

信用评级公告

联合〔2021〕5108号

联合资信评估股份有限公司通过对天津市地下铁道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，确定维持天津市地下铁道集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“15津地铁债/PR津地铁”“18津地铁MTN001”“19津地铁MTN001”“19津地铁MTN002”和“19津地铁MTN003”信用等级为AAA，维持“20津地铁CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十八日

天津市地下铁道集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天津市地下铁道集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 津地铁债 /PR 津地铁	AAA	稳定	AAA	稳定
18 津地铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津地铁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津地铁 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津地铁 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 津地铁 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 津地铁债 /PR 津地铁	25.00 亿元	17.50 亿元	2025/10/16
18 津地铁 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2021/09/20
19 津地铁 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/01/15
19 津地铁 MTN002	12.00 亿元	12.00 亿元	2022/03/26
19 津地铁 MTN003	8.00 亿元	8.00 亿元	2024/07/29
20 津地铁 CP001	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/08/06

注: 1. 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; 2. “15 津地铁债/PR 津地铁” 附提前偿还条款, 到期兑付日为最后一次还本付息日

评级时间: 2021 年 6 月 28 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

评级观点

天津市地下铁道集团有限公司 (以下简称“天津地铁”或“公司”) 是天津市中心城区内地铁投资建设、运营管理的重要主体。跟踪期内, 天津市经济保持增长, 公司外部发展环境良好, 地铁建设和运营业务保持专营优势, 并在项目资本金和运营补贴等方面继续获得有力的外部支持。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, 跟踪期内, 公司地铁运营继续亏损、期间费用对公司利润影响较大、利润总额对政府补贴依赖程度仍大、未来融资压力大等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。未来, 随着新线路陆续投运, 地铁线路网络效应增强, 地铁资源开发不断成熟, 公司地铁运营收入有望保持稳定增长。

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“15 津地铁债/PR 津地铁”“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN002”和“19 津地铁 MTN003”信用等级为 AAA, 维持“20 津地铁 CP001”信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内, 公司外部发展环境良好。2020 年, 天津市经济保持增长, 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%。
- 跟踪期内, 公司地铁建设和运营管理业务保持区域专营优势。跟踪期内, 公司仍是天津市中心城区内地铁投资建设和运营管理的重要主体, 在地铁投资建设和运营管理方面保持专营优势, 行业竞争优势显著。
- 跟踪期内, 公司继续获得有力的外部支持。跟踪期内, 公司继续得到政府在地铁线路建设资本金和地铁运营补贴等方面有力的支持。

关注

- 跟踪期内, 公司运营板块继续亏损。跟踪期内, 天津市地铁运营单位运营成本较高, 使得公司营业利润仍为负, 2020 年营业利润为-8.77 亿元。
- 跟踪期内, 公司期间费用对公司利润影响较大。2020 年, 公司期间费用率为 143.41%, 公司期间费用对公司利润

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	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	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	5	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				5

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

分析师：王默璇 郑重

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

影响较大。

- 跟踪期内，公司利润总额对政府补贴依赖程度仍大。2020 年，政府补贴占利润总额的比重仍超过 100%，公司利润总额对政府补贴依赖程度仍大。
- 未来融资压力大。地铁项目建设周期长，投资规模大，随着天津市轨道交通整体规划的快速推进，截至 2021 年 3 月底，公司未来尚需投资 1170.13 亿元，规模较大，对外融资压力大。

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)	86.13	68.29	25.13	36.34
资产总额(亿元)	2068.88	2566.93	2621.70	2702.08
所有者权益(亿元)	948.91	1148.34	1194.08	1192.43
短期债务(亿元)	114.67	223.28	308.77	302.62
长期债务(亿元)	752.51	887.35	840.71	931.44
全部债务(亿元)	867.19	1110.63	1149.49	1234.06
营业收入(亿元)	11.70	11.93	7.97	1.44
利润总额(亿元)	8.46	1.80	6.88	-1.65
EBITDA(亿元)	13.67	9.22	17.49	--
经营性净现金流(亿元)	4.59	7.73	-10.30	-4.80
营业利润率(%)	-53.77	-43.84	-142.91	-234.02
净资产收益率(%)	0.86	0.13	0.57	--
资产负债率(%)	54.13	55.26	54.45	55.87
全部债务资本化比率(%)	47.75	49.17	49.05	50.86
流动比率(%)	126.36	79.12	56.55	63.95
经营现金流动负债比(%)	1.79	1.93	-2.22	--
现金短期债务比(倍)	0.75	0.31	0.08	0.12
EBITDA 利息倍数(倍)	2.94	0.18	0.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	63.44	120.46	65.72	--
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)	1971.87	2272.58	2413.36	2495.04
所有者权益(亿元)	907.35	1119.68	1166.87	1166.74
全部债务(亿元)	681.29	794.10	843.30	825.50
营业收入(亿元)	7.20	8.36	6.17	0.99
利润总额(亿元)	11.67	9.22	8.14	-0.13
资产负债率(%)	53.99	50.73	51.65	53.24
全部债务资本化比率(%)	42.89	41.49	41.95	41.44
流动比率(%)	137.59	177.82	88.60	94.85
经营现金流动负债比(%)	4.65	4.10	-0.33	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告合并口径已经其他应付款和其他流动负债中付息项纳入短期债务核算；已将长期应付款中付息项纳入长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 津地铁 CP001	A-1	AAA	稳定	2021/02/01	张婷婷、李颖、王默璇、邹洁	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
	A-1	AAA	稳定	2020/06/23	张婷婷、王默璇、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 津地铁 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	张婷婷、王默璇、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AAA	稳定	2019/7/8	张宁、姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
19 津地铁 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	张婷婷、王默璇、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AAA	稳定	2019/3/15	张宁、姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
19 津地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	张婷婷、王默璇、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AAA	稳定	2018/12/25	张宁、朱煜、姜泰钰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 津地铁 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	张婷婷、王默璇、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AAA	稳定	2018/09/03	张宁、朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
15 津地铁债 /PR 津地铁	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	张婷婷、王默璇、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AAA	稳定	2015/07/02	黄静雯、张宁、陈茜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由天津市地下铁道集团有限公司（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。

天津市地下铁道集团有限公司 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”）关于天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“天津地铁”或“公司”）及其相关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，公司股权结构发生变动。根据公司工商变更信息显示，2021 年 3 月，公司注册资本调增至 757189.66 万元，其中，天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨交集团”）持股 94.91%；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股 4.29%；中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股 0.80%，上述股权变动已于 2021 年 3 月 11 日完成工商变更。截至 2021 年 3 月底，公司控股股东为轨交集团，实际控制人仍为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”）。

跟踪期内，公司地铁建设和运营管理职能未发生变化。2020 年 9 月，公司将天津地铁资源投资有限公司（以下简称“地铁资源公司”）100%股权无偿划转至轨交集团，公司资源开发业务随之划出。2020 年 11 月，公司新增了劳务派遣服务和第二类增值电信业务，经营范围变更为：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；房地产开发；市政工程及工程前期服务；建材生产与销售服务；商品房销售、自有房屋租赁；施工设备租赁；设计、制作、发布、代理各类广告业务；劳务派遣服务；第二类增值电信业务（以上范围内国家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 2021 年 3 月底，公司本部内设 12 个

职能部门，包括党群工作部、技术管理部、财务部、计划合约部和安全质量部等以及 4 个管理中心，包括第一建设管理中心、第二建设管理中心、第三建设管理中心和机电设备管理中心；截至 2021 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 8 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 2621.70 亿元，所有者权益合计 1194.08 亿元（含少数股东权益 -85.82 万元）；2020 年，公司实现营业收入 7.97 亿元，利润总额 6.88 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 2702.08 亿元，所有者权益合计 1192.43 亿元（含少数股东权益 -85.82 万元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.44 亿元，利润总额 -1.65 亿元。

公司住所：天津西青学府工业区管理委员会办公楼 419-03 室；法定代表人：张兴彦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月 15 日，联合资信所评公司存续债券为“15 津地铁债/PR 津地铁”“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN002”“19 津地铁 MTN003”和“20 津地铁 CP001”，尚需偿还债券本金余额 77.50 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息及“15 津地铁债/PR 津地铁”分期本金。

