

信用等级公告

联合[2018] 3346 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长期信用状况及拟发行的天津市地下铁道集团有限公司 2019 年度第一期中期票据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 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
评级业务专用章
二零一八年十二月二十五日

天津市地下铁道集团有限公司

2019年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 15.00 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还存量债务、补充流动资金

评级时间: 2018 年 12 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	83.73	65.46	67.27	74.76
资产总额(亿元)	1688.11	1831.33	1957.05	1989.23
所有者权益(亿元)	801.88	902.40	943.46	940.16
短期债务(亿元)	45.64	93.77	38.74	5.00
长期债务(亿元)	538.98	497.11	542.22	569.08
全部债务(亿元)	584.63	590.89	580.96	574.08
营业收入(亿元)	7.70	7.69	13.66	6.93
利润总额(亿元)	2.97	4.80	8.14	4.27
EBITDA(亿元)	4.68	7.26	10.15	--
经营性净现金流(亿元)	48.31	20.95	11.56	-2.62
营业利润率(%)	-41.37	-44.40	-20.71	-76.41
净资产收益率(%)	0.33	0.52	0.81	--
资产负债率(%)	52.50	50.72	51.79	52.74
全部债务资本化比率(%)	42.17	39.57	38.11	37.91
流动比率(%)	231.11	163.47	158.47	165.19
经营现金流流动负债比(%)	30.32	9.61	5.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	124.79	81.44	57.21	--

注: 2018 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

张宁 朱煜 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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对天津市地下铁道集团有限公司(以下简称“地铁集团”或“公司”)的评级反映了公司作为天津市地铁项目投资建设及运营管理的主体在天津市地铁相关业务方面具有的专营性。随着地铁1、2、3号线全线贯通以及6号线部分运营,天津地铁路网效益逐步显现,地铁客流量和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发展可能带来的不利影响。

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,公司自身的盈利能力逐步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

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. 公司是天津市地铁项目投资建设及运营管理的主体,天津市政府在项目资本金以及地铁运营补贴等方面给公司提供了大力支持。

关注

1. 目前天津市地铁运营线路虽已初步形成规模,但受其单位运营成本较高影响,该板块盈利能力持续表现为大幅度亏损。

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，公司资本支出的加大，且随着债务规模持续增长，未来面临一定融资压力。

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”或“天津地铁”）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 10.99% 的股份，泰达投资持有天津地铁 13.66% 的股份，联合资信与天津地铁存在“同一股东持有公司、受评级机构或者受评级债券发行人的股份均达到 5% 以上”的情形。但由于泰达投资仅间接持有联合资信 10.99% 的股份并且未参与联合资信的经营管理与决策，因此，除因本次评级事项联合资信与天津地铁构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津地铁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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

天津市地下铁道集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

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，经城投集团、天津市建交委、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”）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，根据天津市国资委《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”）。

截至 2018 年 9 月底，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

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 2018 年 9 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、计划合约部和工程前期部等 12 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 2017 年底，公司（合并）资产总额 1957.05 亿元，所有者权益合计 943.46 亿元（其中少数股东权益 10.87 亿元）；2017 年，公司合并口径实现营业收入 13.66 亿元，利润总额 8.14 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1989.23 亿元，所有者权益合计 940.16 亿元（其中少数股东权益 53.91 万元）；2018 年 1~9 月，公司合并口径实现营业收入 6.93 亿元，利润总额 4.27 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、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册额度为 50.00 亿元的中期票据，已发行 2018 年度第一期中期票据 15.00 亿元，本次拟发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 15.00 亿元；期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本；募集资金拟用于偿还存量债务、补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2017年,在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017年我国经济运行总体稳中向好,国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看,农业生产形势较好,工业生产稳步增长,服务业保持快速增长态势,第三产业对GDP增长的贡献率继续上升,产业结构持续改善。从三大需求来看,固定资产投资增速有所放缓,居民消费维持较快增长态势,进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大,制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均保持扩张,就业形势良好。

2018年上半年,我国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月,我国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字7261.0亿元,较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018年1~6月,我国GDP同比实际增长6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;CPI温和上涨,PPI和PPIRM均呈先降后升态势;就业形势稳中向好。

2018年1~6月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月,全国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元,同比增长6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018年1~6月,全国社会消费品零售总额18.0万亿元,同比增速(9.4%)出现小幅回落,但仍保持较快增长。具体来看,汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓;化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费,以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长;此外,网上零售保持快速增长,全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级,消费结构不断优化,新业态和新商业模式发展较快,消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月,我国货物进出口总值14.1万亿元,同比增幅(7.9%)有所回落,主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面,机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大,服装与衣着附件类出口额出现负增长;进口方面,仍以能源、原材料产品为主,受价格涨幅较大影响,原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年,国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性,这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下,我国将继续实施积极的财政政策,货币政策保持稳健中性、松紧适度,同时深入推进供给侧结构性改革,继续加大对外开放力度,促进经济高质量发展。从三大需求来看,投资或呈稳中趋缓态势,主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险,且在房地产行业宏观调控持续影响下,房地产投资增速或将继续放缓。但是,受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用,基础设施建设投资增速有望回升。居民消费(尤其是升级类消费)有望维持较快增长,主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善,个人所得税新政下半年有望推出,以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓,主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看,2018年下半年我国消费有望维持较快增长,但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落,经济增速或将继续小幅回落,预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

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,包括地下铁道、轻轨、单轨、有轨电车、市域快轨、磁悬浮线路和磁悬浮(APM)等7种制式。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,城市人口的也相应增长,2017年中国城镇化率已达58.52%,城镇化人口达8.13亿元,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2017年度统计和分析报告》,截至2017年底,中国大陆地区共34个城市开通运营城市轨道交通,共计165条线路,运营线路总长度达5033公里。其中,地铁3884公里,占77.2%。年度新增运营线路长度创历史新高,达879.9公里,同比增长21.2%。全年累计完成客运量185亿人次,同比增长14.9%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到26个。

2017年,中国城市轨道交通完成投资4762亿元,同比大幅增长23.8%,截至2017年底,中国共有62个城市的城轨线网规划获批(含地方政府批复的18个城市),规划线路总长达7424公里,已批复规划线路总投资38756亿元。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,全国有100多个城市规划了建设线路,预计新增通车里程超过4000公里,同比增长100%,投资将超过2万亿元,预计到2020年,中国轨道交通运营里程将达到7700公里。

（2）行业竞争概况

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

由于轨道交通只能服务于所处特定的区域，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。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，发展相对较早，目前的线路网出具规模，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轨道交通建设运营，未来对到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、投资回收期比较长的经济特性。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以政府信用担保通过贷款、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，轨道交通运营要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，实现中国城轨交通可持续发展。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以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。

（4）行业关注

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超过15%，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。

（5）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。

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。

在快速发展过程中,线路新建申报要求将更加严格和全面,以促进城市轨道交通行业健康持续发展。2018年1月出台的《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》要求科学制定建设规划,加强规划审核和监管,首次要求拟建项目日均客流量不低于每日每公里0.7万人次、资本金比例不低于40%,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

