跟 踪 等 级 公 告

联合[2017] 919 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天津市政投资有限公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，维持“14 津政投 MTN001”信用等级为 AA^+、维持“16 津政投 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
14 津政投 MTN001	7 亿元	2014/11/28	3 年	AA^+	AA^+
16 津政投 CP001	10 亿元	2016/08/17	365 天	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 6 月 20 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.05	21.30	18.64	17.71
资产总额(亿元)	251.29	238.74	221.00	222.03
所有者权益(亿元)	81.30	84.10	88.00	88.88
短期债务(亿元)	17.80	23.14	16.22	16.39
长期债务(亿元)	77.59	58.34	59.90	60.50
全部债务(亿元)	95.39	81.48	76.12	76.88
调整后全部债务(亿元)	100.14	91.48	86.12	86.88
营业收入(亿元)	23.82	24.66	25.38	6.09
利润总额(亿元)	5.99	6.52	7.04	1.97
EBITDA(亿元)	16.20	15.99	15.34	--
经营性净现金流(亿元)	5.06	22.79	6.00	0.23
营业利润率(%)	34.18	34.51	37.16	43.55
净资产收益率(%)	3.90	4.06	4.79	--
全部债务资本化比率(%)	53.99	49.21	46.38	46.38
调整后全部债务资本化比率(%)	55.19	52.10	49.46	49.43
资产负债率(%)	67.65	64.78	60.18	59.97
流动比率(%)	103.98	87.03	89.55	93.32
经营现金流动负债比率(%)	7.08	30.14	12.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.89	5.09	4.96	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.18	5.72	5.61	--

注：2017 年 1~3 月财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中有息债务。

分析师
王 治　王 超
邮箱：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）
网址：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，市政基础设施配套和工程设计咨询等相关领域的投资业务。跟踪期内，天津市经济快速发展、水务行业前景和公司外部发展环境良好、公司债务负担有所减轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司投资性房地产抵押规模大且公允价值变动对利润总额影响较大及应收款项规模较大对资金形成占用等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着《京津冀协同发展规划纲要》的出台以及天津自贸区的成立，天津市经济实力将不断增强，为公司拓展业务领域、争取项目、扩大资源储备等方面提供更多可能。同时，中国水资源短缺的矛盾日益凸显，水价上调趋势明显，作为行业领先企业，未来公司水务收入有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，维持“14 津政投 MTN001”信用等级为 AA^+、维持“16 津政投 CP001”信用等级为 A-1。

优势

1. 水务行业发展面临良好发展机遇，国家及地方给予公司明确的税收优惠支持，提升了公司盈利空间；天津市政府给与公司持续的补贴支持，公司经营外部环境良好。
2. 跟踪期内，公司债务负担有所下降，万宁凯德投资有限公司不再并表核算，相关房地产业务资金支出缩减，公司未来投资压力有所缓解。

关注

1. 公司投资性房地产抵押规模大，公允价值变动对公司利润总额影响较大，其稳定性和持续性有待持续关注。
2. 跟踪期内，公司应收款项规模持续增长，且规模较大，对公司资金形成一定占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津市政投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天津市政投资有限公司跟踪评级报告

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存续期内债券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，跟踪期内，公司股东及营业范围均未发生变化。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本及对下属上市子公司天津创业环保集团股份有限公司（以下简称“创业环保”）持股比例保持不变。

跟踪期内，为适应未来公司金融与投资平台的定位和发展需要，对公司组织结构和职能部室进行调整，下设企业管理部、风险管控部、投资管理部、综合办公室、财务管理部、人力资源部 6 个职能部门，同时设立投资审核委员会。截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 5 家，其中二级子公司 4 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 221.00 亿元，所有者权益 88.00 亿元（其中少数股东权益 26.18 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 25.38 亿元，利润总额 7.04 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 222.03 亿元，所有者权益 88.88 亿元（其中少数股东权益 26.15 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.09 亿元，利润总额 1.97 亿元。

