

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1052 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“13津城建MTN1”、“13津城建MTN2”、“14津城建MTN001”、“14津城建MTN002”和“15津城建MTN001” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十九日



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

中期票据跟踪评级报告

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
13 津城建 MTN1	44 亿元	2013/4/16~2018/4/16	AAA	AAA
13 津城建 MTN2	22 亿元	2013/5/21~2020/5/21	AAA	AAA
14 津城建 MTN001	44 亿元	2014/4/23~2021/4/23	AAA	AAA
14 津城建 MTN002	30 亿元	2014/10/29~2021/10/29	AAA	AAA
15 津城建 MTN001	40 亿元	2015/4/23~2022/4/23	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	363.09	268.09	364.27	321.14
资产总额(亿元)	4909.85	5402.90	6578.67	6710.55
所有者权益(亿元)	1518.86	1630.13	2048.63	2094.10
长期债务(亿元)*	2805.50	3076.86	3638.25	3452.06
全部债务(亿元)*	3139.34	3529.41	4258.64	4058.50
营业收入(亿元)	105.62	103.22	126.44	26.26
利润总额(亿元)	21.32	21.28	22.17	1.27
经营性净现金流(亿元)	-146.79	-110.16	-4.91	-19.70
EBITDA(亿元)	63.02	63.46	64.00	--
营业利润率(%)	36.73	35.00	20.56	17.69
净资产收益率(%)	1.20	0.99	0.80	--
资产负债率(%)*	69.07	69.83	68.86	68.79
全部债务资本化比率(%)	67.39	68.41	67.52	65.96
流动比率(%)	344.49	282.11	258.40	256.70
全部债务/EBITDA(倍)*	49.82	55.62	66.54	--
经营现金流流动负债比(%)	-29.00	-17.21	-0.60	--

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), 2014 年对部分会计科目根据会计准则做出调整, 2012 年及 2013 年数据为追溯调整数据; 公司 2015 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;跟踪期内由于合并天津轨道交通集团有限公司(以下简称“轨道集团”),公司资产、权益和收入均有不同程度的提升;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。

“13 津城建 MTN1”、“13 津城建 MTN2”、“14 津城建 MTN001”、“14 津城建 MTN002”和“15 津城建 MTN001”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“13 津城建 MTN1”、“13 津城建 MTN2”、“14 津城建 MTN001”、“14 津城建 MTN002”和“15 津城建 MTN001”AAA 的信用等级。

分析师

程晨 高景楠

lianhe@lhratings.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. 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. 跟踪期内，公司合并轨道集团，带来资产、权益和收入均有不同程度提升。

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，盈利能力偏弱。
2. 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，对天津市财政资金及外部融资需求较高。

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“13 津城建 MTN1”、“13 津城建 MTN2”、“14 津城建 MTN001”、“14 津城建 MTN002”和“15 津城建 MTN001”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2015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、监察室、项目前期部、资产经营部、计划统计部、财务中心、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、董事会办公室等14个职能部门。

截至2014年底，天津城投合并资产总额6578.67亿元，所有者权益合计为2048.63亿元（其中少数股东权益280.17亿元）。2014年天津城投合并口径实现营业收入126.44亿元，利润总额22.17亿元。

截至2015年3月底，天津城投合并资产总额

6710.55亿元，所有者权益合计为2094.10亿元（其中少数股东权益281.47亿元）。2015年1~3月天津城投合并口径实现营业收入26.26亿元，利润总额1.27亿元。

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：李宝钺。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本

级) 75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具, 创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。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, 并将带动基础设施建设等投资, 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。

2014 年全年, 全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元, 比上年增长 15.3%。其中电水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资 4.63 万亿元, 同比增长 23.6%。截至 2014 年底, 中国城镇化率为 54.77%, 较上年提高 1.04 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, 逐步形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《2014年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年天津市全市实现地区生产总值(GDP)15722.47亿元，按可比价格计算，比上年增长10.0%。分三次产业看，第一产业增加值201.53亿元，增长2.8%；第二产业增加值7765.91亿元，增长9.9%；第三产业增加值7755.03亿元，增长10.2%。三次产业结构为1.3:49.4:49.3。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强，2014年，天津市全年一般公共预算收入2390.02亿元，增长15.0%。其中，税收收入1486.55亿元，增长13.5%，比重达到62.2%。从主体税种看，增值税252.80亿元，增长11.9%；营业税478.47亿元，增长12.6%；企业所得税234.69亿元，增长15.1%。

