

信用等级公告

联合〔2020〕621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及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况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 2020 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
二〇二〇年三月二十日



天津轨道交通集团有限公司

2020 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

债项概况：

本期中期票据发行规模：20.00 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司本部及子公司存量融资

评级时间：2020 年 3 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

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

评级观点：

天津轨道交通集团有限公司（以下简称“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，得到了有力的外部支持，收入规模有望上升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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盈利能力弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。

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，公司主体偿债风险极低，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. 专营优势。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. 持续获得外部支持。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。
3. 收入规模有望上升。受新的地铁线路逐步开通并正式运营，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，地铁运营收入规模有望上升。

关注

1. 运营板块持续亏损。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. 未来融资压力较大。伴随着天津市轨道交通整体规划的快速推进，公司资本支出将加大，未来面临较大融资压力。
3. 投资收益对公司利润形成补充，但不具有持续性。受地铁公益性特征影响，公司利润总额对政府补贴依赖较大，

分析师：宋金玲 王默璇 李颖

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

同时，公司投资收益大幅增长，对利润总额也形成一定补充，但该投资收益不具有持续性。

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：公司2019年1—9月财务数据未经审计

主体评级历史：

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	2020/1/19	张宁 李颖 姜泰钰	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	阅读全文
AAA	稳定	2016/8/12	张宁 张婷婷	基础设施投资建设企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

：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

2020 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“轨道交通集团”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市地下铁道集团有限公司、天津铁路建设投资控股(集团)有限公司及天津滨海快速交通发展有限公司(以下简称“滨海快速”)注入公司,后公司更名为现名,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400.00亿元。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,各股东同比例增资共2.65亿元。2018年11月,公司资本公积同比例共转增资本1.63亿元并办理了工商登记变更手续。2018年8月,经天津市国资委以《市国资委关于向部分市管企业增资的通知》(津国资财经〔2018〕29号)文件批准,公司股东以货币形式同比例增资共1.57亿元,并于2019年2月完成工商手续变更。截至2019年9月底,公司注册资本和实收资本均为405.85亿元,其中城投集团和泰达控股分别持有公司86.34%和13.66%的股份,公司实际控制人为天津市国资委。

公司经营范围:组织和管理城市轨道交通、铁路项目投融资、建设、运营、维修养管、资源开发;城市基础设施投资;有价证券与股权投资;铁路装卸服务、铁路仓储服务(危险品除外);工程承包与施工、工程代建与管理、技术咨询与服务;商品房销售;自持物业、场地经营、租赁;物业管理服务;建筑材料生产与销售;会展、会议服务;广告发布、设计与代理;房地产开发;自有房屋租赁;酒店管理;五金交电、日用百货、工艺品批发兼零售。(以上范围内有专营专项规定的按规定办理)。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

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、财务中心和合规法务部等15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。

公司住所: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

公司计划发行2020年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行规模20.00亿元,期限为5年,按年付息,到期一次性还本。本期中期票据募集资金计划用于偿还公司本部及子公司存量融资。

三、宏观经济和政策环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长6.1%，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三第四季度同比增长6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模。

（1）消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资

（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

（2）工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点，运行于近10年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长3.5%。12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

（3）居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比

下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

（4）财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

（5）就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二

是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

（1）新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返乡问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

（2）受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加。

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复业，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

（3）积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新

增地方债限额 8480 亿元(其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元), 合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元, 财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日, 财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》, 提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款, 在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上, 中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来, 财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部, 陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施, 大幅度减轻企业负担, 支持企业复工复产, 稳定社会就业。

(4) 稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本, 支持企业降低疫情影响, 度过难关。

央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此次全面降准, 释放长期资金约 8000 多亿元, 有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来, 央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率, 2 月 20 日 LPR 报价下调, 其中 1 年期报价 4.05%, 下调 10BP, 5 年期报价 4.75, 下调 5BP, 信贷市场利率全面下行。同时, 2 月开市的前两天内(2 月 3—4 日), 在无逆回购到期的情况下, 央行逆回购投放 1.7 万亿元, 保持了市场流动性合理充裕, 充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外, 发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策, 对疫情防控期间到期的公司债券, 发行人生产经营正常的, 将通过设立绿色通道等措施, 支持发新还旧, 积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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, 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%; APM 10.2 公里, 占比 0.2%。

