

2020 年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2020)010161】

**评级对象:** 2020年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA

**评级时间:** 2020年2月14日

**计划发行:** 不超过100.00亿元(含100.00亿元)

**本期发行:** 20.00亿元,分两个品种,品种一发行15.00亿元,品种二发行5.00亿元

**存续期限:** 品种一为5年,品种二为10年

**增级安排:** 无

**发行目的:** 轨道交通项目建设、补充营运资金

**偿还方式:** 按年付息,到期一次性还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	0.38	1.29	0.57	9.21
刚性债务	145.21	222.10	272.36	268.01
所有者权益	1119.61	1184.12	1225.14	1255.54
经营性现金净流入量	-64.27	-87.01	-44.95	16.10
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	2496.06	2637.55	2756.73	2882.89
总负债	1299.74	1372.64	1453.88	1547.64
刚性债务	1068.80	1135.93	1233.06	1300.24
所有者权益	1196.32	1264.91	1302.86	1335.25
营业收入	22.49	21.10	19.81	8.11
净利润	4.41	4.20	4.89	2.24
经营性现金净流入量	5.41	11.41	3.90	8.33
EBITDA	9.68	11.28	18.94	—
资产负债率[%]	52.07	52.04	52.74	53.68
长短期债务比[%]	367.75	360.18	327.80	659.69
营业利润率[%]	-53.37	-21.31	-27.73	-55.96
短期刚性债务现金覆盖率[%]	57.35	52.80	47.70	113.03
营业收入现金率[%]	62.54	63.43	99.45	143.68
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.06	-8.19	-7.84	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.18	0.22	0.39	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.02	—

注:根据天津轨交经审计的2016-2018年及未经审计的2019年上半年度财务数据整理计算。

## 分析师

薛雨婷 xyt@shxsj.com

郭燕 gy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- **经营发展环境良好。**天津市为我国四大直辖市之一,是北方最大的沿海开放城市,工业基础较为雄厚,全市经济实力强。在“一带一路”、京津冀协同发展等重大国家战略推动下,天津市经济发展及结构转型面临良好的政策环境。
- **业务地位突出。**天津轨交是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体、天津市铁路项目的投资主体,业务地位突出,能够持续获得天津市政府在项目资本金注入、铁路项目专项资金拨付等方面较大力度的支持。
- **资本实力强。**受益于股东增资及天津市财政对地铁项目资本金及铁路项目专项资金的持续拨付,近年来天津轨交资本实力不断增强。

### 主要风险:

- **资本性支出压力较大。**天津轨交在建及拟建地铁项目后续资金投入需求大,公司将持续面临较大的资本性支出压力。
- **刚性债务偿付压力较大。**随着地铁项目投资建设的持续推进,天津轨交已累积的刚性债务规模大且仍呈持续扩张趋势,公司面临较大的债务偿付压力。
- **利润水平对政府补贴依赖度高。**天津轨交主营业务受地铁运营公益性属性较强等因素影响,呈现持续亏损状态,利润水平对政府补贴依赖度高。

➤ 未来展望

通过对天津轨交及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2020 年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

天津轨道交通集团有限公司（简称“天津轨交”、“该公司”或“公司”）前身为天津市铁路集团有限公司，系天津市人民政府于 1992 年出资设立的国有独资公司，初始注册资本 10.08 亿元。根据 2014 年 6 月《天津市人民政府国有资产监督管理委员会关于组建天津轨道交通集团有限公司的通知》（津国资企改 2014[188]号），天津市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“天津市国资委”）将天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（简称“天津铁投”）、天津市地下铁道集团有限公司（简称“天津地铁”）和天津滨海快速交通发展有限公司（简称“滨海快速”）全部股权划转至公司，同时公司更为现名，并通过资本公积转增资本的方式增加注册资本至 400.00 亿元，重组后公司股东变为天津城市基础设施建设投资集团有限公司（简称“天津城投”）<sup>1</sup>和天津泰达投资控股有限公司（简称“泰达控股”）<sup>2</sup>，持股比例分别为 86.34% 和 13.66%。后经过数次增资，截至 2019 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 405.85 亿元，天津城投和泰达控股分别持有 86.34% 和 13.66%<sup>3</sup>股权，天津市国资委为公司实际控制人。

该公司是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出，能持续获得天津市政府在地铁项目资本金注入、铁路项目专项资金拨付等方面较大力度的支持。此外，公司还从事工程施工、地铁沿线房地产开发、物业租赁及劳务等业务。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司申请发行不超过人民币 100.00 亿元（含 100.00 亿元）公司债券已

<sup>1</sup> 天津城投由天津市国资委全资持股，业务经营涉及城市路桥、水务、轨道交通和城市综合开发等多个业务板块。2018 年末，天津城投资产总额为 7602.33 亿元，所有者权益为 2589.20 亿元；2018 年实现营业收入 154.47 亿元，净利润为 20.00 亿元。

<sup>2</sup> 泰达控股由天津市国资委全资持股，业务经营涉及商品销售、区域开发及房地产、公用事业、金融和现代服务业等多个业务板块。2018 年末，泰达控股资产总额为 2614.27 亿元，所有者权益为 680.59 亿元；2018 年实现营业收入 599.78 亿元，净利润为 10.12 亿元。

<sup>3</sup> 2019 年 11 月 25 日至 2020 年 1 月 15 日，泰达控股将所持该公司股权的 66.77% 进行质押，涉及金额为 37.02 亿元。

于 2019 年 11 月获得国家发展和改革委员会核准通过(发改企业债券[2019]165 号)。本次债券采用分期发行,其中,首期 10.00 亿元“19 天轨债 01”已于 2019 年 12 月发行,期限为 5 年,票面利率为 4.15%。本期拟发行规模为 20.00 亿元,分两个品种:品种一发行规模为 15.00 亿元,期限为 5 年;品种二发行规模为 5.00 亿元,期限为 10 年。利息每年支付一次,本金到期一次性偿还。公司拟将本期债券品种一募集资金 15.00 亿元用于轨道交通项目建设,品种二募集资金 5.00 亿元用于补充营运资金。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

<b>债券名称:</b>	2020 年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券
<b>总发行规模:</b>	不超过人民币 100.00 亿元(含 100.00 亿元)
<b>本期发行规模:</b>	20.00 亿元人民币,其中品种一发行 15.00 亿元人民币,品种二发行 5.00 亿元人民币
<b>本期债券期限:</b>	品种一期限为 5 年,品种二期限为 10 年
<b>债券利率:</b>	固定利率
<b>定价方式:</b>	按面值发行
<b>偿还方式:</b>	按年付息,到期一次性还本
<b>增级安排:</b>	无

资料来源:天津轨交

## (2) 募集资金用途

### A. 轨道交通项目建设

该公司拟将本期债券品种一募集资金 15.00 亿元,用于天津市地铁 4 号线南段工程和天津市地铁 10 号线一期工程建设,募投项目预计总投资合计为 409.80 亿元,项目已获相关部门批准。

**图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况(单位:亿元)**

项目名称	批准机关(文号)	总投资	拟使用募集资金
天津市地铁 4 号线南段工程	津发改城市[2014]653 号、2014 建预审字 44 号、津环保许可函[2014]131 号等	189.11	7.50
天津市地铁 10 号线一期工程	津发改城市[2015]1286 号、2015 建预审字 116 号、津环保许可函[2016]007 号等	220.69	7.50
<b>合计</b>	--	<b>409.80</b>	<b>15.00</b>

资料来源:天津轨交

天津市地铁 4 号线南段工程计划总投资为 189.11 亿元,项目起自南开区东南角站,沿东马路、和平路、兴安路、大沽北路、浦口道过海河,沿十四经路穿越京秦客专、京津城际延伸线等铁路,沿成林道、泰兴南路、津滨大道至民航大学,止于东丽区新兴村站,线路全长 19.4 公里,均为地下线,设车站 14 座。项目资金来源为天津市财政安排 69 亿元,沿线土地开发解决 25 亿元,其余通过借贷资金解决。项目建设期为 3 年,预计在 2021 年 6 月完工(目前由于疫情原因,预计会较上述完工时间有所延后,最新完工时间尚未确定),截至 2019 年末项目已投资 70.25 亿元,已到位资本金 34.5 亿元。

天津市地铁 10 号线一期工程计划总投资为 220.69 亿元,项目起自西青区

李七庄中兴路北侧梨园头站，沿丽江道、珠江道、柳林路、沙柳南路、沙柳路、沙柳北路、贺兰路，止于地铁 2 号线屿东城站，线路全长 21.2 公里，均为地下线，设车站 21 座。项目资金来源为天津市财政安排总投资的 40% 作为资本金，其余资金自筹。项目建设期为 4 年，预计在 2021 年 12 月完工（目前由于疫情原因，预计会较上述完工时间有所延后，最新完工时间尚未确定），截至 2019 年末，项目已投资 66.03 亿元，已到位资本金 27.1 亿元。

## B. 补充营运资金

近年来，随着运营规模的不断扩大，该公司对营运资金需求持续增加。公司拟将本期债券品种二募集资金 5.00 亿元用于补充公司营运资金，以满足公司日常经营活动的需求。

# 业务

## 1. 外部环境

### (1) 宏观环境

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化；为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，保证了经济增长在目标区间内运行。因 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情影响，我国经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击，但会在多项新出台的应对疫情政策下实现平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降

至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

2019年，我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善LPR形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，我国春节假期延长、复工时间推迟，对各项经济活动形成较大影响，经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击。目前，在积极的应对措施下，疫情已逐步被

控制，各项逆周期政策不断出台并落实，将确保经济增长的平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发

