

信用等级公告

联合评字[2016]506 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 2016 年公司债券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拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http:// www.unitedratings.com.cn

天津市政投资有限公司

2016 年公开发行公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元）

本次债券期限：不超过 10 年（含 10 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：2016 年 5 月 27 日

财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	248.17	251.29	238.74
所有者权益(亿元)	78.07	81.30	84.10
长期债务(亿元)	76.04	78.34	58.34
全部债务(亿元)	103.29	100.14	91.48
营业收入(亿元)	21.99	23.82	24.66
净利润(亿元)	1.79	3.17	3.42
EBITDA(亿元)	14.94	16.20	15.99
经营性净现金流(亿元)	5.03	5.06	22.79
营业利润率(%)	35.62	34.18	34.51
净资产收益率(%)	2.31	3.98	4.13
资产负债率(%)	68.54	67.65	64.78
全部债务资本化比率(%)	56.95	55.19	52.10
流动比率	1.08	1.04	0.87
EBITDA 全部债务比	0.14	0.16	0.17
EBITDA 利息倍数(倍)	1.98	2.38	2.35
EBITDA/本次发债额(倍)	0.75	0.81	0.80
担保方	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	5,403.08	6,578.86	6,704.47
所有者权益合计(亿元)	1,630.11	2,048.62	2,139.08
营业收入(亿元)	103.02	126.44	143.30
净利润(亿元)	16.11	16.43	17.97
经营性净现金流(亿元)	-110.16	-4.91	49.10
资产负债率(%)	69.83	68.86	68.09

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。

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”）的评级反映了公司在区域内行业地位优势明显、政府及股东对公司的支持持续有力、公司自身经营性业务板块成熟以及水务板块行业优势突出、品牌知名度较高且保持较明显的垄断性等多方面的优势。

同时，联合评级关注到目前公司收入主要来源于水务板块，但水务板块经营主体天津创业环保集团股份有限公司（以下简称“创业环保”）经营和管理相对独立；2015 年 7 月污水处理业务及再生水行业实施的新增值税政策对公司盈利状况产生了一定不利影响。

本次债券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。天津城投业务范围广、资产和盈利规模较大，对本次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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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. 天津地区经济保持较好发展势头，公司外部环境良好。

3. 水务业务是公司的核心主营业务，竞争优势明显。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，也是国内环保领域的先行者和领先企业。

4. 公司开发的天津文化中心商业配套体项目地理位置优越，是天津市重点工程；该项目的全面投入使用，有望为公司产生持续稳定的收入及现金流。

盈利规模较大，担保实力强，其对本次债券的担保对本次债券的信用提升有明显的积极作用。

关注

1. 公允价值变动对公司利润总额具有一定贡献，但其稳定性和持续性有待关注。

2. 房地产市场波动可能对公司房地产业务产生不确定性影响。

3. 公司债务偿还规模较大，未来存在一定对外筹资压力。

4. 公司获得特许经营权的 4 家污水处理厂自 2014 年起，连续两年下调服务单价，短期内将对公司收入产生一定影响，且未来上调幅度尚存在一定不确定性。

5. 目前，天津市文化中心商业配套体项目租金收入不足以覆盖其财务成本。若天津市文化中心商业配套体项目出租率降低或无法按时收回租金将对公司的盈利能力产生不利影响。

6. 2015 年 7 月起污水处理及再生水行业将开始征收增值税，公司污水处理业务及再生水业务盈利状况受到一定影响。

分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@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它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：

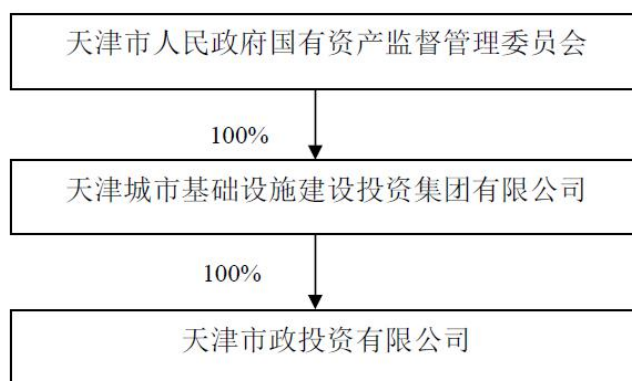


一、主体概况

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（亦即天津市市政工程局，以下简称“天津市政局”），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。后经多次增资，截至2004年底，公司注册资本增加至18.20亿元。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，并入天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”）。截至2015年底，公司实收资本为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677.00亿元。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出资组建，因此公司实际控制人系天津市人民政府国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：以自有资金对城市基础设施、公路设施及配套设施进行投资、建设、经营及管理；房地产开发及经营、租赁；物业管理；设备租赁；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止公司经营的商品和技术除外）；五金交电、化工（危险品除外）、日用百货、建材销售（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）。

截至2015年底，公司纳入合并范围的全资子公司和控股子公司合计6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。公司下设战略规划部、资产管理部、人力资源部、财务部、审计部、综合办公室、项目管理部和党群工作部8个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总计238.74亿元，负债合计154.65亿元，所有者权益（含少数股东权益24.04亿元）为84.10亿元；2015年，公司实现营业收入24.66亿元，净利润（含少数股东损益1.78亿元）3.42亿元；经营活动产生的现金流量净额22.79亿元，现金及现金等价物净增加额2.08亿元。

公司注册地址：天津市和平区贵州路45号；法定代表人：李彤。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“天津市政投资有限公司2016年公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过人民币20亿元（含20亿元），本次债券一次或分期发行，发行时根据资金需求及市场情况进行调整。本次债券的期限为不超过10年（含10年），可以设计含投资者回售权、公司调整利率选择权等条款。

本次债券可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。本次债券采用固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定。本次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。

天津城投为本次债券的还本付息提供连带责任保证担保，担保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支付的费用。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于补充流动资金及（或）偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司在天津市政府的大力支持下，逐步发展成一个股权投资为主、主要从事重大基础设施项目的专业化投资主体。公司目前主要涉及的领域包括水务行业和房地产行业。

1. 水务行业

（1）行业概况

水务行业是指由原水、供水、节水、排水、污水处理及水资源回收利用等构成的产业链。水务行业是我国乃至世界上所有国家和地区最重要的城市基本服务行业之一，日常的生产、生活都离不开城市供水。改革开放以来，随着我国城市化进程的加快，水务行业的重要性日益凸显，目前已基本形成政府监管力度不断加大、政策法规不断完善，水务市场投资和运营主体多元化、水工程技术水平不断提升，供水管网分布日益科学合理、供水能力大幅增强，水务行业市场化和产业化程度不断加深，水务投资和经营企业日益发展壮大的良好局面。

我国是一个水资源贫乏和分布不均匀的国家，受气候和污染影响，水资源总量呈逐年下降趋势，我国水资源总量占全球的6%，而我国人口却占全球的23%左右。因人口众多，在联合国可持续发展委员会统计的153个国家和地区中，我国排在第121位，并且被列为了世界13个人均水资源最贫乏的国家之一。2015年，我国全年水资源总量28,306亿立方米。全年平均降水量644毫米。当年末全国监测的614座大型水库蓄水总量为3,645亿立方米，与上年末蓄水量基本持平。

从水资源的分布情况看，我国呈现东南多西北少，山区多平原少的状况。全国约81%的水资源集中分布在长江流域及以南地区，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。据有关资料统计，全国663个城市中，有400多个城市常年供水不足，110个城市严重缺水。华北、西北、辽中南、山东及沿海部分城市水资源供需矛盾尤为突出，北京、天津、宁夏、上海、河北等9个省（市、自治区）人均水资源量不足500立方米，属于严重缺水地区。水资源短缺已成为制约我国经济社会可持续发展的重要因素。

从我国用水情况来看，根据国家统计局2015年公报显示，2015年我国总用水量6,180亿立方米，

比上年增长1.4%。其中，生活用水增长3.1%，工业用水增长1.8%，农业用水增长0.9%，生态补水增长1.7%。（每）万元国内生产总值用水量为104立方米，较上年下降5.1%；（每）万元工业增加值用水量为58立方米，下降3.9%；人均用水量为450立方米，比上年增长0.9%。从历年供水量看，供水总量平稳增长，生产用水波幅不大，生活用水呈现上涨态势。随着我国供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。根据国家统计局统计年鉴显示，2011年至2014年期间，我国废水排放总量由659.19亿吨，增长到716.18亿吨，呈小幅增长态势。

污水处理行业属于水务终端处理行业，中国水资源匮乏，污水排放量的持续增长以及水污染问题的日益严峻为污水处理行业提供了广阔的市场空间。近年来，国家政策不断向污水处理行业倾斜，在政策红利下，中国污水处理行业进入了高速扩张期：污水处理能力和处理效率持续提升，各地污水处理费价格陆续上调，行业规模持续扩张，营收快速增长，行业整合推进。

根据国家统计局2015年公报，截至2015年末，我国城市污水处理厂日处理能力达到13,784万立方米，比上年末增长5.3%；城市污水处理率达到91.0%，提高0.8个百分点。

（2）行业政策

为规范水务行业健康发展，国家有关部门制定了一系列水务行业政策法规，这些政策法规涉及资质管理、产品和服务质量、项目建设标准、价格管理等诸多方面。国家有关部门颁布的水务行业相关的主要政策、法规如下：

表 1 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	《中华人民共和国水法》（主席令第 74 号）	--
2	《中华人民共和国水污染防治法》（主席令第 87 号）	--
3	《城市供水条例》（国务院令第 158 号）	国务院
4	《取水许可证和水资源费征收管理条例》（国务院令第 460 号）	国务院
5	《中共中央、国务院关于加强水利改革发展的决定》（中发[2011]1 号）	中共中央、国务院
6	《国务院办公厅关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》（国务院办公厅[2014]36 号）	国务院办公厅
7	《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》（国发[2012]3 号）	国务院
8	《城镇排水与污水处理条例》（国务院令第 641 号）	国务院
9	《取水许可管理办法》（水利部令第 34 号）	水利部
10	《城市排水许可管理办法》（建设部令第 152 号）	建设部
11	《市政公用事业特许经营管理办法》（建设部令第 126 号）	建设部
12	《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》（发改价格[2013]2676 号）	国家发改委、住建部
13	《城市供水水质管理规定》（建设部令第 156 号）	建设部
14	《生活饮用水卫生监督管理办法》（建设部、卫生部第 53 号令）	建设部、卫生部
15	《生活饮用水卫生标准》（GB5749-2006）	卫生部
16	《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）	环保总局、质检总局
17	《城市给水工程项目建设标准》（建标 120-2009）	住建部、国家发改委
18	《城市污水处理工程项目建设标准》（建标[2001]77 号）	建设部、国家计委
19	《城市供水价格管理办法》（计价格[1998]1810 号）	国家计委、建设部

20	《关于进一步推进城市供水价格改革工作的通知》 (计价格[2002]515号)	国家计委、财政部、 建设部、水利部、 环保总局
21	《关于做好城市供水价格管理工作有关问题的通知》 (发改价格[2009]1789号)	国家发改委、住建部
22	《关于加大污水处理费的征收力度建立城市污水排放和集中处理良性运作机制的通知》(计价格[1999]1192号)	国家计委、建设部、 国家环保总局
23	《关于印发推进城市污水、垃圾处理产业化发展意见的通知》 (计投资[2002]1591号)	国家计委、建设部、 国家环保总局
24	《国务院办公厅关于印发“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划的通知》(国办发[2012]24号)	国务院办公厅
25	《关于印发水利发展规划(2011-2015)的通知》 (发改农经[2012]1618号)	国家发改委、水利部、 住建部
26	《重点流域水污染防治规划(2011-2015)》(环发[2012]58号)	国家发改委、水利部、 财政部、环境保护部
27	《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及2020年远景目标》 (建城[2012]82号)	住建部、国家发改委
28	《水污染防治行动计划》(国发[2015]17号)	国务院
29	《中共中央、国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	中共中央、国务院