图1 2012—2018年中国城市轨道交通运营里程

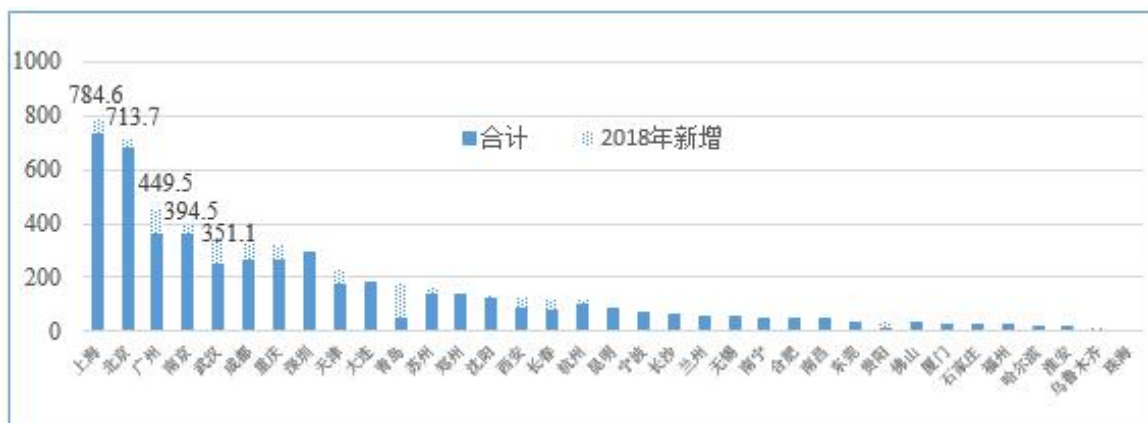


资料来源：联合资信整理

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5470.2亿元，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快速发展。

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	《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
3	《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
4	《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
5	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
6	《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
7	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
8	《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
9	《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
10	《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
11	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知道意见（发改基础〔2017〕74号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
12	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
13	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
14	《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
15	《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财政预算收入应在 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财政预算收入应在 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，比上年增长 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，比上年增长 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，比上年增长 3.38 亿吨，增长 9.2%；铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增长 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垄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、透彻底度发挥重要作用。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、休闲旅游度假区、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

近年来，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。

2017—2019 年，天津市生产总值（GDP）分别为 18595.38 亿元、13362.92 亿元¹和 14104.28 亿元。2019 年，天津市实现第一产业增加值 185.23 亿元，增长 0.2%；第二产业增加值 4969.18 亿元，增长 3.2%；第三产业增加值 8949.87 亿元，增长 5.9%。

2019 年，天津市固定资产投资（不含农户）按可比口径计算，同比增长 13.9%。分领域看，工业投资增长 17.9%，基础设施投资增长 13.6%，其中交通运输和邮政业增长 23.4%。高技术制造业投资增长 36.5%，比前三季度加快 33.4 个百分点，快于全市投资 22.6 个百分点。战略性新兴产业投资增长 15.7%，其中生物产业、新能源产业、新材料产业投资分别增长 86.1%、39.3%和 28.1%。

随着交通基础设施建设的发展，水运货物周转量增长 16.5%，铁路货物周转量增长 10.9%，公路货物周转量增长 3.4%，港口货物吞吐量增长 4.1%，集装箱吞吐量增长 8.1%。

（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

¹天津市统计局 2020 年 1 月 22 日发布的《经济运行稳中向好 高质量发展扎实推进》称：“按照国家统计局统一部署，依据天津市第四次全国经济普查结果，2018 年天津市地区生产总值修订为 13362.92 亿元。”

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2019年9月底，公司注册资本及实收资本均为405.85亿元，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. 企业规模及竞争力

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。

公司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。

表3 截至2018年底全国主要轨道交通企业财务数据

（单位：亿元）

平台名称	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
公司	2756.73	1302.86	19.81	5.46	1079.87
成都轨道交通集团有限公司	1887.62	671.10	31.49	0.70	908.72
重庆市轨道交通（集团）有限公司	1697.92	802.97	24.03	-2.44	603.41
长沙市轨道交通集团有限公司	1247.44	569.20	38.59	2.93	514.70
苏州市轨道交通集团有限公司	902.89	328.30	7.08	-0.01	459.87
西安市轨道交通集团有限公司	785.32	441.71	18.57	0.24	254.21

资料来源：联合资信整理

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，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。

卢志永先生，1961年生人，汉族，中共党员，博士学历，现任公司董事长；1988年7月参加工作，历任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，泰达控股党委副书记、总经理。

姜义先生，1964年生人，汉族，中共党员，大学学历，硕士学位，正高级工程师；现任公司总经理；曾任天津市政三公司技术科副科长、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党委委员、副总经理，天津市河东区党委委员、常委、天津市河东区人民政府副区长，天津市河北区委常委、常务副区长。

截至2019年9月底，公司共有在岗职工

10414人。其中，博士研究生15人，占总人数0.14%；硕士研究生678人，占总人数6.51%；本科生4751人，占总人数45.62%；大专及以下4970人，占总人数47.73%。

