

信用等级公告

联合〔2019〕2216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“16天津轨交MTN001”“17天津轨交MTN001”“18天津轨交MTN001”“19天津轨交MTN001”“19天津轨交MTN002”信用等级为AAA，并维持“18天津轨交CP001”“18天津轨交CP002”“19天津轨交CP001”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
二〇一九年七月二十四日



天津轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 天津轨交 MTN001	30.00 亿元	2021/08/23	AAA	AAA
17 天津轨交 MTN001	20.00 亿元	2020/08/24	AAA	AAA
18 天津轨交 MTN001	20.00 亿元	2021/10/17	AAA	AAA
18 天津轨交 CP001	18.00 亿元	2019/09/17	A-1	A-1
18 天津轨交 CP002	12.00 亿元	2019/12/13	A-1	A-1
19 天津轨交 MTN001	10.00 亿元	2024/01/09	AAA	AAA
19 天津轨交 MTN002	10.00 亿元	2022/06/18	AAA	AAA
19 天津轨交 CP001	9.00 亿元	2020/07/18	A-1	A-1

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 7 月 24 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	100.33	102.36	117.11	195.55
资产总额(亿元)	2496.06	2637.55	2756.73	2897.97
所有者权益(亿元)	1196.32	1264.91	1302.86	1314.02
短期债务(亿元)	158.70	174.22	181.39	70.52
长期债务(亿元)	769.57	811.84	898.48	1049.07
全部债务(亿元)	928.27	986.06	1079.87	1119.60
营业收入(亿元)	22.49	21.10	19.81	4.00
利润总额(亿元)	4.69	4.78	5.46	-2.32
EBITDA(亿元)	9.68	11.28	18.94	--
经营性净现金流(亿元)	5.41	11.41	3.90	-10.57
营业利润率(%)	-24.76	-24.54	-42.48	-107.09
净资产收益率(%)	0.37	0.33	0.38	--
资产负债率(%)	52.07	52.04	52.74	54.66
全部债务资本化比率(%)	43.69	43.81	45.32	46.01
流动比率(%)	170.41	155.84	130.63	223.78
经营现金流动负债比(%)	1.95	3.83	1.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	95.90	87.42	57.00	--

注: 2019 年 1~3 月财务数据未经审计

分析师: 张宁 姜泰钰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

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, 并持续得到天津市人民政府的大力支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内地铁运营持续大额亏损、地铁和铁路项目建设未来资本性支出大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。随着地铁新线陆续投运, 路网效应增强, 同时地铁资源开发不断成熟, 公司自身的盈利能力逐步增强。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“16 天津轨交 MTN001”“17 天津轨交 MTN001”“18 天津轨交 MTN001”“19 天津轨交 MTN001”“19 天津轨交 MTN002”信用等级为 AAA, 并维持“18 天津轨交 CP001”“18 天津轨交 CP002”“19 天津轨交 CP001”信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势

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

关注

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

3. 跟踪期内，公司短期债务规模较大，联合资信将持续关注公司债务兑付情况。
4. 跟踪期内，受地铁公益性影响，公司利润总额对政府补贴依赖较大，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。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天津轨道交通集团有限公司（以下简称“该公司”或“轨道集团”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达投资”）间接持有联合资信 23.15% 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。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

天津轨道交通集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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 3 月底，公司本部内设党建工作部、干部人事部、投资管理部、资产经营部、安全质量部、财务中心和运营事业部等 17 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 3 月底，公司（合并）资产总额 2897.97 亿元，所有者权益 1314.02 亿元（少数股东权益 -63.14 万元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.00 亿元，利润总额 -2.32 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 7 月 22 日，联合资信所评公司存续债券余额 129.00 亿元，募集资金均按规定用于偿还金融机构借款、补充营运资金，尚需偿还债券本金合计 129.00 亿元（详见表 1）。跟踪