[2018]101号),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照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,防范存量隐性债务资金链断裂风险;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外,支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法依规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看,自43号文发布以来,国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格,城投企业的政府融资职能剥离,短期看会加大城投企业的融资难度,但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者,中短期内重要性仍将保持,且随着政府预算管理等制度的逐步完善,城投企业的业务开展模式将渐趋规范,市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时,近两年城投企业债务集中到期规模大,部分企业面临集中偿付压力。

**轨道交通项目具有投资额大、建设周期长等特点,但作为城市公共交通的重要组成部分,轨道交通具有显著的经济和社会效益,建设及运营能得到地方政府在资金和资源等方面较大力度的支持。近年来,随着城市交通拥堵问题的日益突出,我国轨道交通投资快速增长。**

作为城市基础设施的重要组成部分,城市轨道交通在速度、运量及中长途运输等方面有较大优势,具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等特点,在改善城市交通状况、促进城市发展方面具有重要意义。近年来我国倡导大力发展城市轨道交通,以解决城市交通拥堵问题,从国家到地方都出台了鼓励扶持政策,城市轨道交通逐步进入大发展时期。根据中国城市轨道交通协会披露数据,截至2018年末,我国大陆地区共35个城市开通轨道交通运营,开通轨道交通线路185条,运营里程达5761.4公里,其中地铁4354.3公里,占比为75.6%。2018年我国大陆地区新增城市轨道交通运营线路长度728.7公里;累计完成客运量210.7亿人次,同比增长14%。随着新型城镇化的推进,我国对城市轨道交通的建设需求持续增长。截至2018年末,我国大陆地区共有63个城市城轨线网规划获批,2018年完成轨道交通投资5470.2亿元,同比增长14.9%,在建线路长度6374公里,可研批复投资额累计4.27万亿元,投资需求较大。从政策层面看,我国自2003年起逐步放宽城市轨道交通建设门槛、下发项目审批权限,有利于支持各大城市轨道交通业的发展。

我国城市轨道交通投资建设资金需求大、建设及投资回收期长,建设初期资金投入对地方财政资金拨付存在较高依赖。目前,我国轨道交通建设主体基本为地方国有企业,建设资金来源中项目资本金一般由所在地区财政承担,其余资金主要通过银团贷款、发行债券等外部融资渠道获取。轨道交通

项目由于投资需求大，地方财政及投建主体均面临较大的投融资压力，但由于其具有重要的社会及经济效益，能得到国家较大的政策支持。近年来，PPP模式、国开基金及城市发展基金等的大力推广使轨道交通项目投建资金来源更加多元化，有利于保障各地区城市轨道交通项目的顺利推进。

轨道交通项目虽然投资大、回收期长、前期收支不平衡，但项目具有长期较稳定的票款收入，且城市轨道交通线路的开通运营能带动沿线土地升值，带动房地产、商业等相关服务业发展，而且附着于轨道交通的商业机会也很多，在保证安全运营的前提下，可以通过连锁商业、广告、沿线物业、地下移动通讯及视频业务、智能卡服务及地下空间开发等多种途径增加轨道交通项目的衍生收益，轨道运营主体通过经营多种业务的方式，与轨道交通业务形成较强的互补，并在一定程度上弥补轨道交通业务运营所带来的亏损。同时，城市轨道交通的建设可大幅减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，减少由于交通堵塞带来的效率和经济损失，且可在一定程度上加快城市区域拓展，提升城市功能。总体而言，轨道交通项目具有较好的社会效益，对当地民生、经济及社会发展具有较好的促进作用。

**随着铁路建设持续大规模投入，我国铁路路网结构进一步优化。作为拉动国民经济增长的重要手段，后续铁路投资预计仍将维持较大规模。**

我国人口众多、幅员辽阔，铁路以其运载量大、运行成本低、能耗少等特点，成为我国重要的交通运输工具之一。作为国民经济的大动脉，高效环保的铁路运输是我国推行可持续健康发展的必然选择。铁路在经济及社会发展发挥着重要作用，是保障经济稳步增长的重要手段。

铁路建设对经济具有明显的拉动作用。根据中国土木工程协会测算，在铁路与城市轨道交通建设中，每投资1亿元，将带动GDP增长2.63亿元。根据铁道部经济规划研究院数据，铁路投资与相关产业比例为1:10。在2008年开始的全球经济危机蔓延后，铁路投资成为我国基础设施建设的重要投资方向。“十一五”期间，我国铁路建设飞速发展，累计完成铁路建设投资12500亿元，铁路建设新线19800公里，是我国铁路建设的高峰期。尽管在2011年，由于受“7.23”甬温线特大事故以及原铁道部高管变动影响，铁路投资步伐放缓，但2012年以来我国铁路建设投资进程有所加快，2016-2018年分别完成全国铁路固定资产投资8015亿元、8010亿元和8028亿元，均处在较高投入水平，“四纵四横”高铁网完成建设运营。2019年全国铁路固定资产投资计划继续保持较大规模，确保投产新线6800公里，其中高铁3200公里。

经过多年的建设，我国铁路运输能力得到较大提升，路网密度有所增加，结构优化明显，列车运行速度和技术装备水平也有了显著提高。2018年末全国铁路营业里程达到13.1万公里以上，近8年年均运营里程增加5069公里；其中2018年末，高铁营业里程达高铁2.9万公里以上，近7年年均增加营业里程2996公里，高速铁路营业里程占铁路营业里程的比重也由2011年7.08%提高到2018年22.14%，全国以“四纵四横”为主骨架的快速铁路逐步成网，

2018 年末全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里，但中西部地区线路规划较少，西部地区铁路营业里程 5.3 万公里，覆盖率相对不足。目前我国正在构建省际、东西、南北方向的交流，形成 8 小时经济圈，同时大力建设以城际动车组为代表的城际轨道交通，形成 4 小时城际经济圈，再辅之以地铁形成市内快速交通网络，构建形成三级快速交通路网。

根据国务院批准的《中长期铁路网规划》（规划期 2016-2025 年），2020 年末铁路网规模将达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，为完成“十三五”规划任务、实现全面建成小康社会目标提供有力支撑；到 2025 年，铁路网规模将达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化，骨干作用更加显著，更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用；展望到 2030 年，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。

### （3）区域经济环境

天津市为我国四大直辖市之一，是北方最大的沿海开放城市，工业基础较为雄厚，全市经济实力强。2017 年以来，受工业经济增速放缓、固定资产投资增速下滑等因素影响，天津市经济增速大幅下滑。但在“一带一路”、京津冀协同发展等重大国家战略推动下，天津市经济发展及结构转型面临良好的政策环境。

天津市是我国四个直辖市之一，是我国重要的工业城市，工业经济发达。天津位于海河下游，地跨海河两岸，是北京通往东北、华东地区铁路的交通咽喉和远洋航运的港口。天津拥有我国最大的人工港天津港，海岸线长 153 千米，对内辐射华北、东北、西北 13 个省市自治区，对外面向东北亚，是我国北方最大的沿海开放城市。中国（天津）自由贸易试验区是中国北方唯一的自贸区，已于 2015 年 4 月正式挂牌，将为天津在金融、贸易等领域制度创新和开发开放带来新的机遇，使其成为中国北方对外开放的重要平台。

凭借区位、港口航运和自贸区优势，天津市在“一带一路”战略中其北方桥头堡作用凸显。此外，作为京津冀协同发展的重要引擎，天津市已与北京市、河北省分别签署了合作框架协议，重点实施了交通、生态环保、产业等领域率先突破项目，未来发展空间较大。天津的城市定位也调整为“全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区”。在“一带一路”、京津冀协同发展、自贸区建设等多重战略推动下，天津市经济发展及结构转型面临良好的政策环境，未来发展前景向好。

2016-2018 年，天津市地区生产总值分别为 17885.39 亿元、18595.38 亿元和 18809.64 亿元，同比分别增长 9.0%、3.6% 和 3.6%，自 2017 年经济增速大幅下滑以来，近两年天津市经济增速持续处于较低水平，主要系受工业增速放缓、固定资产投资增速下滑及做实经济数据等因素影响所致。2018 年，全市第一、第二和第三产业增加值分别为 172.71 亿元、7609.81 亿元和 11027.12 亿

元，同比分别增长 0.1%、1.0%和 5.9%；三次产业结构由 2016 年的 1.2:44.8:54.0 调整为 0.9:40.5:58.6，第三产业占比逐年提高，产业结构有所优化。2019 年前三季度，天津市地区生产总值为 15256.35 亿元，同比增长 4.6%，其中第一、第二和第三产业增加值分别为 111.85 亿元、5941.47 亿元和 9203.03 亿元，同比分别增长 0.1%、2.4%和 6.5%。

作为京津唐工业基地内的省（区）市之一，天津市工业基础较好，体系门类齐全，主要优势产业包括冶金业、轻纺工业、机械装备业、电子信息业、石油化工业、汽车产业、新材料产业、生物医药产业和航空航天产业等。2018 年，天津市工业经济增长较为乏力，全市工业增加值为 6962.71 亿元，同比增长 2.6%，增速较上年提升 0.3 个百分点，其中规模以上工业增加值同比增长 2.4%，较上年提升 0.1 个百分点。从主要行业看，2018 年农副产品加工业、电气机械和器材制造业、金属制品业、专用设备制造业、医药制造业和汽车制造业增长较快，同比增速分别为 19.1%、18.5%、18.3%、12.6%、8.8%和 7.1%；石油和天然气开采业、橡胶及塑料制品业、铁路、船舶、航空航天及其他运输设备制造业则呈负增长状态，同比分别下降 3.5%、12.5%和 16.7%。2019 年前三季度，全市工业增加值增长 2.4%，规模以上工业增加值增长 2.2%。分三大门类看，采矿业增加值增长 1.7%，制造业增长 2.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.0%。其中，装备制造业支撑作用突出，装备制造业增加值占规模以上工业的比重为 32.7%，同比增长 4.5%，高于全市规模以上工业 2.3 个百分点。

