

信用等级公告

联合〔2020〕080号

联合资信评估有限公司通过对天津城市基础设施建设投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津城市基础设施建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“19津城建CP002”“19津城建CP003”“19津城建CP004”“19津城建CP005”“19津城建CP006”“19津城建CP007”和“20津城建CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告



天津城市基础设施建设投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津城建 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津城建 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津城建 CP004	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津城建 CP005	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津城建 CP006	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津城建 CP007	A-1	稳定	A-1	稳定
20 津城建 CP001	A-1	稳定	A-1	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
19 津城建 CP002	15.00 亿元	15.00 亿元	2020/1/25
19 津城建 CP003	25.00 亿元	25.00 亿元	2020/2/15
19 津城建 CP004	20.00 亿元	20.00 亿元	2020/6/6
19 津城建 CP005	15.00 亿元	15.00 亿元	2020/7/16
19 津城建 CP006	15.00 亿元	15.00 亿元	2020/11/25
19 津城建 CP007	15.00 亿元	15.00 亿元	2020/12/6
20 津城建 CP001	20.00 亿元	20.00 亿元	2021/1/6

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

评级时间：2020 年 1 月 10 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

评级观点：

天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“天津城投”）作为天津市政府授权投资的国有独资公司，是天津市重要的城市基础设施建设主体。跟踪期内，公司持续获得大规模的外部资金支持；公司各类经营性业务平稳发展。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司整体盈利能力一般；政府回购项目回款情况较差；债务规模大；在建项目投资规模大，公司面临一定的融资压力等因素对公司的信用基本面带来的不利影响。未来，随着公司经营性投资项目陆续完工，公司收入规模和利润水平有望进一步提高，经营活动获现能力有望提升。虽然大规模的投资支出将增大公司债务压力，但考虑到长期稳定的外部支持，将对公司整体偿债能力形成良好支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 津城建 CP002”“19 津城建 CP003”“19 津城建 CP004”“19 津城建 CP005”“19 津城建 CP006”“19 津城建 CP007”“20 津城建 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司外部发展环境良好。天津市是中国四个直辖市之一，随着区域经济的不断发展，公司面临着良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司具有一定区域专营地位且持续获得外部支持。天津市政府对公司支持力度强，且公司具有一定区域专营优势。
3. 跟踪期内，公司业务范围广，业务规模大，为公司的持续发展提供了良好基础。公司业务形成了城市路桥、水务、轨道交通和城市综合开发四大业务板块，业务范围广、规模大，为公司的持续发展提供了良好基础。

关注

1. 跟踪期内，公司整体盈利能力一般。公司业务收入相对其资产规模仍偏小，整体盈利能力一般。
2. 跟踪期内，公司在建项目投资规模大，建设周期长，对财政资金和外部融资存在需求。截至2019年9月底，公司在建项目及拟建项目尚需投资规模合计1536.17亿元，对财政资金和外部融资存在需求。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	资本结构	3
			偿债能力	3
			调整因素和理由	调整子级
政府支持			2	

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

分析师: 张宁 张钺 邱成

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

3. 跟踪期内, 政府回购项目回款情况有所滞后。跟踪期内, 公司海河综合开发项目和城市快速路政府回购项目, 回款执行情况均有所滞后, 联合资信将密切关注公司回款情况。

4. 跟踪期内, 公司存量债务规模大, 面临一定短期偿债压力。截至 2019 年 9 月底, 公司全部债务规模 4206.24 亿元, 存量债务规模大, 现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.78 倍, 公司面临一定短期偿债压力。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	251.45	294.58	376.85	476.94
资产总额(亿元)	7151.40	7434.26	7602.33	8052.17
所有者权益(亿元)	2352.53	2487.65	2589.20	2680.07
短期债务(亿元)	464.50	778.09	726.88	610.46
长期债务(亿元)	3426.66	3141.62	3299.16	3595.79
全部债务(亿元)	3891.16	3919.71	4026.04	4206.24
营业收入(亿元)	142.47	142.40	154.47	108.36
利润总额(亿元)	23.30	24.27	25.54	14.48
EBITDA(亿元)	63.69	67.55	93.84	--
经营性净现金流(亿元)	-5.09	48.15	30.55	69.46
营业利润率(%)	17.17	20.44	23.55	23.90
净资产收益率(%)	0.76	0.77	0.77	--
资产负债率(%)	67.10	66.54	65.94	66.72
全部债务资本化比率(%)	62.32	61.18	60.86	61.08
流动比率(%)	288.03	213.05	191.54	218.53
经营现金流动负债比(%)	-0.65	4.49	2.70	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.38	0.52	0.78
EBITDA 利息倍数(倍)	61.09	58.03	42.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.37	2.26	1.92	--
公司本部(母公司)				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	3810.58	3896.15	4116.18	4322.16
所有者权益(亿元)	1726.44	1782.52	1814.21	1824.13
全部债务(亿元)	1647.15	1520.83	1569.06	1687.59
营业收入(亿元)	13.00	14.00	27.50	20.63
利润总额(亿元)	6.80	5.03	10.59	6.17
资产负债率(%)	54.69	54.25	55.92	57.80
全部债务资本化比率(%)	48.82	46.04	46.38	48.20
流动比率(%)	437.67	228.22	196.14	202.98
经营现金流动负债比(%)	-43.61	-12.55	-28.65	--

注: 公司 2019 年 1-9 月财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
AAA	稳定	2019/12/25	张宁 张铖 邱成 王默璇	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2009/6/16	刘小平 张志强	企业主体评级方法（2009年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2008/6/23	刘小平 张志强	债券资信评级方法（2003年）	阅读全文
AA	稳定	2007/4/20	刘小平 张志强	债券资信评级方法（2003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无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由天津城市基础设施建设投资集团有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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。

天津城市基础设施建设投资集团有限公司跟踪评级报告

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”）关于天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“天津城投”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）为公司唯一股东及实际控制人。截至2019年9月底公司注册资本702.03亿元，实收资本702.03亿元。

跟踪期内，公司经营范围和职能定位未发生变化；截至2019年9月底，公司本部内设办公室、财务中心和董事会办公室等15个职能部门（公司办公室和党委办公室合署办公，董事会办公室和企业管理部合署办公）；下辖一级子公司14家。

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

截至2019年9月底，公司合并资产总额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，公司实现营业收入108.36亿元，利润总额14.48亿元。

公司注册地址：天津市和平区大沽北路161号城投大厦；法定代表人：李宝锟。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评公司短期融资债券尚需偿还本金合计125.00亿元，截至跟踪日，除“20津城建CP001”外，募集资金已经全部使用完毕，用于偿还存量债务。

表1 跟踪评级短期融资券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19津城建CP002	15.00	15.00	2019/1/25	1年
19津城建CP003	25.00	25.00	2019/2/15	1年
19津城建CP004	20.00	20.00	2019/6/6	1年
19津城建CP005	15.00	15.00	2019/8/21	1年
19津城建CP006	15.00	15.00	2019/11/25	0.9年
19津城建CP007	15.00	15.00	2019/12/6	1年
20津城建CP001	20.00	20.00	2020/1/6	1年
合计	125.00	125.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，

