信用评级公告

联合〔2022〕4553 号

联合资信评估股份有限公司通过对天津铁路建设投资控股（集团）有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津铁路建设投资控股（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“15 津铁投债/PR 津铁投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司
2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	评级展望
天津铁路建设投资控股（集团）有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
天津市基础设施建设投资集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 津铁投债/PR 津铁投	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 津铁投债/PR 津铁投	24.00 亿元	10.80 亿元	2025/04/13

注：1.上述债券附债券附债券提前偿还条款，到期兑付日为最后一次还本付息日；2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2022 年 6 月 27 日

偿债主体本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	3
			盈利能力	5
			现金流量	5
		资本结构		1
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是天津市重要的铁路投资建设主体以及中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）与天津市合作铁路项目的市方出资人代表。跟踪期内，公司外部发展环境良好，区域专营优势突出，继续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司各项盈利指标表现仍弱、存在较大资本支出压力以及短期偿债压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。随着参股铁路运营的逐步成熟，公司投资收益不断增长，且能持续获得政府拨付的铁路建设费和地方政府专项债，公司综合竞争力有望进一步增强。

“15 津铁投债/PR 津铁投”由天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，天津城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著增强上述存续债券的偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“15 津铁投债/PR 津铁投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司外部发展环境良好。跟踪期内，天津市经济仍保持稳步增长。2021年，天津市全市地区生产总值15695.05亿元，比上年增长6.60%。

2. 跟踪期内，公司区域专营优势仍突出。跟踪期内，公司仍是天津市重要的铁路投资建设主体以及国铁集团与天津市合作铁路项目的市方出资人代表，区域专营优势仍突出。

3. 跟踪期内，公司继续获得外部支持。跟踪期内，公司在政府拨款和地方政府专项债券拨付等方面的支持。2021 年，公司获得 49.30 亿元的地方政府专项债券资金和 8.57 亿元铁路建设费。

分析师：王默璇　邹　洁
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

关注：

1. 跟踪期内，公司各项盈利指标表现仍弱。公司主要以参股形式进行铁路投资，营业总收入规模小，跟踪期内，公司各盈利指标表现仍弱。公司参股的铁路项目中仅有京沪高铁实现分红，2021年，公司获得京沪高铁分红0.63亿元。

2. 跟踪期内，公司存在较大的资本支出压力。截至2021年底，公司在建铁路投资项目待投资规模47.70亿元，未来公司存在较大的资本支出压力。

3. 跟踪期内，公司短期偿债压力较大。跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现较弱，截至2021年底，公司现金短期债务比为0.67倍，公司短期偿债压力较大。

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	4.88	6.95	18.43
资产总额（亿元）	320.56	397.48	474.10
所有者权益（亿元）	201.29	278.52	339.60
短期债务（亿元）	25.50	41.81	27.53
长期债务（亿元）	81.31	64.19	72.81
全部债务（亿元）	106.81	106.00	100.34
营业总收入（亿元）	0.04	0.03	0.03
利润总额（亿元）	3.78	0.10	0.11
EBITDA（亿元）	7.80	0.78	0.37
经营性净现金流（亿元）	11.54	12.50	5.84
营业利润率（%）	-131.41	-2.70	21.92
净资产收益率（%）	1.88	0.04	0.03
资产负债率（%）	37.21	29.93	28.37
全部债务资本化比率（%）	34.67	27.57	22.81
流动比率（%）	119.15	93.74	83.20
经营现金流动负债比（%）	21.66	19.14	6.39
现金短期债务比（倍）	0.19	0.17	0.67
EBITDA 利息倍数（倍）	1.95	1.15	1.41
全部债务/EBITDA（倍）	13.69	135.17	273.28

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告合并口径已将其他应付款和长期应付款中付息项纳入有息债务核算。
资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 津铁投债/PR 津铁投	AAA	AA+	稳定	2021/06/26	王自迪 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
15 津铁投债/PR 津铁投	AAA	AA+	稳定	2014/07/03	张露雪 田英	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司
2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券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，公司股东构成及持股情况、实际控制人均未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 52.50 亿元，公司唯一股东为天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨交集团”），实际控制人为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，公司经营范围未发生变化。截至 2021 年底，公司本部内设 5 个职能部门，包括投资发展部、工程建设部和财务部等；公司无纳入合并范围的子公司。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 474.10 亿元，所有者权益 339.60 亿元（无少数股东权益）；2021 年，公司实现营业总收入 0.03 亿元，利润总额 0.11 亿元。

公司注册地址：天津西青学府工业区才智道 36 号 5 层；法定代表人：陈福兴。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司存续债券“15 津铁投债/PR 津铁投”债券余额 10.80 亿元。

表1　截至2022年5月底联合资信所评公司存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限(年)
15 津铁投债/PR 津铁投	24.00	10.80	2015/04/13	10

注：上表债券附债券提前偿还条款
资料来源：联合资信整理

公司于 2015 年发行 24.00 亿元“15 津铁投债/PR 津铁投”，募集资金全部用于京津城际延伸线天津至于家堡工程项目（以下简称“募投项目”）建设，截至 2021 年底，募集资金已按照计划使用完毕。跟踪期内，公司已按期偿还了本金和利息。

