跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1199 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，维持“12津地铁MTN1”、“13津地铁MTN1”和“ 15津地铁债/15津地铁”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

天津市地下铁道集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
12 津地铁 MTN1	30 亿元	2012/11/21	5 年	AAA	AAA
13 津地铁 MTN1	20 亿元	2013/5/7	5 年	AAA	AAA
15 津地铁债/15 津地铁	25 亿元	2015/10/16	10 年	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.62	83.73	65.46	47.52
资产总额(亿元)	1334.33	1688.11	1834.51	1838.92
所有者权益(亿元)	718.77	801.88	905.67	904.27
短期债务(亿元)	22.42	45.64	93.77	3.30
长期债务(亿元)	351.39	538.98	497.11	586.95
全部债务(亿元)	373.81	584.63	590.89	590.25
调整后的全部债务(亿元)	526.31	718.56	696.68	706.03
营业收入(亿元)	7.84	7.70	7.69	1.66
利润总额(亿元)	2.89	2.97	4.80	-1.37
EBITDA(亿元)	3.31	4.68	7.26	--
经营性净现金流(亿元)	-7.72	48.31	20.95	-0.50
营业利润率(%)	-7.80	-41.37	-44.40	-120.68
净资产收益率(%)	0.31	0.33	0.51	--
资产负债率(%)	46.13	52.50	50.63	50.82
全部债务资本化比率(%)	34.21	42.17	39.48	39.49
调整后的全部债务资本化比率(%)	42.27	47.26	43.48	43.84
流动比率(%)	181.99	231.11	163.47	282.99
全部债务/EBITDA(倍)	113.05	124.79	81.44	--
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	159.18	153.38	96.03	--

注：1.2017 年一季度财务报表未经审计；2.调整后的全部债务=短期债务+其他流动负债中有息部分+长期债务+长期应付款。

分析师

张 宁　宋金玲

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号线全线贯通并正式运营以及地铁6号线部分线路投入试运行，地铁路网效益逐步显现。跟踪期内，地铁客流量和地铁运营收入稳定增长，地铁5、6、1号线东沿、4号线南段及10号线一期建设进展顺利，政府在项目资本金、偿债保障、运营补贴等方面给予公司较大程度持续支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，跟踪期内，地铁1号线信号系统持续改造使得公司地铁运营营业利润率持续大额为负以及地铁业务未来资本性支出大等因素对其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金以保障项目建设的资金投入，天津市很强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“12 津地铁 MTN1”、“13 津地铁 MTN1”和“15 津地铁债/15 津地铁”的信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，天津市经济持续增长，财政实力强，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是天津市地铁项目投资建设及运营管理的主体，跟踪期内，政府在项目资本金、偿债保证、地铁运营补贴等方面对公司提供了持续支持。
3. 未来随着地铁 5、6 号线正式投入运营，公司地铁运营收入有望进一步增长。

关注

1. 目前天津市地铁运营线路虽已初步形成规

模，但其单位运营成本较高；跟踪期内，地铁 1 号线信号系统改造使得公司地铁运营持续为负，并进一步扩大。

2. 公司未来投资支出较大，面临一定资金压力。

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”）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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍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 2017 年 3 月底，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（见附件 1-2）。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 1834.51 亿元，所有者权益合计 905.67 亿元（其中少数股东权益 10.80 亿元）。2016 年，公司合并口径实现营业收入 7.69 亿元，利润总额 4.80 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1838.92 亿元，所有者权益合计 904.27 亿元。2017 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 1.66 亿元，利润总额-1.37 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2017年3月底，联合资信所评公司存续债券募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金合计75亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。公司既往还本付息情况良好。

“15津地铁债/15津地铁”，用于地铁5号线和6号线的建设。地铁5、6号线总投资656.37亿元，截至2017年3月底累计投资分别为226.80亿元和321.24亿元。

表1　截至2017年3月底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	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
12 津地铁 MTN1	30	2012/11/21	5 年	30	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
13 津地铁 MTN1	20	2013/5/7	5 年	20	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
15 津地铁债/15 津地铁	25	2015/10/16	10 年	25	每年付息一次，并于第 3~6 个计息年度末和 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。
合计	**75**	--	--	**75**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）

持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、

欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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中制式。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，能够有效的解决城市交通拥堵问题，是一种大容量运输服务交通方式，具有良好的社会效益。

（1）行业需求分析

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，2015年中国城镇化率已达56.1%，城镇化人口达7.71亿元，这使得大中城市的交通形势日趋严峻。中国多数城市公交机动化出行分担率不足40%，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，供给模式单一，服务质量不高，无法有效的缓解客流高峰。近年来，随着中国城市汽车保有量的急剧上升，私人小车以年均20%以上的速度增长，城市交通体系越来越难以承受庞大的重负，城市交通拥挤现已成为城市发展的“瓶颈”。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。此外，《国家新型城镇化规划（2014－2020年）》提出为优化城镇化空间布局和城镇规模结构，发展集聚效率高、辐射作用大的城市群，要建设以轨道交通和高速公路为骨干高效的城市交通运输网络，加快建立公交导向的城市发展模式，改变城市公交被动追随城市发展的局面。