“15 津地铁债/PR 津地铁”募集资金用于地铁 5 号线和 6 号线的建设，截至目前，募集资金已全部使用。地铁 5、6 号线投资情况见表 5。“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN002”和“19 津地铁 MTN003”募集资金用于偿还存量融资和补充流动资金。“20 津地铁 CP001”募集资金用于偿还存量融资。截至 2021 年 6 月 10 日，存续债券募集资金已全部按照计划用途使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况 (单位: 亿元、年)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 津地铁债/PR 津地铁	25.00	17.50	2015/10/16	10
18 津地铁 MTN001	15.00	15.00	2018/9/20	3
19 津地铁 MTN001	15.00	15.00	2019/1/15	5
19 津地铁 MTN002	12.00	12.00	2019/3/26	3
19 津地铁 MTN003	8.00	8.00	2019/7/29	5
20 津地铁 CP001	10.00	10.00	2020/08/06	1
合计	85.00	77.50	--	--

资料来源: 联合资信整理

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%¹, 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²为 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00%², 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 2017-2020 年及 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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 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

¹文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

²为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判

断, 文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率, 下同。

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 3 月底,社融存量同比增速为 12.30%,较上年底下降 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 3 月底,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年底增速(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年底增速(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会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. 城市轨道交通行业

城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）属

于城市公共交通系统的一个重要组成部分。依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》(T/CAMET00001-2020)相关规定，将城轨交通系统制式分为10类，分别为地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统。截至2020年底，中国大陆地区³城轨交通运营线路中共有8种制式在运营，无悬挂式单轨和导轨式胶轮系统。其中，地铁、市域快轨、有轨电车和轻轨运营线路长度占比分别为78.8%、10.2%、5.8%和2.7%，其余4种制式运营线路长度占比较小。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。根据《第七次全国人口普查公报》，全国人口共14.12亿人，其中城镇人口9.02亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为63.89%。从人口地区分布来看，东部地区人口占39.93%，与2010年第六次全国人口普查数据相比，东部地区人口所占比重上升2.15个百分点，中部地区和东北地区人口占比均有所下降，西部地区人口占比小幅上升0.22个百分点。整体看，中国城镇化进程稳步推进，人口向经济发达区域、城市群进一步集聚，大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城轨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。

经过多年的发展，截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路244条，建成投运线路总长度达7969.7公里。

³ 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

2020年，城轨交通累计完成客运量175.9亿人次，较上年减少61.1亿人次，同比下降25.8%，主要系受新冠疫情影响，客流大幅下降所致，一季度共有11个城市全部或部分线路停运。2020年，城轨交通建设投资规模仍保持增长趋势，全年共完成建设投资6286亿元，同比增长5.5%，在建项目的可研批复投资累计45289.3亿元，在建线路总长6797.5公里。

(2) 行业发展

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期较长的经济特性。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、由政府与企业合作建设的模式。

在城轨交通项目建设资金的筹集上，一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号），城轨交通项目、铁路和公路项目的最低资本金比例为20%，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，并由政府实际控制行使投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轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。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票款补贴。

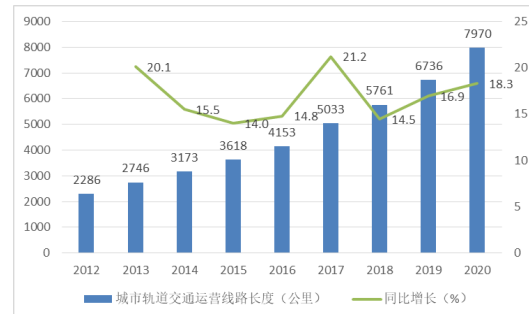
中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一由政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通可持续发展。目前，引入社会资本的模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，

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来提高项目的建设、运营效率，减少对政府补贴的依赖。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长；长三角经济圈城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；上海和北京两城运营规模在全国遥遥领先。

“十三五”期间，全国城轨交通运营线路规模稳步增长，共新增运营线路长度4351.7公里，年均新增运营线路长度870.3公里，较“十二五”年均投运线路长度403.8公里实现翻倍增长。根据《城市轨道交通2020年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），截至2020年底，中国大陆地区累计有45个城市建成投运城轨交通线路，其中2020年新增天水、三亚、太原等5市⁴。全国共计开通244条运营线路，其中2020年新增运营线路36条。全国城轨交通建成投运线路总长度达7970公里，较上年底增长18.31%。

图1 2012—2020年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角经济圈的11城开通运营线路64条，运营线路总长度2247公里，占比28.2%，经济发达且城轨交通运营线网分布最为密集，城市群效应最为显著；京津冀3城开通运营线路35条，运营线路总长度1097公里，占比13.8%；珠三角5城开通运营线路31条，运营线路总长度1029公里，占比12.9%；成渝城市群2城开通运营线路23条，运营线路总长度995公里，

⁴ 其中，天水、三亚为有轨电车；另依据2020年11月1日生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，

将2018年开通运营的株洲A1线和2019年开通运营的宜宾T1线纳入统计。

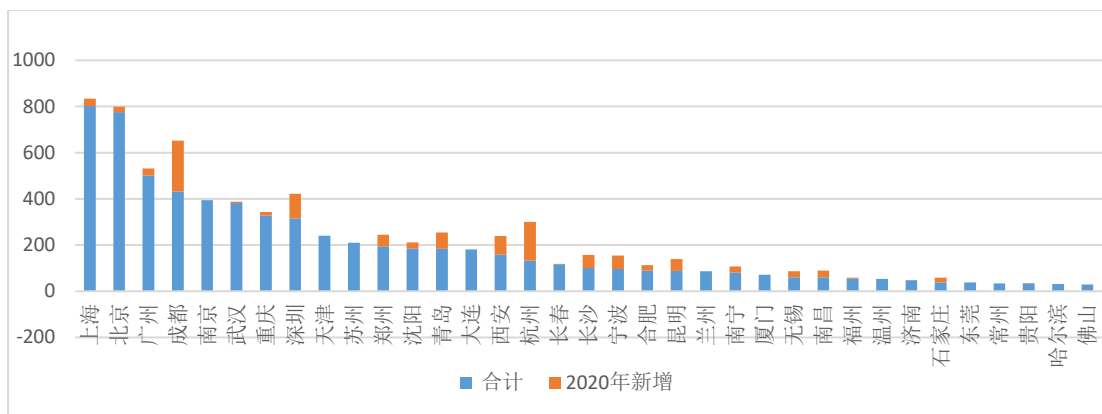
占比 12.5%。从运营网规模看，上海和北京的线网规模分别达到 834.2 公里和 799.1 公里，两市运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。随着城市群、都市圈经济的快速发展，高铁、城际、市域（郊）、地铁四网融合的推进，带动区域一体化、站城融合、多层次立体交通网络逐步形成。

“十三五”期间，全国城轨交通在建项目规模较大且稳步增长，2020 年度完成建设总投资额创历史新高。

“十三五”期间，全国共有 65 个城市的新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，获批项目初步估算总投资额合计约

29781.91 亿元。2020 年，共有 8 个城市新一轮城轨交通建设规划或规划调整获国家发改委批复，线路长度共计 587.95 公里，总投资合计 4709.86 亿元。“十三五”期间，全国共完成城轨交通建设投资 26278.7 亿元，年均完成建设总投资额接近 5255.7 亿元。2020 年，全国城轨交通完成投资 6286 亿元，同比增长 5.5%。据不完全统计（不含地方政府批复项目的资金情况），截至 2020 年底，在建城轨交通项目的可研批复投资额累计 45289.3 亿元，在建线路总长 6797.5 公里，较上年底增长 19.5%，其中地铁 6280.8 公里，仍为主流。

图2 截至2020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：联合资信根据《城轨分析报告》整理

(3) 行业运营

受新冠疫情影响，2020 年全年城轨交通累计完成客运量及总进站量均同比大幅下降。同期，全国平均客运强度总体水平大幅下降，主要系疫情影响叠加新投运线路多分摊客运量所致；除厦门地铁外，全国各城市客运强度均有所下降。

2020 年，受新冠疫情影响，据不完全统计，全年累计完成客运量 175.9 亿人次，同比减少 61.1 亿人次；日均客运量 5131.7 万人次，同比减少 1505.4 万人次；总进站量为 109.5 亿人次，同比减少 40 亿人次；总客运周转量为 1486.4 亿人公里，同比下降 25.8%。从城轨交通客运量来看，上海、北京、广州、深圳和成都 5 市位居前

