跟 踪 等 级 公 告

联合[2015] 1518 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确认维持天津市政投资有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 津政投 MTN001”和“14 津政投 MTN001”AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十九日

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

天津市政投资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：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　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 津政投 MTN001	8 亿元	2013/10/14-2016/10/14	AA	AA
14 津政投 MTN001	7 亿元	2014/11/28-2017/11/28	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.10	28.81	19.00	19.25
资产总额(亿元)	232.18	248.17	251.29	249.15
所有者权益(亿元)	76.67	78.07	81.30	81.15
长期债务(亿元)	64.57	76.04	78.34	77.12
全部债务(亿元)	98.71	103.29	100.14	99.36
营业收入(亿元)	22.30	21.99	23.82	5.72
利润总额(亿元)	2.90	4.42	5.99	0.59
EBITDA(亿元)	9.67	14.94	16.20	--
经营性净现金流(亿元)	-9.16	5.03	5.06	5.31
净资产收益率(%)	2.31	2.29	3.90	--
全部债务资本化比率(%)	56.28	56.95	55.19	55.04
资产负债率(%)	66.98	68.54	67.65	67.43
速动比率(%)	80.03	95.64	89.93	88.28
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.98	2.38	--
经营现金流动负债比率(%)	-12.30	7.08	7.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.20	6.92	6.18	--

注：1、短期债务指标包含其他流动负债中的短期融资券；长期债务指标包含融资租赁款；
2、2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师
王 治　霍 焰
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

评级观点

天津市政投资有限公司（以下简称“公司”或“天津市政”）作为天津城市基础设施建设投资集团有限公司（以下简称“天津城投”）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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的跟踪评级反映了行业前景和区域经济的快速发展，为公司提供了良好的外部环境；公司持续保持水务板块显著的行业优势；天津文化中心商业配套体项目全面投入使用，为公司产生持续稳定的收入。同时，联合资信关注到，公司公允价值变动对利润总额贡献较大；房地产市场波动受宏观经济影响及公司债务偿还规模较大；应收款项规模较大，对公司流动性造成一定影响，公司未来存在一定对外筹资压力等因素给公司信用水平带来的一定不利影响。

伴随着天津市经济的快速发展，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。同时，污水处理行业发展前景良好，作为行业领先企业，公司水务业务有望保持稳定增长；天津文化中心商业配套体项目全面投入运营，为公司带来持续收入增长。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 津政投 MTN001”和“14 津政投 MTN001”AA 的信用等级。

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. 跟踪期内，天津地区经济保持较好发展势头，公司外部环境良好。

3. 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，为公司产生持续稳定的收入及现金流。

关注

1. 跟踪期内，公司公允价值变动对利润总额贡献较大，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。

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）与天津市政投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与天津市政投资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、联合资信与评估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，未因天津市政投资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市政投资有限公司提供，联合资信不保证引用数据的真实性及完整性。

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市政投资有限公司主体长期信用及“13 津政投 MTN001”和“14 津政投 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

天津市政投资有限公司（以下简称“公司”或“天津市政”）是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”或“城投集团”）下属的全资子公司，于 1998 年注册成立。截至 2015 年底 3 月底，公司注册资本 18.20 亿元，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。

公司经营范围：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 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司 6 家，下设财务部、战略规划部、资产管理部、项目管理部、审计部、综合办公室、人力资源部、党群工作部 8 个职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额为251.29亿元，所有者权益81.30亿元（其中少数股东权益22.40亿元）。2014年，公司实现营业收入23.82亿元，利润总额5.99亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为249.15亿元，所有者权益81.15亿元（其中少数股东权益22.28亿元）。2015年1～3月，公司实现营业收入5.72亿元，利润总额0.59亿元。

公司注册地址：天津市和平区贵州路 45 号；法定代表人：安品东。

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。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，

比上年增加 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、行业及区域经济分析

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本

支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预 [2014]351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目基本在天津市，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。

天津是中国四个直辖市之一，市中心距首都北京137公里，位于环渤海经济圈的中心，是中国北方最大的沿海开放城市、近代工业的发源地、近代北方最早对外开放的沿海城市之一，是中国北方国际航运中心和北方国际物流中心。

作为拥有中国第四大工业基地和第三大外贸港口的城市，自2006年滨海新区发展上升为国家政策、2008年10月国务院批复天津滨海新区为国家综合配套改革试验区后，天津进入高速发展的快行道。

根据《2014 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年实现生产总值（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。

2014 年，天津市全年地方一般公共预算收入 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，天津市全年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%。

2014 年，天津市全年基础设施投资 2195.11 亿元，增长 3.9%。天津港 30 万吨级铁矿石码头、国际邮轮码头二期等一批工程完工。滨海国际机场 2 号航站楼建成运营，地铁 2 号线延伸到机场，异地候机厅达到 12 座，实现了京津空铁联运一小时通达。津保铁路、南港铁路、京津城际高铁延伸线等加快建设，于家堡中心站主体完工。地铁 5 号、6 号线顺利推进，4 号、10 号线启动建设。