(1) 天津市经济情况

天津市固定资产投资增速放缓,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。

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《2017年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2017年,全市生产总值(GDP)18595.38亿元,按可比价格计算,比上年增长3.6%。其中,第一产业增加值218.28亿元,增长2.0%;第二产业增加值7590.36亿元,增长1.0%;第三产业增加值10786.74亿元,增长6.0%。三次产业结构为1.2:40.8:58.0。

2017年天津市投资保持较快增长。全年固定资产投资(不含农户)11274.69亿元,增长0.5%。其中,第一产业投资262.22亿元,第二产业投资3475.80亿元,第三产业投资7536.67亿元。实体投资6803.95亿元,占全市投资的60.3%。工业投资3352.34亿元,增长3.8%。其中,工业优势产业投资增长6.9%。“三新”产业投资1926.15亿元,增长30.5%,占全市投资的比重为17.1%,比上年提高4.0个百分点。其中,高技术服务业投资增长66.6%。

2018年前三季度,天津市生产总值14658.36亿元,按可比价格计算,同比增长3.5%,其中,第一产业增加值108.52亿元,下降7.6%;第二产业增加值5855.13亿元,增长1.8%;第三产业增加值8694.71亿元,增长5.1%。前三季度,天津市固定资产投资(不含农户)按可比口径计算,同比下降14.2%,降幅比上半年收窄3.1个百分点。

(2) 天津地铁项目建设背景

未来天津市将持续大力发展轨道交通建设,到2020年,天津市预计形成14条运营线路、总长513公里的轨道交通网络。

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。

2015年9月,《天津市城市轨道交通第二期建设规划(2015-2020)》通过国家批准(国家发改委发改基础[2015]2098号),2015~2020年,天津市将建设M3线二期(南延)、M7线一期、M8线一期、M10线一期、M11线一期、Z2线一期、Z4线一期和B1线一期等8个项目,总长约228.1公里。到2020年,形成14条运营线路、总长513公里的轨道交通网络。预计到2020年,天津市公共交通占机动化出行量比例将达到36%,轨道交通占公共交通出行量比例达到40%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底,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

是公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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。

公司是天津市中心城区地铁项目投资建设及运营管理的唯一主体,具有业务专营优势。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,工程项目前期运作,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垄断地位。

3. 人员素质

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轨道交通集团任有职务,有利于公司业务的上下衔接;在职人员专业职称、学历水平较高,能够满足日常工作需要。

目前,公司拥有董事长、总经理等高级管理人员,均具有本科及以上学历。公司高层管理人员均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

张兴彦先生,1963年4月出生,博士研究生,正高级工程师;1984年7月至2004年10月在中铁十八局集团工作,2004年10月至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、法定代表人,兼任轨道交通集团副总经理。

胡浩先生,1977年7月生,硕士,正高级工程师;1999年7月至2000年11月在天津市城建集团有限公司工作,2000年11月至今在公司任职;现任公司总经理。

截至2018年9月底,公司本部员工总数436

人。从年龄结构看,30岁以下占12.38%、30至40岁(含30岁)占62.36%、40至50岁(含40岁)占19.73%、50岁(含50岁)以上5.53%;从学历结构看,博士占1.83%,硕士研究生占37.39%,本科57.11%,大专占3.67%;从职称结构来看,正高职称占6.65%,高级职称占47.48%,中级职称占32.11%,初级职称占5.50%。

4. 外部支持

天津市一般公共预算收入有所波动,2017年明显下降,但体量仍维持在较高水平,可为公司项目建设资本金以及运营补贴等提供有力支撑。

2015~2017年,天津市财政收入有所波动,全年一般公共预算收入分别为2666.99亿元、2723.46亿元和2310.11亿元,其中2017年同比减少10.40%。2017年,天津市实现税收收入1611.71亿元,占一般公共预算收入的比重为69.50%,比上年提高9.90个百分点,财政收入质量一般。2015~2017年,天津市一般公共预算支出分别为3231.35亿元、3700.68亿元和3282.16亿元。2017年,天津市社会保障和就业支出458.92亿元,增长21.40%;教育支出435.29亿元,增长0.20%。2015~2017年,天津市财政自给率逐年下降,2017年为70.38%,财政自给能力一般。

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。

(1) 项目建设资本金支持

根据《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》(国发[2015]51号),城市轨道交通项目资本金比例为20%。天津城市轨道交通项目资本金比例主要为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2018年9月底,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 号线以及 6 号线。其中 1、2、3 以及 5 号线资本金共计 329.98 亿元,已全部到位; 6 号线资本金 203.48 亿元, 到位 80.05%; 地铁 5 号线于 2018 年 10 月底实现试运营;除 5、6 号线外, 在建的主要项目为 1 号线东延、4 号线南段项目和 10 号线一期项目。具体资本金到位情况如下表:

表 1 截至 2018 年 9 月底地铁项目总投资和资本金情况
(单位: 亿元、%)

地铁线路	工程总投资	项目资本金	资本金到位比例
1 号线	92.05	46.03	100.00
2 号线(含滨海国际机场延伸线)	149.07	74.54	100.00
3 号线(含南站延伸线)	164.30	82.15	89.39
5 号线	254.53	127.26	100.00
6 号线	406.96	203.48	80.05
1 号线东延线	126.66	63.33	43.19
4 号线南段	189.11	94.56	33.31
10 号线一期	220.69	88.28	22.77
合计	1603.37	779.63	--

资料来源: 公司提供

(2) 偿债保证支持

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)。

(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。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 公司收到的政府补助分别为 7.94 亿元、10.96 亿元、14.07 亿元和 8.44 亿元, 其中运营补贴分别为 4.06 亿元、3.92 亿元、4.47 亿元和 3.41 亿元。

(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。

5. 企业信用记录

根据《企业信用报告(银行版)》(机构信用代码: G1012010100155690C), 截至 2018 年 12 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。

截至报告出具日, 公司被天津市南开区人民法院列入被执行人名单(案号: 【2018】津 0104 执 2959 号)。此次被执行人事件主要由于天津市迅驰广告传播有限公司因金科大厦土地出让金事宜对公司提起诉讼, 经法院判决后, 公司应支付包含案件受理费在内的各项费用约 195 万元。此后由于支付款项流程较长, 超过应缴判决款的时效, 因此公司被列入被执行人名单。目前上述款项均已全部缴齐, 法院被执行人信息尚未完成更新, 后续该被执行人信息将被消除。

6. 重大事项

公司拟无偿划转天津市地下铁道运营有限公司股权并吸收合并天津滨海快速交通发展有限公司股权, 联合资信将密切关注股权划转后公司地铁运营情况及盈利水平变化情况。

2018年12月21日，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》”），公司股东轨道交通集团拟将公司持有的天津市地下铁道运营有限公司（以下简称“运营公司”）100%股权无偿划转至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”），同时拟将轨道交通集团所持有的天津滨海快速交通发展有限公司（以下简称“滨海快速公司”）100%股权无偿划转至公司。