列。

2020 年，全国城轨交通平均客运强度为 0.45 万人次/公里日，同比下降 0.27 万人次/公里日，降幅为 36.9%。一方面是疫情影响下客流下降，另一方面是新线路投运多，网络化运营城市增多，运营线路长度不断增长，客运强度总体水平呈逐年下降趋势，除厦门地铁外，2020 年各城市客运强度均有所下降。厦门地铁客运强度较上年略有增长，增幅为 3.36%，主要系厦门推出了 4 月 11 日—6 月 30 日法定节假日和休息日免费乘坐地铁、公交政策，带动了客流增长。2020 年，客运强度排在前五位的城市分别为广州、深圳、上海、西安和北京。

表 3 近期城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	发布单位	发布日期
1	《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）	国务院	2018.07
2	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
3	《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
4	《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
5	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116号）	国务院	2020.12
6	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02

资料来源：联合资信整理

根据国务院办公厅 2018 年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》相关规定，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。为引导轻轨有序发展，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小时 3 万人次以上、1 万人次以上。除城轨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占比不得低于 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。

2020 年 3 月，中国城市轨道交通协会发布了《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，从行业层面对智慧城轨建设的发展战略、建设目标、重点任务、实施路径、体制机制和保障措施等进行了统筹规划、顶层设计，旨在以此作为城轨交通行业今后一个时期（2020—2035 年）制订智慧城轨发展的技术政策、技术规范、发展规划和实施计划的指导性文件。

2020 年 12 月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》已经国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、

优化大城市功能布局、引领现代化都市圈发展提供有力支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区及周边城镇组团，采取灵活编组、高密度、公交化的运输组织方式，重点满足 1 小时通勤圈快速通达出行需求。在充分利用既有资源的基础上，重点支持京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝、长江中游等财力有支撑、客流有基础、发展有需求的地区规划建设都市圈市域（郊）铁路，强化都市圈内中心城市城区与周边城镇组团便捷通勤，其他条件适宜地区有序推进。严控地方政府债务风险。

2021 年 2 月，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，该纲要指明了我国城轨交通到 2035 年的发展目标，即基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。构建完善的国家综合立体交通网，连接全国所有县级及以上行政区、边境口岸、国防设施、主要景区等。加快构建 6 条主轴、7 条走廊、8 条通道，建设高效率国家综合立体交通网主骨架。

（5）未来发展

“十三五”期间，在科技革命和产业变革的带动下，我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段，逐步发展智慧型地铁。“十四五”

时期,我国城轨交通将继续推动智慧城轨建设,并依托都市圈城市群的发展推进市域快轨建设。同时,政府对行业的资金安排也给新基建的城轨交通发展带来了新的机遇。

“十三五”时期,我国已进入城轨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,但经济发达地区的城轨交通建设投资增速和规模仍较大。截至2020年底,全国城轨交通运营线路已达近8000公里。在新一轮科技革命和产业变革的浪潮推动下,我国城轨交通行业信息化建设步入快速发展阶段,《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》及《国家综合立体交通网规划纲要》的发布,给未来智慧城轨及国家综合立体交通网的发展建设提供了更加明确的目标和方向。

2021年是“十四五”的开局之年,为谋划好“十四五”期间乃至2035年的发展规划,中国城市轨道交通协会开展了《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》研究,指明了城轨交通的发展方向和发展途径。“十四五”期间,城轨交通将以技术智能化、装备自主化、网络功能化、发展持续化、行业标准化、区域差异化、制式多样化、运输协同化、运营精准化、站城一体化、建运绿色化、市场国际化等作为发展战略,在发展市域快轨、推进多网融合以及推动智慧城轨建设等方面取得突破进展。

同时,考虑到随着网络规模的不断扩张及投运时间的不断推移,城轨交通运营企业的运维支出压力将不断加大,应采取多种措施保障城轨交通财务可持续发展。2021年政府工作报告提出,2021年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元,优化债券资金使用,优先支持在建工程,合理扩大使用范围,中央预算内投资安排6100亿元,重点支持促进区域协调发展的重大工程,推进“两新一重”建设,实施一批交通、能源、水利等重大工程项目,建设信息网络等新型基础设施,发展现代物流体系。总体看,政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜,契合了高质量发展的需要,为城轨交通发展带来了新的机遇。

2. 区域经济

跟踪期内,天津市经济保持增长,产业结构有所优化,为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《2020年天津市国民经济和社会发展统计公报》,2020年,全市生产总值(GDP)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。三产占比较上年增长0.9个百分点。

2020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3.0%。分领域看,工业投资增长1.8%,基础设施投资增长20.0%,其中交通运输和邮政业增长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%。

随着交通基础设施建设的发展,2020年全年客运量1.16亿人次,旅客周转量278.82亿人公里,港口货物吞吐量增长2.2%,集装箱吞吐量增长6.1%。

2021年一季度,天津市完成地区生产总值3404.04亿元,按可比价格计算,同比增长15.9%。其中,第一产业增加值为26.93亿元,同比增长7.9%;第二产业增加值为1106.20亿元,同比增长27.5%;第三产业增加值为2270.91亿元,同比增长11.0%。一季度完成规模以上工业增加值同比增长30.3%,其中高技术产业(制造业)增加值同比增长38.4%。全市固定资产投资(不含农户)同比增长24.1%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底,公司注册资本75.72亿元,实收资本71.86亿元。轨交集团、国开基金和农发基金分别对公司持股94.91%、4.29%和0.80%。公司控股股东为轨交集团,实际控制人仍为天津市国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司地铁建设和运营管理业务保持区域专营优势。

跟踪期内，公司仍是天津市中心城区内地铁投资建设、运营管理的重要主体，在地铁投资建设、运营管理方面保持专营优势，行业竞争优势显著。

3. 外部支持

跟踪期内，由于“新冠”疫情影响和落实国家减税降费政策，天津市一般公共预算收入有所下降，财政自给能力较弱，政府债务负担重。公司在资本金和财政补贴方面继续得到有力的政府支持。

2020年，天津市一般公共预算收入为1923.05亿元，同比下降10.2%。其中税收收入1500.08亿元，占一般公共预算收入的比重为78.01%，较上年增长10.21个百分点，一般公共预算收入质量有所提高。2020年天津市一般公共预算收入下降的主要原因：一是受新冠肺炎疫情冲击以及国际大宗商品价格剧烈波动等多重因素影响，天津市多数税源支柱行业税收收入有所下降，其中交通运输、房地产、石油石化等重点行业税收收入降幅达到20%至30%；二是落实国家和天津市各项减税降费政策，全年减少地方收入125.00亿元，其中实施增值税留抵退税、阶段性减免小规模纳税人增值税等政策，影响税收收入104.00亿元；实施减免残疾人就业保障金、免征文化事业建设费等政策，影响非税收入21.00亿元。2020年，天津市一般公共预算支出3151.37亿元。财政自给率为47.60%，财政自给能力较弱。2020年，天津市政府性基金预算收入911.93亿元，比上年增长36.27%。截至2020年底，天津市政府债务余额6368.24亿元，其中市级政府债务余额2016.71亿元，债务负担重。

资本金支持

根据《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），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。天津城市轨道交通项目资本金比例主要为40%至50%，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。

截至2021年3月底，公司地铁项目已到位资本金755.13亿元。

财政补贴

2020年及2021年1—3月，公司收到的财政补贴分别为15.30亿元和29.30亿元。其中，与主营业务相关的补贴计入“其他收益”科目，其他计入“营业外收入”科目。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，过往信用记录良好。

根据《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91120000724485736Q），截至2021年5月28日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

截至2021年6月24日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

5. 重大事项

2020年9月，公司发布《天津市地下铁道集团有限公司关于股权划转事项的公告》（以下简称“《公告》”），公司将地铁资源公司100%股权无偿划转至轨交集团，股权划转后仍属于轨交集团统一管理，联合资信将继续关注该股权无偿划出事项对公司生产经营和财务状况的影响。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、组织结构及主要管理制度未发生变化。公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司主营业务收入同比有所下降。其中，地铁运营收入受“新冠”疫情影响同比下