期内，公司均已按期支付存续期债券利息。

表 1 截至 2019 年 7 月 22 日联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 天津轨交 MTN001	30.00	30.00	2016/08/23	5 年
17 天津轨交 MTN001	20.00	20.00	2017/08/24	3 年
18 天津轨交 MTN001	20.00	20.00	2018/10/17	3 年
18 天津轨交 CP001	18.00	18.00	2018/09/17	1 年
18 天津轨交 CP002	12.00	12.00	2018/12/13	1 年
19 天津轨交 MTN001	10.00	10.00	2019/01/09	5 年
19 天津轨交 MTN002	10.00	10.00	2019/06/18	3 年
19 天津轨交 CP001	9.00	9.00	2019/07/18	1 年
合计	129.00	129.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，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%。

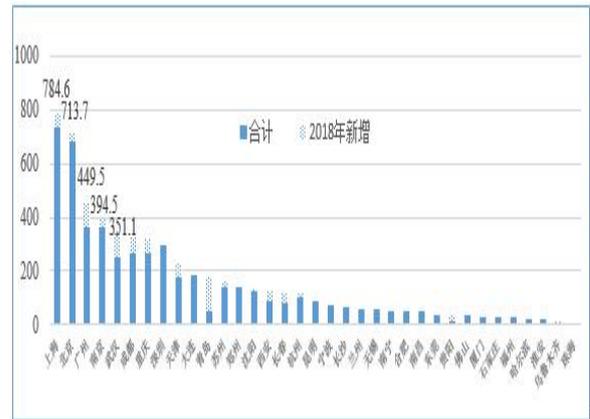
图1 2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



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 5470.2 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，又遇统筹筹资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，但增速放缓，公司仍面临良好的产业政策和投资环境。

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

根据《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。

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3月底，公司注册资本402.65亿元，其中城投集团和天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）分别持股86.34%和13.66%。公司实际控制人仍为天津市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，天津市财政实力强，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，由地铁集团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9号线。其中1、2、3、5和9号线资本金共计358.10亿元，已全部到位；6号线资本金203.48亿元，到位84.59%；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：

表3 截至2019年3月底地铁项目总投资和资本金情况

（单位：亿元）

地铁线路	工程总投资	项目资本金	资本金到位比例
1号线（含部分东延延伸线）	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	127.26	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	20.10
津滨轻轨地铁9号线项目	117.78	28.12	33.12
地铁7号线一期	268.96	107.58	14.40
地铁11号线一期	256.02	102.41	26.62
合计	2246.13	1017.74	646.73

资料来源：公司提供

铁路建设费

为支持根据天津市人民政府 2015 年 5 月 31 日《天津市人民政府办公厅关于印发天津市铁路建设专项资金筹集使用管理办法的通知》（津政办发〔2015〕33 号文），天津市对行政区域内以招、拍、挂方式出让的商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权从 2015 年 6 月 1 日起按每平方米 200 元征收铁路建设费，专项用于铁路项目资金来源。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司收到铁路建设费 13.25 亿元和 4.50 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 1~3 月，公司收到地铁运营补贴以及专项补贴分别为 7.86 亿元和 1.74 亿元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为：(G10120103001002804)，截至 2019 年 6 月 21 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 2019 年 7 月 18 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

天津市人民政府于 2018 年 8 月 29 日下发《天津市人民政府关于尤天成等任免职务的通知》（津政人〔2018〕18 号），决定卢志永任公司董事长、姜义任公司总经理，免去苗玉刚公司董事长职务，免去刘玉琦公司总经理职务。跟踪期内，公司高级管理人员变更为正常

变更未对公司生产经营造成重大影响。

卢志永先生，男，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，天津市锻压力机有限公司董事长、总经理，天津市委工业工委干部处副处长（正处级），天津市国土资委领导人员管理处副处长（正处级），天津市机电控股集团副总经理，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，男，1964 年生人，汉族，中共党员，大学学历，硕士学位，正高级工程师；现任轨道交通集团总经理；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，天津市河北区区委常委、常务副区长。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务受地铁资源开发收入减少影响，收入规模有所减少；2018 年公司收入构成转为以地铁运营收入为主；受地铁运营亏损程度进一步加深影响，公司综合毛利率亏损程度加深。