公司股东轨道交通集团为优化管理结构，将运营业务整合进行统一管理，于2018年12月5日新成立二级子公司轨道运营集团，负责轨道交通集团下属所有已通车线路的运营。截至2018年9月底，运营公司资产总额4.95亿元（占公司同期资产总额的0.25%），负债总额8.38亿元，所有者权益总额-3.43亿元（占公司同期所有者权益的-0.36%）。2018年1~9月，运营公司营业收入7.93亿元，营业成本13.48亿元，净利润-3.43亿元。运营公司的收入全部为公司向其支付的委托管理费，此次股权划出后，地铁运营的票款收入仍为公司主营业务之一。由于运营公司资产及所有者权益规模占对应数据比例极低，因此运营公司的划出不会造成公司资产大幅减少，也不会造成公司营业收入大幅减少。

滨海快速公司负责津滨轻轨地铁9号线项目的建设运营。此次轨道交通集团将滨海快速公司股权以无偿划转的方式划入公司，有利于地铁项目资源的整合管理，优化管理结构及模式。截至2018年9月底，滨海快速公司资产总额312.74亿元（占公司同期资产总额的15.72%），负债总额191.18亿元（占公司同期负债总额的18.22%），所有者权益总额121.56亿元（占公司同期所有者权益的12.93%），2018年1~9月，滨海快速公司营业收入1.59亿元，净利润-2.89亿元。随着滨海快速公司划入，公司资产及收入规模将有所增长，资产负债率将略有提升，划转事项不会对公司偿债能力造成重大不利影

响。

综上所述，此次股权划转事项将提升公司整体的资产和收入规模，不会对公司偿债能力造成重大不利影响。目前股权划转工商手续变更尚未完成，联合资信尚未获得运营公司划出后，公司与运营公司新签订的委托管理协议文件，联合资信将密切关注股权划转后公司地铁运营情况及盈利水平变化情况。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司形成了较为完善的法人治理结构，董事会、监事会和经理管理层职能履行情况较好。

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7人，其中董事长1人。董事会会议由董事长召集和主持，董事长因特殊原因不能履行职务，由董事长指定其他董事召集和主持，三分之一以上董事可以提议召开董事会会议。董事会应由三分之二以上董事出席方可举行。董事会的决议，必须经过全体董事的三分之二以上表决通过。董事长为公司的法定代表人。

公司设监事会，成员为5人。其中监事会主席1人，其余由出资人委派2人、公司职工代表大会选举产生职工代表2人；监事任期每届三年，监事列席董事会会议。

公司设总经理1名、副总经理3名，正、副职领导人员分别由相关上级主管部门任免、提名、管理。总经理对董事会负责，并依据《公司法》和公司章程行使职权。

从执行情况来看，公司目前上述人员已全部到位。

2. 管理体制

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。

2018年9月底，公司本部内设12个职能

部门，可以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”。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；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。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。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。

从执行情况来看，公司日常经营管理均按相关制度执行，经营管理情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

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。随着各地地铁线路逐步投入运行，地铁路网效应逐步显现，地铁客流量逐步增长，公司地铁运营收入稳步上升，占主营业务收入的比重分别为70.53%、72.97%、41.88%。2015~2017年地铁资源开发收入分别为2.11亿元、2.01亿元和7.66亿元。其中2017年较上年大幅增加5.65亿元，主要系公司于当年确认房地产项目南马路五金城“紫熙臺”销售收入5.99亿元所致。受此影响，2017年公司地铁资源开发收入在公司主营业务收入中的比重大幅上升至58.12%。2018年1~9月，公司实现主营业务收入

5.77亿元，相当于上年全年的43.80%，主要系房地产项目收入具有不确定性，前三季度未确认房地产收入所致。

受地铁运营成本较高导致地铁运营板块持续亏损影响，公司综合毛利率持续为负。其中，2017年，公司综合毛利率-19.15%，亏损幅度有

所减少，主要系公司确认销售收入的房地产项目“紫熙臺”毛利率较高且其占营业收入的比重较大所致；而2018年1~9月，公司主营业务毛利率大幅下滑至-96.89%，主要是随着2018年4月6号线投入运营，运营成本大幅提高但收入相对较少所致。

表2 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
主营业务收入	地铁运营	5.05	5.40	5.52	4.11
	地铁资源开发	2.11	2.01	7.66	1.66
	合计	7.16	7.40	13.18	5.77
毛利率	地铁运营	-80.79	-82.40	-89.17	-147.83
	地铁资源开发	42.70	45.10	31.41	29.65
	综合毛利率	-44.35	-47.86	-19.15	-96.89

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

公司负责地铁建设和运营，地铁建设未来投资规模较大；地铁运营成本较高使得地铁运营板块持续亏损，随着地铁线路的陆续建成，地铁运营收入稳步增长，未来更多线路贯通后，网络规模效益将进一步显现。

（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。截至2018年9月底，公司在建的项目主要包括地铁5号线、6号线、1号线东延、4号线南段和10号线一期项目，以上项目总投资1197.75亿元，截至2018年9月底，尚需投资494.83亿元，未来投资规模较大。截至2018年9月底，公司已运营及在建各地地铁线路投资情况如下表：

表3 截至2018年9月底公司已运营及在建地铁项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目概况	项目状态	总投资	已投资
1	地铁1号线	全长26.187公里，设22个车站。	已运营（已决算）	92.05	92.05
2	地铁2号线（含滨海国际机场延伸线）	全长27.142公里，设车站20个。	已运营（未决算）	149.07	140.63
3	地铁3号线	全长33.582公里，设车站26个，含控制中心。	已运营（未决算）	164.30	151.47
4	地铁5号线	全长34.831公里，设车站28个。	在建	254.33	240.85
5	地铁6号线	全长56.15公里，设车站48个。	已开通南孙庄站至梅林路站共38座站点	406.96	289.75
6	地铁1号线东延	全长16.039公里，设车站11个。	在建	126.66	81.03
7	地铁4号线南段	全长19.4公里，设车站14个。	在建	189.11	50.89
8	地铁10号线一期	全长21.22公里，设车站21个。	在建	220.69	40.40
合计				1603.17	1087.07

注：1、表中已投资金额为公司报发改委口径（其金额统计口径为资金全部已经配置完毕，地铁6号线已于2018年4月开通南孙庄站至梅林路站，但其已投资额相对较少主要是因为公司已经付出的资金下游接收单位还没有完全核销，因此公司未将此资金作为已投资额），金额小于“在建工程”金额。

2、5号线已于2018年10月底开始试运营，由于报告数据节点为2018年9月底，故将5号线项目状态列式为在建。

资料来源：公司提供

（2）地铁运营

公司的各地铁线路归公司本部所有，公司委托运营公司对地铁线路进行运营，地铁票款收入归公司本部，运营公司的收入来源是公司支付的委托管理费。随着运营公司的划出，未来公司票款收入所对应的成本由地铁运营成本变为支付给轨道运营集团的委托管理费。

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2~9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。

2013年7月和10月，地铁2、3号线分别正

式投入运营，2018年4月地铁6号线南孙庄站至梅林路站38个站点投入运行，显著提升了地铁运营的网络效应，客流量不断增长；2017年公司地铁运营里程达到6260.01万公里，同比增长21.08%；2018年1~9月，地铁运营里程达到6996.31万公里，相当于上年的111.76%。2015~2017年，公司地铁运营收入分别为5.05亿元、5.40亿元和5.52亿元。由于地铁运营成本较高，近三年地铁运营毛利率持续表现为负，分别为-80.79%、-82.40%和-89.17%；2018年1~9月，公司实现地铁运营收入4.11亿元，相当于上年全年的74.46%，毛利率为-147.83%，持续大幅亏损主要系随着6号线正式投入运营，运营成本大幅提高但收入相对较少所致。

