

信用等级公告

联合[2018]301 号

天津市政投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对天津市政投资有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

天津市政投资有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

天津市政投资有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月十三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

天津市政投资有限公司

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

本期债券期限：不超过 10 年（含 10 年），其

中品种一 3+3+3+1 年，品种二 5+5 年

担保方：天津城市基础设施建设投资集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 3 月 23 日

财务数据

发行人

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	251.29	238.74	221.00	233.90
所有者权益（亿元）	81.30	84.10	88.00	91.42
长期债务（亿元）	78.34	58.34	59.90	69.68
全部债务（亿元）	123.94	110.08	86.12	97.65
营业收入（亿元）	23.82	24.66	25.38	18.97
净利润（亿元）	3.17	3.42	4.22	4.10
EBITDA（亿元）	16.20	15.99	15.34	--
经营性净现金流（亿元）	5.06	22.79	6.00	4.07
营业利润率（%）	34.18	34.51	37.16	41.34
净资产收益率（%）	--	4.13	4.90	--
资产负债率（%）	67.65	64.78	60.18	60.92
全部债务资本化比率（%）	60.39	56.69	49.46	51.65
流动比率（倍）	1.04	0.87	0.90	1.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.15	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	2.35	2.76	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.08	1.07	1.02	--

担保方

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	6,578.86	6,704.44	7,151.40	7,453.70
所有者权益合计（亿元）	2,044.54	2,139.08	2,352.53	2,477.03
营业收入（亿元）	126.44	140.30	142.47	99.79
净利润（亿元）	16.42	17.34	17.99	13.07
经营性净现金流（亿元）	-4.91	49.10	-8.50	25.52
资产负债率（%）	68.92	68.16	67.10	66.77

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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；除特别说明外，均指人民币。3、本报告将发行人其他应付款与其他流动负债中的债务加入短期债务核算。4、本报告将担保方其他流动负债中的债务计入短期债务，长期应付款中有息融资租赁费计入长期债务。5、2017 年前三季度报表数据未经审计，相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对天津市政投资有限公司（以下简称“公司”或“天津市政”）的评级反映了公司作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”）下属最重要的水务控股企业，股东实力较强，经营较为稳健；其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”）为中国首家以污水处理为主营业务的 A、H 股上市公司，行业地位较高，研发实力较强，受到政府的支持力度较大，具有一定的区域垄断优势。同时，联合评级也关注到公司对天津乐城置业有限公司（以下简称“乐城置业”）的股权转让导致公司业务多元化程度降低，资产、收入和净利润规模或将出现下降；在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

未来，随着乐城置业的股权转让完成，公司的整体债务水平有望下降，同时公司下属污水处理厂升级改造的竣工、污水处理规模的进一步扩张以及供热供冷服务项目的竣工投产运营，公司业务规模有望保持稳定，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由天津城投提供连带责任保证担保。天津城投业务范围广、资产和盈利规模较大，对本期债券的信用提升有明显的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 国家政策大力推动水务行业发展，水务行业面临良好发展机遇。

2. 水务业务是公司的核心主营业务，具有一定的区域专营性。公司控股子公司创业环保

为中国首家以污水处理为主营业务的 A、H 股上市公司，行业地位较高，研发实力较强，经营较为稳健，受到政府的支持力度较大。

3. 公司债务规模逐年下降，随着乐城置业的股权转让完成，公司债务水平有望进一步降低，同时股权转让款的回收能提升公司的债务偿还能力。

4. 担保方天津城投作为公司的母公司，业务范围广、资产和盈利规模较大，担保实力强，其对本期债券的担保对本期债券的信用提升有明显的积极作用。

关注

1. 公司对乐城置业的股权转让，导致公司业务多元化程度降低，资产、收入和净利润规模或将出现下降。

2. 公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。

3. 公司期间费用较高，对利润形成侵蚀；同时公允价值变动对公司营业利润的贡献较大，随着乐城置业的股权转让完成，未来公司营业利润或将出现下降。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



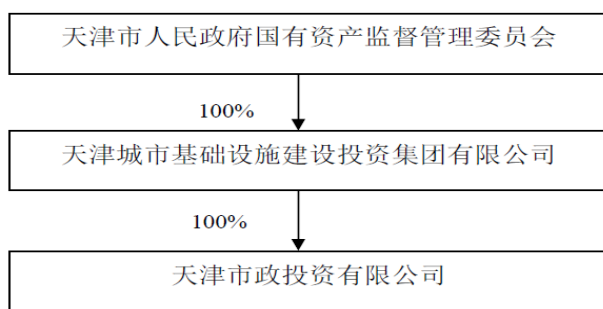
联合信用评级有限公司

一、主体概况

天津市政投资有限公司（以下简称“公司”或“天津市政”）原名为天津路桥基建投资有限公司，成立于1998年1月，初始注册资本5,000万元，归属于天津市市政工程总公司。2007年12月，根据津国资产权[2007]120号文件，公司从天津市市政工程总公司剥离出来，并入天津城投。公司成立至今，历经多次增资，截至2017年9月底，公司注册资本为18.20亿元。

公司控股股东天津城投成立于2004年7月，目前注册资本688.21亿元。由于天津城投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”）出资组建，因此公司实际控制人系天津市国资委。

图1 截至2017年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：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）

截至2017年9月底，公司纳入合并范围的全资子公司和控股子公司合计5家，其中包括上市公司天津创业环保集团股份有限公司（A股简称：创业环保，股票代码：600874；H股简称：天津创业环保股份，股票代码：1065），公司持有其50.14%的股份。公司下设财务管理部、投资管理部、风险管控部、综合办公室、人力资源部、企业管理部、房产经营管理事业部7个部门。

截至2016年底，公司合并资产总额221.00亿元，负债合计133.00亿元，所有者权益88.00亿元，其中归属于母公司所有者权益为61.82亿元。2016年，公司实现营业收入25.38亿元，净利润4.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.76亿元；经营活动产生的现金流量净额6.00亿元，现金及现金等价物净增加额-2.62亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额233.90亿元，负债合计142.48亿元，所有者权益91.42亿元，其中归属于母公司所有者权益为63.65亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入18.97亿元，净利润4.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.83亿元；经营活动产生的现金流量净额4.07亿元，现金及现金等价物净增加额4.28亿元。

公司注册地址：天津市和平区贵州路45号；法定代表人：于中鹏。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“天津市政投资有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券规模为不超过15亿元（含15亿元）。本期债券的期限为不超过10年（含10年），其中品种一附第3年末、第6年末、第9年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二附第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

天津城投为本期债券的还本付息提供连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他支付的费用。

2. 本期债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用5亿元补充流动资金，10亿元偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司目前主要的经营载体为创业环保，属于水务行业。

1. 水务行业

（1）行业概况

供水

供水是水务行业链条的第一个主要部分。城市供水行业是国民经济中不可或缺的基础性产业。经过多年的发展，我国城市供水行业从原来的政府行政事业逐渐转型为多元化、市场化、科技化的新兴节能环保产业，有效支撑了国民经济平稳较快发展。

目前，我国城市供水行业由成长期向成熟期过渡，行业政策法规及标准基本健全、技术工艺基本成熟，市场需求稳定，能为企业带来较为稳定的现金流入。行业在实际发展过程中呈现如下特点：

（1）行业集中度较为分散，区域垄断性较强，行业内缺少龙头企业；（2）水价市场化进程较慢，供水企业利润微薄；（3）长期发展相对稳定。城市供水行业需求弹性相对较小，而且产品价格受政府统一控制，因此，未来随着我国用水量的逐年上升，城市供水行业将保持相对稳定的发展。在规模效应的推动下，具有品牌优势和雄厚资金实力的企业将加快扩张，未来行业的集中度有望得到提高，盈利能力逐步增强。

我国城市供水主要包括生产用水和生活用水。生产用水与工业整体发展状况和国家产业政策密切相关。2006~2016年，中国供水总量呈现出稳步上升的态势。从水源看，用水主要来源于地表水和地下水两部分，其中地表水是供水的主要来源，其供给量占供水总量的80%左右。从历年供水量看，中国供水总量平稳增长，生产用水波动不大，生活用水呈现上涨态势。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到2030年，中国用水需求量将达到7,000亿至8,000亿立方米。其中，城市供水需求增长将高于其他用水需求量的增长。

总体看，供水行业集中度分散，水价市场化程度低，受政府控制度较高，长期发展较为稳定。

污水处理

污水处理为水务行业链条的第二个主要部分。污水处理即使污水达到排入某一水体或再次使用的水质要求，用各种方法将污水中所含的污染物分离出来或将其转化为无害物质，从而使污水得到净化的过程。污水处理对于环境保护和居民生活安全非常重要，是关乎国计民生的重要基础行业。我国是一个人均水资源匮乏的国家，被列为世界上十三个贫水国之一。随着我国工业化和城镇化的推进，日趋严重的水污染不仅降低了水体的使用功能，进一步加剧了水资源短缺的矛盾，对中国正在实施的可持续发展战略带来了严重影响，而且还严重威胁到城市居民的饮水安全和人民健康。

根据处理工艺流程的不同，污水处理主要分为生活污水处理和工业污水处理。对于生活污水处理，整个过程是先由企业、小区或办公大楼进行预处理，然后通过城市管网排放到集中污水处理厂进行终端处理。预处理要求相对简单，没有技术含量，主要是去除水中比较大的固体物质，集中处理则比较复杂，因为集中处理体量非常大，且最终排放要达到一定的标准；工业污水由于所含物质差别非常大，且含有很多有毒有害物质，所以在预处理阶段就对技术要求非常严格，是一个技术型行业，且各种工业废水的处理工艺差别非常大，因此大量的企业存在，通过掌握某个行业污水处理的技术而获得生存，工业废水的处理大多是经过特殊工艺处理后排放到集中污水处理厂，此外还有一些分布非常偏僻且量比较大的污水排放源则要就地处理达到可排放标准后进行排放。

在污水处理能力方面，近年，由于我国政府重视城市基础设施建设和居民用水安全，城市污水收集和污水处理能力都有了较大幅度的增长和提高。截至 2016 年 9 月底，全国市县累计建成污水处理厂 3,976 座，污水处理能力达 1.7 亿立方米/日。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年末城市污水处理厂日处理能力 14,823 万立方米，比上年末增长 5.6%；城市污水处理率为 92.4%，提高 0.5 个百分点。近几年，污水处理量的增长速度高于污水处理能力的增加速度，运行负荷率也快速增长，说明污水处理需求快速增加。

总体看，污水处理行业作为基础性的民生产业，近年污水处理能力有所提高，污水处理量增速较快，且快于污水处理能力的增加速度。

（2）经营模式

供水

中国的供水行业目前采取的商业模式主要是特许经营。在供水行业里，特许经营模式的主要特点是政府通过授予特许经营权或出租合同等方式将供排水设施的运营权出包给企业，由企业负责其经营管理，政府对价格与服务质量等进行监管。特许经营模式可以进一步分为竞争性的特许经营模式和专营式的特许经营模式。

① 竞争性的特许经营权需要由市场化手段取得，而且有经营年限的限制，可分为：

委托运营。业主（通常是政府）保留供水项目所有权，并委托专业的运营商负责项目的日常运营管理，运营商按提供的服务收取相关的管理费用。

BOT 模式。供水企业通过建造或收购取得相关水务项目的经营权，在特许经营期内负责运营该项目，并赚取合理利润。政府对供水企业的供水量和水价可以有所限制，但保证供水企业具有获取利润的机会。整个过程中的风险由政府 and 供水企业分担。当特许期限结束时，供水企业按约定将该水务设施移的经营权交给政府部门，转由政府独自或指定下一任企业经营和管理。

BOO 模式，是指供水公司在政府授予的特许权下投资建设水务设施，拥有该设施的特许经营权并负责其经营，除非因严重违规等原因被政府收回特许经营权，否则供水公司将一直拥有并经营该

设施。当然，获得特许权的同时意味着必须接受政府在水质质量和水价定价等方面的监管。

TOT 模式，是指政府部门将拥有的水务设施移交给供水公司，通常供水公司需要支付一笔转让款，以获得一定期限内运营管理该设施的收费权，供水公司通过收费收回投资、获得回报；期满后再将设施无偿移交给政府方。

整体特许经营。供水企业取得水务项目及相关上下游产业如管网等的产权，在特许经营期限内运营。不同模式的经营期限不同，委托运营模式的特许经营期限一般在 5~8 年，而 BOT&TOT 和整体特许经营模式的经营期限较长，在 15~30 年不等。

②专营式的特许经营权：通常由政府直接授予，而且没有约定的经营年限限制。目前国内外比较有代表性的专营式的特许经营权有：英国的完全私有化、具有中国特点的合资公司和荷兰等欧洲国家采取的“企业化的国企”三大模式。

销售模式方面，自来水属于准公共物品，而且在供给上存在区域垄断，销售模式一般比较单一：在供水企业的服务辖区内，自来水通过管网系统，输送至愿意接受供水服务的用户；供水企业在用户端安装水表以计量用户的实际用水量；用户根据实际用水量定期向供水企业缴纳水费。

盈利模式方面，供水行业普遍采用政府定价和财政补贴的盈利模式，市场化程度较低。供水企业向用户收取的水费一般包含有自来水水价和代收费用。其中，根据用户用水用途的不同，自来水水价也有着不同的定价。一般情况下居民生活用水价格最低，高于居民生活用水价格的其他种类用水将会使供水企业获得相对的高盈利。根据《城市供水价格管理办法》规定，行业内长期沿用以单一调控净资产利润率为目标的定价方法，定价话语权掌握在地方政府手中。这就限制了供水企业改进技术管理水平，降低成本提高效率的积极性，导致部分供水企业人员冗杂、管理粗放、工艺落后，全行业盈利能力整体不佳。很多供水企业很大程度上依赖于财政补贴维持生存。

总体看，水务行业经营模式主要为政府特许经营模式，销售模式单一，获利方式为政府定价和财政补贴，利润率较低。

污水处理

污水处理行业内主要的经营服务可分为建设期服务、运营期服务和投资运营服务三大类型。其中，行业内比较常见且特有的经营模式有：EPC（设计-采购-施工）、DBO（设计-建设-经营）、TOT（移交-经营-移交）、BOT（建设-运营-移交）。比较少见的情况还有一些环保技术公司采取分包方式承接工业废水治理项目。

这几种商业模式中，EPC 是工业废水治理最传统的方式。这种模式下，水务公司承担从工程的设计、采购、施工、试运行，一直到投产的全部工作，作为总承包方，它要完成以上工作才能将工程交给业主；DBO 模式指的是承包商设计并建设一个污染治理设施，并且运营该设施，满足在工程使用期间业主的运作要求。承包商负责设施的维修保养，以及更换在合同期内已经超过其使用期的资产。该合同期满后，资产所有权移交回给业主。与传统的 EPC 方式相比，该工程交付方式的重要特征就是，承包商不仅承担设施的设计施工，在移交给业主之前的一段时间内，比如说 5 年到 10 年，还要负责其所建设设施的运营；TOT/BOT 模式目前比较流行。TOT 是指客户将建设好的污水处理项目的一定期限的经营权，有偿转让给服务商进行运营管理；服务商在约定的期限内通过经营收回全部投资并得到合理的回报，双方合约期满之后，服务商再将该项目无偿交还政府；BOT 是指客户与服务商签订特许权协议，特许服务商承担污水处理项目的投资、建设、经营与维护，在协议规定的期限内，服务商向政府定期收取污水处理费，以此来回收该项目的投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报，特许期结束，服务商将污水处理项目的资产无偿移交给政府。

销售模式方面，同供水行业一样，污水处理的销售模式也比较单一：水务公司的用户根据实际

用水量定期向供水企业缴纳水费，水费中会包含污水处理费。污水处理费是城市污水集中处理设施按照规定向排污者提供污水处理的有偿服务而收取的费用，以保证污水集中处理的设施正常运行。

