信用等级公告

联合〔2020〕1847号

联合资信评估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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司
2020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	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	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	16.80 亿元	2025/4/13

注：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：2020 年 6 月 24 日

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

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	4
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府及股东支持				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与天津市铁路合作项目的市方出资人代表。跟踪期内，天津市经济稳步发展，公司在政府拨款方面获得天津市政府的持续支持；公司投资收益大幅增加且债务负担持续下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司铁路项目投资回报周期长、未来投资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“15 津铁投债/PR 津铁投”设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。“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，其担保有效提升了“15 津铁投债/PR 津铁投”本息偿还的安全性。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“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，天津市经济稳步发展，财政实力继续增强，公司发展的外部环境良好。2019 年，天津市完成地区生产总值 14104.28亿元，同比增长4.8%；一般公共预算收入2410.25亿元，同比增长14.4%。

分析师： 张 依　徐羚晏
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

2. 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与天津市铁路合作项目的市方出资人代表，区域竞争优势突出。跟踪期内，公司持续获得天津市政府在政府拨款方面的支持。
3. 跟踪期内，公司参股的京沪高铁运营情况良好，获取的投资收益大幅增加。2020 年 1 月，京沪高速成功实现上市，公司资产流动性进一步提升，投资收益有望继续增强。

关注

1. 公司参股铁路项目投资规模大，回收周期长；工程施工业务所涉及的铁路配套市政建设项目收入基本确认完毕，公司工程结算业务不具备可持续性。
2. 公司在建项目投资规模大，未来资金需求大。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	22.67	10.33	4.88
资产总额（亿元）	306.20	304.11	320.56
所有者权益（亿元）	175.25	181.81	201.29
短期债务（亿元）	24.91	41.49	25.50
长期债务（亿元）	93.44	68.34	81.31
全部债务（亿元）	118.36	109.83	106.81
营业收入（亿元）	0.04	0.02	0.04
利润总额（亿元）	-0.09	0.43	3.78
EBITDA（亿元）	1.34	1.77	7.80
经营性净现金流（亿元）	3.91	6.24	11.54
现金收入比（%）	9612.25	0.00	0.00
营业利润率（%）	12.91	71.43	-131.41
净资产收益率（%）	-0.05	0.23	1.88
资产负债率（%）	42.76	40.21	37.21
全部债务资本化比率（%）	40.31	37.66	34.67
现金短期债务比（倍）	0.91	0.25	0.19
流动比率（%）	172.54	133.98	119.15
速动比率（%）	172.54	133.98	119.15
经营现金流动负债比（%）	8.80	12.72	21.66
EBITDA 利息倍数（倍）	0.53	0.50	1.95
全部债务/EBITDA（倍）	88.33	62.07	13.69

公司本部			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	306.20	304.11	320.56
所有者权益（亿元）	175.26	181.81	201.29
全部债务（亿元）	118.36	109.83	106.81
营业收入（亿元）	0.01	0.02	0.04
利润总额（亿元）	-0.08	0.42	3.78
资产负债率（%）	42.76	40.21	37.21
全部债务资本化比率（%）	40.31	37.66	34.67
现金短期债务比（倍）	0.91	0.25	0.19
流动比率（%）	172.48	133.98	119.15
经营现金流动负债比（%）	8.81	12.79	21.66

注：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

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	2019.06.20	张依、唐嵩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	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、本报告引用的资料主要由天津铁路建设投资控股（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、根据天津市泰达国际控股（集团）有限公司 2020 年 4 月提供给联合资信的信息，天津泰达投资控股有限公司（以下简称“天津泰达”）间接持有联合资信 31.19%的股份，天津泰达间接持有该公司 13.66%的股份，联合资信与该公司存在“受评主体非控股股东持有联合资信股份达到5%以上”的情形。但由于天津泰达未参与联合资信的经营管理与决策，因此，联合资信、评级人员与该公司不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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。

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司
2020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”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构及经营范围未发生变化。截至 2019 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”），最终实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2019 年底，公司本部内设投资发展部、工程建设部、财务部和综合办公室共 4 个职能部门。

2019 年底，公司资产总额 320.56 亿元，所有者权益 201.29 亿元；2019 年，公司实现营业收入 0.04 亿元，利润总额 3.78 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

