信用评级公告

联合〔2021〕6178 号

联合资信评估股份有限公司通过对京津冀城际铁路投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持京津冀城际铁路投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 京津冀 MTN001”和“20 京津冀 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

京津冀城际铁路投资有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
京津冀城际铁路投资有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 京津冀 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 京津冀 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 京津冀 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/04/10
20 京津冀 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/07/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述债券均为永续中票，到期兑付日为首个赎回日

跟踪评级时间：2021 年 7 月 29 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已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	1
			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	6
			现金流量	6
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2
股东支持				1

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

京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“公司”）是京津冀三省市政府和中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）共同出资组建的京津冀城际铁路投资建设主体。京津冀区域经济发达，财政实力雄厚，跟踪期内公司实际控制人明确为国铁集团，治理结构更加清晰，且继续得到地方政府和股东在政策及资本金注入等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在较大的融资需求、铁路项目未来收入实现情况存在一定不确定性以及铁路项目资金平衡方案执行情况有待关注等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，公司将按照国家和三省市政府赋予的城际铁路投资建设安排，进行城际铁路的投资建设和运营；同时，公司将积极推进土地综合开发和多种经营性业务，业务有望稳步开展。

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“20 京津冀 MTN001”“20 京津冀 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司发展的外部环境良好。**京津冀地理位置优越，区域经济发达，财政实力雄厚；京津冀协同发展战略是重大的国家战略，推进城际铁路建设是落实京津冀协同发展战略的一大举措。
2. **公司得到地方政府和股东的大力支持。**公司是京津冀城际铁路投资建设主体，战略地位突出，业务垄断优势明显，跟踪期内继续得到地方政府和股东在政策及资本金注入等方面的大力支持。
3. **治理结构更加清晰。**2020 年，公司控股股东和实际控制人得到明确，治理结构更加

分析师：李 坤 张 博
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

清晰，实际控制人国铁集团在铁路建设领域具备极高的战略地位与极强的管理能力，公司经营和管理水平有望提升。

关注

1. **公司存在较大的融资需求。**公司在建及拟建城际铁路项目投资规模大，未来资金需求较大，公司债务规模将随项目推进不断增长。
2. **收入实现情况存在一定不确定性。**公司铁路项目仍处在建设期，完工后运营情况存在一定不确定性。
3. **三省市建设资金平衡方案执行情况有待关注。**京津冀三省市铁路建设资金平衡方案已确定，但授权公司开发的土地开发项目尚处于建设前期。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.72	35.08	42.80	36.66
资产总额（亿元）	127.34	257.48	469.06	488.03
所有者权益（亿元）	89.47	137.72	269.10	279.46
短期债务（亿元）	0.03	0.03	0.04	0.04
长期债务（亿元）	25.37	94.71	159.09	172.36
全部债务（亿元）	25.40	94.74	159.13	172.40
营业收入（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.04	0.02	0.01	-0.07
EBITDA（亿元）	0.05	0.03	0.07	--
经营性净现金流（亿元）	-0.70	-0.98	-0.04	-0.19
营业利润率（%）	46.77	-16334.89	-19795.09	--
净资产收益率（%）	0.00	0.01	0.00	--
资产负债率（%）	29.73	46.51	42.63	42.74
全部债务资本化比率（%）	22.11	40.76	37.16	38.15
流动比率（%）	416.94	311.93	154.55	161.01
经营现金流动负债比（%）	-5.60	-3.93	-0.13	--
现金短期债务比（倍）	627.16	1241.81	1004.00	860.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.09	0.01	0.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	508.22	2945.40	2427.18	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	47.69	115.57	265.33	275.59
所有者权益（亿元）	47.39	94.83	207.40	217.72
全部债务（亿元）	0.00	20.00	50.00	50.00
营业收入（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.14	0.01	0.01	-0.07

资产负债率（%）	0.62	17.94	21.83	21.00
全部债务资本化比率(%)	0.00	17.42	19.43	18.68
流动比率（%）	4890.22	6980.30	3613.52	3554.28
经营现金流动负债比(%)	-313.84	-113.24	88.58	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项名称	债项级别	主体评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 京津冀 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	薛琳霞、车兆麒	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
20 京津冀 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	薛琳霞、车兆麒、夏妍妍	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
20 京津冀 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/08/23	薛琳霞、车兆麒	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

京津冀城际铁路投资有限公司
2021 年跟踪评级报告

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”）关于京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券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，公司股权结构发生了变动，明确了控股股东和实际控制人。2020年12月30日，公司发布《京津冀城际铁路投资有限公司关于公司控股股东及实际控制人发生变更的公告》，公司注册资本由100.00亿元变更为800.00亿元，股东中国铁路投资有限公司（以下简称“中国铁投”）、北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）、天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“天津铁投”）和河北建投交通投资有限责任公司（以下简称“河北建交投”）分别认缴出资272.00亿元、176.00亿元、176.00亿元和176.00亿元，出资比例变更为34.00%、22.00%、22.00%和22.00%。截至2021年3月底，公司注册资本800.00亿元，实收资本197.34亿元，控股股东为中国铁投，中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 15 个职能部门，包括党委组织部、党委宣传部、纪监综合室、计划财务部、投资融资部等；合并范围内子公司共 8 家。