盈利模式方面，污水处理费由政府核定，市场化程度很低。大多数情况下，污水处理费是在补偿排污管网和污水处理设施的运行维护成本的基础上，由政府确定利润率，按照合理盈利的原则核定。

总体看，污水处理的经营模式以 EPC、TOT、BOT 为主，污水处理费包含在水费中，且由政府核定污水处理的利润率，市场化程度很低。

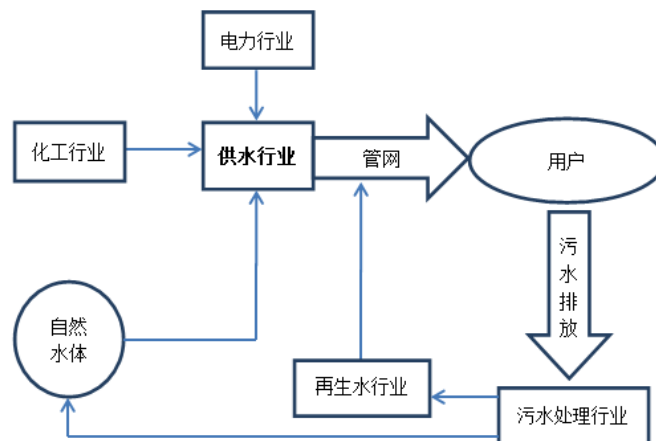
（3）行业上下游

供水和污水处理行业在整个产业链中居于偏上游的位置，上游行业主要是化工行业和电力行业，下游行业则主要是自来水的终端消费者，可称为用水行业。化工行业生产出供水和污水处理所需的各种原材料，包括消毒剂（比如氯酸钠、盐酸）和混凝剂（比如硫酸钠、聚氯化钠）；供水行业从自然水体吸取原水，对原水进行预处理后（如达到地表水环境标准 III 类或更优，则无需预处理），在生产流程中加入前述的消毒剂和混凝剂；由于水务企业的生产规模一般比较大，水务行业使用的机器设备耗电量也相应比较高，需要上游电力企业连续、大量的电力供给；出厂水在经检验符合卫生标准后，通过遍布在服务辖区的管网运输送至企业、居民等用户；自来水使用后形成的污水通过管道排放，并输送到污水处理企业，污水处理厂收集生活和工业用废水后，通过相应的物理和化学加工程序，将废水转变为原水，经处理的污水有两种去向，一是排入自然水体，完成一次水资源利用循环，二是作为再生水实现水资源二次利用。

目前供水行业对原材料质量要求比较高，原材料入库前都必须进行严格检验。水务行业对电力企业的依赖性程度十分高。从供水和污水处理的成本来看，最主要的生产成本为用电成本，因此供电不及时、不充足，以及电价上涨，都可能影响水务行业内企业的生产经营和经济效益。

由于水务行业属于公共事业，供水价格和污水处理价格一般由政府部门制定，故下游用水行业只能通过用水需求决定供水行业的产量，而暂时未具备议价能力。

图 2 水务行业的上下游行业



资料来源：联合评级收集整理

总体看，水务行业对上游的电力供应企业依赖度较高，电费对水务行业的成本制约性较强，下游的用水行业议价能力较弱；同时，水务企业也没自主定价权，暂时未具备议价能力。

（4）行业政策

城市供水定价体制改革

城市供水行业是社会进步和经济发展的重要支柱，中央及各级地方政府非常重视城市供水行业发展，2011年中央1号文件《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》指出要积极推进水价改革，充分发挥水价的调节作用，兼顾效率和公平，大力促进节约用水和产业结构调整；工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价；合理调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度；按照促进节约用水、降低农民水费支出、保障灌排工程良性运行的原则，推进农业水价综合改革，农业灌排工程运行管理费用由财政适当补助，探索实行农民定额内用水享受优惠水价、超定额用水累进加价的办法。同时，中央财政设立了城镇污水处理设施配套管网专项资金，财政部和住房城乡建设部于2011年5月23日联合下发了《“十二五”期间城镇污水处理设施配套管网建设项目资金管理办法》（财建[2011]266号），规范专项资金的分配原则、使用和管理等。此外，国家大力倡导低碳经济、节能减排、发展环保产业等政策。这些政策将有力推动资源性产品价格的改革，有利于城市供水行业的发展。

“水十条”体现国家对污水处理日益重视

2015年4月，国务院正式发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”。“水十条”是我国治理水污染最重要的纲领性文件，包含10条76项238条具体措施。计划提出，到2020年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到2030年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。

水污染防治领域PPP

2015年5月6日，财政部和环保部联合发布了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》，在水污染防治领域大力推广运用政府和社会资本合作（PPP）模式，逐步将水污染防治领域全面向社会资本开放。其中，饮用水水源地环境综合整治等为PPP推进的重点领域。2015年9月29日，财政部公布第二批政府和社会资本合作（PPP）示范项目，涉及206个项目，总投资金额达6,589亿元。其中，水务方面的项目投资占比为14%。

污水处理税费优惠

2016年10月，国家税务总局推出《污水处理费免征增值税优惠》政策，对各级政府及主管部门委托自来水厂（公司）随水费收取的污水处理费，免征增值税，该政策有助于减轻公司税负，增强公司盈利能力。

“十三五”规划计划实现城镇污水处理设施全覆盖

2016年12月，根据国家发展改革委、住房城乡建设部印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的通知，到2020年末，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到95%，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资约5,644亿元；同时提出加大政策支持、创新运作模式和强化监督管理等保障措施。该政策有望提高公司供水、污水处理的业务规模，中长期来看，有利于公司以水务发展为重点的战略布局。

总体看，国家对供水和水治理行业重视程度较高，近年来在兼顾效率和公平的基础上稳步推进水价改革，积极引导水务行业的绿色化可持续发展，大力推行水务PPP的新模式，并加强了对水污染防治行业的管理，污水处理行业面临良好的发展环境。

（5）行业关注

行业市场化水平低，行业盈利低微

目前国内水务行业特别是供水行业采取的是地方政府独家垄断经营的方式，行政色彩相对浓厚，供水公司的商业运作与管理创新受到较大的限制。由于水务行业市场化程度不高，水不被真正地视为商品，供水水价低于供水成本，造成供水企业长期亏损。水价由地方物价局举行价格听证会的方式决定，没有建立根据市场供求和成本变化及时调整的机制，供水价格普遍偏低，造成供水企业长期处于保本微利甚至亏损状态，严重阻碍了供水行业的发展。目前国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。自来水价格调整向市场化靠拢有望推动水价的上涨，改善行业盈利状况。

水务行业集中度较为分散，行业内缺少龙头企业

目前国内共有城市供水企业约1,110家，相比2010年减少了约50%，行业的市场集中度有所提高，但规模最大的企业其市场份额也仅有约4%，行业的市场集中度仍非常低。国有水务公司与政府部门有天然的公共关系优势，在区域范围内拥有资源优势和垄断优势。但在跨地域经营、规模经济方面与全国性的公司相比，有一定的差距。外资公司拥有先进的水务技术，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但是整个行业内外资公司数量不多。由于水务行业涉及国计民生，对一国的经济社会稳定十分关键，因此，目前进入该行业的民营公司相对较少，所占市场份额也较为有限，主要集中在污水处理领域。

水质标准逐渐升高，制水和污水处理设备改造风险增加，水价上涨受到阻力

一方面，随着我国城镇化水平的不断提高以及对供水水质要求的提高，以及国家对节能减排和环境保护的标准的提高，一些运营多年的供水厂由于设备老化，可能导致水质不达标，面临更新改造等风险。近年来，自来水水价提升已经是必然趋势，发改委也出台《城市供水定价成本监审办法（试行）》，但是部分提高水价的城市市民意见较大，加上通胀压力，水价的提升和市场化受到一定阻力。如果供水价格不能充分反映市场供求关系，那么供水企业将难以获得稳定的投资回报率。

供水和污水处理成本面临上涨，部分地区用水需求增长缓慢

从供给来看，水务行业的成本中电费成本占比较高，对水务行业的利润影响较大。在未来电价向上调整的预期下，水务行业用电成本有进一步上涨的趋势。且部分地区存在时段性电力供需紧张局面。从需求来看，尽管国家整体用水量稳步上升，但由于一些地区受宏观经济下行、人口净流出增加和相关产业景气度下降的影响，居民和工业用水增长缓慢，对当地供水行业的经营有一定影响。

（6）行业发展

水是我国社会生产和居民生活不可或缺的资源，随着中国宏观经济的稳定增长和中国城镇化进程的加快，城市供水的需求会持续旺盛。市场化的政策导向将加快水务行业的发展进程。随着我国水资源的供求矛盾日益突出，通过水价杠杆调节水资源的供求关系，促进水资源的合理利用，保障经济社会的可持续发展，成为水价改革的主要目的，而水价改革也将为社会资本等多元化资本进入创造了基本的盈利空间，有利于行业的健康发展。近年来，国家加大了水价改革的力度，国内大部分城市都已实施或在积极酝酿水价上调的具体方案，完善水价形成机制、合理调整城市供水、水利工程供水价格、加大污水处理费征收力度等措施。

总体看，国民经济持续、快速、稳定发展为水务行业的发展提供了保障，环境保护力度的加大也将促进污水处理行业发展，此外，水价形成机制的合理化改革，将给专业化的投资运营商带来良好的投资收益，城市供水行业面临良好的发展前景。

2. 区域经济环境

天津市为公司主要经营区域和项目投资区域，公司的发展直接受天津市经济增长、财政收支状况的影响。

天津市是中国四个直辖市之一，位于环渤海经济圈的中心，背靠华北、西北、东北地区，面向东北亚，是北方最大的港口城市和经济中心，具有较强的经济实力。

2017年，天津市综合经济实力有所增强，全年实现地区生产总值18,595.38亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%。其中，第一产业增加值218.28亿元，增长2.0%；第二产业增加值7,590.36亿元，增长1.0%；第三产业增加值10,786.74亿元，增长6.0%。三次产业结构由上年度的1.2:44.8:54.0调整为本年度的1.2:40.8:58.0，产业结构进一步优化。

财政实力方面，2017年，天津市全年一般公共预算收入2,310.11亿元，较上年下降15.18%。其中，税收收入1,611.71亿元，占一般公共预算收入的59.2%。从主体税种看，增值税649.05亿元，增长42.4%；企业所得税309.90亿元，增长11.3%；个人所得税116.51亿元，增长20.4%。全年一般公共预算支出3,282.16亿元。其中，社会保障和就业支出458.92亿元，增长21.4%；教育支出435.29亿元，增长0.2%。

从污水排放情况来看，天津市工业污水排放量逐年小幅下降，年均复合下降2.64%；工业污水排放量波动上升，年均复合增长2.21%。天津市工业污水和生活污水排放量总体保持稳定。

表1 2014~2016年天津市污水排放情况（单位：万吨）

指标	2014年	2015年	2016年
工业污水排放量	19,011.28	18,972.54	18,022.38
生活污水排放量	70,302.52	73,972.20	73,439.98

资料来源：wind资讯

总体看，天津市经济稳步发展，财政实力有所下滑，但作为北方经济中心，天津市具有较大的发展潜力，工业污水和生活污水排放量总体保持稳定，公司外部发展环境良好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司股东天津城投是由天津市人民政府于2004年7月出资组建的国有独资公司。天津城投作为国有资产授权经营者，在天津市政府的大力支持下，逐步发展成为一个以股权投资为主、主要从事重大基础设施项目的专业化投资集团。目前在海河综合开发、天津市所辖高速公路、市区快速路网、地铁、水务、城市环境绿化、城际铁路等基础设施项目的投资、建设、运营管理方面，天津城投均处于主导地位。

公司作为天津城投下属最重要的水务控股企业，主要负责城市水处理。截至2017年9月底，公司拥有A、H股上市公司、污水处理行业领先企业创业环保50.14%的股权，为其控股股东。创业环保为全国工商联环境服务业商会副会长单位，自2005年以来连续十二年获中国水网与清华大学评选的“年度水业十大影响力企业”，先后主持编写了污水处理行业和再生水行业的标准，在污水处理行业和再生水行业中具有很高的权威性。研发实力方面，创业环保是国家给排水工程技术研究中心试验基地和全国污水处理厂培训基地。截至2017年9月底，创业环保拥有6项注册商标，污水、污泥、除臭、生物菌制剂等方面等54项专利，其中发明专利12项、实用新型37项、外观设计5项。污水处理工艺方面，创业环保几乎涵盖了目前国内常见的各种污水生化处理工艺，主要有：A/O、A²/O、氧化沟、

SBR、CASS、AB法、百乐克等工艺类型。

截至2017年9月底，公司共拥有污水处理厂28个，设计污水处理能力合计为393.00万立方米/日（不含托管运营项目）。其中，天津本埠（市区）拥有污水处理厂6个，设计污水处理能力为188.50万立方米/日；外埠22个，设计污水处理能力为204.50万立方米/日。再生水业务方面，公司作为天津地区唯一一家再生水经营主体，负责区域内中水管道驳接业务的共有塘沽、咸阳路、东郊、北辰及阜阳、颖南5家再生水厂，生产能力合计24万立方米/日。

总体看，公司作为天津城投下属最重要的水务控股企业，经营规模较大，行业地位领先，研发实力较强，业务具有一定的区域专营性。

2. 人员素质

公司董事长兼总经理于中鹏先生，出生于1979年，中共党员，硕士研究生学历，高级工程师。曾任天津城市基础设施建设投资集团有限公司财务中心副经理；现任公司董事长、总经理。

截至2017年9月底，公司在职工1,638人。其中，生产人员698人，占员工总数的42.61%；销售人员75人，占员工总数的4.58%；技术人员381人，占员工总数的23.26%；财务人员93人，占员工总数的5.68%；行政人员391人，占员工总数的23.87%。从学历方面看，大学本科及以上学历946人，占员工总数的57.75%；大学专科学历397人，占员工总数的24.24%；大专以下学历295人，占员工总数的18.01%。

总体看，公司员工整体文化素质较高，高层管理人员具有多年的从业经验，能够满足公司的经营管理需要。

3. 外部支持

公司下属子公司创业环保从事环保产业，符合国家的产业政策，在政府补助方面受到国家的大力支持。2014~2016年，公司收到的政府补助分别为0.23亿元、1.49亿元和1.87亿元。

总体看，公司主营业务符合国家产业政策，在政府补助方面受到国家的大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司不设股东会，由政府出资机构授权公司董事会行使股东会的部分职权。公司设立董事会，董事会由5名董事组成，设董事长1人，其中包括股东代表4人，职工代表1人，股东代表由出资机构委派产生，职工代表由职工民主选举产生。目前，公司1名股东代表董事缺位。股东代表董事长及董事均由股东按照董事会的任期委派或更换，任期3年。公司设立监事会，监事会由3人组成，其中包括股东代表2人和职工代表1人，监事会设主席一人；股东代表由出资机构委派产生，职工代表由职工民主选举产生；监事会主席由出资机构在全体监事会成员中指定，并经公司全体监事同意。

总体看，公司法人治理结构符合国有独资公司实际运营的情况，运行情况良好。

2. 管理与内控

公司制定了较为完整的管理制度，形成了财务管理、人事管理、工程管理、子公司管理等多个行之有效的管理体系。公司编制发布了一系列的公司治理文件，并分别制定工作细则，负责战略、薪酬与考核和审计工作。公司在人员管理体制和财务管理体制上，严格遵守国家相关的劳动法的规定以及财务税务法律法规，在人事任免，绩效考核，财务审批，投资审核等重大事项上，制定了严

