信用等级公告

联合〔2019〕1194 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，“15 津地铁债/PR 津地铁”“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”和“19 津地铁 MTN002”信用等级为 AAA，“19 津地铁 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

天津市地下铁道集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 津地铁债/PR 津地铁	22.50 亿元	2025/10/16	AAA	AAA
18 津地铁 MTN001	15.00 亿元	2021/9/20	AAA	AAA
19 津地铁 MTN001	15.00 亿元	2024/1/15	AAA	AAA
19 津地铁 MTN002	12.00 亿元	2022/3/26	AAA	AAA
19 津地铁 CP001	10.00 亿元	2020/2/27	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 10 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.46	67.27	86.05	162.15
资产总额(亿元)	1831.33	1957.05	2068.88	2497.98
所有者权益(亿元)	902.40	943.46	948.91	1087.96
短期债务(亿元)	93.77	38.74	57.34	--
长期债务(亿元)	497.11	542.22	623.95	768.95
全部债务(亿元)	590.89	580.96	681.29	768.95
营业收入(亿元)	7.69	13.66	11.70	2.19
利润总额(亿元)	4.80	8.14	8.46	-1.07
EBITDA(亿元)	7.26	10.15	13.67	--
经营性净现金流(亿元)	20.95	11.56	4.59	-0.27
营业利润率(%)	-44.40	-20.71	-53.77	-118.35
净资产收益率(%)	0.52	0.81	0.86	--
资产负债率(%)	50.72	51.79	54.13	56.45
全部债务资本化比率(%)	39.57	38.11	41.79	41.41
流动比率(%)	163.47	158.47	126.36	141.18
经营现金流动负债比(%)	9.61	5.42	1.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	81.44	57.21	49.84	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

分析师：张宁　姜泰钰

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

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的主体。随着地铁1、2、3以及6号线投入运营，天津地铁路网效益逐步显现。跟踪期内，公司地铁运营收入稳定增长，在建项目建设进展顺利，政府在项目资本金和运营补贴等方面持续给予公司较大程度支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，地铁运营持续亏损以及地铁项目未来资本性支出大等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，对于公司地铁建设的投资支出，天津市政府支持明确，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本金支持。同时，随着新线陆续投运，地铁线路网络效应增强，地铁资源开发不断成熟，公司客流量进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 津地铁债/PR 津地铁”“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”和“19 津地铁 MTN002”信用等级为 AAA，“19 津地铁 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在地铁投资建设、运营管理和资源开发方面具有专营优势，行业竞争优势较为明显。
2. 跟踪期内，公司继续得到政府在地铁线路建设资本金以及地铁运营补贴等方面的较大程度支持。
3. 跟踪期内，公司地铁线路及交通枢纽建设按序进行，地铁运营客流量进一步增长，公司地铁运营收入稳步上升。

关注

1. 跟踪期内，随着新地铁线路开通，公司亏损程度进一步加大。
2. 跟踪期内，公司利润对政府补贴和不具持续性的投资收益依赖大。
3. 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，公司未来投资规模较大，对外融资压力较重。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达投资”）间接持有联合资信 23.15%的股份，泰达投资间接持有该公司 13.66%的股份，联合资信与该公司存在关联关系情形。但由于泰达投资未参与联合资信的经营管理与决策，因此，联合资信、评级人员与该公司不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

天津市地下铁道集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“地铁集团”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍分别为天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”）和天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内拥有 7 家子公司（见附件 1-3）。公司本部内设办公室、党群工作部、信访保卫部、企管法务部、计划合约部、工程前期部、财务部、人力资源部、工程调度部、规划土地前期部、安全质量部、技术管理部 12 个职能部门和 4 个管理中心（见附件 1-2）。

截至2018年底，公司（合并）资产总额2068.88亿元，所有者权益合计948.91亿元（其中少数股东权益-63.14万元）。2018年，公司合并口径实现营业收入11.70亿元，利润总额8.46亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2497.98亿元，所有者权益合计1087.96亿元（其中少数股东权益-63.14万元）。2019年1~3月，公司合并口径实现营业收入2.19亿元，利润总额-1.07亿元。

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。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至2019年6月10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”和“19津地铁CP001”，尚需偿还债券本金合计74.50亿元（详见表1）。跟踪期内，公司已按期支付“15津地铁债/PR津地铁”应付利息，“18津地铁MTN001”“19津地铁MTN001”“19津地铁MTN002”和“19津地铁CP001”尚未到付息日。

“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。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CP001”募集资金用于偿还存量融资和补充流动资金。截至2019年5月底，“19津地铁MTN002”募集资金尚余837万元未使用，“19津地铁CP001”募集资金尚余0.98亿元未使用，其他债券募集资金已全部按照计划用途使用完毕。

表1　联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 津地铁债/PR 津地铁	25.00	22.50	2015/10/16	10 年
18 津地铁 MTN001	15.00	15.00	2018/9/20	3 年
19 津地铁 MTN001	15.00	15.00	2019/1/15	5 年
19 津地铁 MTN002	12.00	12.00	2019/3/26	3 年
19 津地铁 CP001	10.00	10.00	2019/2/27	1 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市轨道交通行业

城市轨道交通属于城市公共交通系统的一个重要组成部分，按照国家标准有7种制式，分别为地铁、轻轨、单轨、现代有轨电车、磁浮交通、市域快轨和自动导向轨道系统（APM）。轨道交通具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，具有良好的社会效益。

同时，轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。

（1）行业发展概况

改革开放以来，中国城市化进程逐步加快，城市人口也相应增长，2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人，城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 59.58%，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。为了解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。

近年来，全国多城市地铁在建，国内轨道交通事业迅猛发展。近五年运营里程翻倍，完成投资约 1.5 万亿。根据《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年底，中国内地累计有 35 个城市建成投运城市轨道交通线路，共计 185 条线路，运营线路总长度达 5761.4 公里，共有 7 种制式同时在运营。其中，地铁 4354.3 公里，占比 75.6%；轻轨 255.4 公里，占比 4.4%；单轨 98.5 公里，占比 1.7%；市域快轨 656.5 公里，占比 11.4%；现代有轨电车 328.7 公里，占比 5.7%；磁浮交通 57.9 公里，占比 1.0%；APM10.2 公里，占比 0.2%。

图1　2012~2018年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信整理

进入“十三五”以来，全国城市轨道交通运营线路保持快速增长，累计新增运营线路长度为 2143.4 公里，年均新增线路长度为 714.5 公里。2018 年受城市轨道交通建设门槛提高和审批趋严影响，运营线路增幅有所放缓，仅新增乌鲁木齐 1 个运营城市，全国新增运营线路长度 728.7 公里、新增运营线路 20 条。2018 年全年累计完成客运量 210.7 亿人次，同比增长 14%。截至 2018 年底，在建成投运城市中，运营线路长度排名前五位的分别为上海（784.6 公里）、北京（713.7 公里）、广州（449.5 公里）、南京（394.5 公里）和武汉（351.1 公里）。

图2　截至2018年底中国各城市轨道交通运营线路长度（单位：公里）



资料来源：联合资信整理

2018 年，中国城市轨道交通完成投资 5470.2 亿元，同比增长 14.9%。在建线路总规模 6374 公里，同比增长 2.0%，其中北京、广州两市建设规模超过 400 公里，成都、武汉、杭州 3 市建设规模超过 300 公里。截至 2018 年底，中国共有 63 个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的 19 个城市），其中，城轨

