

天津轨道交通集团有限公司

2024 年主体跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5592号

联合资信评估股份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**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年六月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受天津轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至 2024 年 7 月 3 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



天津轨道交通集团有限公司

2024 年主体跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
天津轨道交通集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26

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”）仍是天津市地铁投资建设、运营管理、资源开发以及铁路投资建设的重要主体，业务继续保持区域专营优势。2023 年，天津市地区生产总值及一般公共预算收入同比均有所增长，公司外部发展环境良好，且继续获得有力的外部支持。公司治理结构、管理制度和高管人员等方面均未发生重大变化。公司营业总收入仍主要来自地铁运营和地铁资源开发业务，需关注资本金到位情况及公司面临的投融资压力。公司资产结构以非流动资产为主，符合行业特性，资产流动性较弱；所有者权益中实收资本及资本公积占比仍高，权益稳定性仍强；债务结构以长期债务为主，期限结构较为合理，债务负担有所加重，短期内面临的集中偿债压力大；利润总额对政府补助依赖性非常强，公司整体盈利指标表现一般；长、短期偿债指标表现均弱，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在资本金注入、专项资金和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

未来，随着地铁新线陆续投运，路网效应增强以及地铁资源开发不断推进，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司运营补贴未能及时到位影响正常经营，公司的偿债指标出现明显恶化，再融资环境恶化，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区，中国北方重要的港口城市。2023 年，天津市地区生产总值及一般公共预算收入分别为 16737.3 亿元及 2027.3 亿元，同比均有所增长。天津市经济实力非常强，财政实力雄厚，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **跟踪期内，公司业务仍保持区域专营优势。**跟踪期内，公司仍是天津市地铁建设运营和地铁周边资源开发的重要主体，在地铁投资建设、运营管理、资源开发以及铁路投资建设方面继续保持区域专营优势，行业竞争优势显著。
- **跟踪期内，公司继续获得有力的外部支持。**2023 年，公司收到天津市人民政府国有资产监督管理委员会注入资本金 0.10 亿元；2023 年，公司收到天津市财政局拨付政府专项债 23.10 亿元、天津市财政局拨付的地铁项目资金 15.74 亿元、区级财政局拨付的地铁专项资金 2.52 亿元、铁路建设专项资金 7.83 亿元及天津市财政局拨付的京沪高铁等 7 条铁路建设项目资金 8.38 亿元；2023 年以及 2024 年 1—3 月，公司分别收到政府补助 47.13 亿元和 6.09 亿元。

关注

- **跟踪期内，公司期间费用对公司利润侵蚀大。**2023 年，公司期间费用率为 133.71%，同比提高 47.71 个百分点，公司期间费用对公司利润侵蚀大。
- **跟踪期内，公司利润总额对政府补助依赖性非常强。**2023 年，政府补助占公司利润总额的比重仍超过 100.00%，公司利润总额对政府补助依赖性非常强。
- **公司集中偿债压力大。**截至 2024 年 3 月底，公司短期债务为 560.69 亿元，公司面临的集中偿债压力大。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

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

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	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	F6	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		6
指示评级				bbb ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				bbb ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+7
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

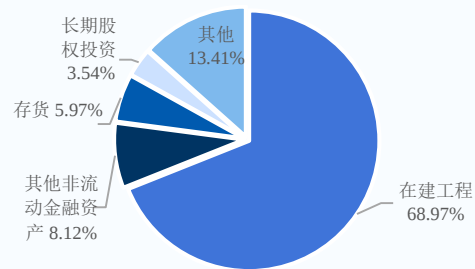
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	66.40	60.14	87.20
资产总额（亿元）	3580.44	3742.38	3811.53
所有者权益（亿元）	1535.09	1577.35	1582.17
短期债务（亿元）	484.61	564.79	560.69
长期债务（亿元）	1292.68	1320.92	1399.73
全部债务（亿元）	1777.29	1885.71	1960.42
营业总收入（亿元）	19.69	22.60	5.18
利润总额（亿元）	6.54	7.62	2.35
EBITDA（亿元）	19.59	32.25	--
经营性净现金流（亿元）	15.78	-13.58	6.34
营业利润率（%）	-51.74	-54.62	-4.73
净资产收益率（%）	0.39	0.46	--
资产负债率（%）	57.13	57.85	58.49
全部债务资本化比率（%）	53.66	54.45	55.34
流动比率（%）	72.82	74.08	81.56
经营现金流动负债比（%）	2.65	-2.02	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.11	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	90.72	58.48	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	2078.80	2175.29	2191.24
所有者权益（亿元）	1454.31	1490.65	1491.51
全部债务（亿元）	345.42	301.02	304.79
营业总收入（亿元）	6.17	4.92	1.83
利润总额（亿元）	0.82	2.50	-0.04
资产负债率（%）	30.04	31.47	31.93
全部债务资本化比率（%）	19.19	16.80	16.97
流动比率（%）	198.73	179.78	193.72
经营现金流动负债比（%）	10.80	7.10	--

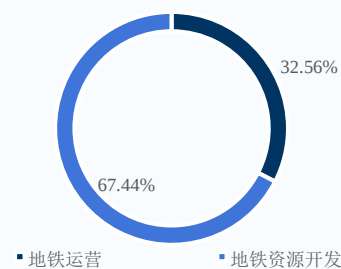
注：1. 2022—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 2024 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告合并口径已将其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项纳入长期债务核算；4. 本报告部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表及公司提供资料整理

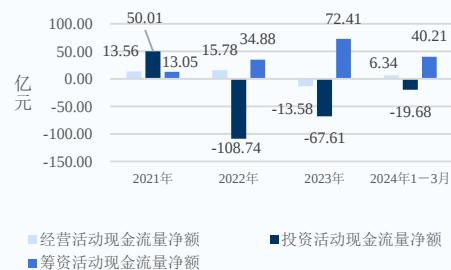
2023 年底公司资产构成



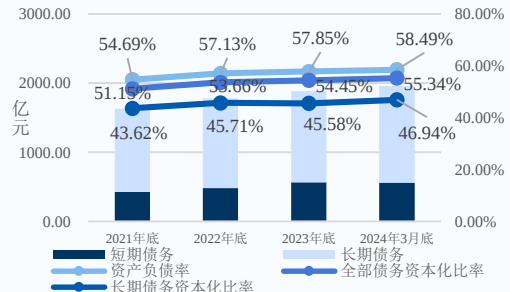
2023 年公司主营业务收入构成



2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



2021—2023 年底及 2024 年 3 月底公司债务情况



主体评级历史

主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/07/05	郑 重 丁立飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2016/08/12	张 宁 张婷婷	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：郑 重 zhengzhong@lhratings.com

项目组成员：李思卓 lisz@lhratings.com | 刘瑞 liurui1@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津轨道交通集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。2023 年，依据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”）下达的《市国资委关于对天津轨道交通集团有限公司增资的通知》（津国资企改〔2023〕45 号），通过国有资本经营预算资金对公司增资 1000.00 万元，增资权益由公司股东天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”）和天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）按持股比例享有，上述增资款 1000.00 万元已到账。截至 2024 年 3 月底，公司股东仍分别为天津城投（持股 86.34%）和泰达控股（持股 13.66%）；公司注册资本和实收资本均为 407.71 亿元，实际控制人仍为天津市国资委。

公司是天津市地铁建设运营和地铁周边资源开发的重要主体，负责天津市地铁投资建设、运营管理、资源开发以及铁路投资建设等业务。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设财务中心、审计中心和安全质量部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 14 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 3742.38 亿元，所有者权益 1577.35 亿元（含少数股东权益 58.80 亿元）。2023 年，公司实现营业总收入 22.60 亿元，利润总额 7.62 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 3811.53 亿元，所有者权益 1582.17 亿元（含少数股东权益 58.81 亿元）。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.18 亿元，利润总额 2.35 亿元。