截至报告出具日，公司存续债券“15 津铁投债/PR 津铁投”债券余额 16.80 亿元，详见下表。“15 津铁投债/PR 津铁投”设置分期还本条款，在存续期的第 3 至第 10 个计息年度分别偿付本金的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%和 15%。跟踪期内，公司已按期偿还了本金和利息。

表1　公司存续债券概况（亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
15 津铁投债/PR 津铁投	16.80	2015/4/13	10	5.58

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于 2015 年发行 24 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 2019 年底，募集资金已按照计划使用完毕。

公司与中国铁路北京局集团有限公司合资建设募投项目，公司应出资 32.25 亿元，截至 2019 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比下降 6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382

亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，

国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

铁路在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国铁路运输的客货运量增长较快，铁路建设规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着铁路运输供给侧结构性改革的逐步深入，中国铁路市场活力不断增强，行业发展前景良好。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

（1）行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2019 年底，中国铁路营业里程 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里；全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里；其中，复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监

管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，以下简称“国铁集团”）独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

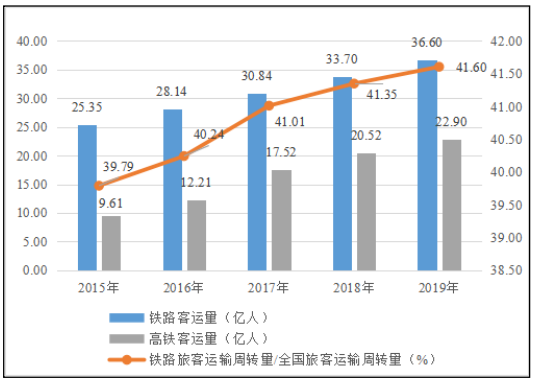
（2）铁路运输

铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019 年，全国铁路旅客发送量 36.60 亿人，同比增长 8.4%；铁路旅客周转量 14706.64 亿人公里，同比增长 4.0%，占全国旅客运输周转量比重为 41.60%，较上年提升 0.25 个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量 22.90 亿人，同比增长 14.2%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至 62.57%，同比提升约 3 个百分点。

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，国铁集团对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30%，一等座涨幅在 65%~70%；2019 年 12 月，国铁集团进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图 1　中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%[1]左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

货运价格变化方面，2018 年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，还采取降了低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。

（3）铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，年投资额均维持在 8000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8029 亿

[1]统计口径为国家铁路

元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。

表 3　中国铁路固定资产投资情况

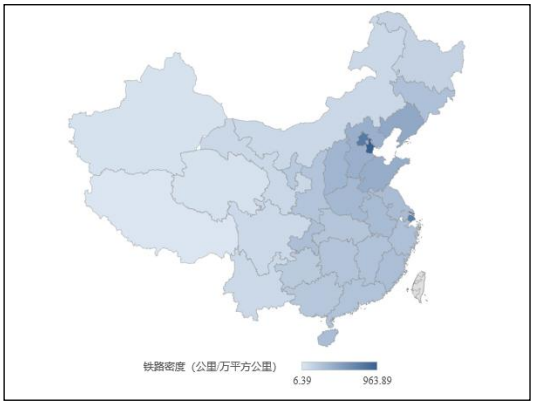
（亿元、公里、个）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2019 年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足 100 公里/万平方公里。总体看，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 2　中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到 15 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3 万公里。截至 2019 年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有 1.1 万公里的差距。根据《2019 年政府工作报告》及国铁集团发布的建设计划，2020 年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资 8000 亿元。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，国铁集团也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显；此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015 年 7 月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610 号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015 年 10 月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在 2015 年 12 月和 2017 年 10 月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018 年 9 月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019 年 9 月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强

化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建　　设投资提出了具体方向。

表 4　铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 7 月 10 日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610 号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015 年 10 月 12 日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070 号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017 年 12 月 14 日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163 号	扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，具体包括：1、铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。2、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018 年 9 月 17 日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）的通知》国办发〔2018〕91 号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019 年 9 月 19 日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

2020 年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降，并导致大量建设工程项目暂停。2020 年 1－3 月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下降 55.1%和 53.3%，货运总发送量同比增长 1.7%，货运总周转量同比下降 1.9%；铁路固定资产投资累计完成额同比下降 21.0%。截至 2020 年 4 月 8 日，中国境内跨省市交通管控措施均已解除，大众可凭健康码有序流动，铁路客货运需求及投资进度有望逐步恢复。