融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；

同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，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。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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，依法合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。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信

	见《国发办(2019)6号》	
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金(2018)10号	严格按照要求规范的PPP项目,不得出现以下行为:存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同,或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式,由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券,减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目,以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排,以直接投资方式为主;对确需支持的经营性项目,主要采取资本金注入方式,也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策,结合财政收支状况,统筹安排使用政府投资资金的项目,规范使用各类政府投资资金

资料来源:联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来,经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险,出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化,相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善,城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底,中国城镇化率为59.58%,较2017年底提高1.06个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日,《2019政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署,将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

4. 区域经济

天津市是中国四大直辖市之一,近年来,天津市经济不断增强;并且根据天津市发展规划以及滨海新区的开发开放的需要,天津市政府将进一步加大城市基础设施建设的投资力度。

公司作为天津基础设施建设主体,面临良好的产业政策和投资环境。

表3 2016-2018年天津市主要经济指标

项目	2016年	2017年	2018年
地区生产总值(亿元)	17885.39	18595.38	18809.64
工业增加值(亿元)	7236.70	6863.98	6962.71
固定资产投资(亿元)	14629.22	11274.69	--
全市居民人均可支配收入(元)	34074	37022	39506
三次产业结构比例	1.2:40.8:58.0	1.2:44.8:54.0	0.9:40.5:58.6

注:未查询到2018年天津市固定资产投资额

数据来源:天津市国民经济和社会发展统计公报

根据《2018年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2018年,全市生产总值(GDP)18809.64亿元,比上年增长3.6%。其中,第一产业增加值172.71亿元,增长0.1%;第二产业增加值7609.81亿元,增长1.0%;第三产业增加值11027.12亿元,增长5.9%。三次产业结构为0.9:40.5:58.6。

2018年,固定资产投资(不含农户)按可比口径计算,比上年下降5.6%。分产业看,第一产业投资下降9.1%;第二产业投资下降6.3%,第三产业投资下降5.3%。制造业投资下降22.0%,其中计算机通信和其他电子设备制造业增长11.2%,汽车制造业增长7.0%。

2018年,全市严格执行国家的各项调控政策,逐步建立和完善房地产市场发展的长效机制,房地产开发投资增长8.6%。商品房销售面积1249.87万平方米,下降15.7%,降幅比

上年收窄 29.6 个百分点；销售额 2006.62 亿元，下降 11.7%，比上年收窄 23.0 个百分点。

初步核算，2019 年 1—9 月，全市生产总值 15256.35 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.6%。其中，第一产业增加值 111.85 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 5941.47 亿元，增长 2.4%；第三产业增加值 9203.03 亿元，增长 6.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系天津市国资委监管的企业，天津市国资委为公司唯一出资人和实际控制人。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 702.03 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高级管理人员未发生变动。

截至 2019 年 9 月底，公司共有在岗职工 13223 人。全部在职人员中，博士研究生 27 人，占总人数 0.20%；硕士研究生 944 人，占总人数 7.14%；本科生 5967 人，占总人数 45.13%；大专及以下 6285 人，占总人数 47.53%。从职称看，公司正高级职称共 60 人，高级职称共 607 人，中级职称 616 人。

3. 外部支持

跟踪期内，天津市财政实力强，但一般公共预算收入持续下降，财政自给率一般；公司持续获得大规模外部资金支持，天津市政府持续、稳定的支持也为公司未来发展提供了重要保障。

2018 年，天津市一般公共预算收入为 2106.19 亿元，同比减少 8.84%。其中，2018 年天津市税收收入 1625 亿元，占一般公共预算收入的比重为 77.2%，比上年提高 9.9 个百分点，财政收入质量较高。2018 年，天津市一般公共预算支出为 3104.18 亿元，同比减少 5.43%。天津市财政自给率持续下降，2018 年为 67.83%，财政自给率一般。2018 年，天津市政府性基金

预算收入 1160 亿元，同比减少 5.69%。截至 2018 年底，全市政府债务余额 4079 亿元，其中市级政府债务余额 1532 亿元。除中央转贷的外国政府和国际经济组织贷款等 21 亿元外，全部为财政部代理发行和市财政自主发行的地方政府债券。总体看，天津市充足的财力为公司获得大规模的资金支持提供了有力保障。

2019 年 1—9 月，全市一般公共预算收入 1644.8 亿元，比去年同期增长 0.1%。其中：地方税收收入 1239.5 亿元，增长 0.2%；非税收入 405.3 亿元，下降 0.2%。全市一般公共预算支出 2328.1 亿元，增长 5.6%。全市政府性基金收入 1070.6 亿元，增长 19.7%；政府性基金支出 1690.4 亿元，增长 42.9%。

公司是国有资产授权经营者，负责天津市基础设施投资建设和运营。近年来，天津市政府加快了市政资源的整合进程，2007 年将天津高速公路集团有限公司（以下简称“高速公路公司”）和天津市政投资有限公司（以下简称“市政投资”）并入公司。2014 年，天津城投成为天津轨道交通集团有限公司（以下简称“天津轨道”）第一大股东，公司经营资产（高速公路、水务、地铁）得到了有效扩充，形成了长期稳定的收入来源，资产规模、盈利能力短时间内大幅提升。

同时，由于公司大多数项目的建设周期和资金回收周期较长，股东支持是公司未来发展的重要保障。

天津市财政向公司负责的多个大型项目拨付资本金，并持续提供后续财政拨款以偿付金融机构贷款本息。2018 年，天津市财政共为公司所承建的公共项目安排资本性补助 266.28 亿元，财政补贴 37.72 亿元。2019 年 1—9 月，公司获得的公共项目安排资本性补助 134.62 亿元和财政补贴 18.30 亿元。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司其他不良信贷记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1012010100375560L），截至2019年11月21日，公司无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年11月22日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理架构方面未发生变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务涵盖较广，跟踪期内，主营业务收入较上年同期有所增长，毛利率较上年保持稳定。

公司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、水务、轨道交通和城市综合开发四大业务板块。

2018年，公司实现主营业务收入149.80亿元，同比增长7.77%。2018年公司主营业务收入主要由收费公路收入（占比28.02%）、置业收入（占比22.10%）和综合开发（占比18.36%）构成。2018年，公司主营业务中的其他业务收入为19.54亿元，同比减少39.07%，主要来自租赁收入、建安收入、广告、物业及其他国有资产经营收入。毛利率方面，2018年，受收费公路和置业业务的毛利率影响，公司主营业务毛利率上升至27.99%。其中，城市综合开发板块中，综合开发业务毛利率波动下降，2018年较上年下降14.34个百分点，主要系毛利率较低的城市快速路业务由城市路桥板块调整至综合开发板块所致。