截至2020年底，公司合并资产总额469.06亿元，所有者权益269.10亿元（含少数股东权益61.81亿元）；2020年，公司实现营业收入1.62万元，利润总额0.01亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额488.03 亿元，所有者权益 279.46 亿元（含少数股东权益 61.81 亿元）；2021 年 1－3 月，公司未实现营业收入，利润总额-0.07 亿元。

公司注册地址：北京市密云区兴盛南路 8 号院 2 号楼 106 室-206；法定代表人：钟生贵。

三、跟踪债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券余额合计20.00亿元。“20京津冀MTN001”和“20京津冀MTN002”均为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点。跟踪期内，公司已按时支付“20京津冀MTN001”和“20京津冀MTN002”应付利息。

截至2021年6月底，公司已按计划使用“20京津冀MTN001”募集资金4.50亿元，按计划使用“20京津冀MTN002”募集资金8.69亿元。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	余额	起息日	债券期限
20 京津冀 MTN001	10.00 亿元	2020/04/10	3+N 年
20 京津冀 MTN002	10.00 亿元	2020/07/10	3+N 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1.　宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，

宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善**。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一

季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投**

资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

2020 年，受新冠疫情影响，中国铁路运输受到一定程度冲击，铁路投资额较上年有所下降。长期来看，中国铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活力将不断增强，行业发展前景良好。

（1）行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。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。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2020 年底，中国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.80 万公里；复线率 59.5%；电化率 72.8%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：国家铁路独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国家铁路控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

（2）铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国家铁路先后与全国 31 个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着 2019 年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营管理由中央企业负责。随着地方政府参与职责的明确以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

除此之外，中国铁路也在积极探索土地开发、资产上市等增强自身造血能力的路径。2014 年，国家铁路正式开标选聘土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构；2020 年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016－2019 年，中国铁路

行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在 8000 亿元以上规模。2020 年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路固定资产投资累计完成 7819 亿元，较上年（8029 亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

表 3 中国铁路固定资产投资情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
固定资产投资（亿元）	8015	8010	8028	8029	7819
投产新线（公里）	3281	3038	4683	8489	4933
高铁投产新线（公里）	1903	2182	4100	5474	2521
新开工项目数（个）	46	35	22	26	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2016－2019 年，中国铁路旅客运量及周转量较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2020 年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降。2020 年，全国铁路旅客发送量 22.03 亿人，同比下降 39.80%；铁路旅客周转量 8266.19 亿人公里，同比下降 43.80%。货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2020 年，中国铁路货运总发送量 45.52 亿吨，同比增长 3.20%；铁路货运总周转量 30514.46 亿吨公里，同比增长 1.00%，受疫情影响，增速较上年有所降低。

表 4 全国铁路运输情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
全国铁路旅客发送量（亿人）	28.14	30.84	33.75	36.60	22.03
全国铁路旅客周转量（亿人公里）	12579.29	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19
全国铁路货运总发送量（亿吨）	33.32	36.89	40.26	43.89	45.52
全国铁路货运总周转量（亿吨公里）	23792.26	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30%，一等座涨幅在 65%~70%；2019 年 12 月，中国铁路进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。货运价格变化方面，2018 年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，中国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，中国铁路还采取了降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。2020 年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自 2020 年 3 月 6 日起至 6 月 30 日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显。此外，长期以来，中国铁路实行政府

定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了一系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015 年 7 月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610 号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015 年 10 月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在 2015 年 12 月和 2017 年 10 月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018 年 9 月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019 年 9 月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。2020 年 8 月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来 30 年的“两步走”战略目标，到 2035 年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到 2050 年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等 9 个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

表 5　铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 7 月 10 日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610 号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015 年 10 月 12 日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070 号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：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；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017 年 12 月 14 日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163 号	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，具体包括：①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。②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。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018 年 9 月 17 日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020 年）的通知》国办发〔2018〕91 号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019 年 9 月 19 日	《交通强国建设纲要》	①建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；②推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设③优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；④以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

2020 年 8 月 13 日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到 2035 年，全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；全国 1、2、3 小时高铁出行圈和全国 1、2、3 天快货物流圈全面形成；智能高铁率先建成，智慧铁路加快实现等。

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

2020 年，受新冠病毒肺炎疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路累计固定资产投资较上年同期有所下降；但长期而言，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到 2035 年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛，全国铁路网达 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；到 2050 年，全国建成更加发达完善的现代化铁路网。铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。

2.区域经济环境

京津冀地区经济发达、财政实力雄厚，京津冀协同发展战略作为重大的国家战略，获得各方的关注和支持力度大。

（1）北京市经济概况

根据《北京市 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，北京市实现地区生产总值 36102.6 亿元，按可比价格计算，比上年增长 1.2%。其中，第一产业增加值 107.6 亿元，下降 8.5%；第二产业增加值 5716.4 亿元，增长 2.1%；第三产业增加值 30278.6 亿元，增长 1.0%。三次产业构成为 0.4:15.8:83.8。

2020 年，北京市固定资产投资（不含农户）比上年增长 2.2%。分产业看，第一产业投资下降 22.8%；第二产业投资增长 28.0%，其中制造业投资增长 66.6%；第三产业投资增长 1.0%。基础设施投资下降 12.3%。