长期而言，铁路投资是基础设施建设稳增长、拉动内需的重要发力点，尤其在经济下行压力加大的情况下，能够对促进经济平稳健康发展发挥关键作用。目前，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，供需矛盾仍然紧张，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

根据《中长期铁路网规划》，到 2025 年中国铁路网规模计划达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；到 2030 年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁

路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解国铁集团债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

2. 区域经济环境

跟踪期内，天津市经济持续发展，一般公共预算收入快速提升，交通运输业增势较好，公司发展的外部环境良好。

根据《2019年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，全市生产总值14104.28亿元，比上年增长4.8%。其中，第一产业增加值185.23亿元，增长0.2%；第二产业增加值4969.18亿元，增长3.2%；第三产业增加值8949.87亿元，增长5.9%。三次产业结构调整为1.3:35.2:63.5。

固定资产投资方面，2019年天津市全年固定资产投资（不含农户）比上年增长13.9%。分产业看，第一产业投资增长10.3%，第二产业投资增长17.4%，第三产业投资增长12.8%。分领域看，工业投资增长17.9%，基础设施投资增长13.6%，其中交通运输和邮政业增长23.4%。

交通运输方面，2019年，天津市完成货运量56940.61万吨。其中，铁路9887.42万吨，水运8954.91万吨。货物周转量2244.03亿吨公里。其中，铁路271.69亿吨公里，水运1546.01亿吨公里。客运量1.96亿人次，增长1.9%；旅客周转量585.11亿人公里，增长5.7%。

财政收入方面，根据《关于天津市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年天津市完成一般公共预算收入2410.25亿元，比上年增长14.4%。其中，税收收入1634.20亿元，增长0.6%，占一般公共预算收入的比重为67.8%。2019年，天津市收到中央转移支付529亿元；政府性基金收入1431亿元，比上年增长23.3%，其中土地出让收入1361亿元，增长38.1%。同期，一般公共预算支出3508.71亿元，增长13.0%，财政自给率为68.69%。

政府债务方面，截至2019年底，天津市政府债务余额4959亿元，其中市级政府债务余额1744亿元。

六、基础素质分析

公司作为天津市与国铁集团合作铁路项目的市方出资人代表，在天津市铁路投资方面具有显著优势。跟踪期内，公司在政府拨款方面获得天津市政府的持续支持。

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，该办法自2015年6月1日起实施。2019年，轨交集团合计拨付公司铁路建设费11.83亿元，其中7.69亿元计入公司资本公积，4.14亿元冲减应收账款。

2019年，天津市财政局依据津财基指〔2019〕71号文件，拨付给轨交集团8.00亿元的地方政府专项债券；轨交集团依据津轨道财融〔2019〕249号《关于拨付铁路项目专项资金的通知》，将上述8.00亿元的地方政府专项债券拨付给公司，计入公司资本公积。

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2020年6月22日，公司本部无已结清和未结清的不良类或关注类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度、高级管理人员无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是天津市铁路建设项目投资的重要主体，不参与铁路项目的运营，不产生运营收入。跟踪期内，公司营业收入大幅增长，毛利水平有所下降，收入来源主要为租赁和其他收入。

公司是天津市铁路建设项目投资的重要主体、国铁集团与天津市铁路合作项目的市方出资人代表，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5 公司营业收入和毛利率构成

（单位：万元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
租赁收入	232.01	100.00	232.01	90.09
水电费收入	--	--	10.03	100.00
其他收入	--	--	166.32	100.00
合计	**232.01**	**96.67**	**408.36**	**94.37**

资料来源：联合根据公司审计报告整理

2019年，公司实现营业收入408.36万元，同比增长76.01%，主要来自其他收入的增加。其中，租赁收入232.01万元，同比无变化；新增水电费收入和其他收入，分别为10.03万元和166.32万元，其他收入主要来自税务局退还的历史年度多缴营业税。公司综合毛利率为94.37%，同比小幅下降，主要受租赁业务毛利下降影响，系公司当年对租赁房屋进行装修维护产生成本所致。

2. 业务经营分析

（1）铁路建设

公司与国铁集团合作开展天津市铁路建设，公司以参股形式出资。跟踪期内，公司参股的京沪高铁经营效益持续增强，投资收益大幅增长，但公司在建项目投资规模大，未来资金需求大。