“十二五”期间中国城市轨道交通完成投资达1.23万亿，年均投资2458亿元，新增运营里程2019公里，同比增长128%，从构成看，2013~2015年新增城市轨交运营里程中地铁占比分别为76%、71.4%和66.7%，较“十二五”头两年有所下降。

全国多城市地铁在建，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，“十二五”期间，中国内地共有16个城市新开通，除杭州和苏州外其余均为二线城市，平均每年3.2个城市开通城轨服务，根据《城市轨道交通2016年度统计和分析报告》，中国大陆地区共30个城市开通运营城市轨道交通，共计133条线路，运营线路总长度达4152.8公里。其中，地铁3168.7公里，占76.3%。年度新增运营线路长度创历史新高，达534.8公里，同比增长20.2%。全年累计完成客运量160.9亿人次，同比增长16.6%。拥有2条及以上城轨交通运营线路的城市已增加到21个。截至2016年底，中国共有58个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的14个城市），规划线路总长达7305.3公里，已批复规划线路总投资37018.4亿元，初设批复投资累计28458.6亿元，14个城市投资超过1000亿元，除北京、上海、广州、深圳、武汉、重庆、成都等轨道交通起步较早的城市外，青岛、厦门、西安、贵阳、杭州、合肥、苏州、长沙等轨道交通新兴城市的投资计划明显加快。

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。预计十三五期间，新增通车里程超过4000公里，年均800 公里/年左右，同比增长100%，新增交通车站2454座，各地对轨道交通投资仍将保持较高水平，由于劳动力成本以及拆迁成本的快速上升，轨道交通每公里造价现在已经从5亿元上升到七八亿元，北京甚至超过10亿元。“十三五”期间城轨投资将超过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，较2015年底增长超过100%。国家发改委、交通运输部于2016年3月发布《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，2016~2018年将大力推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，逐步优化大超市轨道交通结构，重点推进103个项目前期工作，新建城市轨道交通2000公里以上，设计投资约1.6万亿元。

（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到轨道交通建设运营，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。 同样的轨道交通车站周边商业区聚集的大量人流，也会为轨道交通创造客流和票款收入。

（4）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亿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该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，外部效益不能直接体现在运营企业自身利益中，运营线路自身收益很难实现还贷的责任，要在很大程度上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，“十三五“期间中国城市轨道交通投资规模需求将超过 2万亿元、同比增长超过100%，这对地方财政带来较大资金压力。同时，由于缺少竞争，中国轨道交通建设运营效率较发达国家相对低。借鉴其他国家或地区发展城市轨道交通经验，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。十二五期间，地铁建设运营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，也有利于家里竞争机制以提高项目的建设、运营效率、减少政府的补贴。根据财政部建立的全国政府和社会资本合作中心统计数据，截止 2016 年 6 月底，中国内地城市轨道交通 PPP 项目入库数达到 72 个，项目涉及投资总额 1.04 万亿元。

（5） 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，伦敦轨道交通占城市公共交通运量是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，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，影响到行业整体经济效益水平，目前中国各城市地铁运营环节均处于亏损状态，其主要原因就是地铁未形成有效的规模。

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 地铁设备总体技术水平有待提高

地铁设备主要包括交通信号系统、车站设备和车辆三部分，其中交通信号系统是轨道交通领域的核心技术之一，是列车运营效率的保障。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，虽然市场中逐渐形成了一些成熟的国产 CBTC 系统，且已经在实际运营中得到应用，一定程度压低了国外供应商的报价，但市场占有率仍较低。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，中国正在建造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。

（6）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，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。

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。

从项目建成后的盈利弱的解决方案看，未来具备条件的一、二线城市将更多借鉴深圳地铁上盖物业增值反哺城市轨道交通建设模式，沿线物业升值及其他收入，增加地方政府的财政收入，提升地方政府在城市轨道交通建设的财政支出能力，从而为中国城市轨道交通建设“造血”。在产品价格方面，政府将从社会的角度出发，将轨道交通确定为公共产品，对其价格进行控制和调整，各地轨道交通票价都面临一定的价格下调压力。降低轨道交通票价可以吸引更多的人选择轨道交通出行方式，大幅度减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，改善城市环保状况和减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，具有较大的社会效益，而现有的地铁经营企业大多为政府背景的公益性企业，不追求经济效益，因此未来轨道交通行业发展将继续保持低于成本价的票价。

2．区域经济

根据《2016 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016 年天津市全市实现地区生产总值（GDP）17885.39 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 220.22 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 8003.87 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 9661.30 亿元，增长 10.0%。三次产业结构为 1.2:44.8:54.0。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强，2016 年，全年一般公共预算收入 2723.46 亿元，增长 10.0%。其中，税收收入 1624.18 亿元，增长 12.1%，占一般公共预算收入的 59.6%。从主体税种看，增值税 455.80 亿元，增长 36.4%；企业所得税 278.42 亿元，增长 7.1%；个人所得税 96.78 亿元，增长 18.4%。民生支出不断扩大。全年一般公共预算支出 3700.68 亿元，增长 6.3%。其中，社会保障和就业支出 378.27 亿元，增长 20.2%；医疗卫生支出 206.07 亿元，增长 10.8%；住房保障支出 66.75 亿元，增长 31.9%。