资料来源：联合评级整理

再生水行业是我国的新兴行业,虽然早在1984年政府便开始推广再生水的使用,但是直至1995年北京市才率先制定1元/立方米的市场参考价格。近几年,随着我国陆续完善相关政策,再生水行业逐步成为可持续发展的增值产业。首先,2006年建设部在《城市污水再生利用技术政策》中明确指出城市景观环境用水要优先利用再生水;其次,2007年国家发改委、水利部、建设部联合发布了《节水型社会建设“十一五”规划》,明确提出到2010年,北方缺水城市再生水利用率拟达到污水处理量的20%,南方沿海缺水城市达到5%-10%;再次,2008年国家发改委在《全国中型水库建设规划》的批复中重点强调了再生水市场价格的确定应以促进再生水利用为前提条件。以上诸多的利好政策促进了再生水行业的快速发展,进一步建立完善了污水资源再生利用机制,为保护优质水资源,改善城市水环境质量,奠定了较好的基础。2015年2月,中央政治局常务委员会会议审议通过《水污染防治行动计划》(又称“水十条”),将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面进行强力监管并启动严格问责制。2016年2月,中共中央、国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》指出,到2020年,地级以上城市建成区力争实现污水全收集、全处理,缺水城市再生水利用率达到20%以上。

2012年水利部发布《节水型社会建设“十二五”规划》,提出节水型社会建设的目标,到2015年,节水型社会建设取得显著成效,水资源利用效率和效益大幅度提高,用水结构进一步优化,用水方式得到切实转变,最严格的水资源管理制度框架以及水资源合理配置、高效利用与有效保护体系基本建立。全国用水总量控制在6,350亿立方米以内,全国万元GDP用水量降低到105立方米以下,比2010年下降30%;农田灌溉水有效利用系数提高到0.53,农业灌溉用水总量基本不增长;万元工业增加值用水量降低到63立方米,比2010年降低30%以上;全国设市城市供水管网平均漏损率不超过18%;海水淡化、再生水利用、雨水集蓄利用、矿井水利用等非常规水源利用年替代新鲜淡水量达到100亿立方米以上。

为加快节水型社会建设,践行“节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力”的治水方针,根据“十三五”规划编制工作的总体部署,国家发展改革委、水利部、住房城乡建设部决定联合组织编制《节水型社会建设“十三五”规划》。通知要求,根据各地区产业及水资源特点,提出“十三五”期间节水型社会建设的总体思路、主要目标和总体布局,重点领域节水任务(应包括

农业、工业、城镇节水，非常规水利用，节水产业，节水能力，宣传教育等相关任务内容），重点节水制度建设，重点工程建设和投资估算，效益和环境影响分析，保障措施等。

（3）行业关注

供水行业市场化水平低，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。城市水价构成中，主要只考虑了净水成本补偿，而对供排水管网建设和污水处理成本补偿不足。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。民营企业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企业相对较少，所占市场份额也较为有限，主要集中在污水处理领域。

（4）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证，环境保护力度的加大也将促进污水处理行业的发展，行业发展前景较好。

2. 房地产行业

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.20%，

增速较2011年放缓11.70个百分点。商品房施工面积57.30亿平方米，比上年增长13.20%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.70亿平方米，比上年减少7.30%，增幅同比减小23.50个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.80%，增速较2012年提高3.60个百分点。商品房施工面积66.60亿平方米，比上年增长16.10%，增幅同比增长2.90个百分点；新开工面积20.10亿平方米，比上年增长13.50%，增幅同比增长20.80个百分点。2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.50%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.30个百分点。其中，房地产开发企业住宅施工面积72.65亿平方米，同比增长9.20%，房屋新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.70%。

2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增速较1~11月回落0.3个百分点；其中，住宅投资64,595亿元，同比增长0.4%，增速回落0.3个百分点。2015年，房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，增速较1~11月回落0.5个百分点；其中，住宅施工面积511,570万平方米，同比下降0.7%。2015年，房屋新开工面积154,454万平方米，同比下降14.0%，降幅较1~11月收窄0.7个百分点；其中，住宅新开工面积106,651万平方米，同比下降14.6%。2015年，房屋竣工面积100,039万平方米，同比下降6.9%，降幅较1~11月扩大3.4个百分点；其中，住宅竣工面积73,777万平方米，同比下降8.8%。

2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年全年，商品房销售面积128,495万平方米，较上年增长6.5%，其中住宅销售面积增长6.9%；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，其中住宅销售额增长16.6%。从供给方面看，2015年房地产开发企业房屋竣工面积100,039万平方米，较上年下降6.9%；其中，住宅竣工面积73,777万平方米，同比下降8.8%。

公司房地产项目主要集中在海南省。自“国六条”和九部委意见出台后，房产新政对房地产企业和消费者都产生了一定的影响，海南房地产主要为外销型市场，受到的影响远不及北京、上海等高地地区，但市场交易量有所下降，房屋销售价格仍继续上涨。海南房地产投资近年来稳步增长，房地产投资额达到近10年内的顶峰。海南房地产开发投资占固定资产投资的增长率逐年稳步增长。海南房地产市场经过十年沉浮，处于理性发展状态，消费者心态平稳，房地产新政将给海南带来新的机遇。

2015年，海南省固定资产投资3,355.4亿元，比上年增长10.4%。其中，房地产开发投资1,704.0亿元，增长19.0%。全年施工项目2,979个，增长4.6%；其中新开工项目1,163个，增长18.1%。分产业看，第一产业投资51.7亿元，增长21.2%；第二产业投资322.8亿元，下降28.1%；第三产业投资2,980.8亿元，增长17.0%。

2015年，海南省房地产业完成增加值306.75亿元，较上年增长5.4%；房地产项目房屋施工面积8,316.98万平方米，增长10.1%；销售面积1,052.28万平方米，增长4.8%；销售额982.75亿元，增长5.1%。其中，纯商品房销售面积991.32万平方米，增长8.9%；销售额958.42亿元，增长6.8%。

据新浪乐居监控数据显示，2015年，海南商品房累计成交71,385套，成交总面积为611.78万平方米，成交均价为10,753元/平方米，成交套数同比去年全年上涨约10%。从成交月份看，1月网签9,790套，为全年最高值。5月低谷过后，海南楼市月成交保持在4,000套以上，最后12月以5,673套成交平稳收官。从区域成交看，2015年海南房地产市场成交以海口为领头羊，三亚、陵水、澄迈紧随其后。二三线市县中，澄迈、儋州作为西线的成交主力军，分别贡献了3,355套及2,345套。

总体看，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用；尽管经历了年中调整，海南房地产市场仍保持增长；未来房地产市场将进一步趋

于理性和平稳，公司的房地产业务板块前景较好。

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、市政基础设施配套、地产开发和工程设计咨询等相关领域的投资业务。截至2015年底，公司拥有A、H股上市公司、污水处理行业领先企业天津创业环保集团股份有限公司（以下简称“创业环保”）50.14%的股权，为其控股股东。

截至2015年底，公司共拥有污水处理厂22个，污水处理规模合计为308万立方米/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，污水处理规模为153.50万立方米/日；外埠16个，污水处理规模为154.50万立方米/日。再生水业务方面，公司共有纪庄子、咸阳路、东郊以及北辰4家再生水厂，生产能力合计19万立方米/日；自来水净水生产能力为20万吨/日。

基础设施投资方面，公司开发的天津文化中心商业配套体项目地理位置优越，是天津市重点工程，未来随着多条地铁线路相继开通接入，购物中心整体运营情况将持续向好。房地产方面，海南山泉海项目位于东部经济和交通的枢纽，项目占地101,616平方米，总建筑面积19.75万平方米，公司将项目分成三期滚动开发，可实现资金的及时回流。

总体看，公司作为天津城投下属最重要的水务控股企业，充分发挥政府投资主体和市场经营主体作用，以投融资为主体功能，主营业务围绕加快产业资本与金融资本有机融合，形成了法人独资与产权多元化结构并存、市政公用传统主业与房地产业等多业并举的经营格局。

2. 人员素质

公司董事长兼副总经理李彤先生，出生于1968年，大学学历，硕士，高级工程师，中共党员；曾任伟信（天津）工程咨询有限公司副总经理、公司副总工程师；现任公司董事长、董事、副总经理；兼任天津乐城置业有限公司董事长、总经理。

公司其他高层领导均同样具备长期的行业从业经历，专业素养较高。

截至2015年底，公司在职员工1,669人。其中，生产人员742人，占员工总数的44.47%；销售人员62人，占员工总数的3.71%；技术人员359人，占员工总数的21.51%；财务人员88人，占员工总数的5.27%；行政人员418人，占员工总数的25.04%。从学历方面看，大学本科及以上学历884人，占员工总数的52.97%；大学专科学历445人，占员工总数的26.66%；大专及以下学历340人，占员工总数的20.37%。

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，管理能力和管理水平较高。

3. 外部支持

(1) 股东支持

天津城投对公司市政基础设施配套板块提供较大规模的资金支持，在公司承建的天津文化中心商业配套体项目中，天津城投分别于2009和2010年向公司拨付30.00亿元和20.50亿元，用于该项目的投资建设。公司将该款项计入其他应付款科目，并在2009年现金流量表中的“收到其他与筹资活动有关的现金”和2010年“收到的其他与投资活动有关的现金科目”体现。2010年依据津城投财[2010]531号文件，将其中27亿元转增资本公积。2012年9月，该项目正式投入运营，目前已实现盈利，后续公司仍将通过不断的招商工作以实现资金平衡及提高盈利水平。

总体来看，伴随着天津城投的发展，公司将享有更多资源与资产获取的机会，为公司拓展业务领域、争取项目、扩大资源储备等方面提供了更多的可能性。

(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、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

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。

近年来，天津商贸中心的作用不断加强，已经成为全国南北物资交流的重要枢纽和辐射东北、西北、华北地区的商品集散地。全市超万平方米以上的大型商贸设施已有120多个，亿元商品交易市场达到80多个，其中成交额超10亿元的市场40多个；滨江道、和平路、服装街、食品街、鼓楼商业街及塘沽区解放路、大港区胜利街等陆续得到建设、改造；劝华、家世界、滨江、友谊等20多家商贸集团逐步做大做强；非公有制商贸经济快速发展，已占到全市商贸经济总量的70%以上；家乐福、伊势丹、大荣、新世界、华润、欧尚、沃尔玛、麦德龙、万客隆、海信、乐天、万达等一批外资零售企业和麦当劳、肯德基等外资餐饮企业纷纷落户津门，大型仓储超市、便利店、专卖店、连锁店等新型业态蓬勃发展。

此外，中共中央政治局于2015年4月30日审议通过的《京津冀协同发展规划纲要》确定了天津市全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区等四大功能定位。天津市委代理书记、市长黄兴国在天津市第十届委员会第七次全体会议上强调，着力提高先进制造研发水平，构建结构优化、布局合理、特色鲜明的产业体系，形成技术领先、配套完备、链条完整的产业集群，建成先进技术、创新要素、高端产业的承载地和聚集地，成为新技术、新工艺、新装备、新业态、新模式的原产地和策源地，成为科技研发转化和创新成果产业化基地，支撑和引领全国制造业发展；着力构筑现代综合交通网络，以海空两港为核心、轨道交通为骨干，实现多式联运有效衔接，全面提高航运服务辐射功能和全球资源配置能力；着力打造改革开放新高地，坚持改革引领，提升金融创新运营能力，充分利用自贸试验区、自创示范区和滨海新区先行先试政策优势，全面深化改革，形成营商环境与国际接轨、投资贸易高度便利、示范引领作用强劲的改革开放先行区；着力推进生态环境建设，深入实施“四清一绿”行动，加强环境污染治理，扩大生态绿地空间，促进绿色循环低碳发展，建设舒适、和谐、宜人的美好家园；着力构建现代城镇体系，主动融入京津冀城市群建设，落实城市空间发展战略，提升中心城区功能，增强滨海新区龙头带动作用，按照辅城定位推进环城四区优化发展，按照中等城市标准建设武清、宝坻、静海、蓟县、宁河，做优“双城”，做强辅城和中等城市，做特小城镇，做美新乡村，做实基础设施和服务功能，推动双城联动向多城联动转变。其中，中国（天津）自由贸易试