公司注册地址：天津市和平区贵州路 45 号；法定代表人：于中鹏。

三、债券概况与募集资金使用情况

公司于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贷款。

公司于2016年8月17日发行“16津政投CP001”，发行额度10亿元，所募集资金全部用于偿还债务。

截至2017年3月底，上述债券募集资金均已全部使用完毕。公司已于2016年11月如期偿付“14津政投MTN001”当年应付利息，公司既往付息情况良好。此外，公司将分别与2017年8月和11月偿付上述两期债券本金合计17.00亿元。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工

具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 水务行业分析

（1）行业现状

水务行业是指由原水、供水、节水、排水、

污水处理及水资源回收利用等构成的产业链。改革开放以来，随着中国城市化进程的加快，水务行业的重要性日益凸显，目前已基本形成政府监管力度不断加大、政策法规不断完善，水务市场投资和运营主体多元化、水工程技术水平不断提升，供水管网分布日益科学合理、供水能力大幅增强，水务行业市场化和产业化程度不断加深，水务投资和经营企业日益发展壮大的良好局面。

从水资源总量来看，由于受降雨量变动等自然条件的影响，水资源量波动性较大，自2000年以来在24000亿立方米和31000立方米区间波动。据《中华人民共和国2016年国民经济和社会发展统计公报》初步统计，排除香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾省，2016年，中国水资源总量为30150亿立方米，较上年增长6.51%。

从人均水资源占有情况来看，中国水资源较为匮乏。按照2016年底中国大陆总人口138271万人数据计算，人均水资源量为2180.50立方米，不足世界平均水平的二分之一。水资源短缺已成为制约中国经济和社会可持续发展的重要因素。

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

从中国用水情况来看，根据《中华人民共和国2016年国民经济和社会发展统计公报》初步统计，2016年中国大陆总用水量6150亿立方米，比上年增长0.8%。其中，生活用水增长2.7%，工业用水减少0.4%，农业用水增长0.7%，生态补水增长1.9%。万元国内生产总值用水量84立方米，比上年下降5.6%；万元工业增加值用水量53立方米，下降6.0%；人均用水量446立方米，比上年增长0.2%。从历年供水量看，供水总量平稳增长，生产用水波幅不大，生活用水呈现上涨态势。随着全国供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。

（2）供水子行业分析

2006~2016年，中国供水总量呈现出稳步上升的态势。从水源看，用水主要来源于地表水和地下水两部分，其中地表水是供水的主要来源，其供给量占供水总量的80%左右。从历年供水量看，中国供水总量平稳增长，生产用水波动不大，生活用水呈现上涨态势。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到2030年，中国用水需求量将达到7000亿至8000亿立方米。其中，城市供水需求增长将高于其他用水需求量的增长。

2016年中国总用水量6150亿立方米，比上年增长0.8%。近年自来水用量基本稳定，自来水供应可分为居民生活用水和生产经营用水（包括工业用水、行政事业用水、经营服务用水和特种行业用水），其中工业用水是用水主体。

从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国自来水价格也不断上涨。据统计，目前全国36个大中城市，居民生活用水（自来水）价格平均为2.08元/吨，其中36%的城市水价在2元~3元/吨，8%的城市水价高于3元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。水费支出占居民可支配收入的比重（以下

简称水费收入比）是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在2%~5%之间，原中国建设部在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到2.5%~3%为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准。以全国水价较高的北京市为例，其用水家庭支出占家庭收入的比重也仅为1.8%，全国平均水平仅在1%左右，基本没有体现自来水的稀缺资源价值。