公司注册地址：天津市西青区才智道 36 号；法定代表人：吴秉军。

三、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

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

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

2 区域环境分析

天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区，中国北方重要的港口城市。2023 年，天津市地区生产总值及一般公共预算同比均有所增长，产业优势明显，经济实力非常强，财政实力雄厚，但财政自给能力一般，政府债务余额大，公司外部发展环境良好。

天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区。天津市共辖 16 个区，总面积 11966.45 平方千米。截至 2023 年底，天津市常住人口 1364 万人，城镇化率为 85.49%。天津市地处中国北部，华北平原东北部，海河流域下游，东临渤海，北依燕山，西靠首都北京市，其余均与河北省相邻，是中蒙俄经济走廊主要节点、海上丝绸之路的战略支点，是邻近内陆国家的重要出海口，也是中国北方重要的港口城市。

天津市重点发展智能科技、生物医药、新能源、新材料、装备制造、汽车、石油化工、航空航天等领域。2023 年制造业增加值占全市地区生产总值的比重达到 23%左右，工业战略性新兴产业和高技术制造业增加值年均分别增长 4%、6%左右，国家高新技术企业和科技型中小企业均突破 1 万家，累计引进各类人才 44.9 万人。同时，天津市服务京津冀协同发展重大国家战略，承接北京非首都功能，中海油、中石化、北京协和医学院等一批企业在津布局，京津雄核心区半小时通达，京津冀主要城市 1~1.5 小时交通圈基本形成。

图表 1 • 天津市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	15695.1	16311.3	16737.3
GDP 增速（%）	6.6	1.0	4.3
固定资产投资增速（%）	4.8	-9.9	-16.4
三产结构	1.4:37.3:61.3	1.7:37.0:61.3	1.6:35.7:62.7
人均 GDP（万元）	11.37	11.92	12.28

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据天津市统计年鉴及《2023 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，天津市地区生产总值（GDP）及人均 GDP 均同比有所增长，经济实力非常强。但同期，天津市固定资产投资继续承压，受房地产开发投资下降影响，2023 年同比下降 16.4%；分领域看，工业投资增长 5.4%，占全市投资比重为 35.1%，同比提高 7.3 个百分点；基础设施投资同比下降 8.1%，占全市投资比重为 26.9%，同比提高 2.4 个百分点；房地产开发投资同比下降 42.1%。2023 年，商品房销售较快增长，全市新建商品房销售面积同比增长 20.9%，其中住宅销售面积同比增长 23.9%；商品房销售额同比增长 24.9%，其中住宅销售额同比增长 27.3%。2023 年，天津市规模以上工业增加值同比增长 3.7%。分经济类型看，国有企业增加值同比增长 5.0%，民营企业同比增长 2.4%，外商及港澳台商企业同比增长 3.5%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.9%，制造业同比增长 2.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 11.1%。分产品看，新能源汽车产量同比增长 1.9 倍，城市轨道交通车辆产量同比增长 81.3%，医疗仪器设备器械产量同比增长 25.6%，服务机器人产量同比增长 11.8%。

2024 年一季度，天津市地区生产总值同比增长 5.3%；同期，天津市基础设施、工业等实体领域投资分别同比增长 37.6%和 17.0%，带动固定资产投资增速增长至 5.9%，由负转正；规模以上工业增加值同比增长 5.8%。

图表 2 • 天津市主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	2141.1	1846.7	2027.3
一般公共预算收入增速（%）	11.34	-13.75	9.78
税收收入（亿元）	1621.9	1346.9	1579.0
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	75.75	72.94	77.89
一般公共预算支出（亿元）	3152.6	2729.8	3280.5
财政自给率（%）	67.92	67.65	61.80

政府性基金收入（亿元）	1119.5	423.7	589.6
地方政府债务余额（亿元）	7882.0	8645.6	11117.4

资料来源：联合资信根据公开资料整理

财政方面，根据天津市统计局数据，2023 年，天津市一般公共预算收入同比有所增长，财政实力雄厚，其中税收收入占比较高，一般公共预算收入质量较好；同期，天津市一般公共预算支出同比有所增长，财政自给能力一般。2023 年，天津市土地市场成交情况稍有好转，政府性基金收入同比有所增长。截至 2023 年底，天津市地方政府债务余额 11117.4 亿元，政府债务规模大，政府债务负担很重。按级次分，市级债务余额 3085.6 亿元，区级债务余额 8031.8 亿元。

2024 年一季度，天津市一般公共预算收入增长 7.3%，其中税收收入增长 5.0%。

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 407.71 亿元，股东仍分别为天津城投（持股 86.34%）和泰达控股（持股 13.66%），实际控制人仍为天津市国资委。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍是天津市地铁投资建设运营和地铁周边资源开发的重要主体，在地铁投资建设、运营管理、资源开发以及铁路投资建设方面继续保持专营优势，行业竞争优势显著。

3 信用记录

跟踪期内，公司本部及重要子公司本部未新增不良信贷记录，过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91120000103062300E），截至 2024 年 5 月 16 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的子公司天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“天津铁投”）企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：911200006737332419），截至 2024 年 6 月 6 日，天津铁投本部未结清和已结清信贷信息中无关注或不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的子公司天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“天津地铁”）企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91120000724485736Q），截至 2024 年 5 月 31 日，天津地铁本部未结清和已结清信贷信息中无关注或不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

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

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

（二）管理水平

跟踪期内，公司在高管构成、治理结构、管理制度及组织架构等方面均无重大变化。

（三）经营方面

1 经营概况

2023 年，公司主营业务收入同比有所增长。受益于收入占比较大的地铁运营业务亏损减轻，公司主营业务亏损有所减小。

2023 年，公司主营业务收入同比增长 54.06%，系地铁运营业务和地铁资源开发业务收入均有所增长所致。

毛利率方面，2023 年，公司主营业务毛利率仍为负值，但同比有所提升，主要系收入占比较大的地铁运营业务亏损减轻所致。

2024 年 1—3 月，公司主营业务收入 2.81 亿元，相当于 2023 年的 14.37%，收入仍主要来自于地铁运营和地铁资源开发业务，主营业务毛利率仍为负。

图表 3 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	3.57	28.13%	-412.89%	6.37	32.56%	-241.50%	1.70	44.62%	-83.53%
地铁资源开发	9.12	71.87%	48.14%	13.19	67.44%	24.24%	2.11	55.38%	20.38%
合计	12.69	100.00%	-81.56%	19.55	100.00%	-62.30%	2.81	100.00%	-25.98%

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表及公司提供资料整理

2 业务经营分析

（1）轨道交通建设及运营

2023 年，公司地铁线路建设有序进行，后续投资规模仍较大，业务持续性很强，需关注资本金到位情况及公司面临的投融资压力。同期，公司轨道交通运营里程、客运量和票款收入均较上年明显增长，路网效应进一步增强。

跟踪期内，公司轨道交通业务仍包括地铁建设和运营。地铁建设主体为子公司天津地铁和天津滨海快速交通发展有限公司（以下简称“滨海快速”）；地铁运营主体为子公司天津轨道交通运营集团有限公司（以下简称“轨交运营集团”），地铁票款收入归天津地铁、滨海快速和社会资本方所有，轨交运营集团向天津地铁、滨海快速和社会资本方收取委托管理费。

