

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 263 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天津城市基础设施投资建设集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14津城建CP001”和“14津城建CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年三月五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

天津城市基础设施建设投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 津城建 CP001	50 亿元	2014/3/19~ 2015/3/19	A-1	A-1
14 津城建 CP002	30 亿元	2014/9/5~ 2015/9/5	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 5 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	339.31	364.19	274.00	324.89
资产总额(亿元)	4411.81	4911.85	5424.49	6383.72
所有者权益(亿元)	1406.36	1520.76	1640.03	1981.18
长期债务(亿元)*	2361.71	2851.09	3076.86	3469.59
全部债务(亿元)*	2624.72	3184.93	3540.97	4008.81
营业收入(亿元)	95.22	105.62	103.30	83.11
利润总额(亿元)	20.72	21.27	21.29	3.63
经营性净现金流(亿元)	-78.41	-146.23	-122.87	-15.82
EBITDA(亿元)	56.79	62.94	63.44	--
营业利润率(%)	42.38	36.68	35.04	25.81
净资产收益率(%)	1.25	1.19	0.98	--
资产负债率(%)*	68.12	69.04	69.77	68.97
全部债务资本化比率(%)*	65.11	67.68	68.35	66.93
流动比率(%)	421.87	345.01	280.24	286.32
全部债务/EBITDA(倍)*	46.22	50.60	55.82	--
经营现金流动负债比(%)	-17.86	-28.88	-18.85	--

注: 带*的指标在计算过程中尚未剔除不需公司自身偿还的债务; 短期债务考虑其他流动负债中的债务; 长期债务考虑长期应付款中有息融资租赁费; 公司 2013 年开始执行新会计准则(2006), 2011 年及 2012 年数据为追溯调整数据; 公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

程 晨 刘珺轩
 lianhe@lheratings.com
 电话: 010-85679696
 传真: 010-85679228
 地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层(100022)
 Http: //www.lhratings.com

评级观点

天津城市基础设施建设投资集团有限公司(以下简称“公司”或“天津城投”)作为天津市政府授权投资的国有独资公司,是天津市重要的城市基础设施建设投融资主体。跟踪期内,天津市财力增长良好,对公司的资金支持得以持续;公司各类经营性业务平稳发展,主业盈利能力较为稳定,但相对于公司资产规模,整体盈利能力仍偏弱;公司有息债务规模有所增长,债务负担略有加重。

公司在天津市城市基础设施建设中继续保持重要地位,在其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,公司未来收入规模和利润水平有望改善,经营活动获现能力有望提高。

“14 津城建 CP001”和“14 津城建 CP002”为无担保债,依托目前公司较大规模的现金类资产、经营活动产生的现金流入量以及财政资金,加之较为畅通的融资渠道,以及募投项目未来收益的逐步实现,对该类无担保债券本息偿付形成良好支撑。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“14 津城建 CP001”和“14 津城建 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 天津市财力增长强劲,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 天津市财政对公司资金支持较大。
3. 公司部分有息债务偿债资金来源于土地出让净收益和城市基础设施配套费,还款能力有保障。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14津城建CP001”、“14津城建CP002”保障强。

关注

1. 目前公司的大多数经营性建设项目正处于建设期，公司业务收入相对其资产规模仍偏小，盈利能力仍然偏弱。
2. 公司近两年建设项目较多，建设周期较长，公司经营活动现金流量净额和投资活动现金流量净额持续为负，对财政资金和外部融资需求较高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津城市基础设施建设投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津城市基础设施建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津城市基础设施建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津城市基础设施建设投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司：（以下简称“联合资信”）关于天津城市基础设施建设投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“天津城投”），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。

公司主要职能是组织实施天津市基础设施投资建设，进行资产经营和资本运作。目前公司业务涵盖海河综合开发、高速公路、快速路、管网及路网建设、车站枢纽工程、地铁、城市环境绿化、水务、土地整理、园区建设、高速铁路等基础设施项目的投资、建设、经营开发与运营管理，并形成了城市路桥、水务、轨道交通和城市综合开发四大业务板块。