从经济发展动力看，固定资产投资是拉动天津市经济增长的重要驱动力。2016-2017 年，全市全社会固定资产投资额（不含农户，下同）分别为 14606.19 亿元和 11274.69 亿元，同比分别增长 11.9%和 0.5%，2017 年受房地产投资和实体投资增速显著下滑影响，全市固定资产投资呈现低速增长态势。2017 年，全市实体投资、基础设施投资和房地产开发投资金额分别为 6803.95 亿元、2237.35 亿元和 2233.39 亿元，分别占全市投资的 60.3%、19.8%和 19.8%，同比增速分别为 3.0%、-3.6%和-2.9%。2018 年，天津市固定资产投资同比下降 5.6%，其中实体投资、基础设施投资和房地产开发投资同比增速分别为-14.7%、-20.2%和 8.6%。2019 年前三季度，天津市固定资产投资增速有所回升，同比增速为 15.4%，其中民间投资同比增长 14.7%，占全市投资的 42.9%。分领域看，工业投资、房地产开发投资和基础设施投资同比分别增长 16.4%、19.5%和 8.3%。

**图表 3. 2016 年以来天津市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）**

指 标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年前三季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	17885.39	9.0	18595.38	3.6	18809.64	3.6	15256.35	4.6
第一产业增加值	220.22	3.0	218.28	2.0	172.71	0.1	111.85	0.1
第二产业增加值	8003.87	8.0	7590.36	1.0	7609.81	1.0	5941.47	2.4
第三产业增加值	9661.30	10.0	10786.74	6.0	11027.12	5.9	9203.03	6.5
全社会固定资产投资	14606.19	11.9	11274.69	0.5	—	-5.6	--	15.4

指 标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年前三季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
社会消费品零售总额	5635.81	7.2	5729.67	1.7	5533.04	1.7	--	--
进出口总额 <sup>4</sup>	1026.51	-10.2	7646.85	12.8	8077.01	5.6	--	--
三次产业结构	1.2:44.8:54.0		1.2:40.8:58.0		0.9:40.5:58.6		--	

资料来源：2016-2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报及天津市统计局官网

2016-2018 年，天津市房地产开发投资额分别为 2300.01 亿元、2233.39 亿元和 2424.49 亿元，同比增速分别为 22.9%、-2.9%和 8.6%，存在较大波动。随着 2017 年以来天津市推出一系列房地产调控政策，全市房地产市场迅速降温，2016-2018 年天津市商品房销售面积分别为 2711.08 万平方米、1482.12 万平方米和 1249.87 万平方米，同比增速分别为 53.1%、-45.3%和-15.7%；商品房销售额分别为 3478.22 亿元、2272.30 亿元和 2006.62 亿元，同比增速分别为 94.3%、-34.7%和-11.7%。2019 年前三季度，全市房地产开发投资增速有所提升，为 19.5%。

图表 4. 2016 年以来天津市房地产开发和销售主要指标(单位: 亿元、万平方米、%)

指 标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年前三季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资	2300.01	22.9	2233.39	-2.9	2424.49	8.6	--	19.5
商品房销售面积	2711.08	53.1	1482.12	-45.3	1249.87	-15.7	--	--
商品房销售额	3478.22	94.3	2272.30	-34.7	2006.62	-11.7	--	--

资料来源：天津市国民经济和社会发展统计公报及其他公开资料

土地市场方面，近年来天津市房地产销售呈现下滑态势，对土地市场形成较大影响。2016-2019 年天津市土地成交面积分别为 2611.27 万平方米、1985.84 万平方米、1903.16 万平方米和 2348.2 万平方米，同期土地成交总价分别为 1388.50 亿元、1227.65 亿元、1059.25 亿元和 1357.69 亿元，对应土地出让均价分别为 5317.34 元/平方米、6182.01 元/平方米、5565.72 元/平方米和 5781.64 元/平方米。受楼市政策收紧和土地出让政策调整影响，2018 年天津市土地成交面积、成交总价和成交均价分别同比下降 4.16%、13.72%和 9.97%，2019 年受住宅用地成交面积增加影响，土地成交总价有所回升。

图表 5. 2016-2019 年天津市土地市场情况

指 标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
土地成交面积 (万平方米)	2611.27	1985.84	1903.16	2348.28
其中：住宅用地	821.35	688.37	847.28	1102.04
商业/办公用地	104.98	88.66	87.31	79.96
工业用地	1591.81	1046.88	921.94	1020.37
其他用地	93.13	161.93	46.63	145.92
土地成交总价 (亿元)	1388.50	1227.65	1059.25	1357.69
其中：住宅用地	1249.73	1140.22	960.20	1237.32
商业/办公用地	39.81	26.04	46.99	48.06
工业用地	87.35	50.23	48.09	56.99

<sup>4</sup> 2016 年进出口总额单位为亿美元。

指标	2016年	2017年	2018年	2019年
其他用地	11.61	11.15	3.97	15.32
<b>土地成交均价(元/平方米)</b>	<b>5317.34</b>	<b>6182.01</b>	<b>5565.72</b>	<b>5781.64</b>
其中：住宅用地	15215.49	16564.05	11332.69	11227.60
商业/办公用地	3792.55	2937.04	5381.95	6010.67
工业用地	548.74	479.83	521.62	558.51
其他用地	1246.76	688.79	851.18	1049.98

资料来源：中指指数

## 2. 业务运营

该公司是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出，能够持续获得天津市政府在地铁项目资本金注入、铁路项目专项资金拨付等方面较大力度的支持。目前公司营业收入主要来源于地铁运营、工程施工和资源开发业务，近年受工程施工业务和资源开发业务收入波动影响，公司营业收入逐年小幅下滑。公司轨道交通建设资本金到位情况良好，但后续资金投入需求仍很大，将面临较大的投融资压力。

该公司是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出。公司主营业务涉及地铁运营、工程施工及资源开发，2016-2018年公司分别实现主营业务收入21.27亿元、20.44亿元和18.24亿元，受工程施工和资源开发业务收入波动影响，近年公司主营业务收入呈现小幅下降态势。随着地铁运营里程的增加及路网效应的逐步体现，公司地铁运营收入稳步增长，同期分别为6.36亿元、7.06亿元和7.52亿元，对主营业务收入的贡献率分别为29.90%、34.54%和41.23%。2016-2018年，公司工程施工业务分别为12.06亿元、4.96亿元和5.18亿元，受区域政策和工程进度影响业务收入有所波动；资源开发业务收入分别为2.85亿元、8.42亿元和5.54亿元，亦呈现波动态势，主要系公司于2017年确认了较大规模的商品房销售收入所致。受地铁运营公益性属性较强影响，公司主业经营呈持续亏损状态，同期，公司主营业务毛利率分别为-24.68%、-22.85%和-45.78%。2019年上半年度，公司实现主营业务收入7.64亿元，主营业务毛利率受地铁运营收入贡献度上升影响进一步降至-69.63%。

**图表 6. 2016-2018年及2019年上半年度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）<sup>5</sup>**

业务类型	2016年		2017年		2018年		2019年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>主营业务收入</b>	<b>21.27</b>	<b>100.00</b>	<b>20.44</b>	<b>100.00</b>	<b>18.24</b>	<b>100.00</b>	<b>7.64</b>	<b>100.00</b>
地铁运营	6.36	29.90	7.06	34.54	7.52	41.23	3.91	51.18
工程施工	12.06	56.70	4.96	24.27	5.18	28.40	2.34	30.63
资源开发	2.85	13.40	8.42	41.19	5.54	30.37	1.39	18.19
<b>主营业务毛利率</b>		<b>-24.68</b>		<b>-22.85</b>		<b>-45.78</b>		<b>-69.63</b>

<sup>5</sup> 合计数与加总数略有差异系四舍五入所致，下表同。

业务类型	2016年		2017年		2018年		2019年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
地铁运营		-121.70		-112.18		-141.38		-156.01
工程施工		8.79		5.65		7.34		7.26
资源开发		50.18		35.27		34.30		43.88

资料来源：天津轨交

### (1) 轨道交通建设及运营

该公司是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体，截至 2019 年 6 月末公司已开通运营的地铁项目包括地铁 1 号线（含部分东延伸线）、地铁 2 号线（含滨海国际机场延伸线）、地铁 3 号线（含南站延伸线）、津滨轻轨地铁 9 号线、地铁 6 号线和地铁 5 号线，运营里程合计 218.98 公里。除津滨轻轨地铁 9 号线和地铁 5 号线由子公司滨海快速负责运营管理外，其他地铁线路均由子公司天津市地下铁道运营有限公司（简称“地铁运营公司”）负责运营。

近年随着地铁运营里程的增加及路网效应的逐步体现，该公司地铁运营收入保持稳步增长，2016-2018 年及 2019 年上半年度，公司地铁客运量分别为 3.06 亿人次、3.51 亿人次、4.07 亿人次和 2.50 亿人次，分别实现地铁运营收入 6.36 亿元、7.06 亿元、7.52 亿元和 3.91 亿元。但受新的地铁线路逐步开通运营，同时已开通线路的维护成本增加等因素影响，公司地铁运营业务亏损规模持续扩大，同期，公司地铁运营业务毛利分别为-7.74 亿元、-7.92 亿元、-10.63 亿元和-6.10 亿元。目前，公司票款收入不足以覆盖运营成本的部分，主要由天津市财政补贴进行补贴，其中津滨轻轨地铁 9 号线运营亏损主要由天津市财政、滨海新区财政和天津经济技术开发区财政进行补贴，同期公司分别收到财政补贴 6.33 亿元、7.73 亿元、7.86 亿元和 3.90 亿元。