从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

表 1　2017 年 4 月全国重点城市居民自来水价格

（单位:元/吨）

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	天津	4.00	19	广州	1.98
2	长春	3.80	20	银川	1.80
3	北京	3.64	21	沈阳	1.80
4	成都	2.94	22	兰州	1.75
5	重庆	2.70	23	福州	1.70
6	石家庄	2.50	24	南京	1.68
7	青岛	2.50	25	上海	1.63
8	昆明	2.45	26	郑州	1.60
9	宁波	2.40	27	海口	1.60
10	哈尔滨	2.40	28	南昌	1.58
11	呼和浩特	2.35	29	合肥	1.55
12	太原	2.30	30	长沙	1.53
13	深圳	2.30	31	武汉	1.52
14	大连	2.30	32	南宁	1.48
15	西安	2.25	33	乌鲁木齐	1.36
16	济南	2.25	34	杭州	1.35
17	厦门	2.20	35	西宁	1.30
18	贵阳	2.00	36	拉萨	1.00

注：该表自来水单价为不含污水处理费的居民用水价格。

资料来源：自来水公司、Wind资讯、中国水网

（3）污水处理子行业分析

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的 60%以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年年末城市污水处理厂日处理能力14823万立方米，比上年末增长5.6%；城市污水处理率为92.4%，提高0.5个百分点。

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。目前，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，多项政策出台对于污水处理又提出进一步的要求，势必会带动大批行业投资。从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位，但随着市场化运作形式的出现，长期价格上涨已是必然之势，总体来说，污水处理行业长期看好。

表 2　2017 年 4 月全国重点城市居民污水处理费

（单位：单位:元/吨）

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.53	19	哈尔滨	0.95
2	南京	1.42	20	海口	0.95
3	北京	1.36	21	兰州	0.95
4	南宁	1.17	22	长沙	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	厦门	1.00	24	乌鲁木齐	0.94
7	重庆	1.00	25	深圳	0.90
8	昆明	1.00	26	广州	0.90
9	宁波	1.00	27	西宁	0.82
10	济南	1.00	28	大连	0.80
11	杭州	1.00	29	南昌	0.80
12	贵阳	1.00	30	拉萨	0.80
13	天津	0.95	31	合肥	0.76
14	石家庄	0.95	32	青岛	0.70
15	西安	0.95	33	呼和浩特	0.65
16	沈阳	0.95	34	郑州	0.65
17	成都	0.95	35	太原	0.50
18	福州	0.95	36	长春	0.40

注：该表污水处理费为居民生活用水污水处理收费。

资料来源：Wind资讯

根据相关城市的市政府、发改委、物价局或自来水公司公布的最新数据，截至 2017 年 4 月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括上海、南京、上海等地，价格处于 1.0~1.7 元/吨之间。

