

跟踪评级公告

联合[2015] 1838 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定天津铁路建设投资控股(集团)有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“15津铁投CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十九日



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>

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司

短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 津铁投 CP001	16 亿元	2015/07/22~ 2016/07/23	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 8 月 19 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.92	2.81	2.09	10.88
资产总额(亿元)	196.95	219.82	239.95	256.57
所有者权益(亿元)	80.40	91.11	101.38	106.73
短期债务(亿元)	0.02	11.46	19.15	19.15
全部债务(亿元)	113.99	124.78	134.63	142.49
营业收入(亿元)	5.00	7.01	3.42	0.00
利润总额(亿元)	1.56	2.31	0.96	0.06
EBITDA(亿元)	1.58	2.35	0.99	--
经营性净现金流(亿元)	-9.10	-4.41	-5.00	-1.30
营业利润率(%)	33.60	33.62	34.73	-161.96
净资产收益率(%)	1.94	2.53	0.95	--
资产负债率(%)	59.17	58.55	57.75	58.40
全部债务资本化比率(%)	58.64	57.80	57.04	57.18
流动比率(%)	1352.32	275.14	233.04	244.29
全部债务/EBITDA(倍)	72.30	53.18	136.57	--
经营现金流流动负债比(%)	-354.00	-28.63	-21.65	--

注：1. 由于 2014 年审计报告中涉及企业会计准则变更以及追溯调整，故本报告中 2012、2013 年财务数据采用 2014 年审计报告中的追溯调整数。

2. 公司长期应付款科目中包括融资租赁款，本报告将其计入长期债务中。

3. 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

赵 阳 历 剑

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为代表天津市政府与铁路总公司进行部市合作项目的经营主体，在天津市铁路投资方面具有垄断优势；公司获得政策支持力度大，持续性强；跟踪期内，公司所有者权益进一步扩大，铁路建设费资金得以补充公司资本公积；公司铁路配套市政建设业务逐步收到现金回流，收入实现质量显著提升。但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司营业收入波动较大；相对于公司资产规模，公司整体盈利能力较弱；铁路建设费规模存在不确定性等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

未来，随着天津市经济的发展，公司外部环境有望得到逐步改善，天津市铁路投资总额有限，现有部市合作项目的逐步完工将有效降低公司的融资压力。

基于以上，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15津铁投CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，天津市财力的较快增长为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是天津市履行铁路投融资建设的重要主体，区域垄断优势突出。
3. 天津市政府在资金注入及偿债保障方面对公司铁路投融资业务开展提供了有力支撑。

关注

1. 公司铁路建设费的计费基础为天津市经营性用地的土地出让面积，考虑到土地市场

的不确定性，铁路建设费未来规模存在不确定性。

2. 公司营业收入波动较大，收入结构单一，整体盈利能力较弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津铁路建设投资控股（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津铁路建设投资控股（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津铁路建设投资控股（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津铁路建设投资控股（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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铁路建设投资控股(集团)有限公司主体长期信用及存续期内“15 津铁投 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

天津铁路建设投资控股(集团)有限公司(以下简称“公司”)成立于 2008 年,系经天津市人民政府批准,由天津市人民政府国有资产监督管理委员会以货币方式出资组建。2014 年 6 月,根据天津市国资委《市国资委关于组建天津轨道集团有限公司的通知》(津国企改【2014】188 号),天津市国资委将公司 100%的股权划入天津市铁路集团有限公司(整合重组后更名为:天津轨道交通集团有限公司,以下简称“轨道交通集团”,为天津城市基础设施建设投资集团有限公司控股子公司)。公司不再列为天津市国资委直接监管企业,由轨道交通集团依法履行出资人职责,出资比例占公司实收资本的 100%。

公司初始注册资本为人民币 5.00 亿元;2009 年 12 月,根据天津市国资委《关于对天津铁路建设投资控股(集团)有限公司增资并相应修改公司章程的通知》(津国资产改[2009]223 号),公司注册资本变更为人民币 15.00 亿元;2011 年,根据天津市国资委《关于同意天津铁路建设投资控股(集团)有限公司增加注册资本的批复》(津国资产改【2011】236 号),公司注册资本增加至 52.50 亿元。

公司主营都市合资铁路项目股权投资业务,代表市政府行使出资人职能;按照《公司法》的要求向合资公司委派董事、监事和推荐公司高管;兼营铁路货运专线和房地产开发经营等。

公司经营范围为:铁路货运专项投资;城市基础设施投资和建设;土地整理;房地产开

发。

截至2014年底,公司纳入合并范围子公司 1家。

截至2014年底,公司合并资产总额为 239.95亿元,所有者权益合计为101.38亿元。2014年,公司实现营业收入3.42亿元,利润总额0.96亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司(合并)资产总额 256.57 亿元,所有者权益 106.73 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 4800 元,利润总额 0.06 亿元。

