跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1804 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公开发行的公司债券进行了跟踪评级，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的“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www. unitedratings.com.cn

天津市政投资有限公司
公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 市政 01	5 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/06/20
18 市政 01	5 亿元	3+3+3+1 年	AAA	AAA	2019/06/20
18 市政 02	7 亿元	5+5 年	AAA	AAA	2019/06/20

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

跟踪评级时间：2020 年 6 月 29 日

分析师

黄旭明　登记编号（R0040218040012）

黄静轩　登记编号（R0040220040012）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，天津市政投资有限公司（以下简称“公司”）外部发展环境良好，营业收入稳定增长，污水处理、再生水处理及自来水业务规模继续扩大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司资金支出压力较大，经营活动净现金流转为小幅净流出及随着合并范围的扩大，公司其他应收款及存货大幅增长、对资金形成较大占用，债务规模明显上升、即期偿付压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建拟建水务项目的建设完成，公司水务板块业务规模有望继续增长。

“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”由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”）提供连带责任保证担保。天津城投作为天津市政府授权的国有独资公司及天津市重要的城市基础设施建设的投融资主体，其提供的担保能显著提升债券本息偿付的安全性。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**良好的外部发展环境。**污水处理行业进入快速发展期，行业面临良好的发展机遇，且天津市经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

2．**公司营业收入稳定增长，污水处理、再生水处理及自来水业务规模继续扩大。**公司收入规模稳定增长，水务板块收入仍为公司主营业务收入的最主要来源，污水处理、再生水处理及自来水业务规模继续扩大。

3．**增信措施。**担保方天津城投作为公司的母公司，业务范围广，担保实力强。其提供的

担保能显著提升债券本息偿付的安全性。

关注

1．**资金支出压力较大。**公司在建和拟建项目尚需投资规模仍较大，面临较大的资金支出压力。

2．**资金占用较大。**随着合并范围的扩大，公司其他应收款及存货增幅较大，对资金形成较大占用。

3．**公司债务规模明显上升，即期偿付压力加大。**随着合并范围的扩大，公司债务规模明显上升，即期偿付压力加大，整体债务负担有所加重。

4．**经营活动净现金流转为小幅净流出。**受新增业务支出影响，公司经营活动现金流转为小幅净流出。

主要财务数据：

发行主体

项目	2018 年	2019 年
公司合并口径		
资产总额（亿元）	243.70	414.45
所有者权益（亿元）	103.41	129.53
长期债务（亿元）	73.15	109.62
全部债务（亿元）	93.17	174.85
营业收入（亿元）	24.83	28.90
净利润（亿元）	4.89	4.35
EBITDA（亿元）	13.58	14.05
经营性净现金流（亿元）	5.70	-2.13
营业利润率（%）	34.80	30.60
净资产收益率（%）	4.97	3.73
资产负债率（%）	57.57	68.75
全部债务资本化比率（%）	47.40	57.44
流动比率（倍）	1.38	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	3.47
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	0.83
公司本部（母公司）		
资产总额（亿元）	94.28	142.58
所有者权益（亿元）	44.87	44.72
全部债务（亿元）	47.15	48.15
营业收入（亿元）	0.13	0.14
净利润（亿元）	-0.39	-0.21
资产负债率（%）	52.41	68.63
全部债务资本化比率（%）	51.24	51.84
流动比率（倍）	1.22	0.62

担保方

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	7,602.33	8,314.51	8,435.61
所有者权益（亿元）	2,589.20	2,759.95	2,809.37
营业收入（亿元）	154.47	158.88	22.27
净利润（亿元）	20.00	19.93	-3.74
资产负债率（%）	65.94	66.81	66.70

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．本报告将公司其他应付款中带息部分按债务期限分别调整至长、短期债务核算；担保方其他流动负债中的短期融资债券调整至短期债务，公司及担保方长期应付款带息部分调整至长期债务核算；4．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5．本报告担保方 EBITDA 利息倍数仅核算了财务费用中的利息支出；6．担保方 2020 年一季度财务数据未经审计

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是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。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：黄[illegible] 黄[illegible]

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”）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。后历经多次增资及股权变更，截至 2019 年末，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”），公司注册资本、控股股东以及实际控制人较年初无变化。

2019 年，公司经营范围和组织架构未发生变化。截至 2019 年末，公司合并范围内一级子公司较年初增加 5 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 414.45 亿元，负债合计 284.93 亿元，所有者权益 129.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益 67.75 亿元。2019 年，公司实现营业收入 28.90 亿元，净利润 4.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.65 亿元。

公司注册地址：天津市和平区贵州路 45 号；法定代表人：顾文辉。

二、债券概况及募集资金使用情况

本报告跟踪债项相关情况如表 1。

表 1　公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

名称	证券代码	余额	期限	票面利率（当期）	发行日	最近回售日	到期日	担保方
16 市政 01	136460.SH	5.00	5	3.65	2016-06-02	--	2021-06-03	天津城投
18 市政 01	143552.SH	5.00	10（3+3+3+1）	5.15	2018-04-02	2021-04-03	2028-04-03	天津城投
18 市政 02	143553.SH	7.00	10（5+5）	5.40	2018-04-02	2023-04-03	2028-04-03	天津城投

资料来源：Wind，联合评级整理

截至 2019 年末，“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”均已按照募集说明书规定用途使用完毕。2020 年 6 月 3 日，公司已正常支付“16 市政 01”上一期债券利息，下一付息日为 2021 年 6 月 3 日。2020 年 4 月 3 日，公司已正常支付“18 市政 01”和“18 市政 02”上一期债券利息，下一付息日为 2021 年 4 月 3 日。

“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”均由天津城投提供连带责任保证担保。

三、行业及外部环境分析

1. 污水处理行业分析

（1）行业概况

近年来，随着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，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

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。2018 年，全国城市污水排放量 521.1 亿立方米，较 2017 年增长 5.84%。同期，全国城市污水处理能力 1.69 万立方米/日，较 2017 年增长 7.23%，显著高于同期城

市供水能力增速。2018 年，全国城市污水处理率增至 95.49%，同比增长 0.95 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 802.6 亿元，同比增长 78.04%。2016－2018 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 1,743.3 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 387.2 亿元[1]，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 5,600 亿元目标尚有较大空间。

2019 年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

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。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于 1.00 元/吨，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太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于 0.50 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。

（2）行业政策

2019 年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019－2021 年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为污水处理行业发展提供扩容空间。

表 2　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	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《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
5	《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
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119 号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《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
8	《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
9	《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
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
11	《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
12	《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

[1] 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

13	《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
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
15	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

资料来源：联合评级整理

（3）行业竞争和发展趋势

受城镇污水处理提质增效等政策影响，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，但同时增加了水务企业的投资和回款压力。

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期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。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施 PPP 模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过 PPP 模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2. 外部环境

天津市经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心，也是环渤海经济带和京津冀城市群的交会点，具有较强的经济实力。