图表 7. 截至 2018 年末公司已开通地铁运营情况（单位：公里，亿人次，亿元）

项目名称	运营里程	客运量（亿人次）			运营收入（亿元）		
		2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
地铁 1 号线（含部分东延伸线）	28.70	1.02	0.98	1.04	2.04	1.97	1.78
地铁 2 号线（含滨海国际机场延伸线）	27.10	0.74	0.78	0.84	1.36	1.45	1.36
地铁 3 号线（含南站延伸线）	33.60	1.00	1.02	1.13	2.00	2.02	1.90
津滨轻轨地铁 9 号线	52.25	0.31	0.44	0.48	0.96	1.51	1.60
地铁 6 号线（南孙庄站-梅林路站）	42.50	0.01	0.27	0.48	0.01	0.10	0.58
地铁 5 号线 <sup>6</sup>	34.83	--	--	0.10	--	--	--
<b>合计</b>	<b>218.98</b>	<b>3.06</b>	<b>3.51</b>	<b>4.07</b>	<b>6.36</b>	<b>7.06</b>	<b>7.52</b>

资料来源：天津轨交

轨道交通建设方面，除津滨轻轨地铁 9 号线由该公司子公司滨海快速负责投资建设外，其他地铁线路均由子公司天津地铁负责。对于津滨轻轨地铁 9 号线以外的地铁项目，原项目投资模式主要为：天津市政府提供 50% 的资本金，其余 50% 的项目资金由公司主要通过金融机构借款等方式筹措。根据《国务院

<sup>6</sup> 地铁 5 号线于 2018 年 10 月开通运营，开通运营第 1 年为试运营，不计运营收入。

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)及《国务院办公厅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),天津市新建地铁项目资本金比例由原50%降至40%。津滨轻轨地铁9号线的投资模式为:由泰达控股、天津天保控股有限公司、天津港集团有限公司、天津塘沽城市建设投资公司分别按照97.10%、2.37%、0.51%、0.02%的比例提供项目资本金,由天津市人民政府、滨海新区人民政府、东丽区人民政府分摊建设资金不足部分。

目前,该公司主要在建地铁项目为地铁1号线东延、地铁4号线南段、地铁10号线一期、地铁7号线一期和地铁11号线一期,建设里程合计105.79公里。截至2019年6月末,公司在建地铁项目概算总投资为1061.44亿元,其中资本金为456.16亿元,累计已投资267.21亿元,已到位资本金129.31亿元,资本金到位情况良好。

**图表8. 截至2019年6月末公司在建地铁项目情况(单位:公里,亿元)**

项目名称	建设里程	概算总投资	资本金	已到位资本金	累计已投资	投资计划	
						2020年	2021年
地铁1号线东延	16.04	126.66	63.33	27.35	85.65	5.53	4.00
地铁4号线南段	19.40	189.11	94.56	31.50	59.77	29.68	29.14
地铁10号线一期	21.22	220.69	88.28	20.10	54.28	21.33	34.29
地铁7号线一期	26.53	268.96	107.58	16.24	26.60	35.16	36.36
地铁11号线一期	22.60	256.02	102.41	34.12	40.91	39.72	42.93
<b>合计</b>	<b>105.79</b>	<b>1061.44</b>	<b>456.16</b>	<b>129.31</b>	<b>267.21</b>	<b>131.42</b>	<b>146.72</b>

资料来源:天津轨交

该公司拟建项目主要为地铁8号线一期和地铁4号线北段,概算总投资为468.91亿元,其中资本金为187.56亿元。公司在建及拟建项目后续资金投入需求很大,公司将面临较大的资本性支出压力。

**图表9. 截至2019年6月末公司拟建地铁项目情况(单位:公里,亿元)**

项目名称	建设里程	概算总投资	资本金	已到位资本金	未来投资计划		
					2019年	2020年	2021年
地铁8号线一期	18.48	200.53	80.21	--	20.15	25.29	27.91
地铁4号线北段	24.00	268.38	107.35	--	10.15	25.87	26.90
<b>合计</b>	<b>42.48</b>	<b>468.91</b>	<b>187.56</b>	<b>--</b>	<b>30.30</b>	<b>51.16</b>	<b>54.81</b>

资料来源:天津轨交

此外,该公司还参与部分轨道交通枢纽项目的建设,项目资本金来源于天津市财政,并由国家开发银行提供项目专项贷款,项目还本付息资金由天津市财政局拨付。公司已完成天津站交通枢纽工程、天津西站交通枢纽工程和机场交通枢纽工程的建设,目前在建项目为文化中心交通枢纽,预计总投资为63.27亿元,截至2019年6月末累计已投资48.70亿元。

## (2) 铁路投资

该公司作为天津市铁路投资主体,负责与中国国家铁路集团有限公司的合

资铁路项目的股权出资，公司铁路投资业务主要由公司本部和子公司天津铁投负责。目前，公司本部参股的铁路项目主要有南环铁路、京津城际和蓟港铁路，天津铁投参股的铁路项目有京沪高铁、津秦客运专线、津保铁路、京津城际延长线、南环铁路等。截至 2019 年 6 月末，公司主要参股铁路累计已出资 263.97 亿元，未来公司将根据天津市整体铁路建设规划履行出资职责。

**图表 10. 截至 2019 年 6 月末公司主要铁路项目投资情况（单位：亿元）**

投资主体	项目名称	计入科目	累计出资额	参股比例
天津轨交	南环铁路	长期股权投资	26.00	48.00%
	京津城际	可供出售金融资产	22.03	25.25%
	蓟港铁路	可供出售金融资产	0.17	0.81%
天津铁投	京沪高铁	在建工程 <sup>7</sup>	10.39	4.51%
		可供出售金融资产	58.88	
	津滨城际	可供出售金融资产	27.55	50.00%
		其他应收款 <sup>8</sup>	3.60	
	津秦客运专线	可供出售金融资产	40.00	28.99%
	津保铁路	可供出售金融资产	33.10	25.72%
	南环铁路	其他应收款 <sup>9</sup>	18.70	1.00%
		可供出售金融资产	0.55	
京津冀铁路	可供出售金融资产	23.00	30.00% <sup>10</sup>	
<b>合计</b>		--	<b>263.97</b>	--

资料来源：天津轨交

该公司主要通过铁路建设专项资金和银行借款等筹措项目资金，其中铁路建设专项资金主要包括铁路建设费及政府债券等财政资金。根据《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），铁路建设费按照天津市以招标、拍卖、挂牌方式出让商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权的出让面积每平方米 200 元筹集，专项用于在建铁路项目资金来源。2016-2018 年，公司分别获得铁路建设费 10.34 亿元、11.08 亿元和 13.25 亿元<sup>11</sup>，公司获得的铁路建设费主要依赖于天津市经营性用地的出让情况，具有一定不确定性。

目前，该公司参股铁路基本已投入运营，京沪高铁和南环铁路已实现投资收益，2016-2018 年及 2019 年上半年度公司分别获得投资收益 0.16 亿元、1.76 亿元、3.98 亿元和 0.00 亿元，但投资收益总体规模较小，公司对铁路建设专项资金等的依赖度较大。

### (3) 工程施工

该公司工程施工业务主要由子公司天津轨道交通集团工程建设有限公司

<sup>7</sup> 天津铁投负责京沪高铁天津区域内的征地拆迁，将该部分投入计入“在建工程”科目。

<sup>8</sup> 该部分出资系新增投资，目前确权情况仍处于沟通阶段，暂时计入“其他应收款”科目。

<sup>9</sup> 该公司将支付给南环铁路西南环线扩能改造项目的征地拆迁款计入“其他应收款”科目。

<sup>10</sup> 超投资金待后续进一步研究并取得一致意见后，进行统一的股权处置。

<sup>11</sup> 该公司将收到的铁路建设费部分计入“资本公积”科目，剩余部分计入“专项应付款”，最终冲减应收天津市城乡建设委员会（简称“天津建委”）的铁路基础设施建设业务款项。

（简称“轨交工程公司”）、天津市先达滨海建筑公司和天津铁投负责，其中轨交工程公司具备建筑工程施工总承包一级、铁路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级和公路工程施工总承包二级资质。公司主要承接铁路工程和市政工程，业务区域涉及天津市、大连市、北京市、河北省和安徽省部分地市等。公司在工程开始前预收发包方约工程造价 10% 的工程款项；工程开始后，公司定期将已完成工程量统计报送发包方，按照完工比例确定当期收入；发包方一般在确认工程量后两个月内支付款项；工程尾款一般为工程质量保证金，在工程验工完成两年之后支付，支付比例原为工程造价的 5%，现为工程造价的 3%。

该公司工程施工业务主要客户包括天津南环铁路有限公司（简称“南环铁路”）、天津滨海新区投资控股有限公司、铁道第三勘察设计院集团有限公司、滨海快速等。2016-2018 年及 2019 年上半年度，公司新签订合同数分别为 62 个、40 个、58 个和 13 个，分别实现工程施工业务收入 12.06 亿元、4.96 亿元、5.18 亿元和 2.34 亿元，其中 2017 年业务收入同比大幅下降 58.87%，主要系受全运会、区域环境治理等因素影响所有项目停工，同时原有工程大部分已开始办理竣工结算、新承揽的工程开工时间尚短所致。同期，公司工程施工业务毛利率分别为 8.77%、5.68%、7.41% 和 7.26%，其中 2017 年毛利率相对偏低，主要系当年毛利率相对较高的铁路市政配套工程确认收入较少所致。截至 2019 年 6 月末，公司主要工程施工在手合同 7 个，合同金额合计为 22.07 亿元，已完成合同金额 19.47 亿元。