2019年1-9月，公司实现主营业务收入105.33亿元，较上年同期增长11.32%；主营业务毛利率为27.72%，较上年基本保持稳定。

表4 2016-2018年及2019年1-9月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	业务内容	2016年			2017年			2018年			2019年1-9月		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
城市路桥	收费公路	30.02	21.66	38.77	34.19	24.60	41.24	41.98	28.02	56.36	34.20	32.47	50.99
	水务	16.18	11.67	39.69	17.81	12.81	38.69	20.10	13.42	33.88	15.39	14.61	30.25
	轨道交通	6.36	4.59	-121.70	7.06	5.08	-112.18	7.52	5.02	-141.49	6.43	6.11	-139.43
城市综合开发	综合开发	15.00	10.82	18.87	9.51	6.84	22.82	27.50	18.36	8.47	20.63	19.58	18.64
	土地整理	0.52	0.37	100.00	0.17	0.12	88.24	0.06	0.04	100.00	0.01	0.01	100.00
	置业	32.78	23.65	26.82	38.19	27.48	29.01	33.10	22.10	41.48	12.14	11.53	55.03
	其他	37.77	27.24	18.19	32.07	23.07	21.27	19.54	13.04	30.60	13.04	16.52	33.48
	合计	138.64	100.00	21.16	139.00	100.00	23.95	149.80	100.00	27.99	105.33	100.00	27.72

注：各项数和数与合计数不等系四舍五入所致（下同）
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 城市路桥板块

公司城市路桥业务板块主要是对天津市主要高速公路、城市路网、管网进行建设和运营。跟踪期内，公司高速公路资产质量优良，城市路桥业务收入稳定增长，毛利率依然维持在较高水平，为公司带来持续稳定的现金流入。

收费公路

公司收费公路主要以子公司高速公路公司负责的高速公路板块为主。截至2019年9月底，公司全线通车的全资及控股高速公路总里程合计780.49公里，绝大部分为国高网在天津市内路段。随着公司控股的高速公路通行路段车流量的增长，公司收费公路收入持续增长，2018年为41.98亿元，同比增长22.78%；2019年1-9月，公司实现收费公路收入34.20亿元，相当于上年的81.47%。同期，公司收费公路板块的毛利率分别为56.36%和50.99%。其中，2018年毛利率较上年增长15.12个百分点，主要是因为部分已运营的高速公路在2016年和2017年进行桥梁加固等集中养护导致毛利率暂时性下降以及2018年毛利率较低的城市快速路业务由城市路桥板块调整至综合开发板块综合影响所致。

在高速公路通行费收入之外，天津市政府每年从当年收取的养路费（燃油税中央转移支付）中安排部分资金作为对公司的补贴。2018年，公司确认高速公路补贴2.00亿元，该补贴收入持续性较强。

管网及路网建设

公司管网及路网建设主要由公司全资子公司天津城市道路管网配套建设投资有限公司（以下简称“管网公司”）负责。管网公司成立于2003年6月，主要负责天津市旧路改造、河道治理、铁路沿线环境治理、开发项目配套、通信管道、中水管道建设、停车楼、公交场站、架空线入地等配套管道及路网项目建设。

管网及路网建设业务主要运营模式为：管网公司受天津市住房和城乡建设委员会（以下

简称“天津市住建委”，原天津市城乡建设委员会）委托，承担项目的建设任务和融资任务。

项目建设期内，由天津市财政局向管网公司拨付项目资本金，同时由工商银行提供专项贷款作为项目的建设资金。天津市财政局将城市配套工程费拨付至管网公司质押专户，用于归还工商银行专项贷款，不产生收入。截至2019年9月底，管网公司管网建设项目累计完成投资额356.77亿元，累计收到财政拨款310.92亿元。

(2) 水务板块

跟踪期内，公司水务业务发展稳定，污水处理能力较强，在区域内拥有多处污水处理厂的特许经营权，毛利率较高，盈利能力强。

公司下属二级控股子公司天津创业环保集团股份有限公司（以下简称“创业环保”）从事水务及相关配套设施投资、建设、经营和管理。创业环保作为在A股和H股市场同时挂牌的上市公司（股票代码：600874.SH和01065.HK），其主营业务在天津地区有着明显的优势，业务覆盖污水处理厂设计、建设、运营，自来水生产、再生水和环保设备等领域，是一个跨区域、多业务发展的国内领先的专业水务投资运营商。

截至2018年底，公司共拥有特许经营污水处理厂37个，污水处理规模合计为445万立方米/日。2018年，创业环保自营部分和委托运营模式下共处理污水14.03亿立方米，较上年增长9.10%，系存量污水处理项目处理量增加及部分新增污水处理项目投入运营所致；实现污水处理收入17.53亿元，较上年增长13.10%。

从收费标准来看，对于自营部分的天津四座污水处理厂，创业环保签订了特许经营协议，按照《特许经营协议》收取污水处理服务费，2016-2018年收费标准均为1.76元/立方米；创业环保下属子公司污水处理业务，按照该子公司与当地政府签署的污水处理特许经营协议和污水处理服务协议提供污水处理服务，收费标准为0.533~1.467元/立方米；对于委托运营部分，创业环保与委托方签订委托运营协议，通过提供污水处理运营服务收取运营服务费，

其中部分委托运营项目的收入是按照协议中约定的固定收费标准进行结算，也有部分项目是按照实际处理水量进行结算收入。

此外，创业环保还拥有津沽、咸阳路、东郊、北辰、阜阳颍南、巴彦淖尔再生水厂和石家庄市藁城区水处理中心，拥有曲靖、巴彦淖尔自来水厂，再生水处理规模为 39.00 万立方米/日，自来水处理规模为 28.50 万立方米/日。其中，石家庄市藁城区水处理中心为 2018 年新增。

2018 年及 2019 年 1—9 月，公司水务板块分别实现收入 20.10 亿元和 15.39 亿元；受污水处理业务提标改造，相关材料消耗增加影响，该业务毛利率持续下降，分别为 33.88% 和 30.25%，但仍维持在较高水平。

（3）轨道交通板块

跟踪期内，公司轨道交通业务区域专营性强，但由于具有一定公益性，轨道交通业务持续处于亏损状态，每年获得财政的补贴较大。

公司轨道交通业务包括轨道建设、运营业务以及交通枢纽工程建设，由下属子公司天津轨道负责。

公司轨道建设以及运营业务的具体经营模式为：项目建设期内，在项目资金的筹集上，2016 年起，根据《国务院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），天津市政府由投入 50% 左右的项目资本金变为 40%，另外 60% 将通过银行贷款、发行债券等方式进行筹措，政府未来每年向该公司拨付专项资金偿付到期债务本息，项目建成后，由天津轨道下属子公司天津轨道交通运营集团有限公司（以下简称“轨道运营集团”）负责运营。公司目前已建成并正式通车项目为地铁 1、2、3、5、6（南孙庄站—梅林路站）、9 号线，除 6 号线外合计通车里程约 173.74 公里。在建地铁项目主要为 1 号线东延、4 号线南段、10 号线一期、7 号线一期和 11 号线一期项目，合计总投资 1061.44 亿元，截至 2019 年 9 月底已累计完成投资 289.29 亿元。2018 年及 2019

