

# 信用等级公告

联合[2015] 1145 号

---

联合资信评估有限公司通过对天津市地下铁道集团有限公司及其拟发行的 2015 年度 25 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

天津市地下铁道集团有限公司  
主体长期信用等级为

AAA

天津市地下铁道集团有限公司  
2015 年度 25 亿元公司债券的信用等级为  
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一五年七月五日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦9层  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com

# 天津市地下铁道集团有限公司

## 2015 年度 25 亿元公司债券信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 25 亿元

本期债券期限: 10 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3 至第 6 年  
度按本金的 10% 兑付、第 7 至第 10  
年按本金的 15% 兑付

发行目的: 项目建设资金

评级时间: 2015 年 7 月 2 日

### 财务数据

| 项目               | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  |
|------------------|---------|---------|---------|
| 资产总额(亿元)         | 1015.57 | 1163.21 | 1334.33 |
| 所有者权益(亿元)        | 416.52  | 445.47  | 718.77  |
| 长期债务(亿元)         | 310.78  | 400.45  | 483.27  |
| 全部债务(亿元)         | 344.31  | 436.95  | 526.32  |
| 营业收入(亿元)         | 7.60    | 6.34    | 7.84    |
| 利润总额(亿元)         | 0.60    | 2.86    | 2.89    |
| EBITDA(亿元)       | 1.77    | 3.66    | 3.31    |
| 经营性净现金流(亿元)      | -11.13  | -4.69   | -7.72   |
| 营业利润率(%)         | 12.37   | -3.89   | -7.80   |
| 净资产收益率(%)        | 0.07    | 0.54    | 0.31    |
| 资产负债率(%)         | 58.99   | 61.70   | 46.13   |
| 全部债务资本化比率(%)     | 45.25   | 49.52   | 42.27   |
| 流动比率(%)          | 188.89  | 150.39  | 181.99  |
| 全部债务/EBITDA(倍)   | 194.97  | 119.43  | 159.18  |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 0.07    | 0.15    | 0.13    |

注: 公司其他流动负债中短期融资券已计入短期债务及相关指标中; 长期应付款全部为融资租赁, 已计入长期债务及相关指标中。

### 分析师

黄静雯 张宁 陈茜

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)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

天津市地下铁道集团有限公司(以下简称“地铁集团”或“公司”)是天津市地铁项目投资建设及运营管理、地铁资源开发的重要主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位, 同时天津市政府给予公司较大支持。同时联合资信也关注到, 地铁项目建设周期长、投资额大, 具有较强公益性特征; 公司盈利能力波动大等不利因素对其经营发展可能带来的不利影响。

虽大规模的投资支出将增大公司资金和债务压力, 但由于天津市政府对公司支持明确, 对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息, 天津市较强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设立提前分期偿还条款, 有效缓解了公司未来的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 中国城镇化进程加快将推进城市轨道交通业的快速发展。2012 年 9 月国家发改委再次批准了 23 个城市轨道交通建设项目及近期规划, 给城市轨道交通行业带来了发展机遇。
2. 天津市经济持续增长、财政收入水平快速提高, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
3. 天津市地下铁道集团有限公司是天津市地

铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有垄断地位。

4. 天津市政府对公司支持明确，对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金作为项目建设及未来还本付息的保障。
5. 本期债券设置了分期偿还、专项偿债账户和银行监管为本期债券按期偿付提供了一定的保障。

#### 关注

1. 目前天津市地铁运营线路虽已初步形成规模，但路网效应仍有待提升，单位运营成本较高。
2. 地铁项目建设周期长，投资规模大，伴随着天津市轨道交通整体规划的快速推进，公司未来资本支出金额较大，面临一定资金压力。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津市地下铁道集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津市地下铁道集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因天津市地下铁道集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津市地下铁道集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天津市地下铁道集团有限公司 2015 年度 25 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）的前身是天津市地下铁道总公司，成立于2000年10月13日，出资人为天津市市政工程局（以下简称“市政局”），注册资本5000万元，公司代表市政局全面履行天津市快速轨道交通建设甲方业主职能和运营管理职能。

2004年11月和2005年2月，天津市建设管理委员会分别下发建经【2004】1285号文件《关于天津城市基础设施建设投资集团有限公司国有资产授权经营和资产划转的通知》和建经【2005】147号《关于对市政总公司〈关于地铁总公司资产划转有关问题的请示〉的批复》，将地铁集团无偿划归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”），注册资本变更为23.21亿元。

2008年7月21日，城投集团下发津城投经【2008】584号文件《关于地铁总公司集团化改建有关问题的批复》，批准天津市地下铁道总公司更名为现名。2010年9月，经天津城投集团、天津市建交委、天津市国资委批准调增公司注册资本金，公司注册资本调增至71.86亿元。

2014年6月25日，根据天津市人民政府国有资产监督管理委员会《市国资委关于组建天津轨道交通集团有限公司的通和》（津国资企改【2014】188号），城投集团以其持有的地铁集团100%股权对天津市铁路集团有限公司（以下简称“铁路集团”）增资，地铁集团成为铁路集团全资子公司，铁路集团更名为天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”）。公司于2014年6月26日取得换发以后的营业执照，公司股东已由城投集团变更为轨道交通集团。

截至2014年底，公司注册资本为71.86亿元，轨道交通集团持股100%。天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）

持有轨道交通集团100%股权，天津市国资委是公司实际控制人（见附件1-1）。

公司经营范围：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；设计、制作、发布、代理、代理各类广告业务（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。

截至2014年底，公司合并范围内拥有12家子公司（见附件1-3）。公司本部下设办公室、党委工作部、企业管理部、规划前期部、计划统计部、审计部、人力资源部、财务融资部、法律事务部、建设与安全管理部、总工程师室11个职能部门（见附件1-2）。公司主要职能是负责天津市地铁的投资建设运营和沿线土地的综合整理开发。

截至2014年底，公司（合并）资产总额1334.33亿元，所有者权益合计718.77亿元（其中少数股东权益11.19亿元）。2014年，公司合并口径实现营业收入7.84亿元，利润总额2.89亿元。

公司住所：天津市西青区学府中路88号学府工业区管委会办公楼；法定代表人：张兴彦。

## 二、本期债券及募投项目概况

### 1. 本期债券概况

公司计划于2014年发行25亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限为10年，采用固定利率。本期债券设本金提前偿还条款，本期债券从第3个计息年度末开始偿还本金，第3、第4、第5、第6、第7、第8、第9和第10个计息年度末分别按本期债券发行总额10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%和15%的比例偿还本金。本期债券存续期后8年每年利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金中10亿元用于地铁5号线建设、15亿元用于地铁6号线建设。



本期债券无担保。

## 2. 本期债券筹资资金投资项目概况

### (1) 天津市地下铁道5号线工程

#### 项目建设概况

天津地铁5号线北起北辰区双街，南至西青区梨园头，为中心城区东南半环的外部填充线，全长34.831公里。沿线经过北辰、河北、河东、河西、南开、西青六个行政区，连接了铁东工业区、铁东居住区、宜兴埠居住区、建昌道居住区、真理道居住区、向阳楼居住区、大直沽居住区、人民公园、天津乐园、银河广场、国展中心、宾水道及体北居住区、天津奥体中心、李七庄等客流集散点。天津地铁5号线正线全长34.831公里，地面线0.355公里，过渡段0.26公里，地下线34.216公里。共设28座车站，其中地下站27座，地面站1座。

#### 项目批复情况

本项目已于2012年6月8日，经《国家发展改革委关于天津市地铁5、6号线调整及6号线延伸线工程可行性研究报告的批复》（发改基础[2012]1660号）批复。

2012年3月29日，经环境保护部《关于同意天津市地下铁道5号线工程变更环境影响补充报告书的函》（环审变办字[2012]2号）批复。

项目用地批复：①用地预审意见，2012年4月28日，中华人民共和国国土资源部出具《关于天津市地下铁道5号线工程建设用地预审意见的复函》（国土资预审字[2012]97号），同意用地预审。该项目拟用地总面积78.8公顷，其中农用地54.21公顷（耕地25.51公顷）。②建设用地规划许可证，2011年9月29日、2013年7月11日，天津市规划局向公司颁发了建设用地规划许可证[2011津线地证0036]、[2011津线地证0037]、[2011津线地证0038]及[2013津线地证0006]，批准该项目用地规划。③地震安全性评价，2011年9月30日，中国地震局出具《对天津市地铁5号线工程场地地震安全性评价报告的批复》（中震安评[2011]148号），认为该工程

符合国家标准GB17741-2005《工程场地地震安全性评价》规定的工作要求。

#### 项目实施进度与资金使用计划

该项目总投资为258.22亿元，本期债券募集资金拟投入10亿元。截至2014年底，该项目已投入145.90亿元，近期规划施工的30座场站（包含车站和车辆段）中，已全部完成招标并进场施工，目前项目进展顺利。

#### 项目经济效益与意义

该项目具有准公益性质，建成后将具有巨大的社会效应，《符合国家产业政策目录》关于鼓励城市地铁（经国家批准）及公共交通建设的要求，是国家重点支持项目，符合国家发改委“发改办财金〔2010〕2881号”关于鼓励城市轨道交通建设的要求。

依据《天津市城市快速轨道交通建设规划调整（2003～2015）》，中心城区轨道交通线网规划方案为环放式结构，共由12条线组成，线网总长度397.2公里。地铁5号线将作为天津市轨道交通线网的填充线路，可缓解天津市南北向重要交通走廊的交通紧张状况，改善中环以内及中环附近居民的出行条件。同时，该项目的建成有助于优化城市交通结构，节约运输费用并减少交通事故，也有利于解决能源紧张、环境污染等问题，推动城市布局进一步优化。

根据该项目的可行性研究报告，项目的内部收益率为12.21%，经济净现值为1700733万元，具有良好的国民经济效益。

### (2) 天津市地下铁道6号线工程

#### 项目建设概况

天津市地下铁道6号线为中心城区西北半环的填充线，北起大毕庄，南至海河教育园区，途径东丽区、河北区、红桥区、南开区、河西区、西青区、津南区七个行政区，连接了大毕庄北部新城、金钟河大街商业区、民权门居住区、中山北路商业区、北站集散区域、小王庄居住区、西站枢纽集散区域、长江道居住区、天拖居住区、水上公园和体育馆居住区、宾馆居住区、文化中心商业区、梅江居住区、新梅

江储备地、双港新家园，海河教育园区等繁华及客流集中区域。天津地铁6号线线路正线全长：56.2公里，过渡段长266m，高架线1.324公里，地下线54.61公里。全线共设48座车站，其中地下站47座，高架站1座。