表 4 2015~2017 年和 2018 年 1~9 月公司地铁运营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
年度出行量（万人次）	25098.23	25638.26	30607.27	25264.05
日均出行量（万人次）	68.76	70.24	83.86	92.54
列车开行列次（列次）	282392.00	287055.00	362080.00	374495.00
运营里程（万公里）	4750.65	4985.85	6260.01	6996.31
票款收入（亿元）	5.05	5.40	5.52	4.11
每人次票务收入（元）	1.96	1.97	1.80	1.63

注：1、每人次票务收入=票款收入/年度出行量。

2、由于地铁6号线部分线路于2017年1~7月处于试运营阶段，不计入收入直接冲减计入“在建工程”的成本，并于2017年8月开始正式确认公司营业收入，于2018年4月开通南孙庄站至梅林路站开通运营，故2017年每人次票务收入较2016年底有所下降。

3、近年来票价低于2元，主要受地铁收费会有打折情况影响。

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。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号线以及地铁6号线运营亏损给予补贴并纳入预算。2015~2017年以及2018年1~9月收到的运营补贴分别为4.06亿元、3.92亿元、4.47亿元和3.41亿元，一定程度上弥补了运营亏损。

总体看，由于地铁运营成本较高，公司地铁运营板块持续亏损。随着地铁1、2、3号线全线贯通以及6号线部分线路开通，地铁路网效应逐步显现，使得公司地铁运营收入稳步上升。

未来更多线路建成通车后，网络规模效益将进一步显现。

（3）交通枢纽

交通枢纽工程主要包括轨道交通枢纽的建设以及配套的公用工程建设。主要运营模式为由天津市财政局拨付公司项目资本金，国开行提供专项贷款，并由天津市财政局拨付资金还本付息。目前公司主要在建交通枢纽项目包括：西站交通枢纽、天津站交通枢纽、文化中心交通枢纽和机场交通枢纽工程。上述项目预计总投资326.66亿元，截至2017年底已累计完成投资245.48亿元（财务口径）。

近三年来，公司地铁沿线资源开发收入保持增长，2017年增长较快系南马路五金城项目确认收入所致，由于房产销售收入占比较高，对该板块收入及毛利率变化影响较大。

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。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”）、天津市地铁广告传媒发展有限公司、天津地铁和谐物业管理有限公司（以下简称“和谐物业”）、天津市海顺置业发展有限公司主要负责公司该板块业务。其业务范围主要包括房地产、物业、土地置换和让渡使用权等。

房地产销售方面，公司目前主要的开发经营模式为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。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2018年9月底已完工并实现销售收入8.95亿元，该项目中“紫熙臺”于2017年结转收入5.99亿元，剩余金额仍在“预收款项”科目反映，项目剩余可售部分主要为商铺、写字楼及车位，本年开始销售，未来销售回款预计为19.36亿元。公司目前无在建及拟建房地产项目，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5 截至2018年9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	销售收入	预计未来回笼资金
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	未销售	3.10
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	21.44	8.95	19.36
合计	--	--	--	30.20	24.48	--	22.46

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。2015~2016年，公司土地置换收入分别为0.50亿元和0.33亿元，毛利率分别为-12.06%和7.17%，公司土地置换收入主要来自天津市营口道地块项目，合作方为和记黄埔有限公司。2017年至今未实现相关收入，该项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。目前公司暂无其他合作开发中的土地，未来暂无该项收入。

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、天津站枢纽后广场商铺等项目，目前上述物业出租情况较好。2015~2017年及2018年1~9月，公司实现房屋租赁收入分别为0.53亿元、0.61亿元、0.94亿元及0.46亿元，2018年1~9月房屋租赁收入较少系部分收入于年底入账所致。

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。2015~2017年及2018年1~9月，公司实现的劳务收入分别为0.99亿元、0.98亿元、0.54亿元及1.06亿元，其中2015~2016年主要系

租赁收入，2017年租赁收入调整至让渡资产使用权收入，因此该板块的收入有所下降；2017~2018年9月主要系广告和咨询服务收入，其中2018年1~9月，公司劳务收入增长较快，主要是咨询收入增长所致。

整体来看，2015~2017年及2018年1~9月，公司地铁资源开发收入分别为2.11亿元、2.01亿元、7.66亿元和1.66亿元。其中，2017公司地铁资源开发收入较上年增长5.65亿元，主要系公司当年将房地产项目南马路五金城项目中“紫熙臺”销售收入确认为收入所致。同期，毛利率分别为42.70%、45.10%、31.41%和29.65%，毛利率波动下降，其中2017年毛利率较上年下降13.69个百分点，主要是当年未实现毛利率较高的土地置换收入所致；2018年1~9月，毛利率进一步下降至29.65%，主要系本期未实现毛利率较高的房地产业务收入所致。地铁沿线资源开发业务收入是公司营业收入的重要部分，随着各地铁线路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

除在建项目外，未来公司拟投资建设地铁7号、11号和8号线，上述线路投资规模较大，公司对外融资压力较重。

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，全面落实《天津城市轨道交通建设规划（2015-2020）》，预计完成基础设施建设投资1391.81亿元，开工里程近249公里。

未来几年，公司拟建的地铁7号、11号和8号线，以及地铁沿线土地开发所需要的投入，其中除地铁8号线将采取PPP模式进行建设外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2018年9月底，5号线、6号线、4号线南段和1号线东延以及地铁10号线（一期）尚需投资494.83亿元。此外，公司拟建的地铁7号线一期项目和地铁11号线一期项目目前已完成建设规划与可研批复，资本金尚未到位，正在进行项目初期的准备工作；地铁8号线一期项目目前正在进行可行性研究阶段。总体看，公司未来投资规模较大，对外融资压力较重。

表6 截至2018年9月底公司主要拟建项目情况表（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	资本金	审批情况	未来3年投资计划		
					2018年	2019年	2020年
1	地铁7号线一期	268.96	107.58	已取得建设规划、可研、环评、用地等相关要件批复	15.85	6.54	15.00
2	地铁11号线一期	256.02	102.41	已取得建设规划、可研、环评、用地等相关要件批复	20.35	24.00	15.00
3	地铁8号线一期	200.53	80.21	已取得建设规划批复	--	0.15	48.00
合计	--	725.51	290.20	--	36.20	30.69	78.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年财务报告，中审华寅五洲会计师事务所（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2018年1~9月财务报表未经审

计。

从合并范围来看，2015~2016年公司合并范围未发生变化，截至2016年底子公司为12家。2017年公司全资子公司天津地铁和谐物业管理有限公司被划转为另一全资子公司天津轨道交通集团枢纽运营管理有限公司的子公司，天津市地铁广告传媒发展有限公司划转为另一全资