降明显，但收入结构仍以地铁运营为主。由于收入占比较大的地铁运营收入毛利率大幅下降，导致公司主营业务毛利率较 2019 年降幅明显。

公司主营业务收入包括地铁运营收入和地铁资源开发收入。2020 年，公司主营业务收入 7.42 亿元，同比有所下降。其中，地铁运营收入 5.84 亿元，同比下降 32.72%，主要系受“新冠”疫情影响，票款收入减少所致。同期，地铁资源开发收入为 1.58 亿元，同比下降 38.44%，主要系地铁资源公司 2020 年不再纳入公司合并报表

所致。公司收入结构仍以地铁运营为主，占比在 75% 以上。2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 1.42 亿元，规模较小，仍主要由地铁运营收入为主。

毛利率方面，2020 年，公司主营业务毛利率-154.73%，亏损幅度较 2019 年进一步扩大，主要系收入占比较大的地铁运营业务由于受“新冠”疫情影响，收入降低但运营成本增加所致。2021 年 1—3 月，公司主营业务毛利率进一步下降至-238.88%。

表 4 公司主营业务收入和毛利率构成情况（单位：万元、%）

科目	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月			
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
地铁运营	86736.00	77.17	-77.35	58356.00	78.70	-209.66	11211.00	78.89	-320.62	
资源开发	商品房销售	2573.00	2.29	97.32	8.00	0.01	-147.40	--	--	--
	土地置换	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	劳务	13942.00	12.40	67.56	8960.00	12.08	78.18	1046.00	7.36	44.85
	房屋租赁	9033.00	8.04	70.34	6827.00	9.21	9.12	1954.00	13.75	78.20
	其他	109.00	0.10	95.41	--	--	--	--	--	--
小计	25657.00	22.83	71.64	15795.00	21.30	48.22	3000.00	21.11	66.57	
主营业务收入合计	112393.00	100.00	-43.34	74150.00	100.00	-154.73	14211.00	100.00	-238.88	

注：尾差系四舍五入所致，下同

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）地铁投资建设及运营

跟踪期内，公司地铁线路建设有序进行，尚需投资规模较大，但由于部分线路建设模式发生变更，有效缓解了公司实际资金支出压力。受“新冠”疫情影响，地铁运营客流量有所减少，公司地铁运营收入有所下降。

地铁投资建设

地铁项目具有投资规模大、周期长和公益性等特点。截至 2021 年 3 月底，公司已运营的项目包括地铁 1 号线、地铁 2 号线、地铁 3 号线、地铁 5 号线、地铁 6 号线和津滨轻轨地铁 9 号线；在建项目包括地铁 1 号线东延、地铁 4 号线南段、地铁 10 号线一期等。

表 5 截至 2021 年 3 月底公司已运营地铁项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目概况	项目状态	总投资	已投资	资本金	已到位资本金
1	地铁 1 号线	全长 26.187 公里，设车站 22 座	已运营	92.05	91.94	46.03	46.03
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 座	已运营	149.07	140.63	74.54	74.80
3	地铁 3 号线（含南站延伸线、控制中心）	全长 33.14 公里，设车站 26 座	已运营	164.30	186.81	82.15	73.43
4	津滨轻轨地铁 9 号线	全长 52.20 公里，设车站 21 座	已运营	117.78	120.90	49.00	48.12
5	地铁 5 号线	全长 34.831 公里，设车站 28 座	已运营	254.53	259.81	127.27	127.26
6	地铁 6 号线（南孙庄站-梅林路站）	全长 42.47 公里，设车站 39 座	已运营	335.59	335.59	167.80	188.92
已运营项目小计				1113.32	1135.68	546.79	558.56

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

资料来源：公司提供

跟踪期内,按照市政府要求地铁2号线和3号线采用PPP模式。公司与社会资本方共同组建了项目公司神铁二号线(天津)轨道交通运营有限公司(以下简称“神铁二号线”)⁵和天津三号线轨道交通运营有限公司(以下简称“轨交三号线”)⁶。

截至2019年底,地铁2、3号线线路账面价值分别为120.74亿元和175.23亿元。线路资产采用AB包分包模式,B包采用PPP模式。B包中20%的资产以追加投资方式形成项目公司股权,其余80%资产通过转让方式由项目公司持有。公司将项目公司51%股权转让至社会资本,剩余80%资产按照账面价值计提应收账款。PPP合作期30年,合作期内地铁2号线和3号线的收入成本记入项目公司,合作期结束后无偿将地铁2号线和3号线的资

产转回至公司。截至2020年底,公司应收账款中应收神铁二号线和轨交三号线的款项未收回,应收余额分别为60.97亿元和77.00亿元。截至本报告出具日,上述应收款项仍未收回,联合资信将持续关注上述款项的回收情况。

截至2021年3月底,公司在建地铁项目中4号线北段、地铁7号线一期、地铁8号线一期、地铁11号线一期、地铁8号线延伸工程和地铁11号线延伸工程采用PPP模式,其余线路采用传统模式。传统模式下,由财政资金出资40%作为项目资本金。PPP模式下,在建线路的资本金出资由政府和社会资本方共同完成。截至2021年3月底,公司在建地铁项目尚需投资1170.13亿元,尚需投资规模大。公司部分线路采用PPP模式,有效缓解了公司的资金支出压力。

表6 截至2021年3月底公司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	资本金	已到位资本金
1	地铁1号线东延	全长16.039公里,设车站11座	在建(双林站-李楼站已运营,剩余在建)	126.66	95.31	63.33	33.78
2	地铁4号线南段	全长19.40公里,设车站14座	在建	189.11	108.31	94.56	35.60
3	地铁10号线一期	全长21.22公里,设车站21座	在建	220.69	107.29	88.28	28.20
4	地铁6号线(梅林路站-咸水沽西站)	全长14.35公里,设车站9座	在建	150.75	58.35	62.41	2.20
5	地铁7号线一期	全长26.50公里,设车站21座	在建	268.96	59.90	107.58	47.44
6	地铁11号线一期	全长22.60公里,设车站21座	在建	256.02	65.90	102.41	40.17
7	地铁8号线一期	全长18.60公里,设车站17座	在建	246.24	26.93	98.50	3.25
8	地铁4号线北段(小街站-河北大街站)	全长22.00公里,设车站17座	在建	244.81	11.12	97.93	5.93
合计				1703.24	533.11	715.00	196.57

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
资料来源:公司提供

截至2021年3月底,公司拟建地铁线路有

2条,预计总投资额105.92亿元,目前均已取

⁵ 社会资本方为神州高铁技术股份有限公司、神州高铁轨道交通运营管理有限公司、中国交通建设股份有限公司组成的联合体。

⁶ 社会资本方为中国交通建设股份有限公司、中交一公局集团有

限公司、神州高铁技术股份有限公司、神州高铁轨道交通运营管理有限公司组成的联合体。

得建设计划和可研等批复。

表7 截至2021年3月底公司拟建地铁项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预计总投资	资本金	审批情况	未来投资计划				
					2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
1	地铁11号线一期调整补充工程（文洁路站至水上公园西路站）	58.88	23.55	已取得建设规划、可研等相关要件批复	19.68	10.89	9.99	11.17	5.92
2	地铁8号线一期（绿水公园延伸至中北镇段）	47.04	18.82	已取得建设规划、可研等相关要件批复	3.87	13.56	11.78	9.66	7.24
合计		105.92	42.37	--	23.55	24.45	21.77	20.83	13.16

资料来源：公司提供

地铁运营

公司委托同一股东控制下的天津轨道交通运营集团有限公司（以下简称“轨道运营集团”）对地铁线路进行运营，地铁票款收入归公司本部，票款收入所对应的成本为支付给轨道运营集团的委托管理费。

跟踪期内，天津地铁票价未发生变化，仍为2~9元，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。受地铁运营线路增加，路网效应逐步显现影响，

2020年公司地铁运营里程达到13654.07万公里，同比增长5.72%；年度客运量33871.39万人次，同比有所下降，主要系受“新冠”疫情影响，2020年地铁出行人数减少所致。2020年，公司地铁运营收入为5.84亿元，同比下降32.72%，主要系受“新冠”疫情影响，票款收入减少所致。

