

天津轨道交通集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2021]100477】

评级对象： 天津轨道交通集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次评级	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
19 天轨 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 21 日
20 天轨 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 2 月 14 日
20 天轨 02	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 2 月 14 日
20 天轨 03	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	—	AAA/稳定/AAA/2020 年 7 月 9 日
20 天轨 04	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	—	AAA/稳定/AAA/2020 年 8 月 24 日

主要财务数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	0.57	21.84	4.26	23.49
刚性债务	272.36	329.24	478.22	506.12
所有者权益	1225.14	1324.90	1435.60	1435.43
经营性现金净流入量	-44.95	-3.07	-89.66	-3.47
发行人合并数据及指标：				
总资产	2756.73	3110.62	3341.24	3451.61
总负债	1453.88	1704.30	1816.52	1929.37
刚性债务	1233.06	1442.45	1587.85	1685.92
所有者权益	1302.86	1406.32	1524.72	1522.25
营业收入	19.81	20.17	18.58	2.99
净利润	4.89	5.11	5.17	-2.49
经营性现金净流入量	3.90	44.62	-0.30	-10.51
EBITDA	18.94	20.16	20.47	—
资产负债率[%]	52.74	54.79	54.37	55.90
长短期债务比[%]	327.80	318.86	257.93	281.08
营业利润率[%]	-27.73	-35.34	-51.99	-149.86
短期刚性债务现金覆盖率[%]	47.70	38.12	12.46	19.75
营业收入现金率[%]	99.45	98.98	69.38	153.86
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-7.84	-11.87	-15.11	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.39	0.32	0.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01	—

注：根据天津轨交经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理计算

分析师

薛雨婷 xy@shxsj.com
 肖楠 xiaonan@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“本评级机构”）对天津轨道交通集团有限公司（简称“天津轨交”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 19 天轨 01、20 天轨 01、20 天轨 02、20 天轨 03 及 20 天轨 04 的跟踪评级反映了 2020 年以来天津轨交在经营环境、业务地位及资本实力等方面保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、资本性支出及盈利等方面继续面临压力或风险。

主要优势：

- **经营发展环境较好。**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，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较好的政策环境。
- **业务地位保持。**跟踪期内，天津轨交仍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，业务地位保持，能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。
- **资本实力增强。**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，跟踪期内，天津轨交资本实力进一步增强。

主要风险：

- **债务偿付压力加大。**随着轨道交通等项目投资建设的持续推进，天津轨交刚性债务持续较快扩张，已累积的债务负担重，且随着长期债务的逐步到期，公司近年集中到期债务规模大，

面临的集中偿债压力大。

- **资本性支出压力仍较大。**天津轨交在建及拟建地铁项目后续资金投入需求大，公司仍将持续面临较大的资本性支出压力。
- **利润水平对政府补贴依赖度加大。**跟踪期内，受疫情影响，天津轨交地铁运营等主营业务亏损程度进一步加重，利润水平对政府补贴的依赖度进一步加大。

➤ 未来展望

通过对天津轨交及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



天津轨道交通集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券、2020 年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券（品种一）、2020 年第一期天津轨道交通集团有限公司公司债券（品种二）、2020 年第二期天津轨道交通集团有限公司公司债券和 2020 年第三期天津轨道交通集团有限公司公司债券（分别简称“19 天轨 01”、“20 天轨 01”、“20 天轨 02”、“20 天轨 03”和“20 天轨 04”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据天津轨交提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对天津轨交的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司分别于 2019 年 12 月、2020 年 3 月、2020 年 3 月、2020 年 8 月及 2020 年 9 月发行了 19 天轨 01、20 天轨 01、20 天轨 02、20 天轨 03 和 20 天轨 04，发行规模分别为 10.00 亿元、15.00 亿元、5.00 亿元、10.00 亿元和 15.00 亿元，发行期限分别为 5 年、5 年、10 年、5 年和 3 年。截至 2021 年 3 月末，19 天轨 01、20 天轨 01、20 天轨 02 和 20 天轨 03 募集资金已使用完毕，20 天轨 04 募集资金已使用 14.64 亿元。除上述债券外，公司还存续多期短期融资券、中期票据等债券，截至 2021 年 6 月 10 日，公司境内存续债券待偿本金余额合计为 314.90 亿元，公司发行债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司存续境内债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	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
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 MTN003	10.00	2019-10-16	5 年	4.28	10.00
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
20 天轨 01	15.00	2020-03-30	5 年	3.79	15.00
20 天轨 02	5.00	2020-03-30	10 年	4.20	5.00
20 天津轨交 MTN001	15.00	2020-04-09	5 年	3.55	15.00
20 天轨 03	10.00	2020-08-04	5 年	4.31	10.00
20 天津轨交 CP003	5.00	2020-08-11	1 年	3.08	5.00
20 天津轨交 MTN002	15.00	2020-08-13	3 年	3.82	15.00
20 天轨 04	15.00	2020-09-14	3 年	4.08	15.00