2020 年，北京市完成货运量 26346.2 万吨，比上年下降 3.6%；货物周转量 842.7 亿吨公里，下降 6.5%。全年客运量 36255.8 万人，下降 49.7%；旅客周转量 1012.9 亿人公里，下降 55.8%。

2020 年，北京市完成一般公共预算收入 5483.9 亿元，同比下降 5.7%；财政自给率为 80.93%。2020 年，北京市政府性基金收入为 2317.4 亿元。

（2）天津市经济概况

根据《2020 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，天津市实现地区生产总值 14083.73 亿元，按可比价格计算，比上年增长 1.5%。其中，第一产业增加值 210.18 亿元，下降 0.6%；第二产业增加值 4804.08 亿元，增长 1.6%；第三产业增加值 9069.47 亿元，增长 1.4%。三次产业结构为 1.5:34.1:64.4。

2020 年，天津市固定资产投资（不含农户）增长 3.0%。分产业看，第一产业投资增长 83.0%，第二产业投资增长 1.6%，第三产业投资增长 2.6%。分领域看，工业投资增长 1.8%，其中制造业投资增长 0.6%；基础设施投资增长 20.0%，其中交通运输和邮政投资增长 34.6%，信息传输和信息技术服务投资增长 33.7%，水利、生态环境和公共设施管理投资增长 14.8%。

2020 年，天津市完成货运量 53566.39 万吨。其中，铁路 11123.81 万吨，水运 9133.99 万吨，公路 32261.07 万吨。货物周转量 2370.73 亿吨公里。其中，铁路 284.52 亿吨公里，水运 1442.01 亿吨公里，公路 640.12 亿吨公里。

2020 年，天津市实现一般公共预算收入

1923.05亿元，同比下降10.2%；财政自给率61.02%。在疫情冲击、经济下行、房地产市场宏观调控等多重因素影响下，2020年天津市政府性基金收入大幅下滑36.3%至911.93亿元。

（3）河北省经济概况

根据《河北省 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，河北省实现地区生产总值 36206.9 亿元，比上年增长 3.9%。其中，第一产业增加值 3880.1 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 13597.2 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 18729.6 亿元，增长 3.3%。三次产业比例调整为 10.7:37.6:51.7。

2020 年，河北省固定资产投资比上年增长 2.9%。其中，固定资产投资（不含农户）增长 3.2%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年下降 5.3%；第二产业投资下降 5.6%；第三产业投资增长 10.7%。

2020 年，河北省完成货物运输总量 24.8 亿吨，比上年增长 2.0%；货物周转量 13735.5 亿吨公里，增长 1.2%。旅客运输总量 1.8 亿人，下降 59.9%；旅客运输周转量 603.6 亿人公里，下降 54.0%。

2020 年，河北省实现一般公共预算收入 3826.4 亿元，增长 2.3%；其中税收收入 2527.2 亿元，下降 3.9%；财政自给率 42.41%。2020 年，河北省实现政府性基金收入 3161.5 亿元，下降 4.7%，主要系车辆通行费收入大幅下滑所致。

（4）京津冀协同发展战略

2015 年 3 月 23 日，中央财经领导小组第九次会议审议研究了《京津冀协同发展纲要》（以下简称“纲要”），并在 2015 年 4 月 30 日经中共中央政治局审议通过。纲要指出，推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。

2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“《十四五规划》”）出台，《十四五规划》进一步肯定了京津冀协同发展的战略地位，并对加快推动京津冀协同发展、加强城际铁路建设做出明确规划。

城际铁路建设方面，《十四五规划》提出，依托辐射带动能力较强的中心城市，提高 1 小时通勤圈协同发展水平，培育发展一批同城化程度高的现代化都市圈。同时，以城际铁路和市域（郊）铁路等轨道交通为骨干，打通各类“断头路”“瓶颈路”，推动市内市外交通有效衔接和轨道交通“四网融合”，提高都市圈基础设施连接性、贯通性。

六、基础素质分析

公司是京津冀城际铁路投资建设主体，主要负责京津冀城际铁路网的战略规划、投融资建设和土地综合开发，战略地位突出，业务垄断优势明显。跟踪期内，公司继续得到股东和地方政府在政策及资本金注入等方面的大力支持。

跟踪期内，公司得到股东和地方政府在政策及资本金注入等方面的大力支持。根据《北京市人民政府、天津市人民政府、河北省人民政府和中国国家铁路集团有限公司共同成立京津冀城际铁路投资公司合作协议》（以下简称“《四方协议》”），铁路项目建设资金原则上通过沿线土地综合开发收益实现平衡。公司实行“一地一策”的资金平衡方式，三省市政府将根据各地财政情况选择铁路建设资金的平衡方式，给予公司不同的支持，目前三省市的资金平衡方式已确定。

2020 年，公司注册资本由 100.00 亿元变更为 800.00 亿元。2020 年和 2021 年一季度，公司合计收到股东注资 102.90 亿元，包括中国铁投 28.40 亿元、京投公司 21.00 亿元、天津铁投 49.50 亿元和河北建交投 4.00 亿元，实收资本增至 197.34 亿元。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构

信用代码：G10110228153747901），截至 2021 年 7 月 13 日，公司无不良或关注类贷款记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司实际控制人明确为国铁集团，公司治理结构更加清晰，国铁集团可以在经营和管理方面给予公司有力支持。

