# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1121 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建设投资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“07津城投债”和“13津城投债/PR津城投”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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
# 公司债券跟踪评级报告

**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 |
|---|---|---|---|---|
| 07 津城投债 | 12 亿元 | 2007/6/11~2017/6/11 | AAA | AAA |
| 13 津城投债/PR 津城投 | 80 亿元 | 2013/2/26~2023/2/26 | AAA | AAA |

**跟踪评级时间：**2016 年 6 月 27 日

**财务数据**

| 项　目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 268.09 | 364.27 | 316.58 | 234.86 |
| 资产总额(亿元) | 5403.08 | 6578.86 | 6704.47 | 6769.52 |
| 所有者权益(亿元) | 1630.11 | 2048.62 | 2139.08 | 2179.58 |
| 长期债务(亿元) | 3076.86 | 3638.25 | 3770.11 | 3845.72 |
| 全部债务(亿元) | 3529.41 | 4258.64 | 4201.30 | 4227.67 |
| 营业收入(亿元) | 103.02 | 126.44 | 143.30 | 28.87 |
| 利润总额(亿元) | 21.27 | 22.17 | 23.35 | 1.35 |
| 经营性净现金流(亿元) | -110.16 | -4.91 | 49.10 | -22.67 |
| EBITDA(亿元) | 63.46 | 64.01 | 71.26 | -- |
| 营业利润率(%) | 35.03 | 20.56 | 17.38 | 19.09 |
| 净资产收益率(%) | 0.99 | 0.80 | 0.84 | -- |
| 资产负债率(%) | 69.83 | 68.86 | 68.09 | 67.80 |
| 全部债务资本化比率(%) | 68.41 | 67.52 | 66.26 | 65.98 |
| 流动比率(%) | 282.05 | 258.36 | 347.94 | 372.33 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 55.62 | 66.54 | 58.96 | -- |
| 经营现金流动负债比(%) | -17.21 | -0.60 | 7.92 | -- |

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 2015 年对部分科目进行了重大前期差错更正，本报告采用公司 2013-2015 年三年连审审计报告；公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计。

**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，天津市财政实力进一步增强，公司继续获得大规模政府资金支持；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，整体盈利能力偏弱；债务指标整体呈下降趋势，但债务负担仍然偏重；在建项目投资规模大，公司面临一定的融资压力。

未来随着公司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，公司收入规模和利润水平将进一步扩大，经营活动获现能力有望提高。虽然大规模的投资支出将增大公司债务压力，但公司自身盈利能力的改善以及财政资金的长期稳定支持，将对公司整体偿债能力形成良好支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“07 津城投债”由中国农业银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中国农业银行主体长期信用等级为 AAApi，担保实力强，进一步保障了“07 津城投债”本息偿还的安全性；“13 津城投债/PR 津城投”募集项目由天津市建委回购，天津市建委将从 2014 年至 2023 年分期向公司支付共计 210.63 亿元的政府回购款，募投项目回购资金为“13 津城投债/PR 津城投”分期偿债资金提供了进一步的保证。

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“07 津城投债”和“13 津城投债/PR 津城投”AAA 的信用等级。

**分析师**

高景楠　张宁

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

**优势**

1.跟踪期内，天津市经济和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2.跟踪期内，公司继续获得大规模政府资金支持；同时，公司权益规模进一步扩张，资本结构得以优化。

3.公司收入稳定增长，主业盈利能力相对稳定。

4.公司债务负担整体呈下降趋势，债务结构得以优化。

5.中国农业银行具备稳定的信用水平与很强的担保实力，其对“07津城投债”担保有助于增强当期企业债券本息偿付的安全性；“13津城投债/PR津城投”募投项目回购安排进一步为债券偿付提供保障。

**关注**

1.公司业务收入相对其资产规模仍偏小，整体盈利能力偏弱。

2.公司在建项目投资规模大，建设周期长，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“07 津城投债”和“13 津城投债/PR 津城投”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，为公司唯一股东及实际控制人。

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。

跟踪期内，公司实收资本无变化，截至2016年3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、财务中心、监察室、基础设施部、资产经营部、房地产部、审计部（法务部）、人力资源部、安全质量技术部和董事会办公室11个职能部门。

截至2015年底，天津城投合并资产总额6704.47亿元，所有者权益合计为2139.08亿元（其中少数股东权益191.70亿元）。2015年天津城投合并口径实现营业收入143.30亿元，利润总额23.35亿元。

截至2016年3月底，天津城投合并资产总额6769.52亿元，所有者权益合计为2179.58亿元（其中少数股东权益196.91亿元）。2016年1~3月天津城投合并口径实现营业收入28.87亿元，利润总额1.35亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅

较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

## 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各级政府的高度重视。近些年，全国各地区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唯一投资者。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。

2015 年全年，全国固定资产投资总额完成 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，

实际增长 11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551590 亿元，增长 10.0%。截至 2015 年底，中国城镇化率为 56.10%，较上年提高 1.33 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，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发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