募投项目由公司与中国铁路北京局集团有限公司合资建设，总投资额为 113.80 亿元，公司应出资 32.25 亿元，截至 2021 年底公司已经完成全部出资。2015 年募投项目已完成试运行并通车运营，目前尚未盈利。

四、行业及区域经济环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，

比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

（1）行业概况

依据中国城市轨道交通协会于 2020 年发布生效的团体标准《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020）相关规定，将城市轨道交通（以下简称“城轨交通”）系统制式分为 10 类，分别为地铁、轻轨、市域快轨、磁浮交通、跨座式单轨、悬挂式单轨、自导向轨道、有轨电车、导轨式胶轮和电子导向胶轮系统。截至 2021 年底，中国大陆地区[2]城轨交通运营线路包含 9 种制式（无悬挂式单轨），以地铁制式为主，地铁运营线路长度占比达

[2] 下文中涉及全国数据均指中国大陆地区，不含港澳台。

78.3%。城轨交通具有快速、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，城轨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。

（2）行业建设与运营

近年来，全国城轨交通运营线路规模稳步增长。2021年，全国城轨交通完成客运量及日均客运总量均恢复性增长。同期，全国平均客运强度同比增长，但未恢复至疫情前水平；全国平均运营收支比有所上升，运营收支缺口主要依赖政府票款补贴。

城轨交通项目投资体量大，建设资金来源包括：政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金，由政府实际控制行使投资建设职能的企业通过贷款、发行债券和资产票据等方式筹集部分资金，或者通过运作政府给予的相关资源（如沿线土地资源运作等）筹措部分资金。未来政府通过每年向地铁建设公司拨付轨道项目专项资金来保障地铁的正常建设和运营。近年来，为减轻建设期内地方政府财政投资压力，城轨交通行业投资逐步由单一的政府投资转变为引入社会资本的多元化投资。

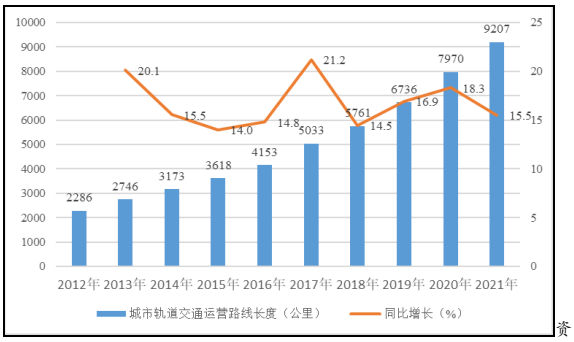
根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2021 年度统计和分析报告》（以下简称“《城轨分析报告》”），2021 年，全国城轨交通完成建设投资 5859.8 亿元，在建项目的可研批复投资累计 45553.5 亿元，在建线路总长 6096.4 公里，在建线路规模与年度完成投资额同比均略有回落。2021 年当年，共有 3 个城市新一轮城轨交通建设规划获国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）批复并公布，获批项目中涉及新增线路长度 314.6 公里，新增计划投资 2233.54 亿元。

截至 2021 年底，中国大陆地区共有 50 个城市开通城轨交通运营线路 283 条，运营线路总长度 9206.8 公里，较上年底增长 15.5%；2021 年新增运营线路长度 1237.1 公里。其中，地铁运营线路 7209.7 公里，占比 78.3%；其他制式城轨交通运营线路 1997.1 公里，占比 21.7%。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016－2019 年，中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在 8000 亿以上规模。2020 年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路固定资产投资累计完成 7819 亿元，较上年（8029 亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

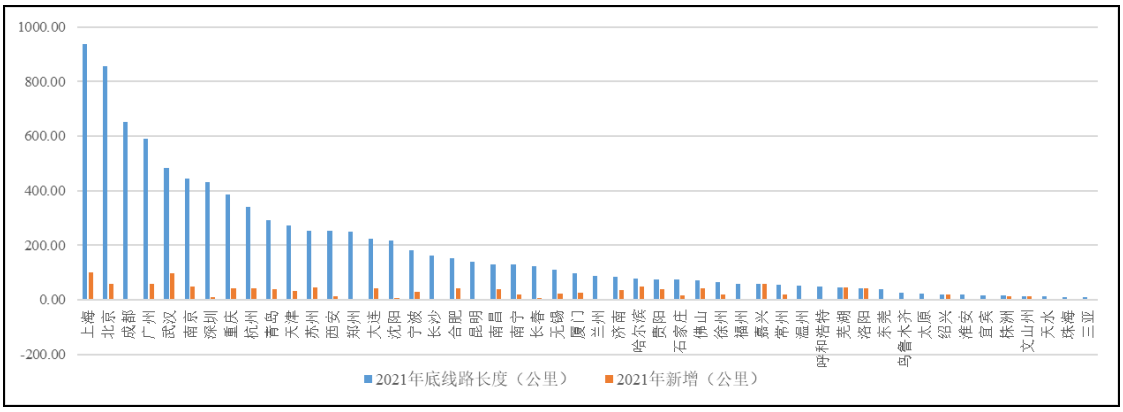
图1　2012－2021年中国城市轨道交通运营里程



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

从 2021 年累计运营线网规模看，共计 24 个城市的线网规模达到 100 公里及以上。其中，上海 936.2 公里，北京 856.2 公里，运营规模在全国遥遥领先，已逐步形成超大线网规模。从城市群拥有城轨交通运营线网规模在全国的占比看，长三角城市群开通运营线路 80 条，运营线路长度 2737.5 公里，占比 29.74%，长三角城市群开通运营城市和运营线网分布最为密集。