（4）行业政策

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

表 3　水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《中华人民共和国水法》（主席令第 74 号）	--
2	《中华人民共和国水污染防治法》（主席令第 87 号）	--
3	《城市供水条例》（国务院令第 158 号）	国务院
4	《取水许可证和水资源费征收管理条例》（国务院令第 460 号）	国务院
5	《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》（中发[2011]1 号）	中共中央、国务院
6	《国务院办公厅关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》（国务院办法[2014]36 号）	国务院办公厅
7	《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》（国发[2012]3 号）	国务院
8	《城镇排水与污水处理条例》（国务院令第 641 号）	国务院
9	《取水许可管理办法》（水利部令第 34 号）	水利部
10	《城市排水许可管理办法》（建设部令第 152 号）	建设部
11	《市政公用事业特许经营管理办法》（建设部令第 126 号）	建设部
12	《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》（发改价格[2013]2676 号）	国家发改委、住建部
13	《城市供水水质管理规定》（建设部令第 156 号）	建设部
14	《生活饮用水卫生监督管理办法》（建设部、卫生部第 53 号令）	建设部、卫生部
15	《生活饮用水卫生标准》（GB5749-2006）	卫生部
16	《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）	环保总局、质检总局
17	《城市给水工程项目建设标准》（建标 120-2009）	住建部、国家发改委
18	《城市污水处理工程项目建设标准》（建标[2001]77 号）	建设部、国家计委
19	《城市供水价格管理办法》（计价格[1998]1810 号）	国家计委、建设部
20	《关于进一步推进城市供水价格改革工作的通知》（计价格[2002]515 号）	国家计委、财政部、建设部、水利部、环保总局
21	《关于做好城市供水价格管理工作有关问题的通知》（发改价格[2009]1789 号）	国家发改委、住建部
22	《关于加大污水处理费的征收力度建立城市污水排放和集中处理良性运作机制的通知》（计价格[1999]1192 号）	国家计委、建设部、国家环保总局
23	《关于印发推进城市污水、垃圾处理产业化发展意见的通知》（计投资[2002]1591 号）	国家计委、建设部、国家环保总局
24	《国务院办公厅关于印发“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划的通知》（国办发[2012]24 号）	国务院办公厅
25	《关于印发水利发展规划（2011-2015）的通知》（发改农经[2012]1618 号）	国家发改委、水利部、住建部
26	《重点流域水污染防治规划（2011-2015）》（环发[2012]58 号）	国家发改委、水利部、财政部、环境保护部
27	《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及 2020 年远景目标》（建城[2012]82 号）	住建部、国家发改委
28	《水污染防治行动计划》（国发[2015]17 号）	国务院
29	《污水处理费征收使用管理办法》（财税〔2014〕151 号）	国家发改委、财政部、住建部
30	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（发改委[2015]25 号）	国家发改委
31	《中共中央、国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	中共中央、国务院
32	《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格[2015]119 号）	国家发改委、财政部、住建部
33	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资[2016]2849 号）	国家发改委、住建部

34	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局

资料来源：联合资信整理

2016年2月，中共中央、国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》指出，到2020年，地级以上城市建成区力争实现污水全收集、全处理，缺水城市再生水利用率达到20%以上。

2016年10月，国家税务总局推出《污水处理费免征增值税优惠》政策，对各级政府及主管部门委托自来水厂（公司）随水费收取的污水处理费，免征增值税，该政策有助于减轻公司税负，增强公司盈利能力。

2016年12月，根据国家发展改革委、住房城乡建设部印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的通知，到2020年底，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到95%，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资约5644亿元；同时提出加大政策支持、创新运作模式和强化监督管理等保障措施。该政策有望提高公司供水、污水处理的业务规模，中长期来看，有利于公司以水务发展为重点的战略布局。

总体看，中国经济的持续、稳定发展为水务行业的发展提供了保证，环境保护力度的加大也将促进污水处理行业的发展，未来，供水、污水处理价格有望上调，税负有所减轻，水务企业盈利能力将有所增强。

2. 区域经济及财政收入概况

目前，公司经营与投资的项目基本在天津市内，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，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。此外，中共中央政治局于2015年4月30日审议通过的《京津冀协同发展规划纲要》确定了天津市全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区等四大功能定位。其中，中国（天津）自由贸易试验区（以下简称“天津自贸区”）于2015年4月21日正式挂牌成立，自贸试验区的实施范围119.90平方公里，涵盖三个片区：天津港片区30平方公里（含东疆保税港区10平方公里），天津机场片区43.10平方公里(含天津港保税区空港部分1平方公里和滨海新区综合保税区1.96平方公里)，滨海新区中心商务片区46.80平方公里（含天津港保税区海港部分和保税物流园区4平方公里）。天津自贸区将重点在加快政府职能转变、扩大投资领域开放、推动贸易转型升级，深化金融开放创新、推动实施京津冀协同发展战略等5个方面进行探索。

根据《2016年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016年，全年全市生产总值(GDP)17885.39亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。其中，第一产业增加值220.22亿元，同比增长3.0%；第二产业增加值8003.87亿元，同比增长8.0%；第三产业增加值9661.30亿元，同比增长10.0%。三次产业结构为1.2:44.8:54.0。