格的分级权限和审批流程。

总体看，公司按照《公司法》和《公司章程》建立了完善的内控制度，能够满足公司日常经营的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要集中在城市污水处理以及自来水和中水供水、市政基础设施配套和房地产三大板块，兼顾物业管理、咨询服务等相关产业。随着业务的调整完成，公司主营业务将减少市政基础设施配套板块大部分和房地产板块，业务结构更加单一。2014~2016年，公司合并口径分别实现主营业务收入22.10亿元、22.71亿元和23.44亿元，占营业收入总额的比例分别为92.77%、92.06%和92.33%，公司主营业务突出。

从主营业务收入构成来看，公司各板块中水务板块对主营业务收入贡献最大，2014~2016年公司水务板块分别实现营业收入15.27亿元、15.88亿元和16.34亿元，呈稳步增长趋势，在主营业务收入中占比分别为69.10%、69.93%和69.73%。公司市政基础设施配套板块的业务收入分别为5.05亿元、5.18亿元和5.07亿元，收入规模保持稳定，占主营业务收入的比例分别为22.86%、22.80%和21.62%，期间收入主要来源于天津文化中心商业配套体项目。公司房地产板块和其他板块收入占比较小，对公司营业收入影响不大。

表 2 2014~2016 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

板块	项目	2014 年			2015 年			2016 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务板块	污水处理	13.01	58.86	43.91	13.39	58.96	38.23	13.79	58.83	41.58
	自来水及中水	2.26	10.24	20.77	2.49	10.97	31.10	2.55	10.90	28.55
	小计	15.27	69.10	40.48	15.88	69.93	37.11	16.34	69.73	39.54
市政基础设施配套板块	道路通行费	0.67	3.03	89.38	0.67	2.95	89.38	0.64	2.73	88.85
	天津文化中心商业配套体项目	4.38	19.83	15.59	4.51	19.85	32.20	4.43	18.89	46.80
	小计	5.05	22.86	25.38	5.18	22.80	39.60	5.07	21.62	52.10
房地产板块	房地产销售	1.05	4.76	38.45	0.82	3.61	42.70	1.45	6.18	40.76
	小计	1.05	4.76	38.45	0.82	3.61	42.70	1.45	6.18	40.76
其他板块	咨询服务	0.29	1.31	92.76	0.22	0.97	89.38	0.21	0.89	91.73
	其他业务	0.43	1.96	-44.96	0.61	2.69	-24.02	0.37	1.59	-69.78
	小计	0.72	3.27	10.24	0.83	3.65	5.98	0.58	2.47	-11.83
合计		22.10	100.00	35.94	22.71	100.00	36.75	23.44	100.00	41.06

资料来源：公司提供

毛利率方面，2014~2016年，公司主营业务毛利率分别为35.94%、36.75%和41.06%，毛利率逐年上升，且均保持较高水平。其中，水务板块主营业务毛利率较高，受增值税政策变动等因素影响，波动中有所下滑；市政基础设施配套板块主营业务毛利率也处于较高水平，且逐年上升，主要系天津文化中心商业配套体项目运营趋于平稳，毛利率逐年上升所致。

2017年1~9月，公司实现主营业务收入17.40亿元，主营业务毛利率为44.37%。

总体看，2014~2016年，公司整体经营较为稳健，主营业务收入和毛利率均有所上升，未来，随着业务调整的完成，公司将减少市政基础设施配套板块的大部分和房地产板块，届时，公司的主营

业务收入规模或将出现下降。

2. 水务板块

公司水务板块包括污水处理运营服务、污水处理厂建设业务以及自来水、中水业务，是公司最主要的收入来源，目前由其控股子公司创业环保运营。创业环保是中国首家以污水处理为主营业务的 A、H 股上市公司，也是国内环保领域的领先企业；创业环保从 2003 年至今，先后在贵州、云南、江苏、湖北、安徽、浙江、山东、陕西和河北等地，以多种形式与地方政府展开合作，依据客户需求，创业环保分别采用了 DBO¹、BOT²、TOT³、联合投资、委托运营等多种合作模式，有效支撑了经营规模的不断扩张和业绩增长。

2014~2016 年，公司水务板块分别实现收入 15.27 亿元、15.88 亿元和 16.34 亿元，同期毛利率分别为 40.48%、37.11%和 39.54%。2017 年 1~9 月，公司水务板块实现收入 12.99 亿元，毛利率为 42.88%。

污水处理业务

截至 2017 年 9 月底，公司共拥有污水处理厂 28 个，设计污水处理能力合计为 393.00 万立方米/日（不含托管运营项目）。其中，天津本埠（市区）拥有污水处理厂 6 个，设计污水处理能力为 188.50 万立方米/日；外埠 22 个，设计污水处理能力为 204.50 万立方米/日。委托运营方面，公司共拥有委托污水处理厂主要有 5 家，委托运营规模约 43 万立方米/日。

表3 截至2017年9月底公司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	设计处理能力	特许经营期起始时间	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	东郊污水厂	天津	60	2014.01.01	30	BOT	运营期收费	是
2	津沽污水厂		65					
3	咸阳路污水厂		45					
4	北仓污水厂		15					
5	静海天宇科技园区污水处理厂	天津静海	1.5	2008.04.18	25	BOT	运营期收费	是
6	宁河现代产业区污水厂	天津宁河	2	2010.09.28	30	BOT	运营期收费	是
7	贵阳小河污水厂	贵州	8	2003.09.16	25	TOT	运营期收费	是
8	赤壁污水厂	湖北	4	2009.06.03	25	BOT	运营期收费	是
9	曲靖两江口污水厂	云南	8	2006.01.01	30	TOT	运营期收费	是
10	曲靖西城污水厂	云南	3	2011.09.01	30	TOT	运营期收费	是
11	阜阳第一污水厂	安徽	10	2005.12.18	30	TOT	运营期收费	是
12	宝应仙荷污水厂	江苏	5	2005.08.08	26	BOT	运营期收费	是
13	洪湖污水厂	湖北	7	2006.04.01	30	TOT	运营期收费	是
14	杭州七格污水厂	浙江	60	2006.11.20	25	TOT	运营期收费	是
15	文登污水厂	山东	8	2007.12.19	30	TOT、BOT	运营期收费	是
16	西安邓家村污水处理厂	陕西	12	2008.03.12	25	TOT、BOT	运营期收费	是
17	西安北石桥污水处理厂	陕西	15	2008.03.12	25	TOT、BOT	运营期收费	是
18	安国污水厂	河北	3	2008.10.14	30	BOT	运营期收费	是

¹ DBO 指 Design-Build-Operate，设计-建设-运营。

² BOT 指 Build-Operate-Transfer，建设-运营-转让。

³ TOT 指 Transfer-Operate-Transfer 的缩写，即移交-经营-移交，TOT 是 BOT 融资方式的新发展。

19	咸宁永安污水厂	湖北	6	2011.11.01	30	BOT	运营期收费	是
20	阜阳市颍东污水厂	安徽	3	2009.08.10	30	BOT	运营期收费	是
21	阜阳市含山污水厂	安徽	2	2011.08.25	25	TOT	运营期收费	是
22	阜阳市颍上污水厂	安徽	4	2016.06.16	30	BOT	运营期收费	是
23	文登葛家镇污水厂	山东	0.5	2010.12.30	25	BOT	运营期收费	是
24	宁乡经济技术开发区污水处理厂	湖南	5	2017.06.05	30	BOT	运营期收费	是
25	克拉玛依市第二污水处理厂	新疆	15	2017.01.01	27	TOT、DBOT	运营期收费	是
26	大连春柳河污水处理厂	辽宁	12	向甲方提出综合备案申请之日后5个工作日内	商业运营之日起20年	BOT	运营期收费	是
27	合肥于湾污水处理厂	安徽	5	2017.05.01	土地交付之日起29年	BOT	运营期收费	是
28	甘肃临夏污水处理厂	甘肃	9	尚未确定	商业运营之日起30年	BOT	运营期收费	是
合计			393	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：（1）上表已列入东郊污水处理厂计划新增产能20万吨/日、津沽污水处理厂计划新增产能10万吨/日和北仓污水处理厂计划新增产能5万吨/日，其中津沽污水处理厂、北仓污水处理厂新增产能预计投产时间2018年，东郊污水处理厂新增产能预计投产时间2019年。（2）阜阳市颍上污水厂、宁乡经济技术开发区污水处理厂、大连春柳河污水处理厂、合肥于湾污水处理厂、甘肃临夏污水处理厂特许经营协议已签署，但项目尚未竣工投入运营。（3）甘肃临夏污水处理厂约定完成竣工验收后拟定特许经营期起始时间，目前该项目尚未完成竣工验收及开始运营，因此暂未确定特许经营期起始时间。

污水处理量方面，2014~2016年，公司污水处理总量分别为11.75亿立方米、12.80亿立方米和12.88亿立方米，其中2015年污水处理总量增加主要系天津地区纪庄子迁建后的津沽污水处理厂规模及处理量增加，同时部分子公司污水处理量增加所致。2017年1~9月，公司污水处理总量为9.61亿立方米。

表4 2014~2016年及2017年1~9月公司污水处理情况（单位：亿立方米）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
特许经营	9.84	10.53	10.72	8.38
委托运营	1.90	2.27	2.16	1.23
合计	11.75	12.80	12.88	9.61

资料来源：公司提供

根据2014年2月17日公司下属子公司创业环保发布的《关于获得纪庄子等四座污水处理厂特许经营权签署特许经营协议的公告》，其所属天津本埠的东郊、纪庄子、咸阳路以及北仓4家污水处理厂经天津市政府授权，获得了天津市水务局、天津市建设交通管理委员会联合授予的特许经营权，由创业环保运行、维护及管理上述四座污水处理厂。根据《特许经营协议》，四座污水处理厂处理规模分别为60万吨/日、65万吨/日、45万吨/日和15万吨/日，经营期限为30年。服务单价方面，2014年污水处理单价为1.77元/立方米，2015年为1.76元/立方米，自2016年起每两年对污水

处理单价调整一次，调整幅度与《天津市统计年鉴》中的相关统计指数有关。同时，公司位于天津市区的四座污水处理厂将进行提标改造，建设期内双方按照原特许经营协议的约定计算并支付污水处理服务费；提标改造工程中任何一个项目进入商业运行后，天津四厂污水处理综合服务费指导单价为 2.62 元/立方米；提标改造工程全部完工且商业运行两年并完成竣工决算后，协议双方将依据投资、运营等相关数据，确定污水处理厂提标改造后的污水处理服务费执行单价，对上述污水处理服务费据实调整。目前，提标改造工程已经启动，预计 2018 年及以后年度陆续完工。

对于外埠污水处理厂，公司根据协议规定以约定价格作为初始污水处理服务费单价，并且上述处理费单价将按照合同约定的调价公式视设施设备改造、新增投资及能源动力、劳动力、政府政策的重大变化等因素进行调整；除贵阳外，其他地区客户会对公司确保最低污水处理量，如果实际处理量低于该担保水量，则污水处理费按照担保水量结算。按照协议，贵阳市物价局将定期核定污水处理价格，可令污水处理业务全面弥补实际的经营成本，包括运行成本、摊销、所得税并获得 8% 的概算净资产回报。

委托运营部分，公司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，这部分收入计入其他业务收入中。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司委托运营项目分别处理污水 1.90 亿立方米、2.27 亿立方米、2.16 亿立方米和 1.23 亿立方米，分别实现收入金额 1.06 亿元、1.09 亿元、1.27 亿元和 1.02 亿元。目前，公司委托运营项目运营期限主要集中在 1~2 年，整体剩余运营期限较短，委托运营业务稳定性不高。

表 5 截至 2017 年 9 月底公司主要委托运营污水处理厂基本情况

序号	污水处理厂名称	地区	处理能力（万立方米/日）	委托运营期限	建设运营模式	盈利模式	公司对相关资产是否有控制权
1	张贵庄污水处理厂	天津	20.00	2017.7.1~2018.6.30	受委托运营	收取运营服务费	否
2	营城污水处理厂	天津	10.00	2018.1.1~2019.12.31	受委托运营	收取运营服务费	否
3	天津西青区大寺污水处理厂	天津	6.00	2018.1.1~2018.12.31	受委托运营	收取运营服务费	否
4	霍邱污水处理厂	安徽	4.00	2016.1.1~2020.12.31	受委托运营	收取运营服务费	否
5	芜湖市滨江污水处理厂	安徽	3.00	2013.12.25~2021.12.24	受委托运营	收取运营服务费	否
合计			43.00	--	--	--	--

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司污水处理业务分别实现收入 13.01 亿元、13.39 亿元和 13.79 亿元，逐年小幅增长；该板块毛利率分别为 43.91%、38.23%和 41.58%，波动中小幅下降，主要系污水处理业务自 2015 年 7 月 1 日起缴纳增值税，现行污水处理服务费单价视为含税价格所致。2017 年 1~9 月，公司污水处理业务实现收入 10.95 亿元，毛利率为 45.28%。

总体看，公司污水处理业务经营较为稳健，较长的特许经营期为业务的可持续性提供了保障，但由于污水处理业务的价格由政府制定，价格的不确定性可能会影响公司的利润水平。

中水管道接驳及供水业务

公司中水管道接驳及供水业务包括再生水的生产、销售及中水管道接驳，目前业务集中在天津市内，主要由创业环保子公司天津中水有限公司（以下简称“中水公司”）负责，中水公司共有塘

沽、咸阳路、东郊、北辰及阜阳颍南 5 家再生水厂，生产能力合计 24 万立方米/日，目前限于市场需求不足以及管网覆盖率较低，公司再生水负荷率较低。再生水下游客户主要为各终端用户，包括居民、电厂等，目前再生水价格与自来水价格一样均由政府主导，居民 2.20 元/立方米、发电企业 2.50 元/立方米、其他用水 4 元/立方米。2014~2016 年，创业环保再生水售水量分别为 2,041 万立方米、1,846 万立方米和 2,151 万立方米，波动上升，主要系东郊、咸阳路等再生水厂的主要用户热电厂用水量波动所致。2014~2016 年，创业环保再生水收入分别为 5,569 万元、4,650 万元和 4,970 万元，波动下降，收入的变动趋势与售水量不一致主要系增值税新政的影响所致。2017 年 1~9 月，创业环保售水量为 2,041 万立方米，收入为 4,736 万元。

表6 截至2017年9月底公司再生水厂情况（单位：万立方米/日）

名称	地区	名义处理能力	建设运营模式	费用支付单位
津沽再生水厂	天津	7.00	自建及商业运营	用水企业或个人
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		
阜阳颍南再生水厂	阜阳	5.00	TOT	政府付费
合计	--	24.00	--	--

资料来源：公司提供

作为天津地区唯一一家再生水经营主体，创业环保负责区域内中水管道驳接业务，随着城市化稳步推进，该业务板块每年为其带来较为稳定的收入。管道驳接方面，目前管道驳接收入的需求主要与铺设再生水支网的小区竣工建筑面积有关，该板块业务受驳接小区的房地产开发进度影响较大。按照市相关配套单位有关配套业务的组织形式，房地产开发商在与公司签订配套协议后，先预付配套费用，待基本具备施工条件后，再由专业单位根据协议组织设计，招标及施工。会计处理方面，公司根据完工法确认合同收入和合同费用，工程未完工阶段，收到开发商的进度款和支付的施工款分别计入“预收款项”和“预付账款”，待整体工程完工后确定项目已实现盈利，故公司目前驳接业务中形成较大规模的预收账款。2014~2016 年，创业环保中水管道驳接收入分别为 1.09 亿元、1.39 亿元和 1.39 亿元，其中 2015 年收入增长系管网驳接业务结算量增加所致。2017 年 1~9 月，创业环保中水管道驳接收入为 1.07 亿元。由于再生水行业尚处于初创期，且再生水厂投入成本较高，前期管网铺设资金需求较大，目前仍主要依赖政府投资推动，再生水业务的发展受政府支持力度影响较大，因此，创业环保再生水业务发展空间短期内仍将受到制约，但长期看，中国水资源短缺的矛盾日益凸显，水价面临较高上调压力，而再生水较海水淡化以及远距离调水在价格上具有明显优势，再生水未来面临较好发展前景。