根据《2019 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，天津市实现地区生产总值 14,014.28 亿元，按可比价格计算，较上年增长 4.8%，增速较上年加快 1.2 个百分点。其中，第一产业增加值 185.23 亿元，增长 0.2%；第二产业增加值 4,969.18 亿元，增长 3.2%；第三产业增加值 8,949.87 亿元，增长 5.9%。三次产业结构为 1.3:35.2:63.5。2019 年，天津市规模以上工业增加值增长 3.4%，其中装备制造业带动作用增强；固定资产投资（不含农户）较上年增长 13.9%，保持较快增长。房地产开发投资增长 12.5%。商品房销售面积 1,478.68 万平方米，增长 18.3%；销售额 2,274.14 亿元，增长 13.3%。财政收入方面，在大规模减税降费的背景下，天津市 2019 年一般公共预算收入较上年增长 14.4%。其中，税收收入 1,634.20 亿元，较上年增长 0.6%，占一般公共预算收入的比重为 67.8%。

四、管理分析

跟踪期内，公司人事正常变动，主要管理制度延续，管理运作正常。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员等人员变动如表 3 所示，唐孟喆和景婉莹原为公司董事兼高管，离任董事职务后，仍在公司担任高管职务。公司主要管理制度延续，管理运作正常。

顾文辉先生，1977 年 9 月生，中共党员，研究生学历，管理学硕士学位，正高级经济师；现任天津城投董事、企业管理部总经理（董事会办公室主任），兼任天津城投置地投资发展有限公司（以下简称“城投置地”）董事，兼任公司党总支书记、董事长、总经理，兼任天津创业环保集团股份有限公司（以下简称“创业环保”）董事。

表 3　公司董事、监事及高管变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
于中鹏	董事长、董事、总经理	离任	工作调动
唐孟喆	董事	离任	职业经理人改革
景婉莹	董事	离任	职业经理人改革
战克强	监事会主席	离任	退休
李晓申	监事	离任	退休
顾文辉	董事、董事长、总经理	委派、选举、聘任	新任
韩伟	董事	委派	新任
吴迪	董事	委派	新任
李朝阳	董事	委派	新任
常小兰	监事会主席	委派、选举	新任
孙术彬	监事	委派	新任
李彤	高管	聘任	新任
李斌	高管	聘任	新任

资料来源：公司提供

五、经营分析

1. 经营概况

公司收入规模稳定增长，水务板块收入仍为公司主营业务收入的最主要来源；主营业务毛利率小幅下滑。

公司业务主要集中在城市污水处理、自来水和中水及市政基础设施配套，较上年无变化。2019 年，公司主营业务收入较上年增长 17.68%，主要来源于污水处理收入的增加。

从主营业务收入构成来看，由子公司创业环保负责运营的水务板块对公司主营业务收入贡献仍为最大。2019 年，公司污水处理收入较上年增长 24.55%，主要系污水处理量增加及部分污水处理厂污水处理服务费单价上调所致；自来水及中水收入较上年下降 12.19%，主要系受政策影响中水管道接驳业务工程结算量下降所致；道路通行费收入较为稳定；其他业务收入主要为供热供冷收入、环保危废垃圾处理收入和咨询服务收入等，规模较小。

表 4　2018－2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2018 年			2019 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务板块	污水处理	16.62	72.83	35.92	20.70	77.07	32.03
	自来水及中水	4.43	19.41	36.34	3.89	14.48	25.96
市政基础设施配套板块	道路通行费	0.62	2.72	88.71	0.62	2.31	88.71
其他板块	--	1.15	5.04	42.61	1.65	6.14	33.33
合计		**22.82**	**100.00**	**37.77**	**26.86**	**100.00**	**32.54**

注：污水处理业务包含污水处理及环保设备销售业务
资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，污水处理业务毛利率较上年下降 3.89 个百分点，主要系水质标准提高使得材料消耗增加、新投入运营项目使得资产摊销费及其他成本增加所致；自来水及中水业务毛利率较上年下降 10.38 个百分点，主要系中水管道接驳业务毛利率有所下降所致；道路通行费业务毛利率较为稳定。2019 年，公司主营业务毛利率较上年小幅下降 5.23 个百分点。

2. 水务板块

创业环保污水处理、再生水处理及自来水业务规模继续扩大，收入稳定增长，但管道接驳业务受政策影响较大，收入有所下降。创业环保待建项目较多，待项目建设完成，业务规模有望继续增长，但未来将面临一定的资金支出压力。

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、环保设备销售以及自来水、中水业务，是公司最主要的收入来源，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处理业务继续在天津市区保持区域专营优势。

（1）污水处理业务

截至 2019 年末，创业环保拥有污水处理项目总规模 534.91 万立方米/日，其中特许经营污水处理规模 478.66 万立方米/日，较年初增加 36.7 万立方米/日；委托类项目规模 56.25 万立方米/日，较年初略有增加。2019 年，创业环保处理污水（包括委托运营）15.46 亿立方米，较上年增长 12.11%，主要系存量污水处理项目处理量增加及部分污水处理项目投入运营所致。结算方面，创业环保自营项目部分污水处理费用仍按照污水处理量乘以协议规定的单价（综合考虑投资、建设及运营成本）来计算。除天津市中心 4 座污水处理厂外，创业环保污水处理厂与政府签订的特许经营协议中均对最低处理量进行了规定，若实际处理量低于最低处理量，创业环保则根据最低处理量向地方政府收取款项，若实际处理量高于最低处理量，创业环保按照实际处理量向地方政府收取款项。创业环保委托运营项目中张贵庄项目由原来的按照协议约定的固定收费标准进行结算变更为按照实际污水处理量结算，但对每日最高处理量进行了规定。

（2）中水业务

创业环保中水业务包括再生水的生产销售及中水管道接驳。

截至 2019 年末，创业环保再生水业务规模合计 42 万立方米/日，较年初增加 6.5 万立方米/日，系新增石家庄市藁城区及酒泉市肃州区项目所致；创业环保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，继续在天津市区保持区域专营优势。创业环保再生水的主要用户为天津国电津能热电有限公司、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、天津军电热电有限公司、天津钢铁集团有限公司等企业用户。2019 年，创业环保再生水销售量为 6,098.1 万立方米，较上年增长 17.6%。同期再生水售水收入较上年增长 36.71%至 10,838.73 万元。

管道接驳方面，2019 年，创业环保中水管道接驳实现收入 17,542.57 万元，较上年下降 35.17%，主要系受政策影响工程结算量下降所致。受天津市人民政府于 2018 年 12 月 31 日颁布的《天津市人民政府办公厅关于城市基础设施配套收费与建设体制改革的工作意见》影响，2019 年 1 月 1 日起，天津市全市范围全面取消城市基础设施配套费，新建小区再生水支网铺设业务由房地产商自主选择施工单位，对创业环保中水管道接驳收入造成一定影响。

（3）自来水业务

截至 2019 年末，创业环保供水业务分为民用自来水供水和工业供水，较年初新增民用自来水供水规模 3 万立方米/日。截至 2019 年末，创业环保民用自来水供水及工业供水业务规模分别为 24 万立方米/日及 7.5 万立方米/日，分布在曲靖市、汉寿县及巴彦淖尔市。创业环保自来水业务实现收入为 10,537.4 万元，较上年增长 12.99%，主要系售水量增加所致。