跟踪期内，公司股权结构发生变更，变更前公司无控股股东和实际控制人，变更后中国铁投成为公司控股股东，国铁集团成为公司实际控制人，公司的治理结构更加清晰。

经国务院批准，国铁集团为国家授权投资机构和国家控股公司，由财政部代表国务院履行出资人职责。国铁集团主要承担国家规定的铁路运输经营、建设和安全等职责，负责铁路运输统一调度指挥，统筹安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。国铁集团在铁路建设领域具备极高的战略地位与极强的管理能力，可以在经营和管理方面给予公司有力支持。

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员发生变动，新一届董事会由7名董事组成，包括钟生贵、兰晓明、许树生、米献炜、韩星俊、黎豫生，1名董事待人选确定后另行履行公司内部选聘程序。新一届监事会由6名监事组成，包括苗子箬、蒋学斌、邢林霞、王欣、宫红战、胡芳静。为保障公司正常运转，在总经理到任之前，暂由钟生贵同志代行总经理职责；邱其璋任董事会秘书。

钟生贵先生，1966年出生，研究生学历，正高级工程师；曾任南昌铁路局总工程师、党委委员，南昌铁路局常务副局长、党委委员（正局级），中国铁路南昌局集团有限公司董事、副总经理、党委委员，中国铁路沈阳局集团有限公司董事、副总经理、党委委员，中国铁路郑州局集团有限公司董事、总经理、党委副书记；现任公司董事长，在总经理到任之前代行总经理职责。

上述人事调整对公司日常管理、生产经营及偿债能力未产生不利影响。

八、经营分析

1. 业务经营分析

（1）城际铁路建设

目前公司城际铁路项目处于建设期，跟踪期内仍未产生收入，完工后运营情况存在一定不确定性。公司在建及拟建铁路项目持续推进，未来仍有较大的资金需求。

在建项目

城际铁路项目建设资金主要来源于资本金、国开行专项建设资金、京津冀铁路发展基金、银行贷款和政府专项债资金。

资金平衡方式上，根据《四方协议》约定，京津冀三省市按各自境内需求分别承担各自境内资金，项目建设资金原则上通过沿线土地综合开发收益实现平衡，项目运营成本通过票款收入、广告及物业等综合经营收入实现平衡。实际操作中，目前城际铁路资金平衡方式实行“一地一策”模式，三省市政府根据财政情况选择通过沿线土地综合开发或直接资金拨付的形式承担铁路建设成本。2017年6月，根据《关于加快推进京津冀城际铁路土地综合开发相关工作的函》（京发改〔2017〕768号），北京市人民政府授予公司在北京市范围内进行京津冀城际铁路沿线土地综合开发的权利。2019年10月，天津市铁路建设资金平衡方案获得政府批复，通过天津市政府在建设期内承担全部资本金出资来平衡成本。2019年12月，河北省资金平衡方案获得河北省政府批复，该方案由河北省政府在建设期内承担50%资本金出资，并由股东河北交建投归集后入股公司，剩余50%资本金由公司筹资解决，后期由地方政府通过沿线土地综合开发收益平衡。

跟踪期内，公司新开工2个铁路项目，分别为津兴铁路和石港铁路。截至2021年3月底，公司在建城际铁路项目共5个，建设里程合计

566.72公里，总投资1349.06亿元，已投资408.12亿元，尚需投资940.94亿元，已到位资本金279.99亿元。公司未来仍有较大的资金需求。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司在建城际铁路项目情况（单位：公里、亿元）

项目	建设里程	总投资	已投资	尚需投资	资本金比例	资本金到位情况	建设周期
京唐铁路	148.74	449.00	170.04	278.96	50.00%	116.38	2017.09-2022.09
京滨铁路	97.60	238.10	67.56	170.54	50.00%	45.84	2017.10-2022.10
联络线一期	39.34	198.52	92.83	105.69	50.00%	56.72	2019.01-2023.12
津兴铁路	57.17	116.50	30.19	86.31	82.58%	25.50	2020.01-2022.12
石港铁路	223.87	346.94	47.50	299.44	60.00%	35.55	2020.07-2023.12
合计	**566.72**	**1349.06**	**408.12**	**940.94**	--	**279.99**	--

注：1.京唐铁路和京滨铁路建设周期与可研报告中有差异，主要是因为包含了先期工程建设时间；2.已投资金额与在建工程存在差异，主要因为统计口径不一致，表中的数据采用工程口径
资料来源：公司提供

①京唐铁路

京唐铁路由子公司京唐城际铁路有限公司负责建设，公司持有其74.10%股权。该线路起自北京城市副中心站，经北京市通州区、河北省廊坊市、天津市宝坻区、河北省唐山市，终至唐山站，线路长148.74公里。全线设8座车站，其中新建7座，既有站改造1座（唐山站）。设计时速为200~350公里/小时，规划运输能力为5000万人/年。

②京滨铁路

京滨铁路由子公司京滨城际铁路有限公司负责建设，公司持有其73.33%股权。京滨铁路线路起自宝坻南站，经天津市宝坻区、武清区、北辰区、东丽区和滨海新区，终至既有滨海站。正线线路全长97.60公里，设车站5座，其中新建4座，既有站改造1座（滨海站）。设计时速250公里/小时，其中宝坻至北辰段预留提速至350公里/小时条件，规划运输能力为4000万人/年。