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1~3月，公司实现主营业务收入3.85亿元，仅为上年的21.11%；同期，公司整体毛利率为-113.77%，较2018年大幅下降，

主要系当期地铁票款清分系统未及时将各条地铁线路票款收入拆分，故该部分票款未确认地铁运营收入所致。

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1-3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	7.06	34.54	-112.48	7.52	41.23	-141.49	1.45	37.66	-342.76
地铁资源开发	8.42	41.19	35.27	5.54	30.37	34.30	1.03	26.75	44.66
工程施工	4.96	24.27	5.65	5.18	28.40	7.34	1.37	35.58	9.49
合计	20.44	100.00	-22.85	18.24	100	-45.78	3.85	100	-113.77

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）轨道交通建设及运营

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

跟踪期内，公司轨道交通业务包括地铁建设、运营业务和交通枢纽工程建设，其建设主体为子公司地铁集团和孙公司天津滨海快速交通发展有限公司（以下简称“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文外部支持部分。截至2019年3月底，公司在建的项目主要包括地铁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240.90亿元，尚需投资820.54亿元。

表5 截至2019年3月底公司已运营及在建地铁项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目概况	项目状态	总投资	已投资
1	地铁1号线	全长26.187公里，设22个车站。	已运营（已决算）	92.05	92.05
2	地铁2号线（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33.582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）	254.33	248.65
5	地铁6号线	全长56.15公里，设车站48个。	南孙庄至梅林路站已运营（未决算）	406.96	305.31
6	地铁1号线东延	全长16.039公里，设车站11个。	在建	126.66	83.89
7	地铁4号线南段	全长19.4公里，设车站14个。	在建	189.11	55.89
8	地铁10号线一期	全长21.22公里，设车站21个。	在建	220.69	47.64
9	津滨轻轨地铁9号线项目	全长52公里，共分两期建设，一期工程（东段）长45公里，二期工程（西段），长7公里。	已运营（未决算）	117.78	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	22.30

11	地铁11号线一期	全长22.60公里，设车站21座	在建	256.02	31.18
合计				2246.13	1333.84

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

2018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%。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1~3月，公司实现地铁运营收入1.45亿元，相当于上年的19.28%；地铁运营毛利率进一步下滑至-342.76%，系当期地铁票款清分系统未及时将各条地铁线路票款收入拆分，故该部分票款未确认地铁运营收入所致。

表6 2017~2019年3月公司地铁运营情况

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
年度出行量（万人次）	35057.39	40767.23	11715.69
日均出行量（万人次）	96.05	123.25	130.17
列车开行列次（列次）	465740.00	607725.00	154832.00
运营里程（万公里）	8426.50	9961.32	2786.23
票款收入（亿元）	7.06	7.52	1.45
每人票务收入（元）	2.01	1.84	1.24
运营成本（亿元）	14.98	18.16	6.61
财政补贴（亿元）	7.73	7.86	1.74

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

资料来源：公司提供

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1~3月，公司收到的运营补贴分别为7.86亿元和1.74亿元。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，目前公司在建项目为文化中心交通枢纽，概算总投资为70.67亿元，截至2019年3月底，累计已投资48.57亿元。

(2) 铁路投资

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

跟踪期内，公司铁路投资业务的经营主体仍为公司本部和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。

截至目前，公司本部投资铁路线路有南环铁路(参股比例为49.00%，反映在“长期股权投资”科目)、京津城际(参股比例为25.25%，反映在“可供出售金融资产”科目)、蓟港铁路

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

跟踪期内，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3月底，上述项目总投资额204.63亿元，累计完成投资192.73亿元。

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3月底铁投集团铁路项目股权投资概况(单位:亿元、%)

项目名称	计入科目	铁投集团计划总投资	参股比例	截至2019年3月底公司已投资额	未来计划投资额
京沪高铁	在建工程	80.00	4.51	69.23	--
京津城际延长线	长期股权投资	31.15	50.00	31.15	--
津秦客运专线	可供出售金融资产	40.00	29.00	40.00	--
津保铁路	可供出售金融资产	33.18	2.00	33.10	--
南环铁路	其他应收款	暂定 20.30	31.07	19.25	0.62
合计	--	204.63	--	192.73	0.62