（4）重大在建、拟建项目

截至 2019 年末，创业环保在建项目 15 个（12 个为污水处理厂建设及提标改造项目，1 个为能源站建设项目，2 个为固废处理建设项目），投资总额 40.77 亿元，尚需投资 9.66 亿元。创业环保

拟建项目投资总额 13.52 亿元，主要为污水处理建设项目，未来将面临一定的资金支出压力。

表 5　截至 2019 年末创业环保在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
津沽污水处理厂提标改造	8.45	5.65
北仓污水处理厂提标改造	4.42	2.95
咸阳路污水处理厂（老厂）临时应急项目概况	1.21	0.49
侯台风景区 2#能源站项目	1.17	0.22
克拉玛依第二污水处理厂二期工程	2.70	2.51
合肥于湾污水处理厂工程 PPP 项目	2.51	2.23
合肥陶冲污水处理厂工程 PPP 项目	3.36	3.25
界首市乡镇污水处理厂及配套管网工程（第一批）	1.50	1.17
界首市乡镇污水处理厂及配套管网工程（第二批）	2.16	1.98
界首市靳寨创业就业园污水处理厂及配套管网工程	0.68	0.63
洪湖市乡镇污水处理厂新建、提标升级及配套管网 PPP 项目	4.38	4.07
赤壁市污水处理厂提标扩规模 PPP 项目	2.06	1.26
临沂市庐山化工园区危险废物综合处置中心工程	3.00	2.78
郯城工业废物处理处置中心项目	2.17	1.60
贵州省施秉县县城污水处理二期新建及一二期提标改造工程、贵州省施秉县牛大场镇污水处理工程、贵州省黔东南州施秉县乡镇污水处理工程	1.00	0.32
合计	**40.77**	**31.11**

资料来源：创业环保提供

3. 土地整理业务

公司土地整理业务未来投资规模较大，面临一定资金支出压力。

公司土地整理业务由新纳入合并范围的天津潮白湖投资发展有限公司（以下简称“潮白湖公司”）负责。根据项目合作协议，潮白湖公司负责宝坻区约定项目区域内的土地开发、搬迁补偿、土地平整、还迁房与还迁区内配套公建建设等。潮白湖公司项目区域新整理出的土地除市政及公用设施用地外，剩余部分全部作为住宅和商业等经营性用地通过“招、拍、挂”的方式向社会公开出让（按项目合作协议约定，部分土地由潮白湖公司摘得用于还迁房建设），土地出让金扣除各项基金、费用后剩余部分返还给潮白湖公司。

截至 2020 年 5 月末，包含还迁房投资和基础设施投资在内，潮白湖公司土地整理业务已投资 39.39 亿元，已出让土地面积 886 亩（包括还迁房用地 480 亩和对外出让土地 406 亩），对外出让的土地已收到回款 2.90 亿元，尚未回款约 5.70 亿元。包含还迁房投资和基础设施投资在内，潮白湖公司尚需投资 44.76 亿元，未来投资规模较大，面临一定资金支出压力。

4. 房地产业务

随着合并范围的扩大，公司新增房地产业务，2019 年暂未实现收入，主要房地产项目尚需投资额较大，面临较大的资金支出压力，已完工还迁房回款较为滞后。随着房地产项目的销售及结转，公司将实现房地产销售收入。

2019 年，随着天津市天房天都房地产开发有限公司（以下简称“天都公司”）和潮白湖公司纳入公司合并范围，公司新增房地产业务。

公司房地产业务包括商品房和还迁房建设，其中还迁房主要为土地整理业务的配套项目。受项目完工及交付进度影响，公司房地产项目暂未实现收入结转。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，土地通过“招、拍、挂”的方式取得。截至2019年末，天锦园还迁房回购款10.05亿元尚未实现回收，体现在“其他应收款”中，回款较为滞后。

截至2019年末，公司主要房地产项目仅天锦园已竣工，其余均在建；公司主要房地产项目预计总投资138.97亿元，已投资85.47亿元，尚需投资53.50亿元，面临较大的资金支出压力。截至2019年末，公司主要商品房项目可售面积（包含万欣城的还迁房）20.12万平方米，已售面积10.40万平方米，预收房款29.36亿元，随着房地产项目的销售及结转，公司将实现房地产销售收入。

表6　截至2019年末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	预收房款/已回款
潮白湖公司	北宁公元	河北区	商品房	15.81	9.16	10.00	7.00	4.60	12.77
	天锦园	宝坻区	还迁房	11.96	11.22	26.56	22.43	22.08	--
	天悦园		还迁房	8.13	3.17	21.65	19.15	--	--
	天畅园		还迁房	2.18	0.44	5.00	3.52	--	--
天都公司	万欣城	河东区	商品房+还迁房+商业+小学幼儿园	100.89	61.48	68.67	商品房：11.54 还迁房：1.58	商品房：4.22 还迁房：1.58	商品房：14.52 还迁房：2.07
合计	--	--	--	**138.97**	**85.47**	**131.88**	**65.22**	**32.48**	**29.36**

注：北宁公元项目项目主体为潮白湖公司的子公司天津天房新河房地产开发有限公司
资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2019年末，公司储备土地面积5.58万平方米，账面价值12.41亿元，土地性质为居住、商业及服务设施，公司计划与品牌开发商合作建设。

5. 未来发展

未来，公司将开展股权投资业务，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。公司将通过产权多元化、资产证券化、价值管理等资本运作手段，为天津城投的产业发展提供资金、体制机制创新支持，增强企业竞争能力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019年财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计意见为标准无保留意见。

会计政策变更方面，公司按照财政部于2019年度颁布的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号）及《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》（财会〔2019〕16号）规定的财务报表格式编制比较报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报；公司按照财政部发布的《企业会计准则第7号－非货币性资产交换（修订）》，对公司2019年1月1日至2019年6月10日之间发生的非货币性资产交换，根据该准则进行调整，对2019年1月1日之前发生的非货币性资产交换，不进行追溯调整；公司按照财政部发布的《企业会计准则第12号—债务重组（修订）》，对公司2019年1月1日至2019年6月17日之间发生的债务重组，根据该准则进行调整，对2019年1月1日之前发生的债务重组，不进行追溯调整。本次会计政策变更，仅对财务报表项目列示产生影响，对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围内新增一级子公司 5 家，其中投资设立天津正东置业发展有限公司，非同一控制下企业合并天都公司和潮白湖公司[2]，因股东撤资使得公司持股比例增加而将天津君诚资本管理有限公司（以下简称“君诚资本”）和天津君诚产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“君诚基金”）纳入合并范围。因天都公司和潮白湖公司资产规模较大，公司财务数据可比性一般。

2. 资产质量

随着合并范围的扩大，公司其他应收款及存货增幅较大，对资金形成较大占用。公司资产规模大幅上升，资产结构由以非流动资产为主转为较为均衡，公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初大幅增长 70.06%，主要系流动资产增加所致；资产结构由以非流动资产为主转为较为均衡，流动资产占比较年初大幅上升 25.27 个百分点。