4. 外部支持

近年来，天津市一般公共预算收入波动增长，体量仍维持在较大规模，可为公司项目建设资本金以及运营补贴等提供有力支撑，财政自给率一般。

2017—2019年，天津市全年一般公共预算收入波动增长，分别为2310.11亿元、2106.19亿元和2410.00亿元，其中2019年比上年增长14.40%。2019年，天津市实现税收收入1634.00亿元，占一般公共预算收入的比重为67.80%，比上年下降9.35个百分点，财政收入质量降低。2017—2019年，天津市一般公共预算支出分别为3282.16亿元、3104.18亿元和3509.00亿元。天津市财政自给率持续下降，2019年为68.68%，财政自给能力一般。2019年，天津市政府性基金预算收入1431亿元，比上年增长23.30%。截至2019年底，天津市政府债务余额4959亿元，其中市级政府债务余额1744亿元，债务负担重。

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，上述支持为公司项目投资建设和轨道交通运营提供了有力的保证，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

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28.13亿元作为资本金，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，由公司子公司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4 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	254.53	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
合计	2246.13	1038.63	670.70

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。2016—2018年，公司分别收到铁路建设费10.34亿元、11.08亿元和13.25亿元。2019年1—9月，公司收到铁路建设费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。

（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，项目对外融资借款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，借款主体均为地铁集团，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

2016—2018年及2019年1—9月，公司获得政府补助分别为16.79亿元、17.33亿元、19.44亿元和18.89亿元，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2020年2月17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3月19日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

6. 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。目前，社会资本方招标尚未开始。

针对上述事宜，联合资信已与公司取得联系，并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

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；职工董事1人，由职工代表大会选举产生。董事会决定公司的经营计划和投融资方案；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。

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；职工代表监事2人，由职工代表大会民主选举产生。根据津国资监事〔2018〕33号文件：按照市委《中共天津市委天津市人民政府关于印发〈天津市机构改革实施方案〉的通知》（津党发〔2018〕32号）文件精神，国有企业监事会职责划入市审计局，不再保留市国有企业监事会。经研究，市国资委不再向公司派驻监事，2017年9月派驻监事会人员职务自行免除。根

据上述文件通知，白智生、李耀华、张晓冬、王彤不再担任公司监事。目前，公司监事人员2人，监事变更的工商备案等手续尚在流程中，联合资信将密切关注该事项对公司的影响。

2. 管理水平

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

为加强全面预算管理工作，强化调控职能，实现成本控制，降低经营风险，提高企业整体经济效益，结合公司实际情况，制定了全面预算管理暂行办法。全面预算编制的原则是要以提高集团经济效益为主要出发点，在充分考虑集团资金状况的情况下，控制好建设项目投资支出；在充分考虑经营性现金流入的情况下，控制好成本费用支出；努力做到增收节支。

（3）信息披露管理制度

为规范公司发行债券相关信息披露行为，加强信息披露事务管理，保护债券持有人合法权益，根据《中华人民共和国公司法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》《企业债券管理条例》等法律法规和规范性文件以及《公司章程》的规定，制定了《信息披露管理制度》。

（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

投资管理部及规划前期部负责，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目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，于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。近年来，公司地铁运营收入保持增长，但一直处于亏损状态；工程结算收入

波动下降；地铁资源开发板块收入受房地产业务影响有所波动。

2016—2018年，公司主营业务收入逐年下降，分别为21.27亿元、20.44亿元和18.24亿元，2018年公司主营业务收入同比减少10.76%，主要系地铁资源开发收入减少所致。从收入构成来看，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41.19%。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，由于地铁运营单位成本较高，公司地铁运营一直处于亏损状态；近三年工程建设业务毛利率小幅波动，地铁资源开发业务毛利率持续下降。

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5 公司近年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			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	收入	占比	毛利率
地铁运营	6.36	29.90	-121.70	7.06	34.54	-112.48	7.52	41.23	-141.38	6.43	54.91	-139.50
地铁资源开发	2.85	13.40	50.18	8.42	41.19	35.27	5.54	30.37	34.30	2.26	19.30	51.33
工程施工	12.06	56.70	8.79	4.96	24.27	5.65	5.18	28.40	7.34	3.02	25.79	5.30
合计	21.27	100.00	-24.68	20.44	100.00	-22.85	18.24	100.00	-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) 轨道交通建设及运营

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。

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

地铁集团和孙公司滨海快速（2019年公司将持有的滨海快速100%的股权划转给地铁集团，滨海快速成为公司孙公司）。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“轨道交通运营集团”，票款收入归地铁集团所有，由地铁集团支付轨道交通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文外部支持部

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6 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	254.69
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	320.86
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				2246.13	1404.42

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，公司年度客运量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7 2016—2019年9月公司地铁运营情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
年度客运量（万人次）	30632.57	35057.39	40767.23	38530.71
日均客运量（万人次）	83.92	96.05	123.25	141.14