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。

截至 2024 年 3 月底，公司在建地铁项目中仅有天津地铁 5 号线调整工程（李七庄南站（不含）至京华东道站）采用传统模式，其余线路采用 PPP 模式。传统模式下，由财政资金出资 40.00%~50.00%作为项目资本金。PPP 模式下，在建线路的资本金出资由政府和社会资本方共同完成。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建轨道项目计划总投资为 1134.80 亿元，已投资 781.84 亿元，后续投资规模仍较大，业务持续性很强；所需资本金 455.17 亿元，实际到位 126.65 亿元，需关注资本金到位情况及公司面临的投融资压力。

图表 4 • 截至 2024 年 3 月底公司在建地铁项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	建设模式	预计总投资额	已投资额	资本金	已到位资本金
地铁 7 号线一期	全长 26.50 公里，设车站 21 座	PPP 模式	268.96	205.10	107.58	47.44
地铁 11 号线一期	全长 26.60 公里，设车站 21 座	PPP 模式	256.02	209.41	102.41	40.17
地铁 8 号线一期	全长 18.50 公里，设车站 17 座	PPP 模式	264.18	158.11	105.67	14.52
地铁 4 号线北段（小街站-河北大街站）	全长 22.00 公里，设车站 17 座	PPP 模式	232.52	163.27	93.01	20.55
地铁 8 号线一期工程（绿水公园延伸至中北镇段）	全长约 4.8 公里，设车站 4 座	PPP 模式	47.04	19.56	18.82	1.35
地铁 11 号线一期调整补充工程（文洁路站至水上公园西路站<不含>）	全长约 3.84 公里，设车站 3 座	PPP 模式	58.88	24.29	23.55	2.62
天津地铁 5 号线调整工程（李七庄南站（不含）至京华东道站）	全长约 1.29 公里，设车站 1 座	传统模式	7.20	2.10	4.13	0.00
合计	--	--	1134.80	781.84	455.17	126.65

注：上表中已投资金额为公司对外报送口径，金额小于“在建工程”金额；已完成投资额包括社会资本方对项目的投资
 资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司拟建项目为地铁 4 号线南段工程调整和地铁 10 号线一期（屿东城站延伸鲁山道站）工程，采用传统模式

建设，2024 年计划投资 3.22 亿元，目前已取得建设规划、可研等相关要件批复。

② 地铁运营

跟踪期内，天津市已开通运营的轨道线路定价机制及票价标准均未发生变化。

截至 2024 年 3 月底，公司已运营的线路共 10 条，已开通线路车站数量共 211 座。受益于已运营线路的良好运营，2023 年公司轨道交通运营里程、客运量和票款收入均较上年有所增长，路网效应进一步增强。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司已运营地铁项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资额	已投资额	所需资本金	已到位资本金
地铁 1 号线	全长 26.19 公里，设车站 22 座	92.05	91.94	46.03	46.03
地铁 2 号线（含滨海国际机场延伸线）	全长 27.14 公里，设车站 20 座	149.07	142.77	74.54	74.80
地铁 3 号线（含南站延伸线、控制中心）	全长 33.14 公里，设车站 26 座	164.30	197.81	82.15	73.43
津滨轻轨地铁 9 号线	全长 52.20 公里，设车站 21 座	140.39	140.39	49.00	49.00
地铁 5 号线	全长 34.83 公里，设车站 28 座	254.53	259.81	127.27	127.26
地铁 1 号线东延	全长 16.04 公里，设车站 11 座	126.66	94.65	63.33	36.78
地铁 6 号线（南孙庄站-梅林路站）	全长 42.47 公里，设车站 39 座	335.59	335.59	167.80	188.92
地铁 4 号线南段	全长 19.40 公里，设车站 14 座	189.11	163.45	94.56	63.47
地铁 6 号线（梅林路站-咸水沽西站）	全长 14.35 公里，设车站 9 座	150.75	99.59	60.30	23.16
地铁 10 号线一期	全长 21.22 公里，设车站 21 座	220.69	168.04	88.28	62.05
合计	--	1823.14	1694.04	853.26	744.90

注：1、上表中已投资金额为公司对外报送口径，金额小于“在建工程”和“固定资产”中对应金额；2、上表中地铁 1 号线、地铁 2 号线和地铁 3 号线为 PPP 模式下参股线路；3、部分线路已到位资本金大于资本金系因概算调整所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，天津地铁票价未发生变化，票价区间为 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。

2023 年，随着民众出行意愿的增强，公司地铁运营里程和年度客运量同比均有所增长。受益于运营里程和客运量的增长，2023 年，公司地铁运营收入（票款收入）同比大幅增长。

图表 6 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司总体客运指标情况

指标名称/年份	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
年度客运量（万人次）	31950.21	57143.95	14644.83
日均客运量（万人次）	87.53	156.56	160.93
列车开行列次（列次）	1002471	1140028	309546
运营里程（万车公里）	17352.51	19536.00	5119.00
票款收入（亿元）	3.57	6.37	1.70
每人每次票务收入（元）	1.03	2.48	2.57
运营成本（亿元）	18.31	21.74	3.12
财政补贴（亿元）	32.57	46.31	7.63

注：1. 每人每次票务收入=票款收入/年度客运量；票价含税、打折以及年度客运量换乘系数等情况影响票价出现低于 2 元情况；2. 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月票款收入不包含地铁 1、2、3 号线收入；3. 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月财政补贴不包含地铁 1、2、3 号线；4. 公司运营里程和年度客运量为全版图统计口径
 资料来源：公司提供

（2）铁路投资

跟踪期内，公司铁路投资项目稳步推进，仅有京沪高铁和南环铁路实现投资收益。由于铁路运营利润水平普遍很低，且铁路建设费受天津市经营性用地出让影响较大，具有一定不确定性。

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投，主要通过铁路建设专项资金和银行借款等筹措项目资金，其中铁

路建设专项资金主要包括铁路建设费及政府债券等财政资金。根据《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暂行办法的通知》（津政办发〔2015〕33号），铁路建设费按照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，实际操作中，铁路建设费按公司每年投资需求进行相应拨付，2023年公司共获得铁路建设专项资金16.21亿元，2024年第一季度暂未获得。公司获得的铁路建设费主要依赖于天津市经营性用地的出让，具有一定不确定性。

截至2024年3月底，公司本部参股的铁路项目为南环铁路，天津铁投参股的铁路项目有京沪高铁、津秦客运专线、津保铁路、京津城际延长线和南环铁路等。同期末，公司主要参股铁路累计已出资451.35亿元，未来公司将根据天津市整体铁路建设规划履行出资职责。

投资收益方面，2023年公司本部和天津铁投根据货币出资比例分别获得天津枢纽环线铁路有限公司（为南环铁路项目公司）分红1.54亿元和1.80亿元；此外，天津铁投还获得京沪高速铁路股份有限公司（以下简称“京沪高铁”）分红0.20亿元，由于2022年京沪高铁经营业绩较差，故2023年分红同比大幅减少。

图表7•截至2024年3月底公司主要铁路项目投资情况（单位：亿元）

投资主体	项目名称	计入科目	累计出资额	参股比例（%）	2023年投资收益
公司	南环铁路	长期股权投资	26.30	48.00	1.54
	蓟港铁路	其他权益工具投资	0.17	0.81	0.00
	京沪高铁	在建工程	42.34	3.84	0.20
		其他权益工具投资	63.01		
	津滨城际	其他非流动金融资产	31.15	50.00	0.00
	津秦客运专线	其他非流动金融资产	62.82	28.99	0.00
	津保铁路	其他非流动金融资产	33.10	25.72	0.00
	南环铁路	其他应收款	18.81	1.00	1.80
		其他非流动金融资产	0.55		
	京津冀铁路	其他非流动金融资产	147.10	22.00	0.00
	京津城际	其他非流动金融资产	26.00	24.07	0.00
合计		--	451.35	--	3.54