**图表 11. 2016-2018 年及 2019 年上半年度公司工程施工业务新合同签订情况**

新签订合同情况	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
新签合同个数（个）	62	40	58	13
其中：亿元以上合同个数（个）	3	1	1	1
新签合同金额（亿元）	5.62	12.20	9.90	2.70
其中：天津市内项目（亿元）	5.29	3.35	9.02	2.70
天津市外项目（亿元）	0.33	8.85	0.88	--

资料来源：天津轨交

#### （4）资源开发

该公司资源开发业务主要包括房地产销售、物业租赁、劳务等业务，主要由天津地铁资源投资有限公司（简称“资源公司”）、天津市地铁广告传媒发展有限公司、天津地铁和谐物业管理有限公司等子公司负责运营。2016-2018 年及 2019 年上半年度，公司分别实现资源开发业务收入 2.85 亿元、8.42 亿元、5.54 亿元和 1.39 亿元，其中 2017 年较上年增加 5.57 亿元，主要系当年确认了较大规模的商品房销售收入所致。

目前，该公司在建房地产项目主要为南马路五金城项目和康营里房地产项目，项目预计总投资合计为 30.20 亿元，建筑面积合计为 11.37 万平方米，截至 2019 年 6 月末累计已投资 24.91 亿元，其中南马路五金城项目已实现销售面积 2.81 万平方米，住宅已全部销售完毕，实现资金回笼 8.96 亿元。2016-2018

年，公司分别实现房地产销售业务收入 0.01 亿元、6.00 亿元和 2.55 亿元，2019 年上半年度，公司未实现房地产销售收入。

**图表 12. 截至 2019 年 6 月末公司在建房地产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	物业类型	建筑面积	概算总投资	累计已投资	可销售面积	已销售面积	已回笼资金
南马路五金城项目	住宅、商业等	10.07	27.16	21.87	9.71	2.81	8.96
康营里房地产项目	酒店、写字楼等	1.30	3.04	3.04	1.30	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>11.37</b>	<b>30.20</b>	<b>24.91</b>	<b>11.01</b>	<b>2.81</b>	<b>8.96</b>

资料来源：天津轨交

该公司物业租赁主要是经营地铁站点沿线已建成物业、站厅及地下空间的商业。公司管理的物业包括写字楼物业和商业物业，其中写字楼物业有和谐大厦、环球置地、格调大厦等项目，商业物业有滨海新区市民广场、祈年大厦、晶采大厦等项目，截至 2019 年 3 月末公司可租赁物业面积合计约为 35.54 万平方米，出租率约为 54.20%。2016-2018 年及 2019 年上半年度，公司分别实现物业租赁业务收入 0.98 亿元、1.04 亿元、0.96 亿元和 0.42 亿元。

该公司劳务业务主要是除物业出租外的其他服务类物业业务及广告业务等，2016-2018 年及 2019 年上半年度劳务业务收入分别为 1.53 亿元、1.28 亿元、1.90 亿元和 0.96 亿元。

## 管理

该公司为地方国有企业，实际控制人为天津市国资委。公司根据自身业务发展需要设置了内部组织架构，并制定了较为完善的内部管理制度，可保障各项经营活动的顺利开展。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

截至 2019 年 9 月末，该公司注册资本和实收资本均为 405.85 亿元，天津城投和泰达控股分别持有公司 86.34% 和 13.66% 股权，天津市国资委为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

#### (2) 公司治理

该公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构。公司设党委和纪委，党委实行常委会制，设书记 1 名、副书记 2 名（其中专职副书记 1 名）、党委常委若干名；纪委设书记 1 名、副书记 1 名、委员若干名。公司党委书记、副书记、常委、委员，公司纪委书记、副书记、委员的产生和任免按照有关规定执行。公司设董事会，由 7 名董事组成，除 1 名职工董事由公司职工代表大会选举外，其余 6 名董事按照《公司法》、《企业国有资产法》及有关

规定产生；董事会设董事长 1 名，由天津市人民政府依法任免。公司设监事会，由 6 名监事组成，其中职工代表监事 2 名，由公司职工代表大会民主选举产生<sup>12</sup>；监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理，由董事会根据有关法律法规依法产生或者解聘。截至评级报告出具日，公司董事会到位董事 6 名，未到位董事正在等待天津市国资委委派。

### (3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为向关联方提供工程施工等业务，2018 年关联交易金额为 0.64 亿元。关联往来方面，截至 2018 年末公司应收关联方款项余额为 187.26 亿元，其中预付天津市津源投资发展有限公司（简称“津源投资”）工程款 150.00 亿元<sup>13</sup>，应收南环铁路征地拆迁款 18.70 亿元；应付关联方款项余额为 70.05 亿元，其中应付天津城投转入基建项目利息、项目前期费、项目前期信息查询费、工程款等 33.96 亿元，系公司重组前由天津城投拨入的天津站轨道交通枢纽工程建设资金<sup>14</sup>，预收津源投资工程款 30.87 亿元<sup>15</sup>。

**图表 13. 截至 2018 年末公司主要应收应付关联方往来款项情况（单位：亿元）**

科目	关联方名称	余额
其他应付款	天津城市一卡通有限公司	3.14
	天津城投投资有限公司	0.85
应付账款	天津金盛置业发展有限公司	0.45
预收账款	天津市津源投资发展有限公司	30.87
专项应付款	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	33.96
其他	其他	0.76
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>70.05</b>
预付账款	天津市津源投资发展有限公司	150.00
	天津市海河建设发展投资有限公司	1.33
	天津南环铁路有限公司	18.70
其他应收款	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	8.83
	天津城市道路管网配套建设投资有限公司	3.76
应收账款	天津城市一卡通有限公司	1.75
其他	其他	2.90
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>187.26</b>

资料来源：天津轨交

关联担保方面，截至 2018 年末该公司股东天津城投及泰达控股为公司及

<sup>12</sup> 根据《中共天津市委天津市人民政府关于印发〈天津市机构改革实施方案〉的通知》（津党发[2018]32 号），天津市国有企业监事会职责划入天津市审计局。根据 2018 年 11 月《市国资委不再向天津轨道交通集团有限公司派驻监事会的通知》（津国资监事[2018]33 号），天津市国资委不再向该公司派驻监事。

<sup>13</sup> 津源投资注册资本 200 亿元，天津城投、天津市建设投资有限公司和天津市红桥城市建设投资有限公司分别持有其 50%、30% 和 20% 股权。津源投资是天津西站交通枢纽工程的投资主体，该款项系天津西站交通枢纽工程划入该公司子公司天津地铁后，天津地铁支付给津源的项目资金，暂时计入“预付款项”科目，待该项目竣工决算完成后调整至“固定资产”科目。

<sup>14</sup> 该公司整合重组之前，下属子公司天津轨道交通集团枢纽运营管理有限公司负责天津站交通枢纽工程投建。

<sup>15</sup> 重组前，该公司以代建模式负责天津西站交通枢纽工程建设。

下属子公司合计提供担保 164.46 亿元；公司内部关联方担保 153.92 亿元。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理需要，设置有党建工作部（党委统战部）、党委宣传部、投资管理部、资产经营部等 14 个部门，各部门职能分工较明确，能够保证公司日常经营的有序开展。公司组织架构详见附件二。

### (2) 管理制度及水平

该公司制定了较为完善的内部管控制度，对各职能部门的职责与权限做出了明确规定，在预算管理、安全生产、对外担保等方面建立了较健全的管理制度，业务运作较规范。

为加强该公司全面预算管理工作，公司结合实际情况制定了预算管理办法、预算实施细则等，对全面预算的程序、执行、监督、考核、调整等多个方面进行了明确，推行精细化管理，要求公司各相关部门、子公司在基础设施投资、房地产开发投资、资产经营及收入等方面制定预算，由相关管理部门审核预算执行情况。

安全生产方面，该公司制定了安全生产责任制管理办法及安全生产管理办法等制度，对相关部门、领导、员工的安全生产职责做了规定，同时公司设立安全生产委员会及安全质量部，负责公司安全生产培训、检查及管理工作。

对外担保方面，该公司制定了担保管理办法，公司不为无产权关系的企业或个人提供担保，原则上不为参股企业提供担保，未经天津市国资委和政府其他有关部门批准，不为境外融资提供担保。公司对外担保必须经过公司董事会批准后实施。

### (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部 2020 年 1 月 16 日提供的《企业信用报告》和公司 2018 年审计报告披露信息，公司本部无重大信贷违约记录，偿债记录良好。截至 2020 年 1 月 16 日，公司已发行境内外债券还本付息情况正常。

根据 2020 年 1 月 16 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公示平台信息，该公司本部未存在重大异常情况。

## 3. 发展战略

该公司将按照天津市委、天津市人民政府统一部署，着力推动城际铁路、市郊铁路、城市轨道交通综合交通体系“三网融合”，加快中心城区城市轨

道交通网络建设，到 2020 年力争实现城市轨道交通运营里程达到 320 公里以上，建成京滨城际和京唐城际，配合市有关部门开展津石、津承等客运城际铁路前期研究，建成京津冀主要城市 1 小时通勤圈。此外，公司将构建“轨道+物业”资源开发经营新模式，把资源开发经营作为公司持续发展的重大战略和经济增长点，创新体制机制和商业经营模式，努力形成土地整理开发、上盖综合开发、资产商业经营多措并举开发经营格局。