子公司天津地铁资源投资有限公司的子公司；子公司天津地铁科技发展有限公司及天津市凯东置业发展有限公司注销；其他子公司情况未发生变化。2018年1~9月，子公司天津城铁港铁建设有限公司的股权（持股比例51%，以下简称“港铁公司”）全部转让至天津兴泰吉鸿置业有限公司，港铁公司主要负责北运河地块开发，随着其划出，公司存货大幅减少。截至2018年9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。

2. 资产质量

公司资产以非流动资产为主，资产构成较

为稳定；非流动资产以在建工程为主，且在建工程规模持续增长。总体来看，公司资产结构合理，资产流动性一般。

2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长7.67%。截至2017年底，公司资产总额1957.05亿元，同比增长6.86%。其中流动资产占19.42%、非流动资产占80.58%。公司资产结构仍以非流动资产为主，与行业特点相符。

2015~2017年，公司流动资产年均复合减少4.17%。截至2017年底，公司流动资产338.22亿元，同比减少5.04%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款及存货构成。

表 7 2015~2018 年 9 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.73	4.96	65.46	3.57	67.27	3.44	74.76	3.76
预付账款	162.77	9.64	171.90	9.39	166.55	8.51	168.57	8.47
其他应收款	77.62	4.60	68.92	3.76	56.52	2.89	50.34	2.53
存货	42.46	2.52	46.00	2.51	43.42	2.22	21.42	1.08
流动资产	368.28	21.82	356.18	19.45	338.22	17.28	316.98	15.93
投资性房地产	15.87	0.94	16.49	0.90	17.23	0.88	16.29	0.82
固定资产	99.84	5.91	99.74	5.45	100.11	5.12	99.99	5.03
在建工程	1195.21	70.80	1354.71	73.97	1497.63	76.53	1552.30	78.04
非流动资产	1319.83	78.18	1475.15	80.55	1618.83	82.72	1672.25	84.07
资产总额	1688.11	100.00	1831.33	100.00	1957.05	100.00	1989.23	100.00

资料来源：公司审计报告及2018年三季度报。

截至2017年底，公司货币资金67.27亿元，同比小幅增长2.77%。其中银行存款67.25亿元，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198.86万元。

2015~2017年，公司预付款项年均复合增长1.15%。截至2017年底，公司预付款项166.55亿元，同比减少3.11%，账龄主要集中在2~3年以内（占86.95%）。公司预付款项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149.58亿元（系公司收购

西站交通枢纽资产提前支付收购资金），其余以预付大型设备款为主。

2015~2017年，公司其他应收款年均复合下降14.66%。截至2017年底，公司其他应收款56.52亿元，同比减少17.99%，系与天津滨海快速交通发展有限公司等公司往来款减少所致。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88.63%，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2017年底公司累计计提坏账准备18.93万元。

表8 截至2017年底其他应收款前五名明细
(单位: 亿元、%)

债务人	金额	占比	款项内容
天津市土地整理中心	26.96	47.69	拆迁工程款
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	8.83	15.61	往来款、利息
天津轨道交通集团有限公司	6.38	11.28	往来款、利息
天津市财政局	4.30	7.60	往来款
天津城市道路管网配套建设投资有限公司	3.64	6.45	往来款、利息
合计	50.11	88.63	--

资料来源: 公司审计报告

2015~2017年, 公司存货不断增长, 年均复合增长1.12%。截至2017年底, 公司存货43.42亿元, 同比减少5.62%。其中, 开发成本41.73亿元, 主要是与地块相关的成本, 其他为原材料、开发产品等。其中, 开发成本中共有12.68亿元的土地使用权用于抵押。

2015~2017年, 公司非流动资产不断增长, 年均复合增长10.75%, 主要由在建工程构成。截至2017年底, 公司非流动资产1618.83亿元, 同比增长9.74%, 主要来自在建工程的增长。

2015~2017年, 公司固定资产较为稳定。截至2017年底, 公司的固定资产原值101.83亿元, 主要为轨道交通地铁1号线资产(占93.84%)构成。公司累计计提折旧1.72亿元(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100.11亿元, 其中融资租入固定资产39.65亿元。

2015~2017年, 公司在建工程年均复合增

长11.94%。截至2017年底, 公司在建工程1497.63亿元, 同比增长10.55%, 主要系地铁5号、6号线以及1号线东延不断投入资金所致。从其构成来看, 公司在建工程主要以地铁相关建设项目及地铁周边土地一级开发以及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。

2018年9月底, 公司资产总额上升至1989.23亿元, 较2017年底小幅增长1.64%, 主要系随着地铁工程的持续投入, 公司在建工程增长所致。其中, 货币资金74.76亿元, 较2017年底增长11.14%, 主要系公司借款增长所致; 存货21.42亿元, 较2017年底下降50.65%, 主要系公司将原负责北运河地块开发的天津城铁港铁建设有限公司的股权转让所致。其他科目变化不大。从构成看, 流动资产和非流动资产的占比分别为15.93%和84.07%, 资产结构较2017年底变动小。

2018年9月底, 公司受限资产总额273.62亿元, 占资产总额的13.76%, 其中主要为用于融资租赁的资产271.24亿元, 其余为受限制的货币资金0.18亿元及抵押的房地产2.20亿元。

3. 资本结构

公司所有者权益持续增长, 构成以实收资本和资本公积为主, 稳定性强。

2015~2017年, 公司所有者权益不断增长, 年均复合增长8.47%。2017年底, 公司所有者权益943.46亿元, 同比增长4.55%, 主要为未分配利润和资本公积的增加。

表9 2015~2018年9月底公司主要所有者权益构成情况(单位: 亿元、%)

科目名称	2015年		2016年		2017年		2018年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	71.86	8.96	71.86	7.96	71.86	7.62	71.86	7.65
资本公积	665.26	82.96	745.44	82.61	779.86	82.66	783.22	83.31
优先股	34.98	4.36	51.14	5.67	51.14	5.42	51.14	5.44
未分配利润	16.09	2.01	19.83	2.20	26.93	2.85	31.18	3.32
少数股东权益	10.92	1.36	10.80	1.20	10.87	1.15	-0.01	0.00
所有者权益	801.88	100.00	902.40	100.00	943.46	100.00	940.16	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

2017 年底,公司其他权益工具(优先股)为 51.14 亿元较上年持平,全部为公司收到的国开基金以及农发基金款项。

2015~2017 年,公司资本公积有所增长,年均复合增长 8.27%。截至 2017 年底,公司资本公积 779.86 亿元,同比增长 4.62%,主要为公司股东轨道交通集团拨款转入所致。

2018 年 9 月底,公司所有者权益合计 940.16 亿元(其中少数股东权益-53.91 万元),较 2017 年底下降 0.35%,权益结构较上年无重大变化。其中,公司资本公积 783.22 亿元,较

上年底增长 0.43%,主要系轨道交通集团拨款转入项目资本金所致;公司少数股东权益减少至-53.91 万元,主要系将天津城铁港铁建设有限公司(以下简称“港铁公司”)股权划出导致相应少数股东权益减少所致。

公司债务以长期债务为主,符合行业特点,公司债务结构较为合理,整体债务水平一般。

2015~2017年,公司负债总额年均复合增长 6.94%。2017年底,公司负债总额1013.59亿元,同比增长9.11%。公司负债以非流动负债为主(占比78.94%),符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