验区（以下简称“天津自贸区”）于2015年4月21日正式挂牌成立，自贸试验区的实施范围119.90平方公里，涵盖三个片区：天津港片区30平方公里（含东疆保税港区10平方公里），天津机场片区43.10平方公里（含天津港保税区空港部分1平方公里和滨海新区综合保税区1.96平方公里），滨海新区中心商务片区46.80平方公里（含天津港保税区海港部分和保税物流园区4平方公里）。天津自贸区将重点在加快政府职能转变、扩大投资领域开放、推动贸易转型升级，深化金融开放创新、推动实施京津冀协同发展战略等5个方面进行探索。

2015年天津市天津综合经济实力显著增强，全年实现地区生产总值16,538.19亿元，按可比价格计算，比上年增长9.3%。其中，第一产业增加值210.51亿元，增长2.5%；第二产业增加值7,723.60亿元，增长9.2%，其中，工业增加值6,981.27亿元，增长9.2%；第三产业增加值8,604.08亿元，增长9.6%，占全市生产总值的52.0%，首次超过第二产业，形成“三二一”产业结构。三次产业结构为1.3:46.7:52.0。

2015年天津市投资总量保持快速增长，实体经济成为全市投资的主要领域。2015年，全社会固定资产投资13,065.86亿元，增长12.1%。在城镇投资中，第一产业投资94.91亿元，增长25.7%；第二产业投资5,093.47亿元，增长5.1%；第三产业投资7,163.85亿元，增长18.1%，比重达到58.0%，比上年提高2.8个百分点。实体投资7,846.45亿元，增长10.6%，占城镇投资的63.5%；其中，战略性新兴产业投资365.25亿元，增长15.3%，主要投向新能源、新材料、新一代信息技术、高端装备制造等领域。公共产品和服务投入力度加大，基础设施投资2,634.23亿元，增长20.0%，占城镇投资的21.3%，比上年提高1.3个百分点。总体看，天津市经济快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强，2015年，天津市全年一般公共预算收入2,666.99亿元，增长11.6%。其中，税收收入1,577.94亿元，增长6.1%，占一般公共预算收入的59.2%。从税源看，服务业税收1,039.28亿元，占全市税收的65.9%。从税种看，增值税252.02亿元，下降0.3%；营业税501.41亿元，增长4.8%；企业所得税259.89亿元，增长10.7%。

总体看，随着《京津冀协同发展规划纲要》的出台以及天津自贸区的成立，天津市经济保持快速发展，财政收入继续增长，城市投资规模较大，为公司的发展提供了良好的外部环境。

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、监事会，以及总经理，并设有项目管理部、财务部、战略规划部、资产管理部、审计部、党群部、综合办、人力资源部等8个部门。公司董事会由3名董事组成，设董事长1人。董事长及董事均由出资机构按照董事会的任期委派或更换，任期3年。公司监事会由5人组成，其中包括股东代表三人和职工代表2人，监事会设监事会主席一人，监事4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、信息管理、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，成立了各种专业委员会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。

为加强投资项目的前期研究及项目的审批管理，公司制定了《投资管理制度》。在对重大对外投资项目进行决策之前应对拟投资项目进行可行性研究。公司总经理办公会需充分讨论项目的可行性研究报告，并报公司董事会审议批准。经公司董事会审议通过的对外投资项目必须获得上级主管部门的授权批准。对股权性投资，财务部应负责其日常经营活动的资料收集，并根据其生产经营活动的变化，做好资料更新的工作；对公司为第一大股东尤其是公司控股比例达到50%以上的对外投资企业，以及公司有直接控制权的企业，财务部应在每月收集其财务报告等经营资料。

为规范公司与所属控股子公司往来款业务，完善公司内部运作机制，制定了《子公司往来管理制度》。子公司如需向公司申请借款时，应提供正式的书面请示，请示的内容应明确借款主体、借款用途、借款理由、借款金额、借款期限、借款资金使用计划、还款来源等基本内容。上级公司根据子公司提交的书面请示及相关数据，由承办部门组织进行必要的调查论证，对子公司的借款要求进行商议与审核，将审核结果上报管理层，管理层依据审核结果做出批复。为满足公司对于资金统筹管理的需要，无论有无借款发生，子公司均应于每月10日前向公司财务部提供正式盖章及由主管领导签字确认的上月财务报表、上月资金使用情况明细表、当月资金使用计划及明细表、合同付款情况明细表、新签合同、协议明细表、项目进度情况以及公司需要提供的其他数据。

公司制定了《担保业务管理制度》，规定对外担保业务由天津城投统一管理，未经天津城投批准，公司及所属企业不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为其提供担保。所属企业发生担保业务应逐级报公司，由公司报集团审批。担保业务必须通过公司总经理办公会议及董事会进行审批。公司担保业务管理实行多层审核制度，所涉及的相关部门包括：财务部为天津城投担保业务的初审及日常管理；资产管理部负责就担保业务的合规性进行审查，并出具意见；综合办公室负责根据相关规定组织履行总经理办公会议及董事会的审批程序，并形成相关决议。

总体看，公司按照《公司法》和《公司章程》建立了完整的法人治理结构和系统的经营管理制度且运作规范，能够满足公司日常经营的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司充分发挥政府投资主体和市场经营主体作用，以投融资为主体功能，主营业务围绕加快产业资本与金融资本有机融合，形成了法人独资与产权多元化结构并存、市政公用传统主业与房地产业等多业并举的经营格局。目前，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。

2013~2015年，公司合并口径分别实现主营业务收入20.38亿元、22.10亿元和22.71亿元，年均复合增长率为5.55%，呈稳步增长态势，占营业收入总额的比例分别为92.68%、92.77%和92.06%，公司主营业务突出。公司各板块中水务板块对主营业务收入贡献最大，近三年分别实现主营业务收入14.60亿元、15.27亿元和15.88亿元，也呈稳步增长趋势，占主营业务收入的占比分别为71.64%、69.10%和69.93%，占比小幅下降。公司近三年市政基础设施配套板块的业务收入分别为4.08亿元、5.05亿元和5.18亿元，收入规模逐年增长，占主营业务收入的占比分别为20.01%、22.86%和22.80%，占比小幅提高，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。

毛利率方面，2013~2015年，公司主营业务毛利率分别为37.33%、35.94%和36.75%，毛利率呈小幅波动下降态势，但均保持较高水平。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，主要系道路通行费业务毛利率（三年均为89.38%）较高所致；公司天津文化中心商业配套体项目的业务毛利率有所波动，主要系项目开业初期收入未完全体现，收入、成本的增长率呈波动态势所致，随着开业时间的增加，业务运营趋于平稳，毛利率将维持在较好水平，2015年该项目毛利率已达32.20%。

表 2 2013 年~2015 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

板块	项目	2013 年			2014 年			2015 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	12.59	61.76	39.72	13.01	58.86	43.91	13.39	58.96	38.23
	自来水及中水	2.01	9.88	28.66	2.26	10.24	20.77	2.49	10.97	31.10
	小计	14.60	71.64	38.20	15.27	69.10	40.48	15.88	69.93	37.11
市政基础设施配套板块	道路通行费	0.67	3.29	89.38	0.67	3.03	89.38	0.67	2.95	89.38
	天津文化中心商业配套体项目	3.41	16.72	21.94	4.38	19.83	15.59	4.51	19.85	32.20
	小计	4.08	20.01	33.02	5.05	22.86	25.38	5.18	22.80	39.60
房地产板块	房地产销售	0.87	4.29	59.18	1.05	4.76	38.45	0.82	3.61	42.70
	小计	0.87	4.29	59.18	1.05	4.76	38.45	0.82	3.61	42.70
其他板块	咨询服务	0.28	1.36	84.56	0.29	1.31	92.76	0.22	0.97	89.38
	其他业务	0.55	2.70	-12.19	0.43	1.96	-44.96	0.61	2.69	-24.02
	小计	0.83	4.06	20.17	0.72	3.27	10.24	0.83	3.65	5.98
合计		20.38	100.00	37.33	22.10	100.00	35.94	22.71	100.00	36.75

资料来源：公司提供

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主营业务收入略有不同。

总体看，公司近年核心业务水务板块运营稳定，盈利水平较高；天津文化中心商业配套体项目收入较为稳定，但毛利率存在一定波动。

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，始终保持行业领先地位。

2013~2015 年，公司水务板块分别实现收入 14.60 亿元、15.27 亿元和 15.88 亿元，同期毛利率分别为 38.20%、40.48%及 37.11%。

污水处理业务

截至 2015 年底，公司共拥有污水处理厂 22 个，污水处理规模合计为 308 万立方米/日（不含

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。

托管运营项目)。其中,天津本埠(市区)拥有污水处理厂6个,污水处理规模为153.50万立方米/日;外埠16个,污水处理规模为154.50万立方米/日。2013~2015年,公司分别处理污水(包括委托运营)109,011万立方米、117,458万立方米和128,005万立方米,年均复合增长8.36%,主要系部分水厂规模、处理量增长所致。

表3 截至2015年底公司污水处理厂情况(单位:万立方米/日、年)

污水厂名称	地区	处理能力	特许经营期
东郊污水厂	天津	40.00	30
津沽污水厂		55.00	
咸阳路污水厂		45.00	
北仓污水厂		10.00	
静海天宇科技园区污水处理厂	天津静海	1.50	25
宁河现代产业区污水厂	天津宁河	2.00	30
贵阳小河污水厂	贵州	8.00	25
赤壁污水厂	湖北	4.00	25
曲靖两江口污水厂	云南	8.00	30
曲靖西城污水厂	云南	3.00	30
阜阳第一污水厂	安徽	10.00	30
宝应仙荷污水厂	江苏	5.00	26
洪湖污水厂	湖北	7.00	30
杭州七格污水厂	浙江	60.00	25
文登污水厂	山东	8.00	30
西安邓家村及北石桥污水处理厂	陕西	27.00	25
安国污水厂	河北	3.00	30
咸宁永安污水厂	湖北	6.00	30
阜阳市颍东污水厂	安徽	3.00	30
阜阳市含山污水厂	安徽	2.00	25
文登葛家镇污水厂	山东	0.50	25
合计	--	308.00	--

资料来源:公司提供

注:西安邓家村及北石桥污水处理厂实际为两家污水处理厂,考虑到由同一家子公司负责运营,在表中列为同一项。

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40万吨/日、55万吨/日、45万吨/日和10万吨/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,与原单价相比分别下降8.29%和8.81%。但同时根据协议约定,每两年对单价进行一次调整,调整幅度主要依据《天津市统计年鉴》等公开统计数据,就目前状况而言,与四座污水厂成本费用对应的相关统计指数呈上升趋势,预计经过2016年和2018年单价调整后,污水处理服务单价有望高于特许经营前的单价。

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。

2013~2015 年，公司污水处理分别实现收入 12.59 亿元、13.01 亿元和 13.39 亿元，逐年小幅增长；该板块毛利率分别为 39.72%、43.91% 和 38.23%，波动中小幅下降，主要系污水处理业务受增值税新规影响所致。

总体看，四座 30 年期的污水处理厂特许经营权确保了公司在天津市中心城区污水处理业务的稳定性，且将成为公司未来稳定的收入来源。同时联合评级关注到，2014 年和 2015 年的服务单价下调短期内将对公司收入产生一定影响，且未来上调幅度尚存在一定不确定性。

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，主要由控股公司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，中水公司共有纪庄子、咸阳路、东郊以及北辰 4 家再生水厂，水源来自纪庄子等污水处理厂，生产能力合计 19 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，暂时不能完全覆盖成本。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。2013~2015 年，创业环保再生水售水量分别为 1,871.30 万立方米、2,041 万立方米和 1,846 万立方米，波动中小幅下降，主要系东郊、咸阳路再生水厂的主要用户热电厂用水量下降较大所致。

表 4 截至 2015 年底公司再生水厂情况（单位：万立方米/日）

项目名称	地区	生产能力	生产用水
纪庄子再生水厂	天津	7	3.54
咸阳路再生水厂	天津	5	1.89
东郊再生水厂	天津	5	0.92
北辰再生水厂	天津	2	0.00
合计	--	19	6.35

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。2015 年，公司中水管道接驳实现收入 1.39 亿元，同比增长 27.38%，主要系管网接驳业务结算量增加所致。