2021年1-3月，公司地铁运营收入为1.12亿元，地铁运营毛利率水平大幅下降至-320.62%。

表8 2019—2021年3月公司地铁运营情况

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
年度客运量（万人次）	52578.23	33871.39	7198.37
日均客运量（万人次）	144.06	92.54	109.08
列车开行列次（列次）	659410.00	692973.00	136332.00
运营里程（万公里）	12915.90	13654.07	2817.42
票款收入（亿元）	8.67	5.84	1.12
每人票务收入（元）	1.65	1.72	1.56
运营成本（亿元）	15.38	18.07	4.72
财政补贴（亿元）	15.29	29.14	2.00

注：每人票务收入=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乘系数等情况影响，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，2020年及2021年1-3月，公司收到的运营补贴为29.14亿元和2.00亿元。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。

（2）地铁沿线资源开发

跟踪期内，由于地铁资源公司的划出，公司资源开发板块收入规模有所减少。跟踪期内，公司未实现土地置换业务收入，主要系该收入很大程度上取决于合作项目实施进度，具有一定的不确定性。受“新冠”影响，公司房屋租赁收入有所下降。

2020年，随着地铁资源公司的划出，公司商

品房销售业务和部分劳务业务（主要为广告收入等）不再纳入公司合并报表。跟踪期内，公司资源开发业务由公司本部和子公司天津市海顺置业发展有限公司负责，业务范围主要包括土地置换、劳务和房屋租赁业务。

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⁷。2020年及2021年1—3月，公司未实现该项收入。土地置换业务收入很大程度上取决于合作项目实施进度，具有一定的不确定性。目前公司暂无在建及拟建合作开发土地，该业务持续性有待观察。

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。2020年及2021年1—3月，公司分别实现劳务收入0.90亿元和0.10亿元，主要系地铁资源公司划出公司合并范围，部分收入不再纳入公司合并范围所致。同期，公司劳务业务毛利率分别为78.18%和44.85%。

房屋租赁方面，跟踪期内，公司仍采用“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等项目。目前上述物业出租情况较好。2020年，公司实现房屋租赁收入0.68亿元，同比下降24.42%，毛利率为9.12%，同比大幅下降，主要系受“新冠”疫情影响，公司对租户免租及减租导致房屋租赁收入减少但房屋租赁成本不变所致。2021年1—3月，公司房屋租赁收入0.20亿元，毛利率78.20%。

3. 未来投资计划

公司未来业务仍以地铁投资建设及运营为

主，未来投资规模较大，对外融资压力较重。

公司未来业务仍以地铁投资建设及运营为主。截至2021年3月底，公司在建项目包括地铁1号线东延、4号线南段和10号线一期等项目，尚需投资1170.13亿元，拟建线路预计总投资105.92亿元。总体看，公司未来投资规模较大，对外融资压力较重。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年合并财务报告，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审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

2020年，公司根据PPP转让协议，分别将子公司神铁二号线51%的股权和轨交三号线51%的股权转出，不再并表；无偿划出1家子公司（将持有的地铁资源公司100%股权无偿划转至轨交集团）；投资设立1家子公司，天津市市域铁路建设发展有限公司。2021年1—3月，公司合并范围子公司未发生变化。截至2021年3月底，公司拥有纳入合并范围内子公司8家。跟踪期内，公司合并范围变动和地铁线路采用PPP模式对公司应收账款、存货、营业收入、在建工程和现金流等科目造成一定影响，公司其他财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，仍以非流动资产为主。资产构成以在建工程为主，资产流动性一般。

截至2020年底，公司合并资产总额2621.70亿元，较上年末小幅增长2.13%。其中，流动资产占10.01%，非流动资产占89.99%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

⁷ 因该业务开展较早，当时为天津市政府直接拨付非储备土地，不涉及土整和缴纳土地出让金。

表9 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目名称	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.29	2.66	25.13	0.96	36.34	1.34
应收账款	1.58	0.06	138.57	5.29	138.36	5.12
预付款项	166.30	6.48	21.44	0.82	29.65	1.10
其他应收款	55.54	2.16	55.60	2.12	61.75	2.29
存货	19.69	0.77	2.38	0.09	2.36	0.09
其他流动资产	5.56	0.22	19.42	0.74	23.07	0.85
流动资产	317.00	12.35	262.54	10.01	291.53	10.79
长期股权投资	21.65	0.84	17.12	0.65	17.17	0.64
投资性房地产	41.84	1.63	40.71	1.55	40.76	1.51
固定资产	108.56	4.23	107.62	4.10	107.43	3.98
在建工程	2059.06	80.21	2187.92	83.45	2239.08	82.86
其他非流动资产	14.01	0.55	1.75	0.07	1.75	0.06
非流动资产	2249.93	87.65	2359.16	89.99	2410.55	89.21
资产总额	2566.93	100.00	2621.70	100.00	2702.08	100.00

注:公司其他应付款不包含应付股利和应付利息

资料来源:根据公司审计报告及2021年一季度财务报表整理

(1) 流动资产

截至2020年底,公司流动资产262.54亿元,较上年底下降17.18%,主要系货币资金、预付款项和存货下降较快所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和其他流动资产构成。

截至2020年底,公司货币资金25.13亿元,较上年底下降63.20%,主要系因偿付债务及结算工程导致银行存款减少所致。货币资金中受限1271.50万元,全部为保函保证金。

截至2020年底,公司应收账款138.57亿元,较上年底增长8665.50%,主要系新增神铁二号线和轨交三号线存量PPP项目产生的资产转让款所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为0.58亿元,累计计提坏账准备32.64万元。从集中度看,应收神铁二号线和轨交三号线的款项分别占比55.57%和44.00%,公司应收账款主要欠款单位占比99.57%,集中度很高。

截至2020年底,公司预付款项21.44亿元,较上年底下降87.11%,主要系预付天津西站交通枢纽项目的工程款完工结转所致。公司委托天津市津源投资发展有限公司(以下简称“津源投资”)⁸代建天津西站交通枢纽项目,2020年该项目已竣工,公司将其转入在建工程,待竣工决算后转入固定资产。

截至2020年底,公司其他应收款55.60亿元,较上年底略有增长0.11%。主要为应收政府部门和同一控制人下其他平台的补贴款、往来款和借款本息等。公司对于政府单位和国有企业的其他应收款未计提坏账准备;对于其他的款项,公司采用账龄分析法计提坏账准备383.61万元,计提比例为26.94%。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中,1年以内的占64.29%,5年以上的占35.71%。从集中度看,公司其他应收款前五名欠款单位占比85.69%,集中度较高。

⁸ 津源投资系天津城投子公司

表 10 截至 2020 年底其他应收款账面余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄	款项性质
天津经济技术开发区财政局	15.61	28.04	1 年以内、1~2 年、5 年以上	补贴款
地铁资源公司	10.26	18.43	1 年以内、1~2 年、2~4 年	往来款及借款本息
轨道运营公司	9.00	16.17	1 年以内	往来款
天津市基础设施建设投资集团有限公司 (以下简称“天津城投”)	8.83	15.86	5 年以上	往来款及利息
天津市道路管网配套建设投资有限公司	3.99	7.19	1 年以内、1~2 年、2~3 年、5 年以上	往来款、工程款及利息
合计	47.58	85.69	--	--

注: 地铁资源公司和轨道运营公司为同一股东控制下企业; 天津城投的实际控制人为天津市国资委; 天津市道路管网配套建设投资有限公司的实际控制人为天津城投; 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司审计报告

截至2020年底, 公司存货2.38亿元, 较上年底大幅下降87.91%, 主要系2020年, 地铁资源公司无偿划转至股东轨交集团, 地铁中央广场项目出表所致。公司存货主要由开发成本1.56亿元(主要为洪湖里动气项目、河东区六纬路“棉一”项目等)、原材料0.56亿元以及库存商品0.24亿元构成, 公司未对存货计提跌价准备。

截至2020年底, 公司其他流动资产19.42亿元, 较上年底大幅增长249.33%, 主要系新增轨道交通发展专项资金10.99亿元及增值税进项税额增长所致。

(2) 非流动资产

截至2020年底, 公司非流动资产2359.16亿元, 较上年底小幅增长4.86%。公司非流动资产主要由在建工程构成。

截至2020年底, 公司长期股权投资17.12亿元, 较上年底下降20.92%, 主要系减少对联营企业天津潮白湖投资发展有限公司及天津市天房天都房地产开发有限公司的投资21.46亿元; 新增对联营企业神铁二号线及轨交三号线的投资16.90亿元所致。