图2　截至2021年底中国各城市轨道交通运营线路长度

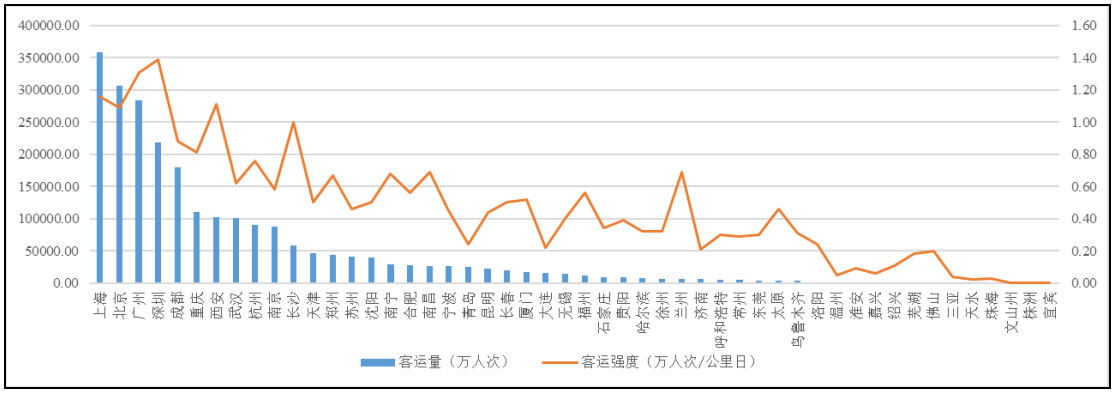


资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

2021年，全国城轨交通完成客运量236.9亿人次，同比增加61亿人次，增长34.7%，接近疫情前2019年的237.1亿人次水平。各城市客运量水平有升有降，上海、北京、广州、深圳和成都5市稳居前列。2021年，全国城市日均客运总量达到6711.3万人次，较上年增加1579.6万人次，增长30.8%，比2019年增长1.1%；完成客运进站量146.3亿人次，比上年增加37亿人次，同比增长33.7%，比2019年下降2%；完成客运周转量1981.8亿人次公里，比上年同期增长33.3%，比2019年下降1.1%。

2021年，全国城轨交通平均客运强度为0.48万人次/公里日，增幅6.7%，但与疫情前的2019年全国平均客运强度相比减少0.3万人次/公里日，下降32.4%，主要是受疫情散发影响叠加新线路投运初期客流较少以及有轨电车、市域快轨等线路的开通拉低平均水平所致。2021年，客运强度排在前五位的城市分别为深圳、广州、上海、西安和北京。

图3　2021年中国各城市轨道交通客运量和客运强度



资料来源：联合资信根据《城轨分析报告》整理

根据《城轨分析报告》，据不完全统计（据可统计可对比的37市数据且同比数据做同口径调整），2021年全国城轨交通平均每车公里运营收入13.27元，同比增加0.73元。每车公里运营收入和每人次公里运营收入均超过全国平均水平的有北京、深圳、杭州、宁波、青岛、东莞、南宁、合肥、贵阳、温州、济南11市，均为资源经营收入较高的城市。

2021年，全国城轨交通平均每车公里运营成本23.6元，同比下降0.42元。同期全国平均运营收支比为68.7%，同比增长3.7个百分点。城轨交通行业公益性较强，票价非市场化定价，通车后易形成政策性亏损，主要

依赖政府给予的包括票款补贴在内的可行性缺口补助维持收支平衡。

（3）行业政策

近年来，国家陆续出台相关政策，为规范和促进城轨交通行业的持续健康发展提供了支持和保障。

表 3　2018 年以来城市轨道交通行业相关的主要政策

名称	发布单位	发布时间
《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）	国务院	2018.07
《城市轨道交通线网规划标准》	住建部	2018.08
《交通强国建设纲要》	国务院	2019.09
《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	中国城市轨道交通协会	2020.03
关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知（国办函〔2020〕116 号）	发改委、交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	2020.12
《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	2021.02
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	2021.03
国家发展改革委关于印发《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》的通知（发改规划〔2021〕493 号）	发改委	2021.04
国务院关于印发《 “十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27 号）	国务院	2022.01

资料来源：联合资信整理

2021年3月，经两会授权发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出，“十四五”期间，我国城轨交通运营里程数将新增3000公里，预计“十四五”累计客运量将突破千亿人次。

2022 年 1 月，根据国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27 号），超大特大城市轨道交通加快成网，构建以轨道交通为骨干的快速公交网络，科学有序发展城市轨道交通，推动轨道交通、常规公交、慢行交通网络融合发展。

（4）未来发展

“十四五”时期，以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化，城轨交通行业仍有较大发展空间，并持续获得政府的政策和资金支持。

“十四五”时期，城轨交通将由重建设转变为建设、运营并重阶段，随着现代综合交通运输体系的发展，以城轨交通为骨干的快速公共交通网络将得到持续深化。“十四五”时期，城市群、都市圈轨道交通快速发展，城市群、都市圈规划中所批复的一批市域快轨将逐步建成开通，市域快轨潜在发展空间较大。