资料来源：公司提供

（3）地铁资源开发

2023年，受益于确认还迁房项目收入，公司地铁沿线资源开发业务收入规模同比有所增长；同期，地铁资源开发业务毛利率同比有所下降，主要系还迁房项目毛利率低、加之当期确认收入的其他房产项目成本中还含部分利息成本所致。公司地铁资源开发收入受地铁沿线开发进度及地产行情的影响波动性较大，在建房地产项目未来尚需投资规模较大，面临较大的投融资和资金平衡压力。

跟踪期内，公司继续执行天津市人民政府赋予的地铁沿线资源开发职责，业务主要包括房地产销售、物业租赁、劳务和土地整理等。目前，子公司天津地铁资源投资有限公司及其下属子公司主要负责公司该板块业务。2023年公司实现资源开发业务收入13.19亿元，同比增长44.56%，主要系当期确认天悦园还迁房项目收入7.82亿元所致。但由于天悦园还迁房项目毛利率仅为4.76%，公司资源开发业务毛利率较上年大幅下降23.90个百分点至24.24%。2024年第一季度，公司资源开发业务收入和毛利率分别为2.11亿元和20.47%。

房地产销售方面，公司业务模式仍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。2023年，主要由于确认天悦园还迁房项目收入，公司房产开发收入同比大幅增长89.47%至8.63亿元，但由于还迁房项目毛利率低、加之当期确认收入的其他房产项目成本中还含部分利息成本，公司房地产开发业务毛利率较上年大幅下降23.93个百分点至1.70%。2024年第一季度，公司房产销售收入和毛利率分别为0.93亿元和15.08%。

截至2024年3月底，公司已完工项目包括南马路五金城等3个住宅、商业项目以及天锦园等3个还迁住宅项目。其中，3个还迁住宅项目采用委托代建模式，委托方为宝坻区政府，公司已根据相关协议确认部分房产销售收入，但宝坻区政府尚未支付公司建设资金。截至2024年3月末，上述已完工项目概算总投资80.36亿元，已投资合计为71.96亿元，建筑面积合计为77.42万平方米，可销售面积合计64.86万平方米，已销售面积合计55.80万平方米，已回笼资金35.82亿元，已完工项目销售去化情况尚可。在建项目方面，2023年公司新开工

建设 1 个保障性住房和 3 个城市更新项目，截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产项目预计总投资合计为 181.13 亿元，已投资 35.94 亿元，未来尚需投资规模较大，面临较大的投融资和资金平衡压力。2024 年第一季度，公司实现房地产销售收入 0.93 亿元，毛利率 15.08%。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月底公司房地产开发项目情况

项目名称	物业类型	建筑面积（万平方米）	概算总投资（亿元）	累计已投资（亿元）	可售/可还迁面积（万平方米）	已售/已还迁面积（万平方米）	已回笼资金（亿元）
已完工项目							
南马路五金城项目	住宅、商业等	10.64	27.16	22.46	9.77	7.20	17.57
天锦园	还迁住宅	25.76	12.21	11.48	22.42	22.09	0.00
天悦园	还迁住宅、还迁商业	21.46	10.61	9.53	18.96	17.37	0.00
天畅园	还迁住宅	5.00	2.89	2.70	3.57	2.96	0.00
博岸名邸项目	商业住宅等	4.57	10.92	10.09	3.20	1.03	4.02
北宁公元	住宅、商业等	9.99	16.57	15.70	6.94	5.15	14.23
小计	--	77.42	80.36	71.96	64.86	55.80	35.82
在建项目							
金诺南楼项目	居住型公寓、配套商业、办公	1.92	4.05	1.79	0.00	0.00	0.00
光合墅	住宅、商业	29.93	32.84	10.94	23.20	0.00	0.00
协和家园	住宅、商业	22.18	18.90	8.82	15.73	7.82	5.09
丽水苑二期	保障性住房	0.00	6.40	3.64	0.00	0.00	0.00
先达城市更新	住宅、商业	0.00	5.28	1.61	0.00	0.00	0.00
河东区井冈山路周边片区城市更新	住宅、商业	0.00	58.82	8.06	0.00	0.00	0.00
河东区津龙湾周边片区城市更新	住宅、商业	0.00	54.84	1.08	0.00	0.00	0.00
小计	--	54.03	181.13	35.94	38.93	7.82	5.09

资料来源：公司提供

物业租赁方面，公司享有地铁站点沿线已建成物业、站厅及地下空间的运营权。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，商业物业有滨海新区市民广场、祈年大厦、晶采大厦等项目，可租赁物业面积合计约为 33.71 万平方米，截至 2023 年底，已出租面积 29.73 万平方米，出租情况尚可。2023 年，受益于经济回暖，公司物业租赁收入同比大幅增长 63.36% 至 1.74 亿元，业务毛利率较上年大幅上升 47.12 个百分点至 58.69%；2024 年第一季度，公司暂未确认租赁收入。

公司劳务业务主要是除物业出租外的其他服务类物业业务及广告业务等，2023 年公司实现劳务业务收入 1.35 亿元，同比增长 9.06%；毛利率为 55.47%，较上年下降 20.20 个百分点。2024 年第一季度，公司实现劳务收入 0.56 亿元。

土地整理业务方面，公司仍主要负责静海团泊湖示范小城镇和北辰大张庄示范小城镇的土地整理，项目主要通过所开发整理的土地出让金返还实现资金平衡。公司根据当年土地整理投资额的一定比例相应确认管理费收入，2023 年受土地及房地产市场政策影响，公司土地整理投资节奏放缓，2023 年，公司土地整理及管理费收入同比下降 16.58% 至 1.16 亿元，毛利率仍为 100.00%；2024 年第一季度，公司实现土地整理及管理费收入 0.33 亿元。公司所负责整理的土地面积约 1.60 万亩，预计总投资合计为 315.00 亿元，截至 2024 年 3 月末，公司已完成土地整理面积为 0.80 万亩，已投资 172.00 亿元，已实现土地出让 0.28 万亩，已回笼资金 25.05 亿元。

整体看，地铁沿线资源开发业务收入是公司营业总收入的重要组成部分，但该板块收入受地铁沿线开发进度及房地产的影响波动性较大，在建房地产项目未来尚需投资规模较大，面临较大的投融资和资金平衡压力。

3 未来发展

公司在建及拟建线路后续投资规模较大，公司将继续承担城市轨道交通、市域铁路和京津冀区域铁路建设发展任务，服务京津冀一体化协同发展。

从短期规划来看，公司将推进中心地区地铁 4、7、8、10、11 号线建设。到 2025 年，基本实现天津市中心城区、滨海新区及环城四区重点区域全覆盖。截至 2024 年 3 月底，公司在建项目及拟建地铁线路尚需投资 356.18 亿元，后续投资规模较大。

从长期规划来看，按照天津市委、市政府对公司的发展定位，天津市国资委对公司主业的核定，公司将继续承担城市轨道交通、市域铁路和京津冀区域铁路建设发展任务，推进干线铁路、城际铁路、市郊铁路、城市轨道交通“四网融合”，提升运营水平，推动高铁枢纽与城市交通无缝衔接，服务天津经济社会发展，服务京津冀一体化协同发展。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，中审华会计师事务所（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 2024 年一季度财务数据未经审计。