2014 年，天津市全社会用电量 794.36 亿千瓦时，增长 2.6%。全市自来水综合生产能力 456.1 万立方米/日。全年新增供热面积 1674 万平方米。

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。

总体看，2014年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、基础素质分析

1．产权状况

公司系国有独资企业，天津城投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%。天津城投是天津市政府授权的国有独资公司及天津市重要的城市基础设施建设的投融资主体，实力较强，垄断优势明显。

2．企业规模

公司作为天津城市基础设施建设投资集团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 3 月底，拥有 A、H 股上市公司、污水处理行业领先企业创业环保 50.14%的股权。公司共拥有污水处理厂 21 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 153.5 万立方米/日；外埠 15 个，污水处理规模为 154.5 万立方米/日；再生水业务方面，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；同时天津文化中心商业配套体项目全面及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 101616 平方米，总建筑面积近 20 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；公司其他业务还包括咨询服务、广告、工程管理等。

3．人员素质

截至本次跟踪评级报告出具日，公司董事长和监事均有所变动，具体为：

2014年3月，根据中共天津城市基础设施建设投资集团有限公司委员会《关于转发熊光宇同志免职的通知》（津城投党【2014】干字 9 号），免去熊光宇公司董事长职务，同年4月，根据中共天津城市基础设施建设投资集团有限

公司委员会《关于安品东等同志免职的通知》（津城投党【2014】干字 22号），由安品东任公司法定代表人；任命李彤为公司董事。

安品东，男，1968年生，硕士研究生，中共党员。曾任天津市五市政公路工程有限公司财务部负责人，天津津政交通发展公司财务经理，创业环保财务总监、董事。现任公司法人、董事长、党总支书记、总经理；兼任天津城投副总经济师；李彤，男，1968年生人，本科学历，硕士学位，中共党员，高级工程师。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。现任公司董事兼副总经理，天津乐城置业有限公司董事长兼总经理。

2015年5月，根据中共天津城市基础设施建设投资集团有限公司委员会《关于同意调整天津市政投资有限公司监事会成员的批复》（津城投党办【2015】3号），监事会成员变更为李晓申（监事会主席）、唐孟喆、田禾、李美芹、李振东，免去吴耀鹏（监事会主席）、陈宝森、张霞、邵葵监事职务。

李晓申，男，1959年生，本科学历，中共党员，高级政工师。曾任天津创业环保集团股份有限公司党委委员、纪委书记。现任公司党总支副书记、工会主席、监事会主席；唐孟喆，女，1977年生，硕士研究生，中共党员，高级经济师。现任公司副总经济师、监事；田禾，男，1966年生，大专学历，中共党员。现任公司监事、天津乐城置业有限公司财务总监、工会主席；李美芹，女，1968年生，本科学历，群众，高级经济师。现任公司人力资源部部长、监事；李振东，男，1975年生，本科学历，中共党员，经济师。现任公司办公室副主任、监事。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有在岗员工 2083 人，其中硕士及以上 207 人，本科学历 962 人，大专学历 507 人，中专及以下学历 407 人；从年龄结构看，30 岁以下的 543 人，31～40 岁的 909 人，41～50 岁 492 人，50 岁以上 139 人。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验，整体素质较高，有助于公司经营的良好发展。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入构成未发生改变。

2014 年，公司实现营业收入 23.82 亿元，其中主营业务收入和其他业务收入分别为 22.10 亿元和 1.72 亿元。2014 年，公司主营业务收入同比增长 8.44%，其中水务板块收入仍为公司主要收入来源。2014 年，水务板块（包括污水处理、中水及自来水）实现收入 15.27 亿元，同比增长 4.59%，占主营业务收入的 69.10%；公司市政基础设施配套板块中天津文化中心商业配套体项目收入实现大幅增长，同比增长 28.60%，达 4.38 亿元，直接带动当期市政基础设施配套板块收入合计占比为 22.86%，同比增加 2.85 个百分点；公司房地产销售收入 1.05 亿元，占 4.76%。其余为咨询服务等其他收入。

毛利率方面， 2014 年公司主营业务毛利率为 35.94%，同比减少 1.39 个百分点。近两年公司水务板块毛利率有所提高，2014 年该板块毛利率由 2013 年的 38.20%增长至 40.48%；文化中心商业配套体项目通过 2014 年全年度运营，实现毛利率 15.59%。

2015 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 5.40 亿元，占 2014 年主营业务收入比重为 24.42%，收入构成仍以水务板块为主，占比为 71.35%；市政基础设施配套板块占比继续上升，至 24.44%。毛利率方面，受益于 4 座污水处理厂获取特许经营权，促使水务板块毛利率上升，带动公司主营业务毛利率攀升至 45.24%。