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。自成立以来，公司先后参与天津市境内8条铁路及配套项目出资和建设。截至2019年底，公司累计完成铁路项目投资232.75亿元（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），其中除南环铁路剩余部分拆迁尾款，京唐铁路、京滨铁路和天津至北京大兴国际机场联络线（以下简称“津兴铁路”）尚处于建设阶段外，其他项目已完成投入。

表6 截至2019年底公司铁路投资概况（单位：亿元）

项目名称	公司计划总投资	参股比例	已投资额	2019 年分红
京沪高铁	80.00	4.51%	69.23	8.01
京津城际延长线	32.25	50.00%	32.25	0.00
津秦客运专线	40.00	29.00%	45.82	0.00
津保铁路	33.10	20.28%	33.10	0.00
南环铁路	20.30	暂定 1.00%	19.35	0.00
京唐铁路	49.00	30.00%	24.65	0.00
京滨铁路	119.05	30.00%	6.35	0.00

项目名称	公司计划总投资	参股比例	已投资额	2019 年分红
津兴铁路	67.34	30.00%	2.00	0.00
合计	**441.04**	**--**	**232.75**	**8.01**

注：1. 京沪高铁部分投入未确认股权，计入在建工程；2. 上述投入不包括财务费用；3. 津秦客运专线已投资额包括新并入的既有线改造及地下直径线；4. 南环铁路主要投入为征地拆迁款，体现在其他应收款；5.京唐铁路、京滨铁路和津兴铁路均包含在京津冀城际铁路项目中

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200亿元贷款合同，贷款期限15年，目前已提款100亿元，剩余100亿元贷款额度在国家金融政策影响下暂停拨发；三是发行债券，目前公司存续“15津铁投债/PR津铁投”。

公司100亿元银团贷款于第六年起（即2014年）偿还本金，每年10亿元。2019年底，公司已偿付60亿元银团贷款，偿债资金主要来源于铁路建设费等政府支持资金以及债务融资。

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，公司投资收益实现大幅增长。

截至2019年底，公司投资8条铁路中，5条均已运营，京唐铁路、京滨铁路和津兴铁路尚处于建设阶段。跟踪期内，公司投资铁路项目中仅京沪高铁实现分红。2020年1月，京沪高铁的项目公司京沪高速铁路股份有限公司成功实现上市（股票代码：601816.SH），截至2020年3月底，公司持有其3.92%的股份。2019年，公司获得京沪高铁分红8.01亿元，计入投资收益科目。

未来几年，天津市铁路建设以京津冀城际铁路项目为主，由京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“京津冀铁投”）作为融资主体。京津冀铁投于2015年3月注册成立，注册资本100.00亿元，其中京、津、冀三方各出资30.00%，国铁集团出资10.00%。公司代表天津市方应认缴京津冀铁投注册资本30.00亿元。截至2019年底，公司已投资33.00亿元，资金来源主要为铁路建设费及地方政府债；2020年公司计划投资28.50亿元，资金来源为地方政府债。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的建设。

京唐铁路计划总投资449亿元，其中工程投资423.5亿元，项目资本金占总投资的50%；其中由公司出资49.00亿元，截至2019年底已出资24.65亿元，2020年暂无投资计划。该线路起自北京城市副中心站，经北京市通州区、河北省廊坊市、天津市宝坻区、河北省唐山市，终至既有唐山站，线路长148.74公里，其中北京市域范围长9.23公里，天津市域范围长43.37公里，设8座车站，其中新建7座，既有站改造1座（唐山站）。设计时速：200公里/小时—350公里/小时。规划运输能力：5000万人/年。项目建设周期为48个月，开工时间为2017年9月。

京滨铁路计划总投资238.10亿元，其中工程投资223.70亿元，资本金占计划总投资的50%；其中由公司出资119.05亿元，截至2019年底已出资6.35亿元，2020年计划投资5.00亿元。京滨铁路线路起自宝坻南站，经天津市宝坻区、武清区、北辰区、东丽区和滨海新区，终至既有滨海站，车站5座，正线线路全长97.6公里，其中新建4座，既有站改造1座（滨海站）。设计时速：250公里/小时，其中宝坻至北辰段预留提速至350公里/小时条件，规划运输能力为4000万人/年。项目预计建设工期48个月，已于2017年10月开工建设。