#### 项目批复

本项目已于2012年6月8日，经《国家发展改革委关于天津市地铁5、6号线调整及6号线延伸线工程可行性研究报告的批复》（发改基础[2012]1660号）批复。

2012年4月6日，经环境保护部《关于同意天津市地下铁道6号线工程变更环境影响补充报告书的函》（环审变办字[2012]3号）批复。

项目用地批复，①用地预审意见，2012年4月28日，中华人民共和国国土资源部出具《关于天津市地下铁道6号线工程建设用地预审意见的复函》（国土资预审字[2012]98号），同意用地预审。该项目拟用地总面积72.79公顷，其中农用地47.15公顷（耕地23.50公顷）。②建设用地规划许可证，2011年9月29日，天津市规划局向发行人颁发了建设用地规划许可证[2011津线地证0039]及[2011津线地证0040]，批准该项目用地规划。③地震安全性评价，2011年9月30日，中国地震局出具《对天津市地铁6号线工程场地地震安全性评价报告的批复》（中震安评[2011]149号），认为该工程符合国家标准GB17741-2005《工程场地地震安全性评价》规定的工作要求。

#### 项目实施进度与资金使用计划

该项目总投资为398.15亿元，本期债券募集资金拟投入15亿元。截至2014年底，该项目已投入208.96亿元，近期规划施工的39座场站（包含车站和车辆段）中，已全部完成招标并进场施工，目前项目进展顺利。

#### 项目经济效益与意义

该项目具有准公益性质，符合《国家产业政策目录》关于鼓励城市地铁（经国家批准）及公共交通建设的要求，是国家重点支持项目，符合国家发改委“发改办财金〔2010〕2881号”

关于鼓励城市轨道交通建设的要求。

天津地铁6号线作为天津轨道交通线网的外部填充线，沟通了中心城区的东南和东北两个方位，从线路走向上可以看出地铁6号线在中心城区交通中的西部走廊作用。沿线经过天环长途客运站、西站长途客运站、天津西站、天津北站等大型客运交通枢纽，对全市交通有一定的疏导作用。同时，该项目的建成有助于优化城市交通结构，节约运输费用并减少交通事故，也有利于解决能源紧张、环境污染等问题，推动城市布局进一步优化。

根据该项目的可行性研究报告，项目的内部收益率为10.77%，经济净现值为1554758万元，具有良好的国民经济效益。

### 三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素

实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户) 502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级) 75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同

发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业概述

城市轨道交通是城市公共交通系统的一个重要组成部分,包括地下铁道、轻轨交通、磁悬浮线路等。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,是缓解城市拥堵、能源紧张的首选,同时有助于优化城市布局,推动城镇化进程。

##### (1) 行业需求分析

城市化水平是一个国家现代化程度的重要标志,自 1998 年以来,中国城市规模快速扩大,城市化水平每年都保持 1.5~2.2%的速度增长,2014 年底已经达到 54.77%。根据 2014 年 3 月发布的《国家新型城镇化规划(2014—2020 年)》,至 2020 年,中国常住人口城镇化率要达到 60%左右,户籍人口城镇化率要达到 45%左右。

城市人口的增长使得大中城市的交通形势日趋严峻,中国传统的公共交通方式主要采用运量较小的公共汽车和无轨电车,无法有效的缓解客流高峰,此外,大城市道路设计不合理,行人车辆不遵守交通规则等原因也诱发了交通阻塞问题。近年来,随着中国城市汽车保有量的急剧上升,特别是私家车拥有率的不断提高,城市交通体系越来越难以承受庞大的重负。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。

2005~2013 年,中国各地众多大型城市均对轨道交通的建设进行了规划,国内轨道交通事业迅猛发展。北京、上海、广州三个特大城市轨道交通网络已经初步形成。截至 2013 年



末,中国共有 20 个城市(含香港)开通运行城市轨道交通,总运营里程达 2502.08 公里,城市轨道交通得到迅速发展。但是随着城市人口的迅速增加,除北京、上海、香港等大型国际化城市外,中国城市轨道交通建设仍相对滞后。截至 2013 年末,全国轨道交通运营线路(未含香港)总计达到 77 条;运营长度总里程达到 2367.3 公里;运营车站总数达到 1513 座。

从国内外大城市每万人的线网长度来看,东京、伦敦、巴黎、纽约每万人线网长度分别为 1.82 公里、1.48 公里、0.92 公里、0.73 公里。而北京、上海、广州每万人线网长度分别为 0.24 公里、0.24 公里和 0.28 公里。主要城市地铁线路仍有 3 倍以上的提升空间。

规划项目获批方面,根据国家“十二五”规划,将实施公共交通优先发展战略,大力发展城市公共交通系统,提高公共交通出行分担比率。“十二五”时期将是中国转变交通发展方式、构建综合交通运输体系的关键时期。对于城市轨道交通而言,面临着新的发展形势和要求,大力发展轨道交通势在必行,这为轨道交通建设提供了千载难逢的发展机遇。此外,2013 年以来,国家发改委将评估立项等环节下放到省市一级的有关部门(国发【2013】19 号),国家发改委只审批规划,后续由地方做主,轨道交通审批与建设进度提速。

“十八大”之后,国家大力推进城镇化。城轨地铁是大城市重要出行方式,国家政策鼓励,地方政府热情高涨,城轨地铁建设有望迎来又一轮高峰期。根据国家发改委的相关数据显示,截至 2013 年末,中国已有 45 个城市申报建设城市轨道交通项目,其中 39 座城市已经获批,6 座城市待批。根据中国土木工程学会城轨委员会等单位编写的 2013 年《中国城市轨道交通年度报告》预计,2015 年通车的线路将超过 3000 公里,到 2020 年将达到 7000 公里。未来 30 年将是中国城市轨道交通建设快速发展的黄金时期。

## (2) 行业竞争概况

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域,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,具有自然的垄断性,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。由于各地城市轨道交通需要先制定规划,上报国家发改委批准,因此,国家发改委批准与否是轨道交通项目能否投资运营的关键。

2003 年国务院发布《关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》,对申报发展地铁的城市下达了相关指标要求。对经济条件较好,交通拥堵问题比较严重的特大城市,其城轨交通项目予以优先支持。轨道交通建设基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口规模等综合实力,因此北京、上海、广州和深圳轨道交通路网效应较明显,发展较快;重庆、武汉、成都等城市城市轨道交通开通线路较少或尚处于建设阶段,路网效应尚未形成;太原、兰州、厦门等地轨道交通项目为新获批,尚处于筹建阶段。

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。

## (3) 轨道交通相关行业分析

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和社会效益。据测算,轨道交通建设投资对 GDP 的直接贡献为 1:2.63,加上带动沿线周边物业发展和商贸流通业的繁荣等间接贡献则更高。

## 地产业

在影响城市土地价格诸多因素中,轨道交通对地价的提升最为明显,远远大于绿化以及其他相关的配套设施所带来的改变。而地价的

上涨将直接提升房价，许多地铁物业的购买者看重地铁带来的出行便利，地铁沿线住宅物业与非沿线住宅物业的差价一般在 25% 甚至更多。

### 广告业

乘客在乘坐轨道交通的行程内，与外界联系较少，比较容易接受广告信息。位于地铁候车站台内的月台灯箱、位于乘客进出站、购票的通道内的通道海报、通道灯箱、扶梯侧墙海报，位于轨道车辆内部的装饰性广告彩贴等形成了对乘客全程覆盖的广告环境，由于外界干扰较少，广告媒体引发的视觉冲击力较强，能够起到较为满意的宣传效果。

### 商品零售业

随着轨道交通网络建设的铺开，车站成为大规模的人员集散地，也带来较强的购买力，城市轨道交通附近交通便利，客流量大，可以形成大规模的商业区。

## 2. 各地区轨道交通建设投融资模式分析

城市轨道交通项目具有投资规模大、技术要求高、建设周期长等特点。从国内各种投融资模式出现的先后顺序来看，呈现从中央政府主导投融资向多元化投融资模式的转变。

轨道交通建设初期融资主要依赖于政府财政资金和银团贷款（北京 1、2 号线；广州 1 号

线等），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。在项目资金的筹集上，一般由政府投入部分资本金，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、发债等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向该公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。大规模的轨道交通建设对地方政府的财政支出形成较大的压力，随着轨道交通建设的不断推进，建设企业的融资压力也日益加剧。目前轨道交通的筹资方式除了地方政府财政出资之外，在引入社会资本方面，主要有上市融资（香港、上海地铁）、BT（北京地铁奥运支线）、PPP（北京地铁 4 号线）、BOT（哈尔滨地铁）、BDOT（深圳地铁 4 号线）等。国务院总理李克强于 2013 年 7 月 31 日主持召开的国务院常务会议上指出应当将适合市场化方式提供的公共服务事项，交由具备条件、信誉良好的社会组织、机构和企业等承担。2014 年 5 月，发改委为解决基础设施资金不足问题，决定在基础设施等领域首批推出 80 个鼓励社会资本参与建设营运的示范项目，涵盖铁路、地铁、公路、港口等。未来轨道交通融资将呈现多元化趋势。目前，国内地铁主要投融资模式如表 1 所示。

表 1 中国主要城市地铁投融资模式

| 类别       |                  | 投资主体及背景                                                                       | 投融资模式                                                             | 投融资模式特点                                                            |
|----------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 政府主导投资模式 | 政府财政主导投资+银行（团）贷款 | 广州市轨道交通建设、运营和资源开发全部由广州地铁总公司（广州市政府100%持股）负责，实行一体化经营，投融资由广州市发改委专设“地铁筹资办公室”统筹解决。 | 全部资金来自政府投入和以政府信用为担保的信贷资金。以广州为例，其中政府投入占轨道交通总投入资金的 60%，其余是商业银行贷款。   | 一体化经营，投融资模式单一，财政压力较大，执行力较高。                                        |
|          | 政府财政主导投资+多种融资模式  | 上海市地铁由上海申通集团有限公司（上海市久事公司持股 66%、上海市城市建设投资开发总公司持股 34%）进行直接投资开发。                 | 融资渠道的多元化，以上海为例，其中股东投资 30%；国内外贷款 50%；发行债券、资产置换、上市融资等直接融资方式 20%。    | 基本实现了融资渠道的多元化，但政府财政支持和银行信贷资金仍占主要部分，直接融资比重仍然偏低，政府财政压力较大，信贷资金需求规模较大。 |
| 引入外部资本模式 | BT 模式            | 北京地铁奥运支线采用 BT 模式，投资金额 10.9 亿元。北京中铁工程投资管理有限公司（项目公司）承接，由北京地铁十号线公司进行回购。          | BT 主办方通过招标等方式确定投资人（BT 承办方），投资人筹集资金建设地铁，完工后，主办方以约定价格一次性或分期收回设施所有权。 | BT 模式可以缓解政府项目短期资金压力，拓宽基础设施的融资渠道，可以降低项目建设成本，提高建设效率。                 |