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《2015 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，天津市全年实现地区生产总值（GDP）16538.19 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.3%。分三次产业看，第一产业增加值 210.51 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 7723.60 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 8604.08 亿元，增长 9.6%。三次产业结构为 1.3:46.7:52.00，服务业增加值比重首次超过 50%。

伴随着经济快速增长的是天津市财政实力逐年增强。2015 年全年一般公共预算收入 2666.99 亿元，增长 11.6%。其中，税收收入 1577.94 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 1039.28 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%。

2015 全年全社会固定资产投资 13065.86 亿元，增长 12.1%。其中，城镇投资 12352.23 亿元，增长 12.4%；农村投资 713.64 亿元，增长 6.9%。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 5093.47 亿元，增长 5.1%；第三产业投资 7163.85 亿元，增长 18.1%，比重达到 58.0%。实体投资 7846.45 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，分别增长 25.5%、48.1%、1.1 倍和 1.6 倍。

2014年12月，天津自由贸易区获批，2015年3月中共中央政治局审议通过天津自由贸易试验区总体方案，2015年4月中国（天津）自由贸易试验区（以下简称“天津自贸区”）正式挂牌。天津自贸区是北方第一个自贸区，将面向华北、东北、西北地区，带动辐射环渤海、京津冀地区。根据《中国（天津）自由贸易区试验区总体方案》（以下简称“《方案》”），天津自贸区119.9平方公里，分为天津机场片区、滨海新区中心商务片区和天津港片区。2015年天津市政府工作报告指出，天津自贸区将突出天津特色，与上海自贸区形成互补试验、对比试验，在服务京津冀协同发展和“一带一路”国家战略、发展实体经济、壮大融资租赁业等方面实现更大突破，着力打造转型升级新引擎、开放经济新动力、区域协同新平台、制度创新新高地。

公司在构建天津中心城区与滨海新区的综合交通体系建设中发挥着重要的作用：京津城际铁路、规划的地铁Z1线与滨海新区相连；已建成的津晋（天津东段）、威乌（天津西段）、京津、津宁、津港、荣乌、国道112线等高速公路，将建立起天津中心城区与滨海新区的快速道路网络；海河中游段的基础设施开发，将提升海河中游段的基础设施功能，使海河中游区

域成为沟通中心城区与滨海新区的纽带；此外，公司本部及下属子公司计划在滨海新区投资建设污水处理厂、地下通信管线等基础设施项目，将有利于滨海新区基础设施的进一步完善。公司承担的各类基础设施建设项目为滨海新区提供了完善的外围交通体系，改善了滨海新区的投资环境和生态环境，对促进滨海新区的开发开放，促进环渤海区域经济的一体化发展具有重要意义。

2015年8月12日，天津港国际物流中心区域内瑞海公司所属危险品仓库发生爆炸，爆炸给当地人民群众人身和财产造成了严重损失，可能会对天津港相关区域范围内企业生产及经营产生一定影响。但考虑到本次爆炸事故区域与公司经营范围重叠性不高，本次爆炸事故对公司经营影响小。

总体看，基础设施建设是国家产业政策重点支持的行业之一，天津市是中国四大直辖市之一，跟踪期内，天津市经济和财政实力进一步增强；并且根据天津市发展规划以及滨海新区的开发开放的需要，天津市政府将进一步加大城市基础设施建设的投资力度。公司面临着良好的产业政策和投资环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。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，出资比例占公司实收资本的100%。

### 2. 政府支持

2014年~2015年，天津市财政预算分别为公司所承建的公共项目安排资本性补助176.20亿元和295.50亿元（其中包括天津市政府通过发行政府债券置换公司约87.60亿元债务）；账务处理方面，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”。

另外，2014-2015年，公司获得财政补贴分别为17.74亿元和25.36亿元，反映在“营业外收入”科目。

总体看，跟踪期内公司继续获得大规模政府资金支持，天津市政府持续、稳定的支持也为公司未来发展提供了重要保障。

## 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、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主要业务板块未发生变化，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，并以城市路桥、水务、轨道交通和城市综合开发四大业务板块为主。

2015年，公司主营业务收入139.29亿元，同比增长13.45%，除轨道交通业务收入略有下降外，其他各板块收入均由不同程度增长。2015年，公司其他业务收入为31.98亿元，同比增长6.92%，主要来自租赁收入、建安收入、广告、物业及其他国有资产经营收入。

毛利率方面，2015年公司主营业务毛利率为22.71%，较2014年下降0.77个百分点。其中，收费公路及水务业务毛利率较高，2015年分别为51.03%和41.24%，水务业务毛利率有较大提升；轨道交通业务毛利率由2014年的-76.98%变为2015年的-115.65%，亏损程度进一步加大；海河综合开发业务毛利率与上年相比基本持平。