总体看，近年公司核心业务水务板块运营稳定；天津文化中心商业配套体项目快速发展，正成为公司另一重要收入来源。

表 1　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
		收入	占比	毛利率	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	12.42	72.52	38.84	12.59	61.76	39.72	13.01	58.86	43.91	3.24	60.10	44.77
	自来水及中水	1.78	10.37	29.35	2.01	9.88	28.66	2.26	10.24	20.77	0.61	11.25	34.09
	小计	**14.19**	**82.90**	**37.65**	**14.60**	**71.64**	**38.20**	**15.27**	**69.10**	**40.48**	**3.85**	**71.35**	**43.09**
市政基础设施配套板块	道路通行费	0.79	4.63	81.15	0.67	3.29	89.38	0.67	3.03	89.38	0.17	3.11	89.38
	天津文化中心商业配套体项目	0.58	3.40	-29.19	3.41	16.72	21.94	4.38	19.83	15.59	1.15	21.34	53.44
	小计	**1.38**	**8.04**	**34.46**	**4.08**	**20.01**	**33.02**	**5.05**	**22.86**	**25.38**	**1.32**	**24.44**	**58.01**
房地产板块	房地产销售	1.11	6.49	38.47	0.87	4.29	59.18	1.05	4.76	38.45	0.07	1.38	35.22
	小计	**1.11**	**6.49**	**38.47**	**0.87**	**4.29**	**59.18**	**1.05**	**4.76**	**38.45**	**0.07**	**1.38**	**35.22**
其他板块	咨询服务	0.25	1.44	88.55	0.28	1.36	84.56	0.29	1.31	92.76	0.05	0.88	97.45
	其他业务	0.19	1.14	-42.44	0.55	2.70	-12.19	0.43	1.96	-44.96	0.10	1.95	-53.11
	小计	**0.44**	**2.58**	**30.87**	**0.83**	**4.06**	**20.17**	**0.72**	**3.27**	10.24	**0.15**	**2.83**	**-6.06**
合计		**17.12**	**100**	**37.27**	**20.38**	**100**	**37.33**	**22.10**	**100**	**35.94**	**5.40**	**100**	**45.24**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

水务板块

创业环保作为公司的控股子公司，是公司水务业务经营主体，主要从事污水处理及污水处理厂建设业务、自来水供水和中水处理及中水配套工程业务。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。

2014年，公司水务板块实现收入15.27亿元，同比增长4.59%，占主营业务收入的69.10%，该板块整体毛利率为40.48%；2015年1~3月，公司水务板块实现收入3.85亿元，毛利率较2014年有所提高，为43.09%。

污水处理业务

截至2015年3月底，公司共拥有污水处理厂21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153.5万立方米/日；外埠15个，污水处理规模为154.5万立方米/日。2013年～2014年，公司分别处理污水（包括委托运营）109011万立方米和117458万立方米；2015年1～3月共实现污水处理量23144万立方米，为2014年同期相比上涨9.4%。

表 2　截至 2015 年 3 月底公司污水处理厂情况

（单位：万立方米/日、元/立方米、年）

污水厂名称	地区	处理能力	收费标准	特许经营期
东郊污水厂	天津	40	1.76(2015年)	30
津沽污水厂		55		
咸阳路污水厂		45		
北仓污水厂		10		
贵阳小河污水厂	贵州	8	0.83	25
赤壁污水厂	湖北	4	0.95	25
曲靖两江口污水厂	云南	8	0.96	30

污水厂名称	地区	处理能力	收费标准	特许经营期
曲靖西城污水厂	云南	3	1.10	30
阜阳第一污水厂	安徽	10	0.75	30
宝应仙荷污水厂	江苏	5	1.12	26
洪湖污水厂	湖北	7	0.63	30
杭州七格污水厂	浙江	60	0.76	25
文登污水厂	山东	8	0.96	30
静海天宇科技园区污水处理厂	天津静海	1.5	1.36	25
西安邓家村及北石桥污水处理厂	陕西	27	0.80	25
安国污水厂	河北	3	0.79	30
咸宁永安污水厂	湖北	6	0.95	30
阜阳市颍东污水厂	安徽	3	0.91	30
阜阳市含山污水厂	安徽	2	0.75	25
宁河现代产业区污水厂	天津宁河	2	1.10	30
文登葛家镇污水厂	山东	0.5	0.96	25
合计	--	**308**	--	--

资料来源：公司提供

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、45万吨/日、45万吨/日和10万吨/日，经营期限自2014年1月1日起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。

2014年，公司污水处理实现收入13.01亿元，同比增长3.34%，由于固定资产转无形资产，摊销低于折旧导致成本下降，该板块毛利率较2013年的39.72%增加4.19个百分点，为43.91%；2015年1~3月，该板块实现收入3.24亿元，毛利率为44.77%。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。同时联合资信关注到，2014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。