表 7　公司主要资产构成及变动情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动资产	**81.38**	**33.39**	**243.11**	**58.66**	**198.75**
货币资金	20.24	8.30	26.89	6.49	32.87
交易性金融资产	0.0004	0.0002	10.64	2.57	2,544,477.87
应收账款	20.89	8.57	25.00	6.03	19.64
其他应收款	37.97	15.58	56.95	13.74	49.99
存货	0.14	0.06	112.16	27.06	80,066.09
非流动资产	**162.33**	**66.61**	**171.34**	**41.34**	**5.55**
可供出售金融资产	7.96	3.27	2.47	0.59	-69.02
长期股权投资	18.86	7.74	23.23	5.60	23.19
无形资产	103.73	42.57	117.57	28.37	13.34
其他非流动资产	16.09	6.60	10.73	2.59	-33.29
资产总额	**243.70**	**100.00**	**414.45**	**100.00**	**70.06**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初大幅增长 198.75%，主要系交易性金融资产、其他应收款及存货增加所致。

截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 32.87%，主要系筹资活动现金净流入所致；受限货币资金 0.18 亿元，为履约保证金及保证金存款，受限比例低。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产较年初增加 10.64 亿元，主要系合并君诚资本和君诚基金所致；交易性金融资产包括对湖州泰元投资合伙企业（有限合伙）的投资 2.25 亿元和君诚资本、君诚基金购买的理财合计 8.39 亿元。

截至 2019 年末，公司应收账款较年初增长 19.64%，主要系应收天津市水务局污水处理服务费、应收曲靖市城市供排水总公司的污水处理服务费及自来水费等增长所致。公司应收账款累计计提坏账准备 0.83 亿元，计提比例为 3.21%；前五名单位占比为 82.84%，集中度高。从前五大欠款单位应收账款账龄看，1 年以内的占 71.45%，1~2 年的占 28.09%，账龄偏短，前五大欠款方均为政府单位

[2] 天都公司和潮白湖公司股权变更完成后，上述两家公司的 60%股权由公司持有，剩余 40%由天津地铁资源投资有限公司（以下简称“地铁公司”）持有。公司对天都公司的购买日为 2019 年 12 月，购买日公司取得的净资产 16.62 亿元，股权取得成本 17.62 亿元；公司对潮白湖公司的购买日为 2019 年 11 月，购买日公司取得的净资产 12.53 亿元，股权取得成本 15.00 亿元。

或地方国有企业。

截至 2019 年末，公司其他应收款较年初增长 49.99%，表 8 中其他应收款的第二至五名单位均为因天都公司和潮白湖公司纳入合并范围而于 2019 年新增。公司其他应收款累计计提坏账准备 137.79 万元。公司其他应收款前五名单位欠款金额合计占总额比例为 90.72%，集中度高；从前五名欠款单位的账龄来看，1 年以内的占 28.16%，1~2 年的占 13.81%，2~3 年的占 54.32%，欠款方多为政府相关单位和地方国有企业，对公司资金形成较大占用。

表 8　截至 2019 年末公司前五名其他应收款单位情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	账面金额	账龄	占比
城投置地	应收子公司转股款项	218,195.23	2~3 年	38.30
	往来款及利息	11,790.13	1 年以内、1~2 年	2.07
地铁公司	往来款	145,233.19	1 年以内	25.50
宝坻新城房屋建设指挥部办公室	还迁房回购款	100,510.84	1 年以内、1~2 年、2~3 年	17.65
天津市天灿投资发展有限公司	往来款	24,603.53	1 年以内、1~2 年、3~4 年	4.32
天津市静海区土地整理中心	土地回购款	16,411.26	1~2 年	2.88
合计	--	**516,744.18**	--	**90.72**

资料来源：公司提供

随着天都公司和潮白湖公司纳入合并范围，截至 2019 年末，公司存货较年初增加 112.02 亿元，主要为由还迁房及商品房构成的房地产项目、土地整理形成的资产、公司于 2019 年拍得的张贵庄地块土地 12.41 亿元。公司存货未计提跌价准备。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 5.55%。公司可供出售金融资产较年初下降 69.02%，主要系将持有的城投置地股权全部转让给天津城投所致。公司长期股权投资较年初增长 23.19%，主要系君诚资本及君诚基金由持股变为控股减少长期股权投资 10.30 亿元及新增对天津滨海农村商业银行股份有限公司投资 15.00 亿元所致。公司无形资产较年初增长 13.34%，主要系特许经营项目增加及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。公司其他非流动资产较年初下降 33.29%，主要系对天都公司万欣城项目的预付股权投资款 15.00 亿元随着天都公司股权划转完成减少及新增对丽山项目的预付投资款 8.77 亿元所致。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 86.19 亿元，占总资产的比重为 20.80%。受限资产主要由创业环保山东项目固定资产、土地使用权及厂房设备 2.43 亿元，处于质押状态的受限的津沽及北仓污水处理厂特许经营权 26.46 亿元，天都公司土地使用权及地上建筑物约 44.07 亿元（融资余额为 31.91 亿元，基本于 2020 年到期，其中 24.80 亿元信托借款由天津城投和天津轨道交通集团有限公司承担连带保证责任），潮白湖公司土地使用权 3.59 亿元（贷款已全部还清，抵押解除手续正在办理）、潮白湖公司土地使用权及地上建筑物约 9.16 亿元（贷款已全部还清，抵押解除手续正在办理）。

3. 负债和所有者权益

（1）负债

跟踪期内，受天都公司和潮白湖公司纳入合并范围影响，公司债务规模明显上升，债务结构仍以长期债务为主，即期偿付压力加大，整体债务负担有所加重。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初大幅增长 103.09%，主要系流动负债增加所致，流动负债占比较年初上升 23.28 个百分点，负债结构由较为均衡转为以流动负债为主。

表 9　公司主要负债构成及变化情况（单位：亿元、%）

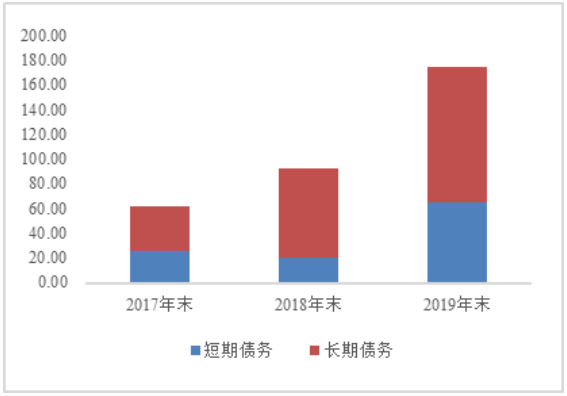
科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动负债	**59.03**	**42.08**	**186.23**	**65.36**	**215.48**
预收款项	0.001	0.001	39.98	14.03	3,447,412.51
其他应付款	31.81	22.67	101.39	35.58	218.74
一年内到期的非流动负债	17.43	12.43	31.14	10.93	78.63
非流动负债	**81.26**	**57.92**	**98.70**	**34.64**	**21.45**
长期借款	20.52	14.63	38.34	13.45	86.82
应付债券	34.96	24.92	34.97	12.27	0.03
递延收益	21.01	14.98	20.75	7.28	-1.23
负债总额	**140.29**	**100.00**	**284.93**	**100.00**	**103.09**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较年初大幅增长 215.48%，主要系预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债增加所致。公司预收款项较年初增加 39.98 亿元，主要为天津城投支付的收购城投置地股权款 9.00 亿元及新增天都公司、潮白湖公司预收的房款。公司其他应付款较年初大幅增长 218.74%，主要系应付天津城投、城投置地的往来款增加，应付天津城投的借款及利息增加，因合并范围的增加带来的债务增加所致；本报告将其他应付款中借款及利息按照借款期限分别调整至长、短期债务核算。公司一年内到期的非流动负债较年初大幅增长 78.63%，主要系天都公司和潮白湖公司纳入合并范围使得一年内到期的长期借款增加所致，一年内到期的长期借款为 30.73 亿元。