2016年1-3月，公司实现主营业务收入28.12亿元，占2015年全年的20.19%。

表1　2013~2015年及2016年1~3月公司主营业务收入构成（单位：亿元）

| 业务板块 | 业务内容 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 1~3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 城市路桥 | 收费公路 | 27.48 | 22.38% | 28.77 | 20.65% | 6.24 | 22.19% |
| 水务 | | 14.08 | 11.47% | 16.27 | 11.68% | 3.31 | 11.79% |
| 轨道交通 | | 6.69 | 5.45% | 6.20 | 4.45% | 1.24 | 4.40% |
| 城市综合开发 | 海河综合开发 | 28.00 | 22.81% | 30.00 | 21.54% | 3.75 | 13.34% |
| | 土地整理 | 0.44 | 0.36% | 0.79 | 0.57% | 0.15 | 0.53% |
| | 置业 | 16.18 | 13.17% | 25.28 | 18.15% | 6.34 | 22.55% |
| 其他 | | 29.91 | 24.36% | 31.98 | 22.96% | 7.09 | 25.21% |
| **合计** | | **122.78** | **100.00%** | **139.29** | **100.00%** | **28.12** | **100%** |

资料来源：公司提供

2. 主要板块运营情况

（1）城市路桥板块

公司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。

①收费公路

公司收费公路主要为高速公路。跟踪期内，公司高速公路通车里程未发生变化。截至 2016 年 3 月底，公司全资及控股已转固高速公路总里程合计 475.58 公里，已通车的全资、控股及参股高速公路总里程合计 981.31 公里，全部为经营性收费高速公路，约占天津市高速通车总里程约 86%，其中绝大部分为国高网在天津市内路段。目前，公司正在建设国道 112 线天津东段及其延长线、津宁、塘承一期、京秦、唐津扩建以及蓟汕高速、唐廊一期等多条高速公路。2015 年，公司收费公路收入继续稳定增长，且收费公路业务保持较高的毛利率水平。

总体看，公司高速公路资产质量优良，城市路桥业务收入稳定增长，毛利率水平高，可为公司带来持续稳定的现金流入。

②城市快速路

公司城市快速路项目运营模式分为代建模式和政府回购模式。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。

其中，快速路一期工程采用代建模式，公司受天津市建委委托，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。快速路一期工程预计总投资 312 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计完成投资 305.75 亿元。

快速路二期及天津大道项目采用政府回购模式，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公司签订政府回购协议对项目进行一次性或分期采购，公司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。快速路二期工程项目总投资 160.87 亿元，截至 2016 年 3 月底公司累计完成投资 70.91 亿元。针对该项目，公司与天津市建委于 2012 年 11 月签订了政府回购协议，依据回购协议的约定，天津市建委向公司回购该等项目工程，同时，天津市建委将从 2014 年至 2023 年分期向公司支付共计 210.63 亿元的政府回购款，其中 2014 年和 2015 年应回购金额分别为 7.24 亿元和 7.24 亿元，截至目前公司共收到 3.35 亿元。

天津大道项目已于 2008 年底开工，目前已通车。项目总投资 80.99 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司累计已投资 64.76 亿元。天津大道

项目政府回购协议总金额为106.74亿元，该项目还款期自2013年至2019年。采购总金额将覆盖项目建设成本、日常运营支出、财务费用以及一定的利润。根据项目回购协议，该项目2013年~2015年应收回购款分别为4亿元、6亿元和8亿元，截至目前公司尚未收到回购款。

③管网及路网建设

管网及管网建设业务主要运营模式为：公司受天津市建委委托，承担项目的建设任务和融资任务。项目建设期内，由天津市财政局向公司拨付项目资本金，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，用于归还工行专项贷款。截至2016年3月底，公司管网建设项目累计完成投资额316.29亿元，累计收到财政拨款173.60亿元。

（2）水务板块

公司从事水务及相关配套设施投资、建设、经营和管理的为下属二级控股子公司创业环保。创业环保作为天津市从事水务投资、建设和经营并在A股和H股市场同时挂牌的上市公司，其主营业务在天津地区有着明显的优势，业务覆盖污水处理厂设计、建设、运营，自来水生产、再生水和环保设备等领域，是一个跨区域、多业务发展的国内领先的专业水务投资运营商。截至2015年底，创业环保污水处理规模308万立方米/日（含委托运营），自来水生产规模20万立方米/日，再生水生产规模19万立方米/日。2015年公司实现含自来水及中水处理收入在内的水务业务收入16.27亿元，较上年增长15.60%，水务业务毛利率为41.24%。

总体看，水务业务发展稳定，盈利能力强。

（3）轨道交通

公司轨道交通业务包括轨道建设、运营业务以及交通枢纽工程建设，由下属子公司天津轨道交通集团有限公司运营。

公司轨道建设以及运营业务的具体经营模式为：项目建设期内，在项目资金的筹集上，由天津市政府投入50%左右的资本金，通过银行贷款、发行债券等方式筹措另外约50%的建设资金，政府未来每年向该公司拨付专项资金偿付到期债务本息，项目建成后，由地铁公司负责建成线路的日常运营以及管理工作。公司目前已建成通车项目为地铁1、2、3、9号线，合计通车里程约130.5公里。在建地铁项目主要为：5号线、6号线、地铁1号线东延及4号线南段，合计总投资963.15亿元，截至2016年3月底已累计完成投资392.11亿元。2015年及2016年1季度，公司分别实现轨道交通收入6.20亿元和1.24亿元。