总体看，公司中水业务板块经营较为稳健，且具有一定的区域垄断性，发展前景较好。但由于市场需求不足，管网覆盖率较低，公司中水业务板块发展受到一定制约。

自来水业务

公司自来水业务的经营主体为创业环保下属的云南曲靖创业水务公司，其上游主要为当地的供排水公司或水资源主管单位；供应源水的单价由协议约定，源水供应量通过流量统计。公司自来水业务的下游客户主要为当地的供排水公司，双方根据签订的供水协议，每月以约定的单价和流量计采集的供水量为准计算结算金额，并在 60 日内收取水费；供水公司再向居民户供水，水价由政府召开听证会确定。

截至 2017 年 9 月底，公司自来水净水名义处理能力为 20.00 万立方米/日，实际处理能力为 11.40

万立方米/日。2014~2016 年，公司下属企业创业环保的自来水业务实现售水量分别为 3,818.00 万立方米、3,925 万立方米和 4,115 万立方米，售水量逐年增长；自来水业务实现收入分别为 6,152 万元、6,371 万元和 6,685 万元。2017 年 1~9 月，公司自来水售水量为 3,142 万立方米，实现收入 5,068 万元。

表 7 截至 2017 年 9 月底公司自来水经营情况（单位：万立方米/日，年）

项目名称	地区	名义处理能力	实际处理能力	特许经营期
曲靖自来水厂	云南	20.00	20.00	30

资料来源：公司提供

相对于污水处理领域，创业环保在自来水供水领域竞争力较弱，加之自来水领域地方政府垄断程度较高，自来水业务扩张存在一定挑战。

总体看，公司自来水业务售水量和收入稳定增长，由于行业内市场容量稳定，且地方政府垄断程度较高，公司自来水业务扩张速度较慢。

3. 市政基础设施配套板块

2012 年以前，公司市政基础设施配套板块主要业务内容是道路收费业务。从 2012 年第四季度开始，公司投资建设的天津文化中心商业配套体项目竣工并投入运营。2014~2016 年，公司市政基础设施配套板块收入分别为 5.05 亿元、5.18 亿元和 5.07 亿元，基本保持稳定。2017 年 1~9 月，公司市政基础设施配套板块收入为 4.06 亿元。

路桥收入

公司成立之初，投资建设了天津市海河大桥，并拥有其道路收费权。2003 年根据《关于天津市市政投资有限公司所属海河大桥收费站停止收费的补偿协议》，公司不再向社会收费，由天津市贷款道路建设车辆通行费征收办公室对公司给予补偿，2010 年以前公司将该项计入补贴收入。2010 年 5 月 19 日，天津市人民政府办公厅下发津政办[2010]51 号《关于成品油价格和税费改革及取消政府还贷二级公路收费的实施意见》，明确了政府按协议对上市公司、中外合作企业的外方股份给予补偿，自 2009 年公司尚未收到该项补贴。目前，后续补偿事宜正在协商中。

另外，公司下属子公司创业环保拥有天津市中环线东南半环城市道路的收费权，该收费权每年能够带给公司稳定的收入。从天津市根据相关规定对贷款道路收费站停止收取车辆通行费后，创业环保拥有道路通行费收益权的 6 个收费站也一并停止征收。但根据津政办[2010]51 号文《关于成品油价格和税费改革及取消政府还贷二级公路收费的实施意见》，创业环保作为上市公司，仍然可以按照原《委托收费协议》中的金额确认收入，每年天津市政府以补贴形式补助公司，期限自 2003 年 7 月 1 日起至 2029 年 2 月 28 日止。2014~2016 年，公司实现道路通行费收入分别为 0.67 亿元、0.67 亿元和 0.64 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现道路通行费收入为 0.48 亿元。

天津文化中心商业配套体项目

公司负责文化中心区域综合商业体的投资建设，天津文化中心商业配套体是天津市重点工程，即天津银河国际购物中心（以下简称“项目”）。该项目由下属全资子公司乐城置业负责具体运营。乐城置业成立于 2009 年 12 月，注册资本 10 亿元，负责项目建设资金及建设工程的监管，并对建成后的项目实施管理和经营，项目的所有权归属于乐城置业。

天津银河国际购物中心建筑面积 35 万平方米，项目建设总投资 76.29 亿元，其中项目自筹资金比例不低于 30%，由天津城投向公司拨付（2009 年和 2010 年已向公司拨付 50.50 亿元），再由公司

通过股权方式投入，以未来项目经营收入满足分红；申请银行贷款 28 亿元，贷款期限为 10 年。还款来源方面，公司通过项目自持物业租金收入、后期商业运营收入进行还款。项目建设周期为 2010 年 6 月~2012 年 4 月；根据项目可行性报告，该项目经营期限为 38 年，投资回报期为 14.23 年，收入来源主要依靠店铺出租收入；该项目第一年起始租金为 8 元/平方米/日，按年租金平均增长率 5%，年平均出租率 92.90%测算，至 2020 年租金收入总计约为 70.10 亿元。

天津银河国际购物中心已于 2012 年 9 月 22 日正式营业，商场分为地下 2 层，地上 5 层；项目商业体建筑面积 35 万平方米，其中 19.35 万平方米为公共区域，15.55 万平方米为可出租面积；该项目定位于集高端百货、国际名品旗舰店、偶像时尚店和大型娱乐体验场于一体的超大型文化零售娱乐消费目的地，目前引进了乐天百货、橙天嘉禾国际影城及全明星冰场三大主力店。2014~2016 年，该项目实现收入分别为 4.38 亿元、4.51 亿元和 4.43 亿元，签约面积分别为 14.92 万平方米、14.91 万平方米和 15.03 万立方米，店铺出租的签约率分别约为 95.34%、95.69%和 96.61%。

2017 年 9 月 26 日，经天津城投批准，公司将现持有乐城置业 100%股权协议转让至天津城投置地投资发展有限公司（以下简称“城投置地”），受让方为天津城投间接全资子公司。此次股权转让定价参考基准日净资产审计值，股权转让价格为 34.75 亿元，以货币方式支付，支付截至日为 2018 年 9 月 30 日。截至 2016 年底，乐城置业资产总额 92.45 亿元，负债总额 57.07 亿元，净资产 35.38 亿元。银河国际购物中心可为公司带来稳定可观的现金流，公司对乐城置业的股权转让有利于降低公司的债务压力，但将导致公司的资产、收入和净利润规模出现下降。

总体看，随着乐城置业的股权转让，公司市政基础设施配套板块的收入规模将急剧下降。

4. 房地产板块

公司房地产板块主要由下属全资子公司万宁凯德投资有限公司（以下简称“万宁凯德”）运作管理，万宁凯德具有国家房地产开发四级资质。2014~2016 年，公司房地产板块实现营业收入分别为 1.05 亿元、0.82 亿元和 1.45 亿元。

2016 年，公司以万宁凯德的全部股权及天津海德宏业有限公司（以下简称“海德公司”）50.10%的股权对城投置地进行增资，此次增资完成后，公司持有城投置地 11.47%的股权。公司持有海德公司 50.10%股权，但并未对海德公司形成实际控制权，因此未将海德公司纳入合并范围，在公司长期股权投资科目中体现。增资完成后，公司对海德公司长期股权投资减少，并不再将万宁凯德纳入合并范围。截至 2016 年 11 月底，万宁凯德资产总额为 12.99 亿元，负债为 11.32 亿元，所有者权益 1.67 亿元；2016 年 1~11 月，万宁凯德实现营业收入 1.45 亿元，净利润 0.15 亿元。

总体看，公司房地产业务收入在主营业务收入中占比偏小，万宁凯德的出表对公司资产和收入规模的影响不大，但将导致公司房地产业务消失，业务多元化程度进一步降低。

5. 其他业务

公司其他业务收入包括咨询服务收入和供热供冷收入等。

公司于 2011 年 3 月开始投资建设天津市文化中心能源站项目，2011 年 11 月开始按照与文化中心区域内的用户签署的《供冷供热合同》向用户提供供冷供热服务，进而收取服务费，特许经营期为 26 年，供冷和供热面积均为 180 万平方米，其中供冷费收取标准为 65 元/平方米，供热费为 25 元/平方米。2014~2016 年，公司实现供冷供热业务收入相对稳定。

表8 截至2017年9月底公司在建及拟建能源站项目情况（单位：万平方米）

项目名称	特许经营期	供冷面积	供热面积	预计竣工时间
天津黑牛城道1号、2号能源站	30年	47.65	47.65	2019.12
天津市侯台风景区2号能源站	30年	20.10	46.96	2020.12
天津市滨海新区文化中心（一期）能源站	30年	19.49	19.49	2017.10
合计	--	87.24	114.10	--

资料来源：联合评级整理

注：滨海新区项目目前已完工，因其还有部分外围建设，投资尚未完全完成。

公司于2014年9月、2015年2月和2016年3月陆续中标天津黑牛城道1号、2号能源站项目、天津市侯台风景区2号能源站特许经营项目和天津市滨海新区文化中心（一期）能源站特许经营项目，供冷面积合计87.24万平方米，供热面积合计114.10万平方米。未来随着项目的投资建设完成与正常运营，公司供冷供热业务规模将大幅增长。

公司工程管理业务由子公司天津城投建设工程管理咨询有限公司（以下简称“咨询公司”）经营，公司收取业主方项目建设资金并转付给建设方，收取管理费用计入营业收入，规模很小，建设资金计入“收到与支付其他与经营活动有关的现金”。

总体看，公司的供冷供热业务较稳定，能为公司带来稳定的现金流；随着天津其他供冷供热项目的陆续竣工与投入运营，该业务板块收入规模将有所增长。

6. 在建和拟建项目

截至2017年9月底，公司主要在建和拟建项目全部来自于下属子公司创业环保，在建项目总投资33.50亿元，已投资5.67亿元，尚需投资27.83亿元；拟建项目总投资3.50亿元，公司面临一定的资金压力。

表9 截至2017年9月底公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类别	总投资额	截至2017年9月底已投资
在建项目			
津沽污水处理厂提标改造工程	污水	8.45	0.17
北仓污水处理厂提标改造工程	污水	4.42	0.10
黑牛城道1#2#能源站项目	供热供冷	2.51	1.10
天津市侯台风景区2#能源站项目	供热供冷	1.17	0.11
天津市滨海新区文化中心（一期）能源站项目	供热供冷	1.23	0.94
克拉玛依第二污水处理厂二期工程	污水	2.70	0.21
临夏市污水处理厂改扩建工程	污水	1.73	0.25
颍上县城南污水处理工程BOT项目	污水	2.14	0.77
合肥于湾污水处理厂工程PPP项目	污水	2.38	0.66
宁乡经开区污水处理厂及配套管网工程	污水	1.56	0.75
大连春柳河污水处理厂一期升级扩建工程	污水	2.21	0.30
临沂市庐山化工园区危险废物综合处置中心工程	固废	3.00	0.31
合计	--	33.50	5.67
拟建项目			
山东郯城危废综合处置中心项目	固废	3.50	0.05

资料来源：公司提供

7. 经营关注

(1) 主营业务减少，业务多元化程度降低，资产和收入规模或将出现下降

随着乐城置业和万宁凯德的出表，公司主营业务将减少市政基础设施配套板块中的大部分和房地产板块，业务多元化程度降低，同时，资产和收入规模或将出现下降。

(2) 在建和拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力

截至 2017 年 9 月底，公司在建和拟建项目尚需投资 31.28 亿元，尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。

8. 未来发展

根据城投集团转型发展的思路与要求，顺应当前国民经济新常态的发展特点及趋势，继续推动“产融互动、双轮驱动”的整体思路，通过投资、产业基金等资源优势，不断提升公司股权投资经营能力。

总体看，公司未来的发展重点为金融和对外股权投资，均要求公司具备较强的资本运作能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2014~2015 年合并财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；根据天津市财政局发布的《会计师事务所更名公告》，中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）更名为中审华会计师事务所（特殊普通合伙），并于 2016 年 08 月 11 日就该变更事项向天津市财政局进行了备案，公司 2016 年合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2017 年前三季度财务报表未经审计。公司财务报表编制按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和 41 项具体会计准则、其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下简称“企业会计准则”）的规定进行确认和计量。

合并范围方面，2014 年，天津汇展城置业发展有限公司不再纳入公司合并范围；2015 年公司合并范围无变化；截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 5 家，较 2015 年新增 1 家，为天津元易诚商业运营管理有限公司，2 家子公司不再纳入合并范围，分别为天津市政君诚资产管理有限公司和万宁凯德。2017 年 1~9 月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司合并范围变化不大，会计政策连续，财务数据可比性较强。

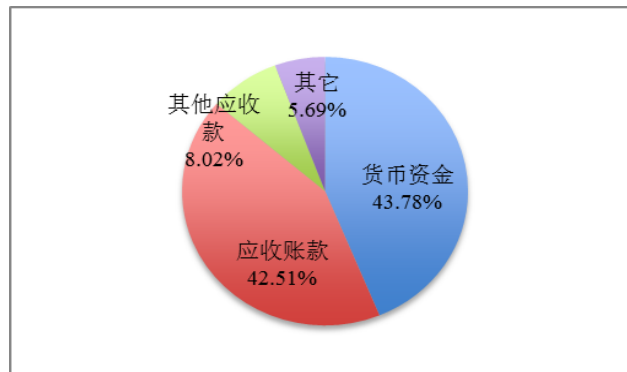
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年下降，年均复合下降 6.22%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 221.00 亿元，较年初下降 7.43%，主要系流动资产下降所致；其中流动资产占 19.26%，非流动资产占 80.74%，以非流动资产为主。

(1) 流动资产

2014~2016 年，公司流动资产逐年减少，年均复合下降 24.68%。截至 2016 年底，公司流动资产 42.56 亿元，较年初下降 35.31%，主要系其他应收款与存货下降所致；公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金呈波动减少态势，年均复合下降1.10%。截至2016年底，公司货币资金为18.63亿元，较年初下降12.47%，主要为银行存款（占99.02%）。货币资金中受限金额为0.18亿元，为一年内到期的保证金，受限比例较低。

2014~2016年，公司应收账款波动减少，年均复合下降16.23%。截至2015年底，公司应收账款净值12.60亿元，较年初减少51.11%，主要系收回以前年度污水处理费所致。截至2016年底，公司应收账款为18.09亿元，较年初增长43.53%，主要系应收天津市水务局污水处理服务费增长所致。应收账款集中度方面，公司应收账款金额前五单位占比为89.30%，集中度较高，主要为1年以内的应收账款（占59.99%）和1~2年的应收账款（占28.09%），考虑到欠款方均为政府单位或国有企业，相关款项回收风险较低。截至2016年底，公司应收账款计提坏账准备0.22亿元。

2014~2016年，公司其他应收款呈波动减少态势，年均复合下降56.88%。截至2016年底，公司其他应收款净值为3.41亿元，较年初下降81.72%，主要系公司参股公司天津海德宏业有限公司借款偿还所致。公司其他应收款欠款单位前5名合计金额占总额比例为83.28%，集中度较高，考虑到欠款方多为政府单位，到期不能收回风险较低。

2014~2016年，公司存货波动下降，年均复合下降84.43%。截至2016年底，公司存货净值0.25亿元，较年初下降97.83%，主要系本期公司以万宁凯德的股权对城投置地增资，本年不再将万宁凯德纳入合并范围导致开发成本及开发产品减少所致。