2016年，全市全年自来水供水总量8.66亿立方米，自来水综合生产能力456.55万立方米/日。城市生活垃圾无害化处理率92.13%，污水处理率91.94%。

2016年，全市全年一般公共预算收入2723.46亿元，同比增长10.0%。其中，税收收入1624.18亿元，同比增长12.1%，占一般公共预算收入的59.6%。从主体税种看，增值税455.80亿元，同比增长36.4%；企业所得税278.42

亿元，同比增长7.1%；个人所得税96.78亿元，同比增长18.4%。民生支出不断扩大。2016年，全市全年一般公共预算支出3700.68亿元，同比增长6.3%。其中，社会保障和就业支出378.27亿元，同比增长20.2%；医疗卫生支出206.07亿元，增长10.8%；住房保障支出66.75亿元，同比增长31.9%。

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

六、基础素质分析

1．股权状况

公司系国有独资企业，跟踪期内，公司股东未发生变化。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 18.20 亿元。

2．企业规模

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，业务专营优势明显。目前天津城投在主要业务领域，包括海河综合开发、高速公路、市区快速路网、地铁、水务、城市环境绿化、城际铁路等基础设施项目的投资、建设、运营管理等在天津处于主导地位。

公司作为天津城投最重要的水务控股企业，截至 2017 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。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。同时天津文化中心商业配套体项目全面运营，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。此外，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 2017 年 3 月底，公司主要高级管理人员包括董事长（兼总经理）、副总经理、总会计师和副书记共 5 人。跟踪期内，公司董事长、董事、监事及总经理均有所变动，且相关工商变更登记均已完成。

2016年8月25日，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下发的津城投党【2016】干字38号文件，于中鹏同志任公司董事长、总经理；2016年9月14日，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下发的津城投党【2016】干字16号文件、38号文件、52号文件及公司监事会决议（第2016-【001】号）文件，崔萍同志任公司监事，免去李振东同志监事职务；免去李凤艳同志公司副总经理职务；战克强同志任公司监事并提名为监事会主任人选，李晓申同志不再担任公司监事会主席、监事职务；郑敬民同志不再担任公司董事职务；选举战克强同志为公司监事会主席。

于中鹏，男，1979年生，硕士研究生，中共党员，高级经济师，曾任天津城投财务中心副经理。现任公司董事长、总经理。

战克强，男，1960年生，中共党员，大学学历，硕士学位，正高级工程师，曾任天津城投置地投资发展有限公司党总支书记、董事长、总法律顾问。现任公司监事会主席、监事。

崔萍，女，1971年生，大学学历，工程师，现任公司职工监事。

截至2017年3月底，公司拥有在岗员工1741人，其中硕士及以上231人，本科学历753人，大专学历443人，中专及以下学历314人；从年龄结构看，30岁以下375人，31~40岁732人，41~50岁478人，50岁以上156人。

跟踪期内，公司高管人员变动较大，考虑到公司业务日趋成熟、整体人员素质较高，未对公司经营造成重大影响。

4．外部支持

公司所从事的水务行业符合国家及地方相关产业政策引导方向，享受一定的税收减免优惠。公司下属子公司阜阳创业水务有限责任公司和杭州天创水务有限公司分别自2014年和2016年7月1日开始享受“三免三减半”的税收优惠政策；公司子公司西安创业水务有限公司自2011~2020年享受优惠的企业所得税税率，所得税税率为15%；公司子公司贵州水务有限公司享受税收优惠政策，所得税税率为15%；公司子公司天津凯英科技发展有限公司自2013年开始享受高新技术企业税收优惠，所得税税率为15%；公司子公司天津中水有限公司自2008年1月1日，符合国家或行业相关标准的产品取得收入，在计算应纳税所得额时，减按90%计入当年收入总额；2015年7月1日起污水处理业务及再生水业务适用增值税，污水处理业务缴纳的增值税70%部分和再生水业务缴纳增值税的50%的部分即征即退。