交通线网建设规划正在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7611 公里（不含已开通运营线路），其中，国家发改委审批共 44 个城市规划线路，总计 6864.4 公里，占比 90.2%，总投资达 38911.1 亿元。上海、北京、广州、杭州、深圳、武汉 6 市投资计划均超过 2000 亿元，6 市规划线路投资总额达 15438.8 亿元。

未来 30 年将是中国城市轨道交通建设持续发展阶段。“十三五”期间，预计新增通车里程超过 4000 公里，同比增长 100%，投资将超过 2 万亿元，预计到 2020 年，中国轨道交通运营里程将达到 7700 公里。

（2）行业竞争概况

与公共汽车，出租车等其他城市公共交通替代工具相比，轨道交通具有运量大、距离长、速度快、安全、节约能源、占有地面空间少，环保等优点，在解决高密集度客流的出行问题方面均有明显优势。

由于轨道交通只能服务于特定的区域，不同城市的轨道交通之间不存在市场竞争，而目前同一城市轨道交通基本上由一家公司进行建设和运营，具有自然垄断性，因此轨道交通行业内部之间市场竞争程度很弱，其竞争主要表现在规划环节。目前，轨道交通企业规模基本取决于所在城市规模、经济发展状况、人口规模及城镇化水平等综合实力，因此北京、上海、广州和深圳轨道交通企业规模大，发展也相对较早，目前的线路网初具规模，而内地二线城市目前还处于建设初期，竞争力相对较弱。但是，随着社会投资主体以特许经营方式参与到轨道交通建设运营，未来轨道交通建设运营的竞争机制将逐步完善，建设运营效率将得到提高。

（3）轨道交通建设投融资模式分析

相对于地面交通，轨道交通建设成本高昂，具有投资额大、投资回收期长的经济特性。目前，中国轨道交通项目的建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、由政府与企业共建的模式。

在项目建设资金的筹集上，一般由政府设立地铁建设专项基金投入部分资本金，资本金比例在30~40%左右，一般由市、区两级财政提供资金来源，少数城市由市、省两级政府财力提供支持，并由政府实际控制的、代政府行使投融资建设职能的企业通过贷款、债券和资产票据等方式或运作政府给予的相关资源（如：沿线土地资源运作等）筹措另外部分资金，未来政府通过每年向地铁建设公司拨付专项资金来偿付到期债务本息。由于地铁运营具有公益性特征，票价非市场定价，通车后易形成政策性亏损，轨道交通运营在很大程度上也依赖政府的财政补贴。

中国轨道交通的资金规模已成为轨道交通提高供给的首要约束条件，未来大规模投资将对地方财政带来较大资金压力，轨道交通行业未来将由单一的政府投资转变为投资主体多元化，实现中国城轨交通行业可持续发展。目前，引入社会资本的多种模式得到了尝试，包括BT（建设-转让，北京地铁奥运支线采用该模式）、PPP（北京地铁4号线采用该模式）、BOT（建设-运营-转让，深圳地铁4号线采用该模式）、TOT等，有效地减轻了建设期地方政府财政投资的压力，同时，也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

面对城市轨道交通行业发展形势，规模经济约束、价格水平较低、原材料价格波动、资金不足等矛盾突出，成为行业持续健康发展的重点关注因素。

① 规模经济约束

城市轨道交通有非常明显的规模经济特征，具体体现在轨道交通发挥作用以路网规模为前提，覆盖面越大，交通效率越高。目前，中国轨道交通占城市公共交通运量不高，主要由于线网效应不明显，运载能力难以释放，运输规模小，综合能力不配套，导致单位成本较高，中国大部分城市地铁运营环节均处于亏损

状态。

② 价格水平较低，难以维持正常运营

轨道交通票价一般采用政府主导下的公益导向定价机制，由政府主持召开听证会，并且要在一定程度上以地面公交价格为参考，因此各个城市地铁价格普遍处于较低水平，难以维持地铁正常运营的成本开销。

③ 原材料价格波动对成本影响大

建筑行业利润易受建材价格波动的影响。近年来，钢铁，水泥、玻璃等建筑业原材料价格波动剧烈，建筑行业成本转嫁能力较低且利润空间有限，原材料价格波动加大了地铁建设的经营风险以及利润的不确定性。

④ 资金不足

城市轨道交通既面临需求量激增，又遇传统筹资难度增大的双重压力。从投入需求看，建设规模和运营规模不断扩大，建设资金和运营费用大幅增加。从筹资能力看，贯彻《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》精神，要严防金融风险，严控过度举债；加之原先作为重要筹资手段的城市可转让土地受到国家政策控制，将对地方政府资金收入产生较大影响。因此，能否在防范金融风险的把控下进一步引入市场机制，扩充筹资渠道，成为城市轨道交通可持续发展的重要条件。

（5）行业政策

城市轨道交通行业特点之一是投资巨大，专业技术要求较高，对城市发展影响重大，一旦决策失误，其损失将不可估量，所以城市轨道交通建设门槛很高，国家和地方政府已出台一系列政策来保障城市轨道交通行业的健康快速发展。

表 2 城市轨道交通行业相关的主要政策

序号	名称	下发单位	发布日期
1	《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》（国办发〔2003〕81 号）	国务院	2003.09
2	国务院办公厅《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》（国办发〔2014〕37 号）	国务院	2014.08
3	《住房城乡建设部关于加强城市轨道交通线网规划编制的通知》（建城〔2014〕169 号）	住建部	2014.11
4	《关于做好城市轨道交通项目环境影响评价工作的通知》（环办〔2014〕117 号）	环保部	2014.12
5	《国家发展改革委关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》（发改基础〔2015〕49 号）	发改委	2015.01
6	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知（国发〔2015〕51 号）	国务院	2015.09
7	《国家发展改革委、住房城乡建设部关于优化完善城市轨道交通建设规划审批程序的通知》（发改基础〔2015〕2506 号）	发改委、住建部	2015.12
8	《城市公共交通“十三五”发展纲要》	交通运输部	2016.07
9	《交通基础设施建设重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	2016.11.
10	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》（国发〔2016〕72 号）	国务院	2016.12
11	《国家发展改革委关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》（发改基础〔2017〕189 号）	发改委	2017.01
12	国家发改委、教育部、人社部关于加强城市轨道交通人才建设的指导意见（发改基础〔2017〕74 号）	发改委、教育部、人社部	2017.01
13	《十三五现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2017.02
14	关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见（发改基础〔2017〕1173 号）	发改委、住建部、交通部、铁路局、铁总	2017.06
15	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）发布	国务院	2018.07
16	《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08

资料来源：联合资信整理

（6）行业发展

中国宏观经济稳定运行及城镇化进程加快推进城市轨道交通业的快速发展，未来城市轨道交通需求和供给均处于增长状态。目前在国外大都市中，其高峰时段城市轨道交通占公共交通出行的比重高达 60%以上，而在我国北京、上海等轨道交通最发达的城市，该项比例仅为 30%左右；国外的地铁承运率已经达到 70%~80%，而目前我国只有 40%，提升空间很大。

从行业投资体制和运营模式上来看，轨道

交通行业未来将逐步由单一的政府投资转变到投资主体的多元化，有利于增强其资金保障。政府将可能建立更完善的国有资产增值保值机制，同属于一个城市的轨道交通可能被划分给不同的主体经营，实现其在管理效率、经营水平等方面的竞争，形成规模经营、适度竞争的格局。

“十三五”时期，我国已进入城市轨道交通建设大发展阶段，并由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展，预计新建 3500 公里左右，相当于前 50 年的总和，2020 年底全国城市轨道交通运营线路预计 7000 公里左右，2025 年底将超过 1 万公里，2030 年底可能接近 1.5 万公里。