2016 年天津市投资保持较快增长。全年全社会固定资产投资 14629.22 亿元，增长 12.0%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 289.15 亿元，增长 19.5%；第二产业投资 3940.48 亿元，增长 6.5%；第三产业投资 10376.56 亿元，增长 14.0%，比重达到 71.0%，比上年提高 1.3 个百分点。实体投资主体地位进一步显现，完成投资 9590.06 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资的 65.7%；基础设施投资 2716.12 亿元，占固定资产投资的 18.6%。

总体看，轨道交通行业处于较好的时期，发展机遇较好。天津市经济快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为天津轨道交通集团有限公司和天津市国资委。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为和实收资本均为 71.86 亿元。

2．人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至2017年3月底，公司本部员工总数403人。从年龄结构看，25岁以下15人，25至30岁57人，31至35岁153人，36至40岁82人，41至45岁56人，46至50岁18人，51岁以上22人；从学历结构看，博士8人，硕士研究生134人，本科242人，大专19人。

3. 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、1号线东延线、4号线南段及10号一期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号线工程竣工决算总投资92.05亿元，其中项目资本金46.03亿元，占项目总投资的50%，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号线工程初步设计概算261.44亿元，其中2号线125.97亿元，3号线135.47亿元，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。

地铁5、6号线工程可研批复总投资分别为258.22亿元和398.15亿元，其中项目资本金分别为129.11元和199.08亿元，由公司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（财政按照公司偿债资金需求拨付专项资金）。截至2017年3月底，5号线项目资本金全部到位，6号线项目资本金到位177.04亿元。

地铁1号线东延线工程可研批复金额为119.83亿元，其中项目资本金为59.92亿元。截至2017年3月底，地铁1号线东延线资本金到位14.30亿元。

地铁4号线南段工程可研批复总投资186.95亿元，其中项目资本金93.95亿元，截至2017年3月底，资本金到位15.00亿元。

地铁10号线一期项目可研批复金额为235.20亿元，其中项目资本金为94.08亿元，占项目总投资的40%。截至2017年3月底，资本金到位10.10亿元。

（2）偿债保证支持

地铁1号线

地铁1号线总投资92.05亿元，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，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261.44亿元，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号线可研批复总投资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（财政按照公司偿债资金需求拨付专项资金）。

地铁1号线东延线

地铁1号线东延线工程可研批复总投资119.83亿元，其中对外融资59.92亿元，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益和地铁偿债建设资金需求拨付专项资金）。

地铁4号线南段

地铁4号线南段工程可研批复总投资186.95

亿元，其中对外融资93.00亿元。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益和地铁偿债建设资金需求拨付专项资金。

地铁10号线一期

地铁10号线一期可研批复总投资235.20亿元，其中对外融资141.12亿元。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益和财政专项资金。

（3）地铁运营补贴

地铁集团于2006年5月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。地铁1号线2006年6月12日开始试运营，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，2016年8月地铁6号线部分线路投入试运行。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。

2016年及2017年1~3月，公司收到的政府补助分别为10.96亿元和1.06亿元，其中运营补贴分别为3.92亿元和0.99亿元，2016年，公司同时获得企业补贴6.50亿元，上述资金已全部到账。

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。

4. 企业信用报告

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1012010100155690C），截至2017年6月22日，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化，执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

随着公司地铁 2、3 号线全线贯通并正式运营，地铁 6 号线部分线路投入运行，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稳定上升，2016 年为 5.40 亿元，同比增长 6.93%；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，2016 年 3.92 亿元。同期，公司地铁资源开发收入 2.01 亿元，同比下降 4.74%。2017 年一季度公司实现主营业务收入 1.54 亿元，其中地铁运营和地铁资源开发业务分别占 75.32%和 24.68%；收到补贴收入 0.99 亿元。

2016 年，公司综合毛利率-47.86%，亏损幅度加大，主要系地铁 1 号线信号系统改造持续进行所致；而 2017 年一季度主营业务毛利率-136.36%，进一步下滑，系上年地铁运营相关人员年终奖计入本期成本所致。

表 2　公司主营业务收入和毛利率情况　（单位：亿元）

项目		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
主营业务收入	地铁运营	4.83	5.05	5.40	1.16
	地铁资源开发	2.44	2.11	2.01	0.38
	合计	**7.27**	**7.16**	**7.40**	**1.54**
毛利率	地铁运营	-53.07%	-80.79%	-82.40%	-169.83%
	地铁资源开发	68.46%	42.82%	45.10%	-34.21%
	综合毛利率	**-12.25%**	**-44.32%**	**-47.86%**	**-136.26%**

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告、公司提供

2. 业务经营分析

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。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由25%调整为20%。天津城市轨道交通新一轮建设规划项目资本金比例由原50%降至40%，资本金占比虽有所下降，但仍保持较高比例。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。

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26.19公里，设22个车站，地铁1号线竣工财务决算投资总额为92.05亿元。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号线已分别于2013年7月、2013年10月正式运营。截至2017年3月底，地铁2、3号线累计完成投资分别为125.55亿元和145.17亿元（截至目前上述项目正在进行工程结算和竣工财务决算，项目总投资以最终竣工财务决算数为准）。