资料来源:公司提供

(3) 工程建设

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

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

公司工程建业务主要承接铁路工程和市政工程。截至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3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7.74亿元，存量规模较少。

表8 公司2017~2019年3月公司工程施工业务新签合同情况

新签订合同情况	2017年	2018年	2019年3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:省内项目	3.35	9.02	2.70
省外项目	8.85	0.88	--

资料来源:公司提供

2018年，公司实现工程建设收入5.18亿元，同比增加4.44%。同期，工程建设业务毛利率上升至7.41%。

(4) 地铁资源开发

跟踪期内，公司地铁沿线资源开发业务受房地产销售收入较上年减少影响，收入规模有所下降，毛利率较上年基本持平。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。

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

房地产销售方面，公司以自有的地铁沿线土地出让与开发商合作或自行通过摘牌方式取得沿线土地资源后开发建设物业并进行销售。若为合作开发，公司根据双方签订的合作开发协议分得属于其拥有的房产，再由公司自行销售并获得销售收入。公司目前确认收入的商品房项目为南马路五金城项目，该项目总投资为27.16亿元，截至2019年3月底共投入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%。公司目前无在建及拟建项目，在当前房地产调控形势下，公司参与开发的物业项目面临着开发周期延长或资金回笼速度放慢的压力，存在一定的物业开发经营风险。

表9 截至2019年3月底公司商品销售业务代表性项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目位置	出资地块	建筑面积	总投资	累计已投资	已回笼资金	尚可销售面积
康营里房地产项目	天津市和平区昆明路与营口道交口，四至范围为北至营口道、东至云南路、南至昆明公寓、西至昆明路	康营里地块	1.30	3.04	3.04	--	1.30
南马路五金城项目	南开区南马路北侧	南马路五金城地块	10.07	27.16	21.87	8.96	6.90
合计	--	--	11.37	30.20	--	--	8.20

资料来源：公司提供

土地置换业务主要为公司因承揽天津市轨道交通建设，以天津市政府拨付的地铁沿线补偿地块作价出资，以合作开发模式获得的现金收益返还。截至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。

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3月底公司可租赁物业面积合计约为35.54万平方米，出租率约为54.20%。2018年及2019年1~3月分别实现物业租赁业务收入0.96亿元和0.38亿元。

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年和2019年1~3月劳务业务收入分别为1.90亿元和0.64亿元。

整体看，2018年公司地铁资源开发收入为5.54亿元，同比减少34.20%，主要系公司房地产销售收入较上年减少所致。同期，该板块毛利率为34.30%，较上年基本持平。地铁沿线资

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

3. 未来发展

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

铁路投资方面，未来几年，天津市铁路建设主要以京津冀城际铁路为主，由京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“京津冀铁投”）作为融资主体。铁投集团代表天津市方应认缴

京津冀铁投注册资本 30.00 亿元，后续可根据实际情况追加投资。截至 2018 年底，公司已出本金 15.00 亿元，资金来源主要为铁路建设费，2019 年公司计划支付剩余资本金 15.00 亿元，资金来源为地方政府债。

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性支出压力。

表 10 截至 2018 年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	200.53	80.21	--	20.15	48.00	45.00
地铁 4 号线北段	268.38	107.35	--	10.15	25.00	45.00
合计	468.91	187.56	--	30.30	73.00	90.00

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 1~3 月财务数据未经审计。

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 1~3 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 3 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。流动资产中其他应收款和预付账款占比较高；非流动资产以固定资产和在建工程为主，资产流动性一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 2756.73 亿