|         |                                                                            |                                                                                                                                                                      |                                                                                                                         |
|---------|----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PPP 模式  | 北京京港地铁有限公司（北京首都创业集团有限公司和香港地铁集团各占 49%，北京市基础投资有限公司占 2%）投资建设北京 4 号线地铁。        | PPP（public-private-partnership）模式，即公共部门与私人企业合作模式，北京地铁 4 号线是国内地铁建设中首个以 PPP 模式进行合作投资的项目，由京港地铁建设，并获得 30 年的特许经营权，在 30 年的特许经营期内负责 4 号线运营和管理，在特许经营期结束后，将项目设施完好、无偿移交给北京市政府。 | PPP 模式下，项目经营的直接收益和通过政府扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。                                                   |
| BOT 模式  | 哈尔滨轨道交通由工大集团负责筹资、建设、经营，在协议期内完成项目建设、运营和维护，在地铁投入使用后，首先获得运营收益，协议期满，再将地铁移交给政府。 | BOT（Build-Operate-Transfer）模式，由社会资本自筹资金建设地铁工程的全部或部分，而后地铁的最终所有人将地铁设施以一定价格租与 BOT 承办方，并赋予其一定年限的特许经营权。特许经营结束，BOT 承办方按约定再无偿将地铁设施移交最终所有人（政府组建的地铁公司）。                       | BOT 模式大大缓解了政府的财政压力；引入社会资本，有助于提高效率；从工程总体来看亏损仍然存在，政府仍需对地铁做大量补贴。                                                           |
| BDOT 模式 | 深圳市地铁集团有限公司代表深圳市政府与港铁集团合作，4 号线建成后已由港铁轨道交通（深圳）有限公司（项目公司）运营。                 | BDOT（Build-Development-Operate-Transfer）模式，深圳轨道交通 4 号线首次创新的投融资模式，其与传统 BOT 的不同之处是多了开发这一环节，将轨道交通周边土地、物业开发与 BOT 相结合。                                                    | 该模式特点在于政府在特许经营权中向项目承包建设方授予了项目相关产业和区域的开发权，以开发权来支持非赢利性基础设施的建设，效率大大提高，但仍有空间；工程总体可能实现盈利；确保稳定的资金流，实现了投资主体的多元化，引进外资，减少政府财政压力。 |

资料来源：联合资信整理

### 3. 行业关注

#### 城市轨道交通建设环节

##### （1）建设资金投入大、回收期长

城市快速轨道交通的修建，不仅需要庞大的资金与长期的准备时间，而且还伴随着需求的不确定性和需求的长期性。尤其是与项目建设的巨额投资相比，经济效益很低，庞大而持续的资金需求成为制约中国城市轨道交通系统发展的一大瓶颈。当前中国轨道交通建设资金对财政补贴依赖仍很大，尚未形成完整合理的轨道交通建设资金筹措、管理和使用机制。融资方式显得较为单一，资金来源亟待拓宽。

##### （2）设备技术水平偏低

中国轨道交通设备制造技术经过几十年的发展，虽然取得了很大的成绩，但在整体水平上与国外相比还有很大距离。目前，国产信号控制系统与国际水平差距较大；国内还没有一家企业能够单独突破信号系统核心技术，国内现有合资企业，还没有突破性进展，此领域基本上是由外国公司领先。同时，国内运营管理技术也和世界水平差距较大，自动化、信息化水平较低。就整个系统的运营风险、整体的运营安全、列车的调度、列车自动控制系统而言，国内可以提供部分较为先进的系统和一些

局部设施，但是整体效果得不到有效发挥，高附加值的零部件仍然要从国外进口，国产化程度不够。目前，中国正在运营的轨道交通线路基本上采取的是中外合作方式，核心技术仍然掌握在外方手中，难以实现真正的国产化，这也是造成中国轨道交通产业建设和运行成本高的原因之一。

就目前而言，应当以车辆为核心，以国内实力雄厚的机械工业、电气工业、高科技电子工业为技术后盾，有重点、分层次地进行产品国产化技术的研究开发工作，逐步形成中国自己的轨道交通建设技术力量。这不仅有降低建设成本、减少对外依赖的现实意义，而且还将有利于我们把握未来的轨道交通建设市场，参与国际化竞争。

#### 城市轨道交通运营环节

##### （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，伦敦轨道交通占城市公共交通运输量的比例是 40%、巴黎是 70%、东京是 80%、纽约是 60%，亚洲的新加坡、中国台北、中国香港等地的轨道交通也都承担着不低于 40%的城市交通量，



而中国这一指标不超过 15%。城市轨道交通如果线路单一，不能形成覆盖网络，运输规模小，综合能力不配套，则势必造成单位成本较高，影响到行业整体经济效益水平。

#### （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）轨道交通系统运营安全性亟待完善

目前，国内各城市的轨道交通系统虽然在实践中不断探索和积累，并总结出一系列适合自身特点的的安全管理办法，但是还没有形成一套成熟的体系，地铁站也成为一起事故伤害率最高和波及范围最广的场所之一。地铁站是一个高人流量、高人群密度的公共场所，一旦发生事故，后果将不堪设想。伦敦国王十字站大火、东京地铁毒气事件、莫斯科地铁爆炸、杭州地铁曾发生大面积坍塌，再到最近的北京地铁5号线安全门问题致死事件，地铁事故造成一次次无法估量的人员伤亡和财产损失，更重要的是从根本上反映出了亟待完善的城市公共安全状况。未来，建立系统的地铁安全管理体系，加强地铁系统的硬件和软件环境建设，营造地铁安全文化氛围等将对保障社会公共安全、指导中国轨道交通长期的安全的建设运营都有着重要意义。

### 4. 行业发展

中国城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，2010~2020 年将是中国城市轨道交通发展的关键时期。在经济快速发展、城镇化水平提高、机动化发展加速的环境下，公共交通运输压力日益增大，轨道交通需求空间巨大。

目前，中国轨道交通在建项目和规划中待建项目主要位于经济较为发达的城市，其城市化水平平均在不断提高，总体供给缺口仍然较

大。未来轨道交通需求和供给均处于增长状态，但需求增长较平稳，而供给将呈爆发式增长趋势，供给缺口将逐步被弥补，在建和规划中待建项目在建成后将逐步达到供求平衡。中国将进入地铁黄金发展期，市场容量巨大。

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。引进市场竞争机制有利于打破垄断、充分吸收私人和社会资本、提高轨道交通的运营效率、增强市场参与和竞争能力，有利于增强其资金保障。

从建造及技术装备水平看，加快开展城市快速轨道交通及新型交通系统成套技术的研究，有助于打破国外的技术垄断，促进自主创新能力的提升。“十二五”期间轨道交通技术研发的总体目标是：提升轨道交通的整体建造及技术装备水平；形成标准化、模块化的系统模式体系及标准体系；实现城市轨道交通智能化、信息化及无人驾驶卫星定位控制；建立一整套高度智能化的事故防范预警系统和应急疏散系统；建立多数据源的城市轨道交通三维数据库；建立便捷、安全、环保、节能、低维护的新型交通体系，使城市轨道交通成为城市交通的骨干方式，并带动相关经济及行业的发展。

### 5. 区域环境

公司主要从事天津市地铁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地铁综合开发规划对公司的发展有重要意义。

#### （1）天津市经济发展状况

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心，具有较强的经济实力和良好的发展前景。

根据《2014 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2014 年天津市全市实现地区生产总值(GDP)15722.47 亿元,按可比价格计算,比上年增长 10.0%。分三次产业看,第一产业增加值 201.53 亿元,增长 2.8%;第二产业增加值 7765.91 亿元,增长 9.9%;第三产业增加值 7755.03 亿元,增长 10.2%。三次产业结构为 1.3:49.4:49.3。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强,2014 年,全年一般公共预算收入 2390.02 亿元,增长 15.0%。在汽车制造、石油石化、金融保险和房地产业增长的强力拉动下其中,税收收入 1486.55 亿元,增长 13.5%,比重达到 62.2%。从主体税种看,增值税 252.80 亿元,增长 11.9%;营业税 478.47 亿元,增长 12.6%;企业所得税 234.69 亿元,增长 15.1%。2014 年天津市全年一般公共预算支出 2884.70 亿元,增长 15.2%。其中,教育支出增长 13.3%,医疗卫生支出增长 19.2%,城乡社区事务支出增长 24.8%,农林水事务支出增长 15.2%,文化体育与传媒支出增长 17.0%。

2014 年天津市投资总量保持快速增长。2014 年天津市完成全社会固定资产投资 11654.09 亿元,增长 15.1%,连续七年增量超过 1000 亿元。其中,城镇投资 10986.50 亿元,增长 15.3%;农村投资 667.59 亿元,增长 12.6%。在城镇投资中,第一产业投资 75.50 亿元,增长 18.8%;第二产业投资 4845.20 亿元,增长 15.1%;第三产业投资 6065.80 亿元,增长 15.4%,占城镇投资的 55.2%。三次产业投资结构为 0.7:44.1:55.2。第三产业对城镇投资增长的贡献率为 55.5%,优势产业投资占工业投资的比重达到 91.3%。

总体看,天津市经济快速增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

## (2) 天津地铁项目建设背景

天津市是环渤海地区的经济中心、国际港口城市,根据国务院批准的《天津市城市总体规划》,天津市中心城区将形成多功能、多中

心、组团式均衡发展的格局。随着城市经济的快速发展,地面道路通行能力不足的矛盾日益突出,城市公共交通发展滞后,平均运营速度仅为 18.5 公里/小时,严重制约到天津市交通运营发展和整体城市形象的提高。因此,为缓解道路交通压力、提高城市生活环境质量,市政府批准了《天津市城市轨道交通线网规划》,计划通过大力发展轨道交通来改善目前的交通紧张状况。

《天津市城市快速轨道交通建设规划(2003-2012)》于 2005 年 10 月通过国家批准(国家发改委发改投资[2005]1520 号),《天津市城市快速轨道交通建设规划(2003-2012)》共由 9 条线路组成,总长度 234.7 公里。其中地铁 1 号线于 2002 年开工建设,2006 年 6 月 12 日投入运营;地铁 2、3 号线于 2007 年开工建设;地铁 5、6 号线于 2011 年开工建设。

针对天津市总体规划调整(《天津市城市总体规划(2005—2020)》于 2006 年 7 月通过国家批准(国务院关于天津市城市总体规划的批复,国函[2006]62 号)),天津市轨道交通线网规划也在不断优化,目前已完成天津市域轨道交通线网规划,由 4 条市域线、19 条城区线组成,总规模近 1000 公里,“十二五”期间将陆续启动 2 号线机场延长线、4 号线、10 号线等工程。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2014 年底,公司注册资本为 71.86 亿元,轨道交通集团持股 100%。天津市国资委持有轨道交通集团 100%股权,是公司实际控制人。

### 2. 企业规模

公司的主要任务和经营范围为以下几项:

(1) 根据政府授权,履行地铁工程甲方业主职能,实施对天津市快速轨道交通建设全面管



理,包括总体规划,工程项目的运作,委托设计、监理、施工、组织验收和交付使用;(2)管理地铁设施和运营;(3)按市场经济运作方式进行筹资融资;(4)利用地铁沿线地理优势和政府优惠政策进行开发、经营、销售、广告、商贸服务等综合经营开发业务,为地铁建设筹资和弥补运营经费。公司在地铁投资运营业务方面具有绝对垄断地位。

总体来看,公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有垄断地位,竞争优势较为明显。

### 3. 人员素质

目前,公司本部有董事长、总经理、副总经理等10名高级管理人员,均具有本科及以上学历。公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长张兴彦先生,50岁,博士研究生,正高级工程师。1984年7月~2004年10月在中铁18局集团工作,2004年10月~2014年7月在城投集团工作,2014年7月至今在轨道交通集团工作。现任公司董事长、董事,兼任轨道交通集团副总经理、董事。

公司总经理胡浩先生,38岁,硕士,正高级工程师。1999年7月~2000年11月在天津市城建集团有限公司工作,2000年11月至今在地铁集团任职。现任公司党委副书记、总经理、董事。

截至2014年底,公司员工合计3876人,其中具有中、高级职称的人员有592人,本科及以上学历人员有1964人,年龄在31-50岁之间的员工为1328人。

总体来看,公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验;主要高管人员在母公司任有职务,有利于公司内部的上下衔接;在职人员专业职称、学历水平较高,能够满足日常工作需要。

### 4. 政府支持

由于城市轨道交通业具有较强准公共产品特征,且建设投资额大,加之票价由政府制定,因此投入运营后通常都会亏损,以上因素决定政府需要通过相应的机制对地铁项目进行建设资金和偿债支持。

公司自成立以来,已建、在建的地铁1、2、3、5、6号线和1号线东延线工程均由政府在项目资本金、偿债保证、运营补贴等方面给予了较大程度的支持。

#### (1) 项目建设资本金支持

##### 地铁1号线

地铁1号线工程竣工决算总投资92亿元,其中项目资本金46.03亿元,占项目总投资的50%左右,截至2014年底已全部到位。根据津财建二【2007】73号、津城投财【2008】188号文件精神,该资本金由政府出资。

##### 地铁2、3号线

地铁2、3号线工程初步设计概算258.53亿元,其中2号线123.33亿元,3号线135.20亿元,项目资本金127.93亿元,根据津政函【2005】137号、津政纪【2006】64号、2011年5月10日天津市人民政府第57次市长办公会议纪要等文件精神,该资本金由政府出资,其来源为土地出让收益、财政专项预算资金、城市基础设施配套费等。上述项目资本金已全部到位,截至2014年底,2号线资本金到位63.50亿元,3号线资本金到位65.50亿元。

##### 地铁5、6号线

地铁5、6号线投资估算分别为258.22亿元和398.15亿元,其中项目资本金约占总投资的50%,分别为129.11亿元和199.08亿元。截至2014年底,5号线资本金到位92.24亿元,6号线资本金到位114.80亿元。

##### 地铁1号线东延线

地铁1号线东延线工程初步设计概算126.66亿元,其中项目资本金为63.33亿元。截至2014年底,地铁1号线东延线资本金到位11.75亿元。

公司自项目投资以来到2014年底为止,已

累计收到城投集团和轨道交通集团拨付的项目资本金到账金额393.82亿元，其中1号线46.03亿元、2号线63.50亿元、3号线65.50亿元、5号线92.24亿元、6号线114.80亿元、1号线东延线11.75亿元。未来公司的项目资本金将由轨道交通集团拨付。

#### (2) 偿债保证支持

##### 地铁1号线

地铁1号线总投资92亿元，项目对外融资借款46亿元，包括国家开发银行借款、西班牙政府借款和建设银行借款。

国家开发银行贷款金额为37.5亿元，借款主体为城投集团，还款来源是天津市土地出让金政府收益。

西班牙政府贷款合人民币3.5亿元，建设银行贷款5亿元，借款主体均为地铁集团，还款来源是地铁1号线多种经营开发收益。市财政局以津财担保【2005】2号文件为西班牙政府贷款提供还款保证；由城投集团为建设银行贷款提供还款保证。

##### 地铁2、3号线

地铁2、3号线工程初步设计概算258.53亿元，其中对外融资部分由国家开发银行牵头组织银团贷款129.53亿元，借款主体为城投集团，还款来源是天津市土地出让金政府收益，由天津市土地整理中心以土地出让金政府收益权为贷款作质押担保。

##### 地铁5、6号线

地铁5、6号线工程投资估算656.37亿元，其中对外融资328.18亿元，由地铁集团利用项目贷款给予解决，还款来源为地铁运营收入和财政专项资金（财政按照公司建设资金需求拨付专项资金）。

##### 地铁1号线东延线

地铁1号线东延线工程初步设计概算126.66亿元，其中对外融资63.33亿元，由地铁集团利用项目贷款给予解决，还款来源为地铁运营收入和财政专项资金（财政按照公司建设资金需求拨付专项资金）。

#### (3) 地铁运营补贴

地铁1号线2006年6月12日开始试运营，地铁集团组建了全资子公司地铁运营有限公司（以下简称“运营公司”），全面负责地铁运营管理。此外，地铁2、3号线也分别于2013年7月、2013年10月开始正式运营。虽然天津市地铁运营线路已初步形成规模，但其单位运营成本较高，同时地铁价格相对较低，不能覆盖成本支出。为此，天津市财政对公司给予运营补贴。

2012~2014年，公司收到的政府补助分别为1.21亿元、4.39亿元和3.97亿元，其中2012~2014年运营补贴分别为1.20亿元、2.30亿元和2.54亿元（含天津站交通枢纽运营补贴0.34亿元），2012年财政局对天津海顺置业发展有限公司的政府补助0.01亿元，2013~2014年天津市财政拨付的市政公用基础设施大配套费分别为2.09亿元和1.13亿元，2014年天津市轨道交通安检项目专项资金0.30亿元。上述资金已全部到账，并计入“营业外收入——政府补助”科目。

#### (4) 地铁资源开发

天津市政府授予公司利用地铁设施提供客运运营服务经营的同时，授予了公司在地铁设施范围内，利用内部空间和设施直接或间接从事广告、通讯、商业等非运营服务。

综上所述，在地铁投资建设和运营业务方面，天津市政府对公司的发展均给予了很大程度的资金支持，上述支持对公司投资建设、地铁运营和偿还债务提供了有效的保证。

### 5. 公司投融资

公司是天津市地下铁道基础设施建设和运营主体。从资金来源来看，公司2012~2014年共收到资金合计892.30亿元，其中针对地铁项目624.64亿元，针对其他项目267.66亿元（主要为地铁沿线土地整理及开发项目）。从资金使用情况来看，公司2012~2014年项目工程投资金额合计949.31亿元（其中地铁项目投资

684.75亿元，其他项目投资264.56亿元)；偿还债务资金267.53亿元(本息合计)；其他资金支出(往来款)206.99亿元。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司依据“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代化企业制度要求，建立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。

公司董事会成员为5人，由股东委派。董事任期3年，任期届满可经股东任命后连任。董事会设董事长1人，由股东在委派董事中指定。董事长为公司的法定代表人。

公司设监事会，成员为3人，由股东委派2人和职工代表1人组成。其中，职工代表监事由公司职工大会或者职工代表大会选举产生。监事任期每届3年，任期届满可连选连任。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。

总体来看，公司形成了较为完善的法人治理结构。

### 2. 管理水平

截至2014年底，公司本部下设办公室、党委工作部、企业管理部、规划前期部、计划统计部、审计部、人力资源部、财务融资部、法律事务部、建设和安全管理部、总工程师室11个职能部门，能够满足日常管理的需要。根据经营管理的特点，公司建立了一整套较详细的管理制度，并定期根据公司运行需要更新和调整管理制度。

#### (1) 资金管理

公司的资金管理本着集中性、前瞻性、专款专用、收支两条线四项原则来进行。公司对资金收款管理流程和资金支付管理流程进行了详细规定和说明。

公司各部门、各子公司和建设管理中心根据款项类别建立资金收款台账，定期与收款单位、公司财务融资部(资金中心)核对。现金收款应及时、足额缴入资金中心，严禁截留和私设账外“小金库”。

公司资金支付类别包括人员工资及附加，日常管理费支出，偿付债务支出，投资、成本类及其他支出。根据公司本部及各子公司实际资金需求和资金存量情况，经资金中心主任、公司总经理审批后，公司资金中心可对内部的资金合理调剂使用。

#### (2) 对子公司管理

公司对所属全资子公司、控股子公司、参股子公司行使国有资产出资者权利，并依法对授权范围内国有资产行使监督管理权、投资权和收益权。

公司按规定委派和推荐全资子公司、控股子公司的法定代表人，向参股企业派驻股权代表；按照法定程序进入拥有产权(股权及权益)公司的权力机构，按规定行使选择经营管理者等出资者权利。

公司依照有关规定，对全资子公司、控股子公司外派董事或监事；落实国有资产保值增值和绩效考核指标体系，组织国有资产绩效评价，通过审计等方式对国有资产保值增值情况进行监管；建立全资子公司、控股子公司负责人经营业绩考核制度，与其任命的子公司负责人签订《目标责任书》，根据《目标责任书》对子公司负责人进行年度考核和任期考核；并对子公司法定代表人进行任期审计和离任审计；负责指导全资子公司、控股子公司建立现代企业制度，审核批准全资子公司、控股子公司对外投资(包括与境外法人、自然人、其他组织之间的联营、合资、合作等)、股份制改造方案和公司章程的制定。依照法定程序决定其全资子公司、控股子公司的分立、合并、破产、解散、增减资本、发行公司债券等重大事项。审查全资子公司、控股子公司国有股权设置方案。

### （3）招投标管理

计划部门为地铁集团招标归口管理部门，负责公司招标管理工作。

招标需求部门对需要招标的项目，填写招标计划申请表报送计划部门，并由计划部门根据招标需求部门提出的招标范围、投标人的资质和资格等要求，组织各相关部门对招标公告进行会审，并报招标主管领导审批后发布。

根据招标项目具体情况，由计划部门牵头，招标需求部门、设计单位参与，组织投标人踏勘现场，召开答疑会，招标需求部门负责对投标人提出的技术问题解答，计划部门负责对投标人提出的商务问题进行解答。招标文件经计划部门负责人、招标需求部门负责人审核后，报公司招标需求部门主管领导、招标主管领导审批。

开标由计划部门组织，招标需求部门参加。开标在投标文件递交截止时间，在天津市建设工程招标管理办公室的监督下，于天津市行政许可中心进行。

公司依法组建评标委员会。评标委员会由招标人代表和有关技术、经济等方面的专家组成，成员为单数，至少在5人以上，其中技术、经济等方面的专家不得少于成员总数的三分之二。