津兴铁路计划总投资约96.20亿元，项目资本金定为100%，由天津市和河北省共同出资建设，其中天津市方由公司作为代表出资70%。

项目建设周期3年，资金来源主要为铁路建设费及地方政府债。项目建设周期为3年，截至2019年底公司已投资2.00亿元，2020—2022年公司计划分别投资23.50亿元、21.00亿元和20.84亿元。根据天津市和河北省发改委批复文件，天津至北京大兴国际机场联络线起自天津西站，利用津保铁路至胜芳站，由胜芳站新建线路引出，经安次区、永清县引入京雄城际固安东站，利用京雄城际至北京大兴国际机场。其中新建胜芳站至固安东站段线路长度约48公里，新设廊坊高新区站、永清站。

（2）工程建设

跟踪期内，公司工程建设业务未确认相关工程结算收入，持续收到项目回款。

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“天津市建交委”）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；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建交委，服务总价款在不超过10年的期限内拨付完毕。2019年，公司未确认相关收入。截至2019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24.45亿元，计入应收账款11.14亿元。公司收入确认和现金回流存在一定时间差。

（3）租赁、水电费和其他业务

公司营业收入来源主要为租赁收入、水电费收入和其他业务收入。其中，其他业务主要主要来自税务局退还的历史年度多缴营业税。2019年上述业务合计实现收入408.36万元，同比增长76.01%，主要受其他业务收入增加的影响。

3. 未来发展

公司以落实京津冀协同发展战略为己任，以推进京津冀地区城际铁路网建设为宗旨，以投融资和铁路周边沿线开发为创新手段，加快构建京津冀绿色交通网络。公司编制完成《铁投集团2019-2023五年发展规划纲要》，明确企业战略定位及“一平台、三主体”发展目标。未来，公司将全面做好合资铁路股权管理，启动专项融资工作，充分发挥铁路投融资主体职能作用，加快构建轨道交通“高铁+城际+市郊+地铁”四网融合新局面。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2019 年底，公司无纳入合并范围的子公司；公司合并范围较 2018 年底减少 1 家子公司，系子公司天津铁投资产管理有限公司于 2018 年完成清算注销，其资产、负债及所有者权益按照注销日账面价值合并至 2018 年底财务报表。子公司依法注销对公司财务数据影响很小。

2019 年底，公司资产总额 320.56 亿元，所有者权益 201.29 亿元；2019 年，公司实现营业收入 0.04 亿元，利润总额 3.78 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产构成以铁路项目建设投入和应收类款项为主。应收类款项综合账龄较长，对公司资金形成一定占用；可供出售金融资产和在建工程主要为铁路项目投入。整体看，公司资产质量尚可。

2019 年底，公司资产总额 320.56 亿元，较上年底增长 5.41%。其中，流动资产占 19.80%，非流动资产占 80.20%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

表 7　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**65.75**	**21.62**	**63.47**	**19.80**
货币资金	10.33	3.40	4.88	1.52
应收账款	15.28	5.03	11.14	3.48
预付款项	0.00	0.00	5.90	1.84
其他应收款	40.09	13.18	41.54	12.96
非流动资产合计	**238.36**	**78.38**	**257.09**	**80.20**
可供出售金融资产	181.99	59.85	203.60	63.51
在建工程	55.57	18.27	52.69	16.44
资产总计	**304.11**	**100.00**	**320.56**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2019年底，公司流动资产为63.47亿元，较上年底下降3.46%。其中，公司货币资金快速下降52.76%至4.88亿元，主要系对京津冀城际铁路项目建设出资所致；应收账款较上年底下降27.09%至11.14亿元，全部为应收天津市建交委的建设服务款，公司应收账款账龄均在3年以上，账龄时间较长，但欠款单位为当地政府部门，坏账风险较低，未计提坏账准备；预付款项大幅增长至5.90亿元，主要构成为预付中信建投证券股份有限公司对京沪高铁原始股权认购款；其他应收款较上年底增长3.64%至41.54亿元，主要为与天津市财政局的往来款和利息（占53.54%）以及应收天津南环铁路有限公司的征地拆迁款（占45.26%）；公司其他应收款中1年以内的占12.93%，1~2年的占11.02%，2~3年的占14.30%，3年以上的占61.74%，综合账龄较长，对资金形成一定占用。