表 10 2015~2018 年 9 月底公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	39.01	4.40	41.37	4.45	37.72	3.72	37.73	3.60
应付账款	21.61	2.44	35.82	3.86	40.92	4.04	37.87	3.61
其他应付款	32.81	3.70	47.25	5.09	93.60	9.23	111.56	10.63
一年内到期的非流动负债	44.84	5.06	88.77	9.56	33.59	3.31	--	--
流动负债	159.35	17.98	217.89	23.46	213.42	21.06	191.89	18.29
长期借款	433.35	48.90	399.24	42.98	465.36	45.91	477.22	45.49
应付债券	105.64	11.92	97.88	10.54	76.86	7.58	91.86	8.76
长期应付款	113.72	12.83	105.79	11.39	145.56	14.36	171.99	16.39
非流动负债	726.88	82.02	711.04	76.54	800.16	78.94	857.18	81.71
负责总额	886.23	100.00	928.93	100.00	1013.59	100.00	1049.07	100.00

资料来源:公司审计报告及 2018 年三季报

2015~2017年,公司流动负债年均复合增长15.73%。截至2017年底,公司流动负债213.42亿元,同比减少2.05%。从其构成来看,主要由预收款项(占17.67%)、应付账款(占19.17%)、其他应付款(占43.86%)和一年内到期的非流动负债(占15.74%)构成。

2015~2017年,公司应付账款年均复合增长37.60%。截至2017年底,公司应付账款40.92亿元,同比增长14.23%,主要由于地铁5、6号线以及1号线东沿的建设不断推进,应付工程款和设备款增加所致。

2015~2017年,公司预收账款波动下降,

年均复合减少37.60%。截至2017年底,公司预收款项37.72亿元,同比减少8.84%,主要为预收工程款和购房款。公司预收款项前五名金额占总额的90.26%,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,5年账龄以上为23.15亿元),预收津源投资公司的款项占预收款项总额的90.69%。

2015~2017年,公司其他应付款快速增长,年均复合增长68.90%。截至2017年底,公司其他应付款93.60亿元,同比增长98.08%,为与轨

道交通集团管理费、往来款以及垫资款增加57.77亿元所致。公司其他应付款主要为应付企业、政府部门的往来款、管理费以及股东垫资等；其中其他应付款单位前五名金额占其他应付款总额的93.00%，集中度较高。

2017年底，公司一年内到期的非流动负债33.59亿元，同比减少62.16%，全部为一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券。

2015~2017年，公司其他流动负债分别为20.12亿元、-0.06亿元和-0.04亿元。2016~2017年，公司其他流动负债表现为负，主要系其他流动负债中包括尚未摊销完毕的未实现售后租回损益，致使该科目为负值。

2015~2017年，公司非流动负债年均复合增长4.92%。2017年底，公司非流动负债800.16亿元，同比增长12.53%。从构成看，非流动负债主要由长期借款（占29.08%）、应付债券（占4.80）、长期应付款（9.10%）和专项应付款（6.91%）构成。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长3.63%。截至2017年底，公司长期借款465.36亿元，同比增长16.56%，从其构成来看主要为银行和非银行金融机构借款；应付债券76.86亿元，同比减少21.47%，主要系公司2013年发行的“13津地铁MTN001”20亿元，转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款145.56亿元，同比增长37.59%，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110.64亿元，同比增长3.80%，主要系公司收到专项应付财政贴息6.35亿元以及基建拨款利息2.34亿元所致。

随着地铁建设项目的推进，2015~2017年，公司全部债务有所波动，年均复合下降0.31%。截至2017年底，公司全部债务为580.96亿元，同比小幅下降1.68%。其中短期债务和长期债务的占比分别为6.67%和93.33%。截至2017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51.79%、38.11%和36.50%。若将其他流动负债中的有息债务和长

期应付款中的有息债务计入全部债务核算，2015~2017年，公司调整后全部债务分别为718.56亿元、696.68亿元和726.52亿元。同期，调整后全部债务资本化比率分别为47.26%、43.57%和43.50%。

2018年9月底，公司负债总额1049.07亿元，较上年底增长3.50%，仍以非流动负债为主。公司其他应付款111.56亿元，较上年底增长19.19%，主要系轨道交通集团拨入工程款增加所致。随着公司地铁投资的不断推进，融资需求不断增长，公司长期借款增至477.22亿元；从债务期限分别情况看，2018年到期的有息债务1.14亿元，2019年到期的有息债务42.78亿元，2020年到期的有息债务53.72亿元，2021年及以后到期的有息债务631.56亿元，公司有息债务主要用于地铁项目，期限较长。长期应付款171.99亿元，较上年底增长18.16%，主要系融资租赁款增加所致。其他科目变化不大。从有息债务看，截至2018年9月底，公司调整后的长期债务741.07亿元，调整后全部债务为746.07亿元；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44.24%和44.08%，债务负担较2017年底略有上升。

4. 盈利能力

公司营业收入稳步增长，但由于地铁运营成本较高，公司持续表现为亏损状态，财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用大。

2015~2017年，公司营业收入年均复合增长33.17%，2017年公司实现营业收入13.66亿元，同比大幅增长77.54%，主要由资源开发板块中“紫熙臺”项目销售收入结转5.99亿元所致。2015~2017年，公司营业成本年均复合增长23.31%。2017年公司营业成本15.71亿元，同比增长43.49%，主要系资源开发成本增加所致。2017年受结转收入的房地产项目毛利率较高影响，公司营业利润率-20.71%，亏损程度有所减轻。

从期间费用情况来看，2015~2017年，公

司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，年均复合增长 33.17%，主要系随着借款规模的增加，公司财务费用不断增长所致，2017 年为 3.31 亿元。受营业收入增加影响，公司期间费用占营业收入的比重由 2016 年的 44.01% 下降至 2017 年 24.22%。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。

2015~2017 年公司营业外收入年均复合增长 9.85%，分别为 7.97 亿元、10.96 亿元和 9.61 亿元，主要由政府补助构成。在政府补助的作用下，2017 年公司实现利润总额 8.14 亿元，同比大幅增长 69.47%。

从盈利指标看，近三年公司调整后总资本收益率和净资产收益率不断增长，2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.46% 和 0.81%。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 6.93 亿元，相当于 2017 年全年的 50.73%；随着 6 号线投入运营，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 -76.41%，亏损程度大幅增加。同期，由于公司处置港铁公司后之前资本化的财务费用全部费用化，公司财务费用增至 3.91 亿元；公司营业外收入 5.06 亿元，主要由政府补贴构成；投资收益 6.77 亿元，主要由处置子公司形成的溢价构成；利润总额为 4.27 亿元。

5. 现金流分析

公司经营活动现金净流量受往来款影响逐年减少；投资活动受地铁工程建设现金支出规模影响较大；公司未来投资规模仍较大，对外融资压力较重。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入降幅较大，年均复合减少 35.36%，分别为 79.13 亿元、42.01 亿元和 33.06 亿元，主要系公司往来款波动幅度较大影响所致。其中，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.72 亿元，同比减少 33.53%，主要系公司于 2017 年确认