联合评级关注到，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。

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等，其上游客户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 2015 年底，公司自来水净水生产能力为 20 万吨/日。2013~2015 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 3,694.95 万立方米、3,818.00 万立方米和 3,925 万立方米，售水量逐年增长；自来水业务实现收入分别为 0.36 亿元、0.62 亿元和 0.64 亿元，其中，2014 年实现收入增长显著高于售水量增长，主要系曲靖创业水务公司自来水售水价格中增加源水费所致。

表 5 截至 2015 年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
曲靖第一自来水厂	云南	8	10.80	30
曲靖第一自来水厂	云南	6		
曲靖第一自来水厂	云南	6		
合计	--	20	10.80	--

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，公司水务板块对营业收入贡献最大，其中污水处理业务毛利率保持高位，自来水及中水业务规模趋于稳定，且创业环保作为行业领先企业，未来发展前景良好。

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。2013~2015 年，公司市政基础设施配套板块收入分别为 4.08 亿元、5.05 亿元和 5.18 亿元，逐年增长，主要是天津文化中心商业配套体项目收入的增长。

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。2013~2015 年，公司实现道路通行费收入均为 0.67 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天津乐城置业有限公司

司（以下简称“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。

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，15.65 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。2013~2015 年，该项目实现收入分别为 3.41 亿元、4.38 亿元以及 4.51 亿元，签约面积分别为 14.96 万平方米、14.92 万平方米以及 14.81 万平方米，店铺出租的签约率分别约为 95.37%、95.34%以及 94.83%。2015 年，天津银河国际购物中心运营顺利，实现租赁收入、物业管理服务收入、商品销售收入及广告收入等各项收入合计 4.51 亿元，较上年有所增长，毛利率为 32.20%，同比提高 16.61 个百分点，主要系固定资产改造成本、物业运营成本、商场管理成本等较上年减少所致。

总体看，银河国际购物中心整体运营情况将持续向好，可为公司产生可观稳定的现金流。

4. 房地产板块

公司目前开发的房地产项目主要为海南万宁山泉海住宅小区项目，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。

山泉海住宅小区项目位于海南万宁市万城镇城北新区内，万宁市位于海南东线高速 139 公里的大茂出口处，是东部经济和交通的枢纽；山泉海住宅小区项目占地 10.16 万平方米，总建筑面积近 19.75 万平方米，由 23 栋 9~18 层小高层、高层住宅以及近 2,000 平米的会馆组成。

表6 截至2015年底公司房地产项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	项目类别	所在地	建设期	总投资额	已投资额
山泉海	住宅	海南省万宁市	7年	9.26	7.95

资料来源：公司提供

目前公司一、二、三期项目四证已齐全，并取得了[2013]万房预字（延 31）号、[2013]万房预字（延 20）号预售许可证、[2013]万房预字（66）号预售许可证、[2014]万房预字（34）号。截至 2015 年底，山泉海住宅小区项目累计完成工程投资额 7.95 亿元。项目一期开工面积 6.57 万平方米，占总建筑面积的 32.94%，二期开工面积 6.39 万平方米，占总建筑面积的 32.05%；三期开工面积 6.98 万平方米，占总建筑面积的 35.01%。截至 2015 年底，项目已销售面积累计达 12.34 万平方米。

公司将项目分成三期滚动开发，可实现资金的及时回流。2013~2015 年，山泉海住宅小区项目实现收入分别为 0.87 亿元、1.05 亿元和 0.82 亿元；毛利率分别为 59.18%、38.45%和 42.70%。

公司子公司万宁凯德在海南省万宁市兴隆旅游区拍得 1 宗土地，占地总面积 43.50 万平方米，计划投资 42.21 亿元。目前土地款已缴清，土地证已办理完成。2015 年末开工建设。除上述项目

外无其他土地储备情况。

总体看，公司房地产业务收入在主营业务收入中占比偏小，呈小幅波动下降态势；未来在建项目投资额保持一定水平，未来该方面的筹资压力不大。

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。2013~2015 年，公司其他业务板块收入分别为 0.83 亿元、0.72 亿元和 0.83 亿元，毛利率分别为 20.17%、10.24%和 5.98%。

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，公司其他主营业务收入呈波动增长趋势，由于其为主要板块的补充，在总体收入中占比不高，对主营业务收入影响不大。

6. 经营效率

2013~2015 年，公司资产总额和所有者权益年均复合增长率分别为-1.92%和 3.79%；营业收入年均复合增长率为 5.90%，收入规模呈逐年增长态势。

2013~2015 年，公司应收账款周转率分别为 1.19 次、1.02 次和 1.29 次，波动中有所上升，主要系公司 2015 年加大账款回收力度所致；存货周转率分别为 1.53 次、1.58 次和 1.45 次，呈波动小幅下降态势；公司总资产周转率较为平稳，分别为 0.09 次、0.10 次和 0.10 次，整体呈较低水平。

总体看，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率较低，考虑到公司主营业务所涉行业经营周期较长，整体经营效率尚可。

7. 其他事项

根据天津市整体规划，为了加快天津市生态城市建设，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（以下简称“海河公司”）以土地整理储备补偿款的方式拨付。海河公司为公司股东天津城投的全资子公司，为公司的关联方。截至 2015 年底，公司已获得 16 亿元，作为递延收益进行核算。

就纪庄子污水处理厂和再生水厂迁建，天津市建交委及海河公司分别与创业环保及其中水板块子公司签署《纪庄子污水处理厂迁建协议》、《纪庄子再生水厂迁建协议》（以下总称“迁建协议”）及《纪庄子污水处理厂土地整理储备项目补偿合同》及《纪庄子再生水厂土地整理储备项目补偿合同》（以下总称“补偿协议”），约定各方责任和义务。根据迁建协议及补偿协议，纪庄子污水处理厂和再生水厂迁建补偿原则为“项目换项目”，即以天津市津南污水处理厂及再生水厂置换纪庄子污水处理厂和纪庄子再生水厂。津南污水处理厂及再生水厂建设过程中，由公司继续运营纪庄子污水处理厂及再生水厂，待津南区污水处理厂及再生水厂建设完成可以投入正式商业运营后，再对现有纪庄子污水处理厂及再生水厂进行拆除和清理。

纪庄子污水处理厂及再生水厂的迁建补偿分别为天津市政府主管部门批复的迁建污水处理厂和迁建再生水厂初步设计工程概算总投资 20.66 亿元和 2.60 亿元，由公司和中水公司建设迁建污水处理厂和再生水厂，并按照初步设计批复的建设规模、内容和标准，包干使用。污水处理厂、再生水厂工程实际建设总成本约 16 亿元，已经在 2014 年内达到通水运营条件，截至 2015 年底，津南污水处理厂工程和津南再生水厂均已全部完工，累计投资分为 13.79 亿元和 2.02 亿元。

另外，公司于 2013 年 7 月设立天津汇展城置业发展有限公司（以下简称“汇展城”），主要为天津国家会展中心项目提供配套建设及资金平衡支持。由于项目平衡方案调整，原项目计划改变，经汇展城申请并经天津城投批复，汇展城于 2014 年 8 月 31 日停止经营。2015 年 8 月，汇展城已完成工商注销登记。

8. 经营关注

（1）公司主要从事市政基础设施和公用事业的投资、建设、运营和管理等业务，如果未来经济增长放缓或甚至出现衰退，地方政府可能改变有关基础设施建设和公用事业规划，从而对公司盈利能力产生不利影响。

（2）目前公司收入主要来源于下属上市公司创业环保，但创业环保经营、管理相对独立；且若创业环保未来经营状况出现下滑，将对公司整体盈利能力产生不利影响。

（3）房地产市场波动可能对公司产生不确定性影响。此外，近年来由于我国经济周期以及国家宏观政策的影响出现钢铁、水泥等建筑材料价格近年来经历了大幅波动。在项目建设和运营期间如出现原材料和能源价格以及劳动力成本上涨，可能导致项目总成本上升，从而对公司的盈利水平产生不利影响。

（4）2015 年 7 月污水处理业务及再生水行业实施新增值税政策，可能对公司盈利状况产生一定的不利影响。

9. 未来发展

公司坚持以“服务天津、市场化运作”为原则，以项目为载体，合理布局各项产业。在天津城投合理有序进行城市资源利用开发，推动“以项目为载体、以子公司为核心”的战略，创新经营模式，实现投资项目的投入产出综合平衡，做好城市基础设施综合运营服务思路的指引下，努力向以水务和其他市政基础设施配套建设及相关产业为主营业务的经营性市场化运作平台发展。

根据创业环保 2016 经营计划，2016 年创业环保公司预计资本性支出 8.55 亿元，主要项目包括子公司污水处理厂升级改造工程、新增水务项目及新中标能源站建设工程等。

总体看，公司未来投资重心集中在房地产开发项目，投资规模较大，公司存在一定对外融资需求；同时房地产市场存在波动，未来可能对项目销售情况造成不确定性影响。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年财务报告，均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审计意见的审计报告。三年报表均按照财政部颁布的企业会计准则及其他相关规定进行确认和计量。

合并范围方面，2013 年公司新增合并范围子公司天津汇展城置业发展有限公司 1 家；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 2015 年底，公司合并报表范围内子公司 6 家，其中二级子公司 5 家，三级子公司 1 家。总体看，公司合并范围的变化对合并报表可比性的影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 238.74 亿元，负债合计 154.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益 24.04 亿元）为 84.10 亿元；2015 年，公司实现营业收入 24.66 亿元，净利润（含少数股东损益 1.78 亿元）3.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.79 亿元，现金及现金等价物净

增加额 2.08 亿元。

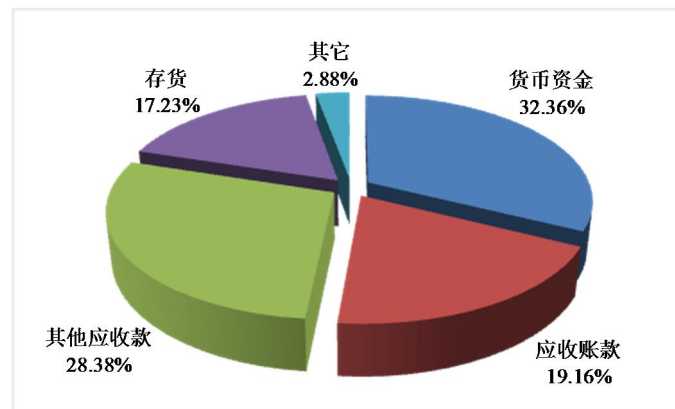
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模别为 248.17 亿元、251.29 亿元和 238.74 亿元，呈现波动下降趋势，年均复合增长率为-1.92%。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产合计占比 27.56%，非流动资产合计占比 72.44%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产别为 77.09 亿元、75.02 亿元和 65.79 亿元，呈逐年减少趋势，年均复合增长率为-7.62%。截至 2015 年底，公司流动资产较上年末下降 12.30%，主要系应收账款减少所致。流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，分别占流动资产的 32.36%、19.16%、28.38%和 17.23%。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013 年~2015 年，公司货币资金别为 28.75 亿元、19.05 亿元和 21.29 亿元，呈现波动下降态势，年均复合下降 13.95%。截至 2015 年底，公司货币资金以银行存款（占比 98.99%）为主，货币资金中使用受限部分为其他货币资金 0.21 亿元，系一年内到期的项目保证金。

2013 年~2015 年，公司应收账款波动减少，年均复合下降 22.52%。截至 2014 年底，公司应收账款净额 25.78 亿元，较年初增长 22.80%，主要系新增天津市水务局污水处理服务费 4.37 亿元所致。截至 2015 年底，公司应收账款净额 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。公司应收账款按个别认定法计提坏账准备合计 949.90 万元。由于欠款单位主要为市政单位，发生坏账风险较低。