2014年天津市投资总量保持快速增长，投资结构继续优化。2014年全年天津市全社会固定资产投资11654.09亿元，增长15.1%，连续七年增量超过1000亿元。其中，城镇投资10986.50亿元，增长15.3%；农村投资667.59亿元，增长12.6%。在城镇投资中，第一产业投资75.50亿元，增长18.8%；第二产业投资4845.20亿元，增长15.1%；第三产业投资6065.80亿元，增长15.4%，占城镇投资的55.2%。三次产业投资结构为0.7:44.1:55.2。第三产业对城镇投资增长的贡献率为55.5%，优势产业投资占工业投资的比重达到91.3%。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. 政府支持

2012年~2014年，天津市政府通过市财政向公司划拨资金合计297.58亿元（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22.29亿元，城市基础设施配套费42.66亿元，土地出让金政府净收益208.48亿元，其他24.15亿元；2012年~2014年，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46.00亿元。

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

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，对公司 2014 年财务报表产生影响。

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，此事项为公司合并范围相应增加资产和权益，公司轨道交通板块增加津滨轻轨相关路产，带动收入有所增加。津滨轻轨包括津滨轻轨和地铁九号线（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%。

表1 轨道交通集团财务信息（亿元）

项目	2013 年	2014 年
资产合计	1713.76	1902.73
负债合计	1018.20	911.57
营业收入	23.68	24.19
净利润	6.51	4.07
经营活动现金流量	-21.41	-2.82

资料来源：公司提供

七、经营分析

截至 2014 年底，公司主要在建项目总投资 3190.56 亿元，累计已完成投资 2282.67 亿元，详见表 2。

表2 公司目前主要项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2014 年底末已投资	2014 年完成投资
地铁 2 号线	123.33	125.55	0.00
地铁 3 号线	135.20	151.47	6.00
地铁 5 号线	258.22	111.61	28.09
地铁 6 号线	398.15	129.76	34.09
文化中心地下交通枢纽工程	69.85	40.75	0.20
快速路	282.00	304.15	2.55
津港高速一期	37.95	36.09	0.00
国道 112 线天津东段及延长线	107.75	121.20	6.29
津宁高速公路工程	49.00	40.90	0.00
塘承高速公路	59.00	57.04	0.00
海河基础设施	196.20	224.88	6.18
天津大道	82.24	64.76	0.00
天津西站交通枢纽市政公用配套工程	114.00	128.34	1.04
北洋园一期基础设施工程	78.30	47.17	0.00
北洋园一期综合配套工程	51.52	36.93	0.00
子牙循环经济产业区道路及附属工程	67.75	17.70	0.16
天津站交通枢纽工程	105.84	63.78	0.00
城市道路管网工程	343.00	294.42	35.38
天津滨海国际机场扩建配套交通中心工程	34.95	16.79	1.77
塘承高速公路二期	32.72	26.81	11.17
京秦高速	45.36	24.60	11.32
唐津高速公路（津塘公路-荣乌高速）扩建工程	32.25	27.79	7.97

唐津高速公路（塘承高速-津塘公路）扩建工程	18.63	16.53	3.93
唐津高速公路（河北省丰南界-塘承高速）扩建工程	20.03	18.00	3.97
津南污水处理厂	20.66	12.64	0.75
津南再生水厂	2.60	1.71	0.28
外环线东北部调线	98.44	34.47	13.22
志成道延长线	30.22	15.31	4.00
津蓟快速路	32.21	0.60	0.10
京津塘	28.85	17.48	17.48
侯台项目	108.00	30.10	15.30
蓟汕北段	51.50	12.81	12.81
蓟汕南段	74.84	30.53	14.44
合计	3190.56	2282.67	238.49

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、工行、中国人寿债权投资计划等贷款资金；以及通过资本市场发行债券进行直接融资。截至2014年底，公司有息债务余额4258.64亿元，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年底，公司主要在建项目的未完成投资额为908.48亿元，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、置业等业务经营性资产增加带动，以及公司合并轨道集团带来的轨道收入增加，公司主营业务收入规模持续快速增长。2012年~2014年，公司实现主营业务收入分别为99.80亿元、100.28亿元和122.78亿元，三年复合增长10.92%，2015年1~3月，公司实现主营业务收入26.28亿元。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56%以上，以上三项是公司经营收入的主要来源。2014年，随着轨道交通集团划入，公司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。2014年，公司其他业务收入29.92亿元，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。2014年公司其他业务收入增加原因为其中建安收入较上年1.82亿元增加至15.56亿元。