地铁5、6号线工程可研批复总投资656.37亿元，截至2017年3月底累计完成投资分别为226.80亿元和321.24亿元。地铁5号线共30座场站，地铁6号线共39座车站，1座车辆段，截至2017年3月底，地铁5号线主体结构完成99%，区间完成95%，铺轨完成60%，设备安装完成56%；地铁6号线大毕庄车辆段至水上东路站已试运营，水上东路站至梅林路站区段区间完成96%，铺轨完成22%，设备安装完成15%。地铁5、6号线预计于2017年正式投入运营。

地铁1号线东延线工程可研批复总投资119.83亿元，该工程共11座车站，1座车辆段，截至2017年3月底累计完成投资46.51亿元，双林站土方开挖完成30%，10座车站砌筑基本完成，设备安装完成10%，双桥河车辆段主体完成50%。刘园停车场改造工程完成院内工程，改造工程完成40%。

地铁4号线南段工程可研批复总投资186.95亿元，项目起自南开区东南角站，止于东丽区新兴村站，共14座车站，1座车辆段，全长19公里。截至2017年3月底，该线路已累计完成投资36.48亿元，围护结构50%，土方开挖11%，主体结构7%。

地铁10号线一期可研批复总投资235.20亿元，自西青区李七庄至北辰区北部新城，全长21.2公里，车站21座，目前正在拆迁阶段。截至2017年3月底，该线路已累计完成投资23.52亿元，一期管线切改完成60%，围护结构完成20%。

（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号线运营管理以及试运行的地铁6号线工作。截至2016年底，运营公司资产总额104.69亿元，所有者权益3.53亿元。2016年运营公司实现营业总收入共计5.64亿元，净利润-0.22亿元。

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2～9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，为乘客提供了安全准点快捷的服务。

跟踪期内，随着地铁6号线于2016年8月部分线路投入试运行，公司地铁运营的网络效应、客流量有所增长；2016年公司地铁运营里程达到5170.34万车公里，同比增长3.7%；2017年一季度，地铁运营里程达到1516.56万车公里，占上年的29.33%。2016年，公司地铁运营收入为5.40亿元，毛利率为-82.40%；2017年一季度地铁运营收入1.16亿元，占上年全年的21.48%。

表 3　2014~2016 年和 2017 年 1~3 月公司地铁运营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
年度出行量（万人次）	25098.23	25638.26	27701.31	7188.85
日均出行量（万人次）	68.76	70.24	75.69	79.88
列车开行列次（列次）	282392.00	287055.00	307247	88933
运营里程（万车公里）	4750.65	4985.85	5170.34	1516.56
票款收入（亿元）	4.83	5.05	5.40	1.16
每人次票务收入（元）	1.96	1.97	1.95	1.61

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。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。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号线以及试运行的地铁6号线运营亏损给予补贴，2016年为3.92亿元，一定程度上弥补了运营亏损。

总体看，跟踪期内，地铁6号线部分线路投入试运营，地铁路网效益逐步显现。跟踪期内，地铁运营客流量稳定增长，使得公司地铁运营收入稳步上升。未来地铁5、6号线全线正式通车后，网络规模效益将进一步显现。

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。目前，公司子公司地铁资源公司、广告公司、和谐物业、海顺公司主要负责公司该板块业务。

公司负责的地铁资源开发业务主要包括房地产、物业、土地置换和让渡使用权等。（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 27.00 亿元和 2.17 亿元，截至 2017 年 3 月底共投入 25.17 亿元，已实现销售收入 8.73 亿元，由于该项目尚未结转确认收入，因此在“预收款项”科目反映。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。（4）土地置换板块主要为公司因承揽天津市轨道交通建设，以地铁沿线补偿地块作价出资，以与房地产开发商合作开发模式获得收益返还。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

2016 年及 2017 年一季度，公司地铁资源开发收入分别为 2.01 亿元和 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 5、6 号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

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）》。

按照国务院批复的天津市城市轨道交通第二期建设规划（2015-2020年），天津城市轨道交通由4条市域线、24条城区线组成，线网总规模约1380公里，其中，中心城区规划13条。根据近期建设规划，交通发展目标是形成以“双城”（中心城区、滨海新区核心区）为中心，以“双高”（高速铁路、高速公路）、“双快”（快速轨道、快速道路）为骨架，实现“共享、一体化、集约、便捷、低碳”的现代综合交通体系，建成以“两港”（海港、空港）为核心的北方国际航运中心和国际物流中心。到2020年公共交通出行量要占到中心城市全部有工具交通出行的45%以上。双城间实现45分钟通达圈。