但在快速发展过程中，城市轨道交通线路新建申报要求将更加严格和全面，便于促进该行业的健康持续。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求科学制定建设规划，加强规划审核和监管，并指出城市轨道交通系统，除有轨电车外均应纳入城市轨道交通建设规划并履行报批程序。地铁主要服务于城市中心城区和城市总体规划确定的重点地区，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。引导轻轨有序发展，申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。这有助于确保城市轨道交通发展规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应，各城市根据实际情况适当发展城市轨道交通。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次 0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰每小时 3 万人次以上、1 万人次以上（以上申报条件将根据经济社会发展情况按程序适时调整），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金，这有助于防范债务风险、避免个别城市盲目投资。

2. 区域经济

跟踪期内，天津市经济增速有所放缓，但其较强的经济实力，仍为公司的发展提供了良好的外部环境。

根据《2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018 年，全市生产总值（GDP）18809.64 亿元，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 172.71 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 7609.81 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 11027.12 亿元，增长 5.9%。三次产业结构为 0.9:40.5:58.6。

2018 年天津市固定资产投资小幅下降，按可比口径计算，比上年下降 5.6%。其中，第一产业投资下降 9.1%，第二产业投资下降 6.3%，第三产业投资下降 5.3%。制造业投资下降 22.0%，其中计算机通信和其他电子设备制造业增长 11.2%，汽车制造业增长 7.0%。

随着交通基础设施建设的发展，天津市客流量持续增长。全年货运量 53548.07 万吨，比上年增长 1.0%。其中，公路 34711.14 万吨，铁路 9247.70 万吨，水运 8260.94 万吨。货物周转量 1984.28 亿吨公里，增长 2.3%。其中，公路 404.10 亿吨公里，铁路 245.02 亿吨公里，水运 1326.60 亿吨公里。客运量 1.92 亿人次，增长 0.3%；旅客周转量 553.49 亿人公里，增长 4.9%。港口货物吞吐量 5.08 亿吨，增长 1.4%；集装箱吞吐量 1600.69 万标准箱，增长 6.2%。机场旅客吞吐量 2359.14 万人次，增长 12.3%；货邮吞吐量 25.87 万吨，下降 3.6%。截至 2018 年底，全市民用汽车保有量 298.69 万辆，其中私人汽车 250.14 万辆；民用轿车 192.02 万辆，其中私人轿车 173.88 万辆。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生

变化，仍分别为轨道交通集团和天津市国资委。

2．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以及地铁运营补贴等方面的较大程度支持。天津市充足的财政资金可为公司地铁项目资本金以及运营补贴等及时到位提供有力支持。

2018年，天津市财政收入有所下降。根据《天津市2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，2018年，天津市全年一般公共预算收入2106亿元，比上年下降8.8%。其中，税收收入1625亿元，比上年增长0.8%，占一般公共收入的77.2%，比上年提高7.7个百分点，财政收入质量较高。全年一般公共预算支出3105亿元，下降5.4%。2018年，天津市财政自给率为67.83%，财政自给能力一般。2018年，天津市政府性基金收入1160亿元，比上年下降5.6%，其中土地出让收入986亿元，下降18.3%。截至2018年底，全市政府债务余额4079亿元，其中市级政府债务余额1532亿元。除中央转贷的外国政府和国际经济组织贷款等21亿元外，全部为财政部代理发行和市财政自主发行的地方政府债券。融资平台存量债务已于2018年全部置换完毕。总体看，天津市充足的财政资金可为公司地铁项目资本金以及运营补贴等及时到位提供有力支持。

跟踪期内，公司继续得到政府在地铁线路建设资本金以及地铁运营补贴等方面的较大程度支持。

（1）项目建设资本金支持

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。

目前，由地铁集团承建的地铁项目中，已建成投入运营的为地铁1号线、2号线、3号线、5号线、6号线以及9号线。其中1、2、3、5和9号线资本金共计354.64亿元，已全部到位；6号线资资本金203.48亿元，到位84.59%；在建的主要项目为1号线东延、4号线南段项目、10号线一期、7号线一期和11号线一期项目。具体资本金到位情况如下表：

表3　截至2019年3月底公司主要在建地铁线路资本金到位情况（单位：亿元）

地铁线路	工程总投资	项目资本金	已到位资本金
1号线	92.05	46.03	46.03
2号线（含滨海国际机场延伸线）	149.07	74.54	74.80
3号线（含南站延伸线）	164.30	82.15	73.43
5号线	254.53	127.26	127.26
6号线	406.96	203.48	172.12
1号线东延线	126.66	63.33	27.35
4号线南段	189.11	94.56	31.50
10号线一期	220.69	88.28	20.10
津滨轻轨地铁9号线	117.78	28.12	33.12
地铁7号线一期	268.96	107.58	14.40
地铁11号线一期	256.02	102.41	26.62
合计	**2246.13**	**1017.74**	**646.73**

资料来源：公司提供

（2）偿债保证支持

地铁1、2及3号线

地铁1号线总投资92.05亿元，项目对外融资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”），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，借款主体为地铁集团，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号文件提供还款保证；建设银行贷款5亿元，借款主

体为地铁集团，由城投集团为建设银行贷款提供还款保证。

地铁2、3号线工程对外融资部分由城投集团作为融资主体进行融资，还款来源是天津市土地出让金政府收益。

地铁5、6号线、1号线东延、4号线南段及10号线一期

地铁5、6号线、1号线东延、4号线南段及10号线一期项目资金均由地铁集团作为融资主体利用项目贷款进行解决，还款来源均为地铁运营收入和财政专项资金（财政按照公司偿债资金需求拨付专项资金）。

津滨轻轨地铁9号线

津滨轻轨地铁9号线初步设计批复总投资为117.78亿元，对外融资部分借款主体为天津滨海快速交通发展有限公司（以下简称“滨海快速”）。上述贷款的还款来源为津滨轻轨地铁9号线运营收入、多种经营开发收入、天津市市级、滨海新区及开发区、东丽区财政专项资金。

（3）地铁运营补贴

针对地铁线路运营成本高于收入的现状，天津市财政对公司给予运营补贴。2018年公司收到的政府补助为14.26亿元，其中运营补贴为5.22亿元。2019年1~3月，公司收到的政府补助为2.49亿元，其中运营补贴为0.49亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司不存在未结清和已结清的关注和不良信贷记录。公司过往债务履约情况良好。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1012010100155690C），截至2019年6月3日，公司不存在未结清和已结清的关注和不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年6月10日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司地铁运营收入稳步提升，受房地产项目销售进度影响，公司地铁资源开发收入大幅下降。随着新地铁线路开通，公司亏损程度进一步加大。

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。2018年，公司地铁运营收入上升为5.92亿元，同比增长7.21%。同期，地铁资源开发收入为4.38亿元，同比下降42.69%，主要系受公司房地产项目销售进度影响，房地产销售收入下降所致。受此影响，2018年，公司地铁资源开发收入在公司主营业务收入中的比重下降至42.54%。

2018年，公司主营业务毛利率-62.37%，亏损幅度较2017年进一步加大，主要系2018年公司开通地铁6号线南孙庄站至梅林路站，导致运营成本增加所致。

2019年1~3月，公司主营业务收入2.08亿元，相当于上年的20.17%；同期，公司主营业务毛利率为-129.56%，较2018年大幅下降，主要是随着滨海快速（为津滨轻轨地铁9号线的建设主体）于2019年纳入公司合并范围，公司需要承担津滨轻轨地铁9号线的运营收支差额，导致运营成本增长所致。

表4 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2017年	2018年	2019年1~3月
主营业务收入	地铁运营	5.52	5.92	1.39
	地铁资源开发	7.66	4.38	0.69