元，同比增长 4.52%。公司资产以非流动资产为主，与行业特点相符。

截至 2018 年底，公司流动资产 443.93 亿元，同比小幅减少 4.50%。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。公司应收账款 24.61 亿元，同比减少 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%。公司预付款项 165.24 亿元，同比小幅减少 1.17%，主要为工程款。公司其他应收款 112.31 亿元，同比减少 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%）以及拆迁款（占比 25.06%）构成。公司存货 21.68 亿元，同比减少 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。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 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	195.49	6.75
应收账款	29.32	1.11	24.61	0.89	22.53	0.78
预付款项	167.19	6.34	165.24	5.99	166.36	5.74
其他应收款	119.77	4.54	112.31	4.07	112.86	3.89
存货	44.64	1.69	21.68	0.79	21.54	0.74
流动资产	464.85	17.62	443.93	16.10	522.74	18.04
可供出售金融资产	199.97	7.58	205.97	7.47	210.47	7.26
投资性房地产	42.16	1.60	43.14	1.56	43.14	1.49
固定资产	111.93	4.24	110.18	4.00	109.99	3.80
在建工程	1783.11	67.60	1900.47	68.94	1942.10	67.02
非流动资产	2172.70	82.38	2312.80	83.90	2375.22	81.96
资产总额	2637.55	100.00	2756.73	100	2897.97	100.00

资料来源：根据公司财务报告及 2019 年 1 季报整理

截至 2018 年底，公司非流动资产 2312.80 亿元，同比增长 6.45%，主要是在建工程为主。公司可供出售金融资产 205.97 亿元，同比增长 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）。公司长期股权投资 30.19 亿元，同比增长 8.07%，主要由对南环铁路的投资构成。公司投资性房地产 43.14 亿元，同比增长 2.31%，全部为房屋建筑物。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，同比减少 1.57%。公司在建工程 1900.47 亿元，同比增长 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。公司其他非流动资产 17.75 亿元，同比大幅增长 926.29%，主要系公司新增对万欣城项目股权预付款 16.00 亿元所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 2897.97 亿元，较上年底增长 5.12%。公司货币资金 195.49 亿元，较上年底增长 67.16%，主要系随着地铁投资规模不断增加，融入大量资金所致；公司在建工程 1942.10 亿元，较上年底增长 2.19%，主要系地铁线路建设不断推进所致。总体看，公司资产规模和资产结构较上年底变化较小。

截至 2019 年 3 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。

2. 资本结构

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

截至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），同比增长3.00%，主要来自于资本公积的增长。公司资本公积866.49亿元，同比增长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。公司少数股东权益-63.14万元，同比大幅减少100.06%，主要是公司处置港铁建设股权划出所致。截至2019年3月底，公司所有者权益1314.02亿元，较上年年底基本持平，权益构成较上年无重大变化。

表 12 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3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	30.89
资本公积	771.67	61.01	866.49	66.51	878.47	66.85
盈余公积	4.47	0.35	4.65	0.36	4.65	0.35
未分配利润	19.37	1.53	22.51	1.73	20.15	1.53
少数股东权益	10.87	0.86	-0.01	0.00	-0.01	0.00
所有者权益合计	1264.91	100	1302.86	100.00	1314.02	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理及2019年1季报整理

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

表 13 公司主要负债构成情况 (单位:亿元、%)

科目名称	2017年		2018年		2019年3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	36.50	2.30
预收款项	38.06	2.77	35.31	2.43	35.30	2.23
其他应付款	18.63	1.36	17.51	1.20	23.73	1.50
一年内到期的非流动负债	154.66	11.27	136.23	9.37	50.22	3.17
其他流动负债	14.96	1.09	58.98	4.06	69.98	4.42
流动负债合计	298.29	21.73	339.85	23.38	233.60	14.76
长期借款	631.17	45.98	674.42	46.39	788.01	49.74
应付债券	180.67	13.16	224.06	15.41	261.06	16.48
长期应付款	130.68	9.52	89.53	6.16	144.25	9.11
专项应付款	125.24	9.12	119.22	8.20	148.80	0.00
非流动负债合计	1074.36	78.27	1114.02	76.62	1350.35	85.24
负债合计	1372.64	100.00	1453.88	100.00	1583.95	100.00