此外，城轨交通行业依托在国内大循环中形成的规模优势、技术优势、制度优势和后发优势，加快“走出去”步伐，承接的越南首条城市轻轨项目、欧洲首个地铁项目先后通车，承接的“一带一路”项目正稳步推进。

作为大型基础设施项目，城轨交通的建设牵扯面广、投资规模大、工期长、技术和质量要求高，对土地利用、居民出行、城市发展的影响重大，关乎国计民生，其社会效益大于经济效益，政府给予的政策及资金支持力度大，城轨交通行业整体风险较小。

2．城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是

国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，城投企业融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐性债务主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，经历了国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对“稳增长”的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有

力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，需重点关注短期偿债压力大及出现负面事件的尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区的城投企业的债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标债务逾期等负面事件的尾部城投企业的信用风险。

3. 区域经济环境

天津市是中国四大直辖市之一，跟踪期内，天津市经济仍保持稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2021 年，天津市全市地区生产总值15695.05亿元，按可比价格计算，比上年增长6.60%。其中，第一产业增加值225.41亿元，比上年增长2.70%；第二产业增加值5854.27亿元，增长6.50%；第三产业增加值9615.37亿元，增长6.70%。三次产业结构为1.40:37.30:61.30。2021年，全年全市居民人均可支配收入47449元，增长8.20%。其中，工资净收入29775元，增长8.90%；经营净收入3243元，增长15.90%；财产净收入4576元，增长7.90%；转移净收入9855元，增长4.00%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入51486元，增长8.00%；农村居民人均可支配收入27955元，增长8.80%，快于城镇居民增速0.80个百分点。

2021年，全年全市工业增加值5224.57亿元，比上年增长8.00%，制造业增加值占地区生产总值比重为24.10%，规模以上工业增加值增长8.20%。规模以上工业中，分门类看，采矿业增加值增长3.30%，制造业增长8.30%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长17.90%。

2021年，全年固定资产投资（不含农户）比上年增长4.80%。分产业看，第一产业投资下降45.80%，第二产业投资增长7.8%，第三产业投资增长4.90%。分领域看，工业投资增长7.60%，其中制造业投资增长13.80%；基础设施投资增长1.70%，其中交通运输和邮政投资增长2.70%，信息传输和信息技术服务投资增长47.40%。

2021年，天津市一般公共预算收入2141.04亿元,比上年增长11.30%,其中税收收入1621.87亿元，增长8.10%，占一般公共预算收入的比重为75.80%。全年一般公共预算支出3150.25亿元，与上年持平。同期，天津财政自给率为67.96%截至2021年底，天津市地方政府债务余额7882.00亿元，政府债务规模大，债务负担重。

2021年，天津市地铁建设提速推进，滨海新区Z2线开工建设，4号线南段、6号线二期建成通车，运营总里程达到265公里，优化9号线行车组织、城际列车高峰开行时刻、公交接驳，“津城”、“滨城”双城发展格局加快构建。全年城市公交客运量11.54亿人次，增长29.20%，其中轨道交通客运量4.64亿人次，增长37.00%。年末全市公路里程15307.17公里，其中高速公路里程1324.79公里。农村公路300公里提升改造完成。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东构成及持股情况、实际控制人均未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 52.50 亿元，公司唯一股东为轨交集团，实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司业务保持区域专营优势。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司是天津市重要的铁路投资建设主体以及中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）与天津市合作铁路项目的市方出资人代表，区域专营优势突出。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91120000673733241 9），截至2022年5月31日，公司无已结清和未结清的不良类或关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动，法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动。公司总工程师变更为管建国，副总经理变更为邹冰，财务总监变更为刘玉宝。上述人员变动属于正常人事调动。

管建国同志曾任公司副总工程师，2021 年 5 月起任公司总工程师。

邹冰同志曾任公司董事会秘书、综合办公室主任，2021 年 6 月起任公司副总经理、工会主席。

刘玉宝同志曾任轨交集团财务中心派驻天津市地下铁道集团有限公司财务总监。2021 年 8 月起任轨交集团财务中心派驻公司财务总监。

跟踪期内，法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司仍是天津市重要的铁路投资建设主体，不参与铁路项目的运营，不产生运营收入。公司收入来源主要为租赁收入。

2021年，公司仍是天津市重要的铁路投资建设主体、国铁集团与天津市合作铁路项目的天津市方出资人代表，主要从事天津市区域内铁路的建设投资、同时开展铁路沿线相关工程建设业务。公司铁路投资以参股形式开展，不产生营业收入，收益来源主要为铁路项目分红，体现在“投资收益”。

表4　公司营业总收入构成和毛利率情况

项目	2020 年			2021 年		
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
租赁	236.00	90.44	84.70	266.32	82.12	63.33
水电费	8.77	3.36	100.00	8.26	2.55	100.00
其他	16.19	6.20	100.00	49.73	15.33	100.00
合计	**260.96**	**100.00**	**86.16**	**324.31**	**100.00**	**69.89**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年，公司实现营业总收入324.31万元，同比增长24.28%，主要系其他收入增长所致。从营业总收入构成来看，租赁收入266.32万元，同比增长12.85%；其他收入大幅增长207.16%至49.73万元。2021年，公司综合毛利率69.89%，同比大幅下降，主要系租赁业务毛利率下降所致。