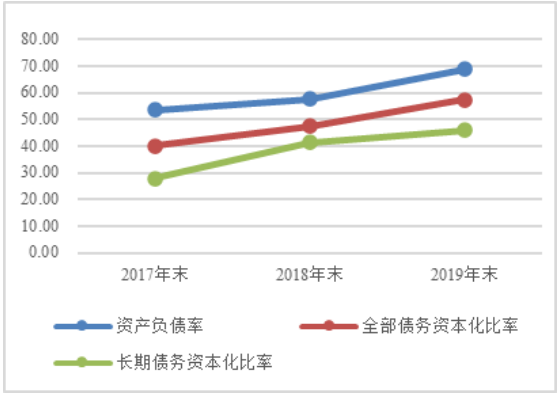
截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 21.45%，主要系长期借款增加所致。公司长期借款较年初大幅增长 86.82%，系保证借款大幅增加所致；长期借款主要由保证借款（占 64.79%）、质押借款（占 13.87%）及信用借款（占 16.85%）构成，主要为创业环保取得的借款。公司应付债券较年初变化不大，由“16 津创 01”“18 津创 01”“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”构成；若考虑到期及回售情况，公司将于 2021 年偿还 28.00 亿元。公司递延收益较年初变化不大，主要为津沽污水处理厂、天津四座污水处理厂提标改造项目和天津四座再生水项目、供热供冷项目收到的政府补助。

图 1　公司长短期债务趋势（单位：亿元）



资料来源：联合评级整理

图 2　公司负债及债务水平（单位：%）



资料来源：联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 174.85 亿元，较年初大幅增长 87.66%，主要系股东及关联方借款、合并范围增加及长期借款增加所致。其中短期债务占 37.30%，长期债务占 62.70%，随着天都公

司和潮白湖公司纳入合并范围，短期债务占比较年初上升 15.81 个百分点，债务结构仍以长期债务为主，公司短期偿付压力大幅增加。截至 2019 年末，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 68.75%、57.44%和 45.84%，分别较年初上升 11.18 个百分点、10.05 个百分点和 4.41 个百分点，债务负担有所加重。截至 2020 年 5 月末，公司（除创业环保外）于 2020 年 6－12 月、2021 年及 2022 年需偿还的有息债务规模分别为 41.85 亿元、13.68 亿元和 34.18 亿元。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，但少数股东权益以及未分配利润占比仍较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 129.53 亿元，较年初增长 25.26%，主要系少数股东权益增加所致。其中归属母公司所有者权益占比为 52.30%，较上年下降 12.01 个百分点。归属于母公司所有者权益中实收资本占 26.86%、资本公积占 41.98%、盈余公积占 5.22%和未分配利润占 25.74%，归属于母公司所有者权益结构变动较小。

截至 2019 年末，公司少数股东权益为 61.78 亿元，较年初增长 67.42%，主要系合并范围增加天都公司和潮白湖公司等子公司所致。

4. 盈利能力

公司收入规模稳定增长，但期间费用对利润形成侵蚀，盈利能力小幅下滑。

2019 年，公司营业收入及营业成本较上年均有所增长，但营业成本增幅大于营业收入增幅，公司营业利润率较上年下降 4.20 个百分点。2019 年，公司利润总额较上年下降 18.52%，主要系期间费用总额增长所致。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/变动百分点
营业收入	24.83	28.90	16.41
营业成本	15.65	19.54	24.83
费用总额	4.42	5.58	26.46
其中：管理费用	1.62	2.30	42.40
财务费用	2.64	3.03	14.82
其他收益	1.73	1.67	-3.32
投资收益	0.62	0.59	-4.64
利润总额	6.59	5.37	-18.52
营业利润率	34.80	30.60	-4.20
总资本收益率	4.51	3.01	-1.50
净资产收益率	4.97	3.73	-1.24

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

期间费用方面，2019 年，公司费用总额较上年增长 26.46%，主要系职工薪酬、折旧、中介服务费增加使得管理费用增加及利息支出增加、利息收入减少使得财务费用增加所致。2019 年，公司费用收入比[3]为 19.32%，较上年上升 1.54 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

2019 年，公司其他收益较上年下降 3.32%，主要由即征即退增值税及个税手续费返还构成。同期，公司投资收益较上年下降 4.64%，主要来源于长期股权投资权益法下确认的投资收益。2019 年，

[3] 费用收入比=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入*100%

公司其他收益及投资收益占营业利润的比重分别为30.82%和10.85%，利润实现对其他收益依赖度仍较高。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降。

5. 现金流

公司收入实现质量仍较高，但受新增购置土地支出影响，公司经营活动现金流转为小幅净流出；投资活动净流出规模大幅下降；筹资活动现金净流入规模收窄，随着各板块项目的持续推进，公司仍面临一定的外部融资需求。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018年	2019年	增长率/变动百分点
销售商品、提供劳务收到的现金	26.65	29.43	10.44
收到其他与经营活动有关的现金	7.58	13.04	71.93
购买商品、接受劳务支付的现金	11.73	25.99	121.70
支付其他与经营活动有关的现金	8.07	11.55	43.08
收回投资收到的现金	0.01	13.01	150,159.68
收到其他与投资活动有关的现金	27.35	26.18	-4.28
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	18.68	20.60	10.26
投资支付的现金	33.10	21.58	-34.81
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	-10.48	--
支付其他与投资活动有关的现金	3.26	11.19	243.57
取得借款收到的现金	20.85	24.04	15.26
收到其他与筹资活动有关的现金	23.00	15.00	-34.78
经营活动产生的现金流量净额	**5.70**	**-2.13**	**--**
投资活动产生的现金流量净额	**-27.27**	**-2.72**	**-90.04**
筹资活动产生的现金流量净额	**17.65**	**11.50**	**-34.85**
现金收入比	107.35	101.84	-5.51

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从经营活动看，2019年，公司经营活动现金流入为42.85亿元，较上年增长21.65%，主要为水务板块现金流入、与天津城投的资金归集款项流入及收到的投标保证金等。同期，公司经营活动现金流出总额为44.98亿元，较上年增长52.36%，主要为水务板块现金流出、购置土地的支出、与天津城投资金归集款项流出及支付的投标保证金。2019年，受新增购置土地支出影响，公司经营活动产生的现金流量由上年的净流入转为小幅净流出，现金收入比较上年下降5.51个百分点，公司收入实现质量仍较高。