## 财务

近年来主要随着轨道交通项目投资建设的不断推进，该公司负债规模逐年增长，面临较大的债务偿付压力，但受益于天津市财政对地铁项目资本金及铁路项目专项资金的持续拨付，公司资本实力不断增强，负债经营程度尚可。公司地铁运营、物业租赁等业务资金回笼能力较强，外部融资渠道畅通，整体偿债保障程度高。

### 1. 公司财务质量

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则。

合并范围方面，近年来该公司合并范围有所变动。2016 年，公司新纳入合并范围一级子公司 3 家，系 2016 年新设立的天津城轨职业培训中心、天津轨道交通集团（香港）有限公司和天津轨道交通集团融资租赁有限公司；2017 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司，系新设立的天津市城市轨道交通行业职业技能鉴定站；2018 年，公司新纳入合并范围一级子公司 3 家，系新设立的天津轨道交通集团物业管理有限公司、天津津轨商业管理有限公司、天津轨道交通运营集团有限公司。2019 年上半年度，公司合并范围内一级子公司减少 1 家，系滨海快速变更为天津地铁全资子公司所致。截至 2019 年 6 月末，公司合并范围内共有一级子公司 12 家。

### 2. 公司偿债能力

#### (1) 债务分析

##### A. 债务结构

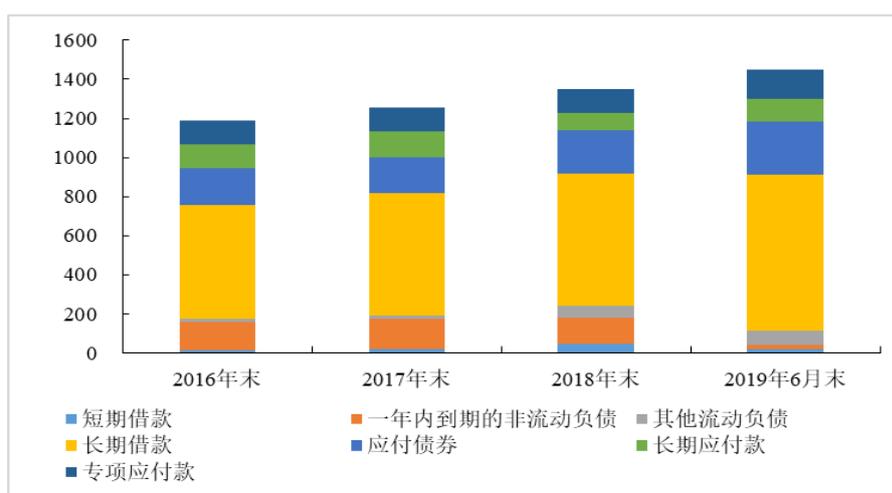
近年主要随着轨道交通项目建设的不断推进，该公司负债规模逐年增加，但受益于天津市财政对地铁项目资本金及铁路项目专项资金的持续拨付，公司资本实力逐年增强，资产负债率维持在合理水平。2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司负债总额分别为 1299.74 亿元、1372.64 亿元、1453.88 亿元和 1547.64 亿元，资产负债率分别为 52.07%、52.04%、52.74% 和

53.68%。

该公司负债以非流动负债为主，与公司轨道交通项目投资建设及资金回收期较长的业务特点匹配度较高。2016-2018年末及2019年6月末，公司长期债务比分别为367.75%、360.18%、327.80%和659.69%。

从负债构成来看，该公司负债主要集中于银行借款、应付债券等刚性债务及专项应付款，2018年末占负债总额的比重分别为84.81%和8.20%。其中，公司2018年末专项应付款余额为119.22亿元，主要为收到的天津市财政局拨付的地方政府置换债资金86.25亿元、基建拨款利息20.87亿元及基建拨款7.57亿元等，较2017年末下降4.81%，主要系支付天津西站交通枢纽工程借款利息所致。此外，2018年末公司应付账款余额为39.97亿元，主要为应付地铁建设施工方的工程款和轨交车辆等原材料采购方的器材款；预收款项余额为35.31亿元，主要为预收的工程建设款项，其中预收津源投资天津西站交通枢纽项目工程款项30.87亿元；其他应付款余额为17.51亿元，主要系应付的往来款、暂存款及保证金等。2019年6月末，公司刚性债务较2018年末增长5.45%至1300.24亿元，除此之外，公司负债构成较2018年末无显著变动。

图表 14. 公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：天津轨交

## B. 刚性债务

2016-2018年末及2019年6月末，该公司刚性债务分别为1068.80亿元、1135.93亿元、1233.06亿元和1300.24亿元，其中中长期刚性债务占比分别为83.63%、82.93%、80.09%和91.11%，公司刚性债务以中长期为主。

从融资渠道来看，该公司以金融机构借款为主，同时发行债券为公司融资提供补充。截至2018年末，公司刚性债务中金融机构借款余额为944.89亿元，占刚性债务的比重为76.63%，其中银行借款和融资租赁款余额分别为855.81亿元和89.08亿元。从银行借款方式来看，公司借款主要为信用及保证借款，占比分别约为70.41%和29.03%；借款期限以长期为主，占比约为82.20%。从承债主体来看，公司刚性债务承债主体主要为下属子公司，2018年末，公司

本部刚性债务余额为 272.36 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 22.09%。2019 年 6 月末，公司银行借款、应付债券及融资租赁款余额分别为 840.42 亿元、341.33 亿元和 115.58 亿元，较 2018 年末分别减少 15.39 亿元、增加 26.50 亿元和 58.27 亿元。

截至 2020 年 1 月 16 日，该公司尚在存续期内的境内债券待偿本金余额为 291.20 亿元，已发行债券还本付息情况正常。此外，公司分别于 2016 年 5 月 4 日发行了 3 年期 2 亿美元和 5 年期 3 亿美元两期境外债券，利率分别为 2.5% 和 2.875%，并于 2018 年 3 月 22 日发行了 4.25 年期 4 亿欧元的境外债券，利率为 1.625%，目前公司境外债券利息兑付情况正常。

**图表 15. 截至 2020 年 1 月 16 日公司存续境内债券情况（单位：亿元、%）**

简称	发行金额	发行日期	期限	发行利率	待偿余额
16 天津轨交 MTN001	30.00	2016-08-19	5 年	3.35	30.00
17 天津轨交 MTN001	20.00	2017-08-22	3 年	4.74	20.00
18 天津轨交 MTN001	20.00	2018-10-15	3 年	4.42	20.00
19 天津轨交 MTN001	10.00	2019-01-07	5 年	4.03	10.00
19 天津轨交 MTN002	10.00	2019-06-14	3 年	4.25	10.00
19 天津轨交 CP001	9.00	2019-07-16	1 年	3.38	9.00
19 天津轨交 MTN003	10.00	2019-10-16	5 年	4.28	10.00
19 天津轨交 CP002	18.00	2019-10-23	1 年	3.30	18.00
19 天津轨交 MTN004	10.00	2019-10-30	3 年	4.00	10.00
19 天轨 01	10.00	2019-12-17	5 年	4.15	10.00
15 津铁投债	24.00	2015-04-10	10 年	5.58	19.20
15 津地铁债	25.00	2015-10-15	10 年	4.27	20.00
15 津地铁 PPN001	15.00	2015-05-27	5 年	5.40	15.00
15 津地铁 PPN002	10.00	2015-11-12	5 年	4.49	10.00
16 津地铁 PPN001	10.00	2016-03-18	5 年	3.75	10.00
16 津地铁 PPN002	10.00	2016-04-20	5 年	4.09	10.00
18 津地铁 MTN001	15.00	2018-09-18	3 年	4.62	15.00
19 津地铁 MTN001	15.00	2019-01-11	5 年	4.15	15.00
19 津地铁 MTN002	12.00	2019-03-22	3 年	3.99	12.00
19 津地铁 CP001	10.00	2019-02-25	365 天	3.28	10.00
19 津地铁 MTN003	8.00	2019-07-25	5 年	4.36	8.00
<b>合计</b>	<b>301.00</b>	--	--	--	<b>291.20</b>

资料来源：Wind

### C. 或有负债

截至 2019 年 6 月末，该公司无对外担保。

### (2) 现金流分析

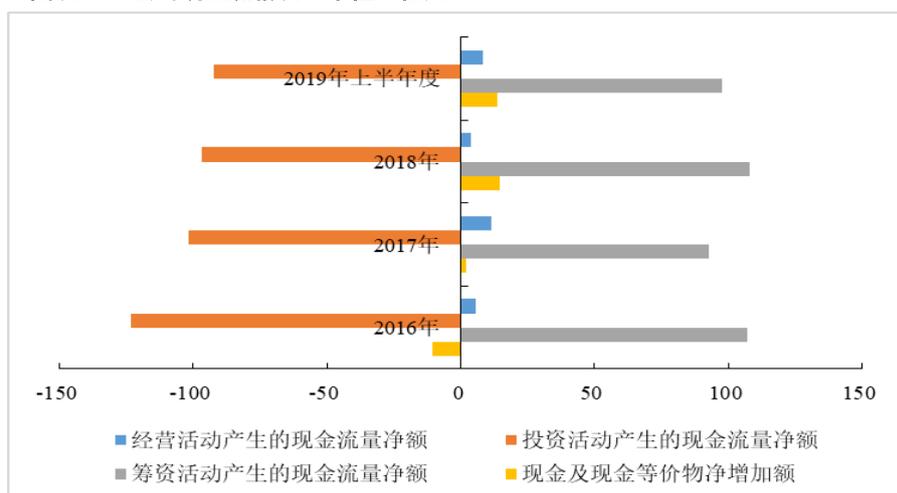
该公司地铁运营、物业租赁等业务资金回笼情况较好，2016-2018 年及 2019 年上半年度公司营业收入现金率分别为 62.54%、63.43%、99.45% 和 143.68%，其中 2016 年营业收入现金率偏低，主要系当年公司工程施工业务收入未及时回笼所致，2017 年偏低主要系公司当年确认了已于前期收到的商