截至2014年9月底，公司实收资本677亿元。目前天津城投总部设办公室、党委工作部、党委组织部、监察室、项目前期部、资产经营部、计划统计部、财务部、融资发展部、审计部、人力资源部、建设与安全管理部、土地置业部、总工程师办公室、法务部等15个职能部门。

截至2013年底，天津城投合并资产总额5424.49亿元，所有者权益合计为1640.03亿元（其中少数股东权益145.58亿元）。2013年天津城投合并口径实现营业收入103.30亿元，利润总额21.29亿元。

截至2014年9月底，天津城投合并资产总额6383.72亿元，所有者权益合计为1981.18亿元

（其中少数股东权益279.18亿元）。2014年1~9月天津城投合并口径实现营业收入83.11亿元，利润总额3.63亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施

稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（M2）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（M1）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（M0）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014年中央经济工作会议提出，2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设

水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的重要投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序

推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济及财政实力

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心，具有较强的经济实力。

根据《2013年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013年天津市全市实现地区生产总值(GDP)14370.16亿元，按可比价格计算，比上年增长12.5%。分三次产业看，第一产业增加值188.45亿元，增长3.7%；第二产业增加值7276.68亿元，增长12.7%；第三产业增加值6905.03亿元，增长12.5%。三次产业结构为1.3：50.6：48.1。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强，2013年，天津市实现地方一般预算财政收入2078.30亿元，同比增长18.1%。在汽车制造、石油石化、金融保险和房地产业增长的强力拉动下，全年地方税收收入完成1309.91亿元，同比增长18.5%，其中：企业所有税收收入增长8.7%，营业税增长6.0%，增值税增长50.7%。“营改增”改革试点范围进一步扩大，全市试点企业5.3万户，减负面达到96%，全年减轻企业负担34.7亿元。全面落实小微企业减免税政策，惠及13万户企业。2013年天津市全市一般预算支出2506.25亿元，比上年增长18.7%，其中，教育支出增长21.0%，医疗卫

生支出增长21.6%，社会保障和就业支出增长19.1%。

2013年天津市投资总量保持快速增长。2013年天津市完成全社会固定资产投资10121.20亿元，增量连续5年超过千亿元，比上年增长14.1%。其中城镇投资完成9528.09亿元，比上年增长14.2%，其中，第一产业投资63.56亿元，增长15.2%；第二产业投资4208.74亿元，增长14.1%。当年，天津市基础设施建设持续推进，全年基础设施投资2113.41亿元，增长10.9%。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系天津市国资委监管的企业，天津市国资委为公司出资人和实际控制人，出资占公司实收资本的100%。

2. 基础素质和人员素质

跟踪期内，公司基础素质和人员无重大变化。

3. 政府支持

2011年~2014年9月，天津市政府通过市财政向公司划拨资金合计324.39亿元（在“资本公积”和“专项应付款”中反映，或冲减“其他流动资产-专项应收款”），其中获得城建资金22.32亿元，城市基础设施配套费44.91亿元，土地出让金政府净收益231.41亿元，其他25.74亿元；2011年~2014年9月，天津市政府通过天津市财政以补贴收入的形式拨付公司资金合计47.61亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体系和管理人员方面无重大变化。

七、重大事项

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），为促进国有资源优化配置，增加公司可持续发展能力，加速天津市轨道交通行业发展步伐，公司以所持有的天津市地下铁道集团有限公司 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 亿元权益无偿划入公司。上述工作完成

后，公司总计将持有轨道交通集团 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%。公司作为第一大股东，将轨道交通集团纳入合并财务报表的合并范围。