从投资活动看，2019年，公司投资活动现金流入为40.16亿元，较上年增长44.64%，主要为收到天津城投支付的收购城投置地的股权款及收到的往来款。公司投资活动现金流出为42.88亿元，较上年下降22.09%，主要为公司股权、工程投资支出。2019年，公司投资活动产生的现金流量仍为净流出，但净流出规模大幅下降。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动现金流入为40.54亿元，较上年下降11.08%，主要为取得的银行借款及收到的往来借款。同期，公司筹资活动现金流出为29.05亿元，较上年增长3.92%，主要为偿还债务及利息支付的现金。2019年，公司筹资活动产生的现金流量仍为净流入，净流入规模收窄。

6. 偿债能力

公司短期、长期偿债能力一般，考虑到公司融资渠道畅通，水务板块经营较为稳健，待回收的股权转让款规模较大，公司偿债能力很强。

表 12 公司偿债指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标		
流动比率	1.38	1.31
速动比率	1.38	0.70
现金短期债务比	1.02	0.58
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	4.01	3.47
EBITDA 全部债务比	0.15	0.08

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降。公司短期债务大幅增长，现金类资产对短期债务的保障程度减弱。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司 2019 年的 EBITDA 为 14.05 亿元，较上年增长 3.47%，主要由摊销（占 33.22%）、计入财务费用的利息支出（占 22.64%）和利润总额（占 38.23%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比较上年均有所下降。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年末，公司从各家银行获得银行授信额度合计 108.47 亿元，其中未使用额度 63.98 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，具备直接融资能力。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 6.10 亿元，担保比率为 4.71%，被担保单位为天津房地产集团有限公司，其中抵押担保 4.80 亿元、销售回款担保 1.30 亿元。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼及仲裁。

根据中国人民银行企业征信报告（中征码：1201010000006509），截至 2020 年 6 月 18 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务概况

公司收入主要来源于子公司。公司资产和债务分布于母公司和各子公司，母公司所有者权益稳定性较强、债务负担适中、盈利能力弱。

公司收入基本来自于创业环保。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 142.58 亿元，较年初增长 51.23%。其中，流动资产占 34.83%，非流动资产占 65.17%。从构成看，母公司流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资及其他非流动资产构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 1.75 亿元，占合并报表货币资金的 6.53%。

截至 2019 年末，母公司负债总额 97.86 亿元，较年初大幅增长 98.04%。其中，流动负债 80.16 亿元（占 81.92%），较年初大幅增长 149.13%，主要系其他应付款增加所致；非流动负债 17.70 亿元（占 18.08%），较年初增长 2.67%。从构成看，母公司流动负债主要由预收款项及其他应付款构成，非流动负债主要由应付债券构成。截至 2019 年末，母公司全部债务 48.15 亿元，其中，短期债

务 5.17 亿元（占 10.73%），长期债务 42.98 亿元（占 89.27%），仍以长期债务为主。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 68.63%，较年初上升 16.22 个百分点；全部债务资本化比率 51.84%，较年初上升 0.60 个百分点。公司全部债务分布于母公司和各子公司。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 44.72 亿元，较年初变化不大，主要由实收资本（占 40.69%）和资本公积（占 61.25%）构成，所有者权益稳定性较强。

2019 年，母公司营业收入为 0.14 亿元，利润总额为-0.19 亿元，总资本收益率和净资产收益率分别为 0.90%和-0.46%。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产 37.69 亿元，为“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”待偿本金合计（17.00 亿元）的 2.22 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 129.53 亿元，为“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”待偿本金的 7.62 倍，公司净资产能够对“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.05 亿元，为“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”待偿本金的 0.83 倍，公司 EBITDA 对“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 42.85 亿元，为“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”待偿本金的 2.52 倍，公司经营活动现金流入量对“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的保障程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司水务板块业务区域垄断优势明显，并且持续获得一定的外部支持。联合评级认为，公司对“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

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的“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”提供连带责任保证担保。

担保人保证的范围包括债券的本金及利息、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）担保方概况

天津城投是天津市人民政府于 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。跟踪期内，经《市国资委关于同意天津城市基础设施建设投资集团有限公司修改公司章程的批复》（津国资法规〔2019〕32 号）文件批准，天津市国资委同意天津城投增加注册资本 3.85 亿元。截至 2020 年 3 月末，天津城投注册资本金和实收资本均为 705.87 亿元。天津市国资委仍为天津城投唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，天津城投经营范围无变化，本部组织结构有所调整，合并纪检监察部、审计部和法

务部，调整为监察专员办公室和审计部兼法律事务部，资产管理部改为资产运营部，企业管理部兼董事会办公室，由 15 个职能部门调整为 14 个。合并范围方面，2019 年，天津城投新设立子公司 4 家，非同一控制下合并子公司 5 家，因其他股东撤资纳入合并范围子公司 2 家，注销子公司 3 家。截至 2020 年 3 月末，天津城投合并范围内一级子公司 14 家。

截至 2019 年末，天津城投合并资产总额 8,314.51 亿元，负债合计 5,554.56 亿元，所有者权益 2,759.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 2,481.02 亿元。2019 年，天津城投实现营业收入 158.88 亿元，净利润 19.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 16.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 138.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.83 亿元。

截至 2020 年 3 月末，天津城投合并资产总额 8,435.61 亿元，负债合计 5,626.23 亿元，所有者权益 2,809.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 2,522.47 亿元。2020 年 1－3 月，天津城投实现营业收入 22.27 亿元，净利润-3.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-4.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.08 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）经营概况

天津城投营业收入有所增长，受收费公路和环境水务板块毛利率有所下降影响，天津城投主营业务综合毛利率有所下降。

2019 年，天津城投营业收入 158.88 亿元，较上年增长 2.86%。收费公路、环境水务、轨道交通和城市综合开发仍为天津城投主要收入来源。2019 年，收费公路板块业务收入较上年增长 6.10%，主要系唐廊高速一期通车所致；环境水务板块业务收入较上年增长 15.90%，主要系子公司创业环保污水处理量持续增长所致；轨道交通业务收入较上年增长 15.35%，主要系随着地铁线路逐步贯通，网络规模效益显现以及地铁运营客流量稳定增长所致；城市综合开发收入较上年下降 6.44%，主要系房地产销售收入减少所致。主营业务中的其他收入主要由建安收入、租赁收入、广告、物业及其他国有资产经营收入组成，2019 年较上年增长 7.65%。

表 13　2018－2019 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	2018 年			2019 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市路桥	收费公路	41.98	28.02	56.36	44.54	28.86	46.21
环境水务		20.10	13.42	33.88	23.29	15.10	28.09
轨道交通（地铁运营）		7.52	5.02	-141.49	8.67	5.62	-156.45
城市综合开发	综合开发	27.50	18.36	8.47	27.50	17.82	8.47
	土地整理	0.06	0.04	100.00	1.32	0.86	99.56
	置业	33.10	22.10	41.48	27.93	18.10	46.86
主营业务中的其他		19.54	13.04	30.60	21.03	13.63	32.95
合计		**149.80**	**100.00**	**27.99**	**154.29**	**100.00**	**24.12**