③联络线一期

联络线一期工程由公司全资子公司京安城际铁路有限公司负责建设。联络线一期工程起自廊坊市廊坊东站东侧京冀省市界，终至北京大兴国际机场南侧京冀省市界，线路全长约39.34公里。其中，北京段线路全长约15公里，河北段线路全长约24公里。线路设车站4座，预留车站1座，全部为新建车站。设计时速200公里/小时，规划运输能力为4000万人/年。项目总投资198.52亿元，其中北京段计划投资96.62亿元、河北段计划投资101.90亿元。

④津兴铁路

津兴铁路项目由津兴城际铁路有限公司负责建设。津兴铁路主要位于天津市和廊坊市内，东起天津西站，西至大兴机场站，全线长度100.79公里，新建线路长度57.17公里，概算总投资116.50亿元。

⑤石港铁路

石港铁路由子公司石港城际铁路有限责任公司负责建设，公司间接持有其60%股权，沧州市城际铁路发展有限公司持有其25%股权，河北省城际铁路发展基金有限公司持有其10%股权，衡水市建设投资集团有限公司持有其5%股权。石港铁路起自石家庄，经衡水市、沧州市，终至黄骅港的渤海新区站，线路长度为223.87公里，车站11座，预留车站1座，全部为新建车站。设计时速250公里/小时，规划运输能力为2500万人/年。

拟建项目

截至2021年3月底，公司拟建城际铁路项目共2个，建设里程合计238.40公里，计划总投资845.80亿元。

表 7　截至 2021 年 3 月底公司拟建城际铁路项目情况

（单位：公里、亿元）

项目名称	建设里程	总投资
城际铁路联络线（二期）	72.00	487.80
石家庄至雄安城际铁路保定东至石家庄段	166.40	358.00
合计	**238.40**	**845.80**

资料来源：公司提供

（2）土地综合开发业务

目前三省市授权公司开发的土地开发项目尚处于项目前期，未来收益情况存在一定的不确定性，三省市铁路项目资金平衡方案执行情况有待关注。

根据《四方协议》，公司利用周边土地综合开发收益来实现建设项目资金平衡，主要有两种方式：一是通过划定车站周边配套综合开发土地来平衡铁路建设成本；二是利用自有车站和车辆基地进行综合开发，政府采取协议出让方式供应该部分土地，对红线范围外的综合开发土地通过“带条件招拍挂”获取土地，将统一联建的城际铁路场站、线路工程规划与建设相关要求等内容纳入土地入市条件，公司通过二级开发反哺铁路建设。

北京市政府授权公司开展北京城市副中心站综合交通枢纽一体化项目，该项目占地面积70公顷，先期启动59公顷。其中车站用地20公顷，属于红线范围内土地，北京市财政局将相关款项拨付给京投公司，京投公司拨付给公司用于铁路项目建设；对于红线范围外的土地，公司将通过“带条件招拍挂”方式获得土地。项目地上业态包括写字楼、公寓、酒店、集中式商业和商铺，建设资金约110.70亿元，项目建成后，公司将通过物业开发收入来平衡京唐铁路北京段和城际铁路联络线项目的部分建设投资。截至2021年3月底，项目地上部分尚未开工。

河北省政府计划将衡水及沧州市周边合计600公顷的土地授权公司开发，目前公司已与沧州市和衡水市人民政府签订土地综合开发协议，已确定的开发土地为沧州西站旁100公顷。授权开发的600公顷的土地全部为红线外土地，未来将通过土地综合开发收益来平衡用于石港铁路衡黄段的建设资金，土地性质包括商业用地和居住用地。截至2021年3月底，该项目尚未开工。

2. 未来发展

公司的未来发展战略主要围绕“一个核心”和培育“两大支撑”。“一个核心”指城际铁路网络投资建设运营，包括城际铁路网络规划、方案设计、招投标管理等建设运营工作；“两大支撑”指拓展土地资源开发及多种经营业务，以土地开发收益平衡城际铁路投融资及建设成本，以产业链上下游多种经营业务收入提高资本收益率，实现公司可持续发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

截至2021年3月底，公司纳入合并范围子公司共8家；2020年和2021年一季度，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产以货币资金、在建工程和其他非流动资产为主；公司资产变现能力较弱，整体资产质量一般。

随着铁路建设项目逐步推进，2020 年底，公司资产总额较上年底增长 82.17%。公司资产以非流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**78.14**	**30.35**	**47.66**	**10.16**	**42.14**	**8.63**
货币资金	35.08	13.62	42.80	9.12	36.66	7.51
预付款项	41.57	16.14	1.35	0.29	1.67	0.34
非流动资产	**179.35**	**69.65**	**421.40**	**89.84**	**445.89**	**91.37**
在建工程	170.41	66.18	358.67	76.47	366.80	75.16
其他非流动资产	7.94	3.08	60.46	12.89	78.41	16.07
资产总额	**257.48**	**100.00**	**469.06**	**100.00**	**488.03**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理；2021 年 3 月底，在建工程科目包括在建工程和工程物资

2020 年底，公司流动资产较上年底下降 39.00%，主要系预付款项减少所致。公司货币资金较上年底增长 21.99%，主要为银行存款；无受限货币资金。预付款项较上年底下降 96.76%，主要由于公司将预付土地征拆款和工程款由预付款项调整至其他非流动资产。

