信用评级公告

联合〔2022〕5577号

联合资信评估股份有限公司通过对天津市政投资有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津市政投资有限公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“18市政02”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

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

天津市政投资有限公司公开发行公司债券
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天津市政投资有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 市政 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 市政 02	7.00 亿元	7.00 亿元	2023/04/03

注：1、“18 市政 02”附存续期第 5 年末投资者回售选择权，上表中到期兑付日为首次行权日；2、上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 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

天津市政投资有限公司（以下简称“公司”）是天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”）下属重要的金融股权投资和环保水务控股企业。跟踪期内，公司外部发展环境良好，盈利能力强，公司下属天津创业环保集团股份有限公司（以下简称“创业环保”）是以污水处理为主营业务的 A+H 股上市公司，在行业地位、区域专营性等方面仍保持优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、存在较大的资金支出压力和较大的集中偿债压力等因素可能对其信用水平带来的不利影响。未来，随着在建水务环保项目的竣工投产，公司水务板块业务规模有望保持增长。此外，公司将巩固自身金融投资平台定位，重点培育股权投资项目，未来业务拓展及收益情况有待关注。

“18 市政 02”由天津城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，天津城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保显著提升了“18 市政 02”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“18市政02”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2021 年，天津市经济稳步增长，实现地区生产总值 15695.05 亿元，同比增长 6.6%，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **跟踪期内，公司水务板块运营稳定，创业环保在行业地位、区域专营性等方面仍保持优势，并在政策和资金方面持续获得外部支持。**水务板块作为公司主营业务收入的主要来源，跟踪期内运营状况稳定；创业环保作为中国首家以污水处理为主营业务的 A+H 股上市公司，在污水处理规模、

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				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：

张雪婷 登记编号（R0150220110001）

杜 晗 登记编号（R0150222040004）

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

运营能力、污水处理工艺水平、研发实力和运营管理经验方面具有优势，在天津市区具有区域专营优势。

3. **跟踪期内，公司收入及利润均保持增长，盈利能力强。**2021 年，公司营业总收入和利润总额同比保持增长，总资本收益率和净资产收益率为 3.11%和 5.20%，公司盈利能力强。
4. **增信措施显著增强了债券本息偿付的安全性。**担保方天津城投是天津市最大的城市基础设施建设主体，业务范围广，资产规模大，担保实力极强。天津城投提供的担保能够显著提升债券本息偿付的安全性。

关注

1. **跟踪期内，公司资产流动性较弱。**截至 2021 年底，公司应收类款项（应收污水处理服务费及还迁房回购款、往来款等）和存货（以土地整理及房地产项目开发成本为主）合计占资产总额的比重为 50.87%，对资金形成较大占用，且资产受限比例较高，公司资产流动性较弱。
2. **跟踪期内，公司在建及拟建项目存在较大的资金支出压力。**截至 2021 年底，公司房地产板块尚需投资金额 29.08 亿元；截至 2022 年 3 月底，公司水务板块在建及拟建项目尚需投资金额 15.66 亿元，公司存在较大的资金支出压力。
3. **跟踪期内，公司面临较大的集中偿债压力。**跟踪期内，公司有息债务持续增长，截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.91%和 62.55%，整体债务负担较重，面临较大的集中偿债压力。

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	37.69	21.52	50.04
资产总额（亿元）	414.45	383.65	436.51
所有者权益（亿元）	129.53	134.06	140.06
短期债务（亿元）	65.22	74.32	69.43
长期债务（亿元）	109.62	112.74	164.49
全部债务（亿元）	174.85	187.06	233.92
营业总收入（亿元）	28.90	51.22	58.00
利润总额（亿元）	5.37	9.16	9.21
EBITDA（亿元）	14.05	18.61	20.28
经营性净现金流（亿元）	-2.13	-6.40	13.79
营业利润率（%）	30.60	25.30	24.97
净资产收益率（%）	3.36	5.73	5.20
资产负债率（%）	68.75	65.06	67.91
全部债务资本化比率（%）	57.44	58.25	62.55
流动比率（%）	130.54	133.04	140.90
经营现金流动负债比（%）	-1.14	-4.26	8.09
现金短期债务比（倍）	0.58	0.29	0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	1.83	1.99
全部债务/EBITDA（倍）	12.44	10.05	11.53
公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	142.58	108.19	137.33
所有者权益（亿元）	44.72	43.63	44.45
全部债务（亿元）	17.00	19.04	61.50
营业总收入（亿元）	0.14	0.11	0.15
利润总额（亿元）	-0.19	2.33	1.13
资产负债率（%）	68.63	59.67	67.63
全部债务资本化比率（%）	27.54	30.38	58.05
流动比率（%）	61.95	51.32	80.27
经营现金流动负债比（%）	-0.93	-8.69	7.62

注：1. 2020 年财务数据采用 2021 年审计报告期初追溯调整数，2019 年和 2021 年财务数据采用审计报告期末数；2. 本报告合并口径将公司其他应付款付息项按照公司偿还安排分别调整至短期债务和长期债务核算，将其他流动负债调整至短期债务核算，将长期应付款调整至长期债务核算；3. 本报告母公司口径将长期应付款付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；5. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 市政 02	AAA	AA+	稳定	2021/06/26	张雪婷 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AA+	稳定	2018/03/23	杨世龙 杨婷	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

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

声　明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

天津市政投资有限公司公开发行公司债券
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津市政投资有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东以及实际控制人未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 18.20 亿元，唯一股东为天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”），实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）。

跟踪期内，公司经营范围发生变动，并于 2022 年 6 月 1 日完成工商登记变更。公司经营范围：以自有资金从事投资活动；自有资金投资的资产管理服务；物业管理；住房租赁；非居住房地产租赁；企业管理咨询；第一类增值电信业务；第二类增值电信业务；互联网信息服务；计算机及通讯设备租赁；信息技术咨询服务；网络技术服务。（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）

截至 2021 年底，公司本部内设 8 个职能部门，包括计划财务部、投资管理部、项目管理部、综合办公室、产业研发部、组织人事部、信息技术部和风险管控部。截至 2021 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共计 4 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 436.51 亿元，所有者权益 140.06 亿元（含少数股东权益 67.99 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 58.00 亿元，利润总额 9.21 亿元。

公司注册地址：天津市和平区贵州路45号；法定代表人：安品东。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2022年5月20日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

“18市政02”由天津城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

表1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 市政 02	7.00	7.00	2018/04/03	5+5 年

注：“18市政02”附存续期第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1.　宏观政策环境和经济运行回顾

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

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）

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

有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

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

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

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

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

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

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

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

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

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿

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

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

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

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

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

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

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

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

（2）行业监管与政策

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

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

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

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解

不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

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

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

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

2. 水务行业

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业。由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。

（1）水资源禀赋

2020 年全国用水量有所下降，用水结构有所优化。我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式。

我国水资源主要来源于地表水，根据《2020 年度中国水资源公报》，2020 年地表水占水资源总量（31605.2 亿立方米）的 96.21%。2020 年，全国用水总量和供水总量均为 5812.9 亿立方米，受新冠疫情、降水偏丰等因素影响，用水总量减少 208.3 亿立方米。其中，全国用水总量中生活用水、工业用水、农业用水分别占 14.9%、17.7%、62.1%。

目前我国人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于我国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份人均水资源量不足1000立方米/人，人均水资源量匮乏。南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（2）供水行业分析

城市化进程推动我国城市用水人口和供水总量逐年增长，城市用水普及率较高，2020 年城市供水行业固定资产投资规模大幅提升，供水能力有所提升。近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势。

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加。根据国家住房和城乡建设部《2020 年城市建设统计年鉴》，2020 年城市用水人口增至 5.18 亿人，同比增长 2.70%。同期，

城市供水能力达 3.21 亿立方米/日，较 2019 年增长 3.88%。2020 年，我国城市供水总量达 629.54 亿立方米，较 2019 年增长 0.20%。用水结构中，生活用水占比最高，其次是生产用水和公共服务等方面用水。2020 年，我国城市供水管道长度 100.69 万公里，较 2019 年增长 9.43%；城市用水普及率进一步上升至 98.99%。2020 年，城市供水行业固定资产投资 749.4 亿元，较 2019 年大幅上升 33.81%。我国城市供水行业处于平稳发展状态。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。2021 年 9 月底，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.33 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