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，此事项为公司合并范围相应增加资产和权益，公司轨道板块增加津滨轻轨相关路产，带动收入有所增加。津滨轻轨地铁 9 号线包括津滨轻轨和地铁 9 号线（津滨轻轨西段工程）两段线路，线路全长为 52.25 公里，高架线 39.915 公里，占全线 76.4%，地面线 5.438 公里，占全线 10.4%。

联合资信将密切关注此事项进展，并动态分析上述事项对公司可能带来的影响。

八、经营分析

截至 2014 年 9 月底，公司主要在建项目总投资 2593.41 亿元，累计已完成投资 1878.87 亿元，详见表 1。

表1 公司目前主要项目投资情况

项目名称	总投资	截至 2014 年 9 月 底累计完成投资 (亿元)	2013 年完成投资 (亿元)	2014 年 1~9 月完 成投资 (亿元)
	(亿元)			
地铁 2 号线	123.33	125.55	1.20	0.00
地铁 3 号线	135.20	145.57	10.00	0.00
地铁 5 号线	258.22	100.29	21.75	16.76
地铁 6 号线	398.15	118.22	30.35	22.55
文化中心枢纽	69.85	40.55	6.16	0.00
快速路	282.00	302.96	4.23	1.36
国道 112 线高速公路天津东段及其延长线	107.75	109.97	1.68	0.00
塘承高速公路	59.00	57.04	3.75	0.00
海河基础设施	196.20	221.88	20.16	3.18
天津西站交通枢纽市政公用配套工程	114.00	128.19	15.29	0.89
子牙循环经济产业园道路及附属工程	67.75	17.60	0.71	0.06
天津站交通枢纽工程	105.84	63.78	5.03	0.00
城市道路管网工程	343.00	280.69	14.58	21.65
塘承高速公路二期	32.72	22.60	8.56	6.96
京秦高速	45.36	22.06	8.08	8.79

唐津高速公路（津塘公路-荣乌高速）扩建工程	32.25	26.57	10.82	6.76
唐津高速公路（塘承高速-津塘公路）扩建工程	18.63	16.40	6.19	3.81
唐津高速公路（河北省南界-塘承高速）扩建工程	20.03	17.80	7.10	3.77
津南污水处理厂	20.66	12.42	4.81	0.54
津南再生水厂	2.60	1.64	0.65	0.20
外环线东北部调线	98.44	32.28	21.25	11.03
志成道延长线	30.22	14.31	0.30	3.00
津蓟快速路	32.21	0.50	0.40	0.00
合计	2593.41	1878.87	203.05	111.31

资料来源：公司提供

公司基础设施建设项目建设和资金回收周期较长，资金需求量大。目前公司投资资金来源主要包括财政资金和贷款等各类融资资金：①以城建资金、土地出让金、配套资金、市政基础设施建设费等为主的财政资金；②以国开行专项贷款、工商银行等贷款资金；以及通过资本市场发行债券或者中期票据、短期融资券进行直接融资。截至2014年9月底，公司有息债务余额4008.81亿元，从根本上解决了公司的资金压力。③公司自身经营性资产盈利，以及以这些经营性资产为依托进行的直接和间接融资，也是公司目前通过市场化运作产生资金的主要来源。

从未来投资规划看，根据天津市政府的要求，未来五年公司将继续承担高速公路、地铁、天津站枢纽、快速路、道路管网、海河综合开发、环境水务等基础设施建设工程的续建工作，截至2014年9月底，公司主要在建项目的未完成投资额为714.54亿元，公司面临一定的融资压力。

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，高速公路和置业等业务经营性资产增加带动，公司主营业务收入规模持续快速增长。2011年~2013年，公司实现主营业务收入分别为88.33亿元、99.80亿元和100.35亿元，三年复合增长6.59%，2014年1~9月，公司实现主营业务收入83.11亿元。其中，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又一期主营业务收入占同期公司主营业务收入比重均在60%以上，以上三项是公司经营收入的主要来源。2014年1~9月，由于公司对天津轨道交通集团有限公司的控股和整合，公司轨道交通板块增加津滨轻轨相关收入（由于未经审计，增加的收入包括物业收入等均在轨道交通板块反映），公司轨道交通板块收入增加至16.70亿元。而同期，由于公司置业板块受到收入确认和产品销售影响，收入下降至3.73亿元。