2019年底，公司非流动资产为257.09亿元，较上年底增长7.86%。其中，可供出售金融资产较上年底增长11.87%至203.60亿元，主要系当年分别对京津冀城际铁路投资有限公司和津滨城际铁路有限责任公司增加投资18.00亿元和3.60亿元所致；在建工程较上年底下降5.19%至52.69亿元，主要系解放路地道项目转入可供出售金融资产—津滨城际铁路有限责任公司所致。

2019年底，公司受限资产合计0.60亿元，占公司资产总额的0.19%，全部为受限货币资金，系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，用于八号路投资建设。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，债务规模小幅下降，长期债务占比进一步提高，整体债务负担处于适宜水平。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益201.29亿元，较上年底增长10.71%，主要来自资本公积的增加。其中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为26.08%、66.29%和6.84%。

2019年底，公司资本公积133.43亿元，较上年底增长13.33%，主要系：①天津市财政局拨付8.00亿元地方政府专项债券；②轨交集团拨付7.69亿元铁路建设费。

负债

2019年底，公司负债总额119.27亿元，较上年底下降2.47%，其中流动负债占44.66%，非流动负债占55.34%，流动负债占比较上年提高4.53个百分点。

2019年底，公司流动负债53.27亿元，较上年底增长8.56%。其中，其他应付款较上年底增长29.13%至40.72亿元，主要系与股东轨交集团的借款增加所致，公司其他应付款中有息部分已纳入有息债务核算；一年内到期的非流动负债较上年底下降28.74%至12.40亿元，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

2019年底，公司非流动负债66.00亿元，较上年底下降9.86%。其中，长期借款较上年底下降25.00%至30.00亿元，为中国工商银行股份有限公司天津市分行为牵头行的银团贷款；应付债券较上年底下降12.43%至16.71亿元，为“15

津铁投债/PR津铁投”；长期应付款较上年底增加36.42%至19.29亿元，包括融资租赁款9.26亿元、地方政府置换债资金10.00亿元和铁路建设费0.03亿元，本报告将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

2019年底，公司全部债务106.81亿元，较上年底下降2.75%。其中，长期债务占76.13%，公司债务结构仍以长期债务为主。债务指标方面，2019年底公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为37.21%和34.67%；长期债务资本化比率有所上升，2019年底为28.77%。从有息债务到期分布情况来看，2020—2022年，公司到期有息债务规模分别为25.50亿元、26.64亿元和22.77亿元，未来三年债务到期分布较为平均。

表8 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	41.49	25.50
长期债务	68.34	81.31
全部债务	109.83	106.81
长期债务资本化比率	27.32	28.77
全部债务资本化比率	37.66	34.67
资产负债率	40.21	37.21

资料来源：根据审计报告整理

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额大幅增长，期间费用对利润侵蚀严重；公司利润主要来源于投资收益，盈利能力有所增强。

2019年，公司营业收入408.36万元，同比增长76.01%，主要系当年新增其他收入；同期，受公司当期需印花税大幅增加影响，公司营业利润率下降至-131.41%。

表9 公司收入利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	0.02	0.04
期间费用	1.40	4.17
投资收益	1.83	8.01
利润总额	0.43	3.78
营业利润率	71.43	-131.41
总资本收益率	0.61	2.53
净资产收益率	0.23	1.88

资料来源：根据审计报告整理

2019年，公司期间费用4.17亿元，同比增长197.00%，主要来自财务费用的增加。因公司参股的京沪高铁实现上市，公司将所有利息支出费用化，导致财务费用同比增长203.74%至4.01亿元；期间费用对利润侵蚀严重。2019年，公司实现投资收益8.01亿元，同比增长337.67%，主要系京沪高铁盈利能力进一步增强，分红增加所致。

2019年，受益于投资收益大幅增加，公司利润总额增至3.78亿元。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.53%和1.88%。

5．现金流分析

跟踪期内，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和外部融资。公司在建项目投资规模大，未来资金需求大。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入 42.92 亿元，主要为收到股东轨交集团借款。2019 年，公司经营活动现金流出 31.38 亿元，主要为归还股东轨交集团借款。2019 年，公司经营活动现金净流入 11.54 亿元。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	19.38	42.92
经营活动现金流出量	13.14	31.38
经营活动产生的现金流量净额	6.24	11.54
投资活动产生的现金流量净额	-7.55	-16.38
筹资活动产生的现金流量净额	-10.83	0.01
现金收入比	0.00	0.00