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 1 号线东延、地铁 4 号线南段以及地铁 10 号线一期等的投资建设为主同时，还有公司拟建的地铁 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2017年3月底，5、6、4号线南段和1号线东延以及地铁10号线（一期），尚需投资543.80亿元。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 4　截至 2017 年 3 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		
					2017年	2018年	2019年
1	地铁 7 号线一期	269.2	107.68	已取得建设规划、可研、环评、用地等相关要件批复	9	35	45
2	地铁 11 号线一期	237.89	95.16	已取得建设规划、可研、环评、用地等相关要件批复	12	30	40
3	地铁 8 号线一期	200.53	80.21	已取得建设规划批复	10	45	80
合计	**--**	**707.62**	**283.05**	**--**	**31**	**110**	**165**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，该财务报告经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 1834.51 亿元，所有者权益合计 905.67 亿元。2016 年，公司合并口径实现营业收入 7.69 亿元，利润总额 4.80 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1838.92 亿元，所有者权益合计 904.27 亿元。2017 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 1.66 亿元，利润总额-1.37 亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额1834.51亿元，同比增长8.67%，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中的在建工程为主，与行业特点相符。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产356.18亿元，

同比减少3.28%。公司流动资产主要由货币资金（占18.38%）、预付款项（占48.26%）、其他应收款（占19.35%）及存货（占11.53%）构成。

截至2016年底，公司货币资金65.46亿元，同比减少21.82%；其中银行存款65.34亿元，公司货币资金规模大，以保证各项目的工程资金需求。

截至2016年底，公司预付款项171.90亿元，同比增长5.61%，其中账龄主要集中在2年以内（占98.16%），账龄较短。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。

截至2016年底，公司其他应收款68.92亿元，同比减少11.21%，系与天津轨道交通集团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86.72%，集中度较高；但考虑到公司其他应收款欠款单位主要为天津市土地整理中心、轨道交通集团、天津滨海快速交通发展有限公司、天津市财政局和城投集团等政府及相关单位，其他应收款回收风险较小。截至2016年底公司累计计提坏账准备137.62万元。

表5　截至2016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	25.44	36.90	拆迁工程款
天津轨道交通集团有限公司	6.68	9.70	往来款
天津滨海快速交通发展有限公司	9.10	13.20	往来款
天津市财政局	9.73	14.12	往来款
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	8.83	12.80	往来款
合计	**59.78**	**100.00**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货46.00亿元，同比增长8.33%。其中，开发成本44.69亿元，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16.88亿元的土地使用权用于抵押。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 1478.33 亿元，同比增长 12.01%，主要是受在建工程的增长影响；从构成看，非流动资产主要由在建工程构成。

截至 2016 年底，公司的固定资产原值 101.24 亿元，同比略微减少 0.11%，主要为轨道交通地铁一号线（占 94.38%）、土地房屋建筑物（占 2.90%）等。公司累计计提折旧 1.50 亿元（公司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。

截至 2016 年底，公司在建工程 1357.90 亿元，同比增长 13.61%，主要系地铁 5 号及 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枢纽工程为主。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额上升至 1838.92 亿元，较 2016 年底略微增长 0.24%，总体保持相对稳定。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，主要以非流动资产为主，资产流动性较弱，符合行业特点。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 905.67 亿元，同比增长 12.90%，主要为其他权益工具（优先股）和资本公积的增加。归属于母公司所有者权益中实收资本占比 8.03%，资本公积占比 83.67%，盈余公积占比 0.36%，未分配利润占比 2.22%，其他权益工具（优先股）占比 5.71%。

截至 2016 年底，公司其他权益工具（优先股））为 51.14 亿元，同比增长 46.20%，主要系公司收到国开基金公司以增资形式投入的投资

款 16.16 亿元所致。从其构成来看，全部为公司收到的国开基金以及农发基金款项。

截至 2016 年底，公司资本公积 748.71 亿元，同比增长 12.54%，全部为公司股东轨道交通集团拨款转入。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 904.27 亿元（其中少数股东权益 10.80 亿元），较 2016 年底基本持平。归属于母公司的所有者权益中实收资本占比 9.09%，资本公积占比 84.11%，盈余公积占比 0.34%，未分配利润占比 2.03%，其他权益工具（优先股）占比 4.42%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2016年底，公司负债总额928.85亿元，同比增长4.81%。公司负债以非流动负债为主（占比76.54%），符合公司地铁建设项目建设周期较长的特点。

流动负债方面，截至2016年底，公司流动负债217.89亿元，同比增长36.74%，主要系应付账款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债增加所致。从其构成来看，主要由预收款项（占比18.99%）、应付账款（占比16.44%）、其他应付款（占比21.69%）和一年内到期的非流动负债（占比40.74%）构成。

截至2016年底，公司应付账款35.82亿元，同比增长65.74%，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。从账龄看，主要由1年以内款项构成（占比86.13%）；从集中度看，应付账款前五名余额占全部应付账款22.10%，集中度较低。

截至2016年底，公司预收款项41.37亿元，同比增长6.05%，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75.73%，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79.14%。

截至2016年底，公司其他应付款47.25亿元，同比增长44.01%，为与轨道交通集团管理费、利息以及往来款增加所致。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74.54%，集中度较高。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债88.77亿元，同比增长97.95%，全部为一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券。

截至2016年底，公司其他流动负债-605.35万元，表现为负，主要系2015年9月公司发行短期融资券“15津地铁CP001”20亿元已到期，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，致使部分年度为负值。

截至2016年底，公司非流动负债710.96亿元，同比略微减少2.19%。从构成看，非流动负债主要由长期借款（占56.16%）、应付债券（占13.77）、长期应付款（14.88）和专项应付款（14.98%）构成。