表2 公司2011~2014年9月经营情况（单位：亿元）

业务板块	业务内容	2011年		2012年		2013年		2014年1~9月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市路桥	收费公路	27.65	31.30%	27.08	27.13%	28.11	28.01%	20.68	24.88%
水务		13.55	15.34%	14.04	14.07%	14.12	14.07%	11.23	13.51%
轨道交通		1.21	1.37%	1.51	1.51%	2.60	2.59%	16.70	20.09%
城市综合开发	海河综合开发	27.00	30.57%	25.00	25.05%	27.00	26.91%	20.49	24.65%
	土地整理	0.65	0.74%	0.73	0.73%	0.89	0.89%	0.41	0.49%
	置业	10.45	11.83%	17.37	17.41%	12.04	12.00%	3.73	4.49%
	其他	7.82	8.85%	14.07	14.10%	15.59	15.54%	9.87	11.88%
合计		88.33	100.00%	99.80	100.00%	100.35	100.00%	83.11	100.00%

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2011 年~2013 年三年连审合并财务报表已经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。公司自 2013 年起，实行企业会计准则（2006）编制报表，2011 年及 2012 年数据为追溯调整数据。公司 2014 年 1~9 月财务报表未经审计。

2011 年公司合并报表范围增加了天津海河西岸投资建设开发有限公司、天津金融城物业管理有限公司、天津地铁资源投资有限公司、天津地铁科技发展有限公司、天津城投置地投资发展有限公司五家，同时减少天津金馭立交建设投资有限公司、天津市博亚投资发展有限公司两家；2012 年公司合并报表范围增加了天津海河金岸投资建设开发有限公司、天津学苑资产经营管理有限公司、天津学苑基础设施建设管理有限公司、天津城投物业有限公司、天津瑞鼎置业有限公司、天津富苑置业有限公司、天津通盛市政园林工程项目管理有限公司七家。2013 年公司合并报表范围增加了天津学苑置业有限公司、天津市海河耀城房地产投资有限公司、天津金岸农村还迁房房地产开发有限公司、天津城铁港铁建设有限公司四家。2014 年，受前述“重大事项”影响公司合并范围增加轨道交通集团为一级控股子公司，而天津地下铁道集团有限公司成为公司二级子公司。

1. 盈利能力

公司投资项目主要是城市基础设施和公用设施，目前部分项目为非经营性、准经营性项目。2008 年公司开始对部分非经营性项目采取政府回购市场化运作模式。地铁作为公司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。公司经营性业务中，高速公路和污水处理业务为公司主要的经营性资产。

2011 年~2013 年，公司营业收入复合增长 4.16%。2013 年，公司实现营业收入 103.30 亿元，较上年同期小幅下降 2.20%，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比 97.41%。

2011 年~2013 年，受城市路桥板块人力成本及海河综合开发板块政府采购成本上升影响，公司营业利润率有所下降，2013 年为 35.04%。公司三项期间费用在营业收入中占比较高，2013 年为 36.24%，同比增加 2.45 个百分点，影响了公司部分营业利润。此外，2013 年公司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，带来本年度公允价值变动收益为 6.78 亿元，此收益不具有持续性，对 2013 年营业利润贡献较大。

2013 年公司实现营业利润 5.95 亿元，同比减少 17.39%。同时，公司每年均收到较大规模的政府补助贴收入，三年分别为 9.04 亿元、13.73 亿元和 14.53 亿元。2011 年~2013 年公司利润总额分别为 20.72 亿元、21.27 亿元和 21.29 亿元。公司 2011 年~2013 年净利润分别为 17.60 亿元、18.11 亿元和 16.13 亿元，盈利规模基本保持稳定。