资料来源：天津城投提供

从毛利率水平看，2019 年，天津城投收费公路业务毛利率较上年减少 10.15 个百分点，主要系天津城投扩大了高速公路大中修养护的范围，且唐廊高速一期项目开通，运营养护成本增加所致。环境水务业务毛利率较上年减少 5.79 个百分点，主要系污水处理业务提标改造后，相关材料消耗增加所致。轨道交通业务毛利率仍为负，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，综合开发毛利率无变化，土地整理业务毛利率变化不大，置业业务毛利率较上年增加 5.38 个百分点。受上述因素综合影响，2019 年天津城投主营业务综合毛利率较上年减少 3.87 个百分点。

2020 年 1－3 月，天津城投实现营业收入 22.27 亿元，较上年同期下降 36.92%，主要系新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，高速公路运营收入减少所致；其中主营业务收入为 20.92 亿元，主要包括城市路桥板块收入 4.03 亿元，环境水务板块收入 6.00 亿元，轨道交通收入 0.70 亿元，城市综合开发收入 8.42 亿元。

（3）财务分析

资产质量

天津城投流动资产中货币资金较为充足，应收款项回收风险较小；天津城投固定资产及在建工程主要以基础设施项目为主，天津城投资产质量一般。

截至 2019 年末，天津城投合并资产总额为 8,314.51 亿元，较年初增长 9.37%。其中，流动资产占 29.42%，非流动资产占 70.58%，资产结构仍以非流动资产为主。从构成看，天津城投流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货及其他流动资产构成，非流动资产主要由固定资产及在建工程构成。

截至 2020 年 3 月末，天津城投资产总额规模和构成较年初均变化不大

负债

天津城投债务规模有所增长，整体债务负担较重。

截至 2019 年末，天津城投负债总额 5,554.56 亿元，较年初增长 10.80%。其中，流动负债 1,474.76 亿元（占 26.55%），较年初增长 30.40%；非流动负债 4,079.80 亿元（占 73.45%），较年初增长 5.09%，主要系应付债券增长所致。从构成看，天津城投流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。截至 2019 年末，天津城投全部债务 4,713.31 亿元，较年初增长 9.23%，系短期借款和应付债券增加所致。天津城投债务结构仍以长期债务为主。截至 2019 年末，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 66.81%、63.07%和 56.68%，较年初分别上升 0.86 个百分点、上升 0.57 个百分点和下降 0.37 个百分点，天津城投债务负担有所加重。天津城投发行的“16 津城建 MTN002”和“17 津城建 MTN001”为永续债，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 2019 年末，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 67.55%、63.91%和 57.68%，分别较调整前上升 0.75 个百分点、0.84 个百分点和 1.00 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，天津城投负债总额较年初变动不大，仍以非流动负债为主。截至 2020 年 3 月末，天津城投全部债务规模、构成和各债务指标较年初变化不大。

所有者权益

天津城投所有者权益规模有所增长，以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性好。

截至 2019 年末，天津城投所有者权益合计 2,759.95 亿元，较年初增长 6.59%；其中归属于母公司的所有者权益 2,481.02 亿元，主要由实收资本（占 28.45%）、资本公积（占 63.04%）和未分配利润（占 5.18%）构成。

截至 2020 年 3 月末，天津城投所有者权益合计 2,809.37 亿元，较年初增长 1.79%，所有者权益结构变化不大。

盈利能力

天津城投营业收入有所增长，盈利能力偏弱。

2019 年，天津城投营业收入 158.88 亿元，较上年增长 2.86%；营业成本 119.20 亿元，较上年增长 8.18%。2019 年，天津城投实现利润总额 24.79 亿元，较上年变化不大。

从盈利指标来看，2019 年，天津城投营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 19.39%、0.94%和 0.75%，较上年分别下降 4.16 个百分点、0.07 个百分点和 0.04 个百分点。受行业性质影响，天津城投整体盈利能力偏弱。

现金流

受天津城投项目建设支出推进影响，天津城投投资活动仍为净流出，且净流出规模扩大。未来，随着天津城投在建项目的推进，天津城投存在的一定的筹资压力。

从经营活动看，2019 年，天津城投经营活动现金净流入 138.37 亿元，净流入规模较上年的 30.55 亿元大幅扩大。从收入实现质量看，2019 年，天津城投现金收入比为 127.45%，较上年上升 23.78 个百分点，天津城投收入实现质量有所提升。

从投资活动看，2019 年，天津城投投资活动现金流入 132.86 亿元，较上年增长 21.65%，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。天津城投投资活动现金流出为 371.32 亿元，较上年增长 57.76%，主要系项目建设支出规模较大所致。2019 年，天津城投投资活动现金净流出 238.45 亿元，净流出规模较上年的 126.15 亿元有所扩大。

从筹资活动看，2019 年，天津城投筹资活动现金流入与流出的规模仍较大，分别为 1,505.04 亿元和 1,376.14 亿元，较上年增长 10.49%和 16.21%，主要系随着天津城投在建项目推进，存在一定规模的融资需求，且银行借款及债券等部分到期兑付所致。2019 年，天津城投筹资活动现金净流入 128.90 亿元，净流入规模较上年的 177.99 亿元有所收窄。

偿债能力

天津城投短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到天津城投作为天津市最重要的基础设施建设主体，拥有较为稳定的财政资金支持、畅通的融资渠道，天津城投整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，天津城投流动比率、速动比率和短期现金债务比分别为 1.66 倍、0.74 倍和 0.38 倍，较年初的 1.92 倍、0.95 倍和 0.43 倍均有所下降。截至 2020 年 3 月末，天津城投流动比率、速动比率和短期现金债务比分别为 1.78 倍、0.80 倍和 0.43 倍，较年初均有所提升。整体看，天津城投短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，天津城投 EBITDA 为 95.00 亿元，较上年变化不大。天津城投 EBITDA 主要由折旧（占 17.64%）、摊销（占 5.95%）、计入财务费用的利息支出（占 50.31%）和利润总额（占 26.10%）构成。从偿债指标来看，2019 年，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）为 1.99 倍，较上年的 1.92 倍有所上升，EBITDA 全部债务比仍为 0.02 倍。整体看，天津城投长期偿债能力一般。

经联合评级评定，天津城投主体长期信用等级为“AAA”，其所提供的担保能显著提升债券本息偿付的安全性。

九、综合评价

跟踪期内，公司外部发展环境良好，营业收入稳定增长，污水处理、再生水处理及自来水业务规模继续扩大。同时，联合评级也关注到公司资金支出压力较大，经营活动净现金流转为小幅净流