2023 年 12 月，公司将一级子公司轨交运营集团 51.00%股权无偿划转至天津地铁子公司天津轨道交通集团枢纽运营管理有限公司，公司合并范围减少 1 家一级子公司；2024 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 14 家，减少的一级子公司属于层级变化，对公司合并范围无影响，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底小幅增长，主要系地铁继续投建所致；资产结构仍以非流动资产为主。资产构成以在建工程为主，资产流动性较弱。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 4.52%，资产结构仍以非流动资产为主。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	434.15	12.13	499.25	13.34	541.51	14.21
货币资金	66.27	1.85	60.13	1.61	87.00	2.28
其他应收款	113.01	3.16	127.51	3.41	119.53	3.14
存货	206.34	5.76	223.26	5.97	229.97	6.03
其他流动资产	32.34	0.90	76.10	2.03	85.64	2.25
非流动资产	3146.29	87.87	3243.12	86.66	3270.02	85.79
其他权益工具投资	96.16	2.69	94.62	2.53	94.62	2.48
其他非流动金融资产	275.87	7.70	303.80	8.12	304.60	7.99
长期股权投资	116.16	3.24	132.43	3.54	134.01	3.52
固定资产	41.75	1.17	35.33	0.94	35.20	0.92
在建工程	2521.98	70.44	2581.17	68.97	2605.00	68.35
资产总额	3580.44	100.00	3742.38	100.00	3811.53	100.00

注：公司其他应收款包含应收款利息何应收股利

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

① 流动资产

截至 2023 年底，公司流动资产较上年底增长 15.00%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。公司货币资金较上年底下降 9.27%，主要系偿还债务所致。公司货币资金中受限资金规模为 3.30 亿元，主要为银行存款冻结资金，受限比例为 5.49%。公司应收账款账面价值 10.58 亿元，较上年底下降 8.60%，主要为应收天津市津南区土地整理中心的土地补偿款 4.38 亿元和天津市住房和城乡建设委员会的回购款 1.86 亿元。从账龄来看，公司应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账 0.11 亿元。公司其他应收款较上年底增长 12.83%，主要为应收政府部门和关联方的往来款和补贴款等。公司单项计提坏账准备的其他应收款余额为 0.06 亿元，已全额计提坏账准备，其余按信用风险特征组合计提坏账准备。其中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 0.21 亿元，累计计提坏账准备 0.07 亿元。从集中度来看，其他应收款前五大欠款方合计占比为 78.91%，集中度高。公司较上年底增长 8.20%，公司存货主要由开发成本 184.76 亿元（主要为光合西里和光合东里项目、团泊湖示范镇土地整理项目、天津北部新区大张庄镇示范镇土地整理项目和宝坻区中村改造项目等）、原材料 2.01 亿元以及开发产品 17.12 亿元（主要为北宁公园和博岸名邸项目等）构成，公司对存货计提跌价准备 0.20

亿元。公司其他流动资产较上年底增长 135.32%，主要系当期收到专项债补贴资金和成本规制专项资金所致。

图表 10 • 公司 2023 年底主要其他应收账款明细

名称	期末余额（亿元）	账龄	占其他应收款期末余额的比例（%）	性质
天津市财政局	39.50	1 年以内、 1~2 年、2~3 年、3~4 年、3~4 年、4~5 年及 5 年以上	30.94	补贴款
天津枢纽环线铁路有限公司	18.80	4~5 年及 5 年以上	14.73	征地拆迁费
宝坻新城房屋建设指挥部办公室	17.56	1 年以内、 2~3 年、4~5 年及 5 年以上	13.76	还迁房回购款
天津经济技术开发区财政局	16.04	1 年以内、 1~2 年、2~3 年及 5 年以上	12.57	补贴款
天津城投	8.82	2~3 年及 5 年以上	6.91	往来款及借款
合计	100.73	--	78.91	—

注：天津枢纽环线铁路有限公司为公司关联企业，公司持有其 47.99%的股权；天津城投的实际控制人为天津市国资委；其他应收款中持有公司 5.00%（含 5.00%）以上表决权股东款项 8.82 亿元
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2023 年底，公司非流动资产较上年底增长 3.08%。公司非流动资产主要由在建工程构成。公司其他权益工具投资较上年底下降 1.60%，主要是对京沪高速铁路股份有限公司的投资（2023 年确认股利收入 0.20 亿元）。公司其他非流动金融资产较上年底增长 10.12%，主要为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，包括京津冀城际铁路投资有限公司、津秦铁路客运专线有限公司、津保铁路有限责任公司和津滨城际铁路有限责任公司等。公司长期股权投资较上年底变化不大，主要为对包括天津一号线轨道交通运营有限公司、神铁二号线（天津）轨道交通运营有限公司、天津三号线轨道交通运营有限公司、天津南环铁路、中交（天津）轨道交通投资建设有限公司、中建（天津）轨道交通投资发展有限公司、中铁建（天津）轨道交通投资发展有限公司和中铁（天津）轨道交通投资建设有限公司等轨道交通 PPP 项目公司增资所致，增资资金主要来源于财政资金拨付。公司固定资产较上年底下降 15.38%，主要系土地出让所致，公司固定资产主要为地铁一号线资产（占 21.83%）和房屋及建筑物（占 55.32%）。公司累计计提折旧 9.43 亿元（公司对地铁一号线设备等非营利性基础设施不予以计提折旧）。公司在建工程较上年底增长 2.35%，主要系地铁工程施工不断推进，建设投资不断增长所致。从构成来看，公司在建工程主要以地铁相关建设项目、地铁周边土地一级开发、天津西站交通配套工程和天津站交通枢纽工程等工程投入为主所致。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 1.85%，资产结构仍以非流动资产为主。具体来看，货币资金较上年底增长 44.68%；其他应收款较上年底下降 6.26%；其他资产科目较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2024 年 3 月底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例很低。

图表 11 • 截至 2024 年 3 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	3.30	0.09	保证金
存货	8.03	0.21	借款抵押
投资性房地产	13.85	0.36	借款抵押
其他权益工具投资	22.78	0.60	股份质押
合计	47.96	1.26	—

资料来源：公司提供

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比仍高，权益稳定性仍强。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.75%。公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 25.85%和 66.97%，权益稳定性仍强。

截至 2023 年底，公司实收资本较上年底增加 0.10 亿元，系天津市国资委通过国有资本经营预算资金对公司增资 0.10 亿元所致。同期，公司资本公积较上年底增长 3.09%，主要系天津市财政局拨付政府专项债 23.10 亿元、天津市财政局拨付的地铁项目资金 15.74 亿元、区级财政局拨付的地铁专项资金 2.52 亿元、铁路建设专项资金 5.09 亿元及天津市财政局拨付的京沪高铁等 7 条铁路建设项目资金 8.38 亿元；同时，TOT 盘活资金上缴天津市财政局 5.32 亿、无偿划转子公司股权 3.73 亿元、调整天津西站枢纽配套项目资金 7.70 亿元、政府专项债利息 6.38 亿元及长期股权投资权益法核算其他权益变动 0.05 亿元综合影响所致。截至 2023 年底，公司未分配利润较上年底增长 80.66%，主要系利润积累所致。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较上年底增长 0.31%。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	407.61	26.55	407.71	25.85	407.71	25.77
资本公积	1024.72	66.75	1056.37	66.97	1057.27	66.82
未分配利润	7.35	0.48	13.28	0.84	15.61	0.99
归属于母公司所有者权益合计	1476.31	96.17	1518.55	96.27	1523.36	96.28
少数股东权益	58.78	3.83	58.80	3.73	58.81	3.72
所有者权益合计	1535.09	100.00	1577.35	100.00	1582.17	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2024年一季度财务报表整理