2020年底，公司非流动资产较上年底增长134.96%，主要来自在建工程和其他非流动资产的增加。公司在建工程较上年底增长110.48%，主要系铁路项目投入增加所致。其他非流动资产较上年底增长661.29%，主要系预付款项转入和增值税增加所致。其中，预付土地征拆款33.15亿元，预付工程及设备款9.56亿元，增值税重分类17.75亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额较上年底增长4.04%，资产结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司受限资产账面价值0.55亿元，全部为用于抵押借款的房屋建筑物。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，以实收资本和少数股东权益为主；公司债务规模大幅增长，整体债务负担一般，未来随着城际铁路建设项目的推进，公司对外融资规模将持续上升。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 269.10 亿元，较上年底增长 95.39%，主要来自股东注资。其中，实收资本、其他权益工具（可续期中票）、少数股东权益和未分配利润分别占 69.47%、7.43%、22.97%和 0.12%。

2020 年底，公司实收资本 186.94 亿元，较上年底增长 97.95%，主要来自股东注资。少数股东权益 61.81 亿元，较上年底增长 43.74%，主要由于下属子公司石港城际铁路有限责任公司收到沧州市城际铁路发展有限公司等少数股东出资。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 279.46 亿元，较上年底增长 3.85%，主要系实收资本增加所致。

负债

2020 年底，公司负债总额较上年底增长 66.97%，主要系长期借款和应付债券增加所致；公司负债以非流动负债为主。

表 9　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**25.05**	**20.92**	**30.84**	**15.42**	**26.17**	**12.55**
应付账款	23.78	19.86	28.41	14.21	21.84	10.47
非流动负债	**94.71**	**79.08**	**169.12**	**84.58**	**182.40**	**87.45**

长期借款	74.71	62.38	109.09	54.55	122.36	58.67
应付债券	20.00	16.70	50.00	25.00	50.00	23.97
长期应付款	0.00	0.00	10.04	5.02	10.04	4.81
负债总额	**119.76**	**100.00**	**199.96**	**100.00**	**208.57**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年底，公司流动负债较上年底增长 23.12%，主要系应付账款增加所致。公司应付账款较上年底增长 19.47%，主要为应付工程款和征地拆迁款。

2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 78.56%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司长期借款较上年底增长 46.01%，长期借款由抵押借款（0.26 亿元）和信用借款（108.82 亿元）构成。应付债券较上年底增长 150.00%，主要由于发行私募公司债券“20 铁投 01”“20 铁投 02”“20 铁投 03”和“20 铁投 04”。公司收到廊坊市财信投资基金有限公司预拨资本金 10.04 亿元，暂记长期应付款。

2021 年 3 月底，公司负债总额 208.57 亿元，较上年底增长 4.30%，主要系长期借款增加所致；负债结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，结构以长期债务为主。从债务指标来看，2020 年底，由于公司所有者权益增加，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均较上年底有所下降；随着债务规模的扩大，2021 年 3 月底上述指标较 2020 年底均略有上升。

表 10　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	0.03	0.04	0.04
长期债务	94.71	159.09	172.36
全部债务	94.74	159.13	172.40
资产负债率	46.51	42.63	42.74
全部债务资本化比率	40.76	37.16	38.15
长期债务资本化比率	40.75	37.15	38.15

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 4－12 月、2022 年和 2023 年，公司到期的债务规模分别为 0.04 亿元、20.06 亿元和 21.06 亿元。

4. 盈利能力

目前公司的铁路项目均处于投资建设期，尚未实现铁路运营收入，营业收入规模很小，整体盈利能力弱。

由于铁路项目尚在建设期，公司暂未实现铁路运营收入。2020 年，公司实现营业收入 1.62 万元，未发生营业成本。

公司期间费用以管理费用为主，2020 年，公司期间费用 701.80 万元，同比有所下降。同期，公司财务费用为负值，主要系公司利息支出全部资本化以及存在利息收入所致。

2020 年，公司投资收益 732.89 万元，同比有所下降，主要为银行理财产品收益。2020 年，公司利润总额为 0.01 亿元。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均处于很低水平。

2021 年 1－3 月，公司暂未实现营业收入，利润总额为-0.07 亿元。

5. 现金流

公司铁路项目尚处建设期，经营活动产生的现金流较少，投资支出逐年加大，未来公司融资需求较大。

2020年，公司经营活动产生的现金流较少。

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入大幅下降，主要由于理财产品到期回款和收益减少；同期，公司投资活动现金流出大幅增加，主要是铁路项目建设支出。2020年，公司投资活动产生的现金净流出规模明显扩大。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	0.31	0.86	0.13
经营活动现金流出小计	1.29	0.90	0.31
经营活动现金流量净额	**-0.98**	**-0.04**	**-0.19**
投资活动现金流入小计	39.31	8.47	0.02
投资活动现金流出小计	135.76	200.91	29.28
投资活动现金流量净额	**-96.45**	**-192.44**	**-29.26**
筹资活动前现金流量净额	**-97.43**	**-192.48**	**-29.44**
筹资活动现金流入小计	117.59	205.94	23.72
筹资活动现金流出小计	2.79	5.74	0.41
筹资活动现金流量净额	**114.80**	**200.20**	**23.31**
现金收入比	0.00	0.00	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长75.14%，主要为股东注资和借款流入的资金；筹资活动现金流出主要用于债务还本付息。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额同比大幅增加。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.19 亿元；投资活动现金流量净额为-29.26 亿元，筹资活动现金流量净额为 23.31 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标很强，长期偿债能力指标很弱。考虑到公司融资渠道畅通以及地方政府和股东对公司的有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率和速动比率较上年底大幅下降，2021 年 3 月底较 2020 年底略有上升。2021 年 3 月底，公司短期债务规模小，公司短期偿债能力很强。