债券简称	发行金额	发行日期	期限	发行利率	待偿余额
20 天津轨交 CP004	15.00	2020-09-17	1 年	3.43	15.00
21 天津轨交 MTN001	6.00	2021-03-17	3 年	5.20	6.00
21 天津轨交 CP001	10.00	2021-03-30	90 天	4.50	10.00
21 天津轨交 CP002	7.00	2021-04-21	90 天	4.50	7.00
21 天津轨交 CP003	5.00	2021-06-04	90 天	4.47	5.00
PR 津铁投	24.00	2015-04-10	10 年	5.58	14.40
PR 津地铁	25.00	2015-10-15	10 年	4.27	17.50
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 MTN003	8.00	2019-07-25	5 年	4.36	8.00
20 津地铁 CP001	10.00	2020-08-04	1 年	3.17	10.00
合计	332.00	--	--	--	314.90

资料来源：Wind（截至 2021 年 6 月 10 日）

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的

背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

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，全国各地区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。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，该领域的建设及融资模式也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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，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 年至 2018 年上半年，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。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“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），进一步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。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020 年 12 月，中央经济工作会议指出 2021 年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021 年 3 月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021 年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

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、运量及中长距离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，2020 年我国大陆地区新增城市轨道交通运营线路长度 1233.5 公里，截至 2020 年末，我国大陆地区共 45 个城市开通轨道交通运营，运营里程达 7969.7 公里，其中地铁 6280.8 公里，占比为 78.80%。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。2020 年，我国大陆地区完成轨道交通投资 6286 亿元，同比增长 5.5%；在建线路长度 6797.5 公里，可研批复投资额累计 4.53 万亿元；截至 2020 年末，全国共有 65 个城市城轨线网规划获批。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。

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中发挥着重要作用，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。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”甬温线特重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，2018-2020 年我国分别完成铁路固定资产投资 8028 亿元、8029 亿元和 7819 亿元。

铁路作为国民经济的交通大动脉，在国民经济和社会发展中具有重要作用。近年来，我国铁路建设保持较大的投资规模，路网密度不断增加，路网布局不断完善。2020 年，全国投产新线 4933 公里，其中高速铁路 2521 公里。截至 2020 年末，我国铁路营业里程为 14.63 万公里，较上年末增加 0.73 万公里，其中高铁 3.8 万公里；全国铁路路网密度 152.3 公里/万平方公里，较上年末增加 6.8 公里/万平方公里，复线率 59.5%，较上年末提高 0.5 个百分点，电化率 72.8%，较上年末提高 0.9 个百分点。随着城镇化进程的不断推进，我国铁路投资建设仍具有较大需求。

根据 2021 年 2 月国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》计划，到 2035 年，国家综合立体交通网络中铁路规划里程近 20 万公里，其中高速铁路 7 万公里（含部分城际铁路），普通铁路 13 万公里（含部分市域铁路），形成有“八纵八横”高速铁路主通道为骨架、区域性高速铁路衔接的高速铁路网；由若干条纵横普速铁路主通道为骨架、区域性普速铁路衔接的普速铁路网；京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等重点城市群率先建成城际铁路网，其他城市群城际铁路逐步成网。

（3）区域经济环境

作为四大直辖市之一，天津市是北方最大的沿海开放城市，工业基础较为雄厚。跟踪期内，受新冠肺炎疫情等因素影响，天津市经济增速进一步放缓。但在“一带一路”、京津冀协同发展等重大国家战略推动下，天津市经济发展仍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，全市下辖 16 个区，截至 2020 年 11 月 1 日零时，常住人口为 1386.60 万人，城镇化率为 84.7%。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。

2020 年，天津市实现地区生产总值 14083.73 亿元，同比增长 1.5%，增速较上年下降 3.3 个百分点，经济增速持续处于较低水平。同期，全市第一、第二和第三产业增加值分别为 210.18 亿元、4804.08 亿元和 9069.47 亿元，同比分别增长-0.6%、1.6%和 1.4%；三次产业结构由 2019 年的 1.3:35.2:63.5 调整为 1.5:34.1:64.4，第三产业占比逐年提高。2021 年第一季度，全市实现地区生产总值 3404.04 亿元，同比增长 15.9%。

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。2020 年，全市规上工业增加值同比增长 1.6%，增速较上年下降 2.0 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.8%，制造业同比增长 1.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长-1.0%。此外，天津市规模以上工业中战略性新兴产业、高技术产业（制造业）增加值同比分别增长 4.4%和 4.6%，分别高于全市规模以上工业 2.8 个和 3.0 个百分点。2021 年第一季度，全市规上工业增加值同比增长 30.3%。

2020 年，天津市固定资产投资增速（不含农户，下同）为 3.0%，较上年下降 10.90 个百分点。其中，制造业、房地产开发投资和基础设施投资同比分别增长 0.6%、-4.4%和 20.0%。2021 年第一季度，全市固定资产投资同比增长 24.1%，其中第一、第二和第三产业投资较上年同期分别增长 89.0%、33.5%和 21.1%。

房地产及土地市场方面，跟踪期内，受新冠肺炎疫情及房地产行业“三道红线”政策影响，天津市房地产开发和销售情况均有所下滑。2020 年，天津市商品房销售面积同比增速为-11.6%。全市土地成交面积同比下降 24.10%至 1782.39 万平方米，成交总价同比下降 25.09%至 1017.06 亿元。2021 年第一季度，天津市房地产开发投资同比增长 29.0%，商品房销售面积同比增长 95.1%；全市土地成交面积和成交总价分别为 332.47 万平方米和 159.89 亿元。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍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，业务地位保持，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。2020 年由于工程施工业务经营

