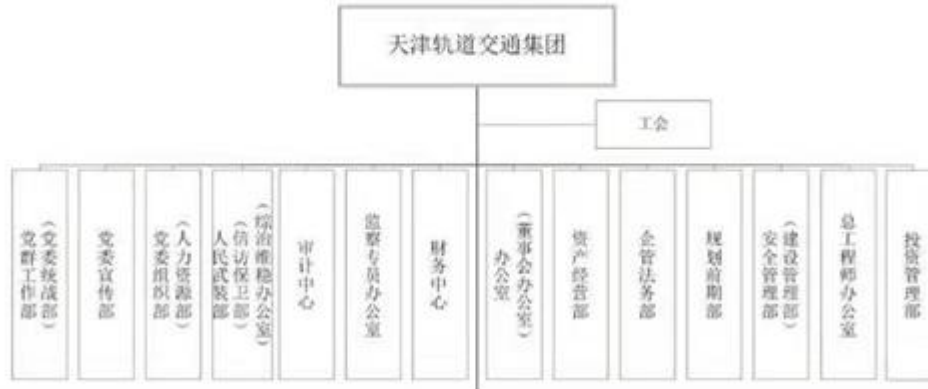
## 十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“19天津轨交CP001”和“19天津轨交CP002”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底轨交集团股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底轨交集团组织架构图



### 附件 1-3 截至 2019 年 9 月底轨交集团主要子公司情况

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
4	天津先达大酒店有限公司	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
5	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
6	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
7	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
8	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
9	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
10	天津轨道交通集团物业管理有限公司	物业管理；物业管理咨询服务；园林绿化工程；展览展示服务；会议服务；建筑机械设备、建筑设施、房屋租赁；酒店管理等	0.40 亿元	100.00
11	天津轨道交通运营集团有限公司	城市（城际）轨道交通运营管理服务；轨道交通系统设备安装、维修、维护等	1.00 亿元	100.00
12	天津津轨商业管理有限公司	企业管理（投资与资产管理除外）、房屋租赁（非住宅）、场地出租、广告业务、企业管理咨询等	0.20 亿元	100.00

资料来源：公司提供



## 附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	100.33	102.36	117.11	179.77
资产总额(亿元)	2496.06	2637.55	2756.73	3072.29
所有者权益(亿元)	1196.32	1264.91	1302.86	1374.12
短期债务(亿元)	158.70	174.22	181.39	38.36
调整后短期债务(亿元)	174.93	189.22	240.39	99.35
长期债务(亿元)	769.57	811.84	898.48	1146.78
调整后长期债务(亿元)	893.87	942.07	987.56	1302.81
全部债务(亿元)	928.27	986.06	1079.87	1185.14
调整后全部债务(亿元)	1068.80	1131.29	1227.95	1402.16
营业收入(亿元)	22.49	21.10	19.81	12.32
利润总额(亿元)	4.69	4.78	5.46	3.05
EBITDA(亿元)	9.68	11.28	18.94	--
经营性净现金流(亿元)	5.41	11.41	3.90	15.38
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	0.69	0.68	0.73	--
存货周转次数(次)	0.60	0.55	0.82	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	62.54	63.43	99.45	131.60
营业利润率(%)	-24.76	-24.54	-42.48	-61.42
总资本收益率(%)	0.35	0.39	0.70	--
调整后总资本收益率(%)	0.33	0.37	0.38	--
净资产收益率(%)	0.37	0.33	0.38	--
长期债务资本化比率(%)	39.15	39.09	40.82	45.49
调整后长期债务资本化比率(%)	42.77	42.69	43.12	48.67
全部债务资本化比率(%)	43.69	43.81	45.32	46.31
调整后全部债务资本化比率(%)	47.19	47.21	48.52	50.50
资产负债率(%)	52.07	52.04	52.74	55.27
流动比率(%)	170.41	155.84	130.63	249.06
速动比率(%)	153.43	140.87	124.25	235.83
经营现金流动负债比(%)	1.95	3.83	1.15	--
现金短期债务比(倍)	0.63	0.59	0.65	4.69
全部债务/EBITDA(倍)	95.90	87.42	57.00	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	110.42	100.29	62.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.18	0.22	0.39	--

注：1. 2019 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 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	0.38	1.29	0.57	6.86
资产总额(亿元)	1361.24	1504.90	1591.01	1688.29
所有者权益(亿元)	1119.61	1184.12	1225.14	1293.83
短期债务(亿元)	42.74	82.33	88.81	28.52
长期债务(亿元)	77.88	115.65	119.11	162.28
全部债务(亿元)	120.62	197.98	207.92	190.80
营业收入(亿元)	0.04	0.03	1.04	0.37
利润总额(亿元)	-0.57	-0.83	3.21	0.29
EBITDA(亿元)	-0.05	0.10	4.04	--
经营性净现金流(亿元)	-64.27	-87.01	-44.95	-5.92
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	0.16	0.13	3.65	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	75.22	20.02	38.93	140.49
营业利润率(%)	-401.52	-1464.53	13.94	1.41
总资本收益率(%)	0.00	0.00	0.28	--
净资产收益率(%)	-0.05	-0.07	0.26	--
长期债务资本化比率(%)	6.50	8.90	8.86	11.14
全部债务资本化比率(%)	9.73	14.32	14.51	12.85
资产负债率(%)	17.75	21.32	23.00	23.36
流动比率(%)	348.48	259.97	228.26	458.23
速动比率(%)	348.48	259.97	228.26	458.20
经营现金流动负债比(%)	-126.76	-81.10	-29.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	-2488.13	1896.92	51.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.09	0.13	4.96	--

注：2019 年 1-9 月财务数据未经审计

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附件 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

### 附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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