（2）非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模较为稳定，年均复合增长0.62%。截至2016年底，公司非流动资产178.44亿元，较年初增长3.17%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占52.83%）和无形资产（占34.94%）构成。

2014~2016年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长80.24%。截至2016年底，公司可供出售金融资产5.98亿元，较上年大幅增加5.59亿元，主要系公司对城投置地持股比例下降，有联营公司变为可供出售金融资产所致。公司可供出售金融资产按成本计量。

2014~2016年，公司投资性房地产逐年平稳增长，年均复合增长率为4.40%。截至2016年底，投资性房地产为94.27亿元，较年初小幅增长3.26%，主要系公允价值变动增值所致，投资性房地产采用公允价值模式计量，主要由天津银河国际购物中心的房产构成。2017年10月，公司转让乐城置业100%股权至城投置地，公司投资性房地产将大幅减少。

2014~2016年，公司无形资产变化不大，年均复合下降0.69%。截至2016年底，公司无形资产为62.35亿元，较年初小幅下降0.41%，无形资产主要由特许经营权（占99.66%）构成，特许经营权主要为污水处理特许经营权，无形资产累计摊销14.47亿元，采用直线法摊销，累计计提减值准

备 0.52 亿元。

受限资产方面，截至 2016 年底，公司受限资产合计 92.42 亿元，占总资产的比重为 41.82%，公司受限资产规模较大，受限比例较高。其中，受限货币资金 0.18 亿元，投资性房地产抵押金额 90.33 亿元，受限无形资产 1.91 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司总资产 233.90 亿元，较年初增长 5.84%；其中流动资产占比为 22.67%，非流动资产占比为 77.33%，流动资产占比略有上升。

总体看，公司资产以非流动资产为主，非流动资产中投资性房地产占比较高，主要由天津银河国际购物中心的房产构成，地理位置较好；此外，公司有较大规模的受限资产，受限比例较高，公司资产流动性一般。随着公司对乐城置业股权处置的完成，未来公司资产规模或将出现下降，流动资产占比将大幅提升，资产流动性将有所改善。

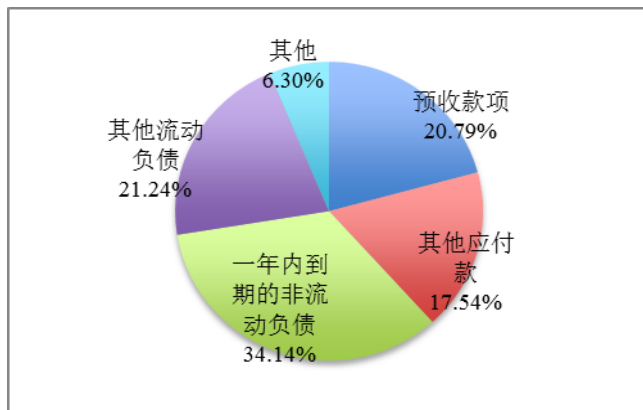
2. 负债和所有者权益

(1) 负债

2014~2016 年，公司负债规模呈逐年下降态势，年均复合减少 11.55%。截至 2016 年底，公司负债总额 133.00 亿元，较年初下降 14.00%，主要系流动负债下降所致；其中流动负债占 35.73%，非流动负债占 64.27%，流动负债占比较年初下降 13.15 个百分点，负债结构以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债波动减少，年均复合下降 18.84%。截至 2016 年底，公司流动负债为 47.53 亿元，较年初下降 37.13%，主要系短期借款和其他应付款下降所致；公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 4 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 9.92%。截至 2016 年底，公司预收款项为 9.88 亿元，较年初增长 9.55%，主要系公司预收的中水管道接驳费增长所致；其构成以中水管道接驳费（占比 95.27%）为主。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年下降，年均复合下降 54.49%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 8.33 亿元，较年初下降 72.69%，主要系有息拆借资金全部偿还所致，主要为工程款及保证金、往来款项等。本报告将 2014 年、2015 年其他应付款中的借款纳入有息债务核算。

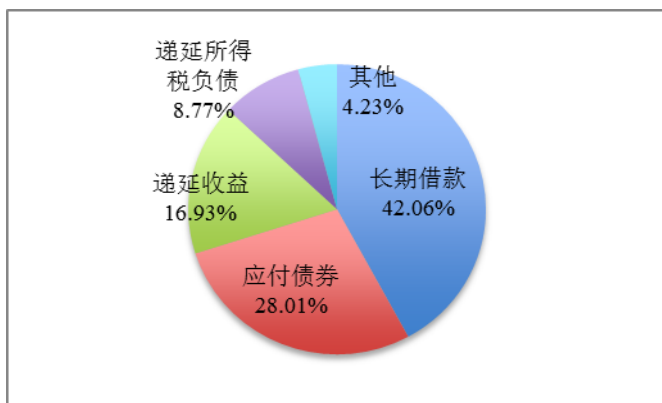
2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，年均复合下降 0.24%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.22 亿元，较年初下降 25.02%，主要系当期转入的一年内到期的应付债券和长期借款增长所致。其中一年内到期的长期借款占 24.43%，一年内到期的长期应付款占

1.60%，一年内到期的应付债券占 73.97%。

2014~2016 年，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 58.04%。截至 2016 年底，公司其他流动负债为 10.10 亿元，较年初小幅增长 0.58%，其他流动负债主要为短期融资券，本报告将其计入有息债务核算。

2014~2016 年，公司非流动负债波动减少，年均复合下降 6.53%。截至 2016 年底，公司非流动负债 85.48 亿元，较年初增长 8.13%，主要系递延所得税负债以及递延收益增长所致；非流动负债主要由长期借款、应付债券、递延收益和递延所得税负债构成。

图 5 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司长期借款规模波动下降，年均复合减少 9.29%。截至 2016 年底，公司长期借款为 35.95 亿元，较年初增长 4.54%，由抵押借款（占 83.44%）、保证借款（占 15.87%）和质押借款（占比 0.70%）构成。

2014~2016 年，公司应付债券逐年减少，年均复合增长 15.95%。截至 2016 年底，公司应付债券为 23.94 亿元，较年初小幅下降 0.03%，主要包括“13 津创业 MTN1”、“15 津市政 PPN001”、“16 市政 01”和“16 津创 01”，公司应付债券 2018 年将到期 12.00 亿元，2021 年到期 12.00 亿元。

2014~2016 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 9.39%。截至 2016 年底，公司递延收益为 14.47 亿元，较年初增长 26.30%，主要系公司收到津沽水厂以及北辰水厂提标改造项目补贴合计 2.53 亿元所致。

2014~2016 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 32.83%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 7.50 亿元，较年初增长 23.55%，主要系应纳税暂时性差异所致。

2014~2016 年，公司全部债务逐年减少，年均复合减少 16.64%。截至 2016 年底，公司债务总额为 86.12 亿元，较年初下降 21.76%，其中短期债务为 26.22 亿元（占 30.45%），长期债务为 59.90 亿元（占 69.55%），短期债务较年初下降 49.32%，主要系公司有息拆借资金全部偿还所致；长期债务较年初增长 2.67%。截至 2016 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分别为 60.18%、49.46%和 40.50%，分别较年初下降 4.59 个百分点、7.23 个百分点和 0.46 个百分点，债务指标均有所下降。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 142.48 亿元，较年初增长 7.13%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 33.36%，非流动负债占 66.64%。截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 97.65 亿元，较年初增长 13.39%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 28.65%和 71.35%。截至 2017 年 9 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.92%、51.65%和

43.25%，较年初略有上升，但公司债务负担处于较低水平。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，负债规模有所下降；公司债务规模下降幅度较大，债务负担有所减轻，债务期限结构较好，集中兑付的压力不大。随着乐城置业的股权处置，公司的债务规模或将进一步降低。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益平稳增长，年均复合增长 4.04%。截至 2016 年底，公司所有者权益为 88.00 亿元，较年初增长 4.64%，其中归属母公司所有者权益占比为 70.25%，少数股东权益占比为 29.75%；公司归属于母公司所有者权益为 61.82 亿元，主要由实收资本（占 29.44%）、资本公积（占 46.46%）、盈余公积（占 4.79%）和未分配利润（占 19.19%）构成。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益为 91.42 亿元，较年初增长 3.89%，其中归属于母公司所有者权益为 63.65 亿元；所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

3. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入稳定增长，三年复合增长率为 3.23%。2016 年，公司实现营业收入 25.38 亿元，较上年增长 2.92%；公司营业成本为 14.89 亿元，较上年下降 4.49%。2016 年，公司实现营业利润 4.85 亿元，较上年下降 5.16%；实现净利润 4.22 亿元，较上年增长 23.39%，主要系政府补助增加及营业外支出减少综合影响所致。

期间费用方面，近三年公司费用总额逐年减少，年均复合下降 6.63%。2016 年，公司期间费用总额为 7.16 亿元，较上年下降 10.69%，主要系公司债务规模下降使得财务费用下降所致；其中销售费用为 0.27 亿元（占 3.75%），管理费用为 1.80 亿元（占 25.20%），财务费用为 5.09 亿元（占 71.05%）。近三年公司费用收入比分别为 34.48%、32.51%和 28.21%，公司费用控制能力较弱。

2014~2016 年，公司资产减值损失分别为 0.24 亿元、0.32 亿元和 0.52 亿元，2016 年较上年增长 64.80%，主要为长期股权投资计提的减值准备增长所致。同期，公司公允价值变动收益分别为 4.61 亿元、4.61 亿元和 3.00 亿元，2016 年较上年下降 34.96%，主要为投资性房地产公允价值变动产生。2016 年，公司公允价值变动收益占营业利润比重为 61.79%，公司利润对投资性房地产的公允价值变动依赖程度较高。2014~2016 年，公司营业外收入分别为 8.82 亿元、1.82 亿元和 2.21 亿元，其中 2014 年金额较大，主要原因为天津市人民政府决定将创业环保拥有的天津市纪庄子污水处理厂及再生水厂搬迁至天津市津南区，并授权创业环保新建并运营天津市津南污水处理厂及再生水厂，迁建项目资金由天津市政府安排天津市海河建设发展投资有限公司以土地整理储备补偿款的方式拨付。近三年公司营业外收入占利润总额的比重分别为 137.35%、27.97%和 31.38%，公司利润总额对营业外收入有一定的依赖。

从盈利指标看，2014~2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈逐年上升趋势，2016 年，上述指标分别为 5.00%、5.23%和 4.90%，分别较上年增长 0.18 百分点、0.04 个百分点和 0.77 个百分点。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 18.97 亿元，较上年变化不大；实现利润总额 5.47 亿元，较上年同期增长 20.30%；净利润 4.10 亿元，较上年同期增长 21.78%，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.83 亿元。

总体看，公司收入规模保持稳定增长，但期间费用较高，对公司利润产生侵蚀；且公司利润的产生依赖于公允价值变动以及营业外收入；公司整体盈利水平一般。随着乐城置业的股权处置，公

公司的营业收入规模或将出现下滑，公司净利润或将减少。

4. 现金流

从经营活动来看，近三年公司经营活动产生的现金流入分别为 27.11 亿元、50.48 亿元和 29.80 亿元，2015 年流入规模有所扩大，主要系公司加大回款力度带动销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 6.53 亿元、9.35 亿元和 4.39 亿元，主要系下属公司收到的与工程代建相关的代建资金保证金和往来款；近三年公司经营活动产生的现金流出总额分别为 22.05 亿元、27.69 亿元和 23.80 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金主要系下属公司支付的与工程代建相关的代建资金保证金和往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5.06 亿元、22.79 亿元和 6.00 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 85.50%、164.96%和 92.32%，2015 年应收账款的回款进度显著加快，收入实现质量大幅提高，公司收入实现质量尚可。

2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 13.12 亿元、8.47 亿元和 34.31 亿元，其构成以收到其他与投资活动有关的现金为主，主要系收到海德宏业的还款；投资活动现金流出分别为 11.91 亿元、12.81 亿元和 31.23 亿元，其构成以支付其他与投资活动有关的现金为主，主要系支付天津城投借款。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 1.21 亿元、-4.34 亿元和 3.08 亿元。

从筹资活动看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 29.30 亿元、51.41 亿元和 40.22 亿元，公司筹资方式主要为借款、发行债券等，收到其他与筹资活动有关的现金主要为发行债券收到的现金；近三年公司筹资活动现金流出分别为 39.78 亿元、67.78 亿元和 51.92 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2014~2016 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为-10.49 亿元、-16.37 亿元和-11.69 亿元，均呈净流出状态。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.07 亿元，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.60 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 7.81 亿元。

总体看，公司收入实现质量尚可，近三年公司经营活动与投资活动现金净流量均表现为净流入，现金流状况较好。随着乐城置业的股权转让，未来公司经营活动现金净流入规模或将出现下降。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.04 倍、0.87 倍和 0.90 倍；速动比率分别为 0.90 倍、0.72 倍和 0.89 倍，2015 年有所下降主要系公司经营性应收项目回款速度加快引起流动资产减少所致。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.42 倍、0.41 倍和 0.71 倍，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司 2014~2016 年的 EBITDA 分别为 16.20 亿元、15.99 亿元和 15.34 亿元，2016 年公司 EBITDA 较上年下降 4.07%，主要系债务规模下降导致计入财务费用的利息支出减少所致；公司 EBITDA 由折旧（占 3.20%）、摊销（占 18.37%）、计入财务费用的利息支出（占 32.54%）和利润总额（占 45.89%）构成。近三年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.38 倍、2.35 倍和 2.76 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍、0.15 倍和 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2017 年 9 月底，公司从各家银行获得银行授信额度合计 108.38 亿元，其中未使用额度 46.17 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有 A、H 股上市公司创业环保，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10120101004482004），截至 2018 年 3 月 14 日，所有贷款记录中无不良类、违约类贷款，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年 9 月底，公司正在进行的主要诉讼事项如下：由于安国市政府未依约履行安国创业水务有限公司（以下简称“安国公司”）与安国市政府签署的《特许经营协议》相关条款，安国公司于 2013 年向中国国际经济贸易仲裁委员会申请仲裁，请求安国市供水项目特许协议的解除；要求安国市政府支付其欠付安国公司供水服务费及投资补偿款人民币 5,142.32 万元。2017 年 4 月 6 日，中国国际经济贸易仲裁委员会已对该案做出最终仲裁裁决，目前裁决尚未全部履行完毕。

总体看，公司整体偿债能力一般，但考虑到公司融资渠道畅通，经营较为稳健，主营的水务行业受到政策的支持力度较大，公司的偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务 97.65 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 15.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本期债券发债额度一般，对公司负债水平的影响一般。

以 2017 年 9 月底的财务数据为基础，假设本期债券发行额度 15.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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分别从 60.92%、51.65%和 43.25%上升至 63.27%、55.20%和 48.09%，公司实际长期债务资本化比率较测算后略高，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 15.34 亿元，为本期债券公司债券发行额度（15.00 亿元）的 1.02 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2016 年经营活动产生的现金流入 29.80 亿元，为本期债券公司债券发行额度（15.00 亿元）的 1.99 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高；经营活动现金净流入 6.00 亿元，为本期债券公司债券发行额度（15.00 亿元）的 0.40 倍，经营活动现金净流入对本期债券的覆盖程度一般；现金类资产 18.64 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 1.24 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在区域内行业地位优势明显、政策支持力度较大、自身经营性业务板块成熟等多方面的优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

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”）与公司签署了《天津市政投资有限公司2016年公开发行公司债券之担保协议》，并出具了《担保函》，天津城投为公司发行本次债券提供连带责任保证担保。