主体划出以及疫情影响下地铁客运量下降，公司营业收入有所下滑，目前收入主要来源于地铁运营及资源开发业务。公司轨道交通等项目建设后续资金投入需求仍很大，将持续面临较大的投融资压力。

跟踪期内，该公司仍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，业务地位保持。2020 年受原子公司中交（天津）轨道交通工程建设有限公司（简称“中交（天津）轨道”）因混改划出公司合并范围影响，公司工程施工业务收入大幅缩减，营业收入转以地铁运营和资源开发业务为主。2020 年，公司主营业务收入同比下降 23.25%至 14.62 亿元。其中，受新冠肺炎疫情疫情影响，地铁运营业务收入同比下降 31.95%至 5.90 亿元，业务毛利率较上年下降 162.80 个百分点至 -319.32%；资源开发业务收入同比大幅增长 98.86%至 8.69 亿元，主要来源于房地产开发收入，但由于房地产开发业务毛利率相较于土地整理业务较低，当期资源开发业务毛利率较上年下降 46.03 个百分点至 34.06%；此外，工程施工业务收入缩减至 0.03 亿元，由于当期仅确认以前年度工程尾款收入及成本，毛利率较上年提升 28.34 个百分点至 33.33%。2021 年第一季度，公司实现主营业务收入 1.72 亿元，主要来源于地铁运营收入 1.12 亿元，由于地铁运营的公益性质，主营业务毛利率仍呈大幅亏损，为-269.19%。

（1）轨道交通建设及运营

跟踪期内，该公司仍是天津市轨道交通投资建设及运营管理的重要主体，截至 2021 年 3 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 230.97 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。2020 年，为盘活资金，公司将地铁 2、3 号线项目公司神铁二号线（天津）轨道交通运营有限公司（简称“神铁二号线公司”）和天津三号线轨道交通运营有限公司（简称“天津三号线公司”）51%股权转让，2021 年第一季度，又将天津一号线轨道交通运营有限公司（简称“天津一号线公司”）51%股权转让，后续公司将不再确认三条地铁线路的运营收入及成本，相关收益将在投资收益中体现。

2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，该公司地铁客运量及运营收入均大幅下降，当年公司地铁客运量为 3.39 亿人次，同比下降 35.55%，实现地铁运营收入 5.90 亿元，同比下降 31.95%。公司地铁运营业务亏损规模持续扩大，同期，地铁运营业务毛利为-18.84 亿元，亏损较上年扩大 5.27 亿元，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，同期公司收到财政补贴 12.03 亿元。2021 年第一季度，地铁客运量及运营收入均大幅下降，分别为 0.72 亿人次和 1.12 亿元，收到财政补贴 1.87 亿元。此外，受地铁 1 号线、2 号线和 3 号线项目公司控股权转让影响，公司后续地铁运营收入规模预计将有所减少。

图表 2. 截至 2021 年 3 月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				运营收入			
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
地铁 1 号线(含部分东延伸线)	40.68	1.04	1.28	0.83	0.25	1.78	2.29	1.44	0.38
地铁 2 号线(含滨海国际机场延伸线)	27.10	0.84	0.93	0.58	0.04	1.36	1.53	0.86	0.06
地铁 3 号线(含南站延伸线)	33.60	1.13	1.16	0.70	0.05	1.90	2.03	1.13	0.08
津滨轻轨地铁 9 号线	52.25	0.48	0.55	0.36	0.10	1.60	1.51	1.05	0.23
地铁 6 号线(南孙庄站-梅林路站)	42.50	0.48	0.68	0.45	0.13	0.58	1.10	0.72	0.19
地铁 5 号线 ¹	34.83	0.10	0.65	0.47	0.14	--	0.20	0.63	0.17
合计 ²	230.97	4.07	5.26	3.39	0.72	7.52	8.67	5.90	1.12

资料来源：天津轨交

目前该公司主要在建地铁项目为地铁 4 号线南段、地铁 10 号线一期、地铁 7 号线一期等 7 条线路，建设里程合计 144.67 公里。截至 2021 年 3 月末，公司在建地铁项目预计总投资为 1582.23 亿元，其中资本金为 651.81 亿元，累计已投资 514.11 亿元，已到位资本金 164.79 亿元。此外，公司拟建地铁项目包括地铁 11 号线一期调整补充工程和地铁 8 号线一期工程，预计总投资合计为 105.92 亿元。

图表 3. 截至 2021 年 3 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	预计总投资	资本金	已到位资本金	累计已投资	投资计划	
						2021 年	2022 年
地铁 4 号线南段	19.40	189.11	94.56	35.60	108.31	28.55	28.43
地铁 10 号线一期	21.22	220.69	88.28	28.20	107.29	35.76	35.82
地铁 7 号线一期	26.50	268.96	107.58	47.44	72.34	49.20	72.39
地铁 11 号线一期	22.60	256.02	102.41	40.17	89.27	44.13	68.37
地铁 6 号线（梅林路站-咸水沽西站）	14.35	150.75	60.30	2.20	58.35	34.81	28.82
地铁 4 号线北段（小街站-河北大街站）	22.00	232.52	93.01	7.93	27.76	31.41	50.73
地铁 8 号线一期	18.60	264.18	105.67	3.25	50.79	35.23	56.68
合计	144.67	1582.23	651.81	164.79	514.11	259.09	341.24