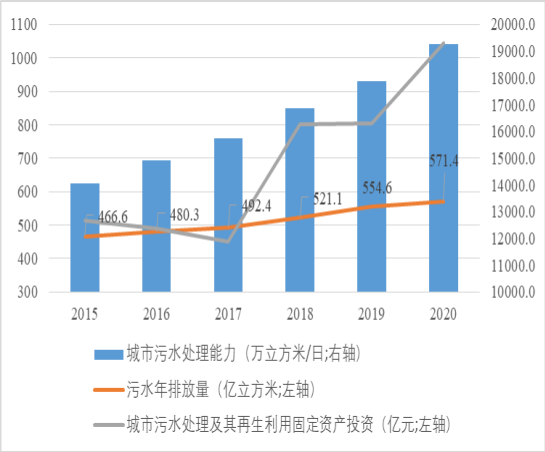
近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在 2020 年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价将温和增长。

（3）污水处理行业分析

近年来，我国污水处理能力显著上升，但污水处理费仍处低位，受益于政策支持我国未来污水处理行业处于发展期。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的 60%以上。2020 年，全国城市污水排放量 571.36 亿立方米，较 2019 年增长 3.01%。同期，全国城市污水处理能力 1.93 万立方米/日，较 2019 年增长 7.86%，显著高于同期城市供水能力增速。2020 年，全国城市污水处理率增至 97.53%，同比增长 0.73 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2020 年投资规模为 1043.4 亿元，同比增长 29.83%。2016－2020 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 3590.4 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 869.3 亿元[2]，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资 5600 亿元目标尚有较大空间。

图 1　我国城市污水处理相关数据变动情况



资料来源：联合资信根据国家住房和城乡建设部发布的《城市建设统计年鉴》整理

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119 号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于 0.95 元/吨，非居民不低于 1.40 元/吨。2021 年，全国省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，我国重点城市居民生活污

[2] 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内。

水处理平均价格虽呈上升趋势，但该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如拉萨、海口、深圳等地，污水处理价格处于 0.80 元/吨~0.90 元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，“十四五”期间，主要在补齐城镇污水管网短板，提升收集效能；强化城镇污水处置设施弱项，提升处理能力以及推进污水资源化利用三方面推进设施建设；计划新增和改造污水收集管网 8 万公里，新增污水处理能力 2000 万立方米/日，新建、改建和扩建再生水产生能力不少于 1500 万立方米/日，新增污泥无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日。随着“十三五”全国城镇污水处理体系的基本建立，“十四五”规划设施建设目标较“十三五”期间显著减少，建设内容更加注重“补短板”，预计相关固定资产投资金额会有所下降，而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业仍处于发展期。

（4）行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。2020 年以来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设和污水排放检测，进一步释放污水处理产能；推进水费改革提升水务行业盈利空间；通过中央，地方和外部融资等方式保证项目建设资金等方面。

表 3　水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资〔2016〕2849 号）	国家发改委、住建部
3	《重点流域水污染防治规划（2016－2020 年）》（环水体〔2017〕142 号）	环境保护部
4	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体〔2017〕18 号）	环境保护部、财政部
5	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正》（2017 年 6 月 27 日）	全国人大常委会
6	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》（财建〔2017〕455 号）	财政部
7	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资〔2017〕128 号）	国家发改委、水利部、住建部
8	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
9	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决议〉实施方案》（环厅〔2018〕70 号）	生态环境部
10	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104 号）	住建部、生态环境部
11	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
12	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
13	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019－2021 年）的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委
14	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》（中农发〔2019〕14 号）	中央农办、发改委等九部门
15	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》（发改环资〔2020〕1234 号）	国家发改委
16	《关于推进污水资源化利用的指导意见》（发改环资〔2021〕13 号）	国家发改委
17	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（发改环资〔2021〕827 号）	国家发改委、住建部
18	《城镇供水价格管理办法》（2021 年 10 月）	国家发改委
19	《城镇供水定价成本监审办法》（2021 年 10 月）	国家发改委

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业准入条件和行业壁垒较高，预期仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局。受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，地方国有水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少，主要受工艺要求高以及成本效益问题的考量影响，该类技术在国内大范围推广过程中受到一定限制。民营水务企业所占市场份额较小，主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争，面临较大投融资和回款压力。

地方国有水务企业区域垄断性突出，实力较强的地方国有企业和央企等行业龙头利用资金和技术优势积极参与水务衍生行业投资及财政实力偏弱的区县城镇供排水项目。但水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，预期水务行业整体仍呈现区域垄断和行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。“十四五”期间，通过智慧水务技术提升水务业务的竞争力，智慧水表、“供排污”一体化智慧管控系统有利于充分发挥协同管理效应，有效降低整体运营成本，将推动我国水务行业愈加成熟。

3. 区域经济及政府财力

公司经营和投资项目主要集中在天津市，2021年，天津市经济水平仍保持稳定增长，一般公共预算收入有所增长，财政平衡能力一般，但整体实力仍较强，为公司发展提供了良好的外部环境。

天津是中国四个直辖市之一，市中心距首都北京137公里，位于环渤海经济圈的中心。截至2021年底，全市常住人口1373万人，城镇化率84.88%。

2021年，天津市地区生产总值（GDP）为15695.05亿元，同比增长6.6%。其中，第一、第二、第三产业增加值分别为225.14亿元、5854.27亿元和9615.37亿元，同比分别增长2.7%、6.5%和6.7%。2021年，天津市规模以上工业增加值同比增长8.2%，两年平均增长4.9%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长3.3%，制造业同比增长8.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长17.9%。高技术产业（制造业）增加值同比增长15.5%；战略性新兴产业增加值同比增长10.3%。2021年，天津市居民人均可支配收入47449元，同比增长8.2%。其中，城镇居民人均可支配收入51486元，同比增长8.0%；农村居民人均可支配收入27955元，同比增长8.8%。全市居民人均消费支出33188元，同比增长16.6%。

2021年，天津市固定资产投资（不含农户）增速为4.8%。其中，第二产业投资同比增长7.8%，第三产业投资同比增长4.9%。制造业投资同比增长13.8%，基础设施投资同比增长1.7%。高技术产业投资同比增长38.2%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别同比增

长22.5%和57.5%。全市房地产开发投资同比增长6.2%，新建商品房销售面积增长9.8%。

2021年，天津市公用事业服务能力有所提升，推进供热旧管网和503公里燃气管网改造。新改扩建5座污水处理厂，建成一批垃圾处理、危废处置设施，生活垃圾分类设备不断完善，分类质量不断提升。工业园区污水集中处理基本实现全覆盖，废水排放企业及污水处理厂排放达标率接近100%，开展入海排口规范整治，推进“美丽海湾”建设，地表水优良水质断面增加到15个，12条入海河流水质基本实现“总体Ⅳ类”。开展重点企业土壤污染隐患排查整改，农用地、建设用地保持安全利用，完成63条农村黑臭水体治理，开展20吨及以上农村生活污水治理设施排水水质监督性监测，出水水质达标率为93.4%。

2021年，天津市一般公共预算收入2141.00亿元，同比增长11.30%。其中，税收收入1621.90亿元（占一般公共预算收入的75.75%），同比增长8.10%；非税收入519.10亿元，同比增长22.70%。2021年，天津市一般公共预算支出为3150.20亿元，财政自给率为67.96%，同比增长6.94个百分点，财政自给能力一般；天津市政府性基金预算收入为1126.50亿元。

截至2021年底，天津市地方政府债务余额7882.0亿元，政府债务规模大。按类型分，一般债务余额1941.8亿元，专项债务余额5940.2亿元；按级次分，市级债务余额2309.3亿元，区级债务余额5572.7亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 18.20 亿元，天津城投持有公司 100.00%股权，公司实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍定位为天津城投旗下负责环保水务业务和金融股权投资的主要载体。其中，水务业务在天津市区具有区域专营优势，金融股权投资尚处起步阶段。

3. 企业信用记录

公司本部及重要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”）过往债务履约情况良好，跟踪期内无新增关注或不良类信贷记录；联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91120000700422490A），截至 2022 年 5 月 13 日，公司本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91120000103065501J），截至 2022 年 4 月 15 日，公司重要子公司创业环保本部无关注或不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 27 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理水平

跟踪期内，根据股东决议，公司董事长发生变更，公司在治理结构、管理制度及组织架构等方面未发生重大变化。

跟踪期内，公司高管人员发生变动。根据公司于 2022 年 5 月 6 日发布的《天津市政投资有限公司董事长发生变动的公告》，根据天津城投下发文件津城投任〔2022〕80 号，任命安品东同志为公司董事长，顾文辉同志不再担任公司董事长、董事。

安品东先生，1968 年生，大学学历，硕士学位；历任天津城投副总经济师、资产运营部

部长；现任天津城投运营总监，兼任公司党总支书记、董事长。

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度及组织架构等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司主营业务收入同比保持增长，水务板块仍为主营业务收入的主要来源；主营业务毛利率有所下降。