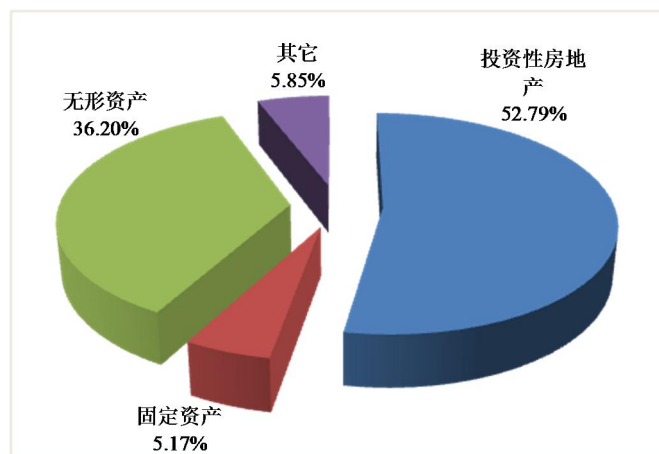
2013~2015 年，公司其他应收款呈逐年增长态势，年均复合增长 5.42%。截至 2015 年底，公司其他应收款 18.67 亿元，较上年末增长 1.70%，变化较小。其他应收款欠款单位前 5 名合计金额占总额比例为 95.96%，集中度很高；其中与天津海德宏业有限公司（公司控股公司）的往来款（账龄以 3~4 年为主）占其他应收款的 79.63%，主要系与天津海德宏业有限公司共同进行天津市中心城区“小白楼联合广场”项目开发的资金投入。公司其他应收款大额欠款单位主要为关联公司，且主要用于合作项目开发，到期不能收回风险较低，但对公司流动性造成一定影响。

2013~2015 年，公司存货呈逐年平稳增长态势，年均复合增长 11.48%，主要系位于海南省万宁市的石梅半岛项目开发成本增加所致。截至 2015 年底，公司未对存货计提跌价准备，存货构成以开发成本（占比 94.19%）为主。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模波动增加，三年别为 171.08 亿元、176.27 亿元和 172.95 亿元，年均复合增长 0.55%。截至 2015 年底，公司非流动资产较上年末减少 1.88%，主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成，分别占非流动资产的 52.79%、5.17%和 36.20%。

图 3 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司投资性房地产逐年平稳增长，年均复合增长率为 5.69%，增长的主要原因是天津市文化中心商业配套体项目评估增值所致。截至 2015 年底，公司投资性房地产 91.29 亿元，累计实现公允价值变动 14.03 亿元。

表 7 截至 2015 年底公司投资性房地产明细表（单位：万元，%）

项目名称	金额	占比
文化中心商业配套	871,786.26	95.49
市政投资本部房产	31,016.31	3.40
创业环保大厦	7,898.62	0.87
中水公司房产	2,227.69	0.24
合计	912,928.88	100.00

资料来源：公司提供

2013 年~2015 年，公司固定资产净额分别为 35.43 亿元、9.37 亿元和 8.94 亿元，年均复合下降 49.77%。截至 2014 年底，公司固定资产较上年末减少 73.55%，主要原因为：公司所属东郊、纪庄子、咸阳路以及北仓四家污水处理厂经天津市政府授权，由子公司创业环保运行、维护及管理上述四座污水处理厂，并获得天津市水务局、天津市建设交通管理委员会联合授予的特许经营权；公司将上述四家污水处理厂的特许经营权计入无形资产科目。截至 2015 年底，公司固定资产较上年末小幅减少 4.60%，变化不大；公司固定资产成新率为 71.75%，成新率尚可。

2013~2015 年，公司无形资产分别为 30.75 亿元、63.22 亿元和 62.61 亿元，年均复合增长率为 42.69%。截至 2014 年底，公司无形资产较上年末大幅增长 105.60%，主要污水处理特许经营权由固定资产转入所致。2015 年底，公司无形资产较上年末微幅减少 0.97%，其构成以特许经营权（占比 99.60%）为主，无形资产累计摊销 11.68 亿元，公司对特许经营权计提减值准备 0.35 亿元。

2013~2015 年，公司长期股权投资分别为 8.16 亿元、11.88 亿元和 6.30 亿元，波动中有所减

少，年均复合减少 12.10%。截至 2015 年底，公司长期股权投资较上年末大幅减少 46.93%，主要系处置天津汇展城置业发展有限公司股权所致。

总体看，公司资产规模基本保持稳定，资产构成以非流动资产为主；流动资产以货币资金、应收款项为主，应收款项坏账风险较低；公司应收款项在流动资产中占比较大，对公司流动性造成一定影响；非流动资产以投资性房地产为主，易受市场波动因素影响。综合来看，公司整体资产质量尚可。

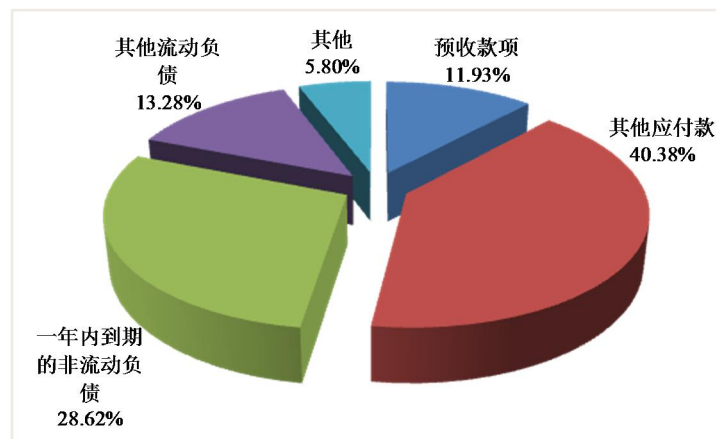
3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，公司负债规模呈逐年下降态势，年均复合减少 4.65%。截至 2015 年底，公司负债合计 154.65 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 48.88%和 51.12%，负债结构以非流动负债为主。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债分别为 71.06 亿元、72.15 亿元和 75.60 亿元，年均复合增长 3.14%。截至 2015 年底，公司流动负债较上年末小幅增加 4.77%，主要由预收款项（占比 11.93%）、其他应付款（占比 40.38%）、一年内到期的非流动负债（占比 28.62%）和其他流动负债（占比 13.28%）构成。

图 4 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司预收款项逐年平稳增长，年均复合增长 11.42%。截至 2015 年底，公司预收款项 9.02 亿元，较上年末增长 10.29%，主要系预收中水管道接驳费增加 1.88 亿元所致；其构成以中水管道接驳费（占比 95.22%）为主。

2013~2015 年，公司其他应付款分别为 35.42 亿元、40.25 亿元和 30.52 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 7.17%。公司 2014 年底其他应付款较上年末增长 13.64%，主要系年末汇展城公司不再纳入公司合并范围内，与其往来款项等不再进行内部抵消所致。截至 2015 年底，公司其他应付款较上年末减少 24.17%，主要系借款及利息和往来款项减少所致。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 12.25 亿元、16.30 亿元和 21.64 亿元，年均复合增长 32.90%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 21.64 亿元，其中一年内到期的长期借款占比 26.22%，一年内到期的长期应付款占比 4.54%，一年内到期的应付债券占比 69.24%。

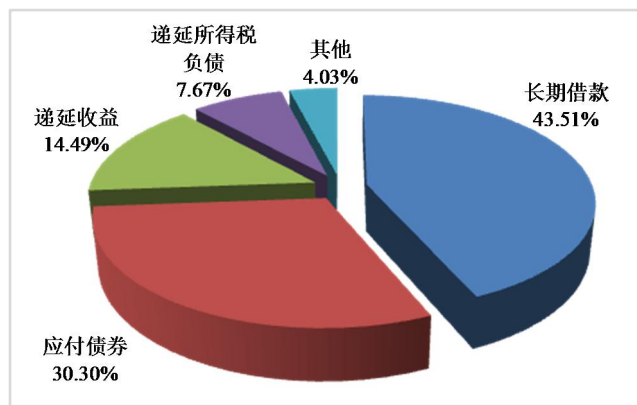
2013~2015 年，公司其他流动负债分别为 4.03 亿元、4.04 亿元和 10.04 亿元。截至 2015 年底，

公司其他流动负债以短期融资券 10 亿元为主。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债分别为 99.04 亿元、97.84 亿元和 79.05 亿元，呈逐年减少态势，年均复合减少 10.66%，主要系长期债务临近到期转入流动负债所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 43.51%）、应付债券（占比 30.30%）、递延收益（占比 14.49%）和递延所得税负债（占比 7.67%）构成。

图 5 截至 2015 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期借款规模逐年下降，年均复合减少 19.21%。截至 2015 年末，公司长期借款为 34.39 亿元，由抵押借款（占比 78.51%）、保证借款（占比 20.04%）和质押借款（占比 1.45%）构成。

2013~2015 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 4.70%。截至 2015 年底，公司应付债券 23.95 亿元，较上年末减少 29.33%，主要由于将 2016 年到期的中期票据转入一年内到期的非流动负债。

截至 2015 年底，公司长期应付款 2.70 亿元，系天津市排水公司资产转让款扣除一年内到期部分余额。

截至 2015 年底，公司递延收益 11.46 亿元，主要系子公司创业环保的津沽污水处理厂和再生水厂建设完成投入正式运营，创业环保对现有纪庄子污水处理厂和再生水厂进行了拆除和清理，以递延收益冲减纪庄子污水厂和再生水厂的迁建损失所致。

截至 2014 年底，公司其他非流动负债 0.54 亿元，较上年末下降 96.96%，主要系纪庄子污水厂和再生水厂迁建的土地整理储备补偿款已结清所致。截至 2015 年底，公司其他非流动负债 0.49 亿元，较上年末下降 9.47%。

2013~2015 年，公司加大债务偿还力度，全部债务逐年减少，年均复合减少 5.89%。截至 2015 年底，公司全部债务合计 91.48 亿元，较年初下降 8.65%，其中短期债务占 36.22%，长期债务占 63.78%，长期债务占比较高。截至 2015 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 64.78%、52.10%和 40.96%，较年初分别下降 2.87 个百分点、3.09 个百分点和 8.11 个百分点。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益平稳增长，年均复合增长 3.79%。增长的主要原因为未分配利润规模的扩大；公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益合计 60.06 亿元，占比为 71.42%；

归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 30.30%，资本公积占比 47.68%，其他综合收益占比 0.12%，盈余公积占比 4.63%，未分配利润占比 17.26%，所有者权益结构稳定性良好。

总体看，公司负债中刚性债务占比较高，受债务偿还力度加大的影响，债务负担有所下降；全部债务中长期债务占比较高，债务结构比较合理；所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性良好。

4. 盈利能力

公司营业收入主要包括城市污水处理收入、自来水和中水收入、租赁收入和房地产销售收入。2013~2015 年，公司营业收入逐年增长，三年分别为 21.99 亿元、23.82 亿元和 24.66 亿元，年均复合增长 5.90%，主要系创业环保收入的增加及天津市文化中心商业配套体项目开业带来的租金收入的增加所致；三年营业成本分别为 13.65 亿元、15.23 亿元和 15.59 亿元，年均复合增长 6.88%，增幅略高于营业收入增长。近三年，公司实现净利润分别为 1.79 亿元、3.17 亿元和 3.42 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 0.36 亿元、1.54 亿元和 1.63 亿元。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司的期间费用逐年小幅减少，年均复合减少 1.95%。2015 年，公司期间费用总额 8.02 亿元，销售费用、管理费用和财务费用的占比分别为 1.41%、22.25% 和 76.34%，较 2013 年和 2014 年占比情况变化较小；财务费用占比较高，与公司债务规模较大以及公司利息近两年未资本化有关。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 37.93%、34.48% 和 32.51%，整体处于较高水平，公司费用控制能力有待提高。

近三年，公司资产减值损失和投资收益规模较小，投资收益在 2014 年短暂升高，主要原因为减持部分创业环保股票所获利得；公司公允价值变动收益规模较大，三年分别为 4.61 亿元、4.61 亿元和 4.61 亿元，主要系投资性房地产公允价值变动所致。2015 年，公司公允价值变动收益占营业利润比重为 90.09%，对公司营业利润贡献很大。

近三年，公司营业外收入和营业外支出大幅波动，主要系 2014 年发生大规模迁建补贴与迁建损失所致。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。2015 年，营业外收入和营业外支出分别为 1.82 亿元和 0.42 亿元，分别以政府补贴和迁建损失为主。

2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.40%、5.20% 和 4.13%，分别较上年下降 0.09 个百分点、上升 0.08 个百分点和上升 0.15 个百分点，分别较 2013 年上升 0.45 个、0.42 个和 1.82 个百分点，公司盈利水平一般。