资料来源：天津轨交

（2）铁路投资

跟踪期内，该公司作为天津市铁路投资主体，仍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。目前，公司本部参股的铁路项目主要有南环铁路和蓟港铁路，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、京津城际等。截至 2021 年 3 月末，公司主要参股铁路累计已出资 367.63 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 4. 截至 2021 年 3 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	2020 年投资收益
天津轨交	南环铁路	长期股权投资	32.21	48.00%	0.13

¹ 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。

² 2018-2020 年运营收入包含其余零星支线运营收入 0.30 亿元、78.59 万元和 0.07 亿元。

投资主体	项目名称	计入科目	累计出资额	参股比例	2020 年投资收益
	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 ³	42.34	3.92%	1.02
		可供出售金融资产	64.88		
	津滨城际	可供出售金融资产	31.15	50.00%	--
	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 ⁴	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	82.50	22.00%	--
	京津城际	可供出售金融资产	22.03	24.07%	--
合计		--	367.63	--	1.15

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。实际操作中，铁路建设费按公司每年投资需求进行相应拨付，近年公司铁路投资资金基本来源于建设专项资金，公司无新增融资需求。2020 年公司获得铁路建设费 5.53 亿元，同比下降 53.25%，2021 年第一季度暂未获得。此外，2020 年公司获得地方政府债券资金 51.50 亿元。

铁路项目完工运营后，该公司可按参股比例获得相应投资收益，2020 年公司获得投资收益 1.15 亿元，主要来源于京沪高铁和南环铁路。

（3）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、劳务和土地整理等业务，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、天津轨道交通城市发展有限公司（简称“城发公司”）等子公司负责运营。2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现资源开发业务收入 8.69 亿元和 0.60 亿元，毛利率分别为 34.06%和 80.00%。

该公司南马路五金城项目和康营里房地产项目已完工，截至 2021 年 3 月末已投资合计为 25.60 亿元，建筑面积合计为 11.67 万平方米。其中，南马路五金城项目可销售面积 9.71 万平方米，已实现销售面积 5.42 万平方米，实现资金回笼 10.64 亿元；康营里房地产项目可销售面积 1.60 万平方米，暂未实现销售。公司在建房地产项目为光合墅项目，位于静海区团泊湖新城东区光合谷园区内，建筑面积为 29.93 万平方米，概算总投资 32.84 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 10.29 亿元。此外，公司拟建金诺南楼项目，建筑面积 1.92 万平方米，预计总投资 4.05 亿元。2020 年公司实现房地产开发业务

³ 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。

⁴ 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。

收入 4.97 亿元，较上年大幅增加 4.71 亿元，主要来源于南马路五金城——铭隆大厦项目结转收入；2021 年第一季度，公司实现房地产开发收入 0.01 亿元。

图表 5. 截至 2021 年 3 月末公司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	已确认收入
已完工项目								
南马路五金城项目	住宅、商业等	10.07	27.16	22.46	9.71	5.42	10.64	13.80
康营里房地产项目	酒店、写字楼等	1.60	3.14	3.14	1.60	--	--	--
小计	--	11.67	30.30	25.60	11.31	5.42	10.64	13.80
在建项目								
光合墅项目	住宅、商业等	29.93	32.84	10.29	--	--	--	--
小计	--	29.93	32.84	10.29	--	--	--	--
拟建项目								
金诺南楼项目	居住型公寓、配套商业、办公	1.92	4.05	0.78	--	--	--	--
小计	--	1.92	4.05	0.78	--	--	--	--

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，其中写字楼物业有环球置地广场、和谐大厦、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 2020 年末公司可租赁物业面积合计约为 30.19 万平方米，出租率约为 93.81%。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司按政府要求给予租金减免，从而物业租赁业务收入同比下降 15.53%至 0.87 亿元，2021 年第一季度实现收入 0.45 亿元。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，2020 年实现劳务业务收入 1.34 亿元，同比降低 24.72%，2021 年第一季度实现收入 0.13 亿元。

土地整理业务方面，该公司仍主要开展团泊湖示范镇土地整理项目（简称“团泊湖土地整理项目”）、天津北部新区大张庄镇示范镇土地整理项目（简称“大张庄镇土地整理项目”）和团泊现代农业园土地整理项目等，由子公司天津北城建设发展有限公司（简称“北城建设”）、天津北海投资有限公司（简称“北海投资”）和天津市团泊湖投资发展有限公司（简称“团泊湖投资公司”）负责。以上项目需整理土地面积约 1.60 万亩，预计总投资 315 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 167 亿元，已完成土地整理面积约 0.52 万亩，项目主要通过所开发整理土地出让金返还实现资金平衡，截至 2021 年 3 月末已实现出让 0.26 万亩，已回笼资金 30 亿元。2020 年，公司实现土地整理及管理费收入 1.50 亿元，2021 年第一季度未实现相关收入。

（4）工程施工

2020 年，该公司原子公司中交（天津）轨道因混改而划出公司合并范围成为公司参股公司，公司不再从事工程施工业务，2020 年仅确认以前年度工程尾款收入及成本。2020 年，公司确认工程施工业务收入 0.03 亿元，业务毛利率 33.33%，2021 年第一季度未实现相关收入。