2016年和2017年1~3月，天津市政府持续给予公司财政补贴支持，分别为1.87亿元和0.33亿元。

表4　2015~2016年及2017年1~3月政府补助情况

（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
政府补助	14937.69	18722.44	3279.55

资料来源：公司审计报告

总体看，国家及地方给予公司明确的税收优惠支持，提升了公司盈利空间；跟踪期内，天津市政府给予公司持续的补贴支持。

5．企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中证码为1201010000006509），截至2017年4月27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。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管有变动，但公司法人治理结构无重大变化。由于公司未来将以股权投资经营与实体项目经营为重点，跟踪期内，公司组织结构和职能部室有所调整，但因仍处于转型初期，实际业务并未拓张，新设职能部室相关管理制度尚未制定。

八、经营分析

1．经营概况

2016年，公司收入结构保持稳定，并实现主营业务收入23.44亿元，较上年小幅增长，其中水务板块收入（包括污水处理、中水及自来水）对公司主营业务收入贡献较大，在主营业务收入中占比69.71%；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和道路通行费收入均保持相对稳定，分别实现收入4.43亿元和0.64亿元；同期，公司房地产销售收入1.45亿元。公司房地产销售收入和其他咨询服务等业务收入规模整体较小。

毛利率方面，2016 年，公司主营业务毛利率41.07%，受收入占比较大的水务板块和市政基础设施配套板块毛利率分别较上年提升 2.42 个百分点和 12.54 个百分点影响，带动公司主营业务毛利率同比提升 4.32 个百分点；同期，受整体经济环境及相关政策影响，房地产市场销售受到一定影响，导致收入和成本有所波动，公司房地产板块毛利率 40.82%，同比减少 1.88 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 5.61 亿元，收入构成仍以水务板块为主，在主营业务收入占比 73.44%；市政基础设施配套收入 1.35 亿元，在主营业务收入中占比 24.06%；毛利率方面，受市政板块毛利率增长影响，公司主营业务毛利率攀升至 44.41%。同时，因公司全资子公司万宁凯德投资有限公司（以下简称“万宁凯德公司”）自 2016 年 12 月起不再并表核算，2017 年 1~3 月，公司未形成房地产业务收入。

跟踪期内，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，逐渐成为公司另一重要收入来源，万宁凯德公司因资产规模和收益规模小，不再并表核算对公司现有业务影响小。

表 5　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2015 年			2016 年			2017 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
水务板块	污水处理	13.39	58.96	38.23	13.79	58.83	41.58	3.45	61.50	41.76
	自来水及中水	2.49	10.97	31.10	2.55	10.88	28.42	0.67	11.94	27.41
	小计	**15.88**	**69.93**	**37.11**	**16.34**	**69.71**	**39.53**	**4.12**	**73.44**	**39.42**
市政基础设施配套板块	道路通行费	0.67	2.95	89.38	0.64	2.73	88.88	0.16	2.85	88.88
	天津文化中心商业配套项目	4.51	19.85	32.20	4.43	18.90	46.83	1.19	21.21	62.45
	小计	**5.18**	**22.80**	**39.60**	**5.07**	**21.63**	**52.14**	**1.35**	**24.06**	**65.58**
房地产板块	房地产销售	0.82	3.61	42.70	1.45	6.19	40.82	--	--	--
	小计	**0.82**	**3.61**	**42.70**	**1.45**	**6.19**	**40.82**	--	--	--
其他板块	咨询服务	0.22	0.97	89.38	0.21	0.90	91.81	0.04	0.71	84.83
	其他业务	0.61	2.69	-24.02	0.37	1.58	-70.52	0.10	1.78	-52.21
	小计	**0.83**	**3.65**	**5.98**	**0.58**	**2.47**	**-11.74**	**0.14**	**2.50**	**-13.06**
合计		**22.71**	**100.00**	**36.75**	**23.44**	**100.00**	**41.07**	**5.61**	**100.00**	**44.41**