公司交通枢纽工程主要采取代建模式，由财政拨付项目资本金以及规划国开行专项贷款。目前，公司主要在建交通枢纽项目包括：西站交通枢纽、天津站交通枢纽、文化中心交通枢纽和机场交通枢纽工程。上述项目预计总投资326.66亿元，截至2016年3月底已累计完成投资251.54亿元。

总体来看，公司轨道交通业务区域垄断性强，但由于具有一定公益性，轨道交通业务仍处于亏损状态。

（4）城市综合开发板块

①海河综合开发

公司之全资子公司——天津市海河建设发展投资有限公司（以下简称“海河公司”）负责海河综合开发区域42平方公里区域内的建设及服务。该板块收入包含两部分：海河公司作为建设受托方承担基础设施建设任务，项目完成后，根据基础设施项目总投资由天津市建委与公司签订采购协议，由天津市建委采购，依据协议约定，天津市建委将从2008年至2017年分10年，分期向公司支付共计195.33亿元的政府采购款，2013~2015年，公司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，截至2015年底，实际收到政府采购款50.00亿元，累计应收政府采购款117.01亿元；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，作为公司海河流域综合

建设服务收入，2013~2015 年，公司海河流域综合建设服务收入分别为 2.00 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元。

②土地整理

根据《关于规范市区土地收购储备工作的通知》（规国市字[2004]2174号）精神，天津市土地整理中心对于天津市土地出让金实行集中管理，土地出让后，天津市土地整理中心提取出让金中包含的土地收购整理成本，返还给土地整理单位，另外还按照土地整理成本0.8%支付公司土地整理管理费，计入公司的主营业务收入。

2013~2015 年，公司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。

③置业

在高速、地铁以及其他基础设施类主营业务的开展过程中，为综合利用基础设施服务资源，增加公司综合收益，公司在部分开展基础设施建设的区域适度经营少量的地产业务。

目前公司共有8个已完工在售项目，5个在建项目。2013~2015年以及2016年1~3月公司房地产销售收入为12.04亿元、16.18亿元、25.28亿元和6.34亿元。

总体看，海河综合开发项目处于回购期，每年为公司带来较大收入规模；置业业务受房地产市场波动影响具有一定不确定性。

3.未来投资

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、金融城等基础设施建设项目的续建工作，截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目计划总投资为 3161.88 亿元，已投资 2315.39 亿元，未完成投资额为 846.49 亿元，公司面临一定的融资压力。

表2　公司目前主要项目投资情况（单位：亿元）

| 序号 | 项目名称 | 总投资 | 已完成投资 | 项目批文 | 资本金比例 | 到位金额 | 土地获得方式 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 地铁 2 号线 | 123.33 | 125.55 | 发改投资[2006]1168 号 | 46% | 57.75 | 划拨 |
| 2 | 地铁 3 号线 | 135.20 | 151.47 | 发改投资[2006]3000 号 | 46% | 69.68 | 划拨 |
| 3 | 地铁 5 号线 | 258.22 | 141.54 | 发改基础[2012]1660 号 | 50% | 70.771 | 划拨 |
| 4 | 地铁 6 号线 | 398.15 | 182.64 | 发改基础[2012]1660 号 | 50% | 91.32 | 划拨 |
| 5 | 地铁 1 号线东延 | 119.83 | 40.18 | 发改基础[2013]2406 号 | 50% | 20.09 | 划拨 |
| 6 | 地铁 4 号线南段 | 186.95 | 27.75 | 发改基础[2012]202 号 | 50% | 13.88 | 划拨 |
| 7 | 文化中心地下交通枢纽工程 | 69.85 | 41.41 | 津发改城市[2011]1027 号 | 50% | 20.71 | 划拨 |
| 8 | 快速路一期 | 312.00 | 305.75 | 津发改基础[2007]751 号 | 21% | 64.21 | 划拨 |
| 9 | 国道 112 线天津东段及延长线 | 107.75 | 121.20 | 津发改基础[2006]894 号、津发改基础[2007]971 号 | 35% | 42.42 | 划拨 |
| 10 | 津宁高速公路工程 | 52.58 | 40.90 | 津发改基础[2007]863 号 | 35% | 14.32 | 划拨 |