2021 年，公司实现主营业务收入 55.34 亿元，同比增长 13.54%，主要系水务板块收入大幅增长所致。从主营业务收入构成来看，2021 年，公司污水处理收入 33.52 亿元，同比增长 40.13%，主要系根据新会计准则将符合准则规定的在建 PPP 项目投入确认为 6.91 亿元建造服务费收入以及污水处理量增长所致；道路通行费收入保持稳定；房地产销售收入同比下降 32.62%，主要受交房进度影响所致；其他板块收入主要来自供冷供热、环保危废垃圾处理、咨询服务等业务，2021 年收入规模同比增长 64.42%，主要系危废业务处理量增加带动相关收入增长所致。

毛利率方面，2021 年，公司主营业务毛利率 26.65%，同比下降 2.12 个百分点，各板块毛利率均有不同程度下降。2021 年，公司污水处理业务毛利率同比下降 5.85 个百分点，主要系水质标准提高使得运营投入增加以及当期确认的建造服务毛利率较低所致；道路通行费业务毛利率基本保持稳定；房地产销售业务毛利率小幅下降 2.29 个百分点；其他板块毛利率同比下降 19.90 个百分点，主要系环保危废垃圾处理业务毛利率大幅下降所致。

表 4　公司主营业务收入构成及毛利率情况

板块	项目	2020 年			2021 年		
		收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
水务板块	污水处理	24.36	49.98	35.59	34.05	61.53	29.74
	自来水及中水	4.16	8.54	26.21	4.87	8.80	33.33
	小计	**28.52**	**58.52**	**34.22**	**38.91**	**70.32**	**30.19**
市政基础设施配套板块	道路通行费	0.63	1.28	88.63	0.62	1.13	88.61
	小计	**0.63**	**1.28**	**88.63**	**0.62**	**1.13**	**88.61**
房地产板块	房地产销售	16.92	34.72	15.34	11.40	20.61	13.05
	小计	**16.92**	**34.72**	**15.34**	**11.40**	**20.61**	**13.05**
其他板块	咨询服务	0.15	0.31	36.31	0.10	0.18	46.49
	供冷供热	1.01	2.06	33.30	1.02	1.85	32.61
	环保危废垃圾处理	0.77	1.59	40.08	2.20	3.98	14.91
	其他业务	0.74	1.51	55.80	1.07	1.93	23.20
	小计	**2.67**	**5.47**	**41.65**	**4.39**	**7.94**	**21.75**
合计		**48.74**	**100.00**	**28.77**	**55.34**	**100.00**	**26.65**

注：1. 尾差系四舍五入所致，下同；2. 污水处理收入与审计报告数据不一致，系包含环保设备销售收入所致，2020—2021 年，环保设备销售收入分别为 0.43 亿元和 0.53 亿元
资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）水务板块

公司水务板块包括污水处理运营服务、污水处理厂建设和自来水及中水业务。水务板块由控股子公司创业环保运营。创业环保系以污水处理为主营业务的 A+H 股上市公司，其污水处理业务及再生水业务在天津市区具有区域专营优势。截至 2022 年 3 月底，创业环保总股本为 14.27 亿元，公司对其持股比例为 50.14%。

污水处理业务

跟踪期内，创业环保污水处理业务继续在天津市区保持区域专营优势。受益于污水处理量增加及根据新会计准则要求新增 PPP 项目建造服务费收入，污水处理收入快速增长。

跟踪期内，创业环保污水处理业务模式未发生变化，仍分为 PPP 模式和委托运营两部分。其中，PPP 模式为公司的主要收入来源，其经营模式为特许经营模式，即公司与政府签订《特许经营协议》及《污水处理服务协议》，特许经营期一般为 20~30 年；委托运营模式为公司与相关主体签订《委托运营协议》，项目运营期限主要集中在 1~2 年，整体运营期限较短。

截至 2021 年底，创业环保共拥有特许经营污水处理厂 45 个，较上年底增加 3 个，分别为天津市西青区大寺污水处理厂、洪湖市乡镇污水处理厂（二期）和界首市污水处理厂（第三批）。同期末，创业环保权益类污水处理业务规模约 487 万立方米/日，较 2020 年底增加约 8 万立方米/日；产能 477.81 万立方米/日，较 2020 年底增加 14.08 万立方米/日，业务规模和产能的差额为在建项目的计划产能，预计投产时间为 2022－2023 年。2021 年，创业环保污水处理业务的产能利用率为 86.50%，产能利用率较高。截至 2022 年 3 月底，创业环保主要的委托运营污水处理厂位于贵州、安徽、天津及湖北等地，委托运营规模约 20.62 万立方米/日，较 2020 年底大幅下降，主要系天津区域委托运营项目减少所致。创业环保以天津中心城区四座污水处理厂为起点，截至 2021 年底业务区域拓展至全国 15 个省市，运营较为成熟，规模优势明显。

表 5　截至 2021 年底创业环保特许经营污水处理厂情况（单位：万立方米/日、年）

序号	污水处理厂名称	地区	业务规模	协议签订日期	特许经营期	建设运营模式	盈利模式	相关资产是否有控制权
1	东郊污水处理厂	天津东丽	60.00	2014.02.18	30	特许经营	运营期收费	是
2	津沽（纪庄子）污水处理厂	天津津南	65.00					
3	咸阳路污水处理厂	天津西青	45.00					
4	北辰污水处理厂	天津北辰	15.00					
5	静海天宇科技园污水处理厂	天津静海	1.00	2017.11.24	30	BOT	运营期收费	是
6	宁河现代产业区污水处理厂	天津宁河	2.00	2017.11.17	30	BOT	运营期收费	是
7	天津市西青区大寺污水处理厂	天津西青	6.00	2021.05.21	15	TOT	运营期收费	是
8	春柳河污水处理厂（一期）	辽宁大连	12.00	2017.11.01	20	BOT	运营期收费	是
9	河北省石家庄市藁城区区域水环境综合提升工程 PPP 项目	河北石家庄	10.71	2019.03.26	30	BOT	运营期收费	是
10	文登市污水处理厂	山东文登	8.00	2007.12.19	30	TOT+BOT	运营期收费	是
11	文登市葛家镇污水处理厂	山东文登	0.50	2010.12.30	25	BOT	运营期收费	是
12	赤壁市污水处理厂	湖北赤壁	6.00	2018.11.08	27	BOT	运营期收费	是
13	洪湖市污水处理厂	湖北洪湖	7.00	2005.12.29	30	TOT+ROT	运营期收费	是
14	咸宁永安污水处理厂	湖北咸宁	6.00	2008.10.16	33	BOT+ROT	运营期收费	是
15	洪湖市乡镇污水处理厂	湖北洪湖	2.16	2018.12.18	30	TOT+BOT	运营期收费	是
16	洪湖市乡镇污水处理厂（二期）	湖北洪湖	0.45	2021.03.18	28	BOT	运营期收费	是
17	合肥市于湾污水处理厂	安徽合肥	5.00	2017.06.16	29	BOT	运营期收费	是
18	合肥市陶冲污水处理厂	安徽合肥	15.00	2018.11.28	29	ROT+BOT	运营期收费	是
19	阜阳市颍南污水处理厂	安徽阜阳	10.00	2005.12.18	30	TOT+BOT	运营期收费	是
20	阜阳市颍东污水处理厂（一期）	安徽阜阳	3.00	2009.08.10	30	BOT	运营期收费	是
21	阜阳市颍东污水处理厂（二期）	安徽阜阳	6.00	2019.08.26	20	BOT	运营期收费	是
22	界首市污水处理厂	安徽界首	5.00	2018.03.26	30	TOT+BOT	运营期收费	是