公司注册地址:天津空港物流加工区西三道166号A2-217室;法定代表人:邹宇。

三、宏观经济和政策环境

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

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0%(扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出

口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

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

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

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略

空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 铁路投资建设板块

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。铁路项目建设一般具有投资规模大、建设和投资回报周期长等特点。

目前，中国干线铁路建设主要采用部省合作模式，即：由中国铁路总公司和代表地方政府出资的有关企业在铁路建设时起即按照一定的比例共同出资组建合资公司，作为项目业主，负责包括客运专线、城际铁路、区际通道在内的所有新建铁路项目和部分既有铁路改扩建项目的建设及全过程管理。中国铁路总公司一般由其控股的合资公司委托负责铁路资产后续的运营管理工作。原中国铁路总公司发展计划司是全国合资铁路的归口管理机构，负责督促检查有关管理制度和出资人决定的落实情况。

2009~2010 年是中国铁路投资规模快速增长的 2 年，新建铁路投产里程分别为 5598 千米和 4986 千米，较 2008 年的 1459 千米有明显提高。2011 年，我国铁路完成固定资产投资 5906.09 亿元，同比下降 29.91%；完成基本建设投资 4610.84 亿元，同比下降 34.83%。2012 年，我国铁路完成固定资产投资 6339.67 亿元，其中基本建设投资 5185.06 亿元。2013 年，我国铁路完成固定资产投资 6657.45 亿元，其中基本建设投资 5327.70 亿元。2014 年，我国铁路完成固定资产投资 8088.00 亿元，其中基本建设投资 6623.00 亿元。根据“十二五”铁路规划，中国将继续保持一定规模的铁路基本建设投资，到 2015 年，铁路营业里程将达到 12 万公里左右，其中西部地区铁路 4.8 万公里，复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上。

由于近几年的大规模建设，中国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结

构明显优化,列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。截至 2014 年底,全国铁路营业里程达到 11.2 万公里,比上年增长 8.4%。其中,高铁营业里程达到 1.6 万公里。路网密度 116.48 公里/万平方公里,比上年增长 9.04 公里/万平方公里。其中,复线里程 5.7 万公里,比上年增长 17.7%,复线率 50.8%,比上年提高 4 个百分点;电气化里程 6.5 万公里,比上年增长 16.9%,电化率 58.3%,比上年提高 4.2 个百分点。西部地区营业里程 4.4 万公里,比上年增长 4020 公里,增长 10.2%。

根据原中国铁路总公司《中长期铁路网规划》,到 2020 年,中国铁路网规模将有较大发展,建设新线 2.5 万公里,全国铁路营业里程将达到 10 万公里,主要繁忙干线实现客货分线运输,通道能力紧张状况从根本上得到改变,形成覆盖全国的快速客运网络和大能力货运网络,铁路运输能力不足的局面有望得到改变。

2. 区域经济

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。

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

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强,2014 年,天津市全年一般公共预算收入 2390.02 亿元,增长 15.0%。其中,税收收入 1486.55 亿元,增长 13.5%,比重达到 62.2%。从主体税种看,增值税 252.80 亿元,增长 11.9%;营业税 478.47 亿元,增长 12.6%;企业所得税 234.69 亿元,增长 15.1%。2014 年,天津市政府性基金收入 1051 亿元,完成预算 120.1%,同比增长 29.1%,其中土地出

让收入 973 亿元,同比增长 32.5%。

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

总体看,天津市经济快速增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基本素质分析

1. 产权状况

公司系法人独资公司,天津轨道交通集团有限公司为公司出资人代表,出资比例占公司实收资本的 100%,天津市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为代表天津市政府与铁路总公司进行部市合作项目的经营主体,在天津市铁路投资方面具有垄断优势。

3. 政府支持

铁路建设费

根据天津市人民政府2008年6月10日《批转市财政局市国土房屋局拟定的天津市铁路建设费征收使用管理办法的通知》(津政发【2008】58号文),天津市对行政区域内以招标、拍卖、挂牌方式出让的商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权征收铁路建设费。铁路建设费按照经营性建设用地使用权出让面积每平方米100元标准征收。文件同时规定,铁路建设费实行财政预算管理,专