根据评标委员会的评标报告，经公司相关领导审批后，按照程序对中标结果进行公示，公示时间为3个工作日，无投诉后，由计划部门办理中标通知书。

### （4）安全生产管理

安全质量监察室为地铁集团安全质量归口管理部门，负责公司安全质量管理工作。“安全第一、预防为主、综合治理”是公司安全管理的工作方针。

公司设立集团本部、子公司两级安全生产委员会（以下简称“安委会”）。安委会主任由总经理担任，副主任由主管生产和安全的副总经理担任。集团本部安委会其他成员由集团本部相关副总经理、业务部室负责人、子公司总

经理和主管副总经理组成；子公司安委会其他成员由子公司主管副总经理和业务部门负责人组成。

公司安全管理分三层体系：集团级（安全质量监察室）、建设管理中心级（安质部）、现场级（每个工地有业务代表），并建立安全责任体系：按四级将责任目标层层分解，分配到各级领导，所有安全管理人员需上交安全抵押金。

安全生产委员会管理职责是研究制定地铁集团年度安全管理目标、工作计划，对安全工作做出总结和部署；定期组织召开地铁集团安委会会议和安全生产工作会，听取各子公司的安全工作汇报，确定安全工作重点，研究解决安全重大问题，通过相关安全生产文件及决议等。

地铁集团安全生产例会，原则上每月月末召开一次。如遇重大事件、特殊时期或实际需要，可视具体情况不定期召开。安全生产例会由地铁集团主管领导（或委托其他负责同志）主持召开，各子公司、建设管理中心安全主管经理、主任及安全质量部门负责人参加，会议由安全质量监察室负责组织。

总体来看，公司管理制度较为健全，能够保障日常经营工作的正常运行。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

随着地铁2、3号线全线贯通并正式运营，地铁路网效益逐步显现以及地铁运营客流量稳定增长，跟踪期内公司地铁运营收入大幅上升，2014年为4.83亿元，同比增长85.81%；同时由于地铁运营单位成本较高，地铁运营处于亏损状态；为此，政府持续对公司地铁运营进行补贴，2014年3.97亿元。2013年公司地铁资源开发业务中房地产开发的土地置换收入规模较大，同期，受项目进度影响，公司地铁资源开发收入2.44亿元，同比下降29.92%。



近年，公司综合毛利率波动大，系地铁运营和地铁资源开发业务毛利率变化大，且毛利率较高的地铁资源开发收入占比逐年下降所致。2013年中下旬2、3号线开始正式运营并采取促销措施，2014年运营促销力度有所减缓，且地铁路网效益逐步形成，使得2014年地铁运营毛利率由上年的-87.45%上升至-53.07%。

表2 公司主营业务收入、毛利、补贴收入构成情况  
(单位: 万元)

| 项目     |        | 2012年    | 2013年    | 2014年    |
|--------|--------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入 | 地铁运营   | 15093.34 | 25999.11 | 48310.23 |
|        | 地铁资源开发 | 58064.04 | 34870.04 | 24437.74 |
|        | 合计     | 73157.38 | 60869.15 | 72747.97 |
| 毛利率    | 地铁运营   | -77.91%  | -87.45%  | -53.07%  |
|        | 地铁资源开发 | 37.11%   | 59.26%   | 68.46%   |
|        | 综合毛利率  | 13.38%   | -3.41%   | -12.25%  |
| 补贴收入   |        | 12100.75 | 43870.49 | 39700.50 |

资料来源: 公司审计报告

## 2. 地铁投资建设及运营

### (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，目前天津市地铁建设投资的主要运营模式为：天津市政府提供50%的资本金、其余50%的项目资金由公司通过贷款以及运作政府给予的相关土地资源进行一、二级开发等方式筹措。其中天津市政府50%的出资比例，远高于国务院规定的25%的出资比例，也高于北京等地40%的出资比例，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。

#### 地铁1号线

天津市地铁1号线是天津市南北交通主干线，北起刘园高架站，南至双林站，全长26.188公里，设22个车站，地铁1号线竣工结算时实际投资总额为92亿元。经过5年的建设，地铁1号线于2007年7月实现全线正式通车运营。

#### 地铁2、3号线

天津市地铁2、3号线工程总投资258.53亿元，其中地铁2号线工程于2006年7月获国家发改委批复后正式开工建设。地铁2号线是贯穿天津市东西的主骨架线路，总里程22.66公里，设车站19个。天津市地铁3号线工程于2007年2月获国家发改委批复后正式开工建设。地铁3号线是贯穿天津市西南至东北的主骨架线路，总里程29.66公里，设车站23个。

截至2014年底，地铁2、3号线累计完成投资分别为125.55亿元和145.17亿元，由于地铁实际建设和工程需要，2、3号线的实际投资已经分别超过计划总投资2.22亿元和9.97亿元。地铁2、3号线已分别于2013年7月、2013年10月正式运营。

#### 地铁5、6号线

地铁5、6号线投资估算656.37亿元，截至2014年底累计完成投资分别为145.90亿元和208.96亿元，已全部完成招标并进场施工。

#### 地铁1号线东延线

地铁1号线东延线工程初步设计概算126.66亿元，截至2014年底累计完成投资10.37亿元；该工程共10座车站，1座车辆段，均已进场，其中10座正在进行主体结构施工。

### (2) 地铁运营

运营公司成立于2006年5月，注册资本1亿元，为地铁集团的全资子公司，负责天津城区已经投入运营的地铁1、2、3号线运营管理工作。截至2014年底，运营公司资产总额100亿元，所有者权益0.09亿元。2014年运营公司实现营业收入总收入共计5.28亿元，净利润亏损0.05亿元。

天津地铁票价按照天津市票价管理有关规定，实行网络化票制，现行票价区间为2~5元，采取分段计程票价，未来票价上涨的可能性不大。自运行以来，运营公司通过集中指挥逐级落实的行车组织模式和良好的设备保障，目前地铁运营图兑现率达到99%以上，为乘客提供了安全准点快捷的服务。

2013年7月和10月，地铁2、3号线分别正式投入运营，实现全线贯通，显著提升了地铁运营的网络效应，客流量快速增长；2014年公司地铁运营里程达到4750.65万公里，同比增长19.35%。2013~2014年公司地铁运营收入

2.60亿元和4.83亿元；2013年地铁1、2、3号线运营收入分别为1.85亿元、0.35亿元（不含试运营收入）和0.40亿元（不含试运营收入）；2014年地铁1、2、3号线运营收入分别为1.96亿元、1.07亿元和1.80亿元。

表 3 2012~2014 年公司地铁运营情况

| 项目         | 2012 年    | 2013 年    | 2014 年   |
|------------|-----------|-----------|----------|
| 年度出行量（万人次） | 7368.00   | 19986.44  | 25098.23 |
| 日均客运量（万人次） | 28.48     | 54.76     | 68.76    |
| 列车开行列次（列次） | 163844.00 | 296292.00 | 282392   |
| 运营里程（万公里）  | 2067.66   | 3980.57   | 4750.65  |
| 票款收入（万元）   | 15093.34  | 25999.11  | 48310.23 |
| 每人票款收入（元）  | 2.05      | 1.30      | 1.96     |

资料来源：公司提供

注：2013 年中下旬 2、3 号线正式运营并采取了促销措施，导致 2013 年的每人票款收入较 2012 年大幅下降；2014 年促销力度有所减弱。

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。由于天津市地铁单位运营成本较高，自运行以来始终处于亏损状态，2012~2014 年地铁运营毛利润分别为-1.18亿元、-2.27亿元和-2.56亿元。针对目前地铁运营亏损情况，天津市财政已明确对已运营的1、2、3号线运营亏损给予补贴，2012~2014年分别为1.20亿元、2.30亿元和2.20亿元，一定程度上弥补了运营亏损。

总体看，随着地铁 1、2、3 号线全线贯通并正式运营，地铁路网效益逐步显现以及地铁运营客流量稳定增长，使得公司地铁运营收入大幅上升。未来地铁 5、6 号线建成通车后，网络规模效益将进一步显现，预计将缓解或扭转运营亏损状态。

### 3. 地铁沿线资源开发

为强化公司融资能力和自身盈利能力，天津市政府赋予了公司地铁沿线资源开发职责，公司在从事轨道交通建设的同时，研究并推动了轨道交通沿线土地一、二级开发及地下空间的统筹规划和集约利用。

天津地铁资源投资有限公司（以下简称“资源公司”）成立于 2011 年 4 月，注册资

本 2 亿元。资源公司是地铁集团的全资子公司，负责地铁上盖物业开发、地铁沿线物业经营、地铁广告资源开发、地下空间及其它资源开发利用等业务。截至 2014 年底，资源公司资产总额 20.76 亿元，所有者权益总额 7.05 亿元。2014 年资源公司全年收入 0.43 亿元，净利润为 333.15 万元。

目前资源公司负责的地铁资源开发业务主要包括房地产、物业和让渡使用权等。（1）房地产项目为南马路五金城项目和康营里酒店项目，总投资分别为 17.29 亿元和 2.17 亿元，截至 2015 年 3 月底分别已投资 12.85 亿元和 1.58 亿元，计划于 2015 年竣工。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。（2）资源公司管理的物业包括写字楼物业和商业项目，具有独立产权的写字楼物业由和谐物业负责管理，包括和谐大厦、环球置地、格调大厦；合作开发获取分成的物业由开发商登记备案的物业管理公司负责管理，包括环球置地广场、祈年大厦、晶采大厦等，目前资源公司所属的物业出租情况较好。（3）资源公司负责 1、2、3 号线及西站灯箱广告业务运营，可获取让渡使用权收入。

公司地铁资源开发业务收入主要包括土地置换收入、劳务收入、让渡资产使用权收入等。2013 年和 2014 年，公司该项业务收入分别为 3.49 亿元和 2.44 亿元。2013 年公司地铁资源开发业务主要来源于房地产开发的土地置换收入 1.74 亿元、劳务收入 0.95 亿元、让渡资产使用权收入 0.75 亿元等，其中土地置换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，2014 年土地置换收入下降至 0.64 亿元。2015 年一季度地铁资源开发收入 0.38 亿元。地铁沿线资源开发业务收入是公司营业收入的重要部分，随着地铁 2、3 号线开始正式运营阶段，地铁沿线的资源升值空间大，该部分业务将为公司整体收入规模做出较大贡献。但该收入受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。

#### 4. 未来投资规划

公司按“科学化、专业化、精细化”要求，建立“产权明细、权责分明”的管理体制，促进建设板块、运营板块、开发板块和科技板块的协作共融，实现公司的可持续发展。未来几年，公司投资规划将以地铁 5、6 号线、地铁 4 号线以及地铁 10 号线的投资建设为主，同时还包括地铁沿线土地开发所需要的投入，其中地铁项目的资本金将由财政负担，沿线土地开发项目的资本金由公司自行筹集。