	合计	**13.18**	**10.31**	**2.08**
毛利率	地铁运营	-89.17	-133.23	-216.15
	地铁资源开发	31.41	33.33	43.41
	综合毛利率	**-19.15**	**-62.37**	**-129.56**

注：尾差系四舍五入所致
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，公司地铁线路及交通枢纽建设按序进行，地铁运营客流量进一步增长，公司地铁运营收入稳步上升。

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，天津市政府提供资本金、其余项目资金通过项目贷款方式解决。目前公司在建的项目主要包括地铁1号线东延、4号线南段、10号线一期、7号线一期和11号线一期项目，以上项目总投资合计1061.44亿元，截至2019年3月底，尚需投资820.54亿元。

表5　截至2019年3月底公司已运营及在建地铁项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目概况	项目状态	总投资	已投资
1	地铁 1 号线	全长 26.187 公里，设 22 个车站。	已运营（已决算）	92.05	91.94
2	地铁 2 号线（含滨海国际机场延伸线）	全长 27.142 公里，设车站 20 个。	已运营（未决算）	149.07	140.63
3	地铁 3 号线	全长 33.582 公里，设车站 26 个，含控制中心。	已运营（未决算）	164.30	186.11
4	津滨轻轨地铁 9 号线	全长 52.20 公里，设车站 21 座。	已运营（正在进行工程结算和竣工财务决算）	117.78	120.90
5	地铁 5 号线	全长 34.831 公里，设车站 28 个。	已试运营	254.53	248.05
6	地铁 6 号线	全长 56.15 公里，设车站 48 个。	南孙庄站-梅林路站已运营（未决算）	406.96	305.31
7	地铁 1 号线东延	全长 16.039 公里，设车站 11 个。	在建	126.66	83.89
8	地铁 4 号线南段	全长 19.4 公里，设车站 14 个。	在建	189.11	55.89
9	地铁 10 号线一期	全长 21.22 公里，设车站 21 个。	在建	220.69	47.64
10	地铁 7 号线一期	全长 26.53 公里。	在建	268.96	22.30
11	地铁 11 号线一期	全长 22.60 公里。	在建	256.02	31.18
合计				**2246.13**	**1333.84**

注：表中已投资金额为公司报发改委口径，金额小于“在建工程”金额
资料来源：公司提供

公司除对地铁项目进行建设外，还包括对轨道交通枢纽的建设以及配套的公用工程建设。主要运营模式为由天津市财政局拨付公司项目资本金，国开行提供专项贷款，并由天津市财政局拨付资金还本付息。轨道交通枢纽建设方面，公司已完成天津站交通枢纽工程、天津西站交通枢纽工程和机场交通枢纽工程的建设[1]，目前公司在建项目为文化中心交通枢纽，概算总投资为70.67亿元，截至2019年3月底累计已投资48.57亿元。

②地铁运营

公司的各地铁线路归公司本部所有，公司委托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。

2018年，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

[1] 目前，上述 3 个交通枢纽工程均在办理竣工决算。

可能性不大，地铁运营图兑现率达到99%以上。2018年，受地铁6号线南孙庄站-梅林路站投入运行及地铁1号线东延线开通至李楼站影响，客流量不断增长，达到3.59亿人次，同比增长17.70%。2018年，公司地铁运营收入为5.92亿元，同比增长7.21%，客流量增长幅度超过地铁运营收入的增长幅度主要是地铁5号线尚处于试运营阶段，票款收入未在公司利润表中体现所致。2018年，公司地铁运营毛利率水平下降至-133.23%，主要系新开通线路运行成本很高所致。

2019年1~3月，公司地铁运营收入为1.39亿元，地铁运营毛利率水平进一步下降至-216.15%，主要系随着滨海快速纳入公司合并范围，公司需要承担津滨轻轨地铁9号线的运营收支差额所致。

表 6　2016~2019 年 3 月年公司地铁运营情况

项目名称	运营里程（公里）	客运量（亿人次）			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
地铁 1 号线（含部分东延伸线）	28.70	1.02	0.98	1.04	0.29
地铁 2 号线（含滨海国际机场延伸线）	27.10	0.74	0.78	0.84	0.21
地铁 3 号线（含南站延伸线）	33.60	1.00	1.02	1.13	0.26
津滨轻轨地铁 9 号线	52.25	--	--	--	0.12
地铁 6 号线（南孙庄站-梅林路站）	42.50	0.01	0.27	0.48	0.15
地铁 5 号线	34.83	--	--	0.10	0.14
合计	**218.98**	**2.77**	**3.05**	**3.59**	**1.17**

注：由于津滨快速于 2019 年纳入公司合并范围，故上表津滨轻轨地铁 9 号线的运营情况只体现了滨海快速纳入合并范围后的客运量情况
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，2018年及2019年1~3月，公司收到的运营补贴为5.22亿元和0.49亿元。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，受项目销售进度影响，公司房地产销售业务收入有所下降；由于该板块收入受地铁沿线开发进度的影响波动性较大，未来该部分业务的发展值得关注。

为强化公司融资能力和自身盈利能力，天津市政府赋予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。目前，公司子公司天津地铁资源投资有限公司（以下简称“资源公司”）和天津市海顺置业发展有限公司主要负责公司该板块业务。其业务范围主要包括房地产、物业、土地置换和让渡使用权等。

房地产销售方面，公司以自有的地铁沿线土地出资与开发商合作或自行通过摘牌方式取得沿线土地资源后开发建设物业并进行销售。若为合作开发，公司根据双方签订的合作开发协议分得属于其拥有的房产，再由公司自行销售并获得销售收入。公司目前确认收入的商品房项目为南马路五金城项目，该项目总投资为27.16亿元，截至2019年3月底已投入21.87亿元，并已经实现回款8.96亿元。2018年，公司实现房地产销售收入2.55亿元，同比下降57.50%，主要是受项目销售进度影响所致。公司目前无在建及拟建项目，在当前房地产调控形势下，公司参与开发的物业项目面临着开发周期延长或资金回笼速度放慢的压力，存在一定的物业开发经营风险。

表7 截至2019年3月底公司商品销售业务代表性项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目位置	出资地块	建筑面积	总投资	累计投资	可销售面积	已销售面积
康营里房地产项目	天津市和平区昆明路与营口道交口，四至范围为北至营口道、东至云南路、南至昆明公寓、西至昆明路	康营里地块	1.30	3.04	3.04	1.30	--
南马路五金城项目	南开区南马路北侧	南马路五金城地块	10.07	27.16	21.87	9.71	2.80
合计	--	--	**11.37**	**30.20**	**24.91**	**11.01**	**2.80**

注：康营里房地产项目公司未来计划整体转售，故目前未进行销售
资料来源：公司提供

土地置换业务主要为公司因承揽天津市轨道交通建设，以天津市政府拨付的地铁沿线补偿地块作价出资，以合作开发模式获得的现金收益返还。截至2017年底，公司共获得6个补偿地块，土地面积9.60万平方米，入账价值8.19亿元。2017年以来无新增置换地块，2018年实现收入0.11亿元，规模较小，收入均来自于天津市营口道地块项目，合作方为和记黄埔有限公司。土地置换业务收入很大程度上取决于地块整理进度以及合作项目实施进度，具有一定的不确定性。

让渡资产使用权方面，公司采用“自主经营和委托经营相结合”的模式，运用市场经济手段，经营地铁站点沿线已建成物业、站厅及地下空间的商业。公司管理的物业包括写字楼物业和商业物业。其中写字楼物业有和谐大厦、环球置地、格调大厦等项目；商业物业有晶采大厦等项目。目前上述物业出租情况较好。2018年，公司实现房屋租赁收入0.62亿元，同比下降34.04%，主要是公司将部分归入租赁业务的收入2018年重新分类至劳务业务收入所致。