项用于铁路等基础设施建设，由市财政部门根据铁路建设费收缴情况及项目需要核拨资金。根据津财综【2008】27号文精神，铁路建设费作为公司资本金，专项用于铁路建设项目。

根据天津市人民政府2015年5月31日《天津市人民政府办公厅关于印发天津市铁路建设专项资金筹集使用管理办法的通知》（津政办发【2015】33号文），天津市对行政区域内以招标、拍卖、挂牌方式出让的商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权征收铁路建设费。铁路建设费按照经营性建设用地使用权出让面积每平方米200元筹集，专项用于铁路项目资金来源，本办法自2015年6月1日起实施。

2014年，根据天津市经营性用地出让总面积测算，铁路建设费应当为7.02亿元，公司实收12.00亿元，公司收到铁路建设费多于应收，主要系收到往年所欠建设费。2015年一季度，公司收到铁路建设费5.28亿元。

联合资信关注到，公司收到铁路建设费的基础为天津市经营性用地的土地出让面积，考虑到土地市场的不确定性，铁路建设费未来规模可能存在不确定性。

偿债资金保障

公司于2009年9月与中国工商银行股份有限公司天津分行为牵头行的银团签订七个项目搭桥借款，合同总额200亿元，至2009年底实际收到100亿元贷款资金，期限为15年，公司将于第六年起（即2014年）偿还本金，每年10亿元。根据天津市财政局《关于天津铁路建

设投资控股（集团）有限公司铁路建设项目融资的承诺函》，如公司无法偿还当期贷款本息，财政局将安排资金作为贷款本息偿还来源。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人代表发生变更，王周喜同志由轨道交通集团发文免去董事长职务，邹宇同志被任命为董事长和法定代表人，工商登记手续已完成。变更后，公司董事仍为5人，新增赵建国为公司董事，因公司章程中对董事的约定仅包含人数，因此在人数不变的情况下无需另行出具章程修正案。

跟踪期内，公司管理体制未发生变化。

七、经营分析

1. 铁路投资建设业务

（1）铁路项目投资资金平衡情况

自成立以来，公司共参与天津市境内6个铁路及配套项目出资和建设，截至2014年底，累计完成投资167.45亿元（体现在公司在建工程和可供出售的金融资产科目中）。目前，公司承担着天津市与原铁道部所有合资高铁项目、部分货运铁路项目以及铁路配套项目的股权投资业务，主要包括京沪高铁、津秦高铁、津保铁路、京津城际延伸至于家堡、天津市南环铁路等。截至2014年底，公司投资项目列表如下：

表1 天津铁投公司项目投资及股权投资概况（单位：亿元）

项目名称	公司总投资	参股比例	截至 2014 年底公司已投资额	2015 年计划投资额
京沪高铁	80.00	未定	75.44	2.00
京津城际延长线	58.70	50%	31.15	0.00
津秦客运专线	40.00	29%	40.00	0.00
津保铁路	33.18	20%	9.9	23.28
南环铁路	18.65	未定	10.96	7.69
合计	230.53		167.45	32.97

资料来源：公司提供

对所承担的项目，公司目前主要通过以下渠道筹措项目资金：一是财政注资，包括对企业注资和铁路建设费，截至 2014 年底合计为

76.60 亿元；二是银行贷款，公司针对京沪高铁、津秦客专、津保铁路等项目已与工行牵头多家银行参与组成的银团签订了 200 亿元贷

款合同，贷款期限 15 年，目前已提取贷款 100 亿元，尚余 100 亿元贷款额度。在国家金融政策的影响下，银团贷款拨发工作暂停，目前公司力图采用多种融资途径弥补资金缺口。

公司 100 亿元银团贷款于 2014 年开始偿还本金，每年 10 亿元，2014 年还款资金来源主要为铁路建设费。根据天津市财政局《关于天津铁路建设投资控股（集团）有限公司铁路建设项目融资的承诺函》，如公司无法偿还当期贷款本息，财政局将安排资金作为贷款本息偿还来源。

铁路完工运营后，公司将享受投资收益，然而由于铁路运营利润水平普遍很低，预计铁路投资收益对债务本息的覆盖程度弱，公司对财政资金支持依赖较大。

（2）公司建设项目介绍

①京沪高铁工程

京沪高速铁路起自北京南站，终到上海虹桥站。新建双线铁路全长 1318km。全线共设北京南、天津西、济南西、南京南、虹桥等 21 个车站。设计时速为 350km，初期运营时速为 300km，规划输送能力为单向每年运送 8000 万人。其中天津市范围内涉及武清、北辰、河北、红桥、西青和静海 6 个区县，长度达 110.05km，占地宽度 18 米，共计征地面积约 5052 亩。该项目总投资为 2200 亿元，公司负责天津段征地拆迁出资共计 80 亿元，截至 2014 年底已完成出资 75.44 亿元，尚余 4.56 亿元入股工作有待完成。该项目目前已经运营，由于尚未完工决算，因此目前仍然在“在建工程”科目中核算，未来完工决算后将按照公司投资总额入股，目前参股比例待定。