公司 5、6 号线项目计划于 2016 年建设完成，截至 2015 年 3 月底，5、6 号线项目尚需投入 278.75 亿元。此外，计划 2015 年开工建设地铁 4 号线南段和地铁 10 号线（一期），二者可研的投资估算分别为 186.95 亿元和 224.80 亿元，相关资金平衡方案尚未确定，截至 2015 年 3 月底实际到位资本金分别为 4.00 亿元和 0.80 亿元。截至 2015 年 3 月底，地铁 4 号线南段已投资 20.21 亿元，还需投入 166.74 亿元，目前处于土建招标筹备状态；地铁 10 号线（一期）已投资 11.65 亿元，还需投入

213.15 亿元，项目正在进行规划前期工作，等待国家发改委的规划批复。

总体看，公司未来投资规模较大，对外融资压力较重。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司已提供 2012~2014 年三年连审的财务报表，已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计结论。此版审计报告按照 2006 年 2 月 15 日颁布的新版会计准则编制。

截至 2014 年底，公司纳入合并范围内的子公司 12 家。2013 年公司合并范围内新增设立天津城铁港铁建设有限公司，对公司整体财务水平影响不大；2014 年公司合并范围未发生变化。上述合并范围变化对公司近三年财务数据可比性影响小。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1334.33 亿元，所有者权益合计 718.77 亿元（其中少数股东权益 11.19 亿元）。2014 年，公司合并口径实现营业收入 7.84 亿元，利润总额 2.89 亿元。

### 2. 资产质量

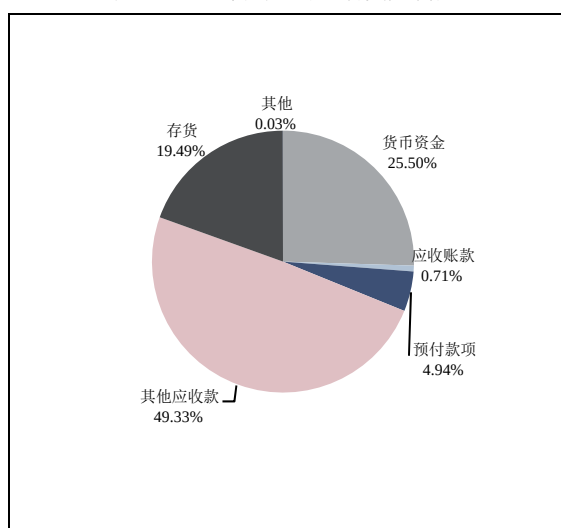
2012~2014 年，随着公司经营规模的不断扩大，其资产总额快速增长，年均复合增长率达 14.62%。截至 2014 年底，公司资产总额 1334.33 亿元，其中流动资产占 14.57%，非流动资产占 85.43%。公司资产结构以非流动资产为主，与行业特点相符，且非流动资产比重逐年上升。

#### 流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 3.38%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 194.39 亿元，以货币资金（占比 25.50%）、其他应收款（占比 49.33%）和存货（占比 19.49%）为主。

2012~2014年,根据公司地铁建设资金需求情况,货币资金呈下降趋势,年均复合下降37.51%。截至2014年底,公司货币资金49.57亿元,同比下降18.15%。公司货币资金中银行存款49.45亿元,占99.76%;其他货币资金0.12亿元,是在公司与子公司天津市海顺置业发展有限公司共同管理账户里的天津市海顺置业发展有限公司售房款,其使用受限。公司货币资金规模大,以保证各项目的工程资金需求。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2012~2014年,受地铁建设项目逐步推进,公司预付款项逐步减少,年均复合下降12.93%。截至2014年底,公司预付款项余额为9.60亿元,账龄在1年以内的预付款项占59.09%,1~2年的占13.08%,2~3年的占20.14%,3年以上的占7.69%。从预付单位来看,前五名预付单位金额合计占比为46.08%,主要是对天津市海河发展投资有限公司、南车青岛四方机车车辆股份有限公司、唐山轨道客车有限责任公司、中铁六局集团有限公司和株洲南车时代电气股份有限公司的预付工程款。

2012~2014年,其他应收款快速增长,年均复合增长率为82.43%,主要表现为2013年的大幅增长。截至2014年底,其他应收款95.90亿元,较上年大幅增长70.26%,主要系新增应收天津市津源投资发展有限公司(以下简称

“津源投资公司”)工程款、借款和利息30.31亿元。从账龄来看,其他应收款在1年以内的占46.65%、1~2年的占23.93%、2~3年的占5.20%、3~4年的占0.42%、4~5年的占8.50%、公司其他应收账款账龄较长。从欠款单位看,前五名欠款单位欠款余额占其他应收款账面总余额的84.29%。考虑到公司其他应收款欠款单位主要为天津市津源投资发展有限公司和天津市土地整理中心等政府相关单位,其他应收款收回风险较小。截至2014年底公司共计计提坏账准备51.87万元。

表4 截至2014年底公司其他应收款前五名  
(单位:亿元、%)

| 单位                 | 金额    | 占比    | 款项内容            |
|--------------------|-------|-------|-----------------|
| 天津市津源投资发展有限公司      | 30.31 | 31.61 | 工程款、借款、利息       |
| 天津市土地整理中心          | 19.92 | 20.77 | 拆迁工程款           |
| 天津滨海快速交通发展有限公司     | 12.49 | 13.02 | 应收本息            |
| 天津市财政局             | 9.29  | 9.69  | 往来款、利息          |
| 天津城市基础设施建设投资集团有限公司 | 8.83  | 9.20  | 往来款、利息、财务顾问费、利息 |
| 合计                 | 80.84 | 84.29 |                 |

资料来源:公司审计报告

2012~2014年,公司存货年均复合增长率为70.26%,主要系公司的子公司天津城铁港铁建设有限公司于2013年8月28日出资20.75亿元拍下一宗土地(宗地编号为津北富(挂)2013-066)所致,截至2014年,公司存货37.89亿元。其中,开发成本36.70亿元,主要是与地块相关的成本,其中公司以中央广场土地使用权9.95亿元向银行抵押借款1.93亿元至2016年10月;其他为原材料、开发产品等。

### 非流动资产

2012~2014年,公司投资性房地产快速增长,年均复合增长19.60%。截至2014年底,公司投资性房地产15.14亿元,全部为房屋建筑物。

2012~2014年,公司固定资产规模较为稳



定。截至 2014 年底，公司固定资产原值 100.84 亿元，主要体现为轨道交通地铁一号线（占 94.69%）、房屋建筑物（占 2.75%）及其相关设备。公司累计计提折旧 1.10 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），固定资产净额 99.74 亿元，其中融资租入固定资产 39.65 亿元。

随着公司地铁工程建设的持续推进，2012~2014 年，公司在建工程规模快速增长，年均复合增长 19.24%。截至 2014 年底，公司在建工程余额为 1016.93 亿元，较去年同期增长 19.65%，以地铁相关建设项目及地铁周边土地一级开发为主。地铁 2、3 号线虽然已正式运营，但未完成竣工决算，故仍计入在建工程中。

总体来看，近年来公司资产规模较快增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中货币资金占比较高，且非流动资产以固定资产和在建工程中地铁建设资产为主。总体来看，公司资产结构合理，考虑到货币资金作为项目资本金将陆续投入项目建设，资产流动性一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 31.37%，主要来源于地铁项目建设资本金拨付以及合并枢纽公司带来的资本公积的大幅增长。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 718.77 亿元（其中少数股东权益 11.19 亿元），其中实收资本占比 10.16%，资本公积占比 87.49%，盈余公积占比 0.35%，未分配利润占比 2.00%。总体来看，公司所有者权益构成较为稳定。

#### 负债

截至 2014 年底，公司负债合计 615.55 亿元，其中流动负债占比 17.35%，非流动负债占比 82.65%，公司债务以非流动负债为主，符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

2012~2014 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 5.32%。截至 2014 年底，公司流动负债为 106.81 亿元。其中，应付账款占 21.19%、预收款项占 25.35%、其他应付款占 12.54%、一年内到期的非流动负债占 19.11%和其他流动负债 19.19%。

2012~2014 年，公司应付账款年均复合增长 1.01%。截止 2014 年底公司应付账款为 22.63 亿元，主要为应付地铁建设工程款和设备款；从账龄看，1 年以内的占比 52.41%、1~2 年的占比 20.24%、2~3 年的占比 21.74%、其他为 3 年以上的，账龄较长；从集中度看，应付账款前五名余额为 2.60 亿元，占全部应付账款 11.49%。

2012~2014 年，公司预收账款有所增长，年均复合增长 0.55%。截至 2014 年底，公司预收款项 27.08 亿元；公司预收款项前五名合计金额为 24.61 亿元，占总额的 90.88%，主要为预收的津源投资公司的地铁建设工程款（城投集团将地铁建设工程款先拨付至津源投资公司，再通过津源投资公司拨付至公司账户，城投集团计“预付账款”，公司计“预收账款”科目），预收津源投资公司的款项占预收款项总额的 85.49%。

2012~2014 年，公司其它应付款年均复合增长 1.08%。截至 2014 年底，公司其他应付款 13.39 亿元，较上年大幅下降 55.39%，主要为应付企业、政府部门的往来款、保证金等；其中其他应付款单位前五名金额合计 1.35 亿元，占其他应付款总额的 10.08%，占比较小。

近三年，公司一年内到期的非流动负债规模逐年下降。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 20.42 亿元，同比下降 5.04%。

非流动负债方面，2012~2014 年，公司非流动负债波动幅度较大，分别为 502.76 亿元、603.07 亿元和 508.74 亿元。截至 2014 年底，公司非流动负债 508.74 亿元，同比下降 15.64%，系专项应付款转增资本公积后减少所致。从构成看，非流动负债主要由长期借款（占 59.07%）、应付债券（占 10.00%）和长期应付

款（占25.92%）构成。

2012~2014年，公司长期借款快速增长，年均复合增长19.48%。截至2014年底，公司长期借款300.53亿元，包括银行和非银行金融机构借款。

公司于2012年11月发行“12津地铁MTN1”30亿元，使得公司2012年新增应付债券30.18亿元，其中应付债券利息1846.67万元。公司于2013年5月发行“13津地铁MTN1”20亿元，使得公司2013年新增应付债券20.68亿元，其中应付债券利息6769.78万元。

2012~2014年，公司长期应付款大幅增长，年均复合增长37.20%。截至2014年底，公司长期应付款131.88亿元，较上年增长35.91%，全部为融资租赁款及相关应付利息。

2012~2014年，公司专项应付款波动下降，年均复合下降64.39%。截至2014年底，公司专项应付款24.27亿元，较上年下降87.98%，主要系基建拨款，该部分账款不需公司偿还。

从有息债务来看，2012~2014年，公司有息债务规模持续上升，主要由于长期借款、应付债券和长期应付款大幅增长。截至2014年底，公司全部债务526.32亿元，其中短期债务和长期债务分别占8.16%和91.84%。从债务负担情况来看，2012~2014年，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波动下降，2014年底分别为46.13%、42.27%和40.20%。