截至2016年底，公司长期借款399.24亿元，同比减少7.87%，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97.88亿元，同比减少7.35%，主要系公司2012年发行的“12津地铁MTN1”30亿元，转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款105.79亿元，同比减少6.97%，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106.50亿元，同比增加46.41%，主要系公司收到地方政府置换债资金31.25亿元以及基建拨款利息2.51亿元所致。

截至2016年底，公司全部债务为590.89亿元，同比上升1.07%，其中短期债务和长期债务的占比分别为15.87%和84.13%。截至2016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50.63%、39.48%和35.44%。若将长期应付款中的融资租赁款105.79亿元，纳入长期债务核算，公司调整后全部债务696.68亿元，同比减少3.05%，短期债务和调整后长期债务分别占13.46%和86.54%。公司调整后全部债务资本化比率、调整后长期债

务资本化比率分别为43.48%和39.97%。

截至2017年3月底，公司负债总额934.60亿元，较2016年底增长0.62%。截至2017年3月底，公司应付债券129.66亿元，较2016年底增加32.47%，系一年内到期的非流动负债转入应付债券所致，公司长期应付款115.78亿元，同比增长9.44%，为融资租赁款。从有息债务看，截至2017年3月底，公司有息债务总额590.25亿元，其中短期债务和长期债务分别占0.56%和99.44%；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分别为50.82%、39.49%和39.36%；若将长期应付款中的有息债务纳入到长期债务核算，公司调整后的长期债务702.73亿元，调整后的全部债务为706.03亿元；公司调整后的全部债务资本化比率和调整后的长期债务资本化比率分别为43.84%和43.73%，债务负担较2016年底略有上升。

总体看，债务结构较为合理，有息债务规模较大但公司整体债务负担有所减轻。

4. 盈利能力

2016 年公司营业收入 7.69 亿元，同比小幅减少 0.11%，主要由地铁运营收入构成（占比 70.22%）。同期，公司营业成本 10.95 亿元，同比增加 5.97%，主要系公司 2015 年开始的地铁 1 号线信号系统改造延续至今所致。故跟踪期内，公司营业利润率-44.40%，持续为负。

从期间费用情况来看，2016 年，公司期间费用规模 3.38 亿元，同比增长 25.16%，主要系财务费用增加所致。受营业收入减少及财务费用增加影响，公司期间费用占营业收入的比重由上年的 35.12%上升至 44.01%。公司期间费用仍以管理费用为主，2016 年公司管理费用 2.02 亿元。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。

2016 年公司实现营业外收入 10.96 亿元，同比增加 37.61%，主要由政府补助构成，包括天津市政府拨付给公司运营补贴款 3.92 亿元、轨道交通安检项目专项资金 0.06 亿元、天津站交通枢纽补贴 0.30 亿元，企业补贴 6.50 亿元等。在政府补助的作用下，2016 年公司实现利润总额 4.80 亿元，同比增长 61.78%。

从盈利指标看，2016 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.29%和 0.51%。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2017年1~3月底，公司实现营业收入1.66亿元，相当于2016年全年的21.59%；营业利润率进一步下降至-120.68%，主要系年终奖计入一季度报表所致。同期，公司营业外收入1.06亿元；利润总额为-1.37亿元。

2016年，公司地铁运营收入稳步增长；尽管地铁设备等非盈利性基础设施不计提折旧，但目前公司地铁运营仍处于亏损状态，2016年地铁1号线信号系统改造使得地铁运营毛利率进一步下降；财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用较大。

5. 现金流分析

2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 6.19 亿元，同比减少 33.53%，主要系天津城市一卡通有限公司尚未足额支付公司运营票款 2.91 亿元，以及地铁资源公司商品房销售收到的预收款较上年减少所致；受此影响，2016 年公司现金收入比较上年大幅下降至 80.45%；2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金 35.65 亿元，同比减少 48.94%，系天津轨道交通集团等往来款减少所致；受公司收到其他与经营活动有关的现金减少影响，公司经营活动现金流入 42.01 亿元，同比减少 46.90%。2016 年，公司购买商品接受劳务支付的现金 9.96 亿元，同比增加 11.11%，主要系地铁运营成本较上年有所增加所致；支付其他与经营活动有关的现金 4.18 亿元，同比减少 94.01%，主要系往来款减少所致；同期，公司经营活动现金流出下降至 21.07 亿元。2016 年，公司经营活动现金流量净额 20.95 亿元。

2016 年，公司处置子公司及其他单位收到

的现金净额 4.13 亿元，主要为公司出让给天津城投的城投置地股权构成；公司收到其他与投资活动有关的现金 24.61 亿元，同比大幅下降 26.72%，为公司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；公司投资活动现金流入 28.75 亿元。2016 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 117.45 亿元，同比减少 55.97%，主要系地铁工程现金支付有所下降所致；公司支付其他与投资活动有关的现金 21.24 亿元，同比增长 12.27%，主要由支付与地铁相关的各公司之间的往来款和工程款构成；公司投资活动现金流出 138.69 亿元。同期，公司投资活动产生的现金流量净额 -109.94 亿元。