中水业务

再生水业务方面，创业环保共有纪庄子、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，目前限于市场需求不足以及管网覆盖率较低，创业环保再生水负荷率较低。目前再生水价格与自来水价格一样均由政府主导，居民2.2元/立方米、发电企业2.5元/立方米、其他用水4.0元/立方米。2014年，创业环保再生水售水量2041.00万立方米，同比增长9.07%，实现收入5569.00万元，同比增长9.89%，主要系咸阳路再生水厂用户用水量增加。

表 3　2015 年 3 月底公司再生水厂情况

（单位：万立方米/日）

项目名称	地区	再生水生产能力	生产水量
纪庄子再生水厂	天津	7	2.5
咸阳路再生水厂	天津	5	2.1
东郊再生水厂	天津	5	0.8
北辰再生水厂	天津	2	0
合计	--	**19**	**5.4**

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，2014年中水管道接驳实现收入1.09亿元，同比下降4.53%。

联合资信关注到，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

截至2015年3月底，公司自来水净水生产能力为20万吨/日。2013～2014年，创业环保自来水业务实现售水量分别为3694.95万立方米和3818.00万立方米，2014年较2013年度增长3.33%，自来水板块收入较2013年增长68.69%，主要系曲靖自来水售水价格中源水费增加。2015年1～3月，公司自来水业务实现售水量936.7万立方米，与2014年同期相比下降11.6%。

表4　2015年3月底公司自来水经营情况

（单位：万立方米/日）

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	10.23	30年
曲靖第二自来水厂	云南	6		
曲靖第三自来水厂	云南	6		
合计	--	**20**	**10.23**	--

资料来源：公司提供

“十二五”期间，污水处理设施建设将延续高速发展态势，污水处理行业发展前景良好，作为行业领先企业，创业环保业务有望获得较快增长。

市政基础设施配套板块

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。近年来，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，该收费权每年带给公司稳定的收入。2013~2014年，公司均确认道路通行费收入0.67亿元；2015年1～3月，确认通行费收入0.17亿元；该板块毛利率保持稳定，2013~2014年和2015年1~3月均为89.38%。

天津文化中心商业配套体

天津文化中心商业配套体项目已于2012年9月22日正式营业，商场分为地下2层，地上5层。截至2015年3月底，该项目实际租赁面积14.84万平方米，物业出租面积15.65万平方米；实际开业商户203户，开业面积14.82万平方米。2014年，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4.38亿元，2014年，该板块收入的增长小于成本的增长，毛利率为15.59%，同比下降6.35个百分点；2015年1～3月，该项目实现各项收入合计1.15亿元，毛利率为53.44%。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，可为公司产生可观稳定的现金流。

房地产业

目前公司开发的房地产项目主要为海南万宁山泉海住宅小区项目。截至2015年3月底，山泉海项目仍在建设中，项目累计完成工程投资额70238万元，一、二期项目开工面积12.77万平方米，占总面积的64.66%，其中一期开工面积6.45万平方米，占总建筑面积的32.66%，二期开工面积6.32万平方米，占总建筑面积的32.00%；三期开工面积6.98万平方米，占总建筑面积的35.34%。截至2015年3月底，已销售面积累计达11.23万平方米具体为一期5.96万平方米，二期5.22万平方米，三期完成0.05万平方米。

2013~2014年，该项目实现主营业务收入分别为0.87亿元和1.05亿元；2015年1~3月，该项目实现主营业务收入0.07亿元。2013~2014年和

2015年1~3月毛利率分别为59.18%、38.45%和35.22%。

其他业务

除上述三个主要业务板块外，公司其他业务收入包括咨询服务收入、广告收入、工程管理费收入等。2013~2014年，公司其他业务板块收入分别为0.83亿元和0.72亿元；2015年1～3月为0.15亿元。

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。

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。海河公司为公司实际控制人天津城投的全资子公司，为公司的关联方。截至 2015 年 3 月底，公司已获得 16 亿元，作为其他非流动负债进行核算。

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 3 月底，津南污水处理厂工程和津南再生水厂均已完工 100%，累计投资分为 14.03 亿元和 2.10 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。截至2015年3月底，汇展城清算注销工作仍在进行。

3. 未来发展

项目建设方面，公司计划于 2015 年开工建设石梅半岛房地产开发项目，项目宗地位于海南万宁兴隆旅游度假区内，占地面积 43.50 万平方米，总建筑面积 32.41 万平方米；截至 2015 年 3 月底，该项目开发用地的土地出让金 6.09 亿元已全部缴清，相关手续已经办理完毕。该项目计划总投资额约 43 亿元，建设内容主要包括酒店、低密度住宅和花园洋房。根据创业环保公司 2015 经营计划，2015 年创业环保公司预计资本性支出 6.88 亿元，主要项目包括子公司污水处理厂升级改造工程、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。