年 1—9 月，公司分别实现轨道交通收入 7.52 亿元和 6.43 亿元。公司轨道交通业务具有一定社会公益性，其收入未能完全覆盖相关成本以及费用支出，毛利率持续为负。目前，公司地铁运营通过日常票款收入弥补运营成本，不足部分由天津市财政进行补贴（9 号线不足部分由天津市财政、滨海新区财政及天津经济技术开发区财政进行补贴）。2018 年及 2019 年 1—9 月，天津市财政分别给予补贴 7.86 亿元和 4.89 亿元。

公司交通枢纽工程主要采取代建模式，由财政拨款项目资本金以及归还国开行专项贷款，不产生额外收益。目前，公司主要在建交通枢纽项目包括西站交通枢纽、天津站交通枢纽、文化中心交通枢纽和机场交通枢纽工程。上述项目预计总投资 375.68 亿元，截至 2019 年 9 月底已累计完成投资 295.01 亿元。

（4）城市综合开发板块

跟踪期内，公司海河综合开发项目和城市快速路政府回购项目，回款情况有所滞后，联合资信将密切关注公司回款情况；公司土地整理板块业务萎缩，未来无新增项目；置业业务受房地产市场波动影响具有一定不确定性。

综合开发

2016—2017 年，公司综合开发业务板块由海河综合开发业务构成。自 2018 年起，公司城市快速路业务由城市路桥板块调整至综合开发板块。

海河综合开发

公司的全资子公司天津市海河建设发展投资有限公司（以下简称“海河公司”）负责海河综合开发区域 42 平方公里区域内的建设及服务。该项目预计总投资 196.20 亿元，截至 2019 年 9 月底，累计完成投资 170.99 亿元，项目建设基本完成。海河公司作为建设受托方承担基础设施建设任务，项目完成后，由天津市住建委依据基础设施项目总投资与公司签订采购协议，由天津市住建委采购，依据协议约定，将从 2008 年至 2017 年分 10 年分期向公司支付共

计 195.33 亿元的政府采购款。2008—2017 年，公司海河上游区域基础设施部分建设项目共确认政府采购收入 191.51 亿元，截至 2019 年 9 月底，实际收到政府采购款 174.70 亿元，回购进度有所滞后。

城市快速路

公司城市快速路项目运营模式分为代建模式和政府回购模式。快速路目前主要在建项目包括快速路一期工程、快速路二期工程以及天津大道。

快速路一期工程采用代建模式。公司受天津市住建委委托，承担项目的建设任务和融资任务。委托代建模式主要为：项目建设期内通过天津市财政局划拨项目资本金以及由国开行提供专项贷款用作项目建设资金。项目进入银行贷款还款期时，由天津市财政局划拨国开行专项资金偿付专项贷款。财政拨付资金覆盖公司贷款本金及利息，不产生额外收益。截至 2018 年底，城市快速路一期项目累计收到财政拨款 380.82 亿元，包含用于归还国开行专项贷款的本息 346.90 亿元及快速路一期项目资本金 33.92 亿元。快速路一期工程预计总投资 312.00 亿元，截至 2019 年 9 月底已累计完成投资 308.18 亿元。

快速路二期及天津大道项目采用政府回购模式。项目建设期内通过银行信贷融资方式进行项目建设，项目完工后由天津市住建委依据项目总投资与公司签订政府回购协议对项目进行一次性或分期采购，收入来源于政府回购收入，政府回购收入能够覆盖项目成本支出。快速路二期工程项目总投资 128.66 亿元，截至 2019 年 9 月底，公司累计完成投资 124.68 亿元。针对该项目，公司与天津市住建委于 2012 年 11 月签订了政府回购协议，依据回购协议的约定，天津市住建委向公司回购该项目工程，从 2014 年至 2023 年分期向公司支付共计 163.10 亿元的政府回购款。截至目前公司尚未收到回购款。

天津大道项目已于 2008 年底开工，项目建设期 2 年，截至目前已通车。项目总投资 80.99

亿元，截至 2019 年 9 月底，公司累计已投资 66.78 亿元。天津大道项目政府回购协议总金额为 106.74 亿元，该项目还款期自 2013 年至 2019 年。采购总金额将覆盖项目建设成本、日常运营支出、财务费用以及一定的利润。截至 2018 年底，根据项目回购协议，公司应收回购款合计 87.00 亿元，截至目前公司尚未收到相关款项。

土地整理

根据《关于规范市区土地收购储备工作的通知》（规国市字〔2004〕2174号）精神，天津市土地整理中心对于天津市土地出让金实行集中管理，土地出让后，天津市土地整理中心提取出让金中包含的土地收购整理成本，返还给土地整理单位，另外还按照土地整理成本 0.8% 支付公司土地整理管理费，计入公司的主营业务收入。据国家相关政策规定，公司该业务板块主要为存量项目无新增，因此收入呈现逐年下降趋势。2018 年，公司土地整理实现净地面积为 145.50 公顷，实现土地整理收入为 0.06 亿元。

置业

在高速、地铁以及其它基础设施类主营业务的开展过程中，为综合利用基础设施服务资源，增加公司综合收益，公司在部分开展基础设施建设的区域适度经营少量的置业业务，主要包括商业地产开发以及普通住宅开发。目前该业务主要由天津金融城开发有限公司和天津城投置地投资发展有限公司（以下简称“天津城投置地公司”）等 3 家子公司负责。

2018 年和 2019 年 1—9 月，公司置业板块销售收入分别为 33.10 亿元和 12.14 亿元。2018 年及 2019 年 1—9 月，受房地产位置较好影响，销售单价较高，该板块毛利率有所上升，分别为 41.48% 和 55.03%。

截至 2019 年 9 月底，公司主要有 8 个已完工在售项目，3 个在建项目，上述项目建筑面积合计 120.78 万平方米。2019—2022 年，公司销售计划分别为 5.93 万平方米、5.62 万平方米、1.12 万平方米和 21.19 万平方米，预计销售额分别为 23.63 亿元、20.82 亿元、5.38 亿元和

113.34 亿元，可为公司带来一定收入。同时考虑到房地产市场的波动性，未来收入实现具有一定不确定性。

3. 未来发展

公司在建项目和拟建项目投资规模大，未来将面临一定资金压力。

从未来投资规划看，根据天津市政府的要求，未来五年公司将继续承担高速公路、地铁、天津站枢纽、快速路、道路管网、海河综合开发、环境水务、金融城等基础设施建设工程的续建工作。截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目计划总投资为 2169.39 亿元，已投资 1367.27 亿元（详见附件 1-2）。拟建项目方面，公司拟建项目主要有唐廊高速公路二期工程、唐廊高速公路三期工程、津宁高速-塘承高速立交、绕城高速服务提升、津围快速路、房地产开发配套项目、地铁 8 号线（一期）及地铁 4 号线北段，总投资额 734.05 亿元。上述拟建项目多数尚处于规划、前期阶段，待市相关部门确定有关实施原则后，再履行基建程序。总体看，公司未来面临一定融资压力。