总体来看，公司债务以长期债务为主，符合地铁建设周期较长的行业特点，债务结构较为合理，有息债务占比适宜，整体债务负担尚可。

#### 4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入略有上升，年均复合增长1.58%。2014年公司实现营业收入7.84亿元，同比上升23.75%，主要系地铁运营收入大幅增长所致；同期地铁沿线资源开发收入下降至2.44亿元，其中土地置换收入0.64

亿元。2012~2014年公司整体主营业务收入略有下降，年均复合下降0.28%，2014年公司主营业务收入为7.27亿元；2012~2014年公司整体主营业务成本快速上升，年均复合增长15.01%，2014年公司主营业务成本为8.17亿元。

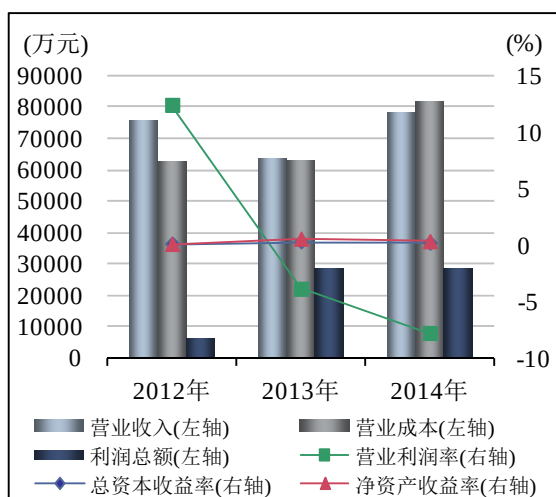
2012~2014年，公司营业利润率逐年大幅下降，三年分别为12.37%、-3.89%和-7.80%，主要系由于地铁2、3号线正式投入运营，公司地铁运营业务亏损规模逐年扩大所致。

2012~2014年，公司期间费用具有一定的波动性，以管理费用为主。2012~2014年管理费用复合增长15.47%，主要系融资租赁前期费用有所增加所致，2014年公司管理费用1.62亿元。2012~2014年公司财务费用复合下降43.45%，主要系流动贷款减少以及项目贷款增加利息资本化所致，2014年公司财务费用为0.15亿元。同时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。

公司营业外收入规模较大，2012~2014年分别为1.37亿元、4.41亿元和4.01亿元，主要是政府补助。为弥补地铁运营亏损，天津市政府自地铁1号线运营以来持续为公司提供资金补贴，近三年天津市政府分别为公司拨付了1.21亿元、4.39亿元和3.97亿元的财政补贴，有效弥补了公司运营亏损。在补贴收入的作用下，2012~2014年公司分别实现利润总额0.60亿元、2.86亿元和2.89亿元。

从公司的各项盈利指标上来看，近三年公司总资产收益率和净资产收益率平均值分别为0.20%和0.33%，2014年分别为0.18%和0.31%，受行业性质影响，公司整体盈利能力较弱。

图2 2012~2014年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司收入规模受地铁资源开发业务的影响波动较大，但地铁运营收入呈稳定增长趋势。目前公司地铁运营处于亏损状态，财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用较大。

## 5. 现金流

2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动上升，三年分别为5.01亿元、4.14亿元和6.62亿元；2012~2014年现金收入比波动上升，分别为68.52%和68.08%和90.93%，主要由于主营业务收入不断增长，同期公司现金收入比由2013年的68.08%上升至2014年的90.93%。2012~2014年购买商品、接受劳务支付现金分别为8.42亿元、25.03亿元和7.14亿元，2014年较上年大幅下降71.46%主要系2013年购买土地支付金额规模大，而2014年公司不再有此类支出所致。2012~2014年，公司收到和支付的其它与经营活动有关的现金基本为公司与城投集团及其下属公司的内部往来款项。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-11.13亿元、-4.69亿元和-7.72亿元。

2012~2014年，公司投资活动现金流入量复合下降37.92%，分别为37.88亿元、24.51亿元和14.60亿元，主要是收到其他与投资活动有关的现金大幅下降所致。2014年公司收到其他

与投资活动有关的现金为14.33亿元，反映相关地铁线路账务处理时垫付各公司之间的往来款和工程款项。2012~2014年，公司收回投资收到的现金分别为0.81亿元、1.35亿元和0.11亿元，2012~2013年主要是收回委托发放的款项，2014年公司收回投资收到的现金主要是注销公司收回投资款。2012~2014年，公司投资活动现金流出量分别为195.51亿元、182.37亿元和136.50亿元，2014年公司投资活动现金流出，同比下降25.15%，主要系支付其他与投资活动有关的现金下降所致。公司购建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金波动中有所下降，2012~2014年分别为154.82亿元、111.28亿元和124.24亿元，该科目随着地铁建设投入而波动变化。2012~2014年，公司投资所支付的现金分别为1.00亿元、1.21亿元和1.39亿元，2012年和2013年公司投资所支付的现金为委托发放给金居公司的委放款，2014年为收购子公司股权款。公司支付其它与投资活动有关的现金反映公司垫付各公司的往来款和工程款，2014年为10.87亿元。2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-157.63亿元、-157.87亿元和-136.50亿元。

2012~2014年，公司筹资活动现金流入量分别为266.83亿元、196.70亿元和221.56亿元。公司吸收投资收到的现金为公司收到的地铁项目资本金，资金流入量较大，三年分别为45.66亿元、34.11亿元和63.64亿元。公司借款收到的现金系银行贷款资金流入，三年分别为213.16亿元、144.85亿元和156.88亿元。2012~2014年，公司筹资活动现金流出量分别为76.37亿元、100.47亿元和101.29亿元，主要体现为偿还债务所支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。公司收到和支付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及其他与筹资相关的费用。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为190.46亿元、96.23亿元和120.27亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模波

动下降。伴随着地铁建设工作的推进，投资活动现金净流出规模大，公司对外部融资具有较强依赖性。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014年，由于公司流动负债快速上升，但流动资产规模较为稳定，公司流动比率和速动比率快速下降；上述两个指标三年平均值173.89%和144.31%，2014年分别为181.99%和146.52%。2012~2014年公司经营现金流动负债比分别为-11.55%、-4.09%和-7.22%。但公司短期债务相对于货币资金规模较小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2012~2014年公司EBITDA波动增长，年均复合增长36.83%，2014年为3.31亿元；2012~2014年，公司全部债务/EBITDA波动幅度较大，2014年为159.18倍，整体来看，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到天津市政府对公司支持明确，由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息，综合来看，公司偿债能力适宜。

截至2015年3月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为933.62亿元，尚未使用额度559.84亿元，公司融资渠道畅通。

截至2015年3月底，公司为天津铁路建设投资控股（集团）有限公司和天津滨海快速交通发展有限公司分别提供担保17.50亿元和11.00亿元，担保比率3.95%，或有负债风险小。

表5 截至2015年3月底公司对外担保情况  
(单位：万元)

| 单位名称               | 担保金额   | 担保期限                |
|--------------------|--------|---------------------|
| 天津铁路建设投资控股（集团）有限公司 | 90000  | 2014.6.30-2019.6.29 |
| 天津铁路建设投资控股（集团）有限公司 | 85000  | 2015.2.16-2017.2.16 |
| 天津滨海快速交通发展有限公司     | 30000  | 2014.9.24-2015.9.23 |
| 天津滨海快速交通发展有限公司     | 80000  | 2015.4.1-2021.3.31  |
| 合计                 | 285000 |                     |

资料来源：公司提供

#### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告（银行版）》（编号：NO.B201505150079192609），截至2015年5月15日，公司已结清关注类贷款3笔，未结清关注类贷款9笔（合计1.61亿元），均系国家开发银行对公司收到的西班牙政府贷款的外汇转贷款的统一分类。

#### 8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及天津市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到天津市政府对于公司在项目建设资金、偿债保证、运营补贴等方面的各项支持，公司整体抗风险能力强。

### 九、本期债券偿债能力分析

#### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司拟发行本期债券额度为25亿元，占2014年底公司长期债务和全部债务的比重分别为5.17%和4.75%，对公司现有债务影响不大。

截至2014年底，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46.13%、40.20%和42.27%。以2014年底财务数据为基础，本期债券发行后，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将分别上升为47.12%、41.42%和43.41%，公司的债务负担将有所加重。

#### 2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014年，公司EBITDA分别为本期债券发行额度的0.07倍、0.15倍和0.13倍；2012~2014年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券发行额度的0.88倍、2.67倍和1.75倍；2012~2014年，公司经营活动现金净流量分别为本期债券发行额度的-0.45倍、-0.19倍和-0.31倍。公司经营活动现金流入量对本期债



券保障能力尚可，EBITDA 和经营活动现金净流量对本期债券保障能力弱，但考虑到债券募集资金运用于项目，且项目资金偿还由天津市政府保障，公司不能偿付本期债券的风险极低。

### 3. 本期债券保障措施

本期债券设置了提前分期偿还条款，从第 3 个计息年度末开始偿还本金，第 3、第 4、第 5、第 6、第 7、第 8、第 9 和第 10 个计息年度末分别按本期债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%和 15%的比例偿还本金。公司年度最高偿还本金为 3.75 亿元，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为上述本金额度的倍 0.47 倍、0.98 倍和 0.88 倍；2012~2014 年公司经营活动现金流入量分别为上述本金额度的 5.84 倍、17.81 倍和 11.69 倍；2012~2014 年公司经营活动现金净流量分别为上述本金额度的 -2.97 倍、-1.25 倍和 -2.06 倍。公司经营活动现金流入量对年度最高偿还本金额度保障能力强，EBITDA 和经营活动现金净流量对年度最高偿还本金额度保障能力弱，但考虑到债券募集资金运用于项目，且项目资金偿还由天津市政府保障，公司不能偿付本期债券的风险低。提前分期偿付本金，有效缓解了债券的集中偿付压力。

### 4. 专项偿债账户及银行监管

公司在中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）天津分行设立了专项偿债资金账户，安排专人管理本期债券的付息、兑付工作，并与光大银行天津分行签订了《专项偿债资金账户监管协议》，根据协议约定，光大银行应于每年本期债券付息日和兑付日前的第 5 个工作日以书面方式通知地铁集团当期债券应付本息数额及偿债资金总额。在《募集说明书》规定的债券付息日和兑付日前 5 个工作日或之前，地铁集团应保证有足额的资金存入偿债账户以支付当期债券本息。光大银行负

责核对地铁集团是否将偿债资金足额按时划拨至偿债账户。如在《募集说明书》规定的债券付息日和兑付日前 5 个工作日，地铁集团在偿债账户的资金总和不足以偿付当期应付本息时，光大银行应在当日向地铁集团发出补足资金的通知，同时立即通知债券持有人。光大银行应督促地铁集团制定有效的应对措施并在债券付息日和兑付日前 3 个工作日之前（包括当日）补足应支付的偿债资金。如果地铁集团在债券付息日和兑付日前 1 个工作日之前（包括当日）仍未补足应支付的偿债资金，光大银行在债券付息日和兑付日后 5 个工作日内应通知债权代理人按照会议规则召开债券持有人会议，地铁集团应阐释资金不能足额到户的原因，并由债券持有人会议就相关补救事宜作出决议。在与债券持有人会议就补救事宜作出决议后，地铁集团应严格依照该决议，履行偿债资金的补提措施。