资料来源：根据审计报告整理

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 8.01 亿元，全部为收到京沪高铁的分红。

2019 年，公司投资活动现金流出 24.38 亿元，主要为铁路项目出资。2019 年，公司投资活动现金净流出 16.38 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 20.69 亿元。其中，吸收投资收到的现金 15.69 亿元，为收到的铁路建设费和专项债券；取得借款收到的现金 5.00 亿元，为收到的融资租赁款。2019 年，公司筹资活动现金流出 20.68 亿元，其中偿还债务支付的现金 17.40 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 3.28 亿元。2019 年，公司筹资活动现金净流入 0.01 亿元。

6. 偿债能力

公司存在一定短期偿付压力，长期偿债指标较强。考虑到公司是天津市铁路建设投资的重要主体以及国铁集团与天津市铁路合作项目的市方出资人代表，持续获得政府在政府拨款方面的支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率均为 119.15%，均较上年底下降 14.83 个百分点。2019 年，公司经营现金流动负债比为 21.66%；公司现金短期债务比为 0.19 倍。公司短期偿债指标弱，存在一定短期偿付压力。

从长期偿债指标看，受费用化利息大幅增长的影响，2019 年公司 EBITDA 增至 7.80 亿元，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 13.69 倍和 1.95 倍。总体看，公司长期偿债指标较强。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 5.00 亿元，担保比例为 2.48%。被担保方为津滨城际铁路有限责任公司，公司对外担保比例较小，或有负债风险较小。

截至 2019 年底，公司获得银行授信余额 40.00 亿元，已全部使用完毕。公司间接融资渠道亟待拓宽。

十、存续期内债券偿债能力分析

“15 津铁投债/PR 津铁投”在存续期的第 3~6 年每年偿付本金的 10%（2.40 亿元），第 7~10 年每年偿付本金的 15%（3.60 亿元）。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 7.80 亿元、42.92 亿元和 11.54 亿元，分别为“15 津铁投债/PR 津铁投”分期偿还最大金额（3.60 亿元）的 2.17 倍、11.92 倍和 3.21 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对“15 津铁投债/PR 津铁投”分期偿还最大金额的覆盖程度较好。

“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。

天津城投作为天津市政府授权投资的国有独资公司，是天津市最大的城市基础设施建设主体。截至 2019 年 11 月底，公司注册资本及实收资本均为 705.87 亿元，天津市人民政府国有资产监督管理委员会代表天津市政府履行出资人职责，为天津城投唯一股东及实际控制人。

天津城投业务涵盖海河综合开发、高速公路、快速路、管网及路网建设、车站枢纽工程、地铁、城市环境绿化、水务、土地整理、园区建设、高速铁路等基础设施项目的投资、建设、经营开发与运营管理，并形成了城市路桥、环境水务、轨道交通和城市综合开发四大业务板块。天津城投持续获得大规模外部资金支持，天津市政府持续、稳定的支持也为天津城投未来发展提供了重要保障。

截至2018年底，天津城投合并资产总额7602.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）2589.20亿元。2018年，天津城投实现营业收入154.47亿元，利润总额25.54亿元。

截至2019年9月底，天津城投合并资产总额8052.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）2680.07亿元。2019年1－9月，天津城投实现营

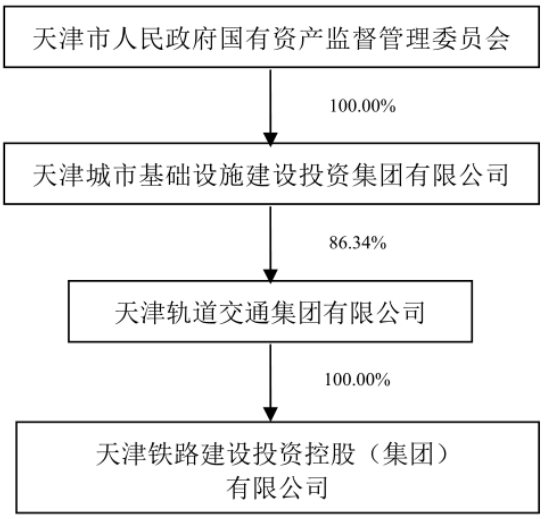
业收入108.36亿元，利润总额14.48亿元。

经联合资信评估，天津城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“15 津铁投债/PR 津铁投”本息偿付的安全性。