②津秦客运专线项目

津秦客运专线自天津站引出，经滨海新

区、唐山、北戴河引入秦皇岛站，天津境内的长度为 69.1km，除新线建设外，同步实施天津枢纽的配套改造。该项目正线全长 261.3km，总投资 342 亿元，其中公司应出资 40 亿元，截至 2014 年底累计完成股权投资 40 亿元。津秦高铁已于 2013 年 12 月 1 日正式开通运营。

③津保铁路（含大北环线）

津保铁路项目天津西至保定新建铁路 133.006km，利用既有线 24.919km，全长共计 158km。该项目总投资为 240 亿元，公司应出资 33.18 亿元，截至 2014 年底已完成出资 9.90 亿元，余 23.28 亿元出资任务，计划 2015 年完成。

④京津城际延伸线至于家堡工程

京津城际延伸线工程自天津站引出，并行津秦客运专线北侧向东，经军粮城北站至塘沽站，引出后向东南沿解放路至于家堡，线路全长 45km。该项目总投资为 113.80 亿元，公司应出资总额为 58.70 亿元，截至 2014 年底已出资 31.15 亿元。

⑤南环铁路

南环铁路工程主要包括：自周李庄站经小孙庄站至万家码头站约 48.2km 增建第二线并电化改造；新建新北大港站至咸水沽站疏解线约 13km；新建独流站至南河站联络线 17km；万家码头站至东大沽站线路现状电化改造；相关线路行车调度指挥系统配套改造。该项目新建线路与既有线改造线路共计约 125km，项目总投资为 60.50 亿元，公司预计出资 18.65 亿元，截至 2014 年底，已完成出资 10.96 亿元。

2. 铁路配套市政项目建设（公司主营业务收入来源）

表 2 2012~2014 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
固定造价合同	49,983.30	100.00	39.24	69,693.84	100.00	39.25	33,812.13	100.00	39.25

资料来源：公司提供

2012年11月15日，公司与天津市城乡建设和交通委员会（以下简称“天津建交委”）签订《津山、京沪联络线铁路配套市政设施服务协议》，（以下简称“服务协议”）。根据服务协议，公司提供服务的范围为市政道路与津山、京沪联络线铁路立交工程全部工程内容。津山铁路立交工程包含九经路地道、广宁路地道、雪莲南路地道、沙柳南路地道、跃进路地道、军粮城三号路地道、军粮城八号路地道、外环东路跨线桥等共8个铁路立交项目，概算总投资16.40亿元，预计工期自2010~2015年。京沪高铁联络线立交工程包含罗浮路地道、红旗北路地道及密云路地道等3个铁路立交项目，概算总投资6.69亿元，预计工期2010~2015年。服务协议中规定的项目总成本为23.09亿元。“协议服务”费用总额38亿元，其中津山铁路立交工程服务费用为26.98亿元；京沪高铁联络线立交工程服务费用为11.02亿元。服务内容完成后，上述资产移交给天津建交委。服务总价款在不超过10年的期限内拨付完毕。

由于服务协议收入确认计划只是对当时情况下工程进度的估算，公司项目实际确认收入以当年工程完成量和建交委实际确认量为准，2014年公司确认收入3.42亿元，同期取得回款4.28亿元。未来，公司仍然将在保证一定的利润总额水平的条件下，根据工程完成情况确认毛利率。

3. 未来发展规划

公司未来将立足于公司主业，逐步整合天津的铁路资源，拓宽融资渠道，做好“部市合作”项目融资工作。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2014年度合并财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所审计（特殊普通合伙），出具了标准无保留意见审计结论。2014

年，公司合并范围无变化。

由于公司跟踪期内更换了财务报告的审计机构，同时对财务报告中2012年和2013年数据进行追溯调整。为增强财务数据的可比性，报告以中审华寅五洲会计师事务所追溯调整后的数据替换瑞华会计师事务所有限公司所审计的2012年和2013年底财务数据进行分析。