管理

跟踪期内，该公司总经理及外部董事发生变动，并对部门设置进行了调整，除此之外，股权结构等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司新任命总经理及两位外部董事，并设立地铁保护办公室，将规划前期部和总工程师办公室合并为规划技术部（总工程师办公室）。除此之外，股权结构等方面未发生重大变化，仍由天津城市基础设施建设投资集团有限公司（简称“天津城投”）和天津泰达投资控股有限公司（简称“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。

根据该公司本部 2021 年 5 月 25 日、天津地铁 2021 年 5 月 28 日和滨海快速 2021 年 5 月 31 日的《企业信用报告》，无未结清欠息、关注类借款等征信异常记录。根据 2021 年 6 月 6 日国家企业信用信息公示系统查询，公司本部自 2019 年 11 月至查询日共有 15 笔，合计金额为 54.41 亿元的股权被质押，出质人为泰达控股；天津地铁于 2020 年 9 月 30 日因登记的住所或者经营场所无法联系被列入经营异常名录，并在办理住所或者经营场所变更登记后于 2021 年 1 月 8 日移出。根据国家税务总局、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，未发现公司本部存在其他重大异常情况。

财务

跟踪期内，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，该公司资本实力有所增强，负债经营程度维持在合理水平，但随着轨道交通项目投资建设的推进，公司负债规模持续扩张，已累积的债务负担重，且近年集中到期债务规模大，公司面临的集中偿债压力加大。公司主业经营受限于地铁运营的公益属性而呈持续亏损，利润水平对政府补助依赖度仍高。

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 2020 年财务报表进行了审计，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。

2020 年，中交（天津）轨道因混改划出该公司合并范围，资源公司由天津地铁无偿划转至公司本部，成为公司一级子公司，此外公司通过协议转让获得天津市金诺房地产开发有限公司和天津信义房地产投资有限公司 70%和 100%股权。2021 年第一季度，公司合并范围内一级子公司未发生变动。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 12 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，随着轨道交通项目建设的不断推进，该公司负债规模较快扩张，已累积的债务负担重，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，公司资本实力有所增强，资产负债率维持在合理水平。2020 年末，公司负债总额为 1816.52 亿元，同比增长 6.58%，资产负债率较上年末下降 0.42 个百分点至 54.37%。2021 年 3 月末，公司负债总额和资产负债率分别为 1929.37 亿元和 55.90%。

该公司负债仍以非流动负债为主，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，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 257.93% 和 281.08%。从负债构成来看，公司负债主要集中于银行借款、应付债券等刚性债务、专项应付款、应付账款和其他应付款⁵，2020 年末占负债总额的比重分别为 87.41%、6.94%、2.60%和 1.97%。其中，公司 2020 年末专项应付款余额为 126.05 亿元，主要为财政拨付资金，包括地方政府置换债资金 86.25 亿元、基建拨款及利息 35.04 亿元等，较上年末下降 5.96%，主要系基建拨款结算减少 8.20 亿元所致；应付账款余额为 47.20 亿元，主要为应付轨道交通项目等工程款项，较上年末增长 9.79%，系应付工程款项增加所致；其他应付款余额为 35.81 亿元，较上年末下降 15.35%，主要系往来款项减少 4.82 亿元所致，当年末其他应付款主要包括应付天津市天房天都房地产开发有限公司（简称“天房天都”）、天津市财政局、天津潮白湖投资发展有限公司（简称“天津潮白湖”）和静海区财政局往来款 10.04 亿元、6.50 亿元、4.48 亿元和 3.80 亿元。此外，公司 2020 年末预收款项较上年末下降 82.01%至 6.99 亿元，系中交（天津）轨道划出公司合并范围及预收天津市津源投资发展有限公司工程款项结算减少所致。2021 年 3 月末，公司刚性债务较 2020 年末增长 6.18%至 1685.92 亿元；应付账款较 2020 年末增长 16.66%至 55.07 亿元，主要系应付工程款项增加所致；预收款项较 2020 年末增长 84.14%至 12.87 亿元，系预收天津一号线公司股权转让款所致；除上述外，公司其他负债构成较 2020 年末无显著变动。

跟踪期内，该公司刚性债务持续扩张，已累积的债务负担重，且随着长期债务的逐步到期，公司集中到期债务规模大，面临的集中偿债压力加大。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 1587.85 亿元和 1685.92 亿元，其中，短期刚性债务余额分别为 414.83 亿元和 398.57 亿元。从融资渠道来看，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 2020 年末，公司刚性债务中金融机构借款余额为 1159.56 亿元，占刚性债务的比重为 73.03%，其中银行借款和融资租赁款余额分别为 903.31 亿元和 256.26 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，占比分别为 58.45%和 41.55%。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，2020 年末公司本部刚性债务余额为 478.22 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 30.12%。2021 年 3 月末，公司刚性债务中银行借款、应付债券和融资租赁款余额分别为 912.08 亿元、413.73 亿元和 350.72 亿元。

⁵ 不含应付利息和应付股利，下同。

截至 2021 年 3 月末，该公司存在对关联方天津城投和津滨城际铁路有限责任公司的对外担保，担保余额分别为 4.08 亿元和 5.00 亿元，担保比率为 0.56%，公司对外担保规模较小，或有负债风险相对可控。