总体看，公司财务费用较高，对公司实现利润规模产生一定不利影响；公允价值变动对营业利润贡献较大，其稳定性和持续性有待关注；营业外收入对利润总额也有一定规模的贡献；未来商业租赁业务的增长将对公司整体盈利能力起到积极作用。

5. 现金流

2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 19.74 亿元、20.37 亿元和 40.68 亿元，年均复合增长 43.55%，其中，2015 年增长较快主要系公司加大回款力度所致。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 3.19 亿元、6.53 亿元和 9.35 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；支付其他与经营活动有关的现金分别为 4.27 亿元、8.26 亿元和 9.99 亿元，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 5.03 亿元、5.06 亿元和 22.79 亿元，公司加大应收

款项的回收，当期经营性现金净流入规模大幅提升。近三年，公司现金收入比分别为 89.78%、85.50% 和 164.96%，2015 年应收账款的回款进度显著加快，公司的收入实现质量大幅提高。

2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 20.03 亿元、13.12 亿元和 8.47 亿元，年均复合减少 34.98%，其构成以收到其他与投资活动有关的现金为主，主要系收到天津城投的还款；投资活动现金流出分别为 15.56 亿元、11.91 亿元和 12.81 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 4.47 亿元、1.21 亿元和 -4.34 亿元。

从筹资活动看，公司筹资方式主要为借款、发行债券等，近三年，公司偿还债务支付的现金分别为 34.83 亿元、32.52 亿元和 59.78 亿元，年均复合增长 31.02%。近三年，公司支付其他与筹资活动有关的现金规模很小；收到其他与筹资活动有关的现金分别为 26.30 亿元、16.00 亿元和 15.00 亿元，系发行债券收到的现金。2013~2015 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 -6.83 亿元、-10.49 亿元和 -16.37 亿元，均呈净流出状态，净流出规模扩大主要系债务偿还规模增长所致。

近三年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 2.67 亿元、-9.68 亿元和 2.08 亿元，现金及现金等价物有所减少。

总体看，公司经营性回款进度加快，收入实现质量提高，近三年经营活动现金流量基本满足投资活动需求，同时债务偿还规模增大，现金及现金等价物有所减少。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率分别为 1.08 倍、1.04 倍和 0.87 倍；速动比率分别为 0.96 倍、0.90 倍和 0.72 倍，均呈现逐年下降态势，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 1.06 倍、0.87 倍和 0.64 倍，现金对短期债务的保障程度有待提高。2015 年公司经营性净现金流量净额 22.79 亿元，经营现金流动负债比为 30.14%，同比大幅提升，对流动负债的保障程度较好；但考虑到公司 2015 年底短期债务继续保持较大规模，公司短期偿债压力较大，有一定的对外融资和债务置换需求。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司 2013~2015 年的 EBITDA 分别为 14.94 亿元、16.20 亿元和 15.99 亿元，利息支出占比偏重，近三年占比分别为 47.18%、41.94% 和 38.88%；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.98 倍、2.38 倍和 2.35 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.16 倍和 0.17 倍，2015 年 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比均有所提升。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司对外无担保。

截至 2015 年底，公司合计取得各银行综合授信额度 57.70 亿元，其中尚未使用的银行授信额度有 23.65 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。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2016 年 5 月 18 日，公司无已结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体上看，公司债务规模较大，考虑到天津文化中心商业项目地理位置优越，交通便捷程度提升，伴随项目招商不断推进，未来发展空间较大，形成的稳定收入来源将有望增强公司长期偿债能力。公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司长期债务、全部债务分别为 58.34 亿元和 91.48 亿元，本次拟发行债券规模为 20 亿元（含 20 亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司现有债务有所影响。

以 2015 年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率⁴分别为 40.96%、52.10%和 65.78%，债务负担有所增加。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 15.99 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 0.80 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力较高；未来随着公司整体的盈利模式的不断完善，公司盈利能力和 EBITDA 值有望提高，对本次公司债券的保障能力有望增强。2015 年，公司经营活动产生的现金流入 50.48 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 2.52 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在区域内行业地位优势明显、政府及股东对公司的支持持续有力、自身经营性业务板块成熟以及水务板块行业优势突出等多方面的优势，联合评级认为，公司对本次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

天津城投是贯彻国家投资体制改革的要求，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，其中天津市国资委代表天津市政府履行出资人职责。

天津城投成立以后，根据“津党[2004]17 号”、“津国资产权[2004]6 号”文件和“建经[2004]1285 号”文件，天津市海河建设发展投资有限公司、天津市城市道路管网配套建设投资公司、天津市地下铁道总公司于 2004 年下半年陆续划归天津城投经营管理；根据“津国资产权[2006]98 号”、“建经[2006]325 号”文件，天津市建设投资公司自 2006 年划归天津城投经营管理；根据“津国资产权[2007]120 号”、“建经[2007]1167 号”文件，天津市政投资有限公司和天津市高速公路投资建设发展公司（现更名为天津高速公路集团有限公司）自 2007 年划归天津城投经营管理。截至

⁴本报告中三个发债后指标的计算是假设 13 亿元用于偿还金融机构贷款，7 亿元用于补充流动资金。

2007 年底，天津城投注册资本为 161 亿元，后由资本公积转增资本金，截至 2015 年底，天津城投注册资本金为 677 亿元。

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；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）。

截至 2015 年底，天津城投合并资产总额 6,704.47 亿元，负债合计 4,565.39 亿元，所有者权益（其中归属于母公司的所有者权益 1,947.38 亿元）合计为 2,139.08 亿元。2015 年天津城投合并口径实现营业收入 143.30 亿元，净利润 17.97 亿元（其中归属于母公司的净利润 15.86 亿元），经营活动产生的现金流量净额 49.10 亿元，现金及现金等价物净增加额-43.73 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

近年来，随着天津市政府对海河上游区域基础设施部分建设项目政府回购政策的实行，高速公路、置业等业务经营性资产增加带动，以及轨道交通集团纳入合并报表范围带来的轨道收入增加，天津城投主营业务收入规模持续快速增长。2013~2015 年，天津城投实现主营业务收入分别为 100.08 亿元、122.78 亿元和 139.29 亿元，复合增长 17.97%。

从业务构成情况来看，四大业务板块中的收费公路、水务和海河综合开发三大业务近三年主营业务收入占同期天津城投主营业务收入比重均在 50%以上，上述三项业务是天津城投经营收入的主要来源。2014 年，随着轨道交通集团纳入合并报表范围，天津城投轨道交通收入大幅增加至 6.69 亿元，其中部分来自轨道交通集团划入带来的津滨轻轨运营收入；2015 年，随着完工项目进入销售期，天津城投置业板块收入大幅提升至 25.28 亿元。近三年天津城投其他业务收入增长较快，主要由租赁收入、建安收入、广告、物业及其他国有资产经营收入组成。

从毛利规模上看，天津城投业务板块中收费公路、海河综合开发、水务的毛利总额近三年来分别为 30.68 亿元、22.90 亿元和 25.03 亿元，在总毛利中占比为 78.69%、79.47%和 79.13%，贡献了主要业务利润。从毛利率水平看，2013~2015 年天津城投主营业务毛利率分别为 38.96%、23.48%和 22.71%，呈逐年下降趋势，主要原因是海河综合开发业务毛利率下降幅度较大及毛利率水平较低的轨道交通业务收入规模扩大所致。由于轨道交通属于城市公用事业，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，所以目前处于亏损状态，而政府根据其年度运营情况，提供地铁运营补贴，覆盖当年地铁业务的运营亏损。

表8 2013~2015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	2013 年			2014 年			2015 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、城市路桥	收费公路	28.12	28.10	50.11	27.48	22.38	51.64	28.77	20.65	51.03
二、环境水务		14.11	14.10	36.00	14.08	11.47	36.08	16.27	11.68	41.24
三、轨道交通（地铁运营）		2.60	2.60	-86.54	6.69	5.45	-76.98	6.20	4.45	-115.65

四、城市综合开发	海河综合开发	27.00	26.97	42.63	28.00	22.81	12.96	30.00	21.54	12.13
	土地	0.82	0.82	100.00	0.44	0.36	75.00	0.79	0.57	100.00
	整理									
	置业	12.04	12.03	39.20	16.18	13.17	14.65	25.28	18.15	20.61
五、主营业务中的其他		15.39	15.38	32.62	29.91	24.36	27.98	31.98	22.96	24.30
合计		100.08	100.00	38.96	122.78	100.00	23.48	139.29	100.00	22.71

资料来源：公司提供

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。

总体看，天津城投主营业务收入呈逐年增长态势，受基础设施建设成本增加及毛利率水平较低的轨道交通业务收入快速增长影响，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包括高速公路运营业务，由全资子公司高速公路公司负责。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。

近年来，天津城投路产投资建设速度不断加快，通车里程逐年上升。截至 2015 年底，天津城投全资及控股已转固高速公路总里程合计 400 多公里，已通车的全资、控股及参股高速公路总里程合计近千公里，全部为经营性收费高速公路，其中绝大部分为国高网在天津市内路段。

近年来，高速公路公司控股和参股的主要高速公路路段年车流量整体呈增长趋势，通行费收入稳定增长。2013~2015 年，天津城投高速公路通行费收入分别为 27.45 亿元、26.81 亿元和 28.10 亿元，毛利率分别为 49.14%、50.69%和 50.11%。天津城投高速公路业务板块总体较为稳定。

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补贴。2013~2015 年，高速公路补贴均为 2.00 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，补贴收入具有延续性。

ii) 城市快速路

天津城投快速路目前主要在建项目包括快速路一期工程、快速路二期工程以及天津大道。

快速路一期工程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，总投资额 312 亿元。

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分期回购，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。天津城投目前采用政府回购模式下运营的项目主要有天津大道项目、海河上游基础设施建设项目以及快速路二期项目等。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；海河上游基础设施建设项目中的道路、桥梁等 102 项工程政府回购协议总金额为 195.33 亿元；快速路二期项目政府回购协议总金额合计为 210.63 亿元。

iii) 管网及路网建设

天津城投之全资子公司——天津城市道路管网配套建设投资有限公司(以下简称“管网公司”)成立于 2003 年 6 月,主要负责天津市旧路改造、河道治理、铁路沿线环境治理、开发项目配套、通信管道、中水管道建设、停车楼、公交场站、架空线入地等配套管道及路网项目建设,主要利用天津市政府收取的城市基础设施配套费作为项目投资资金来源及融资资金来源。管网公司主要根据城市发展需要,对道路、管网等基础设施适度超前进行建设,促进土地升值和大配套增收。管网及路网项目的建设实施,使天津市城市交通网路更加完善,改善了人居环境和出行环境,优化了地区开发条件,促进了市区土地大幅度升值,促进城市基础设施配套费连年增收。

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。天津城投管网建设工程总投资 343 亿元,截至 2015 年底,管网建设项目累计完成投资额达到 92%以上。

总体看,天津城投所持路桥资产质量优良,近三年城市路桥业务板块经营稳定,毛利水平较高,该业务将持续为天津城投带来稳定的收入及现金流。

水务板块

天津城投水务板块情况的介绍详见本次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

根据天津市人民政府国有资产监督管理委员会《市国资委关于将所持部分权益划入天津城市基础设施建设投资集团有限公司有关事项的通知》(津国资企改[2014]189 号),天津城投以所持有的天津市地下铁道集团有限公司(以下简称“地铁公司”)100%股权、京津城际铁路有限责任公司 25.25%股权,对天津市铁路集团有限公司(以下简称“铁路集团”)增资;增资工作完成后,天津市地下铁道集团有限公司成为铁路集团全资子公司,京津城际铁路有限责任公司成为铁路集团参股子公司。市国资委将通过股权划转等方式把天津市相关轨道交通国有资产注入铁路集团,并将铁路集团更名为天津轨道交通集团有限公司(以下简称“轨道交通集团”)。市国资委在轨道交通集团注册成立后,将所持有的该公司 121.36 亿元权益无偿划入天津城投。上述工作完成后,天津城投总计持有轨道交通集团 809.85 亿元权益,占轨道交通集团归属母公司所有者权益的 86.34%。天津城投作为第一大股东,将轨道交通集团纳入合并财务报表的合并范围,对天津城投 2014 年及以后财务报表产生影响。