劳务业务主要指公司充分运用政府给予的广告媒体、自动售货机、地铁纪念品各类特许经营权开展广告经营等业务，以获取广告收入及咨询收入。2018年，公司实现的劳务收入1.10亿元，同比增加0.56亿元，主要是2018年公司将原本分类于租赁业务的收入分类至劳务业务收入所致。

2018年，公司地铁资源开发收入为4.38亿元，同比下降42.69%，主要系受房地产项目销售进度影响，房地产销售收入下降所致。同期，该板块毛利率为33.33%，较上年提升1.92个百分点。2019年1~3月，公司地铁资源开发收入为0.69亿元，毛利率为43.41%，较2018年大幅增长，主要是部分资源使用成本支出为半年支付或者在年底支付所致。地铁沿线资源开发业务收入是公司营业收入的重要部分，随着地铁5、6号线全线建成并正式投入使用，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。但该板块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。

3. 未来投资规划

公司未来投资规模较大，对外融资压力较重。

根据《天津地铁集团“十三五”发展战略规划纲要》，“十三五”期间，公司将全面加快地铁工程建设，增强城市发展载体功能，完成基础设施建设投资1391.81亿元，累计开工近249公里，全面落实《天津城市轨道交通建设规划（2015~2020）》。

未来几年，公司拟建的项目主要为地铁 8 号线一期和地铁 4 号线北段以及地铁沿线土地开发，其中地铁 8 号线计划采取 PPP 模式进行建设，其余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。

截至2019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号线一期项目，尚需投资349.04亿元。此外，公司拟建的地铁项目总投资468.91亿元，未来三年计划投资193.30亿

元。总体看，公司未来投资规模较大，对外融　　资压力较重。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司主要拟建地铁项目情况表（单位：亿元）

序号	项目名称	建设里程	总投资	资本金	未来三年投资计划		
					2019年	2020年	2021年
1	地铁 8 号线一期	18.48	200.53	80.21	20.15	48.00	45.00
2	地铁 4 号线北段	24.00	268.38	107.35	10.15	25.00	45.00
合计	**--**	**42.48**	**468.91**	**187.56**	**30.30**	**73.00**	**90.00**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2018年，公司将持有的天津城铁港铁建设有限公司（以下简称“港铁公司”）51%的股权进行了转让，导致合并范围内减少子公司1家。2019年1~3月，公司将所持天津市地下铁道运营有限公司100%股权划转给天津轨道交通运营集团有限公司，同时公司股东轨道交通集团将持有的滨海快速100%的股权划转给公司。截至2019年3月底，公司合并范围内子公司7家。合并范围变动对公司财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成以在建工程为主，资产流动性一般。

截至2018年底，公司资产总额2068.88亿元，同比增长5.71%；资产结构仍以非流动资产为主（占比84.34%），与行业特点相符。

表 9　2017~2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	67.27	3.44	86.05	4.16	162.15	6.49
应收账款	3.39	0.17	0.91	0.04	2.98	0.12
预付款项	166.55	8.51	164.02	7.93	165.89	6.64
其他应收款	56.52	2.89	49.93	2.41	72.64	2.91
存货	43.42	2.22	20.47	0.99	20.12	0.81
流动资产	**338.22**	**17.28**	**323.92**	**15.66**	**423.89**	**16.97**
可供出售金融资产	1.31	0.07	1.31	0.06	1.66	0.07
投资性房地产	17.23	0.88	18.20	0.88	40.56	1.62
固定资产	100.11	5.12	98.92	4.78	109.30	4.38
在建工程	1497.63	76.53	1608.26	77.74	1890.96	75.70
其他非流动资产	--	--	16.00	0.77	27.75	1.11
非流动资产	**1618.83**	**82.72**	**1744.96**	**84.34**	**2074.09**	**83.03**
资产总额	**1957.05**	**100.00**	**2068.88**	**100.00**	**2497.98**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司流动资产323.92亿元，同比下降4.23%。公司货币资金86.05亿元，同

比增长27.93%，主要是为保证地铁项目顺利推进，融资增加所致。其中银行存款86.05亿元，公司货币资金规模大，以保证各项目的工程资金需求。货币资金中受限资金为0.23亿元，主要为公司与天津市凯德龙园科技有限公司地役权纠纷一案被冻结银行存款0.14亿元。截至2018年底，公司预付款项为164.02亿元，同比下降1.52%，主要为预付天津市津源投资发展有限公司（以下简称“津源投资公司”）的工程款150.00亿元（系公司收购西站交通枢纽资产提前支付收购资金），其余主要为预付天津市滨海市政建设发展有限公司的工程款10.00亿元。同期，公司其他应收款49.93亿元，同比减少11.66%，系收到公司股东轨道交通集团往来款所致。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91.62%，集中度较高，但考虑到公司其他应收款欠款单位主要为政府及相关单位，其他应收款回收风险较小。截至2018年底，公司其他应收款累计计提坏账准备244.27万元。截至2018年底，公司存货20.47亿元，同比下降52.85%，主要系公司将原负责北运河地块开发的港铁公司的股权转让所致。其中，开发成本17.84亿元，主要是与地块开发相关的成本，其他为原材料、开发产品等。

截至 2018 年底，公司非流动资产 1744.96 亿元，同比增长 7.79%，主要来自在建工程的增长。公司固定资产原值为 100.34 亿元，主要为轨道交通地铁 1 号线资产（占 95.24%）。公司累计计提折旧 1.42 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 98.92 亿元，其中融资租入固定资产 36.45 亿元；公司在建工程 1608.26 亿元，同比增长 7.38%，主要系地铁 5 号、6 号线、7 号线、10 号线以及 1 号线东延不断投入资金所致。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 2018 年底，公司其他非流动资产为 16.00 亿元，全部为万欣城项目[2]股权预付款。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 2497.98 亿元，较上年底增长 20.74%，主要来自货币资金和在建工程等的增长。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金为 162.15 亿元，较上年底增长 88.43%，主要是公司为保证项目顺利建设融资增加所致；应收账款为 2.98 亿元，较上年底增加 2.07 亿元，主要是滨海快速纳入合并范围所致；预付款项 165.89 亿元，较上年底变化不大；其他应收款为 72.64 亿元，较上年底增长 45.47%，主要是滨海快速纳入合并范围所致，截至 2019 年 3 月底，公司其他应收款金额较大单位包括天津市土地整理中心和天津经济技术开发区财政局等；投资性房地产为 40.56 亿元，较上年底增长 122.92%，主要是滨海快速纳入合并范围所致；在建工程为 1890.96 亿元，较上年底增长 17.59%，主要系地铁线路建设不断推进同时滨海快速纳入合并范围所致；公司其他非流动资产为 27.75 亿元，较上年底增长 73.41%，主要是万欣城项目股权预付款增长所致。总体看，截至 2019 年 3 月底，公司资产规模较上年底有所增长，资产结构较上年底变化较小。截至 2019 年 3 月底，公司受限资产总额 0.23 亿元，为因公司与天津市凯德龙园科技有限公司地役权纠纷一案被冻结银行存款 0.14 亿元和保函保证金 0.09 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好；公司债务结构较为合理，调整后有息债务规模有所增长，但整体债务水平适中。