八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年三年连审合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具标准无保留意见

审计结论。该报告对 2016 年以及 2017 年期数据进行了调整，对资产总额、负债总额及权益整体影响不大。公司提供的 2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围新纳入天津津仓公路建设有限公司、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，天津京福公路有限公司、天津津岐公路有限公司、天津城铁港铁建设有限公司、天津金融城资产经营管理有限公司不再纳入公司合并范围。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司共 14 家。总体看，合并范围变化的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模平稳增长；资产构成以非流动资产中的在建工程为主；流动资产中应收类款项及存货规模大，对资金形成较大占用，资产流动性弱。

截至 2018 年底，公司资产规模为 7602.33 亿元，较上年底小幅增长 2.26%，资产结构与上年底相比基本一致，以非流动资产为主。公司流动资产 2166.22 亿元，较上年底增长 5.22%，主要以存货、其他流动资产、货币资金和应收类款项（应收账款+其他应收款）为主。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，2018 年底为 5436.10 亿元，较上年底增长 5.58%。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	294.56	3.96	376.59	4.95	476.77	5.92
应收账款	211.59	2.85	77.23	1.02	73.07	0.91
其他应收款	245.51	3.30	289.24	3.80	269.65	3.35
存货	1126.45	15.15	1095.57	14.41	1146.18	14.23
其他流动资产	366.38	4.93	281.19	3.70	275.63	3.42
流动资产	2285.60	30.74	2166.22	28.49	2361.11	29.32
可供出售金融资产	211.04	2.84	219.21	2.88	226.96	2.82
投资性房地产	199.27	2.68	200.99	2.64	200.35	2.49

固定资产	654.62	8.81	685.50	9.02	709.87	8.82
在建工程	3883.92	52.24	4067.17	53.50	4258.28	52.88
非流动资产	5148.66	69.26	5436.10	71.51	5691.06	70.68
资产总额	7434.26	100.00	7602.33	100.00	8052.17	100.00

注：“其他应收款”科目不包括“应收利息”和“应收股利”科目
资料来源：根据公司审计报告和季报整理

截至2019年9月底，公司资产总额8052.17亿元，较2018年底增长5.92%，资产结构仍以非流动资产为主。其中，公司货币资金476.77亿元，较上年底增长26.60%；公司其他应收款269.65亿元，较上年底下降6.77%，主要系收回部分拆迁款和往来款所致；公司在建工程4258.28亿元，较上年底增长4.70%，主要系地铁、道路等项目投资增加所致。截至2019年9月底，公司处于抵押状态的受限资产主要包括保函保证金等货币资金、土地使用权及房屋等，账面价值总计298.69亿元。截至2019年9月底，公司将应收拨款、银行账户款项、土地整理成本返还资金权益及自来水收入权、污水处理收入权、高速公路项目收费权及其项下所有收益等进行质押，取得了相应银行贷款，截至2019年9月底对应借款余额合计为594.86亿元。公司通过其子公司部分道路桥梁、管网、高速公路等取得了融资租赁借款，截至2019年9月

底合计余额为209.13亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模不断扩张，权益稳定性较好。

截至2018年底，公司所有者权益为2589.20亿元（含少数股东权益262.56亿元），较上年底增长4.08%，主要来自资本公积和未分配利润的增加。2018年底，公司归属于母公司的所有者权益主要由实收资本、资本公积构成，权益稳定性较好。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计2680.07亿元，较2018年底增长3.51%，保持相对平稳。其中，资本公积1496.24亿元，较上年底增长4.36%，主要系天津市财政局拨付地铁建设项目等资本金增加所致；未分配利润128.34亿元，较上年底增长6.36%。

表6 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	688.21	27.67	702.03	27.11	702.03	26.19
资本公积	1335.58	53.69	1433.67	55.37	1496.24	55.83
少数股东权益	239.05	9.61	262.56	10.14	273.16	10.19
所有者权益合计	2487.65	100.00	2589.20	100.00	2680.07	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务结构以长期债务为主，符合行业特点，公司债务负担较重。

截至2018年底，公司负债总额5013.13亿元，较上年底增长1.34%，债务构成仍以非流动负债为主。公司流动负债1130.95亿元，较上年底增长5.42%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致。公司非流动负债3882.18亿元，较上年

底基本持平。公司全部债务4026.04亿元，较上年底小幅增长2.71%，其中长期债务占比81.95%，资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为65.94%、60.86%和56.03%。2018年底，若将其他流动负债和长期应付款中有息债务考虑在内，公司调整后全部债务规模为4315.11亿元，调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为57.05%和

62.50%。2019–2021年，公司每期需分别偿还有息债务830.80亿元、541.17亿元和827.31亿元，2019年和2021年公司集中偿还压力较大。

截至2019年9月底，公司负债总额5372.10亿元，较上年底增长7.16%。其中，短期借款99.41亿元，较上年底下降7.14%；其他流动负债225.99亿元，较上年底增长51.70%，主要系新发行短期融资券所致；应付债券1434.70亿元，较上年底增长15.98%，主要系发行多期中期票据及公司债所致；长期应付款655.42亿元，较上年底增长20.20%，主要系融资租赁款以及财政专项拨款增加所致。公司调整后全部债务规

模为4645.66亿元，其中调整后短期债务836.45亿元（占18.01%）、调整后长期债务3809.21亿元（占81.99%），债务结构仍以长期债务为主；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较上年底均保持相对稳定，分别为66.72%、63.42%和58.70%。若将公司发行的两期永续中票“16津城建MTN002”和“17津城建MTN001”共计46.00亿元，以及子公司的可续期债权融资10.00亿元考虑在内，公司债务指标将进一步上升，公司实际债务负担较重。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	94.97	1.92	107.06	2.14	99.41	1.85
一年内到期的非流动负债	683.12	13.81	619.82	12.36	509.14	9.48
流动负债	1072.78	21.69	1130.95	22.56	1080.43	20.11
长期借款	2171.35	43.90	2062.13	41.13	2161.09	40.23
应付债券	970.27	19.61	1237.03	24.68	1434.70	26.71
长期应付款	697.15	14.09	545.29	10.88	655.42	12.20
非流动负债	3873.83	78.31	3882.18	77.44	4291.67	79.89
负债总额	4946.61	100.00	5013.13	100.00	5372.10	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模保持相对稳定，利润总额对政府补助依赖较大，整体盈利能力一般。

公司投资项目主要是城市基础设施和公用设施，目前部分项目为非经营性、准经营性项目。2008年公司开始对部分非经营性项目采取政府回购市场化运作模式。地铁作为公司经营项目的代表，目前运营情况良好。未来随着其他地铁线路的陆续建成使用，其客流量将会稳步提升，带动项目运营收益的进一步改善。公司经营性业务中，高速公路和污水处理业务为公司主要的经营性资产。