23	光武循环经济工业园集中污水处理厂	安徽界首	1.50			TOT+BOT		
24	界首市东城污水处理厂及配套管网	安徽界首	1.00			BOT		
25	界首市污水处理厂（第二批）	安徽界首	1.66	2019.03.02	30	BOT	运营期收费	是
26	界首市污水处理厂（第三批）	安徽界首	2.00	2021.05.13	30	BOT+ROT	运营期收费	是
27	安徽省含山县污水处理厂	安徽含山	2.00	2011.08.25	25	TOT	运营期收费	是
28	颍上县城南污水处理厂	安徽颍上	4.00	2016.06.16	30	BOT	运营期收费	是
29	安徽省六安市霍邱县城北第二污水处理厂（一期）	安徽霍邱	4.00	2020.01.02	30	BOT	运营期收费	是
30	宁乡经济技术开发区污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	湖南宁乡	5.00	2017.06.05	30	BOT	运营期收费	是
31	宁乡经济技术开发区污水处理及回用工程 PPP 项目	湖南宁乡	5.00	2018.04.27	30	BOT	运营期收费	是
32	杭州市七格污水处理厂	浙江杭州	60.00	2006.11.20	25	TOT+BOT	运营期收费	是
33	宝应县仙荷污水处理厂	江苏宝应	8.00	2018.01.01	28	TOT+BOT	运营期收费	是
34	德清县乾元污水处理厂	浙江德清	1.80	2018.11.21	20	TOT	运营期收费	是
35	曲靖市西城污水处理厂	云南曲靖	3.00	2011.08.16	30	TOT	运营期收费	是
36	曲靖市两江口污水处理厂	云南曲靖	8.00	2005.12.25	30	TOT	运营期收费	是
37	会泽县城镇污水处理设施建设政府和社会资本合作（PPP）项目	云南会泽	4.33	2020.03.13	21	BOT	运营期收费	是
38	贵阳市小河污水处理厂（一期）	贵州贵阳	8.00	2003.12.10	30	TOT+BOT	运营期收费	是
39	施秉县县城及乡镇污水处理工程 PPP 项目	贵州施秉	0.86	2018.07.12	28	BOT	运营期收费	是
40	内蒙古巴彦淖尔市污水处理再生水回用及供水一体化 PPP 项目	内蒙古巴彦淖尔	15.00	2018.03.01	30	TOT	运营期收费	是
41	酒泉市肃州区第一、第二污水处理厂	甘肃酒泉	10.00	2019.06.22	30	TOT+BOT	运营期收费	是
42	克拉玛依市第二污水处理厂	新疆克拉玛依	15.00	2016.11.04	27	TOT+DBOT	运营期收费	是
43	临夏市污水处理厂改扩建 PPP 项目	甘肃临夏	9.00	2017.05.13	30	BOT	运营期收费	是
44	邓家村污水处理厂	陕西西安	12.00	2008.03.18	25	TOT+BOT	运营期收费	是
45	北石桥污水处理厂	陕西西安	15.00					
合计	--	--	**486.96**	--	--	--	--	--

注：1. 部分特许经营期含 PPP 项目的建设期；2. 跟踪期内，文登市污水处理厂项目污水处理服务费上调为 1.5788 元/立方米
资料来源：公司提供

从运营情况看，2021 年，创业环保污水处理量合计较 2020 年增长 2.30%，仍以特许经营模式为主。根据新会计准则，创业环保将符合准则规定的在建 PPP 项目投入 6.91 亿元确认为建造服务费收入（同时计入“合同资产”科目，项目建设完成后转入“无形资产”或“长期应收款”科目），同时叠加污水处理量增加导致当期特许经营污水处理收入大幅增长。2021 年，创业环保委托运营污水处理量下降幅度较大，主要系天津区域委托运营项目减少所致；收入规模变化不大主要系新增项目污水处理量较小但单价较高所致。

表 6　创业环保污水处理量及收入情况

（单位：亿立方米、亿元）

项目	2020 年		2021 年	
	污水处理量	污水处理收入	污水处理量	污水处理收入
特许经营	14.66	23.92	15.66	33.52
委托运营	1.88	1.74	1.26	1.75
合计	**16.54**	**25.66**	**16.92**	**35.27**

注：委托运营项目收入计入“其他业务收入”
资料来源：公司提供

再生水业务

跟踪期内，创业环保再生水业务继续在天津地区保持专营优势，再生水业务规模及售水量均有所增加，但产能利用率仍较低。2021 年创业环保中水管道接驳收入有所增长。

创业环保再生水业务主要包括再生水的生

产、销售及中水管道接驳。截至 2021 年底，创业环保共有 8 个再生水厂，分布在天津、安徽、内蒙古、河北和甘肃，其中子公司天津中水有限公司负责运营天津中心城区津沽、咸阳路、东郊、北辰四座再生水厂，在天津市区具有区域专营优势。截至 2021 年底，再生水业务可用产能较 2020 年底无变化；2021 年，再生水业务产能利用率为 49.84%，较 2020 年上升 6.98 个百分点，但产能利用率仍较低，系市场需求不足所致。

表 7　截至 2021 年底创业环保再生水厂情况

（单位：万立方米/日）

名称	地区	处理能力	运营模式
津沽再生水厂	天津	7.00	自建及商业运营
咸阳路再生水厂		5.00	
东郊再生水厂		5.00	
北辰再生水厂		2.00	
阜阳市中水利用工程水处理部分	安徽	5.00	TOT
内蒙古巴彦淖尔市污水处理再生水回用及供水一体化 PPP 项目	内蒙古	11.50	TOT
河北省石家庄藁城区区域水环境综合提升工程 PPP 项目	河北	3.50	BOT
酒泉市肃州区第一、第二污水处理厂项目	甘肃	3.00	BOT
合计	--	**42.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，创业环保再生水的主要用户为居民小区用户以及天津国能津能热电有限公司、天津华能杨柳青热电有限责任公司、天津陈塘热电有限公司等企业用户。2021 年，创业环保再生水销售量同比增长 14.40%，主要系客户用水量增加所致。同期，再生水售水收入同比增长 10.55%，主要系电厂再生水销量大但单价低所致。

表 8　公司再生水业务收入情况（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年
再生水处理收入（万元）	12240.72	13532.42
再生水处理产量（万立方米）	7725.35	8785.43
再生水销量（万立方米）	6852.21	7839.15
管网接驳收入（万元）	19470.20	20172.02

资料来源：公司提供

创业环保再生水价格仍经天津市物价局文件规定，主要按照政府指导价收取。跟踪期内，天津市中水价格较 2020 年无变化。相对于自来水，再生水在价格上具有明显优势，且符合国家环保要求，未来将面临较好的发展前景。

管道接驳方面，跟踪期内，创业环保管道接驳业务模式和会计处理方式未发生变化。2021 年，中水管道接驳收入同比增长 3.60%。

在建项目

创业环保在建项目较多，待项目建设完成，业务规模有望继续增长，但未来仍存在一定的资金支出压力。

截至 2022 年 3 月底，创业环保在建项目主要为污水处理、危废和新能源项目，项目总投资合计 16.71 亿元，累计已完成投资 7.15 亿元，资金来源主要为自有资金和外部融资。同期末，创业环保拟建项目为侯台风景区 1#能源站项目、分布式光伏发电项目一期（外埠）、分布式光伏发电项目二期（市内）等 4 个项目，计划总投资 6.10 亿元。整体看，未来项目建设存在一定的资金支出压力。

表 9　截至 2022 年 3 月底创业环保主要在建项目情况

项目名称	项目类别	总投资额	已投资额	建设周期
侯台风景区 2#能源站项目	新能源	1.17	0.26	2021.11－2023.06
西安市邓家村（一污一期）污水处理厂再生水化提标改造和加盖除臭工程	污水处理	2.22	1.84	2020.10－2022.06
西安市北石桥（二污一期）污水处理厂再生水化提标改造和加盖除臭工程	污水处理	2.52	2.31	2020.10－2022.06
东营经济技术开发区危险废物中转站项目	危废	0.21	0.11	2021.09－2022.06
施秉县县城及乡镇污水处理工程 PPP 项目	污水处理	1.00	0.84	2018.04－2022.09
会泽县城镇污水处理设施建设政府和社会资本合作（PPP）项目	污水处理	0.90	0.53	2019.12－2022.12

天津市主城区再生水管网连通工程第一批项目	再生水	2.99	0.05	2021.10－2023.06
界首市污水处理 PPP 项目（第三批）	污水处理	1.98	0.70	2021.07－2022.08
洪湖市乡镇污水处理厂新建及提标升级和配套管网（二期）PPP 项目	污水处理	2.85	0.25	2021.08－2023.07
郯城综合材料生态处置中心项目（一期）	危废	0.87	0.26	2022.03－2023.03
合计	--	**16.71**	**7.15**	--

资料来源：公司提供

（2）房地产板块

2021 年，受交房进度等因素影响，公司房地产销售收入同比有所下降。公司主要房地产项目尚需投资金额较大，2022 年 4 月部分房地产子公司股权划出后，公司存量在售项目可售面积较大，未来随着房地产项目的销售和结转，公司房地产业务持续性较好。

跟踪期内，公司房地产业务仍主要由一级子公司天津正东置业发展有限公司（以下简称“正东置业”）和二级子公司天津市津筑房地产开发有限公司（以下简称“津筑公司”，原名天津市天房天都房地产开发有限公司）、天津天房丽山置业有限公司（以下简称“丽山置业”）、天津潮白湖投资发展有限公司（以下简称“潮白湖公司”）[3]负责经营。