八、募集资金使用情况

公司于2013年10月14日发行“13津政投MTN001”，发行额度8.00亿元，所募集资金中4.88亿元用于补充营运资金，3.12亿元用于偿还部分银行贷款；于2014年11月28日发行“14津政投MTN001”，发行额度7.00亿元，所募集资金中4.20亿元用于补充营运资金，2.80亿元用于偿还部分银行贷款。

截至2015年3月底，“13津政投MTN001”所募集资金均已按上述预定用途使用完毕；“14津政投MTN001” 所募集资金中4.20亿元已用于补充营运资金，2.80亿元尚未使用。

九、财务分析

公司提供的2013~2014年财务报表均由中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年一季报未经审计。

合并范围方面，2014年底，公司拥有子公司6家，其中二级子公司5家，三级子公司1家；天津汇展城置业发展有限公司因清算不再纳入公司合并范围，由于资产及净资产规模较小，对财务数据可比性影响小。

截至2014年底，公司合并资产总额为251.29亿元，所有者权益81.30亿元（其中少数股东权益22.40亿元）。2014年，公司实现营业收入23.82亿元，利润总额5.99亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为249.15亿元，所有者权益81.15亿元（其中少数股东权益22.28亿元）。2015年1～3月，公司实现营业收入5.72亿元，利润总额0.59亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要包括污水处理收入、自来水和中水收入以及租赁收入。2014年，公司实现营业收入23.82亿元，同比增长8.33%；主营业务收入22.10亿元，同比增长8.44%，污水处理仍是公司收入的主要来源。公司营业成本同比增加11.60%，增幅大于收入，因此公司营业利润率较上年降低1.44个百分点至34.18%。2014年，公司营业外收入和营业外支出同比大幅增长，分别为8.22亿元和7.79亿元，主要由收到政府补贴和拆迁补偿及拆迁损失构成。

期间费用方面，公司财务费用相对稳定，但在营业利润中占比较大，2014年为6.42亿元，同比下降0.02%；同期，管理费用为1.73亿元，同比下降6.00%。2014年，公司期间费用合计8.21亿元，同比下降1.50%。近两年，公司对期间费用的控制能力不断提高。2014年，公司公允价值变动收益4.61亿元，保持稳定，主要来自文化中心商业配套项目公允价值变动带来的收益；政府补助收入0.23亿元，主要为污水处理、供热供冷及中水处理建设补贴等收入；公司投资收益1.26亿元，主要为处置长期股权投资产生的投资收益 。2014年，公司营业利润和利润总额分别为5.56亿元和5.99亿元，同比分别增长40.50%和35.39%。2014年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.49%和3.90%，较2013年分别增长0.62个百分点和1.61个百分点。

2015年1～3月，公司实现营业收入5.72亿元，同比增长11.50%；实现利润总额0.59亿元，同比增长227.78%，主要是营业收入的增长。2015年1～3月，公司营业利润率为42.30%。

总体来看，2014年财务费用在营业利润中占比较大，对公司利润影响较大；公司公允价值变动对利润总额贡献较大，其稳定性和持续性有待关注；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。

2. 现金流

2014年，公司经营活动现金流入合计27.11亿元，同比增长18.20%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为20.37亿元；收到的其他与经营活动有关的现金为6.53亿元。经营活动现金流出合计22.05亿元，同比下降23.16%，其中购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营

活动有关的现金分别下降1.13%和增长93.31%。公司收到、支付其他与经营活动有关的现金主要为下属子公司收支与工程代建相关的代建资金、投标保证金和往来款。2014年，公司经营活动现金流量净额为5.06亿元。2014年，公司现金收入比为85.50%，较2013年89.78%有所下降，收入实现质量一般。

从投资活动看，2014年公司投资活动现金流入13.12亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金11.22亿元，主要为收到汇展城公司借款、城投集团还款以及污水处理厂、再生水厂的迁建补偿款等；投资活动现金流出11.91亿元，主要为子公司天津创业环保集团股份有限公司建设污水处理厂、再生水厂的投入。2014年，公司投资活动净现金流为1.21亿元。

2013年和2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为9.50亿元和6.27亿元，近两年公司对外投资支出有所减少，导致项目融资需求有所下降。

从筹资活动看，公司筹资方式主要为借款、发行债券等，2014年公司筹资活动现金流入为29.30亿元；筹资活动现金流出39.78亿元，主要用于偿还债务及支付利息。当期筹资活动现金流量净额为-10.49亿元。

2015年1～3月，公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为10.85亿元和5.31亿元；投资活动现金净流出2.56亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，具体为工程款支付；筹资活动现金流量净额为-2.50亿元，主要为公司偿还借款支付的现金规模较大。由于部分业务年初结算，导致公司当期现金收入比较好，为144.11%。

总体来看，随着天津文化中心商业配套体项目建成运营，公司经营活动现金支出压力明显下降；目前公司债务偿还规模较大，未来存在一定对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产合计251.29亿元，同比增加1.26%，其中，流动资产占29.86%，非流动资产占70.14%，流动资产占比同比下降1.21个百分点。