资料来源:根据公司财务报告及2019年1季报整理

注:截至2019年3月底,其他应付款包括其他应付款、应付利息以及应付股利

截至2018年底，公司短期借款45.16亿元，同比增长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%）。公司应付账款39.97亿元，同比减少

14.46%，主要系项目未结算的应付工程款减少所致。公司预收款项35.31亿元，同比减少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工程款

30.87亿元构成。公司其他应付款17.51亿元，同比减少5.97%，主要由往来款、保证金押金及代收代付款构成。公司一年内到期的非流动负债136.23亿元，同比减少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。公司其他流动负债为58.98亿元，同比减少294.26%，主要由短期融资券构成。

截至2018年底，公司非流动负债1114.02亿元，同比增长3.69%。公司长期借款674.42亿元，同比增长6.85%，主要由保证借款208.13亿元和信用借款464.04亿元构成。公司应付债券224.06亿元，同比增长24.02%，主要是因为公司及子公司地铁集团发行多期中票所致。公司长期应付款89.53亿元，同比减少31.49%，主要由融资租赁款89.08亿元构成。公司专项应付款119.22亿元，同比减少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。

截至2018年底，若将其他流动负债中短期融资券和长期应付款中的有息债务考虑在内，公司调整后全部债务1227.95亿元，同比增长8.54%，其中长期债务占比为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3月底，公司负债合计1583.95亿元，较上年底增长8.95%。同期，公司调整后长期债务和调整后全部债务增加至1193.32亿元和1333.27亿元，分别较上年底增长20.84%和8.58%，债务结构以长期债务为主（占比89.50%）。相应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47.59%、50.36%和54.66%。公司需于2019~2021年分别兑付债务310.67亿元、200.51亿元和218.28亿元，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%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主。其中，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，公司期间费用率为85.76%，较上年增加41.01个百分点，主要系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。

2018年，公司实现投资收益11.18亿元，同比增长459.06%，主要由公司当年处置城港建设股权所形成的股权溢价构成。2018年，公司实现其他收益8.40亿元，全部由与经营相关政府补贴构成。同期，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。2018年，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。此外，当年大规模的投资收益也对公司利润总额也有一定影响但该收益不具有持续性。

2018年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率小幅增长至0.38%和0.38%，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入4.00亿元，相当于上年全年的20.18%，其构成以地铁运营和工程施工收入为主；公司营业利润率大幅下降至-107.09%，主要系当期地铁票款清分系统未及时将各条地铁线路票款收入拆分，故该公司部分票款未确认地铁运营收入所致。2019年1~3月，公司营业外收入为2.00亿元，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-2.32亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量较上年有所减少，整体收现质量有所好转；投资活动主要以地铁建设投入为主；经营活动产生的现金流量净额不能满足投资需求，公司存在较大的对外筹资需求。

跟踪期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要由地铁及轻轨运营收入、广告经营收入、房租收入以及物业管理费收入构成，2018年为19.70亿元，同比增长47.25%；同期，公司现金收入比为99.45%，较上年上升36.02个百分点，主要系公司未于2018年确认较大规模已于前期收到的商品房收入所致；2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金为44.13亿元，同比增长8.13%，主要由往来款和政府补贴构成；2018年公司经营活动现金流入量为63.98亿元，同比增长17.94%。2018年，公司购买商品、接受劳务支付现金为18.93亿元，同比增长15.05%，主要系工程施工板块投入较上年增加所致；同期，受往来款及代收代付款等不断增加影响公司支付其他与经营活动有关的现金同比增长87.95%，为26.96亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.90亿元，同比减少65.83%。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入为22.85亿元，同比增长246.56%，主要由处置子公司及其他单位收到的现金净额18.27亿元（处置港铁建设收到的原始投资成本和投资收益）构成。2018年，公司投资活动现金流出为119.64亿元，同比增长10.46%，主要以购建固定资产、无形资产和其他长期资产（主要为地铁建设施工投入）支付的现金为主；同期，公司投资所支付的现金为25.04亿元，主要由公司对铁路项目的股权投资以及万欣城项目股权预付款构成。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-96.79亿元。