公司房地产业务包括商品房、还迁房建设和销售，其中还迁房主要为潮白湖公司土地整理业务的配套项目。跟踪期内，公司房地产业务模式未发生变化，2022 年 4 月丽山置业和潮白湖公司股权划出后，公司房地产业务不再包含宝坻区土地整理和还迁房相关项目，房地产业务将以商品房及商业地产项目为主。

截至 2021 年底，公司主要房地产项目如下表所示。其中，受宝坻区政府相关单位委托，潮白湖公司通过自筹资金对还迁房进行建设，截至 2021 年底，天锦园项目已竣工且已基本完成销售，宝坻新城房屋建设指挥部办公室对天锦园还迁房项目回购款 9.06 亿元尚未实现回款，体现在“其他应收款”中，账龄较长，回款进度滞后。截至 2021 年底，公司主要房地产项目预计总投资 173.11 亿元，已投资 134.79 亿元，剔除丽山置业和潮白湖公司名下项目之后，尚需投资金额较大。其中，北宁公元、万欣城、博岸名邸、张贵庄南侧居住区 C1 地块等商品房项目已开始预售，累计回款合计 38.95 亿元，2021 年结转房地产销售收入 11.40 亿元，同比下降 32.62%，主要系交房进度影响所致。丽山置业和潮白湖公司划出后，公司主要在售项目为万欣城和张贵庄南侧居住区 C1 地块项目，可售面积较大，未来随着房地产项目的销售及结转，公司房地产业务持续性较好。

土地储备方面，截至 2021 年底，公司无用于房地产开发的土地储备。

[3] 2022 年 4 月，公司一级子公司天津城产发展有限公司（以下简称“城产公司”）将其持有的丽山置业 100.00%股权和潮白湖公司 100.00%股权全部转让至天津地铁资源投资有限公司（以下简称“地铁资源公司”），转让价款为 27.82 亿元，公司自 2022 年 4 月起不再将丽山置业和潮白湖公司纳入合并范围。

表 10　截至 2021 年底公司主要房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目主体	项目名称	项目位置	项目类型	预计总投资	已投资	建筑面积	可售面积	已售面积	已回款
潮白湖公司	北宁公元	河北区	商品房	15.81	10.44	10.00	7.00	4.59	12.80
	天锦园	宝坻区	还迁房	11.96	11.22	26.56	22.43	22.08	0.00
	天悦园		还迁房	11.13	11.06	21.65	19.15	0.00	0.00
	天畅园		还迁房	2.18	1.48	5.00	3.52	0.00	0.00
津筑公司	万欣城	河东区	商品房+还迁房+商业+小学幼儿园	100.89	75.27	68.75	43.58	7.04	21.28
丽山置业	博岸名邸	河西区	住宅+商业	10.92	8.56	4.60	3.21	0.70	2.84
正东置业	张贵庄南侧居住区 C1 地块项目	东丽区	住宅+商业	20.22	16.76	12.33	11.83	2.49	2.03
合计	--	--	--	**173.11**	**134.79**	**148.89**	**110.72**	**36.90**	**38.95**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将继续以水务板块和房地产板块为主业，并继续开展本部股权投资业务。考虑到未来公司本部金融与投资平台的定位和发展需要，公司未来业务拓展情况和收入结构有待关注。

未来，公司本部将继续开展股权投资业务，建立资本管理体系，参与天津市基础设施和公共服务领域国有企业改革改制，持有优质金融股权。同时，公司子公司创业环保将基于“专业系统环境服务商”战略定位与目标，由污水处理为核心向水环境治理产业生态升级，布局综合环境治理产业生态。一方面从产业链着手，以污水处理为核心，提高对高附加值产业链环节的控制能力，另一方面通过技术及运营能力的提升，提高主营业务的运营效能。以此为基础，从固废、水务、能源等方面，打通产业链、服务系统化，全面打造环境治理产业生态。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度合并财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2021 年，公司通过投资新设新增 1 家一级子公司城产公司[4]，并将原持有的津筑公司、潮白湖公司和丽山置业股权划转至城产公司；同期，公司将原一级子公司天津城投建设工程管理咨询有限公司 100.00%股权无偿划转至天津城市道路管网配套建设投资有限公司。截至 2021 年底，公司合并范围内一级子公司共计 4 家，合并范围变动对公司财务数据影响有限，公司财务数据可比性较强。

考虑到公司 2021 年审计报告变更会计师事务所，且部分科目执行新会计准则进行了追溯调整，为增强数据可比性，本报告 2020 年财务数据采取 2021 年审计报告期初追溯调整数据。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍趋于均衡。公司流动资产主要由应收类款项和存货构成，非流动资产主要由无形资产构成，其中子公司创业环保对天津市水务局等单位应收污水处理费规模较大，房地产子公司形成的其他应收款账龄较长，应收类款项对资金形成较大占用，货币资金和存货受限比例较高，资产流动性较弱。公司整体资产质量一般。

[4] 公司与地铁资源公司合资成立城产公司，持股比例分别为 60.00%和 40.00%。2022 年 3 月，天津市国资委同意地铁资源公司将持有的城产公司 40.00%股权非公开协议转让至公司，城产公司于 2022 年 3 月 9 日完成工商变更，变更后公司持有城产公司 100.00%股权。

截至2021年底，公司资产总额436.51亿元，较上年底增长13.78%，主要系货币资金和存货增长所致。公司资产结构较为均衡，流动资产和非流动资产分别占55.05%和44.95%，流动资产比重较上年底有所上升。

表 11　公司主要资产构成情况

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	18.73	4.88	46.31	10.61
应收账款	18.89	4.92	23.26	5.33
其他应收款	37.64	9.81	38.91	8.91
存货	116.35	30.33	121.76	27.89
流动资产	**199.66**	**52.04**	**240.30**	**55.05**
长期应收款	34.87	9.09	38.12	8.73
长期股权投资	22.33	5.82	22.56	5.17
固定资产	11.21	2.92	12.35	2.83
无形资产	101.21	26.38	103.32	23.67
非流动资产	**183.99**	**47.96**	**196.21**	**44.95**
资产总额	**383.65**	**100.00**	**436.51**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 240.30 亿元，较上年底增长 20.36%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 46.31 亿元，较上年底增长 147.26%，构成以银行存款 25.84 亿元和其他货币资金 20.47 亿元为主，其他货币资金主要为用于担保的定期存款或通知存款（20.00 亿元）及履约保证金等，货币资金受限比例为 44.20%。

截至 2021 年底，公司应收账款 23.26 亿元，较上年底增长 23.09%，主要系子公司创业环保对天津市水务局、曲靖市城市供排水总公司等单位应收污水处理服务费增加所致。公司应收账款主要由天津市水务局及其他服务地区政府单位待回收的污水处理费构成。公司应收账款中按单项计提坏账准备的余额 16.87 亿元，累计计提 1.43 亿元，计提比例 8.48%；按账龄组合计提坏账准备的余额 8.17 亿元，累计计提 0.35 亿元，计提比例 4.28%。截至 2021 年底，公司应收账款余额前五名合计 17.29 亿元，占比为 69.07%，账龄以 1 年以内为主，公司应收账款集中度较高。其中，应收天津市水务局的污水处理服务费 11.64 亿元，规模较大，对资金形成一定占用。

表12　截至2021年底公司应收账款余额前五名情况

单位名称	账面余额（亿元）	账龄	占比（%）
天津市水务局	11.64	1 年以内	46.51
曲靖市城市供排水总公司	1.26	1 年以内	9.26
	0.64	1~2 年	
	0.12	3~4 年	
	0.16	4~5 年	
	0.14	5 年以上	
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	0.91	1 年以内	5.52
	0.47	1~2 年	
界首市住房和城乡建设局	1.14	1 年以内	4.53
杭州市城市水设施和河道保护管理中心	0.68	1 年以内	3.25
	0.02	2~3 年	
	0.11	3~4 年	
合计	**17.29**	**--**	**69.07**

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司其他应收款 38.91 亿元，较上年底增长 3.36%。公司其他应收款以关联方和政府部门欠款为主，累计计提坏账准备 334.72 万元，计提比例 0.09%。截至 2021 年底，公司其他应收款余额前五名合计 38.07 亿元，占比为 98.23%，集中度很高，账龄偏长，对公司资金形成一定占用。

表 13 截至 2021 年底公司其他应收款余额前五名情况

单位名称	款项性质	账面余额（亿元）	账龄	占比（%）
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	资金归集、借款及利息	11.38	1 年以内	29.37
天津地铁资源投资有限公司	往来款	6.73	1 年以内	28.93
		4.48	2~3 年	
宝坻新城房屋建设指挥部办公室	还迁房回购款	0.00	1 年以内	23.38
		0.00	2~3 年	
		3.80	3~4 年	
		5.26	4~5 年	