“紫熙臺”项目收入为从预收账款结转未产生现金流所致；受此影响，2017 年公司现金收入比较上年大幅下降至 41.87%；由于 2017 年公司与轨道交通集团往来款大幅减少，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金均大幅下降，分别为 27.34 亿元和 7.88 亿元。近三年，受支付其他与经营活动有关的现金不断下降影响，公司经营活动支付的现金流年均复合下降 16.48%，分别为 30.82 亿元、21.07 亿元和 7.88 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 48.31 亿元、20.95 亿元和 11.56 亿元。

2015~2017 年，由于受天津市环保督查以及投资进度规划影响，在地铁线路的建设过程中收到的各公司之间垫付的往来款和工程款项逐年减少，因此公司收到/支付其他与投资活动有关现金逐年减少，2017 年分别为 7.69 亿元和 4.12 亿元。2015~2017 年，受收到其他与投资活动有关的现金不断减少影响，公司投资活动现金流入年均复合减少 52.14%，2017 年为 7.70 亿元；2015~2017 年，公司投资活动现金流出年均复合减少 38.92%，分别为 285.68 亿元、135.51 亿元和 106.59 亿元。其中 2017 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 102.33 亿元，同比减少 10.45%，主要系地铁工程现金支付有所下降所致；2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -252.06 亿元、-106.67 亿元和 -98.89 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动幅度较大，分别为 407.77 亿元、230.75 亿元和 271.54 亿元。其中 2017 年，公司吸收投资收到的现金为公司收到的地铁项目资本金以及轨道交通集团注入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，2017 年为 48.10 亿元；2017 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 211.84 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 3.60%。其中 2017 年，公司筹资活动现金流出量为

182.33 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。2015~2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 237.91 亿元、67.41 亿元和 89.22 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流净额为-2.62 亿元；投资活动产生的现金流净额为-23.92 亿元，主要由地铁工程现金支出所形成的购建固定资产、无形资产现金流构成。此外，取得投资收益收到的现金 6.87 亿元，主要由处置港铁公司形成的溢价构成，处置子公司及其他单位收到的现金净额 11.59 亿元，主要由公司处置划出港铁公司收到的原始投资成本构成；公司筹资活动产生的现金流净额为 34.03 亿元，其中，吸收投资收到的现金 38.95 亿元，主要是由拨款转入构成（在“资本公积”和“其他应付款”以及“营业外收入”以及“其他收益”反映）。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力较弱，但考虑到公司所属行业性质及股东对公司的支持力度很强，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率不断下降，2017 年底上述指标分别为 158.47%和 138.13%；2018 年 9 月底，受一年内到期的非流动负债重新调至长期借款以及应付债券科目中反映影响，公司流动比率和速动比率分别上升至 165.19%和 154.02%。2017 年，公司经营现金流动负债比为 5.42%。2018 年 9 月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 14.95 倍。总体看，公司短期偿债能力较好。若考虑已调至长期借款及应付债券的一年内到期的非流动负债金额，公司实际偿债能力将低于指标值。

从长期偿债指标来看，2015~2017 年，由于利润总额不断增长，公司 EBITDA 逐年增长

分别为 4.68 亿元、7.26 亿元和 10.15 亿元。由于 EBITDA 的增加，2017 年公司调整后全部债务/EBITDA 下降至 71.54 倍。就指标来看，公司长期偿债能力较弱，但考虑到股东对公司的支持力度极强，公司整体偿债能力极强。

2018 年 9 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 1272.12 亿元，尚未使用额度 837.32 亿元，公司间接融资渠道畅通。

2018 年 9 月底，公司对外担保合计 5.00 亿元，担保比率 0.53%，被担保公司为天津铁路建设投资控股（集团）有限公司。考虑到公司担保比率低，被担保企业均为国有企业且经营状况良好，公司或有负债风险小。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

2017 年底，公司调整后全部债务为 726.52 亿元。公司本期中期票据发行金额为 15.00 亿元，相当于 2017 年底调整后全部债务的 2.06%，对公司现有债务规模影响小。

2017 年底，公司资产负债率、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 51.79%、43.50%和 42.16%；以公司 2017 年底报表财务数据为基础，本期中期票据发行后，公司资产负债率、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将分别上升至 52.16%、44.01%和 42.69%。总体看，本期中期票据发行后，公司的债务负担将略有加重，但影响较小。考虑到本期中期票据部分资金用于偿还存量债务，实际债务水平将低于指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 79.13 亿元、42.01 亿元和 33.06 亿元，分别为本期中期票据的 5.28 倍、2.80 倍和 2.20 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。同期，公司经营活动现金流量净额分别为 48.31 亿元、20.95 亿元和 11.56 亿元，

分别为本期中期票据本金的 3.22 倍、1.40 倍和 0.77 倍；公司 EBITDA 分别为 4.68 亿元、7.26 亿元和 10.15 亿元，分别为本期中期票据的 0.31 倍、0.48 倍和 0.68 倍，对本期中期票据保障能力较弱。考虑到天津市政府对公司的大力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

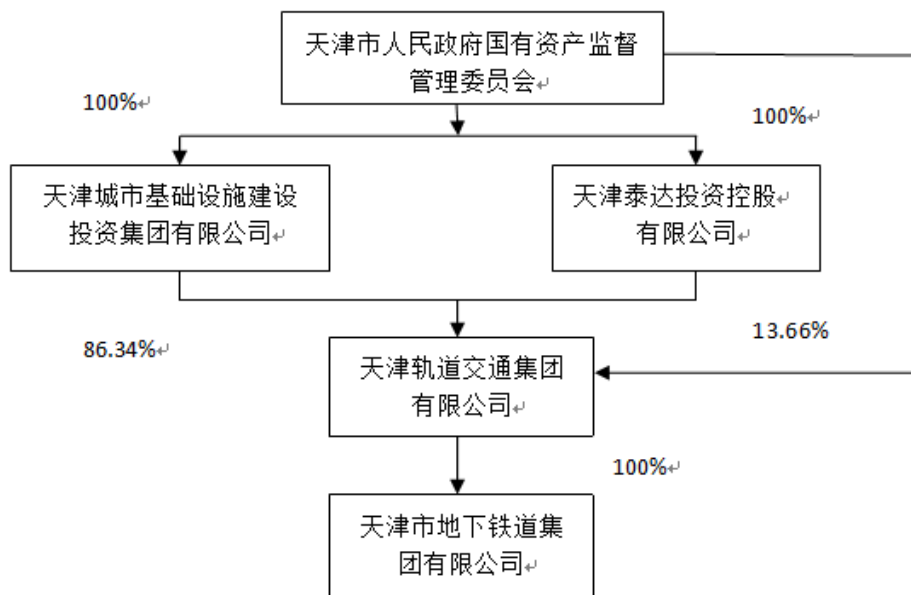
从集中兑付情况看，假设本期中期票据于 2019 年发行，将于 2024 年到期兑付。公司发行的“15 津地铁债”将于 2024 年兑付本金 3.75 亿元，公司当年集中兑付金额 18.75 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为集中偿付金额的 4.22 倍、2.24 倍和 1.76 倍；公司经营活动现金流量净额分别为集中偿付金额的 2.58 倍、1.12 倍和 0.62 倍；公司 EBITDA 分别为集中偿付金额的 0.25 倍、0.39 倍和 0.54 倍。整体看，如果本期中期票据于 2019 年发行，公司将面临一定集中兑付压力。