| 序号 | 项目名称 | 总投资 | 已完成投资 | 项目批文 | 资本金比例 | 到位金额 | 土地获得方式 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 11 | 塘承高速公路 | 61.76 | 57.04 | 津发改基础[2007]862 号 | 35% | 19.96 | 划拨 |
| 12 | 海河基础设施 | 196.20 | 169.57 | 津发改基础[2004]548 号 | 20% | 33.91 | 划拨 |
| 13 | 天津大道 | 80.99 | 64.76 | 津发改基础[2008]617 号 | 35% | 22.67 | 划拨 |
| 14 | 天津西站交通枢纽市政公用配套工程 | 114.00 | 129.20 | 津发改基础[2009]104 号 | 35% | 45.22 | 划拨 |
| 15 | 天津站交通枢纽工程 | 105.84 | 63.78 | 建计[2009]163 号 | 25% | 15.95 | 划拨 |
| 16 | 城市道路管网工程 | 343.00 | 316.29 | 建计[2003]1068 号、建计[2006]335 号 | 33% | 104.38 | 划拨 |
| 17 | 天津滨海国际机场扩建配套交通中心工程 | 36.97 | 17.15 | 津发改城市[2011]1398 号 | 50% | 8.58 | 划拨 |
| 18 | 塘承高速公路二期 | 32.72 | 26.81 | 津发改许可[2011]176 号 | 25% | 6.70 | 划拨 |
| 19 | 京秦高速 | 45.36 | 44.13 | 津发改许可[2011]227 号 | 25% | 11.03 | 划拨 |
| 20 | 唐津高速公路（津塘公路-荣乌高速）扩建工程 | 32.25 | 27.79 | 津发改许可[2011]83 号 | 25% | 6.95 | 划拨 |
| 21 | 唐津高速公路（塘承高速-津塘公路）扩建工程 | 18.63 | 16.53 | 津发改许可[2011]80 号 | 25% | 4.13 | 划拨 |
| 22 | 唐津高速公路（河北省南界-塘承高速）扩建工程 | 20.03 | 18.00 | 津发改许可[2011]104 号 | 25% | 4.50 | 划拨 |
| 23 | 津南污水处理厂 | 20.66 | 13.83 | 津发改城市[2011]1542 号 | 25% | 3.25 | 划拨 |
| 24 | 津南再生水厂 | 2.60 | 1.90 | 津发改城市[2011]1617 号 | 29% | 0.50 | 划拨 |
| 25 | 蓟汕高速公路南段 | 78.63 | 52.06 | 津发改许可[2013]80 号 | 25% | 13.02 | 划拨 |
| 26 | 蓟汕高速公路北段 | 53.47 | 39.90 | 津发改许可[2013]181 号 | 25% | 9.98 | 划拨 |
| 27 | 唐廊高速公路一期 | 46.31 | 37.80 | 津发改许可[2012]18 号 | 25% | 9.45 | 划拨 |
| 28 | 侯台地区配套基础设施一期工程 | 108.60 | 40.46 | 津建计[2014]116 号 | 30% | 12.14 | 划拨 |
| **总计** | | **3161.88** | **2315.39** | - | - | - | - |

资料来源：公司提供

## 八、财务分析

公司对 2015 年期初数进行了重大前期差错更正，主要为对可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程和工程物资等科目间的调整，对资产总额、负债总额及权益整体影响不大，故本报告采用公司科目调整后的 2013 年~2015 年三年连审合并财务报表。该三年连审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。公司 2016 年 1 季度财务报表未经审计。

2015 年，公司合并范围增加了天津轨道交通集团（香港）有限公司和天津城轨职业培训中心，减少了天津泽淼资产管理公司、天津市地方铁路局工贸公司、天津市高速公路养护有限公司、天津海河教育园区投资开发有限公司和天津子牙循环经济产业投资发展有限公司。2016 年 3 月末，合并财务报表范围与 2015 年底相比增加了 1 家，为天津城投创展租赁有限公司。2015 年及 2016 年 1 季度公司合并范围新增或减少子公司规模较小，对公司财务报告可比性影响小。

截至2015年底，天津城投合并资产总额6704.47亿元，所有者权益合计为2139.08亿元（其中少数股东权益191.70亿元）。2015年天津城投合并口径实现营业收入143.30亿元，利润总额23.35亿元。

截至2016年3月底，天津城投合并资产总额6769.52亿元，所有者权益合计为2179.58亿元（其中少数股东权益196.91亿元）。2016年1~3月天津城投合并口径实现营业收入28.87亿元，利润总额1.35亿元。

### 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。

2015年，公司实现营业收入143.30亿元，同比增长13.34%，除轨道交通业务收入略有下降外，其他业务收入均呈不同程度的增长。2015年营业成本109.98亿元，同比增长15.17%，增幅略高于收入增幅。受此影响，公司营业利润率较上年下降3.18个百分点，为17.38%。

2015年，公司三项期间费用占营业收入的比重为32.35%，较上年略有上升，期间费用尤其是财务费用对公司利润侵蚀较大。2015年，公司实现公允价值变动收益和投资收益分别为6.38亿元和9.50亿元，系投资性房地产公允价值变动收益及长期股权投资收益，该类收益对公司利润影响大。

2015年，公司营业利润为-5.98亿元，利润总额对政府补助收入依赖大。2014-2015年公司获得营业外收入分别为26.54亿元和29.96亿元；利润总额分别为22.17亿元和23.35亿元。

2015年公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.82%和0.84%，较上年分别上升0.1个和0.04个百分点，但整体盈利能力仍较低。