2014 年 8 月,权益划入等事项涉及的国有资产及工商变更手续已经办理完成,此事项为天津城投合并范围相应增加资产和权益,天津城投轨道板块增加津滨轻轨相关路产,带动收入有所增加。津滨轻轨线路全长为 52.25 公里,高架线 39.915 公里,占全线 76.40%,地面线 5.438 公里,占全线 10.40%。

天津城投轨道交通运营板块业务主要由下属子公司轨道集团负责,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。天津城投对天津市 1、2、3、4、5、6、9 号线进行建设,以及在未来规划建设天津市 7、10 号线、Z1 线。目前地铁 1 号线已建成通车,地铁 2 号线、3 号线、9 号线已正式运营,5、6 号线处于在建阶段,规划的 7、10 号线正在办理前期手续。

总体看,通过股权划转,天津城投成为轨道交通集团大股东,轨道交通板块业务进一步夯实,随着轨道交通集团的并入及地铁线路覆盖区域,天津城投轨道交通业务收入快速增长,毛利率水

平也有所提升。

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。2013 年~2015 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 25 亿元、26 亿元和 28 亿元。

配套费收入方面，海河公司为海河综合开发区域 42 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（以下简称“配套办”）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。2013~2015 年，天津城投海河流域综合建设服务收入均为 2.00 亿元。

ii) 土地整理

天津城投从事土地整理业务的下属子公司主要包括：天津市建设投资有限公司、天津市海河建设发展投资有限公司、天津市地下铁道（集团）有限公司、天津市环境建设投资有限公司、天津金融城开发有限公司、天津子牙循环经济产业投资发展有限公司、天津滨海星城投资发展有限公司、天津市津源投资发展有限公司、天津海河金岸投资建设开发有限公司。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。2013~2015 年，天津城投土地整理面积分别为 460 公顷、201 公顷和 55.63 公顷，土地整理管理费收入分别为 0.82 亿元、0.44 亿元和 0.79 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通过实施基础设施建设，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，实施地产开发业务从而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，房地产开发业务中，高速项目所使用土地是高速公路公司通过招拍挂方式取得，地铁项目是地铁公司修建地铁 1 号线过程中有拆迁整理而得来的地块，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方式取得部分扩拆地块的开发权。2013~2015 年，天津城投房地产销售收入为 12.04 亿元、16.18 亿元和 25.28 亿元。

总体看，城市综合开发业务板块属于天津城投重要的业务板块，其中海河综合开发进入回收期，业务收入保持在较大规模；工程成本增长使得该板块毛利率水平有所下降。

(3) 财务状况

天津城投提供的 2013~2015 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，并出具标准无保留意见审计结论。天津城投按照财政部颁布的《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的规定进行确认和计量，在此基础上编制财务报表。

2013 年，天津城投合并报表范围增加了四家；2014 年，天津城投合并报表范围增加了三家，减少了两家；2015 年，天津城投合并范围增加了 2 家，减少了 5 家。轨道交通集团资产规模较大，

2014年起将其纳入合并报表范围对天津城投财务报表有一定影响。

截至2015年底，天津城投合并资产总额6,704.47亿元，负债合计4,565.39亿元，所有者权益（其中归属于母公司的所有者权益1,947.38亿元）合计为2,139.08亿元。2015年天津城投合并口径实现营业收入143.30亿元，净利润17.97亿元（其中归属于母公司的净利润15.86亿元），经营活动产生的现金流量净额49.10亿元，现金及现金等价物净增加额-43.73亿元。

资产质量

2013~2015年，天津城投资产总额持续增长，复合增长11.39%。截至2015年底，天津城投资产总额为6,704.47亿元，主要以非流动资产为主（占67.83%）。

2013~2015年，天津城投流动资产持续增加，复合增长9.30%，主要为应收账款、存货和其他应收款增长所致。截至2015年底，天津城投流动资产为2,156.96亿元，主要以货币资金（占比14.68%）、应收账款（占比7.96%）、其他应收款（占比12.03%）、存货（占比43.26%）和其他流动资产（占比20.14%）为主。

2013~2015年，天津城投货币资金分别为267.93亿元、364.13亿元和316.56亿元，其中2015年底天津城投货币资金主要为银行存款，占比99.85%，银行存款中无使用受限资金。

2013~2015年，天津城投应收账款快速增长，复合增长率19.97%，主要为应收工程款。截至2015年底，天津城投应收账款净额171.73亿元，主要为应收天津市城乡建设委员会基础设施采购款144.39亿元、天津市水务局污水处理费9.53亿元、天津市人民政府城市基础设施配套办公室配套费2.17亿元等，天津城投应收账款集中度较高，但欠款方主要为政府单位，回收风险相对较小。截至2015年底，天津城投累计计提坏账准备0.34亿元。

2013~2015年，天津城投其他应收款逐年增长，复合增长39.19%，主要为与各政府单位、国有企业的往来款。截至2015年底，天津城投其他应收款净额为259.39亿元。从构成来看，主要为应收天津市财政局借款、往来款等36.79亿元，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22.96亿元，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20.98亿元等。其他应收款欠款方主要为政府单位，回收风险较小，截至2015年底，天津城投其他应收款累计计提坏账准备2.27亿元。

2013~2015年，随着土地整理规模扩大和合并范围增加，天津城投存货快速增长，复合增长6.65%。截至2015年底，天津城投存货净额933.17亿元，其中开发成本占97.53%，主要为土地整理形成的土地储备，由于天津城投土地储备规模大、价值高，跌价风险较小，2015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2015年底，天津城投其他流动资产434.50亿元，近三年变化不大，该类款项主要为专项应收天津市财政用于偿还的国开行和工行大额贷款的财政资金，为长期专项应收款。天津市财力较强，天津城投其他流动资产质量高。

2013~2015年，天津城投非流动资产复合增长12.43%，在可供出售金融资产、在建工程、投资性房地产等大幅增长的带动下，天津城投非流动资产保持较快增长速度，截至2015年底已达4,547.52亿元。天津城投非流动资产主要由投资性房地产（占4.23%）、固定资产（占14.63%）和在建工程（占73.13%）等构成。

2013~2015年，天津城投投资性房地产复合增长14.59%，主要系合并范围变动所致。截至2015年底，天津城投投资性房地产192.32亿元，较上年底小幅增长1.05%。

2013~2015年，天津城投固定资产基本保持稳定，年均复合减少3.66%。截至2015年底，天津城投固定资产净额665.49亿元，较上年底小幅减少5.54%。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 77.30%、7.32% 和 14.35%。天津城投非经营性路桥资产不计提折旧，截至 2015 年底，天津城投固定资产成新率 87.91%，成新率较高，天津城投对机器设备和其他计提减值准备 0.20 亿元。

天津城投在建工程主要为道路桥梁改造和建设、地铁工程、高速公路建设工程等，2013~2015 年，随着各类基建项目投入规模的扩大，天津城投在建工程总量快速增长，年均复合增长 14.58%。截至 2015 年底，天津城投在建工程 3,325.39 亿元，较上年底增长 4.04%，

总体来看，天津城投资产规模平稳增长，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。

负债与所有者权益

2013~2015 年，天津城投负债总额持续增长，年均复合增长 10.00%。截至 2015 年底，天津城投负债总额 4,565.39 亿元，其中流动负债占 13.58%，非流动负债占 86.42%，以长期负债为主的负债结构与天津城投非流动资产为主的资产构成较为匹配。截至 2015 年底，天津城投流动负债以一年内到期的长期负债（占 48.33%）为主，短期借款（占 7.28%）、应付账款（占 8.42%）、预收款项（占 10.09%）、其他应付款（占 7.42%）和其他流动负债（占 13.94%）也占有一定比例。

近三年，天津城投短期借款规模波动下降，复合减少 3.33%。截至 2015 年底，天津城投短期借款账面金额为 45.14 亿元，其中保证借款和信用借款合计占比 88.81%，质押借款占比 11.19%。

天津城投应付账款主要是应付建设项目工程款，2013~2015 年，天津城投应付账款波动下降，复合减少 3.40%。天津城投的预收账款主要是预收工程款、加油站租赁费和预收中水管道接驳费等，随着业务规模的扩大，天津城投预收账款波动增长，近三年年均复合增长 2.21%，2015 年底天津城投预收款项账面金额为 62.53 亿元，较上年末增长 14.52%。

天津城投其他应付款主要是应付天津市土地整理中心、天津市北辰区土地整理中心等补偿费、往来款，近三年波动下降，复合减少 10.09%。截至 2015 年底，天津城投其他应付款账面金额为 45.98 亿元，较上年底减少 22.76%。

受业务规模扩大影响，近年来天津城投非流动负债规模保持增长，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 2015 年底，天津城投一年内到期的非流动负债账面金额为 299.59 亿元，近三年年均复合减少 7.52%，期末余额分别为一年内到期的长期借款（222.45 亿元）、一年内到期的应付债券（39.98 亿元）及一年内到期的长期应付款（37.15 亿元）；天津城投其他流动负债主要为未到期短期融资券（86.40 亿元）。

截至 2015 年底，天津城投非流动负债以长期借款（占 65.75%）、应付债券（占 23.10%）、长期应付款（占 7.43%）为主。

根据经营需求，天津城投调整了债务结构，增加了期限较长的外部融资，受此影响，天津城投长期借款、应付债券均保持增长，2013~2015 年，天津城投长期借款复合增长 2.91%。截至 2015 年底，天津城投长期借款账面金额为 2,594.12 亿元，长期借款到期日分布相对分散，集中偿付的压力不大；2013~2015 年，天津城投加大了直接债务融资工具的融资规模，应付债券复合增长 36.40%，截至 2015 年底，天津城投应付债券 911.33 亿元。

天津城投长期应付款主要以融资租赁费为主，随着轨道交通集团的并入，天津城投设备租赁规模持续增长，带动长期应付款呈快速增长态势，2013~2015 年天津城投长期应付款复合增长 40.61%。截至 2015 年底，天津城投长期应付款 293.18 亿元。

2013~2015 年，天津城投债务水平有所上升，复合增长 9.10%。截至 2015 年底，天津城投全部债务 4,201.30 亿元，其中短期债务占比 10.26%，长期债务占比 89.74%，天津城投债务结构以

长期债务为主。2015 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 68.09%、66.26%和 63.80%（短期债务已考虑其他流动负债中的债券，长期债务已考虑长期应付款中有息融资租赁费），天津城投债务负担较重，但债务结构较为合理。

2013~2015 年，天津城投所有者权益有所增长，复合增长 14.55%。截至 2015 年底，天津城投所有者权益合计 2,139.08 亿元，较上年末增长 4.42%，主要来自资本公积的增加。截至 2015 年底，天津城投归属于母公司的所有者权益 1947.38 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 34.76%、57.37%和 5.27%，权益稳定性较好。

总体看，近年来天津城投债务水平基本保持稳定，债务结构符合行业特点；天津城投所有者权益结构稳定性较高。

盈利能力

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

2013~2015 年，天津城投营业收入 103.02 亿元、126.44 亿元和 143.30 亿元，年均复合增长 17.94%。2015 年，天津城投实现营业收入同比增长 13.33%，主要来自置业收入的增加，其中收费公路、水务和城市综合开发三大业务收入合计在主营业务收入中占 53.87%。近三年，天津城投营业成本大幅上升，年均复合增长 32.97%，主要系天津城投项目建安成本大幅增长和天津市海河上游区域基础设施部分建设项目政府采购成本大幅增长所致。受城市路桥板块人力成本上升、海河综合开发板块政府采购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，近三年，天津城投营业利润率逐年下降，2015 年为 17.38%。

2013~2015 年，天津城投费用总额分别为 37.35 亿元、39.84 亿元和 46.36 亿元，以财务费用为主，在期间费用中占比分别为 77.03%、70.63%和 72.76%；管理费用在期间费用中占比分别为 20.96%、27.28%和 24.98%，其他为销售费用。近三年，天津城投财务费用的波动增长，年均复合增长率为 8.28%，主要系总体负债规模扩大以及资金成本随市场价格变动上升所致；管理费用逐年增长，年均复合增长率为 21.61%；销售费用逐年有所增加。近三年，天津城投费用收入比分别为 36.26%、31.51%和 32.35%，费用控制水平有待提高。