截至2014年底，公司合并资产总额为239.95亿元，所有者权益合计为101.38亿元。2014年公司实现营业收入3.42亿元，利润总额0.96亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额256.57亿元，所有者权益106.73亿元。2015年1~3月公司实现营业收入4800元，利润总额0.06亿元。

2. 盈利能力

公司营业收入主要为铁路配套市政建设业务产生的项目工程收入，2014年公司实现营业收入3.42亿元，同比下降51.15%，主要是系根据当年工程完成量和建交委实际确认量，实际确认项目收入下降所致。2012~2014年，公司综合毛利率水平保持稳定，2014年为39.25%。

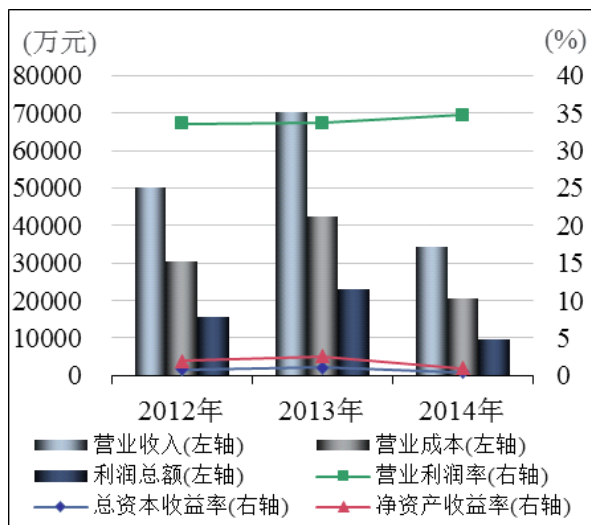
受工程收入确认时点之后影响，2015年一季度，公司实现营业收入4800元，同期公司实现利润总额0.06亿元，主要为投资收益。

2012~2014年，因公司利息大部分资本化，公司财务费用均为负值，同期公司期间费用分别为0.13亿元、0.06亿元和0.23亿元，年均复合增长35.10%。近三年，公司期间费用率分别为2.52%、0.83%和6.71%。总体看，公司管理费用波动增长，期间费用控制能力有所下滑，对公司利润总额有一定影响。

从盈利指标来看，2012~2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率三年均值分别为34.17%、0.69%和1.62%，2014年，公司三项指标分别为34.73%、0.41%和0.95%。2015年一季度，实现营业收入4800元，与去年同期持平；同期，公司实现利润总额0.06亿元，与上年同期大幅增长，系投资收益大幅增长所

致。

图1 2012~2014年公司盈利水平情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内受铁路配套市政项目建设确认收入下降影响，公司营业收入规模大幅下降。铁路运营板块尚处于投资期，投资规模大且未产生经营性收入和现金流入。公司收入结构单一，整体盈利能力较弱。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2014年公司铁路配套市政建设业务收到现金回流，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模快速增长，同比增长80.29%，为4.29亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金2.80亿元，同比下降3.77%，主要为铁路配套市政建设业务建设支出。2014年，公司收到其他与经营活动有关的现金为0.01亿元，较去年同期大幅减少。同期，公司支付的其它与经营活动有关的现金4.94亿元，主要为垫付天津市财政局款项2.23亿元和南环铁路出资2.71亿元。

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流均表现为净流出，分别为-9.10亿元、-4.41亿元和-5.00亿元。根据“服务协议”，公司项目实际计提收入以当年工程完成量和建交委实际确认量为准，与对应现金流入存在时间差异，2012年公司现金收入比为0；自2013年开始，公司铁路配套市政建设业务所产生收入逐

步实现现金回流，现金收入比为33.91%；2014年现金收入比为125.17%。

投资活动现金流方面，2012~2014年均表现为净流出，主要为铁路项目资金投入，体现在购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金科目。2014年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为5.20亿元，投资支付的现金为7.10亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-12.30亿元。总体看，由于公司经营性业务尚未实现大规模现金流入且公司铁路项目投资规模较大，公司对筹资活动的现金流入依赖程度强。

融资活动现金流方面，2012~2014，公司主要依靠银行借款和政府资本金投入来满足投资活动产生的资金需求，其中公司吸收投资所收到的现金分别为8.60亿元、8.40亿元和10.03亿元，为铁路建设费及资本金拨入；2014年，公司取得借款收到的现金33.71亿元。2012~2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为17.04亿元、13.43亿元和16.57亿元。

2015年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为-1.30亿元、-4.56亿元和14.65亿元。