表 12　公司偿债能力指标情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	311.93	154.55	161.01
速动比率（%）	311.92	154.55	161.01
现金短期债务比（倍）	1241.81	1004.00	860.15
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	0.03	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.01	0.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	2945.40	2427.18	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 0.07 亿元，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数变动不大，EBITDA 对债务本息的覆盖程度很低。公司长期偿债能力指标很弱。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司共获得各银行授信额度1126.60亿元，未使用额度1003.26亿元。公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

公司铁路建设业务主要由子公司负责，母公司履行管理职责。跟踪期内，母公司资产和权益规模增长较快，债务负担较轻。

2020 年底，母公司资产总额 265.33 亿元，较上年底增长 129.58%，主要系长期股权投资增加所致。其中，流动资产占 22.51%，非流动资产占 77.49%。

2020 年底，母公司所有者权益 207.40 亿元，较上年底增长 118.70%，主要系股东注资所致。2020 年底，母公司负债总额 57.93 亿元，较上年底增长 179.32%。其中，流动负债占 2.85%，非流动负债占 97.15%。截至 2020 年底，母公司全部债务 50.00 亿元，全部为长期债务。2020 年底，母公司资产负债率为 21.83%，较 2019 年底提高 3.89 个百分点。母公司全部债务资本化比率为 19.43%，债务负担较轻。

2020 年，母公司实现营业收入 1.63 万元，未发生营业成本，利润总额为 76.02 万元。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2021 年 6 月底，公司存续债券余额 70.00 亿元（包括可续期中票）。假设附有投资

者回售选择权的债券全部在下一行权日行使回售选择权，可续期中票全部在首个赎回日赎回，公司一年内到期债券本金 10.00 亿元；2023 年达到待偿债券本金峰值，合计 41.00 亿元。

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

指标	指标值
2021 年 6 月底一年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	41.00
2020 年底现金类资产/一年内到期债券本金	4.28
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.02
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.00

资料来源：联合资信整理

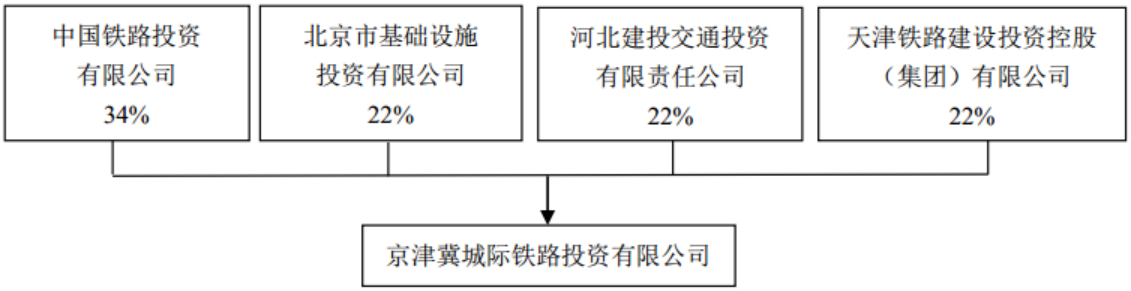
2020年底公司现金类资产对一年内到期债券本金的保障能力较强，2020年经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力很弱。