截至 2018 年底，公司所有者权益为 948.91 亿元，同比增长 0.58%。公司实收资本为 71.86

[2] 万欣城项目位于天津市河东区中环旁边，津滨大道北侧，项目占地面积 15.80 万平方米，总建筑面积 68.40 万平方米。其中地上建筑面积 45.67 万平方米，地下建筑面积 22.72 万平方米。地上建筑面积中住宅建筑面积 25.83 万平方米、商业建筑面积 18.37 万平方米、其他建筑面积 1.48 万平方米。目前资源公司正在开展股权收购工作，以股权意向金的形式出资，未来将形成长期股权投资。

亿元，与上年持平；公司其他权益工具（优先股）同比减少 51.14 亿元，主要是公司根据股东轨道交通集团下发的《关于启动农发行、国开行投资基金入股工作的通知》，将国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司投入的增资款转入资本公积核算所致；资本公积 838.90 亿元，同比增长 7.57%，主要为以前年度计入优先股的投资转入和公司股东轨道交通集团拨款转入所致；少数股东权益为-63.14 万元，同比大幅下降，主要是公司处置港铁公司股权划出所致。

表 10　2017~2019 年 3 月底公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	71.86	7.62	71.86	7.57	71.86	6.61
资本公积	779.86	82.66	838.90	88.41	978.64	89.95
优先股	51.14	5.42	--	--	--	--
未分配利润	26.93	2.85	33.97	3.58	33.33	3.06
少数股东权益	10.87	1.15	-0.01	0.00	-0.01	0.00
所有者权益	**943.46**	**100.00**	**948.91**	**100.00**	**1087.96**	**100.00**

资料来源:根据公司财务报告整理

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 1087.96 亿元，较上年底增长 14.65%，主要是资本公积的增长所致。截至 2019 年 3 月底，公司资本公积为 978.64 亿元，较上年底增长 16.66%，主要是滨海快速纳入合并范围所致。其余科目变化不大。

截至2018年底，公司负债总额1119.97亿元，同比增长10.50%。公司负债以非流动负债为主（占比77.11%），符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

表 11　2017~2019 年 3 月底公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.15	0.51	4.85	0.43	--	--
应付账款	40.92	4.04	33.99	3.03	33.95	2.41
预收款项	37.72	3.72	35.21	3.14	35.11	2.49
其他应付款	93.60	9.23	127.53	11.39	222.09	15.75
一年内到期的非流动负债	33.59	3.31	52.49	4.69	--	--
流动负债	**213.42**	**21.06**	**256.35**	**22.89**	**300.24**	**21.29**
长期借款	465.36	45.91	540.45	48.26	658.45	46.70
应付债券	76.86	7.58	83.50	7.46	110.50	7.84
长期应付款	145.56	14.36	128.56	11.48	200.95	14.25
专项应付款	110.64	10.92	109.22	9.75	133.31	9.45
非流动负债	**800.16**	**78.94**	**863.62**	**77.11**	**1109.78**	**78.71**
负债	**1013.59**	**100.00**	**1119.97**	**100.00**	**1410.02**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司流动负债256.35亿元，同比增长20.11%，主要是其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致。截至2018年底，公司应付账款为33.99亿元，同比下降16.94%，主要是公司结算部分应付工程款所致；公司预收款项35.21亿元，同比下降6.65%，主要为预收工程款。公司预收款项前五名金额占总额的96.69%，主要为预收的津源投资公司的地铁建设工程款30.87亿元（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，账龄为3年以上），预收津源投资公司的款项占预收款项总额的87.68%；公司其他应付款127.53亿元，同比增长36.26%，为与轨道交通集团往来款增加55.53亿元所致。其他应付款单位前五名金额占其他应付款总额的94.76%，集中度较高，其中应付轨道交通集团往来款116.71亿元，占其他应付款总额的91.52%；公司一年内到期的非流动负债52.49亿元，同比增长56.25%，全部为一年内到期的长期借款和长期应付款。

截至2018年底，公司非流动负债863.62亿元，同比增长7.93%，主要是长期借款增长所致。截至2018年底，公司长期借款540.45亿元，同比增长16.14%，主要由银行保证借款102.81亿元和信用借款374.93亿元和非银行金融机构保证借款62.72亿元构成；应付债券83.50亿元，同比增长8.64%，主要系公司发行15.00亿元“18津地铁MTN001”所致；长期应付款128.56亿元，同比下降11.68%，全部为融资租赁款，已计入调整后长期债务核算；专项应付款109.22亿元，同比下降1.29%，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20.87亿元和基建拨款7.57亿元构成。

截至2019年3月底，公司负债总额为1410.02亿元，较上年底增长25.90%，主要是其他应付款、长期借款和应付债券等快速增长所致。截至2019年3月底，公司其他应付款为222.09亿元，较上年底增长74.14%，主要是滨海快速纳入合并范围所致；其他流动负债为9.98亿元，主要为公司2019年发行的短期融资券10.00亿元；长期借款为658.45亿元，较上年底增长21.83%，主要是为保证地铁项目顺利建设，公司加大融资力度所致；应付债券为110.50亿元，较上年底增长32.34%，主要是公司于2019年发行“19津地铁MTN001”和“19津地铁MTN002”所致；长期应付款为200.95亿元，较上年底增长56.31%，主要是滨海快速纳入合并范围所致；专项应付款为133.31亿元，较上年底增长22.06%，主要是公司收到财政资金所致。

截至2018年底，公司全部债务为681.29亿元，同比增长17.27%，其中短期债务和长期债务的占比分别为8.42%和91.58%。2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为54.13%、41.79%和39.67%。若将长期应付款中的有息债务计入全部债务核算，2018年，公司调整后全部债务为809.85亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为46.05%和44.23%，整体债务水平适中。截至2019年3月底，若将其他流动负债和长期应付款中的有息债务计入全部债务核算，则公司调整后短期债务为9.98亿元，调整后长期债务为969.90亿元，调整后全部债务为979.89亿元；公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为47.39%和47.13%，债务负担较2018年底有所上升。

3. 盈利能力

由于地铁运营成本较高，公司持续亏损，受新线路开通影响，2018年公司亏损程度有所加重；同期，投资收益和财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用很大，但投资收益不具有持续性。

2018年，公司实现营业收入11.70亿元，同比下降14.34%，主要是资源开发板块中房地产项目销售收入下降所致。2018年，公司营业成本17.46亿元，同比增长11.19%，主要系随着6号线南孙庄站至梅林路站开通，1号线东延

线开通至李楼站，公司运营成本增长所致。2018年，随着新线路投入运营，运营成本大幅提高但收入相对较少，公司营业利润率下降至-53.77%。

2018年，公司期间费用6.81亿元，同比增长105.95%，主要是财务费用大幅增长所致。2018年，公司财务费用为4.64亿元，同比增加3.17亿元，主要是公司处置港铁公司后前期资本化的财务费用全部费用化所致。随着期间费用增长，公司期间费用占营业收入的比重由2017年24.22%上升至2018年的58.24%。考虑到利息支出主要以资本化的形式反映在在建工程中，公司实际利息负担要远高于财务费用。

2018年，公司投资净收益为7.11亿元，同比增长16.67%，主要是由处置港铁公司形成的溢价构成。

2018年，公司其他收益为5.22亿元，全部为天津市财政局给予的地铁运营补贴。

2018年，公司营业外收入9.04亿元，主要由政府补助构成。在政府补助的作用下，2018年公司实现利润总额8.46亿元，同比增长3.95%。财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用很大。