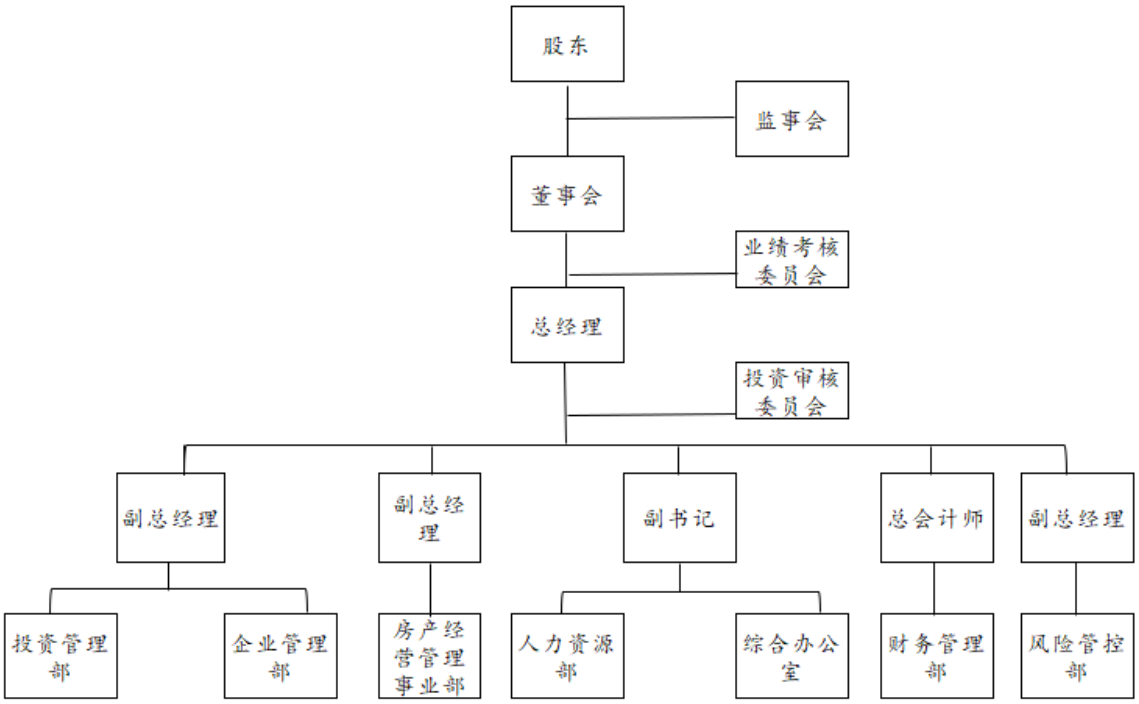
出及随着合并范围的扩大，公司其他应收款及存货大幅增长、对资金形成较大占用，债务规模明显上升、即期偿付压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建拟建水务项目的建设完成，公司水务板块业务规模有望继续增长。

“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”由天津城投提供连带责任保证担保。天津城投作为天津市政府授权的国有独资公司及天津市重要的城市基础设施建设的投融资主体，其提供的担保能显著提升债券本息偿付的安全性。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 市政 01”“18 市政 01”和“18 市政 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　天津市政投资有限公司
组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附件 2-1 天津市政投资有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	243.70	414.45
所有者权益（亿元）	103.41	129.53
短期债务（亿元）	20.02	65.22
长期债务（亿元）	73.15	109.62
全部债务（亿元）	93.17	174.85
营业收入（亿元）	24.83	28.90
净利润（亿元）	4.89	4.35
EBITDA（亿元）	13.58	14.05
经营性净现金流（亿元）	5.70	-2.13
应收账款周转次数（次）	1.21	1.22
存货周转次数（次）	121.09	0.35
总资产周转次数（次）	0.11	0.09
现金收入比率（%）	107.35	101.84
总资本收益率（%）	4.51	3.01
总资产报酬率（%）	4.38	2.60
净资产收益率（%）	4.97	3.73
营业利润率（%）	34.80	30.60
费用收入比（%）	17.78	19.32
资产负债率（%）	57.57	68.75
全部债务资本化比率（%）	47.40	57.44
长期债务资本化比率（%）	41.43	45.84
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	3.47
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.08
流动比率（倍）	1.38	1.31
速动比率（倍）	1.38	0.70
现金短期债务比（倍）	1.02	0.58
经营现金流动负债比率（%）	9.66	-1.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	0.83

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. 本报告将公司其他应付款中带息部分按债务期限分别调整至长、短期债务核算，长期应付款中带息部分调整至长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 费用收入比=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入*100%

附件 2-2 天津市政投资有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	94.28	142.58
所有者权益（亿元）	44.87	44.72
短期债务（亿元）	15.15	5.17
长期债务（亿元）	32.00	42.98
全部债务（亿元）	47.15	48.15
营业收入（亿元）	0.13	0.14
净利润（亿元）	-0.39	-0.21
EBITDA（亿元）	0.70	1.24
经营性净现金流（亿元）	-0.57	-0.75
应收账款周转次数（次）	/	/
存货周转次数（次）	/	/
总资产周转次数（次）	0.001	0.001
现金收入比率（%）	103.21	106.87
总资本收益率（%）	0.78	0.90
总资产报酬率（%）	0.79	0.72
净资产收益率（%）	-0.86	-0.46
营业利润率（%）	65.34	44.92
费用收入比（%）	945.26	1,139.10
资产负债率（%）	52.41	68.63
全部债务资本化比率（%）	51.24	51.84
长期债务资本化比率（%）	41.63	49.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.67	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.03
流动比率（倍）	1.22	0.62
速动比率（倍）	1.22	0.62
现金短期债务比（倍）	0.11	0.34
经营现金流动负债比率（%）	-1.78	-0.93

注：1. 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；2. 本报告将母公司其他应付款中带息部分按债务期限分别调整至长、短期债务核算；3. 母公司 EBITDA 利息倍数仅核算了财务费用中的利息支出；因母公司财务报表无应收账款及存货，应收账款周转次数及存货周转次数无法计算

附件 3　天津城市基础设施建设投资集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	7,602.33	8,314.51	8,435.61
所有者权益（亿元）	2,589.20	2,759.95	2,809.37
短期债务（亿元）	875.88	1,102.20	1,022.58
长期债务（亿元）	3,439.26	3,611.11	3,732.34
全部债务（亿元）	4,315.13	4,713.31	4,754.92
营业收入（亿元）	154.47	158.88	22.27
净利润（亿元）	20.00	19.93	-3.74
EBITDA（亿元）	93.84	95.00	--
经营性净现金流（亿元）	30.55	138.37	-14.76
应收账款周转次数（次）	1.06	2.01	--
存货周转次数（次）	0.10	0.10	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	--
现金收入比率（%）	103.66	127.45	119.35
总资本收益率（%）	1.01	0.94	--
总资产报酬率（%）	0.99	0.91	--
净资产收益率（%）	0.79	0.75	--
营业利润率（%）	23.55	19.39	-6.25
费用收入比（%）	41.09	39.84	47.04
资产负债率（%）	65.94	66.81	66.70
全部债务资本化比率（%）	62.50	63.07	62.86
长期债务资本化比率（%）	57.05	56.68	57.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.92	1.99	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	--
流动比率（倍）	1.92	1.66	1.78
速动比率（倍）	0.95	0.74	0.80
现金短期债务比（倍）	0.43	0.38	0.43
经营现金流动负债比率（%）	2.70	9.38	--

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. 本报告将担保方其他流动负债中的短期融资债券调整至短期债务，担保方长期应付款中的融资租赁费调整至长期债务核算；4. 本报告担保方 EBITDA 利息倍数仅核算了财务费用中的利息支出；5. 担保方 2020 年一季度财务数据未经审计；6. 费用收入比=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入*100%

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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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-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）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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+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。