天津市静海区土地整理中心	土地回购款	6.39	3~4 年	16.49
天津海河金岸投资建设开发有限公司	往来款	0.02	5 年以上	0.06
合计	--	**38.07**	--	**98.23**

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司存货 121.76 亿元，较上年底增长 4.65%。公司存货主要由房地产业务形成的开发成本 100.07 亿元及开发产品 21.47 亿元构成。截至 2021 年底，公司存货中作为抵押物受限的房产和土地资产账面价值合计 37.06 亿元，存货受限比例为 30.44%。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 196.21 亿元，较上年底增长 6.64%。公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和无形资产构成。

截至 2021 年底，公司长期应收款 38.12 亿元，较上年底增长 9.32%，主要系子公司创业环保将天津市水务局污水处理服务费中预计回款时间超过 12 个月的应收账款调整至长期应收款所致。公司长期应收款主要由特许经营权安排应收款项 17.82 亿元和应收天津市水务局污水处理服务费 17.56 亿元构成，累计计提减值准备 0.40 亿元。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 22.56 亿元，较上年底增长 1.00%，主要为对天津滨海农村商业银行股份有限公司（11.82 亿元）、天津市五联众合科技发展有限公司（3.75 亿元）、上海申创新动力股权投资基金合伙企业（有限合伙）（2.64 亿元）等联营企业股权投资，2021 年权益法下确认的投资损益为 0.46 亿元。

截至 2021 年底，公司无形资产 103.32 亿元，较上年底增长 2.08%，主要系在建工程中部分特许经营项目转入使得特许经营权增加所致。公司无形资产主要由子公司创业环保持有的特许经营权（占 98.64%）构成，累计计提摊销 34.87 亿元，累计计提减值准备 1.30 亿元。

截至 2021 年底，公司新增商誉 4.05 亿元，系子公司创业环保收购危废项目公司确认的商誉。

受限资产方面，截至 2021 年底，公司受限资产账面价值合计 99.12 亿元，较上年底大幅增长 169.20%，主要系货币资金中质押受限的定期存单和存货中抵押受限的房产及土地资产规模大幅增长所致，受限资产占 2021 年底资产总额的比重为 22.71%。受限资产明细详见下表。

表 14　截至 2021 年底公司受限资产情况

受限科目	账面价值（亿元）	占资产总额比重（%）	受限原因
货币资金	20.00	4.58	定期存单质押
货币资金	0.47	0.11	保证金、冻结存款
存货	11.81	2.71	银行贷款抵押
存货	25.25	5.78	担保抵押
投资性房地产	0.27	0.06	担保抵押
固定资产	3.21	0.74	银行贷款抵押
无形资产	30.42	6.97	银行贷款质押、抵押
在建工程	0.15	0.03	银行贷款抵押
其他	7.54	1.73	银行贷款质押、受限的银行存款
合计	**99.12**	**22.71**	--

资料来源：公司提供

资产流动性方面，截至2021年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款+长期应收款）和存货合计占资产总额的比重为50.87%，应收类款项对资金形成较大占用，货币资金和存货受限比例较高，公司资产流动性较弱。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益保持增长，权益结构较上年底变化不大，未分配利润和少数股东权益占比仍较高，权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 140.06 亿元，较上年底增长 4.48%。其中，归属于母公司所有者权益占 51.46%，少数股东权益占 48.54%。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构

成，权益结构稳定性一般。

截至2021年底，公司实收资本18.20亿元，较上年底保持稳定。公司资本公积28.64亿元，较上年底下降1.41%，主要系合并范围内子公司变动所致。

截至2021年底，公司未分配利润21.35亿元，较上年底增长19.93%，主要系净利润转入所致。

截至2021年底，公司少数股东权益67.99亿元，较上年底增长4.44%，主要系投资新设城产公司（公司持股60.00%）所致。

表15　公司主要所有者权益构成情况

科目	2020年末		2021年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	18.20	13.58	18.20	12.99
资本公积	29.04	21.66	28.64	20.44
未分配利润	17.80	13.28	21.35	15.24
归属于母公司的所有者权益	**68.96**	**51.44**	**72.08**	**51.46**
少数股东权益	65.10	48.56	67.99	48.54
所有者权益合计	**134.06**	**100.00**	**140.06**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

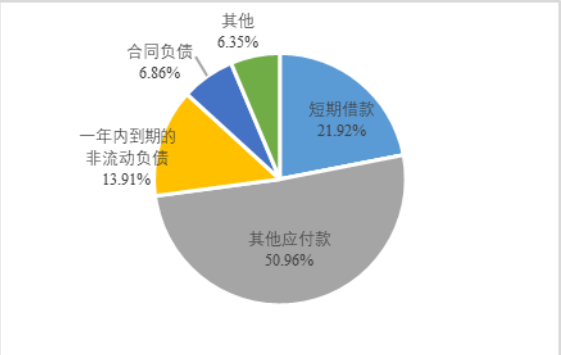
（2）负债

截至2021年底，公司债务规模保持增长，债务负担仍较重。公司债务结构仍以长期债务为主，将于2022年和2023年面临较大的集中偿债压力。

截至2021年底，公司负债总额296.45亿元，较上年底增长18.78%，主要系短期借款和长期借款增长所致。公司负债结构仍以流动负债为主，流动负债和非流动负债占比分别为57.53%和42.47%，流动负债比重较上年底有所下降。

截至2021年底，公司流动负债170.55亿元，较上年底增长13.65%。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、合同负债和一年内到期的非流动负债构成。

图2　截至2021年底公司流动负债构成



注：其他应付款不包含应付利息和应付股利
资料来源：根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司新增短期借款37.39亿元，包括质押借款25.93亿元、保证借款10.30亿元和信用借款1.16亿元。

截至2021年底，公司合同负债11.70亿元，较上年底下降24.18%，主要系预收房款结转收入所致。合同负债主要由预收房款6.02亿元和预收中水管道接驳费5.15亿元构成。

截至2021年底，公司其他应付款86.91亿元，较上年底下降8.94%。公司其他应付款主要为应付天津城投（占42.84%）和天津地铁资源投资有限公司（占36.72%）的往来款及借款，账龄以1年以内和1~2年为主，本报告将其他应付款中69.23亿元借款及利息按照公司偿还安排分别调整至短期债务和长期债务进行核算。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债23.73亿元，较上年底下降20.00%，主要包括一年内到期的长期借款22.75亿元和一年内到期的长期应付款0.86亿元，另有少量一年内到期的租赁负债、应付债券利息及其他长期负债。

截至2021年底，公司非流动负债125.90亿元，较上年底增长26.51%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至2021年底，公司长期借款90.76亿元，较上年底增长60.13%，主要系质押借款和信用借款大幅增长所致，长期借款主要集中于子公司创业环保。公司长期借款包括保证借款39.08亿元、质押借款22.66亿元、信用借款23.62

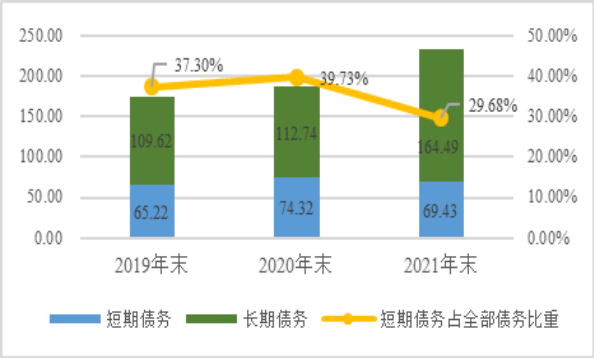
亿元和抵押借款 5.40 亿元。

截至 2021 年底，公司应付债券 9.50 亿元，较上年底下降 47.19%，主要系“16 市政 01”“16 津创 01”“18 市政 01”和“18 津创 01”均于 2021 年到期或行权所致。截至 2021 年底，公司存续债券包括“21 津创 01”2.50 亿元和“18 市政 02”7.00 亿元。

截至 2021 年底，公司长期应付款 3.06 亿元，较上年底增长 23.62%，主要为子公司创业环保收购天津市排水公司的污水处理资产所形成的资产购置款 1.94 亿元，以及应付天津城投创展租赁有限公司的融资租赁款 1.12 亿元，均系有息债务，本报告将长期应付款调整至长期债务进行核算。