截至2020年底, 公司投资性房地产40.71亿元, 较上年底小幅下降2.72%, 全部为房屋建筑物。截至2020年底, 公司投资性房地产中尚有

3.88亿元的换乘综合楼未办妥产权证明。

截至2020年底, 公司固定资产原值为113.07亿元, 主要为轨道交通地铁1号线资产(占84.51%)和房屋及建筑物(占11.99%)。公司累计计提折旧5.45亿元(公司对地铁1号线设备等非营利性基础设施不予以计提折旧), 固定资产净额107.62亿元, 其中融资租入固定资产29.95亿元。

截至2020年底, 公司在建工程2187.92亿元, 较上年底增长6.26%, 主要系地铁工程施工不断推进, 建设投资不断增长所致。从构成来看, 公司在建工程主要以地铁相关建设项目、地铁周边土地一级开发、天津西站交通工程和天津站交通枢纽工程等工程投入为主。

截至2020年底, 公司其他非流动资产1.75亿元, 较上年底大幅下降87.55%, 主要系预付并购项目款结转所致。

截至2021年3月底, 公司合并资产总额2702.08亿元, 较上年底增长3.07%, 主要来自货币资金、预付款项、其他应收款和在建工程的增长。规模及结构较2020年底变化不大。截至2021年3月底, 公司货币资金36.34亿元, 较上年底增长44.61%。其中, 银行存款36.34亿元, 受限货币资金1271.50万元, 为保函保证金; 预付款项29.65亿元, 较上年底增长38.29%, 主要系预付天津市滨海市政建设发展有限公司工程款增长所致; 其他应收款61.75亿元, 较上年底增长11.06%, 主要系应收天津经济技术开发区财政局的补贴款和应收其他平台的往来款增长所致; 在建工程2239.08亿元, 较上年底增长2.34%, 主要系地铁线路建设不断推进所致。总体看, 公司资产规模较上年底小幅增长, 资产结构较上年底基本保持一致。

截至2021年3月底, 公司受限资产总额1271.50万元, 全部为保函保证金。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内, 公司所有者权益中资本公积占比仍高, 所有者权益稳定性好, 权益质量一般。

截至2020年底，公司所有者权益1194.08亿元，较上年底增长3.98%，主要系资本公积增长所致。截至2020年底，公司实收资本保持稳定，为71.86亿元。

截至2020年底，公司资本公积1090.93亿元，较上年底增长3.68%，主要系新增轨交集团拨入地铁项目资本金66.92亿元，同时，由于神铁二号线和轨交三号线51%股权的划出，调整其资本公积以及地铁资源公司无偿划出等共减少资

本公积28.17亿元。

截至2020年底，公司未分配利润21.69亿元，较上年底增长38.00%，主要系利润累积所致。

截至2021年3月底，公司所有者权益1192.43亿元，较上年底略有下降0.14%，较上年底变化不大。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占6.03%、91.49%和1.68%。所有者权益结构稳定性好，权益质量一般。

表 11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	71.86	6.26	71.86	6.02	71.86	6.03
资本公积	1052.19	91.63	1090.93	91.36	1090.93	91.49
未分配利润	15.72	1.37	21.69	1.82	20.04	1.68
少数股东权益	-0.01	0.00	-0.01	0.00	-0.01	0.00
所有者权益	1148.34	100.00	1194.08	100.00	1192.43	100.00

注：各分项数与合计数存在差异，系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度整理

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模略有增长；公司债务结构仍以长期债务为主，债务负担较重。公司未来1—2年内面临一定的偿付压力。

截至2020年底，公司负债总额1427.63亿元，

较上年底增长0.64%，较上年底变化不大。其中，流动负债占32.52%，非流动负债占67.48%。公司负债仍以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.00	0.28	0.10	0.01	1.50	0.10
应付账款	36.63	2.58	43.47	3.05	53.32	3.53
预收款项	35.01	2.47	3.51	0.25	9.39	0.62
其他应付款	213.66	15.06	216.93	15.20	211.36	14.00
一年内到期的非流动负债	97.64	6.88	187.79	13.15	168.74	11.18
其他流动负债	10.00	0.70	10.00	0.70	10.00	0.66
流动负债	400.65	28.24	464.28	32.52	455.85	30.20
长期借款	659.69	46.50	653.77	45.79	654.19	43.33
应付债券	87.50	6.17	55.00	3.85	55.00	3.64
长期应付款	140.16	9.88	131.94	9.24	222.24	14.72
专项应付款	124.02	8.74	115.98	8.12	115.72	7.67
非流动负债	1017.94	71.76	963.35	67.48	1053.80	69.80
负债	1418.59	100.00	1427.63	100.00	1509.65	100.00

注：1.其他应付款中不包含应付利息和应付股利；2.各分项数与合计数存在差异，系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度财务报表整理

截至2020年底，公司流动负债464.28亿元，较上年底增长15.88%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2020年底，公司短期借款0.10亿元，较上年底下降97.50%。公司短期借款全部为信用借款。

截至2020年底，公司应付账款43.47亿元，较上年底增长18.67%，主要系应付地铁建设工程款增长所致。

截至2020年底，公司预收款项3.51亿元，较上年底下降89.98%，主要系天津西站交通枢纽项目竣工，公司将其结转至在建工程，对原预收款项进行冲抵所致。

截至2020年底，公司其他应付款216.93亿元，较上年底增长1.53%，较上年底变化不大，主要为轨交集团和公司的往来款。其他应付款单位前五名金额占其他应付款总额的98.07%，集中度很高，其中应付轨交集团往来款205.74亿元，占其他应付款总额的94.84%，账龄多为1年以内。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债187.79亿元，较上年底增长92.33%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款（主要为融资租赁款）增长所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（62.90亿元）、一年内到期的应付债券（37.50亿元）和一年内到期的长期应付款（87.39亿元）构成。

截至2020年底，公司其他流动负债10.00亿元，为公司发行的“20津地铁 CP001”，纳入短期债务进行核算。

截至2020年底，公司非流动负债963.35亿元，较上年底下降5.36%，主要系应付债券、长期应付款和专项应付款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。

截至2020年底，公司长期借款653.77亿元，较上年底下降0.90%，较上年底变化不大；长期借款由保证借款（274.26亿元）和信用借款（379.51亿元）构成。

截至2020年底，公司应付债券55.00亿元，较上年底下降37.14%，主要系“15津地铁债/PR津地铁”部分本金以及“16津地铁 PPN001”“16津地铁 PPN002”和“18津地铁 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年底，公司长期应付款131.94亿元，较上年底下降5.86%，全部为融资租赁款，纳入长期债务进行核算。

截至2020年底，公司专项应付款115.98亿元，较上年底下降6.48%，主要由公司收到的地方政府置换债资金76.25亿元、基建拨款利息27.47亿元和基建拨款7.57亿元构成。

截至2021年3月底，公司负债总额1509.65亿元，较上年底增长5.75%。其中，流动负债占30.20%，非流动负债占69.80%。公司仍以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。流动负债中，应付账款53.32亿元，较上年底增长22.66%，主要系应付地铁建设工程款增长所致；其他应付款211.36亿元，较上年底下降2.57%，主要为应付控股股东轨交集团的往来款减少所致；公司一年内到期的非流动负债168.74亿元，较上年底下降10.15%；公司其他流动负债无变化，为公司发行的“20津地铁 CP001”，纳入公司短期有息债务进行核算。非流动负债中，公司长期借款654.19亿元，较上年底略有增长0.06%；公司应付债券55.00亿元，较上年底无变化；公司长期应付款222.24亿元，较去年底增长68.44%，全部为融资租赁款，已纳入长期债务核算；公司专项应付款115.72亿元，较上年底略有下降0.23%。

有息债务方面，将其他应付款和其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项纳入长期债务核算，截至2020年底，公司全部债务1149.49亿元，较上年底增长3.50%；公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为54.45%、41.32%和49.05%，较上年底均有所下降。截至2021年3月底，公司全部债务1234.06亿元，公司资产负债率55.87%，长期债务资本化比率43.86%，全部债务资本化比率50.86%，与上年底相比变化

不大。总体看，公司债务负担较重。从债务分布情况来看，2021年4—12月、2022年、2023年及2024年以后，公司分别需要偿还255.60亿元、174.74亿元、157.62亿元和1056.94亿元。公司未来1—2年内面临一定的偿付压力