总体看，公司收入实现质量显著提升，但公司部分未完工铁路项目短期内仍将进行大规模铁路建设资金投入，而铁路投资项目收益和铁路配套市政项目现金流的实现相对投入有所滞后，铁路建设费相对投资规模仍有较大缺口，公司未来仍将面临较大的筹资压力。

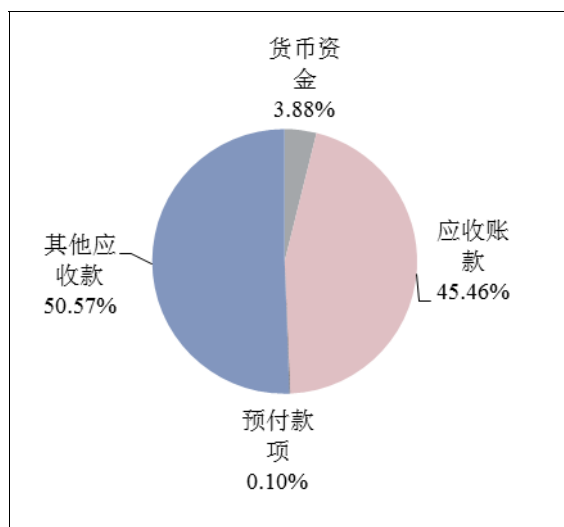
4. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额239.95亿元，其中流动资产占22.42%，非流动资产占77.58%。

截至2014年底，公司流动资产53.81亿元，同比大幅上升27.03%。流动资产主要以其它应收款（占50.57%）和货币资金（占3.88%）、应收账款（占45.46%）为主。

图2 截至2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金2.09亿元，同比下降25.76%，全部为银行存款。

截至2014年底，公司应收账款24.46亿元，同比下降3.33%，其中1年以内的占13.83%；1~2年的占28.49%，2~3年的占20.44%，3年以上的占37.24%。公司应收账款中主要为根据“服务协议”形成的应收天津建交委服务款，服务总价款在不超过10年的期限内拨付完毕，上述款项未计提坏账准备。总体看，公司应收账款规模较大，且账龄较长，对公司资金形成占用。

截至2014年底，公司其它应收款余额27.21亿元，同比大幅增长92.32%，其中1年以内占48.04%，1~2年占18.38%，2~3年占35.58%。从构成来看，公司其它应收款主要为应收天津南环铁路有限公司征地拆迁款（10.41亿元）、应收天津市财政局款项（8.76亿元）和应收天津市津源投资发展有限公司迁移补偿费（8.05亿元）。总体看，公司其它应收款项发生坏账损失的可能性小，但规模大，对公司资产流动性产生一定影响。

截至2014年底，公司非流动资产186.15亿元，同比增长4.89%。非流动资产主要以可供出售的金融资产（占30.23%）、在建工程（占54.56%）及长期股权投资（占14.80%）为主。

截至2014年底，公司可供出售的金融资产56.27亿元，同比增长14.44%，为津秦铁路客

运专线有限公司（45.82亿元）、天津南环铁路有限公司（0.55亿元）和津保铁路有限责任公司（9.90亿元）的股权投资。

截至2014年底，公司在建工程101.56亿元，同比增长1.60%，主要是京沪高铁项目，该项目为先投入建设资金，等完工验收后再入股项目，待项目完成后，将转出企业并转入长期股权投资。其余为“服务协议”内容中的建设项目。

截至2014年底，公司长期股权投资27.55亿元，同比持平，为公司对合营企业津滨城际铁路有限责任公司的投资。

截至2015年3月底，公司资产合计256.57亿元，较年初小幅增长了6.92%，主要是货币资金和其它应收账款的增长，其中，货币资金较2014年底大幅增长421.89%，得益于取得银行借款。

整体来看，公司资产规模稳定增长，流动资产中应收款项和其它应收款占比大，公司资产流动性和质量一般。

负债

截至2014年底，公司负债总额138.57亿元，同比增长7.66%。其中流动负债占16.66%，非流动负债占83.34%。公司负债以非流动负债为主，非流动负债以长期借款为主，与公司项目投资周期长的特点相匹配，债务结构合理。

截至2014年底，公司流动负债23.09元，同比增长49.98%，主要是一年内到期的非流动负债大幅增长所致；截至2014年底，公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占比分别为14.17和82.93%。

截至2014年底，公司其它应付款3.27亿元，同比增长159.13%，主要系新增地铁集团借款所致。所欠账龄超过1年的大额其它应付款借款单位包括：天津市基础设施建设投资集团有限公司、津滨城际铁路有限责任公司、北京铁路局天津项目经理部等。