2．业务经营分析

（1）铁路投资

公司与国铁集团合作开展天津市铁路建设项目，公司以参股形式出资。跟踪期内，公司参股的铁路项目中仅有京沪高铁实现分红，公司在建项目投资规模大，未来资金需求较大。

铁路投资方面，公司代表天津市与国铁集团合资成立项目公司，由项目公司负责铁路建设项目的筹划、融资、建设和运营管理。作为项目公司的参股方，公司对铁路的出资主要采用两种形式：一是以天津境内铁路建设征地拆迁费用入股；二是以资本金入股。截至2021年底，公司累计完成铁路项目投资336.97亿元（对铁路项目公司已确认股权的资本金出资计入可供出售金融资产科目，未确认股权的征地拆迁建安成本以及资本化利息计入在建工程或其他应收款科目），其中除京津冀城际铁路和津静市域铁路项目尚处于建设阶段外，其他项目已完成投入。

表5　截至2021年底公司参股方式投资的铁路概况

项目名称	公司计划总投资（亿元）	参股比例（%）	已投资额（亿元）	2021 年分红（亿元）
京沪高铁	64.88	3.92	69.82	0.63
京津城际延长线	31.15	50.00	31.15	0.00
津秦客运专线	40.00	28.99	40.00	0.00
津保铁路	33.10	25.72	33.10	0.00
南环铁路	0.55	1.00	19.36	0.00
京津冀城际铁路	176.00	22.00	115.50	0.00
京津城际铁路	26.00	24.07	26.00	0.00
天津南港港铁专用线	0.99	49.00	0.99	0.00
津静市域铁路项目	12.00	--	1.05	0.00
合计	**384.67**	**--**	**336.97**	**0.63**

注：1.京津冀城际铁路包括京唐铁路、京滨铁路和津兴铁路；2.京沪高铁项目已投资额中64.88亿元确认为股权投资，其余部分为工程款投入；3.南环铁路项目已投资额中0.55亿元确认为股权投资，其余部分为征地拆迁投入，尚未确认为股权投资；4. 上述投入不包括财务费用

资料来源：公司提供

对所承担铁路项目，公司目前主要通过三种渠道筹措项目资金：一是财政拨款，包括对公司注资、拨付铁路建设费和地方政府债；二是银行贷款，公司针对京沪高铁、津秦客专、津保铁路等项目与工商银行牵头的银团签订了200.00亿元贷款合同，贷款期限15年，目前已

提款100.00亿元，剩余100.00亿元贷款额度暂不进行后续提款；三是发行债券，目前公司用于上述项目的存续债券为“15津铁投债/PR津铁投”。

公司100.00亿元银团贷款于第六年起（即2014年）偿还本金，每年10.00亿元。截至2021年底，公司已偿付80.00亿元银团贷款，偿债资金主要来源于铁路建设费及轨交集团借款。

铁路完工运营后，公司将享受投资收益。由于铁路项目前期折旧成本较高且处在运量培育期，运营利润水平普遍很低。目前随着京沪高铁盈利能力的不断增强，公司投资收益有望实现增长。

跟踪期内，公司投资铁路项目中京沪高铁实现分红。2020年1月，京沪高铁成功实现上市（股票代码：601816.SH），截至2021年底，公司持有其3.92%的股份。2021年，公司获得京沪高铁分红0.63亿元，计入投资收益科目。

京津冀城际铁路项目，需公司投资176.00亿元，截至2021年底，公司已投资115.50亿元，资金来源主要为铁路建设费及地方政府债。京津冀城际铁路项目主要包括京唐铁路、京滨铁路和津兴铁路项目。

公司自主投资建设项目方面，天津南港港铁专用线，公司持股比例49.00%。截至2021年底，公司已出资1.00亿元。天津南港港铁专用线已于2021年10月底开始试运营，项目收入主要包括铁路道线使用费、轨道衡使用费、取送车收入和装卸费等。2021年，天津南港港铁专用实现收入351.84万元。津静市域铁路项目，项目计划总投资59.89亿元，公司计划出资12.00亿元，截至2021年底，公司已投资1.05亿元，2022年计划投资4.00亿元。

（2）工程建设

2021年，公司工程建设业务未确认相关工程结算收入，项目回款存在一定滞后。该板块业务收入未来持续性较弱。

2012年11月15日，公司与天津市住房和城乡建设委员会[3]（以下简称“天津市住建委”）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；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。合同服务费用总额38.00亿元，该项目总体毛利率为39.58%，公司将在保证一定的利润总额的条件下根据服务协议确认毛利率。服务内容完成后，上述资产移交给天津市住建委，服务总价款在不超过10年的期限内拨付完毕。2021年，公司未确认相关收入。截至2021年底，该项目已累计确认收入35.59亿元，其中累计发生成本21.62亿元，累计收到回款28.74亿元，计入应收账款余额6.85亿元。公司该板块目前无在建及拟建项目，未来收入持续性较弱。

3. 未来发展

公司未来将继续专注公益性铁路项目投资建设，同时拓展经营性项目，提升自身盈利能力。

“十四五”时期，公司将继续专注公益性铁路项目，同时拓展经营性项目，分层次、分阶段运作，不断开展投资、建设、综合开发与运营一体化业务，逐步发展成为主营业务突出、多种业态并举、管理水平先进、综合效益良好的铁路综合性产业投资集团。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，天津丞明会计师事务所（普通合伙）对上述财务报告进