2011 年~2013 年，公司总资产收益率和净资产收益率均略有下降，2013 年分别为 0.92% 和 0.98%，受行业性质影响，公司整体盈利能力偏弱。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 83.11 亿元，同比增长 22.23%，但由于同期营业成本同比增加 51.81%，公司营业利润为 -6.87 亿元。2014 年 1~9 月，公司收到以财政补助为主的营业外收入 10.70 亿元，公司利润总额为 3.63 亿元，较 2013 年同期增长 18.33%。

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，公司未来收入规模和利润水平有望继续改善。

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2011 年~2013 年，

公司销售商品提供劳务收到的现金快速增长，2013年公司销售商品提供劳务收到的现金同比增加4.39%，为105.41亿元；公司现金收入比由2012年的95.61%上升至2013年的102.05%；同时，土地整理成本的返还在“收到的其他与经营活动有关的现金”中反映，2013年该科目有所增长，2013年公司经营活动现金流入量为275.98亿元。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），2013年为398.86亿元。2013年公司经营活动产生的现金流量净额为-122.87亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收到的政府划拨资金（在“收到的其他与投资活动相关的现金流入”中反映），近三年年均增长8.49%，2013年收到的其他与投资活动有关的现金流入为118.19亿元，同期，公司收回投资收到的现金波动下降，2013年为2.09亿元，2013年全年公司投资活动现金流入量为122.21亿元。投资活动现金流出方面，2013年公司现金流出规模为299.52亿元，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为主。2013年公司投资活动现金净流出177.32亿元。

由于公司土地整理以及投资项目需要大规模的资金投入，经营性现金净流量无法满足公司的投资需求，因而公司主要通过财政划拨资金和大规模的银行借款实现滚动发展。公司筹资活动现金流入量主要为国开行、工商银行等银行贷款。2013年公司筹资活动现金流入936.37亿元，2013年筹资活动现金净流入209.92亿元。

2014年1~9月，公司经营活动净现金流呈净流出状态，为-15.82亿元，现金收入比为113.09%，较去年同期有所改善；公司投资活动现金流入中虽有一定的政府划拨资金到位，但

2014年公司规模基础设施建设资本性支出较大，导致其投资活动现金流量净额为-148.39亿元；为维持较大规模的经营及投资现金周转，以及同期大规模到期债务本息的偿付，公司筹资活动现金流入量规模较大，当期筹资活动现金流表现为净流入，为194.35亿元，较2013年同期的228.70亿元有所减少，主要由于公司2014年1~9月偿还债务支付的现金有所增加所致。

总体看，公司经营性资产自身现金生成能力整体有所提高，但是土地整理以及投资项目需要大规模的资金投入，使得财政划拨资金和大规模的银行借款成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

3. 资本及债务结构

2011年~2013年，公司资产总额持续增长，复合增长10.88%。截至2013年底，公司资产总额为5424.49亿元，同比增长10.44%。从资产结构上来看，基建等工程项目的大规模投入带动非流动资产增长，2013年底其占资产总额比重达到66.33%，流动资产占比下降至33.67%。

2011年~2013年，公司流动资产小幅下降，复合变动-0.71%。截至2013年底，公司流动资产为1826.22亿元，同比增长4.56%，主要为存货和其他应收款增长所致，流动资产构成以货币资金、存货和其他流动资产为主，其在流动资产中的占比分别为15.00%、45.76%和23.71%。

2011年~2013年，随着工程项目投入的增长，公司货币资金波动中有所下降。截至2013年底，公司货币资金273.85亿元，较2012年底减少24.79%，其中银行存款占比93.86%。

2011年~2013年，公司应收账款快速增长，年均复合变动率为36.62%。截至2013年底，公司应收账款净额119.32亿元，同比增长32.96%。从构成来看，主要为应收天津市城乡建设和交通委员会基础设施采购款88.05亿元、天津市排