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
列车开行列次（列次）	373061.00	465740.00	607725.00	518275.00
运营里程（万公里）	6467.10	8426.50	9961.32	9494.44
票款收入（亿元）	6.36	7.06	7.52	6.43
每人次数票收入（元）	2.08	2.01	1.84	1.67
运营成本（亿元）	14.10	14.98	18.16	15.40
财政补贴（亿元）	6.33	7.73	7.86	4.89

注：每人次数票收入=票款收入/年度客运量；由于受票价含税、打折以及年度客运量换算系数等情况影响，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），2016—2018年以及2019年1—9月，公司收到的运营补贴分别为6.33亿元、7.73亿元、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

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。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

铁路投资项目稳步推进，仅有南环铁路和

京沪高铁实现投资收益，由于铁路运营利润水平普遍很低，公司对财政资金支持依赖较大。

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（参股比例为25.25%，反映在“可供出售金融资产”科目）、蓟港铁路（参股比例为0.81%，反映在“可供出售金融资产”科目），分别投入26.00亿元、22.03亿元和0.17亿元，均已完成投资。

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8 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	69.50	--
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	--	193.00	0.62

资料来源：公司提供

（3）工程建设

近年来，公司工程建设收入波动下降，毛利率有所波动，考虑到公司存量工程规模较少，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。轨道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9 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	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
当期新签订合同个数（个）	62	40	58	35
其中：亿元以上合同个数（个）	3	1	1	2
合同金额合计（亿元）	5.62	12.20	9.90	6.67
其中：天津市内项目（亿元）	5.29	3.35	9.02	6.64
天津市外项目（亿元）	0.33	8.85	0.88	0.13

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%，主要以省内的市政工程为主。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。

2016—2018年，公司工程建设收入分别为12.06亿元、4.96亿元和5.18亿元。其中，2017年同比大幅减少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。2016—2018年，工程建设业务毛利率小幅波动。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

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有待关注。

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。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。

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2018年底，公司共获得6个补偿地块（2018年无新增），土地面积9.60万平方米，入账价值8.19亿元。2018年实现收入0.11亿元，规模较小，收入均来自于天津市营口道地块项目，合作方为和记黄埔有限公司。土地置换业务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。2019年1—9月，公司未发生土地置换业务。

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。2016—2018年及2019年1—9月，公司分别实现劳务收入1.53亿元、1.29亿元、1.90亿元和1.58亿元。

整体看，2016—2018年及2019年1—9月，公司地铁资源开发收入分别为2.85亿元、8.42亿元、5.54亿元和2.26亿元。其中，2017年较

上年大幅增长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。2016—2018年，该板块毛利率逐年下降，2017年为35.27%，较上年下降14.91个百分点，主要是当年未实现毛利率较高的土地置换业务所致；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 10 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

1. 财务概况

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，2017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。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，公司将滨海快速股权无偿划转至地铁

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。

2. 资产质量

近年来，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款项占比较高，非流动资产以固定资产和在建工程为主。总体来看，公司资产结构合理，资产流动性一般。

2016—2018年，公司资产总额年均复合增长5.09%。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。

表 11 近三年及一期公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	100.31	4.02	102.36	3.88	116.95	4.24	179.77	5.85
应收账款	33.14	1.33	29.32	1.11	24.61	0.89	18.84	0.61
预付款项	173.24	6.94	167.19	6.34	165.24	5.99	251.12	8.17
其他应收款	118.65	4.75	119.77	4.54	112.31	4.07	98.29	3.20
存货	47.20	1.89	44.64	1.69	21.68	0.79	30.75	1.00
流动资产	473.54	18.97	464.85	17.62	443.93	16.10	579.12	18.85
可供出售金融资产	199.97	8.01	199.97	7.58	205.97	7.47	213.97	6.96
投资性房地产	41.41	1.66	42.16	1.60	43.14	1.56	43.14	1.40
固定资产	112.37	4.50	111.93	4.24	110.18	4.00	109.93	3.58
在建工程	1630.93	65.34	1783.11	67.60	1900.47	68.94	2073.21	67.48
非流动资产	2022.53	81.03	2172.70	82.38	2312.80	83.90	2493.16	81.15
资产总额	2496.06	100.00	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

流动资产

2016—2018年，公司流动资产年均复合下降3.18%，截至2018年底，公司流动资产443.93亿元，较上年底小幅减少4.50%。截至2018年底，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。

2016—2018年，公司应收账款年均复合下降13.83%，截至2018年底，公司应收账款24.61亿元，较上年底减少16.09%，主要系应收天津市城乡建设委员会建造合同款减少3.31亿元所致。从欠款单位来看，应收账款前五名合计占应收账款总额的77.33%。考虑到应收账款欠款单位主要为天津市城乡建设委