[3] 公司签署协议时为天津市城乡建设和交通委员会，现该政府部门已改为天津市住房和城乡建设委员会。

行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021 年，公司合并范围无变化。截至 2021 年底，公司无纳入合并范围的子公司。公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模继续增长，资产构成以铁路项目建设投入和应收类款项为主。应收类款项整体账龄较长，对公司资金形成一定占用；非流动资产主要为铁路项目投入。整体看，公司资产流动性偏弱，资产质量尚可。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 474.10 亿元，较上年底增长 19.27%，主要系货币资金、其他权益工具投资和其他非流动金融资产增长所致。其中，流动资产占 16.04%，非流动资产占 83.96%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 6 公司主要资产构成

项目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	6.95	1.75	18.43	3.89
应收账款	9.20	2.32	6.85	1.45
其他应收款	45.09	11.34	50.76	10.71
流动资产	**61.24**	**15.41**	**76.04**	**16.04**
其他权益工具投资	0.00	0.00	93.02	19.62
其他非流动金融资产	0.00	0.00	250.74	52.89
在建工程	53.31	13.41	53.48	11.28
非流动资产	**336.24**	**84.59**	**398.05**	**83.96**
资产总计	**397.48**	**100.00**	**474.10**	**100.00**

注：其他应收款为应收利息、应收股利及其他应收款合计项；尾差系四舍五入所致，下同
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产76.04亿元，较上年底增长24.17%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和他应收款构成。

截至2021年底，公司货币资金18.43亿元，较上年底增长165.22%，主要系当期收到专项债资金所致。货币资金中有0.33亿元受限资金，主要为公司与天津市滨丽小城镇建设开发有限公司共同管理的账户资金，用于军粮城八号路地道投资建设。

截至2021年底，公司应收账款账面价值6.85亿元，较上年底下降25.55%，主要系当期收到天津市住建委的建设服务款所致。应收账款账龄均为5年以上，账龄很长，未计提坏账准备。公司应收账款均为应收天津市住建委的建设服务款，集中度很高。

截至2021年底，公司其他应收款50.76亿元，较上年底增长12.58%，主要系应收天津市财政局往来款增加所致。公司其他应收款主要为应收天津市财政局的利息29.79亿元（占58.69%）以及应收天津南环铁路有限公司的征地拆迁款18.80亿元（占37.05%）：公司其他应收款账龄集中在5年以上，账龄很长，对资金形成一定占用。公司其他应收款未计提坏账准备。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产398.05亿元，较上年底增长18.38%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资、其他非流动金融资产和在建工程构成。

截至2021年底，公司其他权益工具投资93.02亿元，均为公司对京沪高速铁路股份有限公司的投资，当期从可供出售金融资产科目转

入其他权益工具投资科目。

截至2021年底，公司其他非流动金融资产250.74亿元，主要为公司对京津冀城际铁路投资有限公司、津保铁路有限责任公司、京津城际铁路有限责任公司、津滨城际铁路有限责任公司和津秦铁路客运专线有限公司等公司的投资。

截至2021年底，公司在建工程53.48亿元，较上年底增长0.31%，较上年底变化不大。

资产流动性方面，截至2021年底，公司资产以非流动资产为主，其他权益工具投资、其他非流动金融资产及在建工程占总资产比重很高，公司资产流动性较弱。

截至2021年底，公司受限资产合计0.33亿元，占公司资产总额的0.07%，全部为受限货币资金。

3. 资本结构

截至2021年底，公司所有者权益规模较上年底增幅较大。公司实收资本和资本公积占比高，权益稳定性较好。

（1）所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益339.60亿元，较上年底增长21.93%，主要系资本公积增长所致。从构成看，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占15.46%、77.81%、6.22%和0.04%。公司实收资本和资本公积合计占比很高，所有者权益结构稳定性较好。

截至2021年底，公司实收资本52.50亿元，较上年底无变化。截至2021年底，公司资本公积264.23亿元，较上年底增长25.49%，主要系当期公司收到铁路建设费4.37亿元和政府专项债49.30亿元。截至2021年底，公司未分配利润0.15亿元，较上年底大幅下降98.94%，主要系当期公司分配现金股利13.80亿元所致。

表7 公司主要所有者权益构成情况

科目	2020 年		2021 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	52.50	18.85	52.50	15.46
资本公积	210.56	75.60	264.23	77.81
未分配利润	13.85	4.97	0.15	0.04
所有者权益合计	**278.52**	**100.00**	**339.60**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）负债

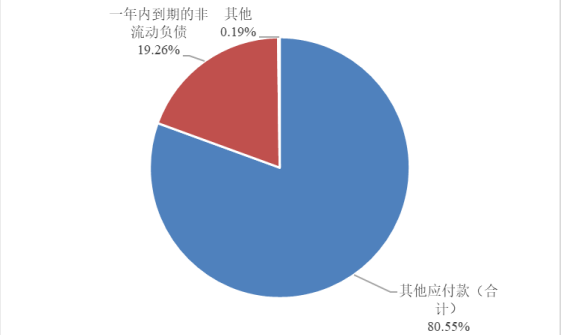
截至2021年底，公司负债规模小幅增长，整体债务负担较轻。

截至2021年底，公司负债总额134.49亿元，较上年底增长13.05%，主要系其他应付款增长所致。其中，流动负债占67.96%，非流动负债占32.04%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2021年底，公司流动负债91.40亿元，较上年底增长39.91%。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。