担保人保证的范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券到期之日起二年。

2. 担保人分析

(1) 天津城投概况

天津城投是根据中共天津市委《津党[2004]17号》和天津市人民政府《津政函[2004]180号》文件，天津市人民政府于2004年7月23日出资组建的国有独资公司，天津市国资委代表天津市人民政府履行出资人职责。历经多次注资及股权划转，截至2015年底，天津城投注册资本为677.00亿元。2016年，天津市国资委津国资法规[2016]34号文件，同意天津城投根据市国资委津国资预算[2012]24号、津国资预算[2013]34号、津国资预算[2014]64号和津国资预算[2015]53号文件要求，增加注册资本11.21亿元，增加后天津城投注册资本为688.21亿元。截至2017年9月底，天津城投注册资本为688.21亿元。天津市国资委为天津城投出资人和实际控制人，持股比例为100.00%。

天津城投经营范围：以自有资金对海河综合开发改造、地铁、城际铁路、城市路桥、高速公路、污水处理、供水、供热、垃圾处理、停车场（楼）、地下管网、公园绿地等城市环境基础设施及其配套项目进行投资、建设、运营管理；对房地产业、金融业进行投资及管理服务；政府授权的土地整理、区域开发；历史风貌建筑的保护性建设、开发与经营；房屋建筑和市政公用类工程项目管理；投资策划；企业管理咨询；市场建设开发服务；自有房屋租赁；基础设施租赁以及公用设施项目开发经营；经政府授权进行基础设施特许经营；建设投资咨询（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件，在有效期限内经营，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2017年9月底，天津城投设办公室、党委办公室、财务中心、监察室、基础设施部、资产经营部、房地产部、审计部和董事会办公室等13个职能部门；天津城投合并范围内的主要的一级子公司合计11家，较上年增加1家。截至2017年9月底，天津城投在职员工11,838人。

截至2016年底，天津城投合并资产总额7,151.40亿元，负债合计4,798.86亿元，所有者权益合计2,352.53亿元，其中归属于母公司的所有者权益2,126.55亿元。2016年，天津城投合并口径实现营业收入142.47亿元，净利润17.99亿元，其中归属于母公司的净利润15.05亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.50亿元，现金及现金等价物净增加额-66.64亿元。

截至2017年9月底，天津城投合并资产总额7,453.70亿元，负债合计4,976.67亿元，所有者权益合计2,477.03亿元，其中归属于母公司的所有者权益2,233.89亿元。2017年1~9月，天津城投合并口径实现营业收入99.79亿元，净利润13.07亿元，其中归属于母公司的净利润10.73亿元，经营活动产生的现金流量净额25.52亿元，现金及现金等价物净增加额104.80亿元。

天津城投注册地址：天津市和平区大沽北路161号城投大厦；法定代表人：李宝锟。

(2) 经营分析

天津城投业务涵盖海河综合开发、高速公路、快速路、管网及路网建设、车站枢纽工程、地铁、城市环境绿化、水务、土地整理、园区建设、高速铁路等基础设施项目的投资、建设、经营开发与运营管理，并形成了城市路桥、环境水务、轨道交通和城市综合开发四大业务板块。

2014~2016年，天津城投营业收入持续增长，分别为126.44亿元、140.30亿元和142.47亿元，复合增长率6.15%；主营业务收入分别为122.78亿元、136.29亿元和138.64亿元，复合增长率6.26%。近三年，主营业务收入占营业收入的比例均为97%左右，天津城投主营业务突出。

从主营业务构成情况来看，近三年四大业务板块中的收费公路、环境水务、轨道交通和城市综合开发占同期天津城投主营业务收入比重均在70.00%以上，上述四项业务是天津城投经营收入的主要来源。具体来看，近三年收费公路板块业务收入持续增长，分别为27.48亿元、28.77亿元和30.02

亿元，2015~2016年由于主营业务收入增幅更大，收费公路业务收入占比有所下降，近三年分别为28.10%、21.11%和21.66%；环境水务板块业务收入近三年波动不大，分别为14.08亿元、16.27亿元和16.18亿元，占主营业务收入的比重分别为14.10%、11.94%和11.67%；轨道交通业务收入近三年波动不大，分别为6.69亿元、6.20亿元和6.36亿元，占主营业务收入比重为5.45%、4.55%和4.59%；城市综合开发收入近三年波动增长，分别为44.62亿元、56.06亿元和48.30亿元，2016年城市综合开发收入有所降低，主要系天津市海河上游区域基础设施部分建设项目政府采购收入减少所致，占主营业务收入的比重分别为36.34%、41.14%和34.84%。近三年天津城投主营业务中的其他收入增长较快，主要由建安收入、租赁收入、广告、物业及其他国有资产经营收入组成。

表10 2014~2016年天津城投主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	业务内容	2014 年			2015 年			2016 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市路桥	收费公路	27.48	22.38	51.63	28.77	21.11	51.02	30.02	21.66	38.78
环境水务		14.08	11.47	36.08	16.27	11.94	41.27	16.18	11.67	39.69
轨道交通（地铁运营）		6.69	5.45	-76.98	6.20	4.55	-115.62	6.36	4.59	-121.58
城市综合开发	海河综合开发	28.00	22.81	12.96	30.00	22.01	12.14	15.00	10.82	18.87
	土地整理	0.44	0.36	75.00	0.79	0.58	100.00	0.52	0.37	100.00
	置业	16.18	13.17	14.65	25.28	18.55	20.60	32.78	23.65	26.82
主营业务中的其他		29.91	24.36	27.98	28.99	21.27	26.94	37.77	27.24	18.17
合计		122.78	100.00	23.48	136.29	100.00	23.24	138.64	100.00	21.16

资料来源：天津城投提供

注：由于各项数据尾数取舍的原因，合计值可能与财务报表中营业收入略有不同；2015年相关数据引用2016年年初数，2014年相关数据引用2015年数据。

从毛利率水平看，2014~2016年天津城投主营业务毛利率分别为23.48%、23.24%和21.16%，呈逐年下降趋势，主要系收入占比较大的收费公路业务毛利率下降所致。收费公路业务近三年毛利率为51.64%、51.02%和38.78%，2016年收费公路毛利率有所下降，主要系天津城投部分已运营高速公路2016年进行桥梁加固等集中养护所致。环境水务业务近三年毛利率为36.08%、41.27%和39.69%，变化不大；轨道交通业务毛利率为-76.98%、-115.62%和-121.58%，轨道交通业务毛利率持续为负，主要系其属于城市公用事业，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所致；针对轨道交通业务毛利率为负，政府每年根据轨道交通运营情况，提供地铁运营补贴，覆盖当年地铁业务的运营亏损。城市综合开发板块中，海河综合开发近三年毛利率波动增长，为12.96%、12.14%和18.87%；置业业务毛利率持续增长，为14.65%、20.60%和26.82%；土地整理业务近两年毛利率100.00%，主要系土地整理业务不计提成本，直接按照国有、集体土地收购补偿费用0.80%提取管理费用，计入土地整理业务收入所致。

2017年1~9月，天津城投实现营业收入99.79亿元，其中城市路桥板块收入25.88亿元，环境水务板块11.83亿元，轨道交通收入4.97亿元，城市综合开发收入27.67亿元。

总体看，天津城投主营业务收入持续增长；受收费公路毛利率下降影响，天津城投主营业务毛利率有所下降。

城市路桥板块

天津城投城市路桥业务板块主要是对天津市主要高速公路、中心城区快速路以及城市路网、管网进行建设和运营。

i) 收费公路

天津城投收费公路业务由子公司天津高速公路集团有限公司（以下简称“高速公路公司”）负责。高速公路公司作为天津市高速公路领域的投融资主体，享有天津地区高速公路的投资和建设权。随着天津城投路产投资建设速度不断加快，高速公路通车里程逐年增长，截至2017年9月底，天津城投全资及控股已转固高速公路总里程合计656.74公里，已通车的全资、控股及参股高速公路总里程合计1,054.00公里，全部为经营性收费高速公路，其中绝大部分为国家高速路网在天津市内路段。上述通车里程中，天津城投全线通车的全资高速公路共11条（段），里程合计623.48公里，控股高速公路2条（段），通车里程合计33.26公里。目前，天津城投正在建设京秦高速、唐津高速公路扩建工程、蓟汕高速公路以及唐廊高速公路一期等多条高速公路。

收费公路业务的收入主要为天津城投参股和控股的高速公路的通行费收入。随着天津城投控股和参股的高速公路通车里程增加，以及通行路段年车流量有所增长，近三年天津城投通行费收入持续增长。2014~2016年，天津城投高速公路通行费收入分别为27.48亿元、28.77亿元和30.02亿元。2014~2016年，天津城投高速公路毛利率分别为51.63%、51.02%和38.78%。2016年，天津城投高速公路业务板块毛利率较上年下降12.24个百分点，主要系天津城投部分已运营高速公路2016年进行桥梁加固等集中养护所致。2017年1~9月，天津城投高速公路通行费收入25.41亿元，毛利率为44.55%。在道路通行费收入之外，天津市财政局每年安排部分资金作为天津城投的高速公路养护补贴。2014~2016年，天津城投高速公路养护补贴均为2.00亿元，2017年1~9月补贴为0.50亿元，该项补贴是列入天津市财政局城建财政预算资金内，由原养路费中央转移支付预算列支，补贴收入具有持续性。

ii) 城市快速路

城市快速路的投资、运营及管理主要由天津城投本部负责，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。

快速路一期工程主要采用代建制模式。代建制模式主要方式是天津城投受天津市建委委托，承担项目的建设任务和融资任务。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。财政拨付资金覆盖该项目贷款本金及利息，不产生额外收益。快速路系统一期工程由一环、两横、两纵和两条联络线组成，总里程约146公里，预计总投资额312.00亿元。截至2017年9月底，快速路一期工程完成投资306.33亿元，累计通车130.54公里。该项目资金主要来自于资本金和金融机构贷款，资本金比例为21%。

天津大道项目、快速路二期项目采用政府回购模式。政府回购模式主要方式是，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建委依据项目总投资与天津城投签订政府回购协议对项目进行一次性采购或分期采购。天津城投主要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。从回购规模来看，天津大道项目政府回购协议总金额为106.74亿元；快速路二期项目（外环线东北部调线工程和志成道延长线工程）政府回购协议总金额合计为163.10亿元。

天津大道以外环线津沽立交桥为起点，以滨海新区的中央大道为终点，全长37公里，设计双向8车道，设计车速为每小时80公里，项目总投资80.99亿元。天津大道连接起中心城区与小白楼商务区至滨海新区于家堡、响螺湾中心商务区，是连通中心城区和滨海新区纽带。天津大道项目建设期两年，已于2008年底开工，目前已通车。截至2017年9月底，天津城投累计已投资64.76亿元。天津大道项目主要采用政府回购模式运营，政府回购协议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。该项目还款期自2013年至2019年，根据项目回购协议，该项目2013~2016

年应回购款分别为4.00亿元、6.00亿元、8.00亿元和24.00亿元，截至2017年9月底天津城投尚未收到回购款。

快速路二期工程项目总投资128.66亿元，截至2017年9月底天津城投累计完成投资98.04亿元。针对该项目，天津城投与天津市建委于2012年11月签订了《快速路系统二期项目-外环线东北部调线工程政府回购协议》和《快速路系统二期项目志成道延长线工程政府回购协议》，依据此回购协议的约定，天津市建委向天津城投回购该等项目工程，天津市建委将从2014年至2023年分期向天津城投支付共计163.10亿元的政府回购款，2014~2016年应回购金额分别为7.24亿元、7.24亿元和13.87亿元，截至2017年9月底天津城投尚未收到回购款。

iii) 管网及路网建设

天津城投全资子公司天津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，项目投资资金来源主要为天津市政府收取的城市基础设施配套费。

管网及管网建设业务主要运营模式为：天津城投受天津市建交委委托，承担项目的建设任务和融资任务。项目建设期内，由天津市财政局向天津城投拨付项目资本金，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。截至2017年9月底，管网及路网建设项目累计完成投资额328.99亿元，累计收到财政拨款239.22亿元。

总体看，天津城投所持路桥资产质量优良；2016年天津城投城市路桥板块收入增长，毛利率水平有所下降但仍较高；截至2017年9月底，天津城投尚未收到城市快速路回购款。

水务板块

天津城投水务板块情况的介绍详见本期发债主体天津市政经营分析中的水务板块介绍分析。

轨道交通

天津城投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。

i) 轨道交通建设及运营

天津城投轨道交通运营板块业务主要由下属子公司天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道集团”）负责，主要业务包括轨道建设以及运营业务以及交通枢纽工程建设。轨道建设业务主要对在建地铁线路负责统一规划建设，并承担主要融资任务。具体经营模式为：项目建设期内，在项目资金的筹集上，由天津市政府投入50%左右的资本金，由天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“地铁公司”）行使投融资建设职能、通过银行贷款、发行债券等方式筹措剩余50%的建设资金，政府未来每年向该公司拨付专项资金偿付到期债务本息，同时由地铁公司承担建设任务。项目建成后，由地铁公司负责建成线路的日常运营以及管理工作。

截至2017年9月底，天津城投已建成通车项目为地铁1、2、3、9号线，在建地铁项目主要为：5号线、6号线、地铁1号线东延、4号线南段以及10号线一期，其中地铁6号线已实现部分线路通车。天津城投享有地铁1、2、3号线特许经营权，其经营收益来源主要为地铁运营收费收入及地铁沿线土地开发收益。地铁5、6号线建成以后，将与运营的地铁1、2、3号线形成地下轨道骨干交通网络。届时地铁沿线的土地等物业升值空间较大。

2014~2016年，天津城投分别取得轨道交通（地铁运营）收入为6.69亿元、6.20亿元、6.36亿元，毛利率分别为-76.98%、-115.62%和-121.58%，呈亏损状态。目前，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），2016年，天津市财政给予补贴6.33亿元，一定程度上弥补了运营亏损。2017年1~9月，天津城投实现轨道交通收入为4.97亿元，毛利率为-113.88%；取得财政补贴4.83亿元。

ii) 交通枢纽工程

交通枢纽工程主要包括轨道交通枢纽的建设以及配套的公用工程建设。主要运营模式为代建制模式，由财政拨付项目资本金以及归还国开行专项贷款。

西站交通枢纽：天津西站交通枢纽配套市政公用工程总投资114亿元，是京津城市铁路、津秦客运专线、京沪高速铁路互联互通的重要工程，是适应天津西站地区功能定位及总体布局需要安排建设的综合配套项目。截至2017年9月底，西站项目除排水泵在建之外已基本完工，累计已完成投资约144.64亿元。

天津站交通枢纽：天津站枢纽工程是天津市“十一五”期间的重点项目，是集普速铁路、京津城际铁路、津秦客运专线铁路、天津站至西站地下直径线及地铁2、3、9号线、长途、公交、出租等各种交通方式于一体的现代化综合交通枢纽项目，共分为五大功能分区，包含九个子项工程，总建筑面积45万平方米。

天津站枢纽工程计划总投资105.84亿元，截至2017年9月底，该项目站前主、副广场已建成并投入使用；海河东路隧道工程完工，李公楼立交桥改建工程开通使用；世纪钟周边道路、进步道和建国道地面辅道、海河东路、华龙道、新兆路、华兴街、新广路已完成，五经路隧道工程已通车，累计完成投资总额94.86亿元。

文化中心地下交通枢纽：天津文化中心地下交通枢纽工程项目总投资为69.85亿元，项目主要包括地下交通主枢纽工程和地下一座副交通枢纽及枢纽连接通道工程三大部分。工程范围内的总建筑面积约为19.85万平方米（全部为地下）及长度为1,034.00米的区间双延线。截至2017年9月底，已完成投资43.23亿元。