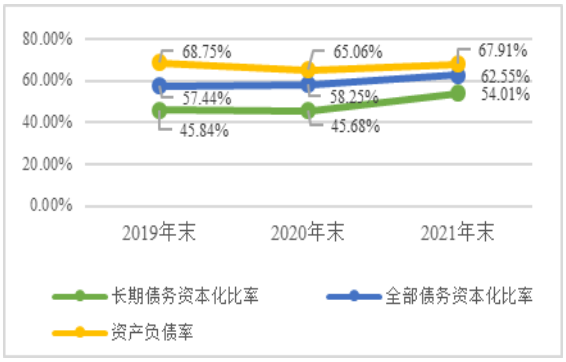
截至 2021 年底，公司递延收益 19.49 亿元，较上年底下降 2.38%，主要为津沽污水处理厂、天津四座污水处理厂提标改造项目和天津四座再生水项目、供冷供热项目收到的政府专项资金。

图 3　2019－2021 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图 4　2019－2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

有息债务方面，将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的付息项考虑在内，截至 2021 年底，公司全部债务 233.92 亿元，较上年底增长 25.05%，主要系短期借款和长期借款增长所致。其中，短期债务占 29.68%，长期债务占 70.32%，公司有息债务仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所增长，上述指标分别为 67.91%、62.55%和 54.01%，公司整体债务负担仍较重。

从有息债务期限分布来看，截至 2021 年底，公司计划于 2022 年和 2023 年偿还的有息债务规模分别为 68.91 亿元和 62.38 亿元，公司集中偿债压力较大。

4．盈利能力

2021年，公司营业总收入有所增长，营业利润率小幅下降，费用控制能力仍有待提升。公司利润总额主要来自经营性收益，对非经常性损益依赖一般，盈利指标维持较高水平，整体盈利能力仍强。

2021 年，公司营业总收入 58.00 亿元，同比增长 13.25%，主要系污水处理收入增长所致；营业成本 42.34 亿元，同比增长 16.55%，营业成本增幅大于营业总收入增幅，使得营业利润率同比下降 0.33 个百分点至 24.97%。

表 16　公司盈利能力情况

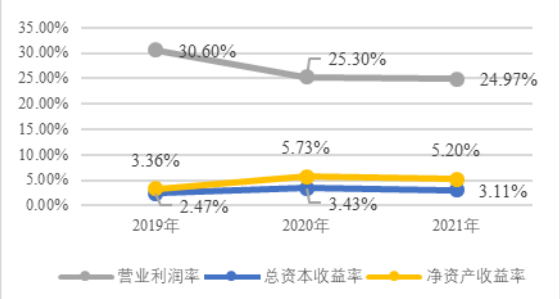
项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	51.22	58.00
营业成本（亿元）	36.33	42.34
期间费用（亿元）	5.69	6.04
其中：管理费用（亿元）	2.72	3.25
财务费用（亿元）	2.45	1.96
投资收益（亿元）	3.90	0.49
其他收益（亿元）	1.63	1.40
利润总额（亿元）	9.16	9.21

资料来源：根据公司审计报告整理

期间费用方面，2021 年，公司期间费用 6.04 亿元，同比增长 6.08%，主要由管理费用和财务费用构成。2021 年，公司期间费用率（期间费用/营业总收入）同比下降 0.70 个百分点至 10.41%，公司费用控制能力仍有待提升。

非经常性损益方面，2021 年，公司投资收益 0.49 亿元，主要为长期股权投资确认的投资收益，同比下降明显，主要系 2020 年处置可供出售金融资产取得投资收益 3.61 亿元所致。公司其他收益 1.40 亿元，同比下降 13.61%，主要为子公司创业环保获得的即征即退增值税以及水务、环保项目获得的建设补贴资金等。2021 年，公司利润总额 9.21 亿元，同比小幅增长，非经常性损益对利润总额贡献一般。

图5　2019－2021年公司盈利指标情况



资料来源：根据公司审计报告整理

从盈利能力指标看，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为3.11%和5.20%。公司盈利能力仍强。

5．现金流分析

2021 年，公司经营活动现金流净额由负转正，投资活动资金缺口进一步扩大，受水务板块回款滞后以及房地产收入系结转预收房款等因素综合影响，公司现金收入比仍处于较低水平。公司加大筹资力度，筹资活动现金流保持净流入，随着各板块项目的持续推进，公司仍存在较大的外部融资需求。

表 17　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计（亿元）	37.82	66.44
经营活动现金流出小计（亿元）	44.22	52.65
经营现金流量净额（亿元）	**-6.40**	**13.79**
投资活动现金流入小计（亿元）	44.57	33.42
投资活动现金流出小计（亿元）	58.79	62.24
投资活动现金流量净额（亿元）	**-14.22**	**-28.82**
筹资活动前现金流量净额（亿元）	**-20.62**	**-15.03**
筹资活动现金流入小计（亿元）	80.36	182.31
筹资活动现金流出小计（亿元）	67.85	160.04
筹资活动现金流量净额（亿元）	**12.52**	**22.26**
现金收入比（%）	47.86	78.71

资料来源：根据公司审计报告整理

从经营活动看，2021 年，公司经营活动现金流入同比大幅增长 75.68%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 45.66 亿元，同比增长 86.27%，现金收入比同比上升至 78.71%，收现质量有所改善，主要系受疫情影响，天津市水务局实际回款滞后以及房地产板块当期主要结转预收房款所致；收到其他与经营活动有关的现金 20.57 亿元，同比增长 67.11%，主要系收到的往来款、补助资金以及保证金等。经营活动现金流出同比增长 19.07%，仍主要为水务板块现金流出、房地产项目支出、与天津城投资金归集款项流出以及支付的投标保证金等。2021 年，公司经营活动现金流净额由负转正。

从投资活动看，2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 25.01%，投资活动现金流出同比增长 5.87%。其中，公司收回投资收到的现金 23.47 亿元和投资支付的现金 25.89 亿元主要为公司本部开展股权投资业务形成的现金收支；支付其他与投资活动有关的现金 21.20 亿元，同比下降 45.69%。2021 年，公司投资活动现金流持续净流出，且资金缺口进一步扩大。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -15.03 亿元，净流出规模同比下降 27.09%。从筹资活动看，2021 年，公司筹资活动现金流入同比大幅增长 126.85%，主要为取得的银行借款及收到的往来借款，公司对外筹资力度进一步加强。筹资活动现金流出同比大幅增长 135.89%，主要系偿还债务规模大幅增长所致。2021 年，公司筹资活动现金流量净额为 22.26

亿元，净流入规模同比增长 77.85%。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较强，公司间接融资渠道亟待拓宽。

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均小幅上升，公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2021 年，公司经营性净现金流由负转正，对流动负债的保障能力较弱。截至 2021 年底，公司现金短期债务比为 0.72 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所改善。总体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA同比增长8.96%至20.28亿元，主要由利润总额（占45.42%）、摊销（占27.30%）和计入财务费用的利息支出（占21.36%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数同比上升至1.99倍，EBITDA对利息的保障程度仍较高；全部债务/EBITDA同比上升至11.53倍。总体看，公司长期偿债指标表现较强。

表18 公司偿债指标情况

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率（%）	133.04	140.90
	速动比率（%）	55.52	69.51
	经营现金/流动负债（%）	-4.26	8.09
	经营现金/短期债务（倍）	-0.09	0.20
	现金类资产/短期债务（倍）	0.29	0.72
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	18.61	20.28
	全部债务/EBITDA（倍）	10.05	11.53
	经营现金/全部债务（倍）	-0.03	0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	1.83	1.99
	经营现金/利息支出（倍）	-0.63	1.36

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：根据公司审计报告整理

对外担保方面，截至 2021 年底，公司合并口径对外担保余额为零。

银行授信方面，截至 2021 年底，公司（不含创业环保）获得主要合作银行授信额度 55.83 亿元，尚未使用额度 0.66 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。同时，公司拥有 A+H 股上市公司创业环保，具备直接融资能力。

未决诉讼方面，截至 2021 年底，公司一级子公司创业环保所属公司作为被告方涉及三起民事诉讼案件。其中，两起案件因当事人涉嫌刑事犯罪而被法院驳回起诉和中止审理，其余一起案件仍在审理中，未决诉讼的起诉金额合计 0.28 亿元。

7. 母公司财务概况

母公司资产和负债占合并口径比重均较小，整体债务负担较重。母公司营业总收入占合并口径比重很低，水务板块经营主体创业环保为上市公司，公司对其实际管控能力较弱。

截至 2021 年底，母公司资产总额 137.33 亿元，较上年底增长 26.93%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占 39.46%，非流动资产占 60.54%，资产结构仍以非流动资产为主，资产主要集中于货币资金、其他应收款和长期股权投资。母公司资产总额占合并口径资产总额的 31.46%，占比较小。