水公司污水处理费18.91亿元和天津市人民政府城市基础设施配套办公室配套费3.07亿元等，公司应收款项集中度较高。由于应收款项回收风险小，2013年底，公司累计计提坏账准备971.65万元。

表3 截至2013年底公司应收账款前5名

(单位: 亿元、%)

欠款单位	金额	占比	款项性质
天津市城乡建设和交通委员会	88.05	73.74	基础设施采购款
天津市排水公司	18.91	15.83	污水处理费
天津市人民政府城市基础设施配套办公室	3.07	2.57	配套费
天津市绿化工程公司	1.58	1.32	应收销货款及劳务款
天津住房公积金管理中心	1.53	1.28	售房款
合 计	113.14	94.74	

资料来源: 公司审计报告

2011年~2013年，公司其他应收款波动增长，年均增长18.69%。截至2013年底，公司其他应收款净额为133.17亿元，同比增长71.97%，主要由于新增应收天津市津南区土地整理中心暂借款22.18亿元、天津市土地整理中心拆迁补偿款18.20亿元所致。从构成来看，主要为应收天津市津南区土地整理中心暂借款22.18亿元、天津市土地整理中心拆迁补偿款18.20亿元和天津市排水公司暂借款11.58亿元等。2013年底，公司其他应收款累计计提坏账准备2.09亿元。

2011年~2013年，随着土地整理规模扩大，公司存货快速增长，年均增长18.66%。截至2013年底，公司存货净额835.67亿元，同比增长15.83%，主要是土地整理规模扩大所致。其中，开发成本占99.27%，公司进行土地整理，形成的土地储备规模大、价值高，跌价风险较小。因此，2013年底公司并未对存货计提跌价准备。

表4 截至2013年底公司其他应收款前5名

(单位: 亿元、%)

欠款单位	金额	占比	款项性质
天津市津南区土地整理中心	22.18	28.62	借款
天津市土地整理中心	18.20	23.48	拆迁补偿款
天津市排水公司	11.58	14.94	借款
天津市财政局	9.11	11.76	往来款
天津市津南区集团土地房屋拆迁管理办公室	8.00	10.32	房屋拆迁借款
合 计	69.07	89.13	

资料来源: 公司审计报告

截至2013年底，公司其他流动资产432.93亿元，较2012年底减少5.36%。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商银行贷款的财政资金，为长期专项应收款。天津市财力较强，公司其他流动资产质量高。

2011年~2013年，公司非流动资产年均复合增长18.57%，在在建工程、投资性房地产等大幅增长的带动下，公司非流动资产保持较快增长速度，2013年底达到了3598.27亿元。公司非流动资产主要由长期股权投资（占3.38%）、投资性房地产（占4.07%）、固定资产（占19.96%）和在建工程（占70.14%）等构成。

2011年~2013年，公司长期股权投资不断增长。截至2013年底，公司长期投资净额为121.66亿元，较2012年底增加5.73%，主要是对参股子公司京津城际铁路有限责任公司、天津新金融投资有限公司、国家会展中心（天津）有限责任公司、中船产业投资基金管理企业（特殊普通合伙）等的投资。截至2013年底，公司投资性房地产146.47亿元。

2011年~2013年，公司固定资产波动中有所增长。截至2013年底，公司固定资产净额718.08亿元，同比小幅减少3.52%。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78.45%、5.18%和13.31%。公司非经营性路桥资产不计提折旧，截至2013年底，公司累计计提折旧85.70亿元。

2011年~2013年，随着基建等工程项目投入

的增长，公司在建工程快速增长，年均复合变动率为21.70%。截至2013年底，公司在建工程2523.97亿元，同比增长19.53%，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项目。

截至2014年9月底，公司资产总额合计6383.72亿元，较2013年底增长17.68%，主要来自轨道集团整合带来的在建工程、长期股权投资的大幅增加。

总体来看，公司资产规模平稳增长，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；公司固定资产及在建工程主要以基础设施项目为主，部分公益性项目已经通过实行政府回购模式理顺了投融资关系，资产质量得以提升。