（2）现金流分析

跟踪期内，该公司地铁运营、物业租赁等业务收现情况仍较好，但受收到房屋销售款项滞后影响，2020 年公司营业收入现金率较上年下降 29.60 个百分点至 69.38%，2021 年第一季度公司营业收入现金率提升至 153.86%。2020 年及 2021 年第一季度，公司经营净现金流分别为-0.30 亿元和-10.51 亿元，2021 年第一季度受业务经营成本支出增加影响，经营活动现金流呈较大额净流出。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，公司投资活动现金流呈持续大额净流出，2020 年及 2021 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-228.71 亿元和-43.07 亿元，其中，2020 年公司转让中交（天津）轨道、中建（天津）轨道交通投资发展有限公司（简称“中建（天津）轨道”）、神铁二号线公司和天津三号线公司部分股权，获得处置子公司及其他营业单位收回现金净额 17.58 亿元。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，同期，公司筹资活动现金流量净额分别为 171.73 亿元和 80.62 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 101.54 亿元和-3.33 亿元，主要为政府拨付的项目资本金和专项财政拨款。

2020 年，受列入财务费用的利息支出增加影响，该公司 EBITDA 较上年增长 1.55% 至 20.47 亿元，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仍较弱。2020 年，公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖倍数分别为 0.31 倍和 0.01 倍，较上年分别降低 0.01 倍和 0.01 倍。

（3）资产质量分析

跟踪期内，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，该公司资本实力进一步增强。2020 年末，公司所有者权益为 1524.72 亿元，同比增长 8.42%。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为 97.38%。2020 年末，公司股东由资本公积转增资本 1.76 亿元，此外，地铁和铁路项目专项资金拨付增加资本公积 131.79 亿元。2021 年 3 月末，公司所有者权益为 1522.25 亿元，受当期净利润亏损影响较上年末小幅下降 0.16%。

跟踪期内，随着地铁项目建设的不断推进，铁路项目投资和土地整理项目的增加，该公司资产总额保持增长，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司资产总额分别为 3341.24 亿元和 3451.61 亿元，分别较上年末增长 7.41%和 3.30%。公司资产仍以非流动资产为主，2020 年末非流动资产余额为 2828.95 亿元，占资产总额的比重为 84.67%。公司非流动资产主要集中于在建工程、可供出售金融资产、固定资产和长期股权投资，2020 年末非流动资产的比重分别为 79.63%、10.03%、3.84%和 2.97%。其中，在建工程余额为 2252.63 亿元，同比增长 6.34%，主要包括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；可供出售金融资产余额为 283.65 亿元，主要为对京津冀城际铁路投资有限公司（简称“京津冀城际”）、京沪高速铁路股

份有限公司（简称“京沪高铁”）和津秦铁路客运专线有限公司的投资，同比增长 24.64%，主要系增加对京津冀城际和京沪高铁投资款 49.50 亿元和 6.00 亿元所致；固定资产余额为 108.59 亿元，主要为地铁一号线、房屋及建筑物等资产；长期股权投资余额为 83.91 亿元，主要为对南环铁路、天房天都和天津潮白湖等的投资，较上年末大幅增长 41.73%，主要系将原子公司中建（天津）轨道、中交（天津）轨道、神铁二号线公司和天津三号线公司等部分股权转让而转入长期股权投资，分别增加 4.80 亿元、1.33 亿元、7.46 亿元和 9.44 亿元。此外，其他非流动资产较上年末增长 59.99%至 46.42 亿元，主要系增加拟并购项目的股权意向金 17.40 亿元。

2020 年末，该公司流动资产为 512.29 亿元，主要由应收账款、存货、其他应收款⁶、货币资金和其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为 30.17%、25.66%、21.58%、10.09%和 8.15%。其中，应收账款余额为 154.56 亿元，较上年末大幅增加 135.39 亿元，主要为神铁二号线公司和天津三号线公司股权划转后的应收转让款项 60.97 亿元和 70.00 亿元；存货余额为 131.45 亿元，主要为开发的团泊湖土地整理项目、大张庄镇土地整理项目等开发成本及工程施工原材料，较上年末增长 8.95%，系项目建设推进所致；其他应收款余额为 110.55 亿元，主要为应收征地拆迁款、往来款及利息、补贴款等，2020 年末应收天津市财政局、天房天都、南环铁路和天津经济技术开发区财政局款项分别为 26.28 亿元、19.06 亿元、18.80 亿元和 15.61 亿元，较上年末增长 26.43%，主要系应收天房天都的借款及利息⁷增加所致；货币资金余额为 51.67 亿元，受项目建设支出及债务偿付影响，较上年末大幅减少 52.88%；其他流动资产余额为 41.76 亿元，较上年末大幅增加 35.28 亿元，主要为轨道交通发展专项资金。此外，预付款项余额为 22.20 亿元，较上年末大幅下降 87.24%，系预付工程款项结算减少所致。

2021 年 3 月末，该公司货币资金较 2020 年末增长 52.33%至 78.72 亿元；预付款项较 2020 年末增长 29.86%至 28.82 亿元，主要系预付地铁建设工程款增加所致；其他应收款较 2020 年末增长 14.21%至 126.26 亿元，主要系应收天津城产发展有限公司、天房天都和天津潮白湖等往来款增加所致；其他流动资产较 2020 年末增长 9.50%至 45.72 亿元，主要系留抵退税额增加所致。除上述外，公司其他资产构成较 2020 年末无显著变动。