截至2014年底，公司流动资产为75.02亿元，同比下降2.68%。其中，货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比分别为25.39%、34.37%、24.47%和13.51%。

截至2014年底，公司货币资金19.05亿元，同比下降33.73%，其中银行存款占99.71%；受限货币资金合计520.00万元。

截至2014年底，公司应收账款25.78亿元，同比增长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。公司应收账款中，按个别认定法计提坏账准备的应收账款占2.98%；按组合计提坏账准备的占97.02%，其中按账龄计提坏账准备的应收账款0.27亿元；公司计提坏账准备合计716.95万元，计提比例0.28%。前五名欠款合计24.29亿元，占总额的93.94%，其中天津市排水公司欠款占比最大（账龄主要以1-2年以内和2-3年为主），占总额的73.15%；天津市水务局欠款占总额的16.89%。由于欠款单位主要为市政单位，发生坏账风险较低。

截至2014年底，公司其他应收款18.36亿元，同比增长9.27%，主要系往来款及利息增加所致。公司其他应收款全部按组合计提坏账准备，其中按账龄计提坏账的其他应收款0.97亿元。公司其他应收款主要为对天津海德宏业有限公司（公司参股子公司）的往来款（账龄主要以1-2年以内和2-3年为主），占总额的78.02%；天津城市道路管网配套建设投资有限公司欠款占总额的5.62%，主要为股权转让款；天津市市政公路管理局欠款占5.33%，主要为海津大桥补贴收入款；天津元易诚商业运营管理有限公司往来款占5.05%。公司其他应收款大额欠款单位主要为关联公司，到期不能收回风险较低，但对公司流动性造成一定影响。

截至2014年底，公司存货10.13亿元，同比增长11.09%，主要系公司子公司万宁凯德投资公

司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2014年底，公司存货中开发成本占比94.71%。

截至2014年底，公司非流动资产176.27亿元，同比增长3.03%，其中长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产分别占6.74%、49.07%、5.32%和35.87%。

截至2014年底，公司长期股权投资11.88亿元，同比增长45.59%，主要系2014年底，汇展城不再纳入公司合并报表范围，按照成本法长投单位进行核算，且根据新会计准则调整，2014年底，将部分参股单位的核算调入可供出售金融资产。

截至2014年底，公司投资性房地产86.49亿元，同比增长5.83%，主要系天津市文化中心商业配套体项目评估增值所致。

截至2014年底，公司固定资产净额9.37亿元，同比大幅下降73.55%，具体为公司所属东郊、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，由子公司天津创业环保集团股份有限公司运行、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，故固定资产同比大幅减少。固定资产净额中，房屋及建筑物占33.50%（主要为水厂及自用房屋）、机器设备占23.81%、路桥资产占39.48%，其余为办公家具、运输设备及电子设备等。

截至2014年底，公司在建工程413.32万元，同比大幅下降99.64%；公司无形资产63.22亿元，同比大幅增长105.60%，其中特许使用权占比99.64%。截至2014年底，公司在建工程和无形资产变化较大，主要系津南污水处理厂和津南再生水厂已于2014年10月投入使用，并于2014年底转为无形资产和固定资产核算所致。

截至2015年3月底，公司资产总计249.15亿元，较2014年底下降0.85%，主要系应收账款的减少所致；资产结构仍以非流动资产为主，非流动资产占比上升至70.45%。

总体看，公司资产总额保持稳定增长，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。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计保持相对稳定，为 169.99 亿元，同比下降 0.06%。公司负债结构以非流动负债为主，其中流动负债占 42.45%，非流动负债占 57.55%。

截至 2014 年底，公司流动负债 72.15 亿元，同比增长 1.54%。其中预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债占比分别为 11.33%、55.79%、22.59%和 5.60%。

截至 2014 年底，公司短期借款 1.50 亿元，同比大幅下降 86.37%，其中保证借款和信用借款分别占比 66.64%和 33.36%；预收款项 8.18 亿元，主要系预收中水管道接驳费增加所致，占总额的 93.27%。

截至 2014 年底，公司其他应付款 40.25 亿元，同比增长 13.64%，其中，其他应付款前 5 名合计 30.62 亿元，占其他应付款总额的 76.07%，大额债权单位包括天津城市基础设施建设投资集团有限公司、天津市海河建设发展投资有限公司和天津汇展城置业发展有限公司，占比分别为 31.51%、23.13%和 13.52%，款项性质主要为往来款及利息。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.30 亿元，同比增长 33.07%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 4.04 亿元，保持相对稳定。其中短期融资券“14 津政投 CP001”4 亿元，已调入公司短期债务。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 97.84 亿元，同比下降 1.21%，主要系长期借款和其他非流动负债有所减少。其中长期借款、应付债券、