员会，回款较有保证，公司计提坏账准备0.21亿元，整体计提坏账准备的比率为1.01%。

2016—2018年，公司预付款项年均复合下降2.34%。截至2018年底，公司预付款项165.24亿元，较上年底小幅下降1.17%，主要为工程款。从账龄看，公司预付款项账龄1年以内的占1.12%、1~2年的占0.52%、2~3年的占9.46%、3年以上的占88.90%，综合账龄偏长。预付款项前5名占预付款项总额的98.02%，主要为预付天津市津源投资发展有限公司工程款（占90.78%）。

2016—2018年，公司其他应收款年均复合下降2.71%。截至2018年底，公司其他应收款112.31亿元，较上年底减少6.23%，其他应收款前五名占比为92.41%，主要由应收补贴款（占比19.65%）、与城投集团和天津市财政局往来款（占比23.21%）、征地拆迁款（占比16.64%）以及拆迁工程款（占比25.06%）构成。

表 12 截至 2018 年底公司其他应收款前五名
(单位：亿元、%)

单位	金额	占比	内容
天津市土地整理中心	28.18	25.06	拆迁工程款
天津市财政局	26.10	23.21	往来款、利息
天津经济技术开发区财政局	22.10	19.65	补贴款
天津南环铁路有限公司	18.70	16.64	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	7.85	往来款、利息
合计	103.90	92.41	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货年均复合下降32.23%。截至2018年底，公司存货21.68亿元，较上年底减少51.44%，主要系原负责北运河地块开发的天津城铁港铁建设有限公司（以下简称“港铁建设”）的股权转让所致。公司存货中开发成本占83.21%，主要是与地块相关的成本；其余为原材料、开发产品等。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产年均复

合增长6.94%。截至2018年底，公司非流动资产2312.80亿元，较上年底增长6.45%，主要以在建工程为主。

2016—2018年，公司可供出售金融资产年均复合增长1.49%。截至2018年底，公司可供出售金融资产205.97亿元，较上年底增长3.00%，主要是对京津冀城际铁路投资有限公司增加投资所致。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205.96亿元（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）。

2016—2018年，公司长期股权投资年均复合增长3.38%。截至2018年底，公司长期股权投资30.19亿元，较上年底增长8.07%，主要由对南环铁路的投资构成。

2016—2018年，公司投资性房地产年均复合增长2.06%。截至2018年底，公司投资性房地产43.14亿元，较上年底增长2.31%，全部为房屋建筑物。

2016—2018年，公司固定资产年均复合下降0.98%。截至2018年底，公司固定资产原值115.75亿元，主要为地铁一号线（占82.56%）、房屋建筑物（占12.48%）；固定资产累计计提折旧5.42亿元（对地铁一号线设备等非营利性基础设施不予以计提折旧），累计计提资产减值准备0.15亿元，固定资产净额为110.18亿元，较上年底减少1.57%。

2016—2018年，公司在建工程年均复合增长7.95%。截至2018年底，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。

3. 资本结构

所有者权益

近年来，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。

2016—2018年，公司所有者权益年均复合增长4.36%。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。

2016—2018年，公司资本公积年均复合增长10.59%。截至2017年底，公司资本公积增至771.67亿元，主要是系财政局持续拨付给公司铁路专项资金以及地铁线路资本金所致。截至2018年底，公司资本公积进一步增长至866.49亿元，较上年底增长12.29%，主要是系财政局拨付给公司的铁路专项资金以及地铁线路资本金等增加所致。

2016—2018年，公司少数股东权益大幅下降。截至2018年底，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%，主要系收到财政拨付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 13 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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	33.44	402.65	31.83	404.28	31.03	405.85	29.54
资本公积	708.44	59.22	771.67	61.01	866.49	66.51	933.31	67.92
盈余公积	4.81	0.40	4.47	0.35	4.65	0.36	4.65	0.34
未分配利润	16.51	1.38	19.37	1.53	22.51	1.73	25.28	1.84
少数股东权益	10.80	0.90	10.87	0.86	-0.01	0.00	0.05	0.00
所有者权益	1196.32	100.00	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

负债

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。

2016—2018年，公司负债年均复合增长

5.76%。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。

表 14 近三年及一期公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	43.00	3.31	46.73	3.40	39.97	2.75	41.85	2.46
预收款项	41.79	3.22	38.06	2.77	35.31	2.43	39.02	2.30