4. 盈利能力

跟踪期内，受“新冠”影响，公司营业收入同比有所下降，地铁运营继续亏损；公司期间费用对公司利润影响较大；公司利润总额对财政补贴依赖仍大；公司整体盈利能力仍较弱。

2020年，公司实现营业收入7.97亿元，同比下降33.21%；营业成本18.94亿元，同比增长16.48%；随着地铁运营收入减少，运营成本的增长，公司营业利润率进一步下降至-142.91%，同比下降99.07个百分点。

2020年，公司期间费用11.43亿元，同比增长28.38%，主要系财务费用增长所致。2020年，公司财务费用9.08亿元，同比增长54.38%，主要系有息债务增长所致。公司期间费用率由2019年的74.61%上升至2020年的143.41%，公司期间费用，尤其是财务费用对公司利润影响较大。

2020年，公司实现其他收益13.63亿元，系天津市财政局给予的地铁运营补贴。同期，公司营业外收入15.67亿元，主要为政府补助。2020年，公司实现利润总额6.88亿元，公司利润实现对财政补贴依赖仍大。

从盈利指标看，2020年公司总资本收益率和净资产收益率分别上升至0.68%和0.57%。受行业性质影响，公司整体盈利能力仍较弱。

2021年1—3月，公司实现营业收入1.44亿元，营业利润率-234.02%，实现利润总额-1.65亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所降低，经营活动现金流由正转负，但收现质量好。公司投资活动现金主要用于地铁工程投入，投资活动现金流仍为净流出，但缺口有所缩小；

公司未来投资规模仍较大，对外融资压力较大。

经营活动现金流方面，2020年，公司经营活动现金流入70.29亿元，同比下降34.46%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为9.04亿元，同比下降26.62%，主要为地铁运营收入；收到其他与经营活动有关的现金规模较大，为58.32亿元，同比下降38.53%，主要系往来款减少所致。经营活动现金流出80.59亿元，同比下降19.01%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金14.20亿元，同比下降6.31%，主要为地铁运营支出；支付其他与经营活动有关的现金60.94%，同比下降21.50%，主要为往来款。2020年，公司经营活动现金流由正转负，为-10.30亿元。从收入实现质量指标看，公司现金收入比113.40%，收现质量好。

投资活动现金流方面，2020年，公司投资活动现金流入规模较小，主要为处置子公司及其他营业单位收到现金17.58亿元，主要为神铁二号线和轨交三号线存量PPP项目股权转让收到的现金。公司投资活动现金流出146.39亿元，同比下降13.37%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金144.60亿元，主要为地铁工程现金投入。2020年，公司投资活动现金流仍为净流出，但缺口有所缩小，为-128.46亿元。

2020年，公司筹资活动现金流入金额为391.22亿元，同比下降8.62%。其中吸收投资收到的现金46.40亿元，为公司收到的项目资本金及运营补贴（反映在“资本公积”、“其他收益”以及“营业外收入”中）；2020年，公司取得借款收到的现金198.59亿元；公司收到其他与筹资活动有关的现金146.23亿元，主要是公司与轨交集团之间的借款。同期，公司筹资活动现金流出295.67亿元，同比略有下降1.33%，主要体现为偿还债务所支付的现金158.11亿元以及分配股利、利润或偿付利息所支付的现金52.02亿元。公司收到和支付的其他与筹资活动有关的现金主要是与融资租赁有关的费用、收到财政支付的利息费用和轨交集团之间的本息偿还。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额95.55亿元。

2021年1-3月,公司经营活动流入3.78亿元,经营活动现金流出8.57亿元,经营活动净额仍为负,为-4.80亿元;现金收入比大幅上升至199.60%,主要系预收工程款所致;投资活动现金净仍为净流出,为-34.64亿元,主要是对地铁建设的投入38.17亿元;筹资活动现金流量净额50.64亿元,主要为取得借款收到的现金96.10亿元、偿还债务支付的现金23.62亿元和支付其他与筹资活动有关的现金34.02亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司长短期偿债能力均弱。公司间接融资渠道畅通,或有负债风险小。考虑到天津市政府对公司支持力度很大,公司整体偿债能力极强。

截至2020年底,公司流动比率和速动比率分别为56.55%和56.03%,较上年底分别下降22.58个和18.17个百分点;2020年公司经营活动现金流量净额为负,对流动负债无保障能力。截至2020年底,公司现金短期债务比为0.08倍。截至2021年3月底,公司现金短期债务比为0.12倍,流动比率和速动比率分别上升至63.95%和63.44%。整体看,公司短期偿债能力弱。

2020年,公司EBITDA为17.49亿元,同比增长89.72%。从构成看,公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出(占51.99%)、利润总额(占39.36%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数为0.33倍,全部债务/EBITDA下降至65.72倍。总体看,公司长期偿债能力弱。

截至2021年3月底,公司合并口径共获得各商业银行授信额度685.51亿元,已使用授信额度351.50亿元,尚未使用的授信额度334.01亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至2021年3月底,公司对外担保余额6.68亿元,担保比率为0.56%,被担保方为天津城投(担保金额:4.08亿元)、天津市团泊湖投资发展有限公司(担保金额:2.60亿元)。被担保单位均为国企,目前经营正常,公司或有负债风险小。

考虑到天津市政府对公司大规模的资金支

持以及公司在地铁投资建设方面的重要地位,公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

母公司资产占合并口径的比例很高,所有者权益占合并口径的比例很高,且权益稳定性好,母公司整体债务负担一般。

母公司财务方面,截至2020年底,母公司资产总额2413.36亿元,较上年底增长6.19%。其中,流动资产333.25亿元(占比13.81%),非流动资产2080.10亿元(占比86.19%),资产以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的92.05%,占比很高。

截至2020年底,母公司所有者权益为1166.87亿元,较上年底增长4.21%,主要系资本公积增长所致。母公司所有者权益以实收资本71.86亿元(占6.16%)和资本公积合计1031.50亿元(占88.40%)为主,母公司所有者权益稳定性好。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的97.72%,占比很高。

截至2020年底,母公司负债总额1246.49亿元,较上年底增长8.12%。其中,流动负债376.15亿元(占比30.18%),非流动负债870.33亿元(占比69.82%),仍以非流动负债为主。截至2020年底,母公司全部债务843.30亿元。截至2020年底,母公司资产负债率51.65%,全部债务资本化比率41.95%,长期债务资本化比率36.89%,母公司债务负担一般。母公司负债占合并报表负债的87.31%,占比较高。

2020年,母公司营业收入为6.17亿元,占合并报表收入的77.39%占比较高。同期,母公司利润总额8.14亿元,超过合并报表利润总额。

现金流方面,2020年,公司母公司经营活动现金流净额为-1.26亿元,投资活动现金流净额-124.75亿元,筹资活动现金流净额85.97亿元。

截至2021年3月底,母公司资产总额2495.04亿元,所有者权益1166.74亿元,负债总额1328.30亿元;母公司全部债务825.50亿元,母公司资产负债率53.24%,全部债务资本

化比率 41.44%。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.99 亿元，利润总额-0.13 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月底，公司存续债券余额 77.50 亿元，本年度剩余到期债券余额 27.50 亿元，公司现金类资产对本年度剩余到期债券余额保障能力尚可；公司于 2021 年面临一定的兑付压力。

截至 2021 年 5 月底，公司存续债券余额 77.50 亿元，其中本年度剩余到期债券余额 27.50 亿元；存续债券的兑付峰值年份为 2021 年，兑付峰值共计 27.50 亿元⁹。截至 2021 年 3 月底，公司非受限现金类资产 36.21 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 70.29 亿元、-10.30 亿元和 17.49 亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表 13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券余额	27.50
未来待偿债券本金峰值	27.50
现金类资产/本年度剩余到期债券余额	1.32
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.56
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.37
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.64

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用最新一期年报数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