2016 年，公司筹资活动现金流入 234.02 亿元，同比减少 42.61%。其中，公司吸收投资收到的现金为公司收到的地铁项目资本金（国开发展基金有限公司、中国农发重点建设基金有限公司注资以及轨道交通集团注入的项目资本金），资金流入量较大，2016 年为 101.41 亿元；2016 年，公司借款收到的现金系银行贷款、发行债券以及收到的政府债务置换资金等流入 125.38 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流出量为 163.34 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其他与筹资相关的费用。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 70.68 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额、投资活动产生的现金流净额、筹资活动产生的现金流净额分别为-0.50 亿元、-20.36 亿元和 2.89 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流入规模较上年大幅减少；投资活动支出规模有所减少；公司未来投资规模仍较大，对外融资压力较重。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016 年底，由于流动资产的减少以及流动负债的增加，公司流动比率和速动比率下降至 163.47%和 142.36%；截至 2017 年 3 月底，由于一年内到期的非流动负债全部到期兑付，公司流动比率和速动比率分别进一步上升至 282.99%和 244.18%。2016 年，公司经营现金流动负债比为 9.61%。考虑到，2017 年公司将一年内到期的非流动负债调至应付债券中反映，总体看，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债指标来看，2016 年，公司利润总额规模略有上升，2016 年公司 EBITDA 较上年增加至 7.26 亿元。由于调整后有息债务规模的增加，2016 年公司调整后全部债务/EBITDA 上升至 96.03 倍。

截至 2017 年 3 月底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为 775.78 亿元，尚未使用额度 433.62 亿元，公司融资渠道畅通。

截至 2016 年月底，公司为对外担保合计 15.00 亿元，公司担保比率 1.66%。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。

表 6 截至 2016 年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
天津轨道交通集团有限公司	60000.00	2015.10.28-2018.09.28
天津铁路建设投资控股（集团）有限公司	90000.00	2014.06.30-2019.06.29
合计	**150000.00**	--

资料来源：公司提供

十、存续债券偿债能力分析

截至 2017 年 3 月底，联合资信所评公司存续期内的债券包括公司于 2012 年 11 月和 2013 年 5 月发行成功的“12 津地铁 MTN1”和“13 津地铁 MTN1”，发行额度分别为 30 亿元和 20 亿元，将分别于 2017 年 11 月和 2018 年 5 月到期，债券合计 50 亿元，且均为到期一次性兑付

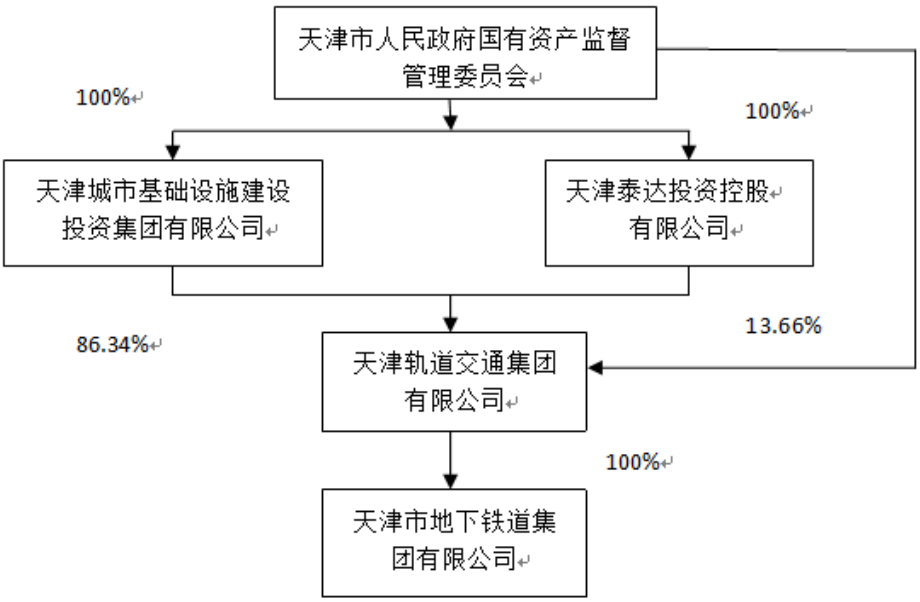
本金。此外，公司于 2015 年 10 月发行 25 亿元的“15 津地铁债/15 津地铁”，并于第 3~6 个计息年度和 7~10 个计息年度末，分别按债券发行总额的 10%和 15%偿还本金。

2016 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 7.26 亿元、42.01 亿元和 20.95 亿元，分别为存续期内债券本金的 0.10 倍、0.56 倍和 0.28 倍；上述指标对于 2017 年到期的“12 津地铁 MTN1”30 亿元的覆盖倍数为 0.24 倍、1.40 倍和 0.70 倍。总体看，以上指标对跟踪期内待偿还债券本金保障能力较弱，经营活动流入量对 2017 年到期的“12 津地铁 MTN1”保障能力尚可。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。