（4）流动性/短期因素

跟踪期内，该公司流动资产对流动负债的覆盖程度整体仍一般，2020 年末流动比率为 100.94%，较上年末降低 26.30 个百分点，速动比率受预付账款大幅减少影响而有所上升，2020 年末较上年末上升 15.84 个百分点至 70.67%。2020 年随着长期借款的逐步到期，公司短期刚性债务规模较大幅度增加，而同时公司货币资金快速消耗，资金存量对即期债务偿付的保障程度显著降低，公司面临的流动性压力大。2020 年末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 10.18%和 12.46%，较上年末分别降低 16.82 个百分点和 25.66 个百分点。2021 年 3 月末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 15.55%和 19.75%。

⁶ 不包含应收利息和应收股利，下同。

⁷ 截至 2020 年末，子公司资源公司向天房天都借款余额 19.02 亿元，利率 7.50%。

截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产合计为 5.63 亿元，为受限的货币资金，主要包括银行承兑汇票和信用证保证金 2.13 亿元、银行承兑汇票定期存单质押 2.00 亿元、贷款保证金 1.00 亿元等。

3. 公司盈利能力

跟踪期内，主要受工程施工业务经营主体划出影响，该公司营业收入有所下滑，此外受限于公益属性较强的地铁运营及疫情影响，业务亏损进一步加重。2020 年，公司营业收入和营业毛利分别为 18.58 亿元和-14.44 亿元，同比分别下降 7.88%和 59.21%。跟踪期内，公司期间费用规模仍较高，对利润的侵蚀程度仍严重。2020 年，公司期间费用为 18.37 亿元，期间费用率较上年上升 7.31 个百分点至 98.92%。公司主业经营仍呈较大额亏损状态，利润水平对投资收益和政府补助等非经常性损益依赖度仍高。2020 年，公司实现投资收益 1.66 亿元，同比减少 84.70%，系上年一次性收到京沪高铁上市分红规模较大影响。同期，公司获得的政府补助为 37.91 亿元，同比增长 63.69%。受益于政府补助增加，公司 2020 年实现净利润 5.17 亿元，同比小幅增长 1.26%。

2021 年第一季度，该公司实现业务收入 2.99 亿元，由于地铁运营的公益性质，业务仍呈现亏损，当期营业毛利和综合业务毛利率分别为-3.86 亿元和-129.35%。同期，期间费用和期间费用率分别为 2.38 亿元和 79.72%，当期获得政府补助 3.80 亿元，未能有效弥补经营亏损，当期公司净利润为-2.49 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍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，业务地位保持。2020 年由于工程施工业务经营主体划出以及疫情影响下地铁客运量下降，公司营业收入有所下滑，目前收入主要来源于地铁运营及资源开发业务。跟踪期内，公司债务扩张仍较快，已累积的债务负担重，且随着长期借款的逐步到期，公司集中到期债务规模大，面临的集中偿债压力加大。

2. 外部支持因素

跟踪期内，该公司仍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，2020 年公司获得股东由资本公积转增资本 1.76 亿元，地铁和铁路项目专项资金拨付 131.79 亿元，以及政府补助 37.91 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 2021 年 3 月末公司合并口径已获得商业银行授信总额为 947.84 亿元⁸，其中尚未使用授信额度为 450.22 亿元。

⁸ 不包含已完全使用的授信金额。

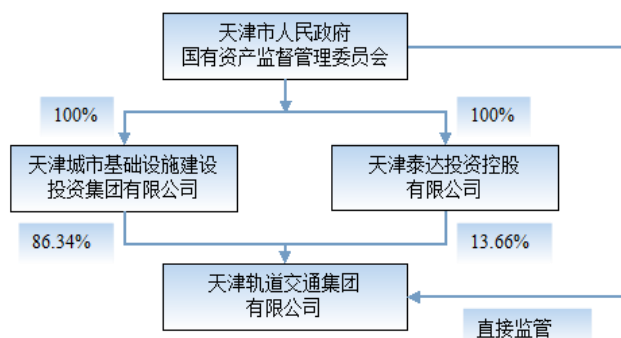
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司总经理及外部董事发生变动，并对部门设置进行了调整，除此之外，股权结构等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司仍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，业务地位保持，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。2020 年由于工程施工业务经营主体划出以及疫情影响下地铁客运量下降，公司营业收入有所下滑，目前收入主要来源于地铁运营及资源开发业务。公司轨道交通等项目建设后续资金投入需求仍很大，将持续面临较大的投融资压力。跟踪期内，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，公司资本实力有所增强，负债经营程度维持在合理水平，但随着轨道交通项目投资建设的推进，公司负债规模持续扩张，已累积的债务负担重，且近年集中到期债务规模大，公司面临的集中偿债压力加大。公司主业经营受限于地铁运营的公益属性而呈持续亏损，利润水平对政府补助依赖度仍高。