从盈利指标看，2018年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别小幅上升至0.73%和0.86%。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入2.19亿元，相当于2018年全年的18.72%；随着滨海快速纳入合并范围，公司需要承担1、2、3、5、6、9号线地铁线路的运营收支差额，导致运营成本增长，因此公司营业利润率进一步下降至-118.35%，亏损程度大幅增加。同期，公司期间费用为0.97亿元，期间费用率为44.46%，期间费用控制能力较2018年有所加强；公司其他收益为0.49亿元，为获得的运营补贴；公司营业外收入2.00亿元，主要由政府补贴构成；利润总额为-1.07亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流量受往来款影响有所减少；受地铁工程建设现金支出下降影响，公司投资活动现金流量净流出规模有所下降；公司未来投资规模仍较大，对外融资压力较重。

2018年，公司经营活动现金流入30.37亿元，同比减少8.12%，主要系公司往来款流入减少所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为12.27亿元，同比增加6.55亿元，主要系公司实施“收支两条线”后，确认收入较以前年度及时所致；受此影响，2018年公司现金收入比较上年大幅上升至104.90%；由于2018年公司与轨道交通集团往来款减少，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金均有所下降，分别为18.06亿元和6.96亿元。同期，受购买商品、接受劳务支付的现金上升影响，公司经营活动现金流出上升至25.78亿元。2018年，公司经营活动现金流量净额为4.59亿元，较2017年大幅下降。

2018年，公司投资活动现金流入金额为20.90亿元，同比增长171.48%，主要由处置子公司及其他单位收到的现金净额18.27亿元（处置港铁公司收到的原始投资成本和投资收益）和处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额1.00亿元（处置投资性房地产“津龙公寓”）构成。2018年，公司投资活动现金流出金额为109.36亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金92.37亿元，同比下降9.73%，主要系随着新线路开通地运营，地铁工程现金投入有所下降所致，但投资规模仍较大；投资支付的现金16.04亿元，全部为支付的万欣城项目股权预付款。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-88.47亿元，净流出规模较2017年有所下降。

2018年，公司筹资活动现金流入金额为289.45亿元，同比增长6.60%。其中吸收投资收到的现金为公司收到的项目资本金及运营补贴（反映在“资本公积”、“其他应付款”以

及“营业外收入”中），资金流入量较大，2018年为37.51亿元；2018年，公司借款收到的现金系银行贷款、发行债券以及收到的轨道交通集团拨入部分款项等流入173.42亿元；2018年，公司收到其他与筹资活动有关的现金78.53亿元，主要是公司与轨道交通集团之间的借款。2018年，公司筹资活动现金流出量为186.82亿元，同比增长2.46%，主要体现为偿还债务所支付的现金84.55亿元以及分配股利、利润或偿付利息所支付的现金35.11亿元。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及收到财政支付的利息费用。2018年公司筹资活动产生的现金流量净额为102.63亿元，较2017年大幅增长。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.27亿元，现金收入比为118.97%，较2018年有所上升，主要是公司2018年实行“收支两条线”模式，收入的确认时间及确认方式有所调整所致；投资活动现金流量净额-33.32亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金34.65亿元，主要是对地铁建设的投入；筹资活动现金流量净额为109.70亿元，其中吸收投资收到的现金38.61亿元，主要系公司收到拨付的项目资本金（会计科目主要体现为“资本公积”的增加、“其他应收款”的减少以及“专项应付款”的增加等。由于公司未能提供各部分的准确金额，因为未在外部支持部分进行体现），取得借款收到的现金为180.82亿元，为公司取得的银行借款及发行债券获取的现金。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力很强，长期偿债能力弱，考虑到政府对公司支持力度很大，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2018年公司流动比率和速动比率分别下降至126.36%和118.37%；同期，受公司经营活动现金流量净额下降影响，公司经营现金流动负债比下降为1.79%。截至2019年3月底，公司现金类资产对调整后短期债务的保障倍数为16.25倍。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标来看，2018年，由于利润总额和利息支出的增长，公司EBITDA增加至13.67亿元。由于EBITDA的增加，2018年公司调整后全部债务/EBITDA下降至59.25倍。总体看，公司长期偿债能力弱。考虑到政府对公司大规模的资金支持，公司整体偿债能力极强。

截至2019年3月底，公司获得主要合作的商业银行贷款的授信额度合计为635.55亿元，尚未使用额度528.61亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额1971.87亿元，同比增长6.23%。其中流动资产占16.26%、非流动资产占83.74%，资产结构以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的95.31%，占比很高。截至2018年底，母公司在建工程为1440.52亿元，同比增长8.77%，主要是2018年持续对地铁线路投入所致。

截至2018年底，母公司所有者权益合计907.35亿元，同比增长2.24%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的95.62%，占比很高。截至2018年底，母公司资本公积789.18亿元，同比增长8.09%，主要是主要为以前年度计入优先股的投资转入和股东轨道交通集团拨款转入所致。

截至2018年底，母公司负债合计1064.52亿元，同比增长9.89%，主要来自于长期借款的增长。其中流动负债占21.89%、非流动负债占78.11%，母公司负债结构以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的95.05%，占比很

高。截至 2018 年底，母公司长期借款 540.45 亿元，同比增长 16.50%，主要是为保障地铁线路的顺利建设，增加对外融资所致；应付债券为 83.50 亿元，同比增长 8.64%，主要是发行的“18 津地铁 MTN001”所致。

2018 年，母公司实现营业收入 7.20 亿元，占合并报表营业收入的 61.54%，母公司营业收入主要由地铁运营收入和地铁资源收入构成；母公司利润总额为 11.67 亿元，占合并报表利润总额的 137.94%。母公司营业收入占合并报表的比重一般，但是利润总额占合并报表的比重很高。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对 2019 年偿还的“15 津地铁债/PR 津地铁”分期本金保障程度高。同时，考虑到对于公司地铁建设的投资支出，天津市政府支持明确，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，公司存续债券不能偿付的风险极低。

截至 2019 年 5 月底，公司存续债券余额为 119.50 亿元。其中，联合资信所评公司存续期内的债券余额为 74.50 亿元。其中“15 津地铁债/PR 津地铁”余额为 22.50 亿元，于 2015 年 10 月发行并于第 3~6 个计息年度和 7~10 个计息年度末，分别按债券发行总额的 10%和 15%偿还本金，公司将于 2019 年兑付本金 2.50 亿元。截至 2018 年底，公司现金类资产对“15 津地铁债/PR 津地铁”将于 2019 年兑付的分期本金 2.50 亿元的覆盖倍数为 34.42 倍，保障程度高。

公司存续期债券兑付高峰期为 2020 年，将兑付 37.50 亿元债券本金。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 13.67 亿元、30.37 亿元和 4.59 亿元，分别对待偿债券峰值的覆盖倍数为 0.36 倍、0.81 倍和 0.12 倍，保障程度较弱。考虑到，对于公司地铁建设的投资支出，天津市政府支持明确，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，公司存续债券不能偿付的风险极低。