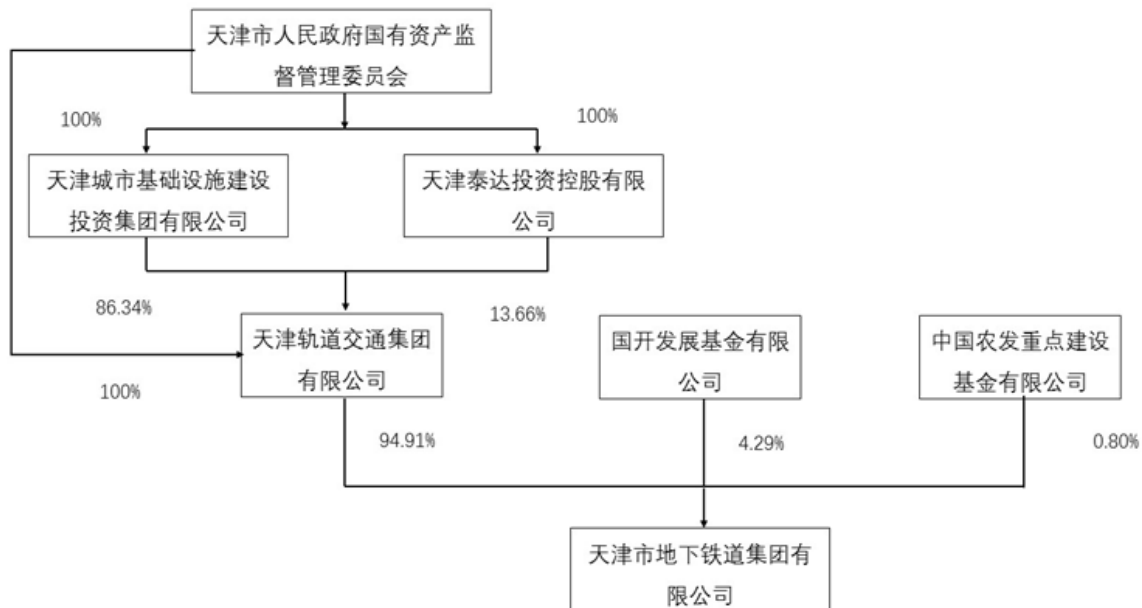
总体看，公司现金类资产对本年度剩余到期债券余额保障能力尚可；经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较弱、EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力弱，公司于 2021 年面临一定的兑付压力。

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“15 津地铁债/PR 津地铁”“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN002”和“19 津地铁 MTN003”信用等级为 AAA，维持“20 津地铁 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

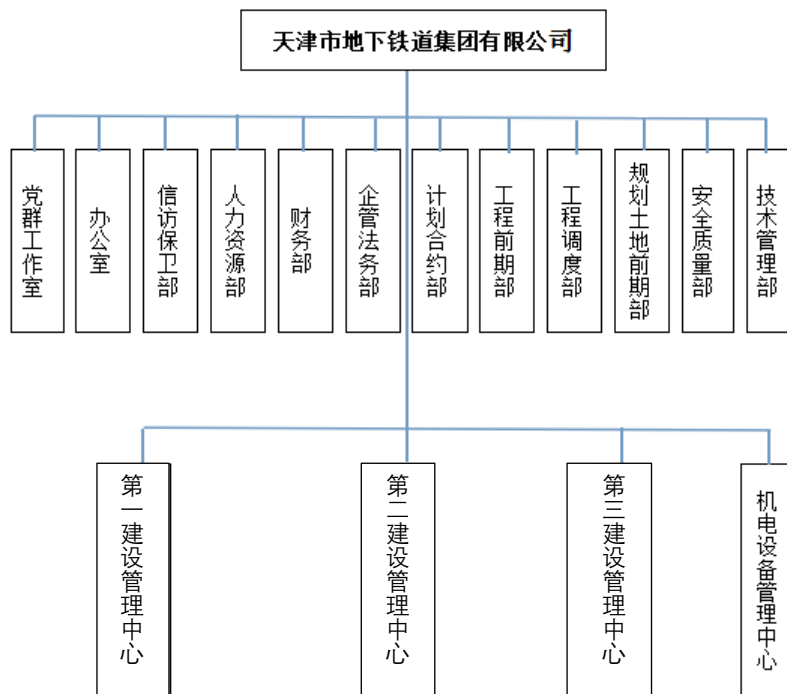
⁹ “15 津地铁债/PR 津地铁”设置提前偿还条款，2021 年偿还发行总额本金 25.00 亿元的 10%。

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 2 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	经营范围	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	天津地铁建设发展有限公司	地铁基础设施建设工程施工等	10000.00	100.00
2	天津滨海快速交通发展有限公司	津滨轻轨 9 号线运营管理等	281272.50	100.00
3	天津城投建设有限公司	基础设施建设工程施工等	300.00	100.00
4	天津轨交集团枢纽运营管理有限公司	天津站枢纽运营管理。	3000.00	100.00
5	天津海顺置业发展有限公司	地铁授权建设用地开发经营、商品房开发经营、物业管理	2000.00	100.00
6	天津一号线轨道交通运营有限公司	城市轨道交通运营管理服务等	100.00	49.00
7	天津市地铁置业发展有限公司	房地产开发、销售、物业管理、装饰装修等	1200.00	51.00
8	天津市市域铁路建设发展有限公司	各类工程建设活动；道路旅客运输经营	10000.00	50.00

资料来源：公司提供

附件 3-1 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)	86.13	68.29	25.13	36.34
资产总额 (亿元)	2068.88	2566.93	2621.70	2702.08
所有者权益 (亿元)	948.91	1148.34	1194.08	1192.43
短期债务 (亿元)	114.67	223.28	308.77	302.62
长期债务 (亿元)	752.51	887.35	840.71	931.44
全部债务 (亿元)	867.19	1110.63	1149.49	1234.06
营业收入 (亿元)	11.70	11.93	7.97	1.44
利润总额 (亿元)	8.46	1.80	6.88	-1.65
EBITDA (亿元)	13.67	9.22	17.49	--
经营性净现金流 (亿元)	4.59	7.73	-10.30	-4.80
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.51	9.28	0.11	--
存货周转次数 (次)	0.53	0.81	1.72	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比 (%)	104.90	103.22	113.40	199.60
营业利润率 (%)	-53.77	-43.84	-142.91	-234.02
总资本收益率 (%)	0.71	0.33	0.68	--
净资产收益率 (%)	0.86	0.13	0.57	--
长期债务资本化比率 (%)	44.23	43.59	41.32	43.86
全部债务资本化比率 (%)	47.75	49.17	49.05	50.86
资产负债率 (%)	54.13	55.26	54.45	55.87
流动比率 (%)	126.36	79.12	56.55	63.95
速动比率 (%)	118.37	74.21	56.03	63.44
经营现金流动负债比 (%)	1.79	1.93	-2.22	--
现金短期债务比 (倍)	0.75	0.31	0.08	0.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.94	0.18	0.33	--
全部债务/EBITDA (倍)	63.44	120.46	65.72	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计; 2. 已经其他应付款和其他流动负债中付息项纳入短期债务核算; 已将长期应付款中付息项纳入长期债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	80.63	55.84	15.81	29.40
资产总额 (亿元)	1971.87	2272.58	2413.36	2495.04
所有者权益 (亿元)	907.35	1119.68	1166.87	1166.74
短期债务 (亿元)	57.34	92.41	161.17	142.91
长期债务 (亿元)	623.95	701.69	682.14	682.60
全部债务 (亿元)	681.29	794.10	843.30	825.50
营业收入 (亿元)	7.20	8.36	6.17	0.99
利润总额 (亿元)	11.67	9.22	8.14	-0.13
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	10.84	9.52	-1.26	-2.85
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	*	0.12	0.03	--
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 (%)	113.52	115.75	119.67	273.18
营业利润率 (%)	9.92	-34.63	-127.05	-202.09
总资本收益率 (%)	0.73	0.48	0.40	--
净资产收益率 (%)	1.28	0.82	0.69	--
长期债务资本化比率 (%)	40.75	38.53	36.89	36.91
全部债务资本化比率 (%)	42.89	41.49	41.95	41.44
资产负债率 (%)	53.99	50.73	51.65	53.24
流动比率 (%)	137.59	177.82	88.60	94.85
速动比率 (%)	137.59	177.82	88.60	94.85
经营现金流动负债比 (%)	4.65	4.10	-0.33	--
现金短期债务比 (倍)	1.41	0.60	0.10	0.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	*	*	*	--

注: 1. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 2. 因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料, EBITDA 及相关指标无法计算; 3. “/”代表未取得数据, “--”代表不适用。“*”代表分母为 0

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 短期债券信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-4 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。