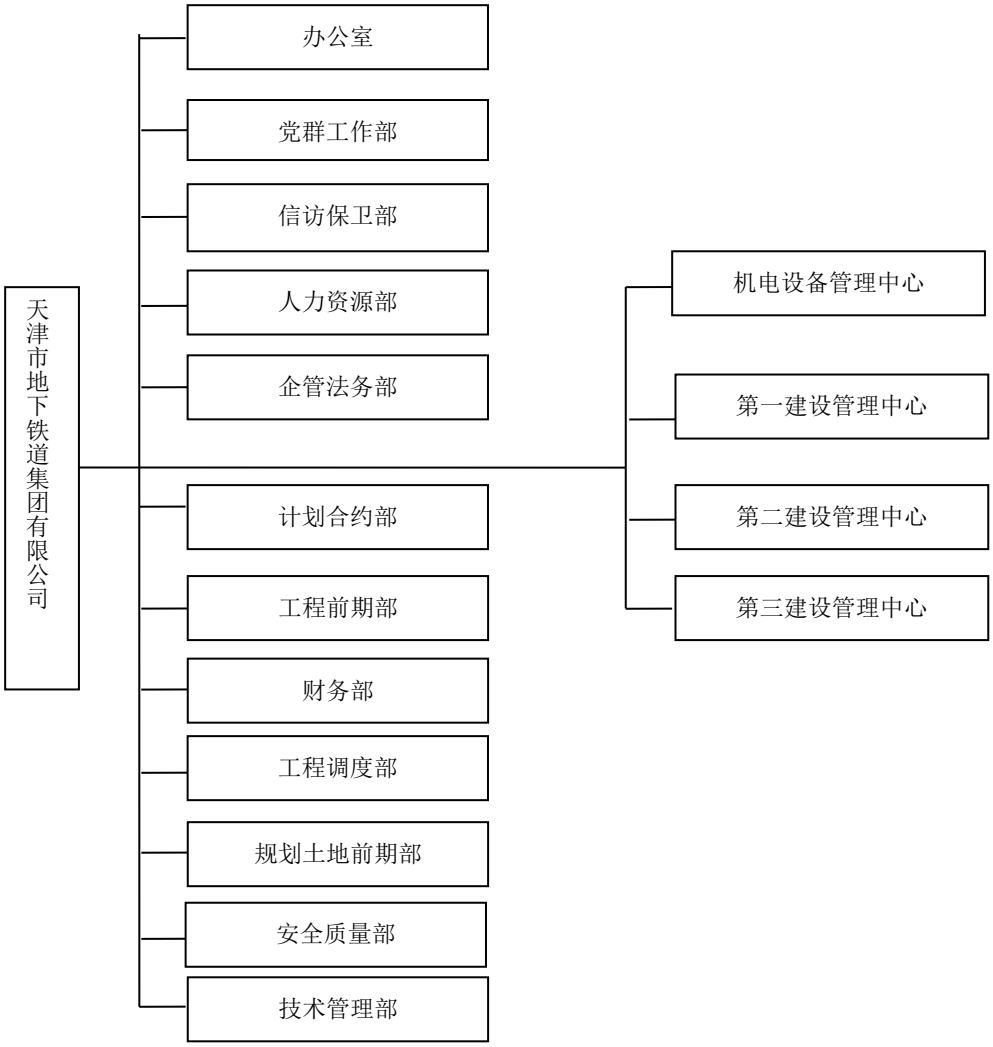
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“12 津地铁 MTN1”、“13 津地铁 MTN1”和“15 津地铁债/15 津地铁”信用等级为 AAA。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构



附件 1-2　截至 2017 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2017 年 3 月底子公司情况

序号	子公司名称	经营范围	注册资本（万元）	公司持股比例
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	300.00	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	100%
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%

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.62	83.73	65.46	47.52
资产总额(亿元)	1334.33	1688.11	1834.51	1838.92
所有者权益(亿元)	718.77	801.88	905.67	904.27
短期债务(亿元)	22.42	45.64	93.77	3.30
长期债务(亿元)	351.39	538.98	497.11	586.95
全部债务(亿元)	373.81	584.63	590.89	590.25
调整后的全部债务(亿元)	526.31	718.56	696.68	706.03
营业收入(亿元)	7.84	7.70	7.69	1.66
利润总额(亿元)	2.89	2.97	4.80	-1.37
EBITDA(亿元)	3.31	4.68	7.26	--
经营性净现金流(亿元)	-7.72	48.31	20.95	-0.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.96	4.93	3.11	--
存货周转次数(次)	0.22	0.26	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	90.93	130.07	80.45	114.89
营业利润率(%)	-7.80	-41.37	-44.40	-120.68
总资本收益率(%)	0.20	0.19	0.31	--
调整后总资本收益率(%)	0.18	0.22	0.29	--
净资产收益率(%)	0.31	0.33	0.51	--
长期债务资本化比率(%)	32.84	40.20	35.44	39.36
全部债务资本化比率(%)	34.21	42.17	39.48	39.49
调整后的全部债务资本化比率(%)	42.27	47.26	43.48	43.84
资产负债率(%)	46.13	52.50	50.63	50.82
流动比率(%)	181.99	231.11	163.47	282.99
速动比率(%)	146.52	204.46	142.36	244.18
经营现金流动负债比(%)	-7.22	30.32	9.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	113.05	124.79	81.44	--
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	159.18	153.38	96.03	--

注：1. 2017 年一季度财务报表未经审计；

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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

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 4-1　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。