其他应付款	17.93	1.38	18.63	1.36	17.51	1.20	46.60	2.74
一年内到期的非流动负债	145.69	11.21	154.66	11.27	136.23	9.37	13.47	0.79
其他流动负债	16.17	1.24	14.96	1.09	58.98	4.06	60.99	3.59
流动负债	277.87	21.38	298.29	21.73	339.85	23.38	232.53	13.69
长期借款	582.19	44.79	631.17	45.98	674.42	46.39	867.46	51.08
应付债券	187.37	14.42	180.67	13.16	224.06	15.41	279.33	16.45
长期应付款	124.76	9.60	130.68	9.52	89.53	6.16	156.02	9.19
专项应付款	121.19	9.32	125.24	9.12	119.22	8.20	153.66	9.05
非流动负债	1021.87	78.62	1074.36	78.27	1114.02	76.62	1465.64	86.31
负债	1299.74	100.00	1372.64	100.00	1453.88	100.00	1698.16	100.00

注：其他应付款不包括应付利息及应付股利

资料来源：根据公司财务报告整理

2016—2018年，公司流动负债年均复合增长10.59%。截至2018年底，公司流动负债339.85亿元，较上年底增长13.94%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。

截至2018年底，公司短期借款45.16亿元，较上年底增长130.88%，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88.57%）。

2016—2018年，公司应付账款年均复合下降3.59%。截至2018年底，公司应付账款39.97亿元，较上年底减少14.46%，主要系项目未结算的应付工程款减少所致。

2016—2018年，公司预收款项年均复合下降8.08%。截至2018年底，公司预收款项35.31亿元，较上年底减少7.21%，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款30.87亿元构成。

2016—2018年，公司其他应付款年均复合下降1.16%。截至2018年底，公司其他应付款17.51亿元，较上年底减少5.97%，主要由往来款、保证金押金及代收代付款构成。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债136.23亿元，较上年底减少11.91%，其中一年内到期的长期借款81.38亿元，一年内到期的长期应付款38.74亿元，一年内到期应付债券16.11亿元。

2016—2018年，公司其他流动负债年均复合增长90.99%。截至2018年底，公司其他流动负债为58.98亿元，较上年底增长294.26%，主要由短期融资券构成。

2016—2018年，公司非流动负债年均复合增长4.41%。截至2018年底，公司非流动负债1114.02亿元，较上年底增长3.69%。

2016—2018年，公司长期借款年均复合增长7.63%。截至2018年底，公司长期借款674.42亿元，较上年底增长6.85%，主要由保证借款208.13亿元和信用借款464.04亿元构成。

2016—2018年，公司应付债券年均复合增长9.35%。截至2018年底，公司应付债券224.06亿元，较上年底增长24.02%，主要是因为公司及子公司地铁集团发行多期中期票据所致。

2016—2018年，公司长期应付款年均复合下降15.29%。截至2018年底，公司长期应付款89.53亿元，较上年底减少31.49%，主要由融资租赁款89.08亿元构成。

2016—2018年，公司专项应付款年均复合下降0.82%。截至2018年底，公司专项应付款119.22亿元，较上年底减少4.81%，主要由地方政府置换债资金86.25亿元以及基建拨款利息20.87亿元构成。

2016—2018年，随着应付债券和长期借

款的增长，公司全部债务分别为928.27亿元、986.06亿元和1079.87亿元。截至2018年底，公司短期债务占16.80%、长期债务占83.20%；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40.82%、45.32%和52.74%。若将其他流动负债中的短期融资券和长期应付款中的有息债务考虑在内，2016—2018年，公司调整后全部债务年均复合增长7.19%，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。

4. 盈利能力

近年来，受地铁公益性影响，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。公司投资收益大幅增

长，但不具有持续性。公司业务整体公益性较强，整体盈利能力弱。

2016—2018年，公司营业收入年均复合下降6.14%，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。2016—2018年，公司营业成本年均复合增长0.05%，2018年，公司营业成本27.34亿元，较上年增长8.80%。2016—2018年，公司营业利润率持续为负，分别为-24.76%、-24.54%和-42.48%，2018年受地铁运营成本增加影响，公司亏损程度进一步扩大。

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。2018年，公司期间费用率（期间费用率=期间费用/营业收入）为85.76%，较上年增加41.01个百分点，主要由于公司处置城港建设股权影响，公司将以前年度与城港建设有关的财务费用，将前期资本化利息费用全部资本化所致，公司对期间费用的控制有待加强。

2016—2018年，公司投资收益分别为0.43亿元、2.00亿元和11.18亿元，其中2018年大幅增长，主要是由处置港铁建设股权形成的溢价等构成。

2016—2018年，公司营业外收入年均复合下降18.86%。2018年，公司营业外收入11.06亿元，主要由与经营无关的政府补助11.04亿元构成。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，2018年为8.40亿元。同期，公司实现利润总额5.46亿元，总体看，政府补助对公司利润总额贡献大。

2016—2018年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率较为稳定，2018年上述指标分别为0.38%和0.38%，受行业性质影响，企业整体盈利能力弱。