考虑到公司融资渠道畅通以及地方政府和股东对公司的有力支持，公司对存续债券的偿还能力极强。

十一、 结论

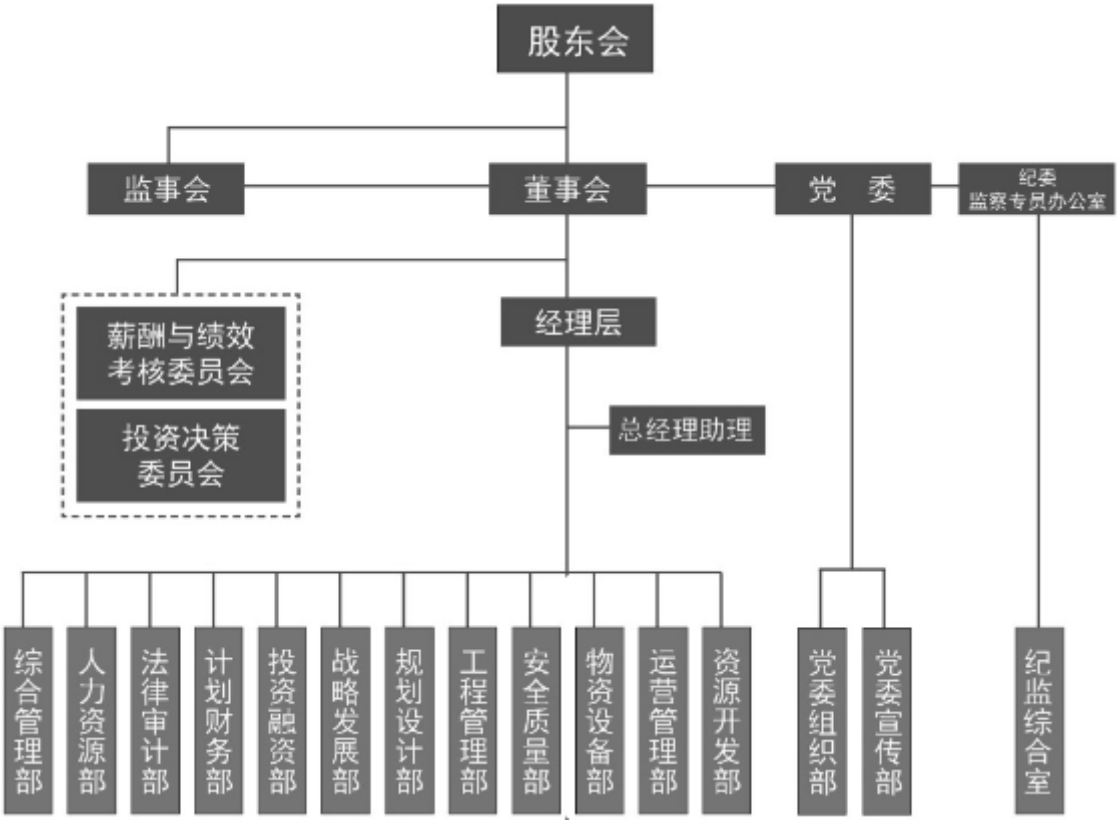
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20京津冀MTN001”“20京津冀MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例
1	京唐城际铁路有限公司	铁路运输	1000000.00	74.10%
2	京滨城际铁路有限公司	铁路运输	600000.00	73.33%
3	京安城际铁路有限公司	铁路运输	250000.00	100.00%
4	京津冀城际铁路发展基金（有限合伙）	投资管理	6000000.00	9.99%
5	京津冀城际地产有限公司	房地产开发	100000.00	100.00%
6	津兴城际铁路有限公司	铁路运输	5000.00	100.00%
7	河北城际铁路工程有限公司	铁路运输	1000.00	100.00%
8	石港城际铁路有限责任公司	铁路运输	1800000.00	60.00%

注：京津冀城际铁路发展基金由公司出资 9.99%，公司委托首都建设投资引导基金管理（北京）有限公司作为执行事务合伙人，开展京津冀城际铁路发展基金的日常运营管理工作，且公司在基金投资决策委员会 7 名委员中占据 4 席，具有实际控制力，因此纳入合并范围
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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.72	35.08	42.80	36.66
资产总额（亿元）	127.34	257.48	469.06	488.03
所有者权益（亿元）	89.47	137.72	269.10	279.46
短期债务（亿元）	0.03	0.03	0.04	0.04
长期债务（亿元）	25.37	94.71	159.09	172.36
全部债务（亿元）	25.40	94.74	159.13	172.40
营业收入（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.04	0.02	0.01	-0.07
EBITDA（亿元）	0.05	0.03	0.07	--
经营性净现金流（亿元）	-0.70	-0.98	-0.04	-0.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	100.00	0.00	0.00	--
营业利润率（%）	46.77	-16334.89	-19795.09	--
总资本收益率（%）	0.00	0.01	0.00	--
净资产收益率（%）	0.00	0.01	0.00	--
长期债务资本化比率（%）	22.09	40.75	37.15	38.15
全部债务资本化比率（%）	22.11	40.76	37.16	38.15
资产负债率（%）	29.73	46.51	42.63	42.74
流动比率（%）	416.94	311.93	154.55	161.01
速动比率（%）	416.94	311.92	154.55	161.01
经营现金流动负债比（%）	-5.60	-3.93	-0.13	--
现金短期债务比（倍）	627.16	1241.81	1004.00	860.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.09	0.01	0.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	508.22	2945.40	2427.18	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.76	26.41	32.66	28.97
资产总额（亿元）	47.69	115.57	265.33	275.59
所有者权益（亿元）	47.39	94.83	207.40	217.72
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	0.00	20.00	50.00	50.00
全部债务（亿元）	0.00	20.00	50.00	50.00
营业收入（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.14	0.01	0.01	-0.07
EBITDA（亿元）	0.15	0.02	0.06	--
经营性净现金流（亿元）	-0.93	-0.84	1.46	-0.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	100.00	0.00	0.00	--
营业利润率（%）	51.28	-15821.33	-19519.31	--
总资本收益率（%）	0.22	0.01	0.00	--
净资产收益率（%）	0.22	0.01	0.00	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	17.42	19.43	18.68
全部债务资本化比率（%）	0.00	17.42	19.43	18.68
资产负债率（%）	0.62	17.94	21.83	21.00
流动比率（%）	4890.22	6980.30	3613.52	3554.28
速动比率（%）	4890.22	6980.12	3613.50	3554.26
经营现金流动负债比（%）	-313.84	-113.24	88.58	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.00	981.78	885.18	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计；公司未提供本部资本化利息支出数据，相关指标无法计算

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。