表3 公司2012~2015年3月主营业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	业务内容	2012年		2013年		2014年		2015年1~3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	26.41	26%	27.45	27%	26.81	22%	5.28	20%
水务		14.04	14%	14.12	14%	14.30	12%	3.41	13%
轨道交通		1.51	2%	2.60	3%	6.69	5%	2.01	8%

城市综合开发	海河综合开发	25.00	25%	27.00	27%	28.00	23%	7.00	27%
	土地整理	0.73	1%	0.82	1%	0.44	0%	0.35	1%
	置业	17.37	17%	12.04	12%	16.28	13%	1.60	6%
	其他	14.74	15%	16.25	16%	29.92	24%	6.63	25%
合计		99.80	100%	100.28	100%	122.78	100%	26.28	100%

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2012 年~2014 年三年连审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。公司自 2013 年起，实行企业会计准则（2006）编制报表。2014 年，由于财政部相继修订及颁布了《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》等一系列会计准则，由于上述会计准则的修订及颁布，公司需对原会计政策进行相应变更及追溯调整，2012 年及 2013 年数据为追溯调整数据。公司 2015 年 1~3 月财务报表未经审计。

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，公司合并报表范围增加了天津市蓟汕高速公路有限公司、天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”）、天津泽淼资产管理公司等三家公司，减少了天津市仁通投资管理有限公司、天津汇展城置业发展有限公司等两家公司。

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。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，公司对轨道交通集团的持股比例为 86.34%。合并轨道交通集团对公司财务报表有一定影响。

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。

2012 年~2014 年，公司营业收入复合增长 9.41%。2014 年，公司实现营业收入 126.44 亿元，较上年同期大幅上涨 22.49%，主要来自置业收入、轨道交通收入和其他收入中建安收入的增加，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 56.29%。

2012年~2014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,以及建安业务毛利率较低影响,公司营业利润率有所下降,2014年为20.56%。公司三项期间费用在营业收入中占比较高,2014年为31.52%,同比下降4.70个百分点,侵蚀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2013年度公允价值变动收益为6.78亿元,2014年度公允价值变动收益为12.48亿元,此收益对公司营业利润贡献较大。

2014年公司实现营业利润3.77亿元,同比减少36.49%,主要为营业利润率下降所致。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13.73亿元、14.53亿元和17.74亿元。2012年~2014年公司利润总额分别为21.32亿元、21.28亿元和22.17亿元,盈利规模基本保持稳定。

2012年~2014年,公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降,2014年分别为0.72%和0.80%,受行业性质影响,公司整体盈利能力偏弱。

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。2015年1~3月,公司实现营业收入26.26亿元,同比增长25.79%,营业成本20.67亿元,同比增加40.46%,营业利润率下滑至17.69%,公司营业利润为-2.57亿元,利润总额为1.27亿元。

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,2012年~2014年,公司销售商品提供劳务收到的现金快速增长,2014年公司销售商品提供劳务收到的现金同比增长21.87%,为128.47亿元;2014年公司现金收入比为101.60%,较上年略有下降;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,2014年该科目大幅下降,2014年公司经营活动现金流入量为206.96亿元。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),2014年为211.87亿元。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为-4.91亿元。

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3.01%,2014年收到的其他与投资活动有关的现金流入为110.56亿元,2014年全年公司投资活动现金流入量为120.05亿元。投资活动现金流出方面,2014年公司现金流出规模为304.80亿元,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。2014年公司投资活动现金净流出184.75亿元。

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、建设银行等银行贷款。2014年公司筹资活动现金流入1118.41亿元,2014年筹资活动现金净流入272.12亿元。

2015年1~3月,公司经营活动净现金流呈净流出状态,为19.70亿元,现金收入比为127.34%,较去年同期变化不大;公司投资活动现金流入中虽有一定的政府划拨资金到位,但一季度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-48.37亿元;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24.96亿元,较2014年同

期小幅增加。

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

2012年~2014年，公司资产总额持续增长，复合增长15.75%。截至2014年底，公司资产总额为6578.67亿元，同比增长21.76%。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，2014年底其占资产总额比重达到67.78%，流动资产占比下降至32.22%。

2012年~2014年，公司流动资产持续增加，复合增长10.26%。截至2014年底，公司流动资产为2119.69亿元，同比增长17.40%，主要为应收账款、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17.18%、42.90%和20.33%。