② 负债

截至 2023 年底，公司全部债务小幅增长，债务结构仍以长期债务为主，与轨道交通建设及回款周期较长的特性相匹配，期限结构较为合理，债务类型和渠道较为多元，整体债务负担有所加重，2024 年面临集中偿债压力大。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 5.85%，主要系银行借款及非标借款增加所致。公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.97%，较上年底变化不大。

图表 13 • 公司主要负债情况

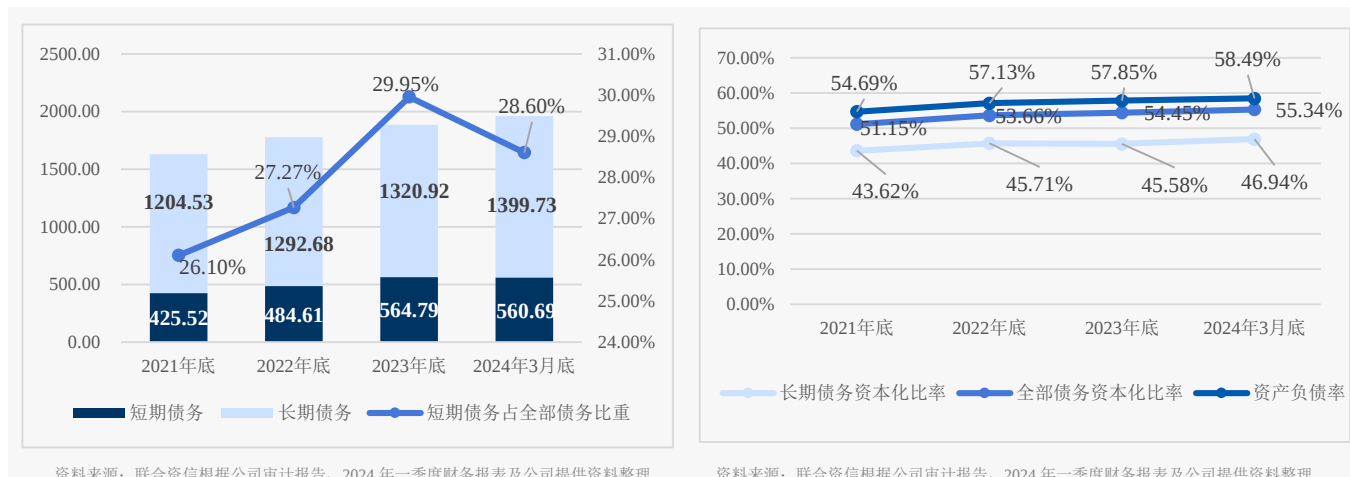
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	596.20	29.15	673.93	31.13	663.97	29.78
短期借款	131.55	6.43	143.90	6.65	151.91	6.81
应付账款	76.50	3.74	70.78	3.27	61.03	2.74
一年内到期的非流动负债	281.21	13.75	280.78	12.97	241.36	10.83
其他流动负债	66.43	3.25	136.67	6.31	155.70	6.98
非流动负债	1449.16	70.85	1491.09	68.87	1565.39	70.22
长期借款	883.22	43.18	952.61	44.00	989.82	44.40
应付债券	163.68	8.00	98.34	4.54	136.74	6.13
长期应付款	382.03	18.68	419.77	19.39	418.53	18.77
负债总额	2045.36	100.00	2165.02	100.00	2229.36	100.00

注：公司长期应付款中包含专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度财务报表整理

有息债务方面，本报告合并口径将其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项纳入长期债务核算。轨道交通建设的持续发展推升了公司的融资需求，带动全部债务规模进一步攀升。截至 2023 年底，公司全部债务 1885.71 亿元，较上年底增长 6.10%，公司债务结构以长期债务为主，与轨道交通建设及回款周期较长的特性相匹配，期限结构较为合理。有息债务中银行借款、债券和非标分别占比 63.11%、19.01%和 17.88%，债务类型和渠道较为多元。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 0.73 个百分点、提高 0.80 个百分点和下降 0.14 个百分点。截至 2024 年 3 月底，上述指标均略有增长。整体来看，公司债务负担有所加重。

图表 14 • 2021—2023 年末及 2024 年 3 月底公司债务结构（单位：亿元） 图表 15 • 2021—2023 年末及 2024 年 3 月底公司债务杠杆水平



从债务期限分布看，公司未提供债务期限结构表，截至 2024 年 3 月底，公司一年内需偿还的有息债务为 560.69 亿元，公司 2024 年面临集中偿债压力大。

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比有所增长；期间费用对公司利润侵蚀大；利润总额对政府补助依赖性非常强；公司整体盈利指标表现一般。

2023 年，公司实现营业总收入同比增长 14.80%；营业成本同比增长 17.60%；营业利润率同比下降 2.87 个百分点。

期间费用方面，2023 年，公司费用总额同比增长 78.48%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 0.92%、15.60% 和 83.27%，以财务费用为主。2023 年，公司期间费用率为 133.71%，同比提高 47.71 个百分点，公司期间费用对公司利润侵蚀大。

非经营性损益方面，2023 年，公司投资收益 1.90 亿元，主要为京沪高铁项目分红 0.20 亿元和权益法核算的南环铁路长期股权投资收益 1.54 亿元。公司其他收益 47.13 亿元，为政府补助。公司实现利润总额 7.62 亿元，利润总额对政府补助依赖性非常强。

从盈利指标看，2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比均略有增长。受行业性质影响，公司整体盈利指标表现一般。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.18 亿元，营业利润率-4.73%，实现利润总额 2.35 亿元。

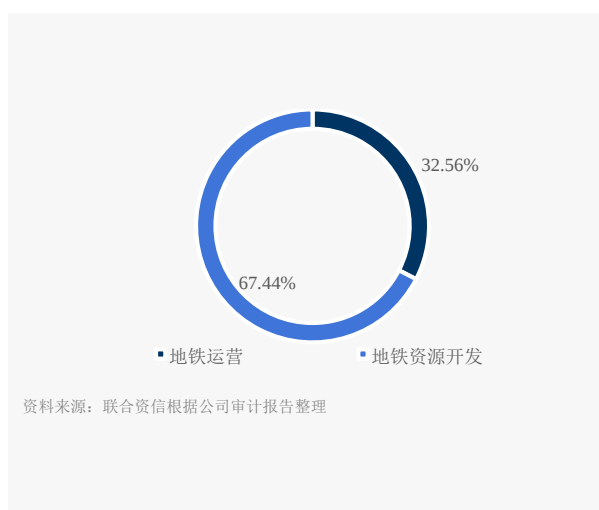
图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	19.69	22.60	5.18
营业成本	29.11	34.23	5.32
期间费用	16.93	30.22	3.49
其他收益	32.39	47.13	6.09
投资收益	1.36	1.90	0.00
利润总额	6.54	7.62	2.35
营业利润率（%）	-51.74	-54.62	-4.73
总资产收益率（%）	0.53	0.85	--
净资产收益率（%）	0.39	0.46	--

注：“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表及公司提供资料整理

图表 17 • 2023 年公司主营业务收入构成



（4）现金流

2023 年，公司整体收入质量有所提升。公司经营活动净现金流转为流出状态，且持续大规模的对外投资形成了资金缺口，经营发展对外部融资具有较强的依赖性。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	66.79	51.96	23.71
经营活动现金流出小计	51.01	65.55	17.36
经营活动现金流量净额	15.78	-13.58	6.34
投资活动现金流入小计	11.70	10.91	0.07
投资活动现金流出小计	120.44	78.52	19.75
投资活动现金流量净额	-108.74	-67.61	-19.68
筹资活动前现金流量净额	-92.96	-81.20	-13.34
筹资活动现金流入小计	929.23	735.69	177.42
筹资活动现金流出小计	894.35	663.28	137.21
筹资活动现金流量净额	34.88	72.41	40.21
现金收入比（%）	75.84	88.74	122.62