光大银行应于每年 6 月底前，向地铁集团出具专项偿债资金账户监管报告，报告内容应包括偿债账户资金存入情况和账户余额情况。

总体看，本期债券的发行对现有债务影响较小，公司 EBITDA、现金流量对本期债券的覆盖程度较弱。但考虑到本期债券设置了分期偿还条款，且天津市政府对公司的支持力度较大，公司不能偿付本期债券的风险低。

## 十、结论

天津市地下铁道集团有限公司是天津市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有垄断地位。近年来，天津市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司发展创造了良好的外部环境；天津市政府对公司支持明确，对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金用以保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息。

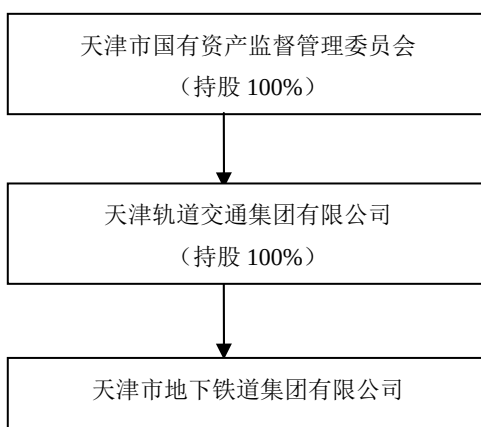
公司地铁运营单位成本较高，日常运营对于政府补贴具有一定的依赖性；但考虑到天津

市政府支持明确，公司未来债务大部分由天津市财政偿还，运营亏损由财政补贴等因素，总体来看，公司主体信用风险极低。

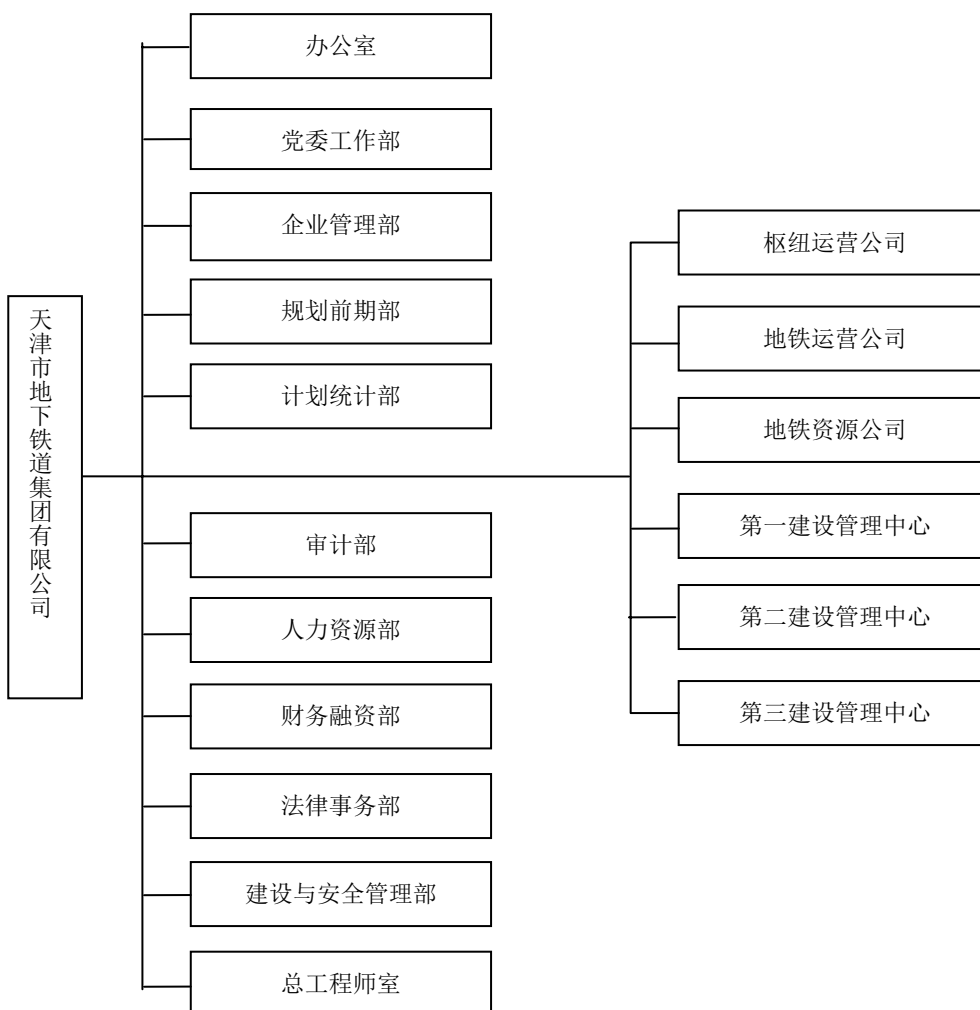
本期债券的发行对现有债务影响较小，公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力尚可，EBITDA、经营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度较弱。但本期债券设置了分期偿还、专项偿债账户和银行监管为本期债券按期偿付提供了一定的保障。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 附件 1-1 截至 2014 年底公司股权结构



### 附件 1-2 截至 2014 年底公司组织架构图



### 附件 1-3 截至 2014 年底纳入合并范围内子公司情况

| 序号 | 子公司名称           | 经营范围                                 | 注册资本<br>(万元) | 公司<br>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%       |
| 2  | 天津市地下铁道运营有限公司   | 地铁运营                                 | 10000.00     | 100%       |
| 3  | 天津地铁资源投资有限公司    | 对房地产业进行投资、房屋租赁等                      | 70000.00     | 100%       |
| 4  | 天津城投建设有限公司      | 基础设施建设工程施工等                          | 300          | 100%       |
| 5  | 天津市凯东置业发展有限公司   | 房地产开发及商品房销售等                         | 1500.00      | 100%       |
| 6  | 天津地铁科技发展有限公司    | 电子信息、地铁工程相关技术开发、咨询、服务、转让；地铁运营技术咨询等   | 1000.00      | 100%       |
| 7  | 天津地铁和谐物业管理有限公司  | 物业管理、提供机关事业单位后勤话服务等                  | 300.00       | 100%       |
| 8  | 天津城投枢纽运营管理有限公司  | 天津站枢纽运营管理                            | 3000         | 100%       |
| 9  | 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      | 60%        |
| 10 | 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%        |
| 11 | 天津市地铁广告传媒发展有限公司 | 设计制作发布代理国内各类广告等                      | 1000.00      | 40%        |
| 12 | 天津城铁港铁建设有限公司    | 房地产开发、建设、销售、出租和管理自建物业及配套设施；物业管理；停车服务 | 227300.00    | 51%        |

注：公司对天津市地铁广告传媒发展有限公司的持股未超过 50%，公司为其最大股东，其他两家股东分别是天津市深远广告传播有限公司 35%，银基投资控股有限公司 25%；且该公司经营业务主要依赖母公司地铁沿线广告发布，同时其董事、监事均由公司委派，法定代表人也是公司委派，因此具有实质控制权，将其纳入公司合并财务报表的合并范围。



## 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目                | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  |
|-------------------|---------|---------|---------|
| <b>财务数据</b>       |         |         |         |
| 现金类资产(亿元)         | 125.12  | 58.89   | 49.50   |
| 资产总额(亿元)          | 1015.57 | 1163.21 | 1334.33 |
| 所有者权益(亿元)         | 416.52  | 445.47  | 718.77  |
| 短期债务(亿元)          | 33.53   | 36.50   | 43.04   |
| 长期债务(亿元)          | 310.78  | 400.45  | 483.27  |
| 全部债务(亿元)          | 344.31  | 436.95  | 526.32  |
| 营业收入(亿元)          | 7.60    | 6.34    | 7.84    |
| 利润总额(亿元)          | 0.60    | 2.86    | 2.89    |
| EBITDA(亿元)        | 1.77    | 3.66    | 3.31    |
| 经营性净现金流(亿元)       | -11.13  | -4.69   | -7.72   |
| <b>财务指标</b>       |         |         |         |
| 销售债权周转次数(次)       | 18.68   | 7.88    | 5.96    |
| 存货周转次数(次)         | 0.48    | 0.26    | 0.22    |
| 总资产周转次数(次)        | 0.01    | 0.01    | 0.01    |
| 现金收入比(%)          | 68.52   | 68.08   | 90.93   |
| 营业利润率(%)          | 12.37   | -3.89   | -7.80   |
| 总资本收益率(%)         | 0.11    | 0.30    | 0.18    |
| 净资产收益率(%)         | 0.07    | 0.54    | 0.31    |
| 长期债务资本化比率(%)      | 42.73   | 47.34   | 40.20   |
| 全部债务资本化比率(%)      | 45.25   | 49.52   | 42.27   |
| 资产负债率(%)          | 58.99   | 61.70   | 46.13   |
| 流动比率(%)           | 188.89  | 150.39  | 181.99  |
| 速动比率(%)           | 175.31  | 119.96  | 146.52  |
| 经营现金流动负债比(%)      | -11.55  | -4.09   | -7.22   |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 194.97  | 119.43  | 159.18  |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)  | 0.88    | 2.67    | 1.75    |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍) | -0.45   | -0.19   | -0.31   |
| EBITDA/本期发债额度(倍)  | 0.07    | 0.15    | 0.13    |

注：1. 现金类资产已扣除受限资金；

2. 公司其他流动负债中短期融资券已计入短期债务及相关指标中；长期应付款全部为融资租赁，已计入长期债务及相关指标中。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

| 指标名称            | 计算公式                                                        |
|-----------------|-------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                             |
| 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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1] × 100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                             |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                             |
| 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 / 主营业务收入 × 100%                              |
| <b>盈利指标</b>     |                                                             |
| 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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%                       |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                             |
| 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%                                         |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                             |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA / 利息支出                                               |
| 全部债务 / EBITDA   | 全部债务 / EBITDA                                               |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                             |
| 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%                                  |
| <b>本期债券偿债能力</b> |                                                             |
| 经营活动现金流入量偿债倍数   | 经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额                                    |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数  | 经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额                                      |
| EBITDA / 本期发债额度 | EBITDA / 本期发债额度                                             |

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 + 一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

## 附件4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

| 级别设置 | 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                         |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 天津市地下铁道集团有限公司 2015 年度 25 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

天津市地下铁道集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。天津市地下铁道集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，天津市地下铁道集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天津市地下铁道集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天津市地下铁道集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如天津市地下铁道集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天津市地下铁道集团有限公司、主管部门、交易机构等。