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。

5. 现金流分析

2018年，公司经营活动产生的现金净流量较上年有所减少，整体收现质量有所好转；投资活动主要以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（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，2016—2018年分别为14.06亿元、13.38亿元和19.70亿元。2018年，公司现金收入比上升至99.45%，主要系公司于2018年确认较大规模已于前期收到的商品房收入所致。2016—2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为40.53亿元、40.81亿元和44.13亿元，主要由往来款和政府补贴构成；2016—2018年公司现金流入量分别为54.77亿元、54.25亿元和63.98亿元。2016—2018年，公司购买商品、接受劳务支付现金分别为21.52亿元、16.45亿元和18.93亿元，主要由地铁运营成本及工程施工成本构成，2018年较上年增长15.05%，主要系工程施工板块投入较上年增加所致。2016—2018年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为10.46亿元、14.34亿元和26.96亿元，主要系往来款及代收代付款等。2018年大幅增长，主要是往来款及代收代付款等不断增加所致。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为5.41亿元、11.41亿元和

3.90亿元。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为18.18亿元、6.59亿元和22.85亿元。其中2018年大幅增长，主要系2018年处置子公司及其他单位收到的现金净额大幅增长所致。2018年，处置子公司及其他单位收到的现金净额18.27亿元，为处置港铁建设收到的原始投资成本和投资收益。2016—2018年，公司收到其他与投资活动有关的现金分别为13.64亿元、2.76亿元和0.76亿元，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—2018年，公司投资活动现金流出分别为141.47亿元、108.31亿元和119.64亿元，主要以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（主要为地铁建设施工投入）为主；2016—2018年，公司投资支付的现金分别为16.23亿元、3.19亿元和25.04亿元，其中2018年大幅增长，主要是公司对铁路项目的股权以及新增对万欣城项目股权投资款所致；2016—2018年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为5.51亿元、2.78亿元和0.96亿元，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净流出规模逐年减少，分别为-123.30亿元、-101.72亿元和-96.79亿元。

从筹资活动来看，2016—2018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、铁路建设费等财政资金，分别为113.48亿元、66.93亿元和55.71亿元；2016—2018年公司取得借款收到的现金分别为235.23亿元、306.08亿元和343.39亿元，主要由银行借款、融资租赁以及发行债券收到的资金构成；2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为373.83亿元、381.41亿元和399.70亿元。公司筹资活动现金流出规模主要由偿还债务支付的现金构成，2016—2018年分别为266.75亿元、288.81亿元和291.75亿元。

同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为107.07亿元、92.60亿元和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。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力一般，长期偿债能力较弱；公司对外担保规模小，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，2016—2018年公司流动比率和速动比率不断下降，2018年底，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，公司短期偿债压力一般。

从长期偿债指标看，2016—2018年公司EBITDA不断增长，分别为9.68亿元、11.28亿元和18.94亿元，其中2018年大幅增长主要系利润总额增长所致。同期，公司调整后全部债务/EBITDA分别为110.42倍、100.29倍和62.01倍，长期偿债能力处于较弱水平。考虑到天津市政府对公司大规模的资金支持，公司整体偿债风险极小。

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。

7. 母公司财务分析

母公司资产总额及负债总额占合并口径比重一般，所有者权益较为稳定，整体债务负担一般，自身盈利能力较弱。

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额1591.01亿元，较上年增长5.72%，主要系其他应收款和长期股权投资增长所致。母公司资产以非流动资产为主，占81.46%。母公司资产总额占合并报表资产总额的57.71%，占比一般。

截至2018年底，母公司所有者权益1225.14亿元，较上年底小幅增长，主要系资本公积增加所致。母公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比高，所有者权益稳定性好。

截至2018年底，母公司负债总额365.87亿元，较上年底增长8.95%，主要系应付债券增加所致。母公司负债以非流动负债为主，占58.13%，占比一般。截至2018年底，母公司全部债务207.92亿，其中短期债务88.81亿，现金短期债务比很低，母公司短期债务规模大，短期偿债压力大；资产负债率和全部债务资本化比率分别为23.00%和14.51%，整体看母公司债务负担一般。

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、本期中期票据偿还能力

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
本期中期票据计划发行规模20.00亿元，

分别相当于2018年底公司调整后长期债务和调整全部债务的2.03%和1.63%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为52.74%、48.52%和43.12%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至53.08%、48.92%和43.61%，公司债务负担略有加重，但仍处于一般水平。考虑到本期中期票据全部用于偿还公司本部及子公司存量融资，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别54.77亿元、54.25亿元和63.98亿元，为本期中期票据发行金额的2.74倍、2.71倍和3.20倍，对本期中期票据的保障能力较强。2016—2018年，公司经营活动现金净流量分别为5.41亿元、11.41亿元和3.90亿元，为本期中期票据发行金额的0.27倍、0.57倍和0.19倍，对本期中期票据的保障能力弱；同期，公司EBITDA分别为9.68亿元、11.28亿元和18.94亿元，为本期中期票据发行金额的0.48倍、0.58倍和0.95倍，对本期中期票据的保障能力一般。