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度财务报表整理

2023 年，公司收入实现质量有所提升。公司经营活动净现金流受地铁运营、地铁资源开发板块现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大，其中其他与经营活动有关的现金主要系公司与政府部门及国有企业的往来款、政府补助等。2023 年，受政府补助尚未完全到位、往来款支出增加以及职工薪酬等经营成本大额支出的影响，使得经营活动净现金流由正转负。

2023 年，公司轨道交通及配套设施建设仍保持了一定规模的投入，同时保持支付 PPP 项目公司资本金，致使投资活动净现金流继续大幅流出，但资金缺口较上年有所缩减。根据公司自身业务定位及发展规划，预计未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

2023 年，受地铁建设投资支出影响，公司筹资活动前现金流量净额继续净流出。

2023 年，公司经营活动净现金流入规模为负，主要依靠外部融资满足投资活动和还本付息的资金需求，当期，公司加大融资力度，筹资活动现金流净流入规模大幅增长。

2024 年一季度，较大规模的往来款收入导致经营活动净现金流呈现流入态势，为 6.34 亿元；投资活动现金流量净额继续为负，为-19.68 亿元；公司筹资活动现金流量净额继续净流入，为 40.21 亿元。

2 偿债指标变化

公司长、短期偿债指标表现均弱。公司间接融资渠道畅通，或有负债风险相对可控。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	72.82	74.08	81.56
	速动比率（%）	38.21	40.95	46.92
	现金类资产/短期债务（倍）	0.14	0.11	0.22
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	19.59	32.25	--
	全部债务/EBITDA（倍）	90.72	58.48	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.24	0.36	--

注：“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所上升，但流动资产对流动负债的保障程度仍弱。截至 2023 年底，公司现金短期债务比为 0.11 倍，截至 2024 年 3 月底，公司现金短期债务比较上年底上升至 0.22 倍，公司现金类资产对短期债务的保障程度仍弱。跟踪期内，公司短期偿债指标表现弱。

从长期偿债指标看，2023 年，受益于较大规模的政府补助，加之费用化利息支出随债务规模的扩张而有所增加，公司 EBITDA 继续增长，但对利息支出的覆盖能力弱，全部债务/EBITDA 由上年的 90.72 倍下降至 58.48 倍，指标表现有所强化。整体看，公司长期偿债指标表现弱。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 8.87 亿元，担保比率为 0.56%，被担保方为当地国企，经营状况稳定，公司或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，根据 2024 年 6 月 10 日中国执行信息公开网查询结果，子公司天津地铁 2024 年存在 3 笔被执行人记录，立案时间分别为 2024 年 3 月 27 日、2024 年 5 月 10 日和 2024 年 5 月 30 日，案号分别为（2024）津 0110 执 2194 号、（2024）津 0110 执 2874 号和（2024）津 0111 执 3828 号，执行标的金额分别为 814.71 万元、81.72 万元和 74.59 万元，均为建设工程施工合同纠纷。

截至 2024 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 1745.50 亿元，未使用额度为 570.24 亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由子公司承担，重要资产、负债和收入均来自子公司。截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 58.13%，负债占合并口径的 31.62%，营业总收入占合并口径的 21.77%，利润总额占合并口径的 32.75%；公司本部所有者权益占合并口径的比重高，为 94.50%。从管理制度来看，公司本部对子公司管控力度很强。

（五）ESG 方面

2021—2023 年，公司无重大社会负面事件，战略规划清晰，法人治理结构和内部控制体系完善，但面临一定环境风险。

环境方面，公司轨道建设业务可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至报告出具日，公司未发生安全责任事故，不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，2021—2023 年，公司未发生安全生产事故，无重大社会负面事件或诉讼。

治理方面，公司发展战略清晰，符合政府规划和自身经营目标；同时法人治理结构和内部控制体系完善，对下属子公司在发展战略、投融资、财务和对外担保等方面管控力度很强，公开市场中信息披露亦较为及时。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

六、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司作为天津市地铁建设运营和地铁周边资源开发的重要主体，在资本金注入、专项资金及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系天津市国资委。天津市是中国省级行政区、直辖市，2023 年，天津市地区生产总值（GDP）及一般公共预算收入均同比有所增长。截至 2023 年底，天津市地方政府债务余额 11117.4 亿元，政府债务规模大。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

公司作为天津市地铁建设运营和地铁周边资源开发的重要主体，在地铁投资建设、运营管理、资源开发以及铁路投资建设方面继续保持专营优势，行业竞争优势显著。跟踪期内，公司在资本金注入、专项资金拨付及政府补助等方面继续得到有力的外部支持。

资本金注入

2023 年，公司收到天津市国资委注入资本金 0.10 亿元，计入“实收资本”。

专项资金

2023 年，公司收到天津市财政局拨付政府专项债 23.10 亿元、天津市财政局拨付的地铁项目资金 15.74 亿元、区级财政局拨付的地铁专项资金 2.52 亿元、铁路建设专项资金 5.09 亿元及天津市财政局拨付的京沪高铁等 7 条铁路建设项目资金 8.38 亿元，以上均计入“资本公积”；2023 年公司收到铁路建设专项资金 2.74 亿元，计入“专项应付款”。

政府补助

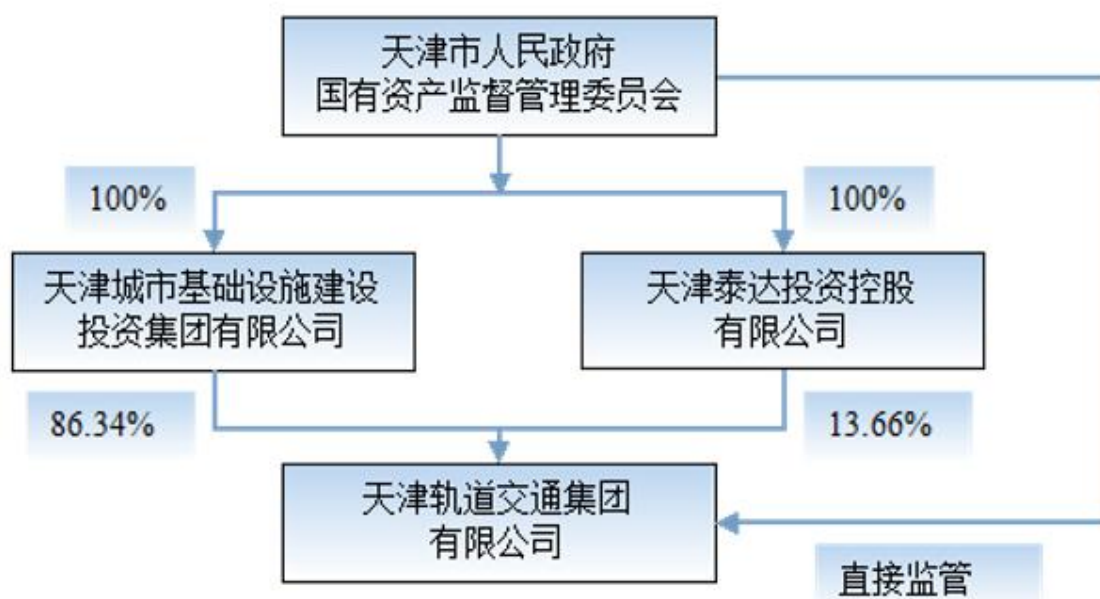
2023 年以及 2024 年 1—3 月，公司分别收到政府补助 47.13 亿元和 6.09 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其持续获得政府支持。