2018年，公司营业收入为154.47亿元，同比增长8.47%；同期营业成本110.19亿元，同

比增长3.01%。受此影响，公司2018年营业利润率23.55%，较上年上升3.11个百分点。

2019年1–9月，公司实现营业收入108.36亿元，相当于2018年的70.15%；其他收益9.46亿元，全部为政府补助，营业外收入19.44亿元，主要由与经营无关的政府补助构成；公司利润总额14.48亿元；营业利润率为23.90%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营性资产自身现金生成能力相对较弱，受公司投资项目规模大影响，财政拨款资金和大规模的银行借款及债务融资成为公司发展所需资金的主要来源。

经营活动方面，2018年公司经营活动现金

流入275.42亿元，同比增长39.29%。公司经营
活动现金流出244.87亿元，同比增长63.70%，
2018年，公司经营活动现金净流量为30.55亿
元，同比减少36.56%。投资活动方面，2018
年，公司投资活动现金净流量持续呈大规模净
流出状态为-126.15亿元。公司经营获现不能满
足项目投资需求，对财政资金及外部融资的依
赖性大。筹资活动方面，由于公司土地整理以
及投资项目需要大规模的资金投入，经营性现
金净流量无法满足公司的投资需求，因而公司
主要通过财政拨款资金和大规模的银行借款
实现滚动发展。2018年，公司筹资活动现金净
流量为177.99亿元，同比增长93.39%。

2019年1—9月，公司经营活动现金流量
净额69.46亿元，主要为经营性业务的收支、
往来款收支等，现金收入比为114.56%；公司
作为天津市基础设施项目的投资和建设主体，
近年来在天津市大城市建设进程不断加快的
背景下，所承担的各类项目较多、投资规模较
大，导致其投资活动现金流量净额持续表现为
净流出状态，规模为-154.95亿元；公司吸收
投资收到的现金主要系收到的财政拨款，同时
为维持较大规模的经营及投资现金周转，以及
同期大规模到期债务本息的偿付，公司通过借
款和发行债券获得大规模资金。公司筹资活动
产生的现金流量净额为185.64亿元。

5. 偿债能力

**跟踪期内，公司面临一定短期偿债压力，
但直接和间接融资渠道通畅，考虑到公司获得
政府大规模的资金支持，公司整体偿债能力极
强。**

从短期偿债指标看，受流动负债快速增长
影响，公司流动比率和速动比率均不断下降。
2018年，公司流动比率和速动比率分别为
191.54%和94.67%；2019年9月底上述指标分别
上升至218.53%和112.45%。2018年，公司经营
现金流动负债比为2.70%；2018年和2019年9
月底，公司现金类资产分别为376.85亿元和
476.94亿元，分别为同期调整后短期债务的

0.52倍和0.57倍，保障能力偏弱。整体看，公
司面临一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司
EBITDA为93.84亿元，同比增长38.92%；公
司调整后全部债务/EBITDA下降至45.98倍。
同时，考虑到公司获得政府大规模的资金支持，
公司整体偿债能力极强。

或有负债方面，截至2019年9月底，公
司对外担保余额为273.99亿元，担保比率为
10.22%。被担保方主要为天津海河教育园区投
资开发有限公司、天津子牙循环经济产业投资
发展有限公司、天津子牙环保产业园有限公司
等国有企业，目前经营正常，公司代偿风险相
对可控。

截至2019年9月底，公司主要获得的授
信额度为5090.50亿元，已使用额度为2410.73
亿元，未使用额度为2979.77亿元。此外，公
司拥有一家A股+H股上市子公司，间接和直
接融资渠道畅通。

6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额4116.18
亿元，较上年底增长5.65%，主要系其他应收
款增长所致。其中，流动资产占比36.88%、
非流动资产占比63.12%。

截至2018年底，母公司所有者权益
1814.21亿元，较上年底增长1.78%，主要系
财政的资本性补助增加所致。负债总额
2301.97亿元，较上年底增长8.91%，其中其
他应付款和应付债券同比大幅增长、长期借款
同比大幅下降。

2018年，母公司营业收入27.50亿元，同
比增长96.44%，利润总额10.59亿元，同比增
长110.29%。

2018年，母公司经营活动现金流量净额
-221.72亿元，投资活动现金流量净额4.19亿元，
筹资活动现金流量净额262.99亿元。

截至2019年9月底，母公司资产总额
4322.16亿元，较上年底增长5.00%。所有者权
益1824.13亿元，较上年底基本持平。2019年1

—9月，母公司实现营业收入20.63亿元，相当于上年的75.02%，实现利润总额6.17亿元。

九、存续期债券偿债能力分析

跟踪期内，公司面临一定集中兑付压力，考虑到公司收到政府大规模的资金支持，联合资信认为本期报告所跟踪的短期融资券到期不能偿还的风险极低。

2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流量以及现金类资产对“19津城建CP002”“19津城建CP003”“19津城建CP004”“19津城建CP005”“19津城建CP006”“19津城建CP007”和“20津城建CP001”本金合计125.00亿元的覆盖倍数分别为2.20倍、0.24倍和3.01倍。2019年9月底，公司现金类资产对公司存续短期融资券本金的覆盖倍数为3.82倍。

集中兑付方面，“19津城建CP002”“19津城建CP003”“19津城建CP004”“19津城建CP005”“19津城建CP006”和“19津城建CP007”均在2020年兑付，公司需于当年兑付十九期债券（若“17津投01”“17津投03”及“17津投05”的投资者未行使回售权），债券本金合计358.00亿元。2018年公司EBITDA、经营活动现金流入量和现金类资产分别为2020年集中兑付债券的0.26倍、0.77倍和1.05倍，公司面临一定集中兑付压力。若“17津投01”“17津投03”及“17津投05”均于2020年兑付，则共需兑付393.00亿元，兑付压力将进一步加大。

表8 公司需于2020年偿还的债券明细

(单位：亿元)

序号	债券名称	需偿还本金
1	13津城投债	12.00
2	13津城建MTN2	22.00
3	15津城建PPN001	48.00
4	15津城建PPN002	35.00
5	17津投01	10.00
6	17津投03	15.00
7	17津城建MTN002	20.00
8	17津投05	10.00
9	17津城建MTN003	20.00
10	17津城建MTN004	20.00

11	18津投07	16.00
12	19津城建CP002	15.00
13	19津城建CP003	25.00
14	19津城建CP004	20.00
15	19津城建SCP002	15.00
16	19津城建SCP003	15.00
17	19津城建CP005	15.00
18	19津城建SCP004	15.00
19	19津城建SCP005	15.00
20	19津城建CP006	15.00
21	19津城建CP007	15.00
	合计	393.00/358.00

注：“13津城投债”为分期偿还本金；“17津投01”期限为3+2年；“17津投03”及“17津投05”期限均为3+3+3+3+3年；则2020公司需兑付债券本金的上限为393.00亿元，下限为358.00亿元；以上债券为公司本部发行