2016年1~3月，公司实现营业收入28.87亿元、利润总额1.35亿元；营业利润率19.09%。

由于政府补贴在每年年底确认、建筑施工等业务受季节影响导致公司各季度收入利润分布不均衡。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.87 亿元；利润总额 1.35 亿元，较上年同期的 1.27 亿元有所增长；营业利润率为 19.09%，较上年同期上升 1.4 个百分点。

总体看，跟踪期内公司收入及利润规模有所增长，但整体盈利能力仍较弱。

### 2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年公司经营活动现金流入259.64亿元，同比增长25.46%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为190.70亿元，

同比增长48.44%，主要系公司2015年土地整理返还资金增加及房地产销售增加所致，公司现金收入比由上年的101.60%上升至133.07%；收到其他与经营活动有关的现金66.53亿元，同比增长6.10%。2015年，公司经营活动现金流出210.54亿元，与2014年流出规模基本持平，其中购买商品、接受劳务支付的现金111.84亿元，支付其他与经营活动有关的现金61.55亿元。2015年，公司经营活动现金净流量由净流出转为净流入49.10亿元，经营性现金流状况好转。

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），2015年收到的其他与投资活动有关的现金为222.40亿元，较上年大幅增长101.17%。2015年公司投资活动现金流出398.69亿元，同比增长30.80%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，系公司继续保持大规模的项目投入所致。2015年，公司投资活动继续呈大规模净流出，净流出额为170.55亿元。公司经营获现不能满足项目投资需求，对财政资金及外部融资的依赖性大。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入1291.66亿元，来源主要为财政资金划拨及债务融资；筹资活动现金流出1213.94亿元，主要为偿还债务融资本金及利息。2015年公司筹资活动净现金流表现为净流入77.72亿元。

2016年1-3月，公司经营活动净现金流呈净流出状态，为-22.67亿元，现金收入比为73.89%；公司作为天津市基础设施项目的投资和建设主体，近年来在天津市大城市建设进程不断加快的背景下，所承担的各类项目较多、投资规模较大，导致其投资活动现金流量净额继续表现为净流出，规模为-43.48亿元；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，当期由于公司偿还了大量借款，筹资活动产生的现金流量净额为-15.29亿元。

总体看，跟踪期内经营性资产自身现金生成能力整体有所提高，公司经营性现金流状况有所好转，但受公司投资项目规模大影响，财政划拨资金和大规模的银行借款仍为公司滚动发展所需资金的主要来源。

3. 资本及债务结构

**资产**

2015 年底，公司资产规模小幅增长 1.91%，达到 6704.47 亿元。资产结构与上年相比基本一致，流动资产占 32.17%，非流动资产占 67.83%。

2015 年底，公司流动资产同比增长 1.75%，为 2156.96 亿元。流动资产以存货、其他流动资产、货币资金和应收款项（应收账款+其他应收款）为主，占比分别为 43.26%、20.14%、14.68%和 19.99%。

2015 年，公司货币资金 316.56 亿元，同比下降 13.06%，其中银行存款占比 99.85%，银行存款中无使用受限资金。

2015 年底公司应收账款 171.73 亿元，同比微增 0.45%，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、应收天津市水务局污水处理费 9.53 亿元，应收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，公司应收账款主要为对天津市政府部门应收款项，回收风险较小；其他应收款 259.39 亿元，同比增长 25.14%，主要是应收天津市财政局、天津市排水公司、天津市土地整理中心等款项，回收风险较小。2015 年底，公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计 431.12 亿元，规模较大，对公司资金形成一定占用。

截至 2015 年底，公司存货 933.17 亿元，同比增长 2.63%，其中开发成本占 97.54%，主要为土地整理形成的土地储备，公司土地储备规模大、价值高，跌价风险较小，2015 年底公司仅对工程施工提取了 905.09 万元跌价准备。

表3 截至2015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 |
|---|---|---|---|
| 天津市财政局 | 36.79 | 14.18 | 借款、往来款、利息、融资租赁前期费 |
| 天津市排水公司 | 30.49 | 11.76 | 借款 |
| 天津市土地整理中心 | 22.96 | 8.85 | 拆迁工程款 |
| 津南区土地整理中心 | 22.18 | 8.55 | 借款 |
| 天津市开发区财政局 | 20.98 | 8.09 | 补贴款、利息 |
| **合 计** | **133.40** | **51.43** | |

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司其他流动资产 434.50 亿元，与上年底基本持平，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，公司其他流动资产质量高。

截至 2015 年底，公司非流动资产 4547.52 亿元，同比增长 1.98%。其中，可供出售金融资产 157.49 亿元，同比增长 8.61%，系因子公司轨道交通集团增加对津保铁路的投资所致；长期股权投资 114.25 亿元，同比增长 8.01%，主要系对合营企业投资增加 13.28 亿元所致；投资性房地产 192.32 亿元，同比增长 1.04%，全部为房屋和建筑物；固定资产 665.49 亿元，同比下降 5.54%，主要系公司通过融资租赁出售回租固定资产导致路桥资产减少所致，公司固定资产净额中路桥资产、土地、房屋及构筑物和地铁 1 号线分别占 77.30%、7.32%和 14.35%，公司非经营性路桥资产不计提折旧，截至 2015 年底，公司累计计提折旧 91.29 亿元；在建工程 3325.39 亿元，同比增长 4.04%，主要系工程项目投入增长所致；无形资产 66.05 亿元，主要为特许经营权；其他非流动资产 15.08 亿元，主要为委托贷款。