长期应付款、递延收益和递延所得税负债占比分别为44.66%、34.64%、3.45%、12.36%、和4.34%。公司应付债券33.89亿元，同比增加55.12%，主要系2014年公司发行“14 津政投MTN001” 7亿元和“14 津政投 PPN001 ”5亿元；长期应付款3.37亿元，同比下降23.51%，主要系融资租赁款和天津市排水公司资产转让款有所减少所致，融资租赁款0.75亿元已计入公司长期债务；其他非流动负债大幅下降，2014年底为0.54亿元，同比下降96.96%，主要因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；递延收益12.09亿元，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，创业环保公司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。

截至2014年底，公司有息债务合计100.14亿元，同比下降3.05%，其中短期债务占21.77%，长期债务占78.23%。公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为67.65%、55.19%和49.07%，较2013年分别下降0.89个百分点、1.76个百分点和0.27个百分点。

截至2015年3月底，公司负债合计168.00亿元，较2014年底下降1.17%，主要系其他应付款和长期借款减少所致；非流动负债占比保持稳定。截至2015年3月底，公司短期借款1.20亿元，较2014年底减少0.30亿元；其他应付款38.58亿元，较2014年底下降4.15%。公司全部债务总额99.36亿元，较2014年底下降0.78%，长期债务占比下降至77.61%，债务结构仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为67.43%、55.04%和48.72%。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计81.30亿元，同比增长4.14%，主要来自未分配利润的增长。公司归属于母公司的权益58.90亿元，其中实收资本占30.90%、资本公积占49.42%、盈余公积占4.48%、未分配利润占15.07%，公司所有者权益稳定性较强。截至2015年3月底，公司所有者权益合计81.15亿元，各科目较上年底变化不大，权益结构相对稳定。

总体来看，公司所有者权益稳定性较强，全部债务中长期债务占比较高，债务结构合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年底，公司流动比率和速动比率分别为103.98%和89.93%，较2013年底分别下降4.50个百分点和5.71个百分点；现金类资产19.00亿元，为同期短期债务的0.87倍；2014年公司经营性净现金流为5.06亿元，经营现金流动负债比为7.01%。截至2015年3月底，流动比率和速动比率分别为103.17%和88.28%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2014年，公司EBITDA为16.20亿元，同比增长8.50%；全部债务/EBITDA倍数为6.18倍，EBITDA利息倍数为2.38倍。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。

截至2015年3月底，公司合并口径无对外担保事项，无或有事项风险。

截至2015年3月底，公司合并口径共获得各家商业银行授信额度为71.64亿元，尚未使用的额度为11.03亿元。公司间接融资有待拓宽。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。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G10120101004482004），截至2015年7月17日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，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状况，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较强。

十、 存续期内债券偿债保障分析

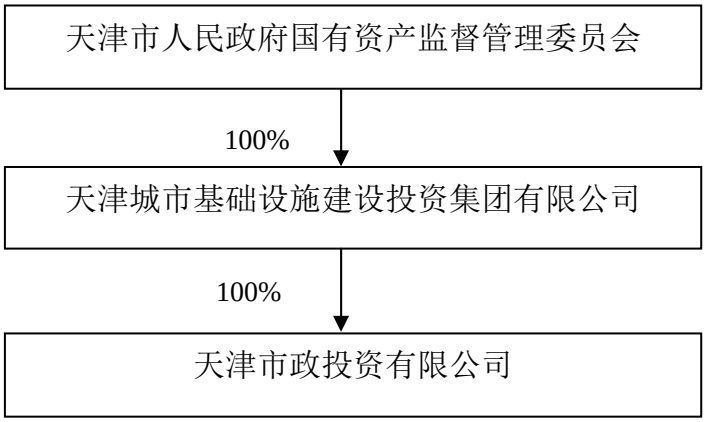
“13 津政投 MTN001”将于 2016 年 10 月一次性对付本金 8.00 亿元；“14 津政投 MTN001”将于 2017 年 11 月到期一次性兑付本金 7.00 亿元，上述两期存续债券最大偿付额度为 8.00 亿元，不存在集中兑付的情形。2014 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 27.11 亿元和 5.06 亿元，分别为“13 津政投 MTN001”本金的 3.39 倍和 0.63 倍。截至 2014 年底，公司 EBITDA 为 16.20 亿元，为“13 津政投 MTN001”本金的 2.03 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA对存续中期票据综合保障能力尚可。