2011年~2013年，公司所有者权益有所增长，复合增长7.99%。截至2013年底，公司所有者权益合计1640.03亿元，同比增长7.84%，低于资产增幅。2013年底，公司实收资本、资本公积和未分配利润在所有者权益中分别占45.30%、48.03%和5.62%，权益稳定性较好。截至2014年9月底，公司所有者权益合计1981.18亿元，较2013年底增长20.80%，主要来自资本公积和少数股东权益的增长，权益稳定性较好。

2011年~2013年，公司负债总额持续增长，复合增长12.21%。截至2013年底，公司负债总额3784.46亿元，同比增长11.60%，其中流动负债占17.22%，非流动负债占82.78%。公司流动负债以一年内到期的长期负债（53.75%）为主，其次是短期借款（9.19%）、应付账款（占8.58%）、预收款项（占9.18%）、其他应付款（占8.71%）和其他流动负债（占8.27%），其中应付账款主要是应付公司建设项目工程款等；预收账款主要是预收工程款、加油站租赁费和土地整理费等；其他应付款主要是应付天津市河西区房产发展公司拆迁中心、上海建工（集团）总公司、天津市河西区房地产管理局、天津青少年活动中心等往来款；其他流动负债主要为未到期短

期融资券（54亿元）。非流动负债中，主要是银行长期借款2449.42亿元、应付债券489.85亿元、专项应付款35.32亿元，和长期应付款148.29亿元。长期借款中，770.99亿元由天津市政府偿还，不构成公司实际债务；应付债券为2007年6月公司发行的12亿元10年期企业债券、2009年发行的25亿元7年期的企业债券、2010年分两期发行的100亿元5年期中期票据、2013年分三期发行的5年期非公开定向债务融资工具共计95亿元、2013年发行的10年期企业债券80亿元、2013年分两期发行的66亿元5、7年期中期票据、天津创业环保股份有限公司2011年发行的7亿元5年期中期票据、天津创业环保股份有限公司2013年发行的7亿元5年期中期票据、2012年天津高速公路集团有限公司发行的20亿元5年期中期票据、2013年天津高速公路集团有限公司发行的20亿元5年期中期票据、2012年天津市地下铁道集团有限公司发行的30亿元5年期中期票据、2013年天津市地下铁道集团有限公司发行的20亿元5年期中期票据以及2013年天津市政投资有限公司发行的8亿元3年期中期票据；专项应付款主要为收到的土地出让金政府净收益、城市基础设施配套费、城建资金等财政专项拨款，将逐步结转至资本公积。长期应付款主要是地铁集团、海河公司融资租赁费等。

2011年~2013年，公司债务水平有所上升，三年复合增长16.15%。2013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69.77%、68.35%和65.23%（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），公司债务负担较重，但考虑到，公司负债主要是长期负债，且长期借款余额中770.99亿元不需公司自身偿还，35.32亿元的专项应付款不构成公司实际债务，公司实际偿债负担低于账面值。

截至2014年9月底，公司负债总额4402.54亿元，较2013年底增长16.33%，主要来自长期借款、短期融资券和应付债券的增长，其中公司本部于2014年发行了总计80亿元的短期融资

券。从构成来看，公司流动负债占16.56%，非流动负债占83.44%，结构较2013年底变化不大。

2014年9月底，受债务规模增长影响，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小幅减少至68.97%、66.93%和63.65%。2014年9月底，受益于所有者权益增加，公司债务负担有所减少。总体看，近年来公司债务水平小幅上升，债务结构符合行业特点。考虑到公司长期借款余额部分不需公司自身偿还，公司实际偿债负担低于账面值。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于公司专项应收天津市财政待偿还的国开行和工商银行的贷款在同期“其他流动资产”中反映，导致公司流动资产规模较大，相应地，账面反映的公司流动比率和速动比率较高，近三年均值分别为328.00%和194.09%，2013年底分别为280.24%和152.00%，2014年9月底上述指标有所增长，分别为286.32%和163.11%；由于近三年公司经营活动现金流量净额均为负值，使得公司经营活动现金流流动负债比为负，对公司流动负债无保障。考虑到公司拥有较为稳定的财政资金支持、畅通的融资渠道以及自身盈利能力的提高，公司短期债务实际偿付能力正常。