截至 2016 年 3 月底，截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 6769.52 亿元，较 2015 年底增长 0.97%，变化较小；公司受限资产对应的借款余额为 672.05 亿元，受限资产主要由土地、在建工程、道路收费权等构成。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模平稳增长；受投资规模大影响，货币资金规模下降，但仍较为充裕；应收款项及存货规模大，对资金形成占用。

**所有者权益**

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 2139.08 亿元，较上年末增长 4.42%，主要来自资本公积的增加。2015 年底公司资本公积较上年底增加 137.69 亿元，增长 14.06%，主要是由于财政拨付项目资金所致。截至 2015 年底，公司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。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计2179.58亿元，较2015年底增长4.42%，主要系资本公积增加所致。

总体看，跟踪期内公司权益规模进一步扩张，权益稳定性较好。

**负债**

截至2015年底，公司负债总额4565.39亿元，同比微增0.78%，负债结构仍以非流动负债为主，占86.42%。截至2015年底，公司流动负债619.92亿元，主要为：一年内到期的非流动负债（299.59亿元）、其他流动负债（86.40亿元）、预收款项（62.53亿元）、应付账款（52.19亿元）、短期借款（45.14亿元）和其他应付款（45.98亿元）。其中，其他流动负债主要为未到期的短期融资债券，本报告将其调整入短期债务及相关指标核算。截至2015年底，公司非流动负债3945.48亿元，同比增长6.35%，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。其中，长期应付款2015年底为293.18亿元，以融资租赁费为主（264.65亿元），本报告将其调入长期债务及相关指标核算；专项应付款118.06亿元，较上年净增加93.05亿元，专项应付款全部为财政专项拨款。

截至2015年底，公司全部债务规模较上年微降1.35%，为4201.30亿元，长期债务占比由85.43%上升至89.74%，债务结构进一步优化。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均较上年略有下降，分别为68.09%、66.26%和63.80%。

截至2016年3月，公司负债总额4589.94亿元，较2015年底增长0.54%。从构成来看，公司流动负债占12.54%，非流动负债占87.46%，结构较2015年底变化不大。债务规模4227.67亿元，较上年底变化不大；资产负债率和全部债务资本化比率继续下降至67.80%和65.98%，长期债务资本化比率为63.83%，与上年持平。

总体看，跟踪期内公司债务规模及债务负担均呈下降趋势，债务结构进一步优化，符合行业特点。

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行的大额贷款在同期的“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，2014年底分别为258.40%和147.56%，2015年底分别为347.94%和197.41%，2016年3月底上述指标进一步上升至372.33%和199.99%；由于2015年公司经营活动现金流量净额由负转正，使得公司经营现金流动负债比由-0.60%上升至7.92%。跟踪期内公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA保持增长。且由于公司全部债务略有下降，2015年全部债务/EBITDA由上年的66.54倍下降至58.96倍。同时公司拥有的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，均对公司整体偿债能力形成支撑。

在或有负债方面，截至2016年3月底，公司对集团外担保为330.78亿元，担保比率为15.18%，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担保59亿元，天津海河金岸投资建设开发有限公司29.51亿元。目前被担保单位经营正常，公司或有负债风险较低。

截至2016年3月底，公司获得的主要授信额度为4632.02亿元，未使用额度为2108.44亿元。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。

截至2016年3月底，公司子公司安国创业水务有限公司涉及1笔6000万元未决诉讼（仲裁）。目前，公司自来水项目已移交至安国市政府；污水项目暂由公司按原协议运营，运营及收费情况正常。其他中间裁决正在执行过程中，尚未有仲裁结果。公司诉求的支付所欠供水服务费及投资补偿，尚未有仲裁结果。

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，截至2016年6月16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。

## 九、债券偿还能力分析

截至本报告发布日，公司本部存续期内的企业债合计 92 亿元。

2015 年公司 EBITDA 为 71.26 亿元，为存续期内的企业债的 0.77 倍，对存续期内企业债合计本金的保障能力较弱。2015 年公司经营活动现金流入量为 259.64 亿元，为存续期内的企业债的 2.82 倍，对存续期内企业债合计本金的覆盖程度较好；2015 年公司经营活动现金流量净额为 49.10 亿元，为存续期内的企业债的 0.53 倍。由于公司获得的财政资金在“收到其他与

投资活动有关的现金”中体现，尚未在经营活动中反映，而财政资金是公司较为稳定的现金流，考虑该因素后，2015 年公司“经营活动产生的现金流入量＋收到其他与投资活动有关的现金”合计 482.04 亿元，为存续期内的企业债的 5.24 倍，对存续期内的企业债保障程度较高。