2013 年，天津城投开始执行新会计准则，首次采用公允价值模式计量投资性房地产，近三年公允价值变动收益分别为 6.78 亿元、12.48 亿元和 6.38 亿元，此收益对天津城投营业利润贡献较明显。近三年，天津城投投资收益分别为 2.64 亿元、5.48 亿元和 9.50 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益等。

近三年，天津城投营业外收入分别为 15.58 亿元、26.54 亿元和 29.96 亿元，以政府补助为主，营业外收入占利润总额的比重分别为 73.25%、119.71%和 128.31%。天津城投盈利对政府补贴较为依赖。

2013~2015 年，天津城投总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，2015 年分别为 0.82%、0.86%和 0.86%，天津城投整体盈利能力偏弱。

总体看，天津城投营业收入和利润总额保持增长，财务费用负担较重，费用控制水平有待提高，天津城投盈利对政府补贴较为依赖，公允价值变动和投资收益对盈利也有一定的贡献；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，天津城投收入规模和利

润水平有望继续改善。

现金流

经营活动方面，2013~2015 年，天津城投销售商品、提供劳务收到的现金分别为 105.41 亿元、128.47 亿元和 190.70 亿元，年均复合增长 34.50%，销售回款增长迅速。2015 年天津城投销售商品提供劳务收到的现金同比增长 48.44%，占当期经营活动现金流入比例为 73.45%。近三年，天津城投购买商品、接受劳务支付的现金分别为 144.94 亿元、91.96 亿元和 111.84 亿元，波动中有所减少，年均复合减少 12.16%。近三年，天津城投经营活动产生的现金流量净额分别为 -110.16 亿元、-4.91 亿元和 49.10 亿元。2015 年，经营活动现金流大规模净流入受销售商品、提供劳务收到的现金增长影响较大。近三年，天津城投现金收入比分别为 102.32%、101.61%和 133.08%，指标进一步提高，处于较好水平。

投资活动方面，2013~2015 年，天津城投保持较大的投资支持规模，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金分别为 213.63 亿元、269.85 亿元和 298.78 亿元，年均复合增长 18.26%。近三年，天津城投投资活动现金流量净额分别为 -167.43 亿元、-184.75 亿元和 -170.55 亿元，保持较大净流出规模。

近三年，天津城投筹资活动前现金流量净额分别为 -277.59 亿元、-189.66 亿元和 -121.45 亿元，对外融资需求较大。

由于天津城投土地整理以及投资项目需要大规模的资金投入，经营性现金净流量无法满足天津城投的投资需求，因而天津城投主要通过财政拨款资金和大规模的银行借款实现滚动发展。天津城投筹资活动现金流入主要为国开行、工商银行、建设银行等银行贷款。2013~2015 年，天津城投筹资活动现金流入分别为 908.80 亿元、1,118.41 亿元和 1,291.66 亿元，逐年有所增长；筹资活动现金流量净额分别为 182.50 亿元、272.12 亿元和 77.72 亿元。

总体看，天津城投经营活动净现金流状况有所改善，但土地整理以及投资项目需要大规模的资金投入，使得财政拨款资金和大规模的银行借款成为天津城投发展所需资金的主要来源。

偿债能力

从短期偿债指标看，由于天津城投专项应收天津市财政待偿还的国开行和工商银行的大额贷款在同期“其他流动资产”中反映，导致天津城投流动资产规模较大，相应地，账面反映的天津城投流动比率和速动比率较高。近三年，天津城投流动比率分别为 2.82 倍、2.58 倍和 3.48 倍，速动比率为 1.54 倍、1.48 倍和 1.97 倍。2013 年和 2014 年，天津城投经营活动现金流量净额均为负值；2015 年，天津城投经营现金流流动负债比为 7.92%，对流动负债的保障较弱。近三年，天津城投现金短期债务比分别为 0.59 倍、0.59 倍和 0.73 倍，保障程度一般，总体看，天津城投流动资产规模较大，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，天津城投 EBITDA 分别为 63.46 亿元、64.01 亿元和 71.26 亿元，其构成中计入财务费用的利息支出占比较大，近三年分别为 47.67%、44.84%和 47.61%。近三年，天津城投 EBITDA 全部债务比维持在 0.02 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.10 倍、2.23 倍和 2.10 倍，长期偿债能力一般。

在或有负债方面，截至 2015 年底，天津城投对集团外担保为 319.79 亿元，担保比率为 14.95%，主要包括为关联公司天津新金融投资有限责任公司提供的贷款担保 40 亿元，为天津滨海新区建设投资集团有限公司 29 亿元企业债券提供的担保，为天津海河教育园区投资开发有限公司担保 166.33 亿元，为天津子牙环保产业园有限公司、天津子牙循环经济产业投资发展有限公司担保 50.4 亿元，为天津海河金岸投资建设开发有限公司担保 27.11 亿元，为天津泰达投资控股有限公司担

保 6 亿元。目前被担保单位经营正常，天津城投或有负债风险较低。

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较强。

3. 债权保护效果

以 2015 年底财务数据测算（假设本次发行规模为 20 亿元），本次债券发行规模占担保方天津城投资产总额的 0.30%和所有者权益总额的 0.93%，整体占比较低，天津城投的担保对本次债券的保护程度高。

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

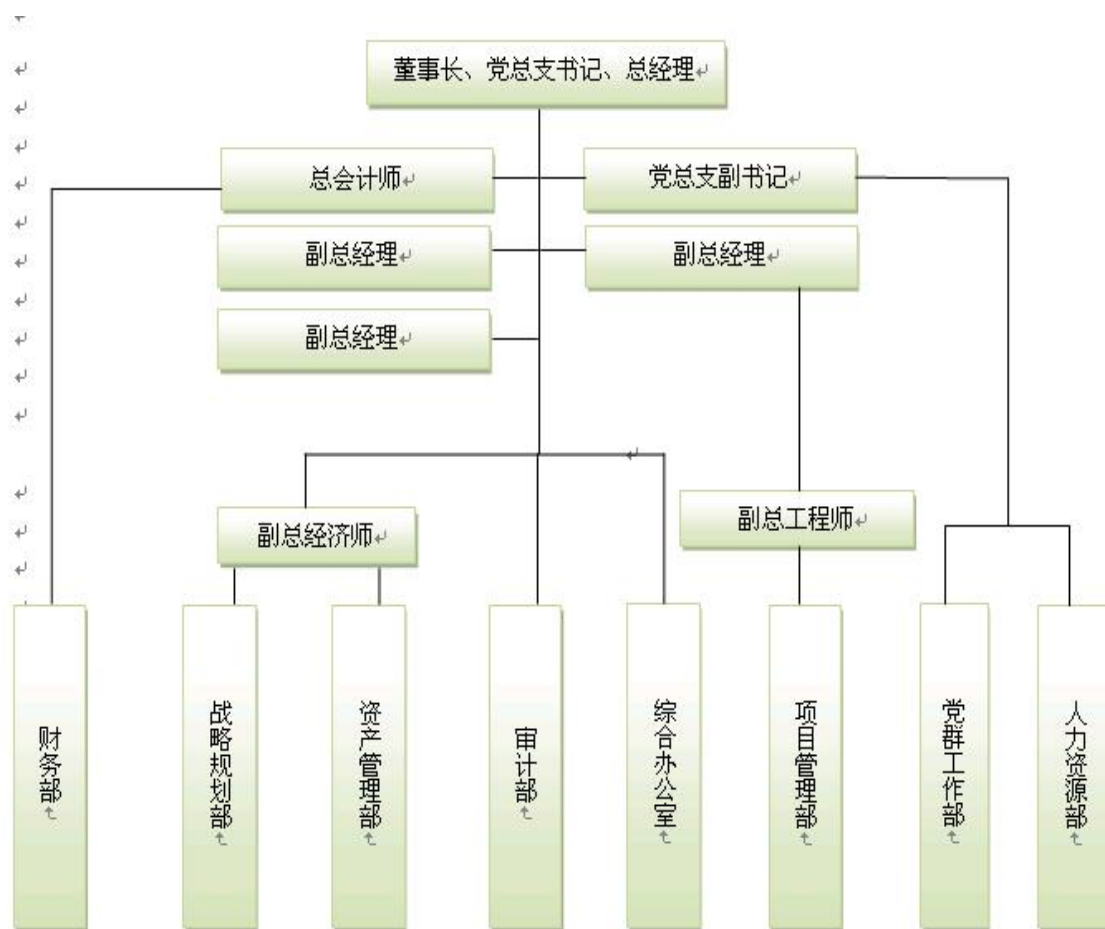
十、综合评价

公司在区域内行业地位优势明显、政府及股东对公司的支持持续有力，目前以股权投资方式参与城市水处理、市政基础设施配套项目、地产开发、工程设计咨询等相关领域的投资业务。公司水务板块行业优势突出、品牌知名度较高。市政基础设施配套项目方面，公司投资建设的天津文化中心商业配套体项目是天津市重点工程，目前已正式投入运营，公司收入结构得以优化升级，未来可为公司提供持续稳定的收入和现金流。同时，联合评级关注到目前公司收入主要来源于水务板块，但水务板块经营主体天津创业环保集团股份有限公司独立性较强；2015 年 7 月污水处理业务及再生水行业实施的新增值税政策对公司盈利状况产生了一定不利影响。

本次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，对本次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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	248.17	251.29	238.74
所有者权益 (亿元)	78.07	81.30	84.10
短期债务 (亿元)	27.25	21.80	33.14
长期债务 (亿元)	76.04	78.34	58.34
全部债务 (亿元)	103.29	100.14	91.48
营业收入 (亿元)	21.99	23.82	24.66
净利润 (亿元)	1.79	3.17	3.42
EBITDA (亿元)	14.94	16.20	15.99
经营性净现金流 (亿元)	5.03	5.06	22.79
应收账款周转次数(次)	1.19	1.02	1.29
存货周转次数 (次)	1.53	1.58	1.45
总资产周转次数 (次)	0.09	0.10	0.10
现金收入比率 (%)	89.78	85.50	164.96
总资本收益率 (%)	4.95	5.49	5.40
总资产报酬率 (%)	4.78	5.12	5.20
净资产收益率 (%)	2.31	3.98	4.13
营业利润率 (%)	35.62	34.18	34.51
费用收入比 (%)	37.93	34.48	32.51
资产负债率 (%)	68.54	67.65	64.78
全部债务资本化比率 (%)	56.95	55.19	52.10
长期债务资本化比率 (%)	49.34	49.07	40.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.98	2.38	2.35
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.16	0.17
流动比率 (倍)	1.08	1.04	0.87
速动比率 (倍)	0.96	0.90	0.72
现金短期债务比 (倍)	1.06	0.87	0.64
经营现金流动负债比率 (%)	7.08	7.01	30.14
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.75	0.81	0.80

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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	5,403.08	6,578.86	6,704.47
所有者权益 (亿元)	1,630.11	2,048.62	2,139.08
短期债务 (亿元)	452.56	620.39	431.20
长期债务 (亿元)	3,076.86	3,638.25	3,770.11
全部债务 (亿元)	3,529.41	4,258.64	4,201.30
营业收入 (亿元)	103.02	126.44	143.30
净利润 (亿元)	16.11	16.43	17.97
EBITDA (亿元)	63.46	64.01	71.26
经营性净现金流 (亿元)	-110.16	-4.91	49.10
应收账款周转次数(次)	1.12	0.87	0.83
存货周转次数 (次)	0.09	0.11	0.12
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比率 (%)	102.32	101.61	133.08
总资本收益率 (%)	0.97	0.79	0.82
总资产报酬率 (%)	1.05	0.85	0.86
净资产收益率 (%)	1.10	0.89	0.86
营业利润率 (%)	35.03	20.56	17.38
费用收入比 (%)	36.26	31.51	32.35
资产负债率 (%)	69.83	68.86	68.09
全部债务资本化比率 (%)	68.41	67.52	66.26
长期债务资本化比率 (%)	65.37	63.98	63.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.10	2.23	2.10
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.02	0.02	0.02
流动比率 (倍)	2.82	2.58	3.48
速动比率 (倍)	1.54	1.48	1.97
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.59	0.73
经营现金流动负债比率 (%)	-17.21	-0.60	7.92

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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 2016 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

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度审计报告出具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。