2012年~2014年，随着工程项目投入的增长，公司货币资金波动中有所增加。截至2014年底，公司货币资金364.13亿元，其中银行存款占比95.88%。

表4 截至2014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	128.25	74.91	基础设施采购款
天津市排水公司	18.91	11.05	污水处理费
天津市水务局	4.37	2.55	污水处理费
天津市人民政府城市基础设施配套办公室	2.17	1.27	配套费
天津住房公积金管理中心	1.17	0.69	售房款
合计	154.88	90.47	

资料来源：公司审计报告

2012年~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合变动率为38.02%。截至2014年底，公司应收账款净额170.95亿元，同比增长43.27%。从构成来看，主要为应收天津市城乡建设委员会基础设施采购款128.25亿元、天津市排水公司污水处理费18.91亿元、天津市水务局污水处理费4.37亿元、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，公司应收款项集中度较高。由于应收款项回收风险小，2014年底，公司累计计提坏账准备2272.23万元。

2012年~2014年，公司其他应收款波动增长，年均增长64.51%。截至2014年底，公司其他应收款净额为207.13亿元，同比增长54.89%。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、天津市开发区财政局补贴款20.62亿元、天津市土地整理中心拆迁补偿款19.92亿元、天津市财政局往来款、利息18.04亿元等。2014年底，公司其他应收款累计计提坏账准备2.27亿元。

2012年~2014年，随着土地整理规模扩大和合并范围增加，公司存货快速增长，年均增长12.34%。截至2014年底，公司存货净额909.29亿元，同比增长10.83%。存货中，开发成本占97.65%，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，2014年底公司仅对工程施工提取了905.09万元跌价准备。

截至2014年底，公司其他流动资产431.04亿元，较上年底略有减少。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，公司其他流动资产质量高。

2012年~2014年，公司非流动资产年均复合增长18.67%，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，公司非流动资产保持较快增长速度，2014年底达到了4458.98亿元。公司非流动资产主要由可供出售金融资产(占2.63%)、长期股权投资(占2.99%)、投资性房地产(占4.27%)、固定资产(占15.80%)

和在建工程（占70.86%）等构成。

2012年~2014年，公司可供出售金融资产大幅增加，年复合增长39.73%，截至2014年底，公司可供出售金融资产117.46亿元，较上年底增加92.87%，主要来自可供出售权益工具的增加。

2012年~2014年，公司长期股权投资不断增长。截至2014年底，公司长期投资净额为133.33亿元，较2013年底增长88.39%，主要来自合并报表范围变化带来的对津滨城际铁路有限责任公司（27.55亿元）、天津南环铁路有限公司（28.07亿元）的股权投资增加。

2012年~2014年，公司投资性房地产年均复合增长20.86%，截至2014年底，公司投资性房地产190.33亿元，较上年底增长29.95%，主要来自合并范围变化带来的24.43亿元投资性房地产、自用房地产或存货转入7.34亿元和公允价值变动收益12.48亿元。

2012年~2014年，公司固定资产基本保持稳定。截至2014年底，公司固定资产净额704.45亿元，同比小幅减少1.75%。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77.51%、7.86%和13.55%。公司非经营性路桥资产不计提折旧，截至2014年底，公司累计计提折旧83.47亿元。

2012年~2014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22.32%。截至2014年底，公司在建工程3159.56亿元，同比增长25.67%，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2015年3月底，公司资产总额合计6710.55亿元，较2014年底增长2.00%，主要来自在建工程的增加。

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。

2012年~2014年，公司所有者权益有所增长，复合增长16.14%。截至2014年底，公司所有者权益合计2048.63亿元，同比增长25.67%，主要来自少数股东权益和资本公积、未分配利润的增加。2014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33.05%、47.82%和4.56%，权益稳定性较好。截至2015年3月底，公司所有者权益合计2094.10亿元，较2014年底增长2.22%，主要来自资本公积的增长，权益稳定性较好。