截至 2021 年底，母公司所有者权益 44.45 亿元，较上年底增长 1.88%。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，权益结构稳定性仍较强。

截至 2021 年底，母公司负债总额 92.88 亿元，较上年底增长 43.86%，主要系短期借款和长期借款增长所致。其中，流动负债占 72.68%，非流动负债 27.32%，负债结构仍以流动负债为主。母公司负债总额占合并口径负债总额的 31.33%，占比较小。截至 2021 年底，将母公司长期应付款调整至长期债务核算，母公司全部债务为 61.50 亿元，较上年底大幅增长 222.98%，以短期债务为主（占 59.91%）。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 67.63%，全部债务资本化比率为 58.05%。整体看，母公司债务负担较重。

公司营业总收入主要来自下属创业环保、

津筑公司、潮白湖公司等子公司。其中，创业环保为上市公司，公司对其实际管控能力较弱。2021 年，母公司营业总收入为 0.15 亿元，同比增长 33.49%，占合并口径营业总收入的 0.25%，占比很低。2021 年，母公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 21.34%、1.02%和 2.41%。

十、外部支持

跟踪期内，公司继续在政策支持和政府补助方面获得有力的外部支持。

政策支持

跟踪期内，公司一级子公司创业环保及其部分下属子公司因从事符合条件的环境保护、节能节水项目继续享受“三免三减半”税收优惠。

根据中华人民共和国财政部和国家税务总局于 2021 年 12 月 30 日出台的《财政部税务总局关于完善资源综合利用增值税政策的公告》（财政部税务总局公告 2021 年第 40 号），自 2022 年 3 月 1 日起，创业环保本部及其控股子公司污水处理业务免征增值税或增值税即征即退。

政府补助

2021 年，公司确认政府补助 1.16 亿元，计入“其他收益”。

十一、存续债券偿还能力分析

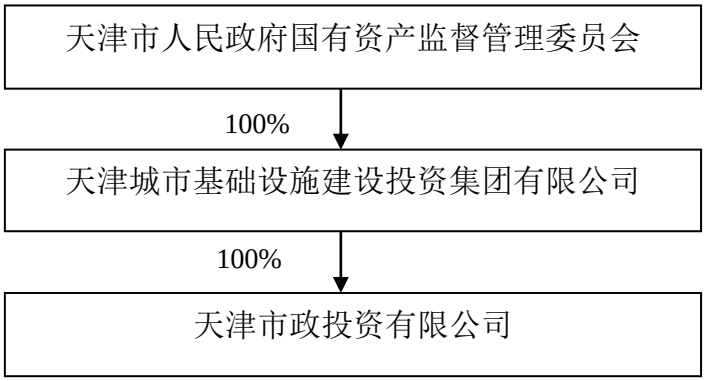
截至2022年5月11日，公司合并口径存续债券余额9.50亿元（“18市政02”和“21津创01”）。其中，“18市政02”附存续期第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，行权日为2023年4月3日；“21津创01”附存续期第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，行权日为2024年10月18日。

此外，天津城投对“18市政02”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，天津城投主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。天津城投担保实力极强，其担保显著提升了“18市政02”本息偿还的安全性。

十二、结论

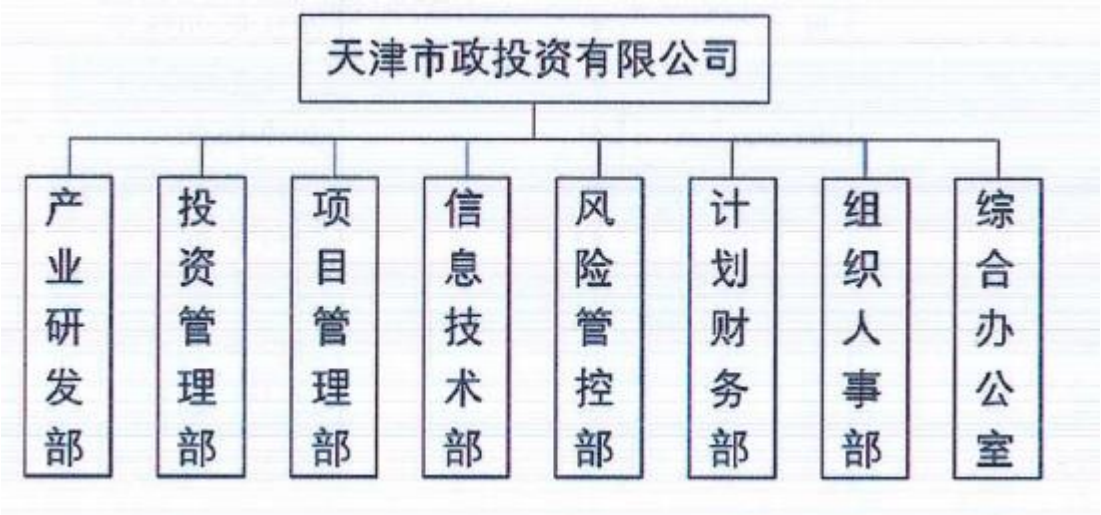
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“18 市政 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
1	天津创业环保集团股份有限公司	天津市	污水处理及相关设施的建设管理、自来水供水以及中水等业务	142722.84	50.14	非同一控制企业合并
2	天津正东置业发展有限公司	天津市	房地产开发经营；物业管理；商品房销售；自有房屋租赁；停车场服务等	3000.00	100.00	出资设立
3	天津君诚产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）	天津市	从事对未上市企业的投资，对上市公司非公开发行股票的投资以及相关咨询服务	200000.00	99.80	出资设立
4	天津城产发展有限公司	天津市	房地产开发经营	50000.00	60.00	出资设立

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	37.69	21.52	50.04
资产总额（亿元）	414.45	383.65	436.51
所有者权益（亿元）	129.53	134.06	140.06
短期债务（亿元）	65.22	74.32	69.43
长期债务（亿元）	109.62	112.74	164.49
全部债务（亿元）	174.85	187.06	233.92
营业总收入（亿元）	28.90	51.22	58.00
利润总额（亿元）	5.37	9.16	9.21
EBITDA（亿元）	14.05	18.61	20.28
经营性净现金流（亿元）	-2.13	-6.40	13.79
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.25	2.32	2.75
存货周转次数（次）	0.35	0.32	0.36
总资产周转次数（次）	0.09	0.13	0.14
现金收入比（%）	101.84	47.86	78.71
营业利润率（%）	30.60	25.30	24.97
总资本收益率（%）	2.47	3.43	3.11
净资产收益率（%）	3.36	5.73	5.20
长期债务资本化比率（%）	45.84	45.68	54.01
全部债务资本化比率（%）	57.44	58.25	62.55
资产负债率（%）	68.75	65.06	67.91
流动比率（%）	130.54	133.04	140.90
速动比率（%）	70.31	55.52	69.51
经营现金流动负债比（%）	-1.14	-4.26	8.09
现金短期债务比（倍）	0.58	0.29	0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	1.83	1.99
全部债务/EBITDA（倍）	12.44	10.05	11.53

注：1. 2020 年财务数据采用 2021 年审计报告期初追溯调整数，2019 年和 2021 年财务数据采用审计报告期末数；2. 本报告合并口径将公司其他应付款付息项按照公司偿还安排分别调整至短期债务和长期债务核算，将其他流动负债调整至短期债务核算，将长期应付款调整至长期债务核算
资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.76	0.14	23.75
资产总额（亿元）	142.58	108.19	137.33
所有者权益（亿元）	44.72	43.63	44.45
短期债务（亿元）	0.00	10.09	36.84
长期债务（亿元）	17.00	8.95	24.66
全部债务（亿元）	17.00	19.04	61.50
营业总收入（亿元）	0.14	0.11	0.15
利润总额（亿元）	-0.19	2.33	1.13
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-0.75	-4.77	5.15
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	106.87	85.54	97.23
营业利润率（%）	44.92	48.19	21.34
总资本收益率（%）	-0.33	3.63	1.01
净资产收益率（%）	-0.46	5.21	2.41
长期债务资本化比率（%）	27.54	17.03	35.68
全部债务资本化比率（%）	27.54	30.38	58.05
资产负债率（%）	68.63	59.67	67.63
流动比率（%）	61.95	51.32	80.27
速动比率（%）	61.95	51.32	80.27
经营现金流动负债比（%）	-0.93	-8.69	7.62
现金短期债务比（倍）	*	0.01	0.64
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 2020 年财务数据采用 2021 年审计报告期初追溯调整数，2019 年和 2021 年财务数据采用审计报告期末数；2. 本报告母公司口径将长期应付款调整至长期债务核算；3. 因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；4. “/”表示数据未获取，“*”表示分母为 0，数据无意义
资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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