品房收入所致。同期，公司经营活动净现金流分别为 5.41 亿元、11.41 亿元、3.90 亿元和 8.33 亿元，受往来收支和政府补贴的影响，呈现波动态势。

随着轨道交通项目投资建设的持续推进及参股铁路的投资增加，该公司投资活动现金流呈持续大额净流出，2016-2018 年及 2019 年上半年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-123.30 亿元、-101.72 亿元、-96.79 亿元和 -92.38 亿元。此外，2016 年公司转让天津城投置地投资发展有限公司股权，获得处置子公司及其他营业单位收回现金净额 4.13 亿元；2018 年公司转让天津城铁港铁建设有限公司（简称“城港建设”）股权，获得处置子公司及其他营业单位收回现金净额 18.27 亿元。

该公司经营和投资活动资金缺口主要通过资本金注入、金融机构借款、发行债券等方式弥补，2016-2018 年及 2019 年上半年度公司筹资活动现金流量净额分别为 107.07 亿元、92.60 亿元、107.95 亿元和 97.75 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 113.48 亿元、66.93 亿元、55.71 亿元和 30.15 亿元，主要为政府拨付的项目资本金和专项财政拨款。

**图表 16. 公司现金流情况（单位：亿元）**



资料来源：天津轨交

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 9.68 亿元、11.28 亿元和 18.94 亿元，主要受列入财务费用的利息支出影响，呈现逐年增长态势。但公司刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务和利息支出保障程度弱。

**图表 17. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.18	0.22	0.39
EBITDA/刚性债务(倍)	0.01	0.01	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	2.18	3.96	1.22
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	0.51	1.04	0.33
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-47.56	-31.35	-29.11
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.06	-8.19	-7.84

资料来源：天津轨交

### (3) 资产质量分析

主要受益于股东增资及天津市财政对地铁项目资本金及铁路项目专项资金的持续拨付，该公司资本实力逐年增强。2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司所有者权益分别为 1196.32 亿元、1264.91 亿元、1302.86 亿元和 1335.25 亿元。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，且实收资本和资本公积中主要为货币出资，权益资本质量高且稳定性强，同期末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重分别为 92.65%、92.84%、97.54% 和 97.43%。此外，2016-2017 年末公司其他权益工具余额分别为 51.14 亿元和 51.14 亿元，主要是国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（简称“农发基金”）对子公司天津地铁的投入的专项建设资金<sup>16</sup>。

近年随着地铁项目建设的不断推进和铁路项目投资的增加，该公司资产总额稳步增长，2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司资产总额分别为 2496.06 亿元、2637.55 亿元、2756.73 亿元和 2882.89 亿元。公司资产以非流动资产为主，2018 年末非流动资产余额为 2312.80 亿元，占资产总额的比重为 83.90%。公司非流动资产主要集中于在建工程、可供出售金融资产、固定资产、投资性房地产和长期股权投资，2018 年末占非流动资产的比重分别为 82.17%、8.91%、4.76%、1.84% 和 1.31%。其中，在建工程余额为 1900.47 亿元，主要为尚未竣工决算的地铁项目及地铁交通枢纽工程、地铁线路配套开发地块和京沪高铁项目等，近年来随着地铁建设的推进，呈现逐年较大幅增长态势；可供出售金融资产余额为 205.97 亿元，主要为公司对京沪高速铁路股份有限公司、津保铁路有限责任公司、京秦铁路客运专线有限公司、津滨城际铁路有限责任公司及京津城际铁路有限公司等铁路项目公司的投资等，年末余额较 2017 年末增加 6.00 亿元，主要系对京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“京津冀铁路”）新增投资所致；固定资产余额为 110.18 亿元，主要为地铁一号线、房屋及建筑物等资产，公司对地铁一号线设备等非盈利性基础设施不计提折旧；投资性房地产余额为 43.14 亿元，主要为公司用于出租的市民文化广场、环球置地大厦、和谐大厦等物业资产；长期股权投资余额为 30.19 亿元，主要为公司对南环铁路等的投资，年末余额较 2017 年末增长 8.07%，主要系权益法下确认对南环铁路投资收益所致。此外，公司 2018 年末其他非流动资产较 2017 年末增加 16.02 亿元至 17.75 亿元，主要系新增对万欣城项目<sup>17</sup>的股权收购预付款。

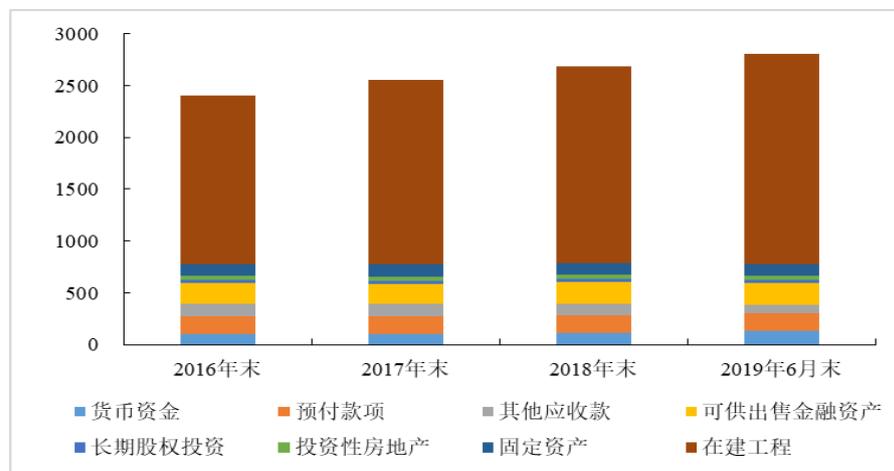
<sup>16</sup> 2015 年，国开基金和农发基金对该公司子公司天津地铁分别投资 30.00 亿元和 9.00 亿元，投资期内年化收益率均为 1.2%，国开基金和农发基金有权要求公司对上述投资进行回购。公司将强制付息且承担交付现金义务的一部分投资确认为金融负债，以市场上的平均贷款利率，同时考虑折现因素后确认的金融负债共计 4.02 亿元，上述金融负债计入“应付债券”科目；对于分割后剩余的资金共计 34.98 亿元计入“其他权益工具”科目。2016 年，国开基金向天津地铁增加投资 18.00 亿元，按照上述同样的方法分割，增加其他权益工具科目余额 16.16 亿元、增加应付债券科目余额 1.84 亿元。2018 年，根据天津市国资委相关要求，天津地铁启动国开基金和农发基金入股的工商、产权变更事宜，将投入的增资款转入资本公积核算。

<sup>17</sup> 万欣城项目位于天津市河东区中环线旁，津滨大道北侧，项目占地面积 15.80 万平方米，总建筑面积 68.40 万平方米，其中地上建筑面积 45.67 万平方米，地下建筑面积 22.72 万平方米。地上建筑面积中住宅建筑面积 25.83 万平方米、商业建筑面积 18.37 万平方米、其他建筑面积

2018 年末，该公司流动资产为 443.93 亿元，主要由预付款项、货币资金、其他应收款、应收账款和存货构成，占流动资产的比重分别为 37.22%、26.34%、25.30%、5.54% 和 4.88%。其中，预付款项余额为 165.24 亿元，主要为预付的项目款项等，其中预付津源投资工程款 150.00 亿元；货币资金余额为 116.95 亿元，其中受限货币资金金额为 1.45 亿元；其他应收款余额为 112.31 亿元，主要为应收补贴款、征地拆迁款、拆迁工程款及往来款等，2018 年末应收天津市财政局、天津市土地整理中心、天津经开区财政局、南环铁路、天津城投的款项分别为 26.10 亿元、28.18 亿元、22.10 亿元、18.70 亿元和 8.83 亿元；应收账款余额为 24.61 亿元，主要为应收工程款等，年末余额较 2017 年末下降 16.09%，主要系收到部分天津建委铁路基础设施建设业务款项和天津城市一卡通有限公司地铁运营票款所致，当年末应收天津建委铁路基础设施建设业务款项 15.28 亿元；存货余额为 21.68 亿元，主要为开发的地铁中央广场项目<sup>18</sup>等开发成本及工程施工原材料等，年末余额较 2017 年末下降 51.44%，主要系出让持有城港建设全部股权，城港建设负责投建的北运河项目<sup>19</sup>开发成本转出所致。

2019 年 6 月末，该公司其他应收款较 2018 年末下降 29.56% 至 79.11 亿元，主要系应收土地整理中心拆迁工程款减少 27.80 亿元所致，除此之外，公司资产构成较 2018 年末无显著变动。

图表 18. 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：天津轨交

#### (4) 流动性/短期因素

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司流动比率分别为 170.41%、

1.48 万平方米。目前资源公司正在开展股权收购工作，以股权意向金的形式出资，未来将形成长期股权投资。

<sup>18</sup> 即南马路五金城项目。

<sup>19</sup> 北运河项目由该公司原三级子公司城港建设负责开发，城港建设注册资本 22.73 亿元，原由天津地铁和天津兴泰吉鸿置业有限公司（简称“吉鸿置业”）分别持股 51% 和 49%，2018 年，吉鸿置业以 18.31 亿元收购天津地铁持有的城港建设 51% 股权，股权收购后城港建设成为吉鸿置业全资子公司，自此公司也不再负责北运河项目的建设及运营。