截至2014年底，一年内到期的非流动负债为19.15亿元，同比增长67.09%，其中保证借款占13.06%、质押借款占6.08%、信用借款占

78.24%。

截至2014年底，公司非流动负债115.48亿元。非流动负债中，长期借款和长期应付款占比分别为95.32%和4.68%。

截至2014年底，公司长期借款110.08亿元，其中保证借款、质押借款和信用借款分别占14.54%、8.38%和72.68%。

截至2014年底，将5.41亿元融资租赁款考虑为长期债务，公司全部债务为134.63亿元，同比增长7.89%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；公司全部债务中短期债务占14.45%，长期债务占85.55%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标看，2012~2014年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈下降趋势，三年平均值分别为54.98%、57.59%和58.28%；截至2014年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为53.25%、57.04%和57.75%。总体看，公司债务负担尚可。

截至2015年3月底，公司负债合计149.84亿元，较年初上升8.13%，负债结构较年初变化不大。同期，全部债务合计142.49亿元，其中短期债务占13.44%，长期债务占86.56%，公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为53.61%、57.18%和58.40%。

整体看，公司债务结构长期债务为主，债务结构合理，公司整体债务负担尚可。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益101.38亿元，同比增长11.28%，其中实收资本占51.78%，资本公积占38.60%，盈余公积占1.01%，未分配利润占8.60%。截至2015年3月底，公司所有者权益合计进一步增长至106.73亿元，主要系收到铁路建设费增加资本公积所致。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014年，公司

流动比率和速动比率均呈下降态势，但仍保持较高水平，三年平均值均为469.52%，2014年底均为233.04%。近三年，公司经营现金流动负债比均为负值，对流动负债无保护能力。2015年公司将有较多债务到期，可能存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，公司现有债务结构以长期债务为主。近年来，公司债务规模快速扩张，2012~2014年，公司全部债务/EBITDA分别为72.30倍和53.36倍和136.57倍。受公司行业所限，整体盈利能力不强，公司自身盈利状况对现有债务的保障程度较低，但考虑到天津市财政铁路建设费保障，公司实际对现有债务保证程度较高。

2015年7月22日，公司短期融资券“15津铁投CP001”发行，融资用于置换金融机构借款，补充公司本部流动资金。2014年公司经营活动现金流入量为4.30亿元，为上述短期融资券总额的0.27倍，对短期融资券保障程度较差。经营活动现金净流量为负，对该短期融资券无保障能力。截至2015年3月底，公司现金类资产合计10.88亿元，为“15津铁投CP001”总额的0.68倍，公司现金类资产对该债券的保障能力一般。

考虑到铁路建设费为公司偿债资金主要来源及天津市财政局对公司100亿元贷款本息的偿还承诺，公司整体偿债能力仍处于适宜范围内。

截至2015年3月底，公司合并口径共获得银行授信238.3亿元，已使用额度合计119.5亿元，未使用额度合计118.8亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 对外担保

截至2014年底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1012011602085390C），截至2015年8月3日，公司无未结清不良信贷、已结清不良

信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

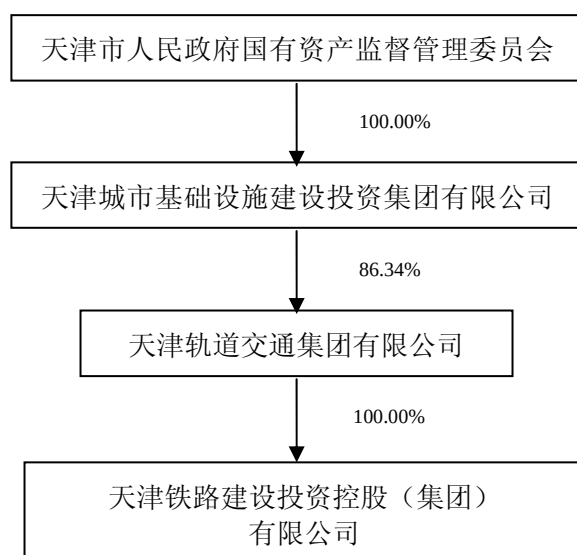
8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，天津市区域及财力状况，及天津市对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