十、结论

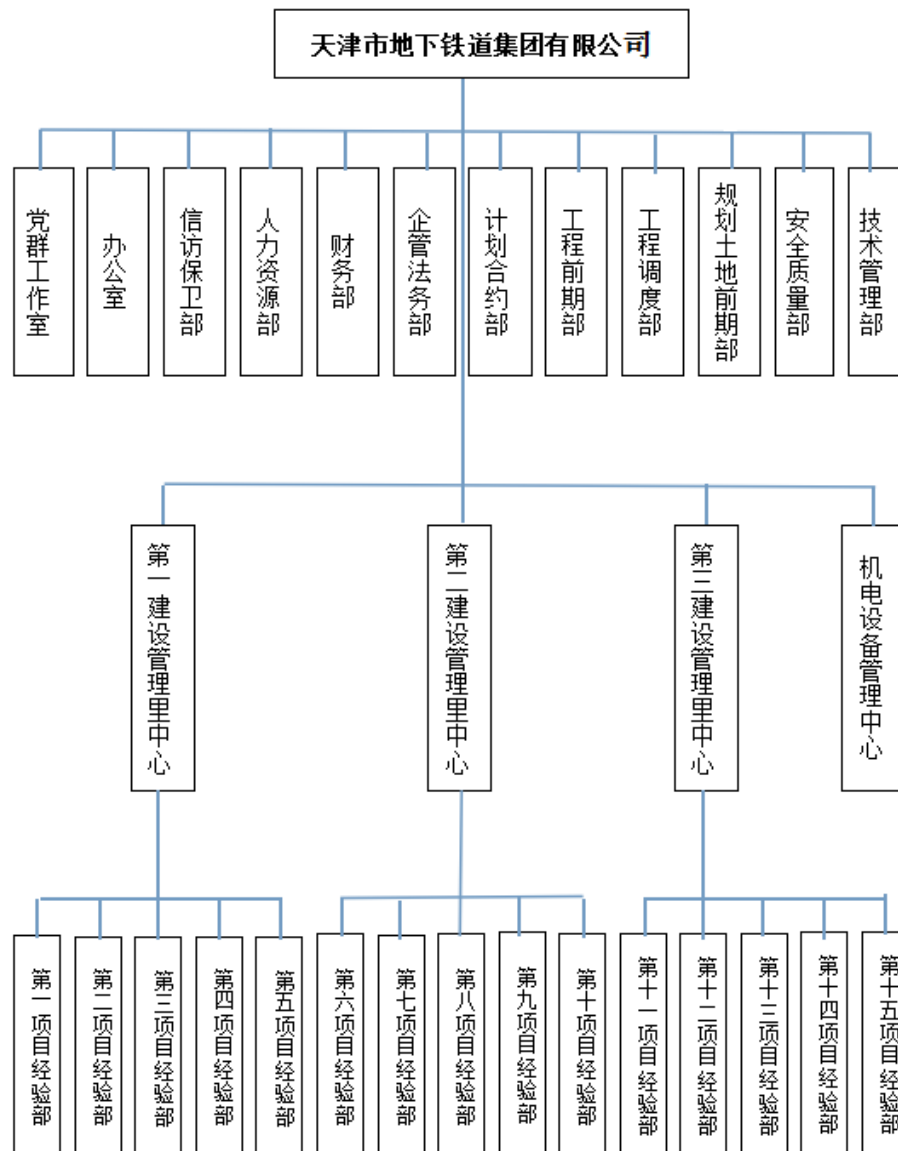
公司是天津市城区内地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有专营地位。近年来，天津市经济持续增长为公司发展创造了良好的外部环境；天津市政府对公司支持明确，对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金以保障项目建设的资金投入，运营亏损由财政资金补贴；总体来看，公司主体长期信用风险极低。

考虑到天津市政府对公司的大力支持，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 2018 年 9 月底公司股权结构



附件 1-2 2018 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-3 2018 年 9 月底子公司情况

子公司名称	子公司类型	注册地	经营范围	注册资本 (万元)	本公司 持股比例 (%)	取得方式
天津地铁建设发展有限公司	有限责任公司	天津	地铁基础设施建设工程 施工等	10000.00	100	合并
天津市地下铁道运营有限公司	有限责任公司	天津	地铁运营	10000.00	100	合并
天津地铁资源投资有限公司	有限责任公司	天津	对房地产业进行投资、 房屋租赁等	70000.00	100	合并
天津城投建设有限公司	有限责任公司	天津	基础设施建设工程施 工等	300.00	100	合并
天津轨道交通集团 枢纽运营管理有限 公司	有限责任 公司	天津	天津站枢纽运营管理	3000.00	100	合并
天津海顺置业发展 有限公司	有限责任 公司	天津	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	合并
天津市地铁置业发 展有限公司	有限责任 公司	天津	房地产开发,销售,物 业管理,装饰装修等	1200.00	51	合并

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	83.73	65.46	67.27	74.76
资产总额(亿元)	1688.11	1831.33	1957.05	1989.23
所有者权益(亿元)	801.88	902.40	943.46	940.16
短期债务(亿元)	45.64	93.77	38.74	5.00
长期债务(亿元)	538.98	497.11	542.22	569.08
调整后长期债务(亿元)	652.70	602.91	687.78	741.07
全部债务(亿元)	584.63	590.89	580.96	574.08
调整后全部债务(亿元)	718.56	696.68	726.52	746.07
营业收入(亿元)	7.70	7.69	13.66	6.93
利润总额(亿元)	2.97	4.80	8.14	4.27
EBITDA(亿元)	4.68	7.26	10.15	--
经营性净现金流(亿元)	48.31	20.95	11.56	-2.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.93	3.11	4.11	--
存货周转次数(次)	0.26	0.25	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	130.07	80.45	41.87	152.07
营业利润率(%)	-41.37	-44.40	-20.71	-76.41
总资本收益率(%)	0.19	0.31	0.50	--
调整后总资本收益率(%)	0.22	0.29	0.46	--
净资产收益率(%)	0.33	0.52	0.81	--
长期债务资本化比率(%)	40.20	35.52	36.50	37.71
调整后长期债务资本化比率(%)	44.87	40.05	42.16	44.08
全部债务资本化比率(%)	42.17	39.57	38.11	37.91
调整后全部债务资本化比率(%)	47.26	43.57	43.50	44.24
资产负债率(%)	52.50	50.72	51.79	52.74
流动比率(%)	231.11	163.47	158.47	165.19
速动比率(%)	204.46	142.36	138.13	154.02
经营现金流动负债比(%)	30.32	9.61	5.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	124.79	81.44	57.21	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	153.38	96.03	71.54	--

注：1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计；

2. 调整后全部债务=短期债务+其他流动负债中有息部分+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

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 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

天津市地下铁道集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天津市地下铁道集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天津市地下铁道集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天津市地下铁道集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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天津市地下铁道集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天津市地下铁道集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。