资料来源：wind，联合资信整理

集中兑付方面，“20津城建CP001”于2021年兑付，公司需于2021年偿还二十二期已发行债券（若“16津投01”“16津城建MTN002”“18津投11”及“18津投13”的投资者未行使回售权），债券本金共计402.00亿元，同时将本期短期融资券考虑在内，上述二十三期债券本金合计422.00亿元。2018年，公司EBITDA为上述二十三期债券需偿还本金合计的0.22倍，保障能力弱；2018年，公司经营活动现金流入量分别为上述二十三期债券需偿还本金合计的0.65倍，保障能力较弱，公司面临一定的集中兑付压力。若“16津投01”“16津城建MTN002”“18津投11”及“18津投13”均于2021年兑付，则共需兑付475.00亿元，兑付压力将进一步加大。

表9 公司需于2021年偿还的债券明细（单位：亿元）

序号	债券名称	需偿还本金
1	13津城投债	12.00
2	14津城建MTN001	44.00
3	14津城建PPN006	7.00
4	14津城建MTN002	30.00
5	16津投01	20.00
6	16津城建PPN001	5.00
7	16津城建MTN001	30.00
8	16津城建MTN002	20.00
9	18津城建MTN001	30.00
10	18津城建MTN002	20.00
11	18津城建MTN003	20.00
12	18津城建MTN004	20.00
13	18津城建MTN005	20.00

14	18 津城建 MTN006	30.00
15	18 津城建 MTN007	20.00
16	18 津城建 MTN008A	10.00
17	18 津城建 MTN010A	10.00
18	18 津城建 MTN011A	18.00
19	18 津投 03	12.00
20	18 津城建 MTN012A	12.00
21	18 津投 05	12.00
22	18 津投 09	10.00
23	18 津城建 MTN013	15.00
24	18 津投 11	8.00
25	18 津投 13	5.00
26	18 津城建 MTN014	15.00
27	20 津城建 CP001	20.00
合计		475.00/422.00

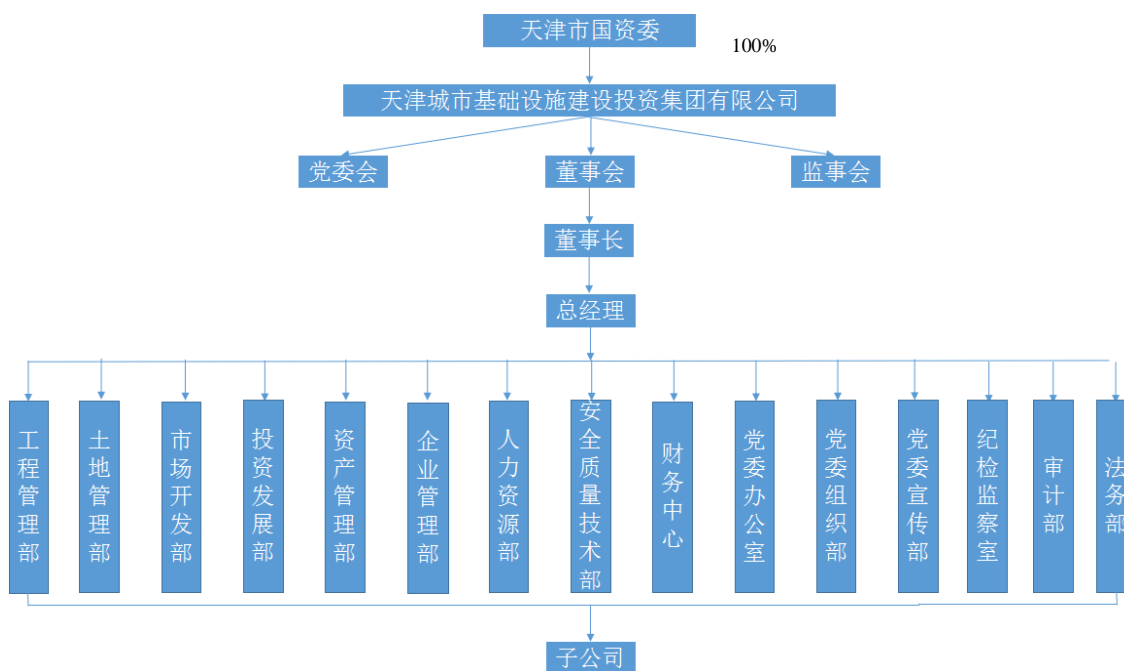
注：“13 津城投债”为分期偿还本金；“16 津投 01”期限为 5+5 年；“16 津城建 MTN002”期限为 5+N 年；“18 津投 11”及“18 津投 13”期限均为 3+1 年，则 2021 公司需兑付债券本金的上限为 475.00 亿元，下限为 422.00 亿元；以上债券为公司本部发行资料来源：Wind，联合资信整理

考虑到公司收到政府大规模的资金支持，联合资信认为上述短期融资券到期不能偿还的风险极低。

十、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 AAA，维持“19 津城建 CP002”“19 津城建 CP003”“19 津城建 CP004”“19 津城建 CP005”“19 津城建 CP006”“19 津城建 CP007”“20 津城建 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权及组织结构图



注：公司办公室和党委办公室合署办公，董事会办公室和企业管理部合署办公

附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已完成投资	资本金到位情况	项目批文
1	地铁 7 号线	268.96	34.82	已到位	发改基础（2015）2098 号
2	地铁 11 号线	256.02	45.67	已到位	发改基础（2015）2098 号
3	地铁 1 号线东延	126.66	86.72	已到位	发改基础（2013）2406 号
4	地铁 4 号线南段	189.11	63.64	已到位	发改基础（2012）202 号
5	地铁 10 号线一期	220.69	58.44	部分到位	发改基础（2012）202 号
6	快速路	312.00	308.18	已到位	津发改基础（2007）751 号
7	塘承高速公路一期	61.76	65.88	已到位	津发改基础（2007）862 号
8	海河基础设施	196.20	170.97	已到位	津发改基础（2004）548 号
9	天津大道	80.99	66.78	已到位	津发改基础（2008）617 号
10	天津西站交通枢纽 市政公用配套工程	114.00	132.71	已到位	津发改基础（2009）104 号
11	城市道路管网工程	343.00	333.46	已到位	建计（2003）1068 号、建计 （2006）335 号
总计		2169.39	1367.27	--	--

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司主要子公司情况

序号	子公司全称	业务性质	注册资本（元）	控股比例（%）	表决权比例（%）
1	天津市海河建设发展投资有限公司	以自有资金对城市基础设施、环保项目、房地产开发项目投资及管理城市建设项目咨询、市政道路、桥梁、地下管网及其土木工程建筑工程项目开发、建设、管理；工程准备；房屋租赁（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）	2060000000.00	100.00	100.00
2	天津市政投资有限公司	以自有资金对商业、服务业、房地产业、城市基础设施、公路设施及配套设施进行投资、经营及管理；物业管理；自有房屋租赁；企业管理咨询。（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件在有效期内经营国家有专项专营规定的按规定办理）。（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）	1820000000.00	100.00	100.00
3	天津城市道路管网配套建设投资有限公司	道路、桥梁、管网配套、二级河道治理、公交场站和停车楼等市政基础设施投资与建设及相关特许经营项目的开发与经营。	4313000000.00	100.00	100.00
4	天津市津源投资发展有限公司	对基础设施及市政公用配套设施投资、建设、运营；土地整理、综合开发；房地产开发；房屋租赁；物业管理	2000000000.00	80.00	80.00