2012年~2014年，公司负债总额持续增长，复合增长15.58%。截至2014年底，公司负债总额4530.04亿元，同比增长20.07%，其中流动负债占18.11%，非流动负债占81.89%。公司流动负债以一年内到期的长期负债（58.21%）为主，其次是短期借款（4.06%）、应付账款（占87.42%）、预收款项（占6.66%）、其他应付款（占7.23%）和其他流动负债（占12.74%），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、预收中水管道接驳费和土地整理费等；其他应付款主要是应付天津汇展城置业发展有限公司、天津市土地整理中心、天津市北辰区土地整理中心、天津市河西区房产发展公司拆迁中心等往来款；其他流动负债主要为未到期短期融资券（104.63亿元）。非流动负债中，主要是银行长期借款2737.63亿元、应付债券663.75亿元、专项应付款25.01亿元（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）和长期应付款256.65亿元（主要是融资租赁费，有息部分已调整至有息债务中）。

2012年~2014年，公司债务水平有所上升，三年复合增长16.47%。2014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68.86%、67.52%和63.98%（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748亿元不需公司自身偿还，公司实际偿债负担低于账面值。

截至2015年3月底，公司负债总额4616.44亿元，较2014年底增长1.91%。从构成来看，公司流动负债占17.95%，非流动负债占82.05%，结构较2014年底变化不大。

2015年3月底，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小幅减少至68.79%、65.96%和62.24%。2014年3月底，公司债务负担小幅下降。

总体看，近年来公司债务水平基本保持稳定，债务结构符合行业特点。考虑到公司长期借款余额中748亿元不需公司自身偿还，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，近三年均值分别为282.73%和160.38%，2014年底分别为258.40%和147.56%，2015年3月底上述指标小幅下降，分别为256.70%和141.59%；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，2012年~2014年，公司EBITDA基本稳定。由于公司全部债务增加较多，2014年全部债务/EBITDA上升至66.54倍，考虑到2014年底有息债务中748亿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年底，公司对集团外贷款担保为104.38亿元，担保比率为5.09%。其中主要是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2015年3月底，公司共获得各家银行及信托公司授信总额约3538亿元，尚未使用额度为约800亿元；此外，公司拥有一家A+H股上市公司，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，截至2015年6月19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，公司本部存续期内中期票据合计180亿元，偿付高峰在2021年，需要偿付“14津城建MTN001”和“14津城建MTN002”合计本金74亿元。

2014年公司EBITDA为64.00亿元，为2021年待偿还中期票据本金的0.86倍，对存续期内中期票据的当年最大偿付本金保障程度一般。2014年公司经营活动现金流入量为206.96亿元，为2021年待偿还中期票据本金的2.80倍，对存续期内中期票据的当年最大偿付本金的覆盖程度较好；2014年公司经营活动现金流量净额为负，经营活动现金流量净额对公司待偿还债务余额无保障。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，2014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317.51亿元，为2015年待偿还中期票据本金的4.29倍，对存续期内

中期票据的单年最大偿付本金保障程度较高。

未来随着存续期内中期票据的募投项目的建成运营，公司对于中期票据整体偿付能力有望进一步提高。

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“13津城建MTN1”、“13津城建MTN2”、“14津城建MTN001”、“14津城建MTN002”和“15津城建MTN001”AAA的信用等级。

附件 1 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	363.09	268.09	364.27	321.14
资产总额(亿元)	4909.85	5402.90	6578.67	6710.55
所有者权益(亿元)	1518.86	1630.13	2048.63	2094.10
短期债务(亿元)	333.84	452.56	620.39	606.43
长期债务(亿元)	2805.50	3076.86	3638.25	3452.06
全部债务(亿元)	3139.34	3529.41	4258.64	4058.50
营业收入(亿元)	105.62	103.22	126.44	26.26
利润总额(亿元)	21.32	21.28	22.17	1.27
EBITDA(亿元)	63.02	63.46	64.00	--
经营性净现金流(亿元)	-146.79	-110.16	-4.91	-19.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.18	0.99	0.87	--
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	95.61	102.12	101.60	127.34
营业利润率(%)	36.73	35.00	20.56	17.69
总资本收益率(%)	0.99	0.90	0.72	--
净资产收益率(%)	1.20	0.99	0.80	--
长期债务资本化比率(%)	64.88	65.37	63.98	62.24
全部债务资本化比率(%)	67.39	68.41	67.52	65.96
资产负债率(%)	69.07	69.83	68.86	68.79
流动比率(%)	344.49	282.11	258.40	256.70
速动比率(%)	202.14	153.92	147.56	141.59
经营现金流动负债比(%)	-29.00	-17.21	-0.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	49.82	55.62	66.54	--

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），2014 年对部分会计科目根据会计准则做出调整，2012 年及 2013 年数据为追溯调整数据；公司 2015 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% (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。