此外，考虑到，“07 津城投债”为一次还本；“13 津城投债/PR 津城投”分次还本，其中 2016-2019 年每年分别偿还发行规模的 10%，2020-2023 年每年分别偿还发行规模的 15%。单年度最高还本金额发生在 2017 年，需偿还企业债本金合计 20 亿元。2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动净现金流量分别为单年度企业债最高还本额的 3.56 倍、12.98 倍和 2.46 倍。因此待偿还企业债偿还期限分布较为分散，公司对上述债券分期偿还金额的保障能力好。

1. 07津城投债

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]1246 号”文批准，公司于 2007 年 6 月 11 日发行人民币债券 12 亿元，债券简称“07 津城投债”，债券期限为 10 年，采用固定利率。本期债券付息情况正常。

本期债券募集资金全部用于“海河基础设施项目”，“海河基础设施项目”是滨海新区开发以及天津市城市建设的重点工程之一，总投资预计196.20元。截至2016底3月底，累计完成投资169.57亿元。

“07 津城投债”由中国农业银行授权天津市分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中国农业银行主体长期信用等级为 AAA，担保实力强，进一步提升了“07 津城投债”本息偿还的安全性。

2. 13津城投债/PR津城投

经国家发展和改革委员会“发改财金[2013]158 号”文批准，公司于 2013 年 2 月 26 日发行人民币债券 80 亿元，期限 10 年的公司债券，债券简称分别为“13 津城投债/PR 津城投”，采用固定利率，分次还本。

本期债券募集资金的 80 亿元用于快速路系统二期项目—外环线东北部调线工程、津蓟快速路工程、志成道延长线工程的建设。项目总投资额合计 160.87 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计完成投资 70.91 亿元。

针对以上三个项目，公司与天津市建委于 2012 年 11 月签订了《快速路系统二期项目-外环线东北部调线工程政府回购协议》、《快速路系统二期项目-津蓟快速路工程政府回购协议》和《快速路系统二期项目志成道延长线工程政府回购协议》，依据此回购协议的约定，天津市建委向发行人回购该等项目工程，同时，天津市建委将从 2014 年至 2023 年分期向公司支付共计 210.63 亿元的政府回购款，截至本报告日期，公司共收到 3.35 亿元。针对本期 80 亿元债券本息的偿付，公司设立了监管账户，主要用于接收政府回购项目的回款，同时该账户也是本期债券偿债付息专项账户。监管账户接受监管银行中国银行股份有限公司天津市分行的监管。

总体来看，目前公司经营活动产生的现金流入量以及财政补贴资金规模较大，对公司分期偿还企业债本金的覆盖倍数高，募投项目回购资金为本期债券偿债资金提供了进一步的保障。

## 十、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“07 津城投债”和“13津城投债/PR津城投”AAA 的信用等级。

# 附件 1　主要财务数据及指标

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 资产总额(亿元) | 5403.08 | 6578.86 | 6704.47 | 6769.52 |
| 所有者权益(亿元) | 1630.11 | 2048.62 | 2139.08 | 2179.58 |
| 短期债务(亿元) | 452.56 | 620.39 | 431.20 | 381.95 |
| 长期债务(亿元) | 3076.86 | 3638.25 | 3770.11 | 3845.72 |
| 全部债务(亿元) | 3529.41 | 4258.64 | 4201.30 | 4227.67 |
| 营业收入(亿元) | 103.02 | 126.44 | 143.30 | 28.87 |
| 利润总额(亿元) | 21.27 | 22.17 | 23.35 | 1.35 |
| EBITDA(亿元) | 63.46 | 64.01 | 71.26 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -110.16 | -4.91 | 49.10 | -22.67 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 0.86 | 0.87 | 0.84 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.08 | 0.11 | 0.12 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.02 | 0.02 | 0.02 | -- |
| 现金收入比(%) | 102.32 | 101.60 | 133.07 | 73.89 |
| 营业利润率(%) | 35.03 | 20.56 | 17.38 | 19.09 |
| 总资本收益率(%) | 0.90 | 0.72 | 0.82 | -- |
| 净资产收益率(%) | 0.99 | 0.80 | 0.84 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 65.37 | 63.98 | 63.80 | 63.83 |
| 全部债务资本化比率(%) | 68.41 | 67.52 | 66.26 | 65.98 |
| 资产负债率(%) | 69.83 | 68.86 | 68.09 | 67.80 |
| 流动比率(%) | 282.05 | 258.36 | 347.94 | 372.33 |
| 速动比率(%) | 153.89 | 147.54 | 197.41 | 199.99 |
| 经营现金流动负债比(%) | -17.21 | -0.60 | 7.92 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 55.62 | 66.54 | 58.96 | -- |

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 2015 年对部分科目进行了重大前期差错更正，本报告采用公司 2013-2015 年三年连审审计报告；公司 2016 年 1 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%<br>（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　主体长期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 |

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用。