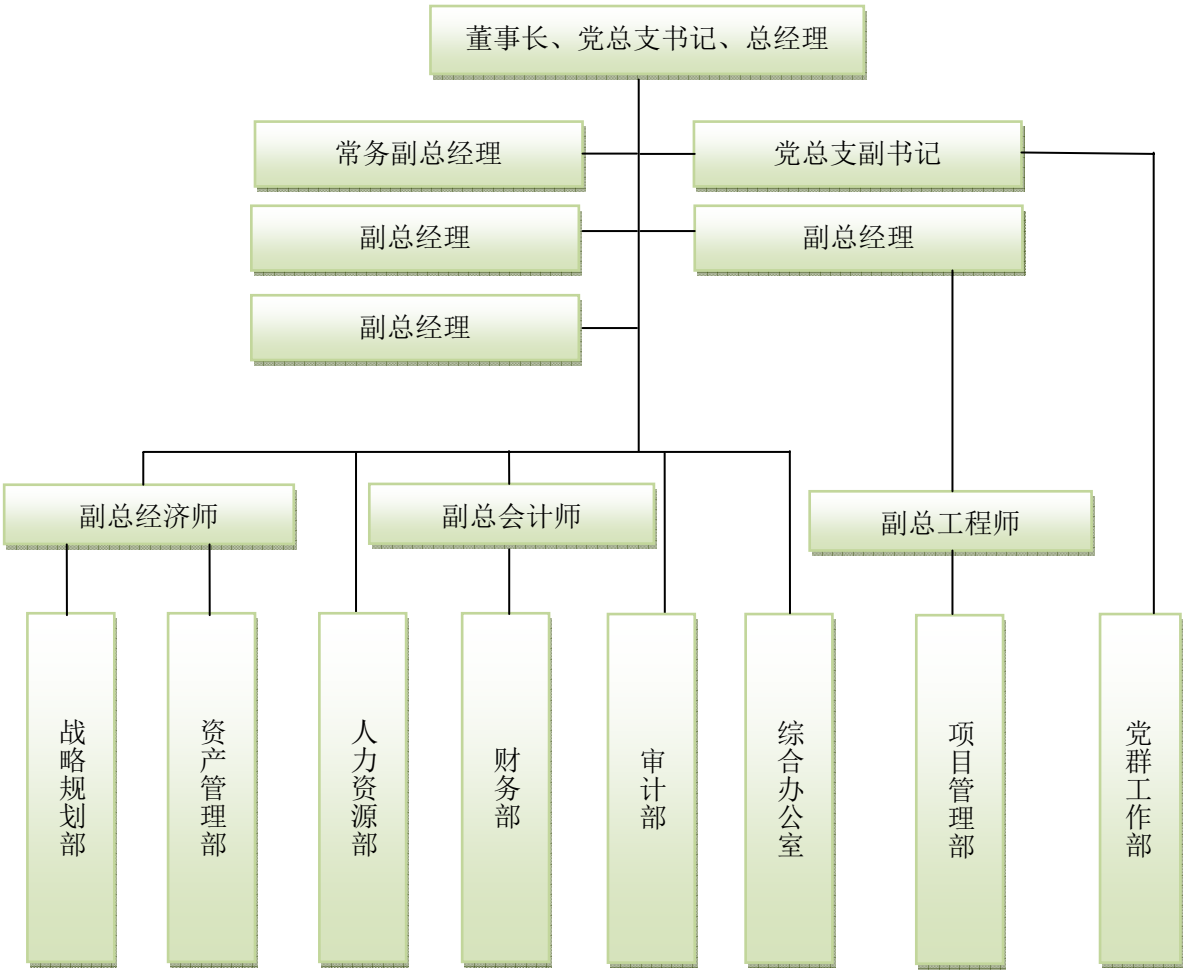
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 津政投 MTN001”和“14 津政投 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　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)	26.10	28.81	19.00	19.25
资产总额(亿元)	232.18	248.17	251.29	249.15
所有者权益(亿元)	76.67	78.07	81.30	81.15
短期债务(亿元)	34.15	27.25	21.80	22.24
长期债务(亿元)	64.57	76.04	78.34	77.12
全部债务(亿元)	98.71	103.29	100.14	99.36
营业收入(亿元)	22.30	21.99	23.82	5.72
利润总额(亿元)	2.90	4.42	5.99	0.59
EBITDA(亿元)	9.67	14.94	16.20	--
经营性净现金流(亿元)	-9.16	5.03	5.06	5.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.39	1.18	1.02	--
存货周转次数(次)	1.68	1.53	1.58	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.09	0.10	--
现金收入比(%)	83.47	89.78	85.50	144.11
营业利润率(%)	32.73	35.62	34.18	42.30
总资本收益率(%)	2.96	4.87	5.49	--
净资产收益率(%)	2.31	2.29	3.90	--
长期债务资本化比率(%)	45.72	49.34	49.07	48.72
全部债务资本化比率(%)	56.28	56.95	55.19	55.04
资产负债率(%)	66.98	68.54	67.65	67.43
流动比率(%)	91.81	108.48	103.98	103.17
速动比率(%)	80.03	95.64	89.93	88.28
经营现金流动负债比(%)	-12.30	7.08	7.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.98	2.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.20	6.92	6.18	--

注：短期债务指标包含其他流动负债中的短期融资券，长期债务指标包含融资租赁款；公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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%
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（非流动）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 4 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。