截至2021年底，公司其他应付款73.63亿元，较上年底增长39.53%，主要系应付轨交集团借款增加所致。

图4 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债17.60亿元，较上年底增长41.94%，主要为一年内到期的长期借款10.00亿元、一年内到期的应付债券3.60亿元和一年内到期的长期应付款4.00亿元。

截至2021年底，公司非流动负债43.09亿元，较上年底下降19.65%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债构成。

截至2021年底，公司长期借款10.00亿元，较上年底下降50.00%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款均为信用借款。

截至2021年底，公司应付债券10.76亿元，较上年底下降24.95%，为公司发行的“15津铁投债/PR津铁投”。

截至2021年底，公司长期应付款15.30亿元，较上年底下降20.73%，主要为融资租赁借款5.27亿元和专项应付款10.00亿元。其中，融资租赁借款均为天津轨道交通集团融资租赁公司的融资租赁款项，为有息性质，已调整至全部债务核算。

截至2021年底，公司递延所得所负债较上年底增加7.04亿元，主要系计入其他综合收益的其他金融资产公允价值变动产生的递延所得所负债。

有息负债方面，将其他应付款和长期应付款中付息部分纳入有息负债核算，截至2021年底，公司全部债务100.34亿元，较上年底下降5.33%。债务结构方面，短期债务占27.44%，长期债务占72.56%，以长期债务为主，债务结构合理。从债务指标来看，截至2021年底，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28.37%、22.81%和17.65%，较上年底分别下降1.56个百分点、下降4.76个百分点和下降1.07个百分点。公司债务负担较轻。

从有息债务到期分布情况来看，以2021年底全部债务为测算值，2022—2024年，公司到期有息债务规模分别为27.53亿元、38.24亿元和17.98亿元，2022年和2023年公司面临较大的偿付压力。

表 8　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	27.53	38.24	17.98	16.59	**100.34**
占比（%）	27.44	38.11	17.92	16.53	**100.00**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

公司主要以参股形式进行铁路投资，营业总收入规模小，利润主要来源于投资收益。2021年，公司各盈利指标表现仍弱。

2021年，公司实现营业总收入0.03亿元，同比增长24.28%，主要系其他收入增长所致；营业成本0.01亿元，同比增长170.44%，与营业总收入变动一致；同期，公司营业利润率为21.92%，同比提高24.62个百分点，主要系期间费用减少所致。

2021年，公司费用总额为0.54亿元，同比下降41.45%，主要系财务费用减少所致，公司费用以管理费用和财务费用为主。2021年，公司期间费用率为1649.82%。

非经常损益方面，2021年，公司投资收益0.63亿元，主要来自京沪高铁分红。2021年，公司利润总额0.11亿元，公司利润主要来源于投资收益。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.08%、0.03%，同比分别下降0.12个百分点、下降0.01个百分点，公司各盈利指标表现仍弱。

表 9　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	0.03	0.03
利润总额（亿元）	0.10	0.11
营业利润率（%）	-2.70	21.92
总资本收益率（%）	0.20	0.08
净资产收益率（%）	0.04	0.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

2021年，公司经营活动以股东借款往来为主，对外投资活动资金主要依赖于股东借款；公司筹资活动保持大幅净流入。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入 50.65 亿元，同比增长 82.27%，主要系向轨交集团借款增加所致；经营活动现金流出 44.81 亿元，同比增长 193.14%，主要系归还轨交集团借款所致。2021 年，公司经营活动现金净流入 5.84 亿元，同比下降 53.27%。2021 年，公司现金收入比为 13.09%，同比下降 92.25 个百分点，收入实现质量弱化。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 0.63 亿元，同比下降 37.68%，主要为收到京沪高铁分红；投资活动现金流出 33.73 亿元，同比下降 33.72%，主要为对京津冀城际铁路投资有限公司的投资支出。2021 年，公司投资活动现金净流出 33.10 亿元，同比下降 33.64%。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -27.25 亿元。从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入 53.67 亿元，同比下降 2.60%，同比变化不大；筹资活动现金流出 14.90 亿元，同比下降 3.47%，同比变化不大。2021 年，公司筹资活动现金净流入 38.77 亿元。

表 10 公司现金流情况（亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	27.79	50.65
经营活动现金流出	15.29	44.81
经营活动产生的现金流量净额	**12.50**	**5.84**
投资活动现金流入	1.02	0.63
投资活动现金流出	50.89	33.73
投资活动产生的现金流量净额	**-49.88**	**-33.10**
筹资活动前现金流量净额	**-37.37**	**-27.25**
筹资活动现金流入	55.10	53.67
筹资活动现金流出	15.43	14.90
筹资活动产生的现金流量净额	**39.67**	**38.77**
现金收入比（%）	**105.34**	**13.09**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

公司短期偿债压力较大，短期偿债指标表现较弱；长期偿债指标表现一般。

表 11 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率（%）	93.74	83.20
	速动比率（%）	93.74	83.20
	经营现金/流动负债（%）	19.14	6.39
	经营现金/短期债务（倍）	0.30	0.21
	现金类资产/短期债务（倍）	0.17	0.67
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	0.78	0.37
	全部债务/EBITDA（倍）	135.17	273.28
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	1.15	1.41
	经营现金/利息支出（倍）	18.39	22.47