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

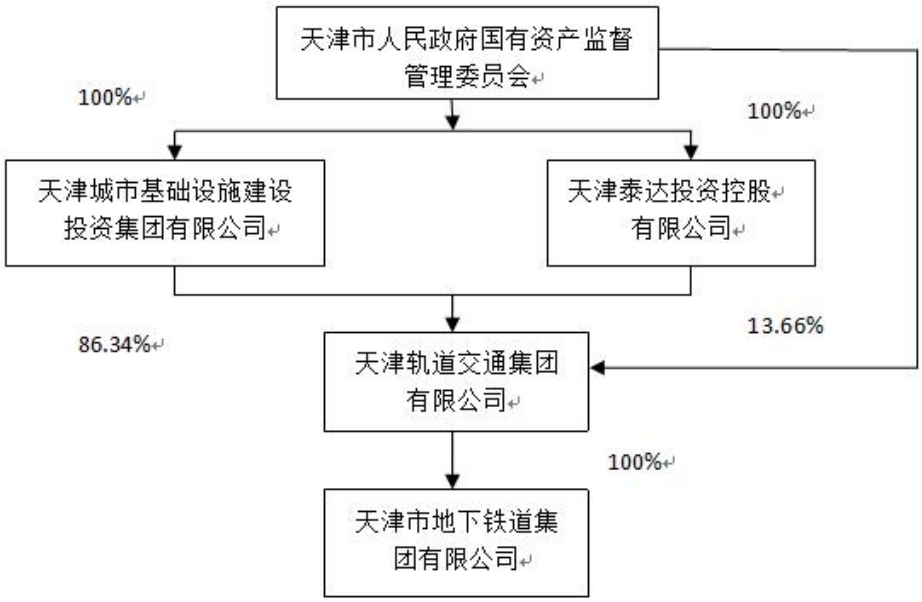
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	2.50
未来待偿债券本金峰值	37.50
现金类资产/一年内到期债券余额	34.42
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.81
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.12
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.36

资料来源：联合资信综合整理

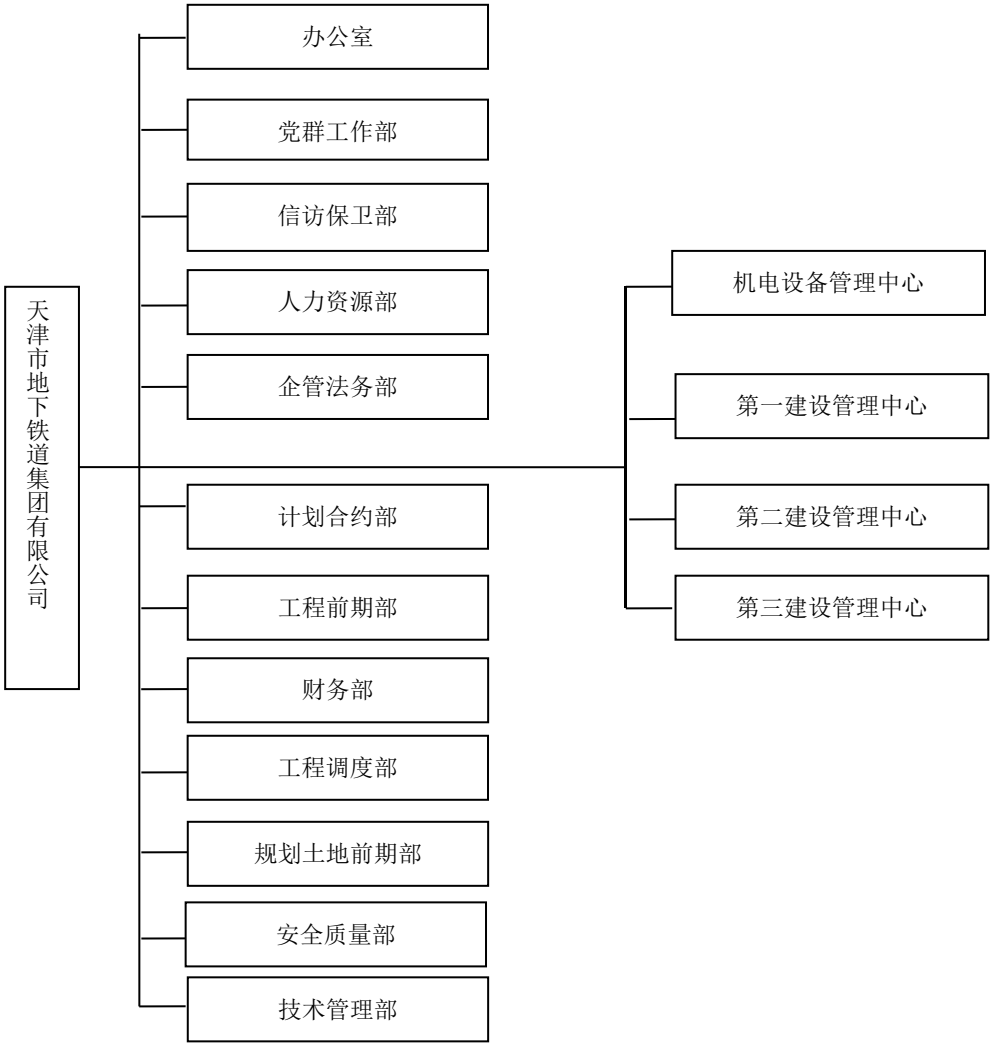
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 津地铁债/PR 津地铁”“18 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN001”“19 津地铁 MTN002”信用等级为 AAA，“19 津地铁 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底子公司情况

序号	子公司名称	注册地	经营范围	注册资本（万元）	本公司持股比例（%）	取得方式
1	天津滨海快速交通发展有限公司	天津	地铁运营	281272.50	100	投资设立
2	天津地铁资源投资有限公司	天津	对房地产业进行投资、房屋租赁等	70000.00	100	投资设立
3	天津轨道交通集团枢纽运营管理有限公司	天津	站区运营管理服务	3000.00	100	同一控制下企业合并
4	天津市地铁置业发展有限公司	天津	房地产开发,销售,物业管理,装饰装修等	1200.00	51	投资设立
5	天津海顺置业发展有限公司	天津	从事授权委托的建设用地发开经营	2000.00	100	投资设立
6	天津城投建设有限公司	天津	城市基础设施建设等	300.00	100	投资设立
7	天津地铁建设发展有限公司	天津	从事地铁基础设施建设工程施工	10000.00	100	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.46	67.27	86.05	162.15
资产总额(亿元)	1831.33	1957.05	2068.88	2497.98
所有者权益(亿元)	902.40	943.46	948.91	1087.96
短期债务(亿元)	93.77	38.74	57.34	--
调整后短期债务（亿元）	93.77	38.74	57.34	9.98
长期债务(亿元)	497.11	542.22	623.95	768.95
调整后长期债务(亿元)	602.91	687.78	752.51	969.90
全部债务(亿元)	590.89	580.96	681.29	768.95
调整后全部债务(亿元)	696.68	726.52	809.85	979.89
营业收入(亿元)	7.69	13.66	11.70	2.19
利润总额(亿元)	4.80	8.14	8.46	-1.07
EBITDA(亿元)	7.26	10.15	13.67	--
经营性净现金流(亿元)	20.95	11.56	4.59	-0.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.73	4.11	5.34	--
存货周转次数(次)	0.24	0.35	0.55	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	80.45	41.87	104.90	118.97
营业利润率(%)	-44.40	-20.71	-53.77	-118.35
总资本收益率(%)	0.42	0.60	0.79	--
调整后总资本收益率(%)	0.40	0.54	0.73	--
净资产收益率(%)	0.52	0.81	0.86	--
长期债务资本化比率(%)	35.52	36.50	39.67	41.41
调整后长期债务资本化比率(%)	40.05	42.16	44.23	47.13
全部债务资本化比率(%)	39.57	38.11	41.79	41.41
调整后全部债务资本化比率(%)	43.57	43.50	46.05	47.39
资产负债率(%)	50.72	51.79	54.13	56.45
流动比率(%)	163.47	158.47	126.36	141.18
速动比率(%)	142.36	138.13	118.37	134.48
经营现金流动负债比(%)	9.61	5.42	1.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	81.44	57.21	49.84	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	96.03	71.54	59.25	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计；调整后全部债务=短期债务+其他流动负债+长期债务+长期应付款

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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/主营业务收入×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-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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