机场交通：机场交通项目总投资为36.97亿元，工程占地面积约6.00万平方米，总建筑面积约11.06万平方米（含区间风井）。截至2017年9月底，机场交通枢纽工程已完成主体结构砼浇筑，设备安装完成100%，已完成投资23.91亿元。

总体看，天津城投轨道交通业务收入持续增长，但由于具有一定社会公益性，仍处于亏损状态。随着轨道交通及交通枢纽工程建设的持续推进，天津城投或存在一定的筹资压力。

城市综合开发板块

i) 海河综合开发

天津市建委与天津城投于2008年7月23日签订了《关于天津市海河上游区域基础设施部分建设项目政府采购协议》（简称“采购协议”），依据协议约定，天津市建委将从2008年至2017年分10年，分期向天津城投支付共计195.33亿元的政府采购款。2014~2016年，天津城投海河上游区域基础设施部分建设项目政府采购收入分别为26.00亿元、28.00亿元和15.00亿元。截至2017年9月底，天津城投实际收到政府采购款57.49亿元，累计应收政府采购款134.51亿元。

配套费收入方面，海河公司为海河综合开发区域42.00平方公里内整体规划要求的基础设施建设提供服务，天津市城市基础设施配套办公室按照天津市有关规定收取配套费用，作为天津城投海河流域综合建设服务收入，计入天津城投主营业务收入。2014~2015年，天津城投海河流域综合建设服务收入均为2.00亿元，天津城投自2016年不再开展配套建设。

ii) 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0.80%支付天津城投土地整理管理费，计入天津城投的主营业务收入。

2014~2016年及2017年1~9月，天津城投土地整理面积分别为201.00公顷、55.63公顷、65.40公顷和4.51公顷，土地整理管理费收入分别为0.44亿元、0.79亿元、0.52亿元和0.08亿元。

iii) 置业

从天津城投开发模式上看，天津城投房地产业务是先实施基础设施建设再进行房地产开发，从而分享该区域基础设施整体水平提高后土地增值带来的综合收益，用房地产开发收入补偿天津城投基础设施业务投入。

从土地储备以及使用情况看，天津城投部分土地是高速公路公司通过招拍挂方式取得；部分土地为地铁公司修建地铁1号线过程中拆迁整理的地块，经天津土地储备中心许可取得；其他地产开发业务用地块均为基础设施建设而扩拆出的地块，在市政府支持下天津城投通过有偿受让等多种方式取得部分扩拆地块的开发权。

2014~2016年，天津城投房产销售面积分别为82,067平方米、157,418平方米和196,551平方米，房地产销售收入分别为16.18亿元、25.28亿元和32.78亿元。

总体看，天津城投海河上游区域基础设施部分建设项目应收政府采购款规模较大；随着天津城投房地产项目完工及销售，天津城投取得较大规模房地产销售收入，分享了基础设施水平提高后土地增值带来的综合收益，是天津城投主营业务收入的重要组成部分。

(3) 财务状况

天津城投提供的2014~2016年合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见审计结论。天津城投提供的2017年前三季度财务报告未经审计。合并范围方面，2014年，天津城投合并报表范围增加了3家，减少了2家；2015年，天津城投合并范围增加了2家，减少了5家；2016年，天津城投合并范围增加了天津元易诚商业运营管理有限公司、天津海河金岸投资建设开发有限公司、天津城投创展租赁有限公司、天津轨道交通集团融资租赁有限公司、广运设备有限公司，减少了天津市政君诚资产管理有限公司。

会计政策变更方面，根据财政部关于印发<增值税会计处理规定>的通知（财会[2016]22号）规定，2016年5月全面试行营业税改征增值税后，天津城投“营业税金及附加”科目名称调整为“税金及附加”科目，该科目核算企业经营活动发生的消费税、城市维护建设税、资源税、教育费附加及房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等相关税费。

2016年，天津城投对2015年和2016年期初数进行重大前期差错更正，以下财务分析部分使用经调整的期初数据作为上年期末数据。

表11 重大前期差错更正对2015~2016年合并财务报表影响（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年
资产调整合计	42.86	-389.04
负债调整合计	40,760.04	46,588.04
所有者权益调整合计	-40,717.19	-46,977.08
未分配利润调整合计	-40,697.13	-45,067.00

资料来源：审计报告

资产质量

2014~2016年，天津城投资产总额持续增长，复合增长率4.26%。截至2016年底，天津城投资产总额为7,151.40亿元，较年初增长6.67%；主要由流动资产（占31.42%）和非流动资产（占68.58%）构成，资产结构为以非流动资产为主。

2014~2016年，天津城投流动资产规模持续增长，复合增长率2.96%，主要系应收账款和存货增长所致。截至2016年底，天津城投流动资产为2,247.22亿元，较年初增长4.33%；主要由货币资金（占11.19%）、应收账款（占8.68%）、存货（占47.21%）、其他应收款（占11.10%）和其他流动资产（占19.85%）构成。

2014~2016年，天津城投货币资金分别为364.13亿元、316.56亿元和251.43亿元。2016年底天津城投货币资金主要为银行存款，占比99.56%，银行存款中无使用受限资金，受限资金占比小。

2014~2016年，天津城投应收账款持续增长，复合增长率6.80%，主要为应收工程款。截至2016年底，天津城投应收账款净额194.99亿元，较年初增长15.56%，主要系应收政府回购款增加所致；主要为应收天津市城乡建设委员会基础设施采购款、建造合同款共计162.10亿元、天津市水务局污水处理服务费13.97亿元、天津城市一卡通有限公司运营票款3.43亿元等。截至2016年底，天津城投应收账款前五名金额合计为181.83亿元，占应收账款总额的92.97%，应收账款集中度较高，前五名均为政府单位或国有企业，回收风险相对较小。截至2016年底，天津城投累计计提坏账准备5,530.43万元。

2014~2016年，天津城投其他应收款波动增长，复合增长率9.72%。截至2016年底，天津城投其他应收款净额为249.55亿元，较年初减少3.76%；从构成来看，主要为应收天津市财政局借往来款、利息40.82亿元，应收天津市排水公司借款30.49亿元，应收天津市土地整理中心拆迁工程款25.44亿元，应收天津市津南区土地整理中心借款22.18亿元，以及应收天津市开发区财政局补贴款、利息20.88亿元等，此类往来款及借款无法收回的可能较小，但对天津城投资金形成一定占用，加大了天津城投资金周转压力。截至2016年底，天津城投其他应收款累计计提坏账准备2.30亿元。

2014~2016年，随着土地整理业务的发展，土地整理支出相应计入开发成本的金额增加，天津城投存货持续增长，复合增长率8.02%。截至2016年底，天津城投存货净额1,060.99亿元，较年初增长13.70%；其中开发成本占比98.23%，主要为土地整理形成的土地储备，天津城投土地储备规模大、价值高，跌价风险较小。截至2016年底，天津城投仅对工程施工提取了905.09万元跌价准备。截至2016年底，评估价值27.21亿元的土地已办抵押手续。

截至2016年底，天津城投其他流动资产446.18亿元，近三年变化不大；其他流动资产主要为专项应收款。专项应收款主要包括应收天津市财政局的财政拨款，该款项主要用于偿还大额贷款。天津市财力较强，天津城投其他流动资产质量较高。

2014~2016年，天津城投非流动资产持续增长，复合增长率4.87%。截至2016年底，天津城投非流动资产总额4,904.17亿元，较年初增长7.77%，主要系在建工程增长所致。截至2016年底，天津城投非流动资产主要由可供出售金融资产（占4.53%）、投资性房地产（占比4.00%）、固定资产（占13.35%）和在建工程（占74.29%）构成。

2014~2016年，天津城投可供出售金融资产持续增长，复合增长率23.81%。截至2016年底，天津城投可供出售金融资产222.28亿元，较年初增长2.73%，变化不大；主要为按成本计量的可供出售权益工具（占99.94%）。截至2015年底，天津城投可供出售金融资产216.37亿元，较年初增长49.21%，主要系天津轨道交通集团有限公司增加对津保铁路的投资所致。

2014~2016年，天津城投投资性房地产按公允价值计量规模有所增长，复合增长率1.58%。截至

2016年底，天津城投投资性房地产196.41亿元，较年初增长2.13%，全部为房屋和建筑物，按公允价值计量。

2014~2016年，天津城投固定资产规模略有下降，复合下降率3.58%。截至2016年底，天津城投固定资产净额654.89亿元，较年初下降1.58%。固定资产净额中路桥资产、土地、房屋及构筑物 and 地铁1号线分别占77.21%、7.25%和14.59%。截至2016年底，天津城投累计计提折旧100.51亿元，对地铁一号线等非营利性基础设施不予计提折旧；累计计提减值准备0.15亿元；固定资产成新率为87.29%，成新率较高。

2014~2016年，随着基础设施建设等工程项目投入的增长，天津城投在建工程持续增长，复合增长率6.76%。截至2016年底，天津城投在建工程账面价值3,643.19亿元，较年初增长11.43%，主要系地铁工程、道路桥梁建设、高速公路建设工程和道路工程等项目持续推进所致。

截至2017年9月底，天津城投处于抵押状态的受限资产账面价值为319.82亿元，处于质押状态的受限资产对应的借款余额为586.56亿元，融资租赁资产对应的借款余额为96.59亿元，受限资产主要由土地、在建工程、道路收费权等构成。

截至2017年9月底，天津城投资产总额合计为7,453.70亿元，较年初增长4.23%，变化较小；其中流动资产占31.92%，非流动资产占68.08%，仍以非流动资产为主。

总体看，天津城投资产规模稳步增长，流动资产中货币资金较为充足，应收款项回收风险较小，资产质量较高；天津城投固定资产及在建工程主要以基础设施项目为主，考虑到基础设施项目主要采用代建或政府回购模式，天津城投资产总体质量较高。

负债与所有者权益

2014~2016年，天津城投负债总额持续增长，复合增长率2.88%。截至2016年底，天津城投负债总额4,798.86亿元，较年初增长5.01%，主要系流动负债增加所致；流动负债占16.26%，非流动负债占83.74%，较年初变化不大，天津城投以长期负债为主的负债结构符合天津城投所处的基础设施建设行业特征。

2014~2016年，天津城投流动负债波动减少，主要系天津城投一年内到期的非流动负债波动减少所致。截至2016年底，天津城投流动负债为780.19亿元，较年初增长24.92%，主要系一年内到期的非流动负债有所增长所致；流动负债由应付账款（占9.27%）、预收款项（占7.54%）、其他应付款（占6.83%）、一年内到期的非流动负债（占55.12%）和其他流动负债（占12.34%）构成。

2014~2016年，天津城投应付账款波动增长，复合增长率9.02%。截至2016年底，天津城投应付账款72.35亿元，较年初增长38.61%，主要系2016年天津城投经营规模扩大，相应的基础设施建设项目投入较大，应付相应材料款、工程款增加所致。天津城投应付账款主要为应付建设项目工程款，与天津城投在建项目的工程进度结算相关，天津城投应付账款呈现一定的波动，但总体控制较好。

2014~2016年，天津城投预收款项波动增长，复合增长率3.82%。截至2016年底，天津城投预收账款账面金额为58.85亿元，较年初略有下降，下降5.88%；预收款项主要包括预收中水管道接驳费、服务区加油站租赁费、预售购货款、工程进度款及预收其他款项等。

2014~2016年，天津城投的其他应付款波动下降，复合下降率5.39%。截至2016年底，天津城投其他应付款53.28亿元，较年初增长15.87%；其他应付款主要为土地综合补偿费、工程款、解放南路征地借款、履约保证金、保险赔款、土地补偿费等。截至2015年底，天津城投其他应付款45.98亿元，较年初下降22.76%，主要系下属房地产公司暂收房款转收入所致。其他应付款主要为土地综合补偿费、工程款、解放南路征地借款、履约保证金、保险赔款、土地补偿费等。

受天津城投业务规模扩大影响，近年来天津城投长期负债规模保持增长，受此影响，天津城投

一年内到期的非流动负债规模较大。截至2016年底，天津城投一年内到期的非流动负债账面金额为430.07亿元，较年初增长43.55%，主要系有多期债券（账面价值总计169.18亿元）将在一年内集中到期所致；主要由一年内到期的长期借款（206.04亿元）、一年内到期的应付债券（169.18亿元）及一年内到期的长期应付款（54.84亿元）构成。

2014~2016年，天津城投其他流动负债波动减少，复合减少率4.04%。截至2016年底，天津城投其他流动负债96.26亿元，较年初增长11.41%，主要系天津城投筹资需求，发行16津城投SCP001、16津城投SCP002、16津城投SCP003、16津城投SCP004、16津城投SCP005所致。截至2016年底，天津城投其他流动负债主要为未到期短期融资券（占99.96%）。

2014~2016年，天津城投非流动负债波动持续增长，复合增长率2.92%，主要系应付债券和专项应付款持续增长所致。截至2016年底，天津城投非流动负债为4,018.67亿元，较年初增长1.86%；主要由长期借款（占58.82%）、应付债券（占26.45%）、长期应付款（占6.01%）和专项应付款（占7.87%）构成。

2014~2016年，天津城投长期借款持续下降，年均复合下降率7.08%。截至2016年底，天津城投长期借款账面金额为2,363.71亿元，较年初减少8.88%，主要系长期借款部分到期偿还所致。

2014~2016年，天津城投应付债券持续增长，复合增长26.55%。截至2016年底，天津城投应付债券1,062.95亿元，较年初增长16.64%，主要系天津城投发行16津投01、16津投02、16津投03、TJNCON（天津城投直接发行的3年期境外债券，发行总额5.00亿美元，票面利率2.75%）、16津城建MTN001、16津城建MTN002、16津城建MTN003、16津城建MTN004以及子公司天津市政投资有限公司、天津创业环保集团股份有限公司、天津市地下铁道集团有限公司等分别作为发债主体发行债券所致。

2014~2016年，天津城投长期应付款波动下降，复合减少率2.97%。截至2016年底，天津城投长期应付款241.61亿元，较年初减少17.59%，主要系2016年天津城投融资成本有所降低，天津城投通过发行债券等方式融资并归还部分融资租赁借款，融资租赁费减少所致。截至2016年底，天津城投长期应付款主要为融资租赁费（占91.09%）。

2014~2016年，天津城投专项应付款波动增长，复合增长率255.68%。截至2016年底，天津城投专项应付款316.40亿元，较年初增长168.00%，主要系新增的282.58亿元的财政专项拨款所致。

2014~2016年，天津城投债务水平略有下降，复合减少率0.60%。截至2016年底，天津城投全部债务4,207.48亿元，较年初变化不大；其中短期债务占13.33%，长期债务占86.67%，天津城投债务结构以长期债务为主。截至2016年底，天津城投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.10%、64.14%和60.79%，较年初分别下降1.06个百分点、2.17个百分点和3.07个百分点，债务负担有所下降，但仍处于较高水平。

天津城投2016年发行的“16津城建MTN002”为永续债，将永续债计入天津城投“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债的性质和特点，因其存在偿付的可能，将其从所有者权益-其他权益工具调整至长期债务，进行偿债指标测算。调整后，截至2016年底，天津城投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.38%、64.44%和61.12%，分别较调整前上升0.28个百分点、0.30个百分点和0.33个百分点。

截至2017年9月底，天津城投负债总额为4,976.67亿元，较年初增长3.71%，变化较小；从负债结构来看，流动负债占11.35%，非流动负债占88.65%，仍以非流动负债为主。

截至2017年9月底，天津城投全部债务规模4,313.79亿元，较年初变化不大；其中短期债务378.74亿元（占8.78%），长期债务3,935.05亿元（占91.22%），仍以长期债务为主。天津城投资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为66.77%、63.52%和61.37%。将天津城投发行的永续债