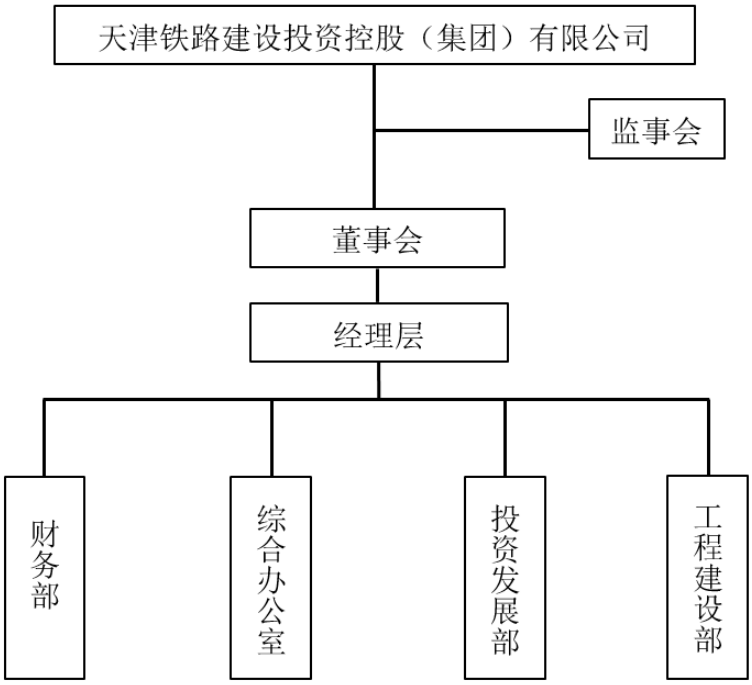
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	22.67	10.33	4.88
资产总额（亿元）	306.20	304.11	320.56
所有者权益（亿元）	175.25	181.81	201.29
短期债务（亿元）	24.91	41.49	25.50
长期债务（亿元）	93.44	68.34	81.31
全部债务（亿元）	118.36	109.83	106.81
营业收入（亿元）	0.04	0.02	0.04
利润总额（亿元）	-0.09	0.43	3.78
EBITDA（亿元）	1.34	1.77	7.80
经营性净现金流（亿元）	3.91	6.24	11.54
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
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（%）	9612.25	0.00	0.00
营业利润率（%）	12.91	71.43	-131.41
总资本收益率（%）	0.46	0.61	2.53
净资产收益率（%）	-0.05	0.23	1.88
长期债务资本化比率（%）	34.78	27.32	28.77
全部债务资本化比率（%）	40.31	37.66	34.67
资产负债率（%）	42.76	40.21	37.21
现金短期债务比（倍）	0.91	0.25	0.19
流动比率（%）	172.54	133.98	119.15
速动比率（%）	172.54	133.98	119.15
经营现金流动负债比（%）	8.80	12.72	21.66
全部债务/EBITDA（倍）	88.33	62.07	13.69
EBITDA 利息倍数（倍）	0.53	0.50	1.95

注：1. 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；2. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	22.63	10.33	4.88
资产总额（亿元）	306.20	304.11	320.56
所有者权益（亿元）	175.26	181.81	201.29
短期债务（亿元）	24.91	41.49	25.50
长期债务（亿元）	93.44	68.34	81.31
全部债务（亿元）	118.36	109.83	106.81
营业收入（亿元）	0.01	0.02	0.04
利润总额（亿元）	-0.08	0.42	3.78
EBITDA（亿元）	1.35	1.76	7.80
经营性净现金流（亿元）	3.92	6.27	11.54
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
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（%）	35858.66	0.00	0.00
营业利润率（%）	-32.90	74.76	-131.41
总资本收益率（%）	0.46	0.60	2.53
净资产收益率（%）	-0.05	0.23	1.88
长期债务资本化比率（%）	34.78	27.32	28.77
全部债务资本化比率（%）	40.31	37.66	34.67
资产负债率（%）	42.76	40.21	37.21
现金短期债务比（倍）	0.91	0.25	0.19
流动比率（%）	172.48	133.98	119.15
速动比率（%）	172.48	133.98	119.15
经营现金流动负债比（%）	8.81	12.79	21.66
全部债务/EBITDA（倍）	87.90	62.27	13.69
EBITDA 利息倍数（倍）	0.53	0.49	1.95

注：1. 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；2. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 4　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-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%
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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+卖出回购金融资产款+应付短期融资款+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：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 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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