155.84%、130.63%和 207.43%，速动比率分别为 91.08%、84.82%、75.62%和 113.49%，资产流动性较弱。此外，近年随着长期借款的逐步到期及短期借款等的增加，公司短期刚性债务规模偏大，面临较大的集中偿债压力，但 2019 年以来短期刚性债务规模有所减小，短期偿债压力有所缓解。同期末，公司现金比率分别为 36.10%、34.32%、34.46%和 64.11%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 57.35%、52.80%、47.70%和 113.03%。

**图表 19. 公司资产流动性指标（单位：%）**

指标名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率	170.41	155.84	130.63	207.43
现金比率	36.10	34.32	34.46	64.11
短期刚性债务现金覆盖率	57.35	52.80	47.70	113.03

资料来源：天津轨交

该公司银行借款主要为担保借款和信用借款，受限资产规模较小。截至 2019 年 9 月末，公司受限资产合计为 3.72 亿元，其中受限货币资金为 1.45 亿元，主要为天津地铁与其下属子公司共同管理的账户资金等；存货受限规模为 2.27 亿元，系用于借款抵押。

### 3. 公司盈利能力

受地铁运营成本较高的影响，该公司近年来营业毛利均呈现亏损状态，2016-2018 年公司营业毛利分别为-4.82 亿元、-4.04 亿元和-8.35 亿元。同期，地铁运营业务毛利分别为-7.74 亿元、-7.92 亿元和-10.63 亿元，2018 年亏损规模较大，主要系受新的地铁线路逐步开通运营，同时已开通线路的维护成本增加等因素影响所致；公司工程施工业务毛利分别为 1.06 亿元、0.28 亿元和 0.38 亿元，呈现波动态势，主要系 2017 年受全运会、天津地区环境治理的影响所有工程施工项目全面停工所致。2016-2018 年，公司综合毛利率分别为 -21.45%、-19.12%和-38.01%。

该公司期间费用主要为财务费用和管理费用，近年受财务费用逐年较大幅增加影响，公司期间费用持续增加，对利润的侵蚀程度较为严重。2016-2018 年，公司期间费用分别为 7.52 亿元、9.44 亿元和 16.99 亿元。其中，财务费用分别为 2.59 亿元、4.77 亿元和 11.95 亿元，2018 年财务费用同比增长 150.23%，主要系受公司处置城港建设股权影响，公司将以前年度与城港建设有关的财务费用全部结清所致；管理费用分别为 4.67 亿元、4.27 亿元和 4.78 亿元。同期，期间费用率分别为 33.45%、44.75%和 85.76%。

2016-2018 年，该公司分别实现净利润 4.41 亿元、4.20 亿元和 4.89 亿元。公司主业经营呈现持续亏损状态，公司盈利主要来源于投资收益、财政补贴、公允价值变动损益等非经常性损益。同期，公司投资收益分别为 0.43 亿元、2.00 亿元和 11.18 亿元，主要来源于京沪高铁和南环铁路分红，此外 2018 年投资收益规模较高，主要系当年处置了城港建设股权所致；同期，公司分别收到财政补贴 16.79 亿元、17.33 亿元和 19.45 亿元；公允价值变动损益分别

为 0.88 亿元、0.51 亿元和 0.28 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值提升。2016-2018 年，公司总资产报酬率分别为 0.32%、0.37% 和 0.64%，净资产收益率分别为 0.39%、0.34% 和 0.38%，资产获利能力弱。

2019 年上半年度，该公司营业收入和营业毛利分别为 8.11 亿元和 -4.92 亿元，综合毛利率为 -60.69%，毛利率较大幅下降系地铁运营收入占比提升所致。同期，期间费用和期间费用率分别为 3.22 亿元和 39.64%，受益于获得财政补贴 10.90 亿元，公司实现净利润为 2.24 亿元。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是天津市轨道交通投资、建设及运营的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出。公司负债经营程度维持在适中水平，且公司地铁运营、物业租赁等业务资金回笼能力较强，货币资金储备充裕，能够为债务偿付提供一定支撑。

### 2. 外部支持因素

该公司是天津市轨道交通投资、建设及运营的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出，能够持续获得天津市政府在地铁项目资本金注入、铁路项目专项资金拨付等方面较大力度的支持，2017-2018 年公司分别获得股东增资 2.65 亿元和 1.63 亿元，2016-2018 年公司分别获得各项资金拨入 95.56 亿元、66.99 亿元和 40.71 亿元（计入“资本公积”），同期公司分别获得财政补贴 16.79 亿元、17.33 亿元和 19.45 亿元。此外，公司与多家银行建立了良好的长期合作关系，截至 2019 年 9 月末公司合并口径已获得商业银行授信总额为 684.25 亿元<sup>20</sup>，其中尚未使用授信额度为 569.11 亿元。

## 本期债券偿付保障分析

天津市为我国四大直辖市之一，是北方最大的沿海开放城市，工业基础较为雄厚，全市经济实力强。在“一带一路”、京津冀协同发展等重大国家战略推动下，天津市经济发展及结构转型面临良好的政策环境。该公司是天津市轨道交通投资、建设及运营的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出，能够持续获得天津市政府在地铁项目资本金注入、铁路项目专项资金拨付等方面较大力度的支持。近年来，公司资本实力不断增强，负债经营程度尚可，且公司地铁运营、物业租赁等业务资金回笼能力较强，货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体偿债保障程度高。

<sup>20</sup> 不包含已完全使用的授信金额。

## 评级结论

该公司为地方国有企业，实际控制人为天津市国资委。公司根据自身业务发展需要设置了内部组织架构，并制定了较为完善的内部管理制度，可保障各项经营活动的顺利开展。

该公司是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体，同时是天津市铁路项目的投资主体，业务地位突出，能够持续获得天津市政府在地铁项目资本金注入、铁路项目专项资金拨付等方面较大力度的支持。目前公司营业收入主要来源于地铁运营、工程施工和资源开发业务，近年受工程施工业务和资源开发业务收入波动影响，公司营业收入逐年小幅下滑。公司轨道交通建设资本金到位情况良好，但后续资金投入需求仍很大，将面临较大的投融资压力。

近年来主要随着轨道交通项目投资建设的不断推进，该公司负债规模逐年增长，面临较大的债务偿付压力，但受益于天津市财政对地铁项目资本金及铁路项目专项资金的持续拨付，公司资本实力不断增强，负债经营程度尚可。公司地铁运营、物业租赁等业务资金回笼能力较强，货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体偿债保障程度高。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。



附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
天津轨道交通集团有限公司	天津轨交	--	组织和管理城市轨道交通、铁路项目投资融资、建设、运营、维修养管、资源开发等	272.36	1225.14	1.04	3.21	-44.95	公司本部
天津市地下铁道集团有限公司	天津地铁	100.00	组织和管理城市轨道交通项目投资开发、建设、设计、监理、运营等	805.00	948.91	11.70	8.21	4.59	--
天津铁路建设投资控股(集团)有限公司	天津铁投	100.00	铁路项目股权投资;铁路货运专线投资等	76.49	181.81	0.02	0.43	6.24	--
天津滨海快速交通发展有限公司	滨海快速	100.00	城市轨道交通工程的建设管理等	72.99	123.26	4.64	-6.24	37.91	--
天津轨道交通集团工程建设有限公司	轨交工程公司	100.00	路工程施工总承包;市政工程施工总承包;房屋建筑施工承包;土石方工程专业承包等	0.91	2.50	5.36	0.02	-0.70	--
天津轨道交通集团融资租赁有限公司	轨交融资租赁公司	100.00	融资租赁业务;租赁业务等	12.80	11.12	3.20	0.53	-36.99	--

注：根据天津轨交提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
资产总额[亿元]	2,496.06	2,637.55	2,756.73	2,882.89
货币资金[亿元]	100.31	102.36	116.95	130.61
刚性债务[亿元]	1,068.80	1,135.93	1,233.06	1,300.24
所有者权益[亿元]	1,196.32	1,264.91	1,302.86	1,335.25
营业收入[亿元]	22.49	21.10	19.81	8.11
净利润[亿元]	4.41	4.20	4.89	2.24
EBITDA[亿元]	9.68	11.28	18.94	—
经营性现金净流量[亿元]	5.41	11.41	3.90	8.33
投资性现金净流量[亿元]	-123.30	-101.72	-96.79	-92.38
资产负债率[%]	52.07	52.04	52.74	53.68
长短期债务比[%]	367.75	360.18	327.80	659.69
权益资本与刚性债务比率[%]	111.93	111.35	105.66	102.69
流动比率[%]	170.41	155.84	130.63	207.43
速动比率[%]	91.08	84.82	75.62	113.49
现金比率[%]	36.10	34.32	34.46	64.11
短期刚性债务现金覆盖率[%]	57.35	52.80	47.70	113.03
利息保障倍数[倍]	0.14	0.18	0.35	—
有形净值债务率[%]	109.13	108.93	111.94	116.24
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	-21.45	-19.12	-38.01	-60.69
营业利润率[%]	-53.37	-21.31	-27.73	-55.96
总资产报酬率[%]	0.32	0.37	0.64	—
净资产收益率[%]	0.39	0.34	0.38	—
净资产收益率*1[%]	0.40	0.36	0.38	—
营业收入现金率[%]	62.54	63.43	99.45	143.68
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	2.18	3.96	1.22	—
经营性现金净流量与刚性债务比率[%]	0.51	1.04	0.33	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-47.56	-31.35	-29.11	—
非筹资性现金净流量与刚性债务比率[%]	-11.06	-8.19	-7.84	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.18	0.22	0.39	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.02	—

注：根据天津轨交经审计的2016-2018年度及未经审计的2019年上半年度财务数据整理计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。