整体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金保障能力较强，经营活动现金净流量对本期中期票据本金保障能力弱，EBITDA对本期中期票据本金保障能力一般。

集中兑付方面，若本期中期票据于2020年发行，在2025年兑付，考虑到公司需于2025年偿还“15津地铁债”3.00亿元，2025年公司合计需偿付债券本金23.00亿元。2016—2018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2.38倍、2.36倍和2.78倍，公司经营性现金流入量对集中偿付金额的保障能力较强。2016—2018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

0.24倍、0.50倍和0.17倍，保障能力弱；2016—2018年EBITDA分别为集中偿付金额的0.43倍、0.50倍和0.82倍，EBITDA对集中偿付金额的保障能力偏弱。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极高。

十、结论

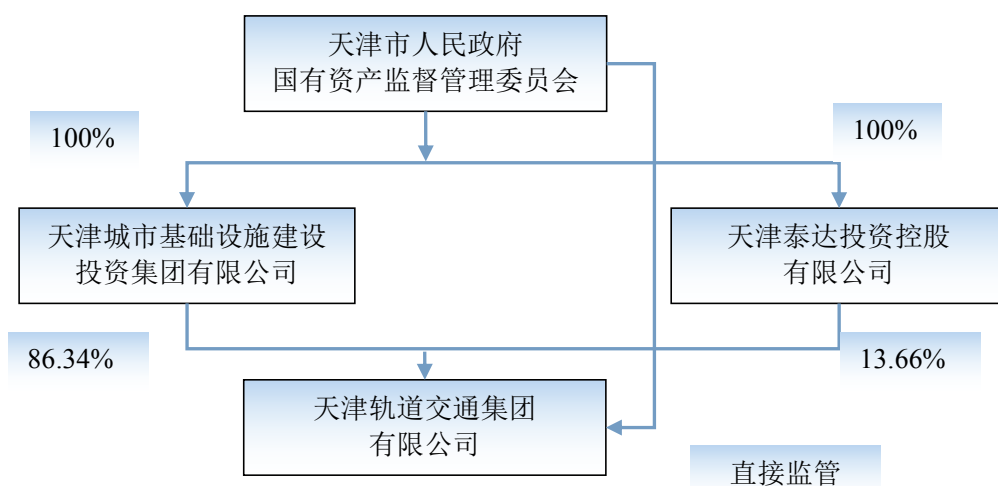
公司在天津市地铁投资建设、运营管理和资源开发以及铁路投资建设方面具有垄断优势，天津市政府持续给予公司大力支持。近年来，天津市经济持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境；天津市政府对公司支持明确，对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入。同时，天津市政府在资金注入和补贴方面对公司铁路投融资业务开展提供了有力支撑。受新的地铁线路逐步开通并正式运营，未来更多线路建成通车后，地铁网络规模效益将进一步显现，地铁运营收入规模有望上升。

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。

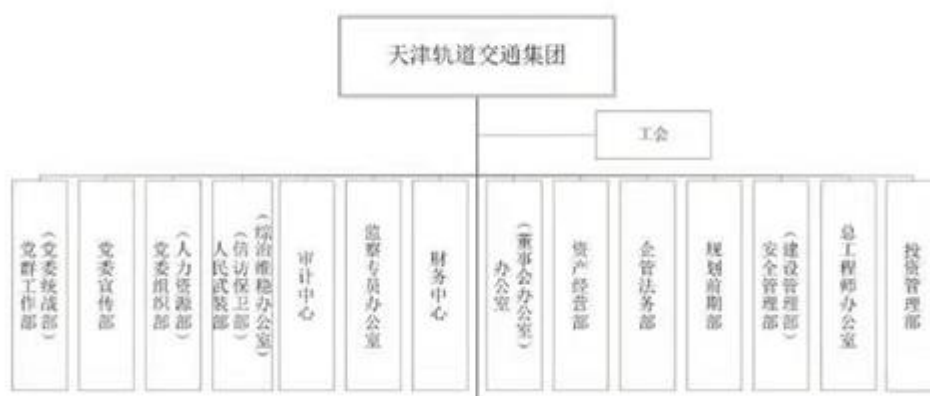
公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。

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，公司主体偿债风险极低，本期中票到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1—1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1—2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 1—3 截至 2019 年 9 月底公司主要子公司情况

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
财务数据				
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
财务指标				
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
财务数据				
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
财务指标				
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%
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

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 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。

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

联合资信评估有限公司关于 天津轨道交通集团有限公司 2020 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，及时对该事项进行分析，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。