（“16津城建MTN002”和“17津城建MTN001”）调整至长期债务，进行偿债指标测算，调整后，截至2017年9月底，天津城投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.38%、64.20%和62.09%，分别较调整前上升0.62个百分点、0.68个百分点和0.72个百分点。

2014~2016年，天津城投所有者权益持续增长，复合增长7.27%。截至2016年底，天津城投所有者权益合计2,352.53亿元，较年初增长10.22%，主要系资本公积增加及天津市国资委对天津城投增资11.21亿元所致。截至2016年底，天津城投归属于母公司的所有者权益2,126.55亿元，主要由实收资本（占32.26%）和资本公积（占58.61%）构成。其中，资本公积近三年持续增长，复合增长12.79%；截至2015年底天津城投资本公积1,117.30亿元，较年初增长14.06%，主要是由于财政拨付项目资金所致；截至2016年底天津城投资本公积1,246.28亿元，较年初增长11.54%，主要系根据天津市财政局关于印发《财政性资金用于城投集团基础设施项目管理试行办法》的通知（津财综[2008]42号），天津城投资本溢价增加所致。

截至2017年9月底，天津城投所有者权益合计2,477.03亿元，较年初增长5.29%，主要系天津城投发行26.00亿元“17津城建MTN001”永续中票及财政资金拨付项目建设专项资金，计入资本公积所致。

总体看，天津城投负债规模有所增长，负债结构符合行业特征；一年内到期的非流动负债规模较大，天津城投存在一定的集中偿付压力；债务指标有所上升，债务负担较重。天津城投所有者权益结构稳定性较好。

盈利能力

2014~2016年，天津城投营业收入持续增长，复合增长6.15%。2016年，天津城投实现营业收入142.47亿元，较上年增长1.54%；营业收入主要来自于城市路桥、城市综合开发、轨道交通以及环境水务四大业务，这四大业务收入合计占主营业务收入72.76%。2014~2016年，天津城投净利润持续增长，复合增长率4.68%；2016年，天津城投实现净利润17.99亿元。

从期间费用来看，2014~2016年，天津城投费用总额波动下降，复合下降率0.30%，主要系天津城投财务费用波动下降所致。2016年，天津城投费用总额39.62亿元，其中销售费用占2.94%，管理费用占25.31%，财务费用占71.75%。天津城投2016年财务费用28.43亿元，较上年减少18.85%，主要系资金成本随市场价格变动而有所下降且天津城投总体负债规模变化不大所致。2016年，天津城投费用收入比为27.81%，较上年下降5.32个百分点，天津城投费用控制能力有所提升。

2014~2016年，受城市路桥板块人力成本上升、道路通行费成本上升及毛利率水平较低的轨道交通业务收入提升影响，天津城投营业利润率逐年下降，2016年为17.12%。2016年，天津城投营业外收入、公允价值变动收益、投资收益分别为30.90亿元、4.45亿元和4.27亿元。公允价值变动收益主要来自于天津城投持有的按公允价值计量的投资性房地产，近三年分别产生公允价值变动收益12.48亿元、6.38亿元和4.45亿元；投资收益主要为天津城投持有的长期股权投资和可供出售金融资产取得的投资收益；营业外收入主要为政府补助，2016年政府补助为30.43亿元，主要包括大配套费财政返还转收入、高速公路养护补贴、供冷供热工程项目补贴、地铁和津滨轻轨运营补贴等，具有一定的持续性。

从盈利指标来看，2014~2016年，天津城投总资产收益率和总资产报酬率波动下降，2016年分别为0.70%和0.72%；天津城投净资产收益率逐年下降，2016年为0.80%；受行业性质影响，天津城投整体盈利能力偏弱。

2017年1~9月，天津城投实现营业收入99.79亿元，利润总额为15.48亿元，净利润13.07亿元。

总体看，天津城投收入保持增长，盈利规模保持稳定，政府对天津城投支持力度较大；未来随

着经营性投资项目陆续完工，以及部分基础设施项目实现商业化运营后，天津城投未来收入规模和利润水平有望继续改善。

现金流

从经营活动来看，2014~2016年，天津城投销售商品提供劳务收到的现金波动减少，复合减少率2.70%；2016年为121.62亿元，较上年减少36.22%，主要是因为2016年天津城投土地整理回款收入减少所致。2014~2016年，天津城投收到其他与经营活动有关的现金持续增长，复合增长率5.38%；2016年为69.63亿元。经营活动现金流出方面，以购买商品、接受劳务支付的现金以及土地整理投入资金为主（体现在“支付的其他与经营活动有关的现金”科目中，由于土地整理开发规模同比有所加大，且前期投入资金很大，高于当年收到的土地整理成本的返还），近三年呈逐年减少态势，2016年为202.08亿元。近三年天津城投经营活动产生的现金流量净额分别为-4.91亿元、49.10亿元和-8.50亿元。从收入实现质量看，2014~2016年，天津城投现金收入比分别为101.60%、135.92%和85.37%，天津城投收入实现质量有待提升。

投资活动方面，2014~2016年天津城投投资活动现金流入分别为120.05亿元、229.05亿元和221.81亿元，以获得的财政资金为主，计入“收到的其他与投资活动有关的现金”科目。2014~2016年天津城投投资活动现金流出分别为304.80亿元、399.71亿元和249.08亿元，2016年投资活动现金流出较上年减少37.69%，主要系高速路工程所支出工程款减少所致。2014~2016年天津城投投资活动均为净流出状态，现金流量净额分别为-184.75亿元、-170.67亿元和-27.26亿元，主要系天津城投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、投资规模较大所致。

2014~2016年天津城投筹资活动现金流入分别为1,118.41亿元、1,291.66亿元和1,126.92亿元，筹资活动现金流出分别为846.29亿元、1,213.94亿元和1,162.67亿元，流入与流出的规模均较大，主要系随着天津城投在建项目推进，存在一定的借款需求，且借款及债券等部分到期兑付所致。2014~2016年，天津城投筹资活动现金流量净额分别为272.12亿元、77.72亿元和-35.75亿元。2017年1~9月，天津城投经营活动净现金流呈净流入25.52亿元，投资活动现金流量净流出50.17亿元，筹资活动现金净流入129.46亿元。

总体看，天津城投作为天津市基础设施项目的投资和建设主体，承担各类项目较多、规模较大，投资活动为净流出状态；未来，随着天津城投在建项目的继续投入及天津市城市化进程持续推进，天津城投存在的一定的筹资压力。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，天津城投流动比率和速动比率较高，近三年流动比率分别为2.57倍、3.45倍和2.88倍，速动比率分别为1.47倍、1.95倍和1.52倍。近三年，天津城投现金短期债务比分别为0.59倍、0.73倍和0.45倍。总体看，天津城投短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，天津城投EBITDA波动下降，分别为63.99亿元、71.11亿元和63.69亿元，主要系计入财务费用的利息支出波动下降所致。2016年，天津城投EBITDA主要由折旧（占14.88%）、摊销（占6.34%）、计入财务费用的利息支出（占42.19%）和利润总额（占36.59%）构成。从偿债指标来看，天津城投EBITDA利息倍数（利息仅包括计入财务费用的利息支出）近三年波动增长，分别为2.23倍、2.10倍和2.37倍，2015年较2014年有所降低，主要系计入财务费用的利息增幅大于EBITDA的增幅；2016年较2015年有所增长，主要系天津城投受市场波动影响，天津城投资金成本有所降低，计入财务费用的利息支出减少所致。近三年EBITDA全部债务比均为0.02倍。天津城投长期偿债能力有待提升。

截至2017年9月底，天津城投对外担保余额为323.85亿元，担保比率为13.07%。目前被担保单位经营正常，天津城投或有负债风险一般。

表12 截至2017年9月底天津城投对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	金额
天津滨海新区建设投资集团有限公司	29.00
天津新金融投资有限责任公司	20.00
雨泽投资管理有限公司	0.94
天津海河教育园区投资开发有限公司	145.07
天津子牙循环经济产业投资发展有限公司	73.05
天津子牙环保产业园有限公司	55.79
合计	323.85

资料来源：审计报告

截至2017年9月底，天津城投主要的授信额度为5,549.31亿元，未使用额度为2,944.87亿元，融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1012010100375560L），截至2017年11月10日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

目前，天津城投有1笔未决诉讼，涉及金额5,142.32万元，金额较小，对天津城投经营不构成重大影响。

总体看，考虑到天津市财政实力强劲，天津城投作为天津市基础设施建设的重要载体，拥有较为稳定的财政资金支持、畅通的融资渠道，随着经营性资产的注入以及自身盈利能力的提高，天津城投整体偿债能力极强。

3. 债权保护效果

以2016年底财务数据测算（假设本期发行规模为15.00亿元），本期债券发行规模占担保方天津城投资产总额的0.21%和所有者权益总额的0.64%，整体占比较低，天津城投的担保对本期债券的保护程度高。

总体看，天津城投资产和权益规模较大，本期债券发行规模占其资产和净资产的比重较低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有积极的保护作用。

十、综合评价

公司作为天津城投下属最重要的水务控股企业，股东实力较强，经营较为稳健；其子公司创业环保为中国首家以污水处理为主营业务的 A、H 股上市公司，行业地位较高，研发实力较强，受到政府的支持力度较大，具有一定的区域垄断优势。同时，联合评级也关注到公司对乐城置业的股权转让导致公司业务多元化程度降低，资产、收入和净利润规模或将出现下降；在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

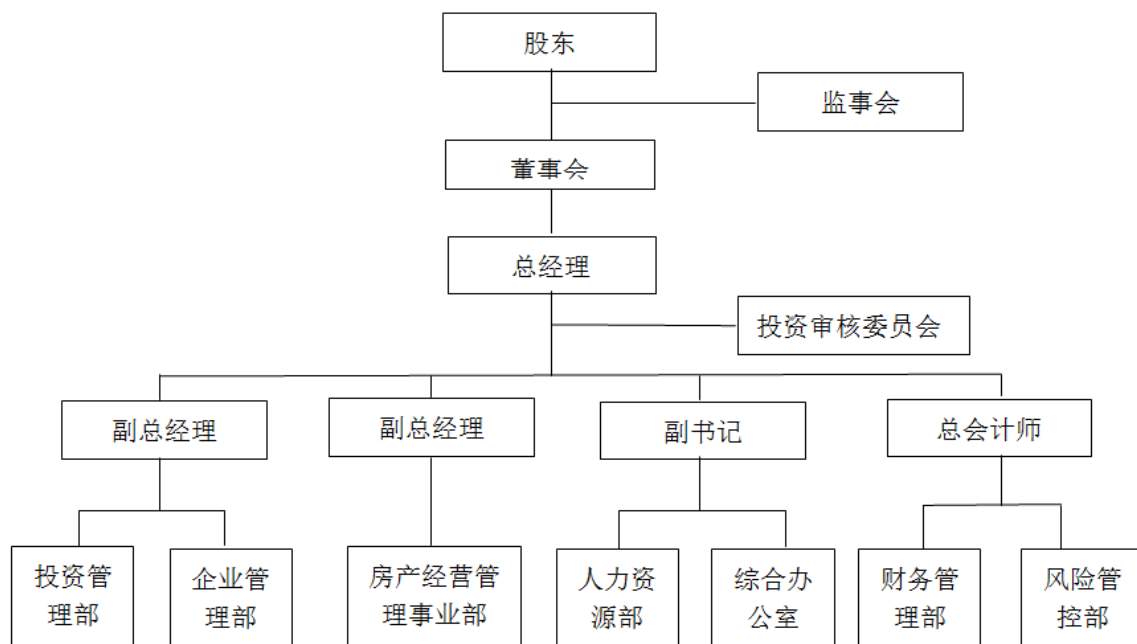
未来，随着乐城置业的股权转让完成，公司的整体债务水平有望下降，同时公司下属污水处理厂升级改造的竣工、污水处理规模的进一步扩张以及供热供冷服务项目的竣工投产运营，公司业务规模有望保持稳定，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由天津城投提供连带责任保证担保。天津城投业务范围广、资产和盈利规模较大，对

本期债券的信用提升有明显的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 天津市政投资有限公司组织结构图



附件 2 天津市政投资有限公司

主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	251.29	238.74	221.00	233.90
所有者权益（亿元）	81.30	84.10	88.00	91.42
短期债务（亿元）	45.60	51.74	26.22	27.97
长期债务（亿元）	78.34	58.34	59.90	69.68
全部债务（亿元）	123.94	110.08	86.12	97.65
营业收入（亿元）	23.82	24.66	25.38	18.97
净利润（亿元）	3.17	3.42	4.22	4.10
EBITDA（亿元）	16.20	15.99	15.34	--
经营性净现金流（亿元）	5.06	22.79	6.00	4.07
应收账款周转次数（次）	--	1.28	1.64	--
存货周转次数（次）	--	1.45	2.57	--
总资产周转次数（次）	--	0.10	0.11	--
现金收入比率（%）	85.50	164.96	92.32	90.30
总资本收益率（%）	--	4.83	5.00	--
总资产报酬率（%）	--	5.20	5.23	--
净资产收益率（%）	--	4.13	4.90	--
营业利润率（%）	34.18	34.51	37.16	41.34
费用收入比（%）	34.48	32.51	28.21	20.38
资产负债率（%）	67.65	64.78	60.18	60.92
全部债务资本化比率（%）	60.39	56.69	49.46	51.65
长期债务资本化比率（%）	49.07	40.96	40.50	43.25
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	2.35	2.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.15	0.18	--
流动比率（倍）	1.04	0.87	0.90	1.12
速动比率（倍）	0.90	0.72	0.89	1.11
现金短期债务比（倍）	0.42	0.41	0.71	0.82
经营现金流动负债比率（%）	7.01	30.14	12.62	8.56
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.08	1.07	1.02	--

附件 3 天津城市基础设施建设投资集团有限公司

主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	6,578.86	6,704.44	7,151.40	7,453.70
所有者权益（亿元）	2,044.54	2,139.08	2,352.53	2,477.03
短期债务（亿元）	620.39	431.20	560.73	378.74
长期债务（亿元）	3,638.25	3,770.11	3,646.75	3,935.05
全部债务（亿元）	4,258.64	4,201.30	4,207.48	4,313.79
营业收入（亿元）	126.44	140.30	142.47	99.79
净利润（亿元）	16.42	17.34	17.99	13.07
EBITDA（亿元）	63.99	71.11	63.69	--
经营性净现金流（亿元）	-4.91	49.10	-8.50	25.52
应收账款周转次数（次）	0.87	0.82	0.78	--
存货周转次数（次）	0.11	0.12	0.11	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比率（%）	101.60	135.92	85.37	83.81
总资本收益率（%）	0.79	0.81	0.70	--
总资产报酬率（%）	0.85	0.86	0.72	--
净资产收益率（%）	0.89	0.83	0.80	--
营业利润率（%）	20.56	17.75	17.12	23.02
费用收入比（%）	31.52	33.13	27.81	25.94
资产负债率（%）	68.92	68.16	67.10	66.77
全部债务资本化比率（%）	67.56	66.31	64.14	63.52
长期债务资本化比率（%）	64.02	63.85	60.79	61.37
EBITDA 利息倍数（倍）	2.23	2.10	2.37	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.02	--
流动比率（倍）	2.57	3.45	2.88	4.21
速动比率（倍）	1.47	1.95	1.52	2.27
现金短期债务比（倍）	0.59	0.73	0.45	0.94
经营现金流动负债比率（%）	-0.60	7.86	-1.09	4.52

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / (期初总资产 + 期末总资产) / 2 × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 天津市政投资有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年天津市政投资有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天津市政投资有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。天津市政投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注天津市政投资有限公司的相关状况，如发现天津市政投资有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如天津市政投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至天津市政投资有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送天津市政投资有限公司、监管部门等。