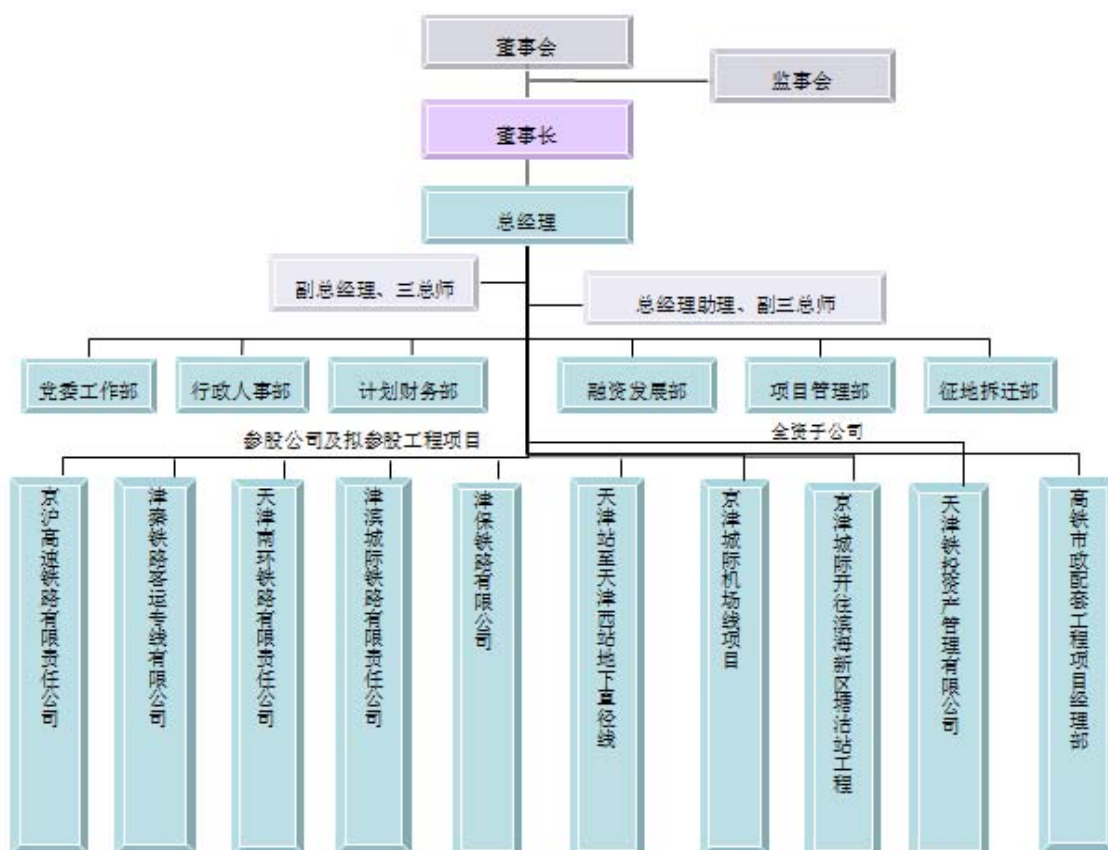
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，并维持“15津铁投CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.92	2.81	2.09	10.88
资产总额(亿元)	196.95	219.82	239.95	256.57
所有者权益(亿元)	80.40	91.11	101.38	106.73
短期债务(亿元)	0.02	11.46	19.15	19.15
长期债务(亿元)	113.97	113.32	115.48	123.34
全部债务(亿元)	113.99	124.78	134.63	142.49
营业收入(亿元)	5.00	7.01	3.42	0.00
利润总额(亿元)	1.56	2.31	0.96	0.06
EBITDA(亿元)	1.58	2.35	0.99	--
经营性净现金流(亿元)	-9.10	-4.41	-5.00	-1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.48	0.31	0.14	--
存货周转次数(次)	--	--!	--	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.01	--
现金收入比(%)		33.91	125.17	100.00
营业利润率(%)	33.60	33.62	34.73	-161.96
总资本收益率(%)	0.80	1.07	0.41	--
净资产收益率(%)	1.94	2.53	0.95	--
长期债务资本化比率(%)	58.63	55.43	53.25	53.61
全部债务资本化比率(%)	58.64	57.80	57.04	57.18
资产负债率(%)	59.17	58.55	57.75	58.40
流动比率(%)	1352.32	275.14	233.04	244.29
速动比率(%)	1352.32	275.14	233.04	244.29
经营现金流动负债比(%)	-354.00	-28.63	-21.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.33	0.53	0.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	72.30	53.18	136.57	--

注：1.由于 2014 年审计报告中涉及企业会计准则变更以及追溯调整，故本报告中 2012、2013 年财务数据采用 2014 年审计报告中的追溯调整数。

2.公司长期应付款科目中包括融资租赁款，本报告将其计入长期债务中。

3. 2015 年一季度财务数据未经审计。

公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；其他流动负债已计入短期债务计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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