从筹资活动来看，2018年，公司吸收投资

收到的现金为55.71亿元，主要由天津市财政局对公司拨付的项目资本金、铁路建设费等财政资金构成；2018年公司取得借款收到的现金为343.39亿元，主要由银行借款以及发行债券构成；2018年，公司筹资活动现金流入为399.70亿元，同比增长4.79%。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2018年为291.75亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为107.95亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-10.57亿元，现金收入比大幅增长至167.44%，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-38.95亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金34.78亿元，主要是对地铁建设的投入；筹资活动现金流量净额为128.06亿元。

5. 偿债能力

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

从短期偿债指标来看，由于流动资产的减少以及流动负债的增加，2018年底，公司流动比率和速动比率下降至130.63%和124.25%，分别较上年下降25.21个百分点和16.62个百分点。2019年3月底，上述指标分别上升至223.78%和214.56%。2018年底，公司经营现金流动负债比为1.15%。截至2019年3月底，公司现金类资产195.55亿元，为公司调整后短期债务的1.40倍，公司短期支付压力一般。

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3月底，公司无对外担保。

公司与银行建立了长期的合作关系，截至2019年3月底，公司共获得主要合作银行业金

融机构的授信额度约692.69亿元，已使用107.84亿元，尚未使用额度584.85亿元。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，同比增长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，同比增长1.10%，较上年底基本持平。负债总额365.87亿元，同比增长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，公司现金类资产对将于一年内到期兑付债券保障程度高，未来集中兑付压力较大。同时，天津市政府对公司提供的大规模项目资本金、铁路建设费等支持，公司存续债券不能偿付的风险极低。

截至2019年3月底，公司债券余额包括286.00亿元人民币、5.00亿美元及4.00亿欧元。其中，一年内到期的债券余额46.00亿元人民币、2.00亿美元（汇率按6.90折算）合计59.80亿元，截至2019年3月底，公司现金类资产对其覆盖倍数为3.27倍，保障程度高。

公司存续期债券兑付高峰期为2021年，将兑付89.90亿元人民币及3.00亿美元债券（汇率按6.90折算）合计110.60亿元人民币。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为18.94亿元、63.98亿元和3.90亿元，对待偿债券峰值的保障程度较弱。考虑到，天津市政府对公司提供

的大规模项目资本金、铁路建设费等支持，公司存续债券不能偿付的风险极低。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

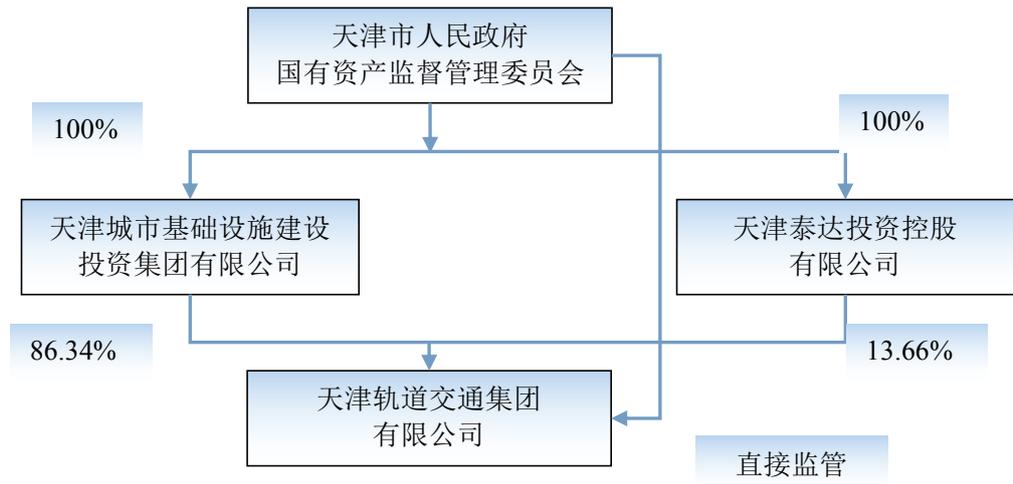
项目	2018年
一年内到期债券余额	59.80
未来待偿债券本金峰值	110.60
现金类资产/一年内到期债券余额	3.27
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.58
经营活动现金净流量/未来待偿债券本金峰值	0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