5	天津高速公路集团有限公司	公路工程建设开发、咨询及国家政策允许经营自身开发的公路工程项目；高速公路项目投资、建设、运营管理及沿线项目开发；建筑材料批发兼零售；自营和代理各类商品和技术的进出口但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外（国家有专项经营规定按规定执行、专项专营项目以许可证资质证有效期限为准）	769518210.00	100.00	100.00
6	天津市环境建设投资有限公司	以自有资金对城市基础设施及其配套公用设施项目、城市公园及其周边区域综合开发项目、固体废弃物资源化处理项目、养老机构项目进行投资、咨询、策划及运营；生态环境建设工程、绿地、公园、园林景观项目的设计、咨询、建设、管理、养护、经营以及项目用地的整理与开发；绿地、公园项目配套设施的涉及、管理、经营；招标代理；项目管理；造价咨询（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）	100000000.00	100.00	100.00
7	天津市建设投资有限公司	利用自有资金对城市市政及公用基础设施有偿使用的建设项目进行投资及管理咨询服务；经济信息咨询服务；土地整理开发；房地产开发、房屋销售及租赁；工程代建及工程承包。（以上范围国家有专营专项规定的按规定办理）	4019072957.24	100.00	100.00

8	天津轨道交通集团有限公司	<p>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；城市基础设施投资；有价证券与股权投资；铁路装卸服务、铁路仓储服务（危险品除外）；工程承包与施工、工程代建与管理、技术咨询与服务；商品房销售；自持物业、场地经营、租赁；物业管理服务；建筑材料生产与销售；会展、会议服务；广告发布、设计与代理。（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）</p>	40264580000.00	86.34	86.34
9	天津金融城开发有限公司	<p>土地整理与招商、房地产开发经营、风貌建筑的腾迁及保护性经营开发、商品房销售、自有房屋出租、物业管理以及政府授权的特许经营项目（凭政府授权项目经营）。（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件在有效期内经营国家有专项专营规定的按规定办理）</p>	500000000.00	100.00	100.00

10	天津海河金岸投资建设开发有限公司	<p>对新农村投资建设、基础设施项目进行投资、建设及配套设施开发、经营与管理；土地整理开发；城市资源开发；设备租赁；房地产开发；工程管理服务；水产养殖；农作物种植；观光、旅游项目开发；食用农产品批发兼零售；预包装食品兼散装食品批发；园林绿化；市政工程；花卉租摆；会议服务；物业管理；农业技术咨询服务（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）</p>	2000000000.00	50.00	50.00
11	天津城投创展租赁有限公司	<p>融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询；兼营与主营业务相关的商业保理业务（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）</p>	1000000000.00	80.00	80.00
12	天津市海河地产开发有限公司	<p>房地产开发；房地产信息咨询服务；商品房代理销售；自有房屋租赁；建筑设计及安装；房屋置换；工程监理；物业管理；自营和代理货物进出口、技术进出口；花苗木经营（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件在有效期内经营国家有专项专营规定的按规定办理）</p>	600000000.00	100.00	100.00
13	天津海德宏业有限公司	<p>房地产开发、销售；物业管理。（依法须经批准的项目经相关部门批准后方可开展经营活动）</p>	140000000.00	100.00	100.00

14	天津市海河耀城房地产投资有限公司	以自有资金对房地产业进行投资；房地产信息咨询、物业服务、酒店管理、商品房销售代理；房地产开发与经营。（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件在有效期内经营国家有专项专营规定的按规定办理）	30000000.00	100.00	100.00
----	------------------	--	-------------	--------	--------

资料来源：公司审计报告、公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	251.45	294.58	376.85	476.94
资产总额(亿元)	7151.40	7434.26	7602.33	8052.17
所有者权益(亿元)	2352.53	2487.65	2589.20	2680.07
短期债务(亿元)	464.50	778.09	726.88	610.46
调整后短期债务(亿元)	560.73	853.09	875.86	836.45
长期债务(亿元)	3426.66	3141.62	3299.16	3595.79
调整后长期债务(亿元)	3646.75	3351.47	3439.26	3809.21
全部债务(亿元)	3891.16	3919.71	4026.04	4206.24
调整后全部债务(亿元)	4207.48	4204.56	4315.11	4645.66
营业收入(亿元)	142.47	142.40	154.47	108.36
利润总额(亿元)	23.30	24.27	25.54	14.48
EBITDA(亿元)	63.69	67.55	93.84	--
经营性净现金流(亿元)	-5.09	48.15	30.55	69.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.73	0.70	1.07	--
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	85.37	86.82	103.66	114.56
营业利润率(%)	17.17	20.44	23.55	23.90
总资本收益率(%)	0.72	0.76	1.04	--
净资产收益率(%)	0.76	0.77	0.77	--
长期债务资本化比率(%)	59.29	55.81	56.03	57.30
调整后长期债务资本化比率(%)	60.79	57.40	57.05	58.70
全部债务资本化比率(%)	62.32	61.18	60.86	61.08
调整后全部债务资本化比率(%)	64.14	62.83	62.50	63.42
资产负债率(%)	67.10	66.54	65.94	66.72
流动比率(%)	288.03	213.05	191.54	218.53
速动比率(%)	152.04	108.05	94.67	112.45
现金短期债务比(倍)	0.54	0.38	0.52	0.78
经营现金流动负债比(%)	-0.65	4.49	2.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	61.09	58.03	42.90	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	66.06	62.24	45.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.37	2.26	1.92	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务；2019 年 1-9 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.92	64.76	110.22	164.98
资产总额(亿元)	3810.58	3896.15	4116.18	4322.16
所有者权益(亿元)	1726.44	1782.52	1814.21	1824.13
短期债务(亿元)	74.25	356.81	330.64	337.91
长期债务(亿元)	1572.90	1164.02	1238.42	1359.68
全部债务(亿元)	1647.15	1520.83	1569.06	1687.59
营业收入(亿元)	13.00	14.00	27.50	20.63
利润总额(亿元)	6.80	5.03	10.59	6.17
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-134.41	-75.09	-221.72	-220.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.00	0.70	2.04	--
存货周转次数(次)	645.84	1391.05	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	2.73	2.72	3.12	13.88
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	0.39	0.28	0.58	--
长期债务资本化比率(%)	47.67	39.50	40.57	42.71
全部债务资本化比率(%)	48.82	46.04	46.38	48.20
资产负债率(%)	54.69	54.25	55.92	57.80
流动比率(%)	437.67	228.22	196.14	202.98
速动比率(%)	437.66	228.22	196.14	202.98
经营现金流动负债比(%)	-43.61	-12.55	-28.65	--
现金短期债务比(倍)	0.78	0.18	0.33	0.49
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2019 年 1-9 月财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。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 4-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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

附件 4-3 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