从长期偿债能力指标看，2011年~2013年，公司EBITDA持续增长。由于公司全部债务增加较多，2013年全部债务/EBITDA上升至55.82倍，考虑到2013年底有息债务中770.99亿元由天津市政府负责偿还，因此公司实际偿债能力要高于报表所反映的情况。

在或有负债方面，截至2014年9月底，公司对集团外贷款担保为79.00亿元，担保比率为3.99%。包括为参股子公司天津新金融投资有限责任公司提供的贷款担保（担保金额50亿元）以及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。目前被担保单位经营正常，公司或有负债风险较低。

截至2014年9月底，公司共获得各家银行及

信托公司授信总额3504.91亿元，尚未使用额度为916.61亿元；此外，公司拥有一家A+H股上市子公司，公司间接和直接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告(NO.B201502250068151220)，截至2015年2月25日，公司无不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及天津市区域及财力状况、天津市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、债券偿还能力分析

根据“中市协注[2013]CP117号”注册通知书，中国银行间市场交易商协会于2013年3月22日接受了公司100亿元短期融资券的注册申请，目前存续期的短券为“14津城建CP001”50亿元和“14津城建CP002”30亿元，合计80亿元。截至2014年9月底，公司现金类资产324.89亿元，为存续期内短期融资券的4.06倍。2013年，公司经营活动现金流入量275.98亿元，为存续期内短期融资券3.45倍。存续期内的短期融资券无担保。依托目前公司较大规模的现金类资产、经营活动产生的现金流入量，加上畅通的融资渠道，公司存续期内的短期融资券安全性高。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14津城建CP001”和“14津城建CP002”A-1的信用等级。

附件 1 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	339.31	364.19	274.00	324.89
资产总额(亿元)	4411.81	4911.85	5424.49	6383.72
所有者权益(亿元)	1406.36	1520.76	1640.03	1981.18
短期债务(亿元)	263.01	333.84	464.12	539.22
长期债务(亿元)	2361.71	2851.09	3076.86	3469.59
全部债务(亿元)	2624.72	3184.93	3540.97	4008.81
营业收入(亿元)	95.22	105.62	103.30	83.11
利润总额(亿元)	20.72	21.27	21.29	3.63
EBITDA(亿元)	56.79	62.94	63.44	--
经营性净现金流(亿元)	-78.41	-146.23	-122.87	-15.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.49	1.37	0.99	--
存货周转次数(次)	0.09	0.09	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	81.22	95.61	102.05	113.09
营业利润率(%)	42.38	36.68	35.04	25.81
总资本收益率(%)	1.04	1.01	0.92	--
净资产收益率(%)	1.25	1.19	0.98	--
长期债务资本化比率(%)	62.68	65.21	65.23	63.65
全部债务资本化比率(%)	65.11	67.68	68.35	66.93
资产负债率(%)	68.12	69.04	69.77	68.97
流动比率(%)	421.87	345.01	280.24	286.32
速动比率(%)	286.72	202.50	152.00	163.11
经营现金流动负债比(%)	-17.86	-28.88	-18.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	46.22	50.60	55.82	--

注：短期债务考虑其他流动负债中的债券；长期债务考虑长期应付款中有息融资租赁费；公司 2013 年开始执行新会计准则（2006），2011 年及 2012 年数据为追溯调整数据；公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

附件 2 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

附件 4 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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