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率均由上年底的 93.74%下降至 83.20%，流动资产对流动负债的保障程度较弱。同期，公司现金短期债务比由上年底的 0.17 倍提高至 0.67 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍较弱。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 0.37 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.15 倍提高至 1.41 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA 由上年的 135.17 倍提高至 273.28 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱；经营现金/全部债务由上年的 0.12 倍下降至 0.06 倍。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 5.00 亿元，担保比例为 1.47%。被担保方为津滨城际铁路有限责任公司[4]，公司对外担保比例较小，或有负债风险较小。

[4] 公司持有津滨城际铁路有限责任公司 50.00%股权。

截至 2021 年底，公司获得银行授信余额 20.00 亿元，已全部使用完毕。公司间接融资渠道亟待拓宽。

十、外部支持

跟踪期内，公司继续在政府拨款和地方政府专项债券资金拨付等方面获得支持。

2021年，根据津财基指〔2021〕42号、津财基指〔2021〕59号和津发改投资〔2021〕359号文件，公司获得49.30亿元的地方政府专项债券资金，计入“资本公积”；同期，公司获得轨交集团拨付的铁路建设费8.57亿元，其中4.37亿元计入“资本公积”

十一、存续期内债券偿债能力分析

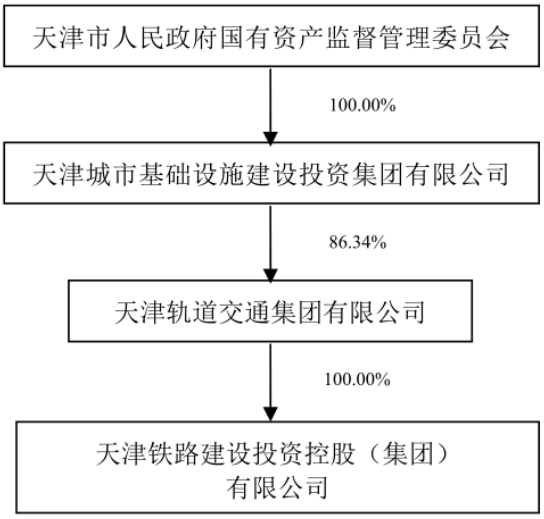
截至 2021 年底，公司存续期担保债券为“15 津铁投债/PR 津铁投”，债券余额 10.80 亿元。

“15 津铁投债/PR 津铁投”由天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，天津城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著增强上述存续债券的偿付安全性。

十二、结论

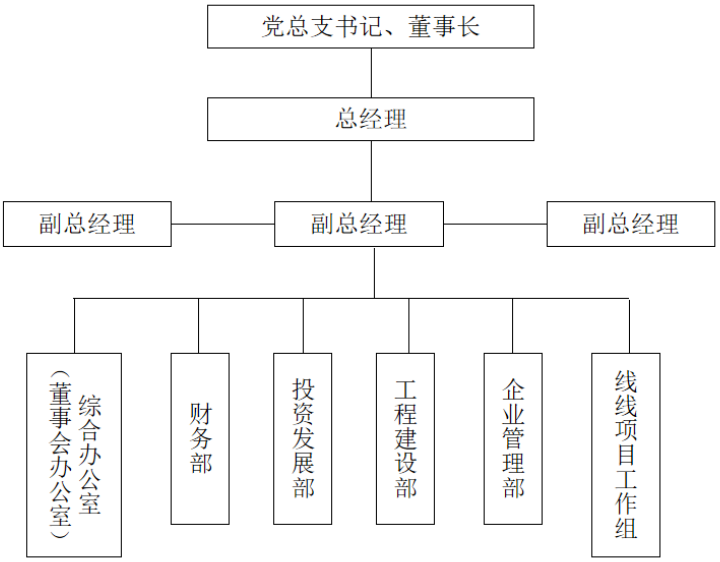
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“15津铁投债/PR津铁投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.88	6.95	18.43
资产总额（亿元）	320.56	397.48	474.10
所有者权益（亿元）	201.29	278.52	339.60
短期债务（亿元）	25.50	41.81	27.53
长期债务（亿元）	81.31	64.19	72.81
全部债务（亿元）	106.81	106.00	100.34
营业总收入（亿元）	0.04	0.03	0.03
利润总额（亿元）	3.78	0.10	0.11
EBITDA（亿元）	7.80	0.78	0.37
经营性净现金流（亿元）	11.54	12.50	5.84
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	0.00	105.34	13.09
营业利润率（%）	-131.41	-2.70	21.92
总资本收益率（%）	2.53	0.20	0.08
净资产收益率（%）	1.88	0.04	0.03
长期债务资本化比率（%）	28.77	18.73	17.65
全部债务资本化比率（%）	34.67	27.57	22.81
资产负债率（%）	37.21	29.93	28.37
流动比率（%）	119.15	93.74	83.20
速动比率（%）	119.15	93.74	83.20
经营现金流动负债比（%）	21.66	19.14	6.39
现金短期债务比（倍）	0.19	0.17	0.67
EBITDA 利息倍数（倍）	1.95	1.15	1.41
全部债务/EBITDA（倍）	13.69	135.17	273.28

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 已将其他应付款和长期应付款中有息债务调整至全部债务核算；3 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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-合同资产）/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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持