附录一：

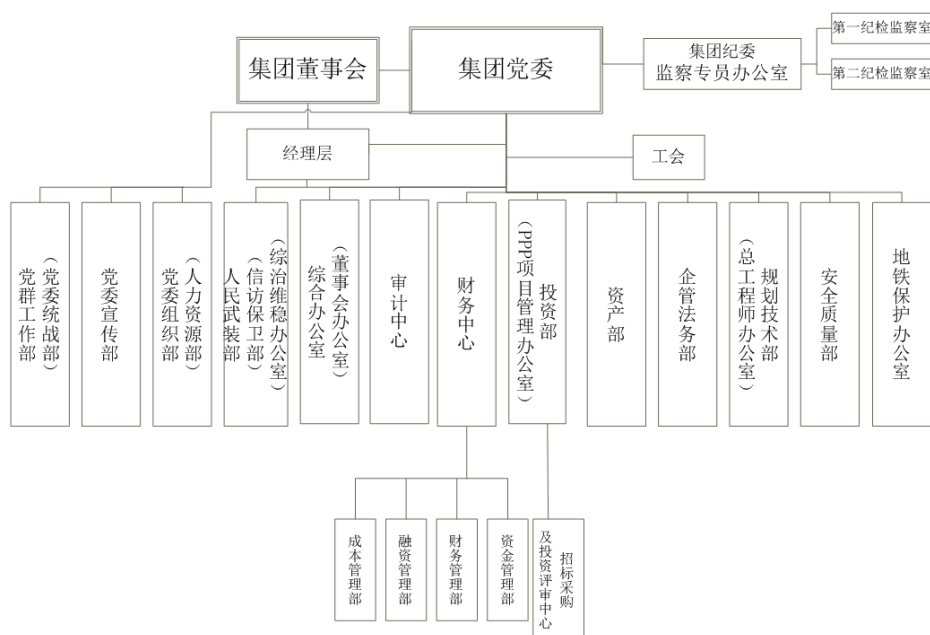
公司股权结构图



注：根据天津轨交提供的资料绘制（截至2021年3月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据天津轨交提供的资料绘制（截至2021年3月末）

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	2020 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、铁路项目投融资、建设、运营、维修养管、资源开发等	478.22	1435.60	4.12	-1.91	-89.66	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	1040.80	1194.08	7.97	6.78	-10.30	—
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	56.71	278.52	0.03	0.10	12.50	—
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	169.78	129.87	2.86	-1.02	8.10	—
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	38.82	22.15	4.71	1.29	1.25	—

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]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
资产总额[亿元]	2756.73	3110.62	3341.24	3451.61
货币资金[亿元]	116.95	109.68	51.67	78.72
刚性债务[亿元]	1233.06	1442.45	1587.85	1685.92
所有者权益[亿元]	1302.86	1406.32	1524.72	1522.25
营业收入[亿元]	19.81	20.17	18.58	2.99
净利润[亿元]	4.89	5.11	5.17	-2.49
EBITDA[亿元]	18.94	20.16	20.47	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.90	44.62	-0.30	-10.51
投资性现金净流入量[亿元]	-96.79	-203.35	-228.71	-43.07
资产负债率[%]	52.74	54.79	54.37	55.90
长短期债务比[%]	327.80	318.86	257.93	281.08
权益资本与刚性债务比率[%]	105.66	97.49	96.02	90.29
流动比率[%]	130.63	127.24	100.94	111.77
速动比率[%]	75.62	54.83	70.67	79.70
现金比率[%]	34.46	27.00	10.18	15.55
短期刚性债务现金覆盖率[%]	47.70	38.12	12.46	19.75
利息保障倍数[倍]	0.35	0.29	0.28	—
有形净值债务率[%]	111.94	121.54	119.45	127.10
担保比率[%]	0.31	0.31	0.60	0.56
毛利率[%]	-38.01	-44.97	-77.74	-129.35
营业利润率[%]	-27.73	-35.34	-51.99	-149.86
总资产报酬率[%]	0.64	0.62	0.58	—
净资产收益率[%]	0.38	0.38	0.35	—
净资产收益率*[%]	0.38	0.38	0.35	—
营业收入现金率[%]	99.45	98.98	69.38	153.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.22	11.95	-0.07	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.33	3.34	-0.02	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-29.11	-42.51	-50.09	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-7.84	-11.87	-15.11	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.39	0.32	0.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01	—

注：根据天津轨交经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理计算。

附录五：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	3
		盈利能力	9
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	1
		流动性	9
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AAA

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019年5月21日	AAA/稳定	薛雨婷、武洪艺	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年8月24日	AAA/稳定	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA/稳定	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (19 天轨 01)	历史首次评级	2019年5月21日	AAA	薛雨婷、武洪艺	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	薛雨婷、郭燕	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (20 天轨 01)	历史首次评级	2020年2月14日	AAA	薛雨婷、郭燕	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	薛雨婷、郭燕	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (20 天轨 02)	历史首次评级	2020年2月14日	AAA	薛雨婷、郭燕	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	薛雨婷、郭燕	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (20 天轨 03)	历史首次评级	2020年7月9日	AAA	薛雨婷、郭燕	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
债项评级 (20 天轨 04)	历史首次评级	2020 年 8 月 24 日	AAA	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	薛雨婷、肖楠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：
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%
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%
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

附录八：

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义
A 等	A-1
	A-2
	A-3
B 等	B
C 等	C
D 等	D

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。