七、跟踪评级结论

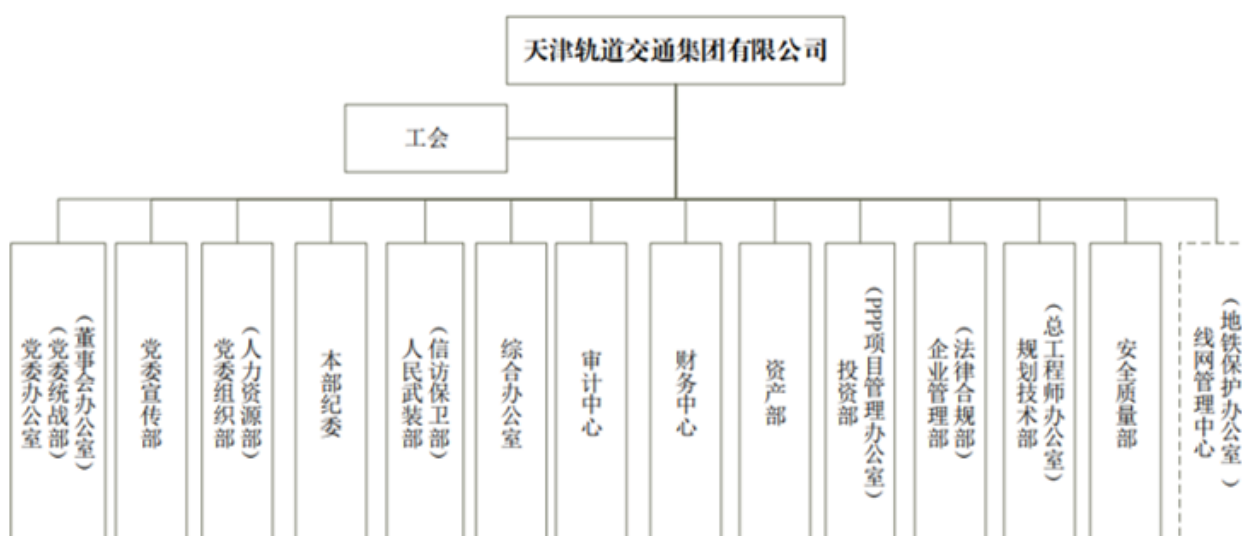
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例		取得方式
		直接	间接	
天津市地下铁道集团有限公司	地铁建设、管理及运营	94.91%	--	同一控制下企业合并
天津铁路建设投资控股（集团）有限公司	铁路建设投资	100.00%	--	同一控制下企业合并
天津轨道交通城市发展有限公司	园区管理、工程管理	100.00%	--	投资设立
天津先达大酒店有限公司	餐饮服务	100.00%	--	投资设立
天津城轨职业培训中心	职业培训	100.00%	--	投资设立
天津轨道交通集团（香港）有限公司	境外资本运作	100.00%	--	投资设立
天津轨道交通集团融资租赁有限公司	融资租赁业务	70.00%	--	投资设立
天津市城市轨道交通行业职业技能鉴定站	技能培训	100.00%	--	投资设立
天津津轨资产管理有限公司	资产管理	100.00%	--	非同一控制下企业合并
天津津轨商业管理有限公司	商业管理	100.00%	--	投资设立
天津地铁资源投资有限公司	地铁资源投资开发	100.00%	--	投资设立
天津城市轨道交通咨询有限公司	技术咨询、服务	70.00%	--	投资设立
天津轨道交通线网管理有限公司	城市公共交通、安全评价	100.00%	--	投资设立
天津轨道商业保理有限公司	商业保理业务	100.00%	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	66.40	60.14	87.20
应收账款（亿元）	11.58	10.58	15.49
其他应收款（亿元）	113.01	127.51	119.53
存货（亿元）	206.34	223.26	229.97
长期股权投资（亿元）	116.16	132.43	134.01
固定资产（亿元）	41.75	35.33	35.20
在建工程（亿元）	2521.98	2581.17	2605.00
资产总额（亿元）	3580.44	3742.38	3811.53
实收资本（亿元）	407.61	407.71	407.71
少数股东权益（亿元）	58.78	58.80	58.81
所有者权益（亿元）	1535.09	1577.35	1582.17
短期债务（亿元）	484.61	564.79	560.69
长期债务（亿元）	1292.68	1320.92	1399.73
全部债务（亿元）	1777.29	1885.71	1960.42
营业总收入（亿元）	19.69	22.60	5.18
营业成本（亿元）	29.11	34.23	5.32
其他收益（亿元）	32.39	47.13	6.09
利润总额（亿元）	6.54	7.62	2.35
EBITDA（亿元）	19.59	32.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.93	20.06	6.35
经营活动现金流入小计（亿元）	66.79	51.96	23.71
经营活动现金流量净额（亿元）	15.78	-13.58	6.34
投资活动现金流量净额（亿元）	-108.74	-67.61	-19.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	34.88	72.41	40.21
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.41	2.03	--
存货周转次数（次）	0.17	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	75.84	88.74	122.62
营业利润率（%）	-51.74	-54.62	-4.73
总资本收益率（%）	0.53	0.85	--
净资产收益率（%）	0.39	0.46	--
长期债务资本化比率（%）	45.71	45.58	46.94
全部债务资本化比率（%）	53.66	54.45	55.34
资产负债率（%）	57.13	57.85	58.49
流动比率（%）	72.82	74.08	81.56
速动比率（%）	38.21	40.95	46.92
经营现金流动负债比（%）	2.65	-2.02	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.11	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	90.72	58.48	--

注：1. 2022—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 2024 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告合并口径已将其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项纳入长期债务核算；4. 本报告部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.28	23.27	39.64
应收账款（亿元）	0.16	0.37	0.27
其他应收款（亿元）	387.49	343.76	328.43
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	1546.95	1621.55	1623.53
固定资产（亿元）	0.13	0.19	0.18
在建工程（亿元）	0.10	0.00	0.00
资产总额（亿元）	2078.80	2175.29	2191.24
实收资本（亿元）	407.61	407.71	407.71
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	1454.31	1490.65	1491.51
短期债务（亿元）	181.17	172.53	147.82
长期债务（亿元）	164.26	128.50	156.97
全部债务（亿元）	345.42	301.02	304.79
营业总收入（亿元）	6.17	4.92	1.83
营业成本（亿元）	4.86	3.75	0.84
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.82	2.50	-0.04
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.21	0.00	0.91
经营活动现金流入小计（亿元）	285.40	341.11	75.87
经营活动现金流量净额（亿元）	27.56	20.86	19.11
投资活动现金流量净额（亿元）	17.66	-23.12	-14.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	-62.57	22.25	11.28
财务指标			
销售债权周转次数（次）	37.97	18.41	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	3.43	0.01	49.45
营业利润率（%）	20.12	22.11	54.05
总资本收益率（%）	0.28	0.50	--
净资产收益率（%）	0.06	0.17	--
长期债务资本化比率（%）	10.15	7.94	9.52
全部债务资本化比率（%）	19.19	16.80	16.97
资产负债率（%）	30.04	31.47	31.93
流动比率（%）	198.73	179.78	193.72
速动比率（%）	198.73	179.78	193.72
经营现金流动负债比（%）	10.80	7.10	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.13	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 2022—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；4. “/”代表数据未取得，“--”代表数据不适用，“∞”代表分母为 0，数据无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

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