资料来源：联合资信整理

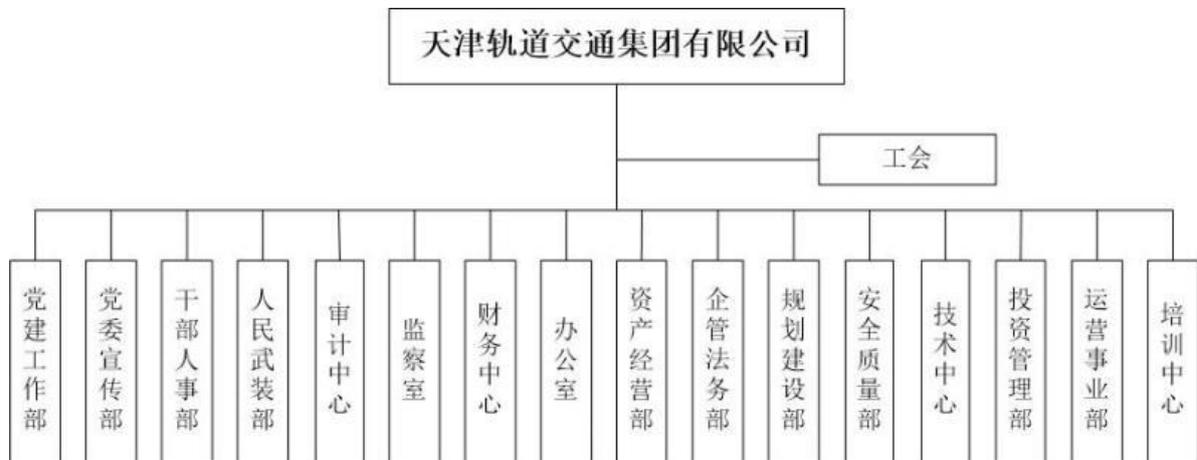
十、结论

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“16天津轨交MTN001”“17天津轨交MTN001”“18天津轨交MTN001”“19天津轨交MTN001”“19天津轨交MTN002”信用等级为AAA，并维持“18天津轨交CP001”“18天津轨交CP002”“19天津轨交CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	100.33	102.36	117.11	195.55
资产总额(亿元)	2496.06	2637.55	2756.73	2897.97
所有者权益(亿元)	1196.32	1264.91	1302.86	1314.02
短期债务(亿元)	158.70	174.22	181.39	70.52
调整后短期债务(亿元)	174.93	189.22	240.39	139.95
长期债务(亿元)	769.57	811.84	898.48	1049.07
调整后长期债务(亿元)	893.87	942.07	987.56	1193.32
全部债务(亿元)	928.27	986.06	1079.87	1119.60
调整后全部债务(亿元)	1068.80	1131.29	1227.95	1333.27
营业收入(亿元)	22.49	21.10	19.81	4.00
利润总额(亿元)	4.69	4.78	5.46	-2.32
EBITDA(亿元)	9.68	11.28	18.94	--
经营性净现金流(亿元)	5.41	11.41	3.90	-10.57
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	167.44
营业利润率(%)	-24.76	-24.54	-42.48	-107.09
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	44.39
调整后长期债务资本化比率(%)	42.77	42.69	43.12	47.59
全部债务资本化比率(%)	43.69	43.81	45.32	46.01
调整后全部债务资本化比率(%)	47.19	47.21	48.52	50.36
资产负债率(%)	52.07	52.04	52.74	54.66
流动比率(%)	170.41	155.84	130.63	223.78
速动比率(%)	153.43	140.87	124.25	214.56
经营现金流动负债比(%)	1.95	3.83	1.15	--
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	--

注：1.2019 年 1~3 月财务数据未经审计；

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

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 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