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。自成立以来以多种形式与地方政府展开合作。在已开发的项目中，针对客户需求，创业环保分别采用了DBO、BOT、TOT、联合投资、委托运营等多种合作模式。

2016年，公司水务板块实现收入16.34亿元，同比小幅增长，该板块整体毛利率39.53%；2017年1~3月，公司水务板块实现收入4.12亿元，毛利率较2016年保持相对稳定。

污水处理业务

截至2017年3月底，公司共拥有污水处理厂25个，污水处理规模合计332万立方米/日（不含托管运营项目）。其中，天津本埠拥有污水处理厂6个，污水处理规模153.5万立方米/日；外埠19个，污水处理规模178.5万立方米/日。

2016年，公司实现污水处理量（包括委托运营）128813万立方米，同比增长6.31%；2017年1~3月共实现污水处理量30914万立方米，相当于2016年污水处理量的24.00%。

表 6　截至 2017 年 3 月底公司污水处理厂情况
（单位：万立方米/日、年）

污水厂名称	地区	处理能力	特许经营期
东郊污水厂	天津	40.00	30
津沽污水厂		55.00	
咸阳路污水厂		45.00	
北仓污水厂		10.00	
贵阳小河污水厂	贵州	8.00	25
赤壁污水厂	湖北	4.00	25
曲靖两江口污水厂	云南	8.00	30
曲靖西城污水厂	云南	3.00	30
阜阳第一污水厂	安徽	10.00	30
宝应仙荷污水厂	江苏	5.00	26
洪湖污水厂	湖北	7.00	30
杭州七格污水厂	浙江	60.00	25
文登污水厂	山东	8.00	30
静海天宇科技园区污水处理厂	天津静海	1.50	25
西安邓家村及北石桥污水处理厂	陕西	12.00	25
安国污水厂	河北	3.00	30
咸宁永安污水厂	湖北	6.00	30
阜阳市颍东污水厂	安徽	3.00	30
阜阳市含山污水厂	安徽	2.00	25
宁河现代产业区污水厂	天津宁河	2.00	30
文登葛家镇污水厂	山东	0.50	25
阜阳市颍上污水厂	安徽	4.00	30
西安北石桥污水处理厂	陕西	15.00	25
宁乡经济技术开发区污水处理厂	湖南	5.00	--
克拉玛依市第二污水处理厂	新疆	15.00	27
污水厂能力合计	--	**332.00**	--

注：宁乡经济技术开发区污水处理厂暂时未签署特许经营协议。
资料来源：公司提供。

根据2014年2月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、津沽（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，经营期限自2014年1月1日起30年。服务单价方面，2015~2016年污水处理单价均为1.76元/立方米。同时根据协议约定，2016年起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。

2016年，公司实现污水处理收入13.79亿元，同比保持相对稳定，毛利率增至41.58%，主要系公司加强成本控制所致；2017年1~3月，该板块实现收入3.45亿元，毛利率41.76%，较2016年保持相对稳。

跟踪期内，公司所属四座30年期的污水处理厂特许经营权确保了其在天津市中心城区污水处理业务的稳定性，且成为公司未来稳定的收入来源。同时联合资信关注到，未来污水处理单价调整幅度和时间存在一定不确定性。

中水业务

再生水业务方面，跟踪期内，创业环保除拥有津沽、咸阳路、东郊以及北辰4家再生水厂外，新增阜阳颍南再生水厂，公司再生水生产能力增至24万立方米/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。2016年，创业环保再生水售水量2151万立方米，同比增长16.52%，实现收入0.50亿元，同比增长6.88%，主要系用户用水量增长所致。2017年1~3月，创业环保再生水售水量694万立方米，实现收入0.15亿元。

表 7　截至 2017 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
津沽再生水厂	天津	7.00	3.82
咸阳路再生水厂	天津	5.00	2.51
东郊再生水厂	天津	5.00	0.92
北辰再生水厂	天津	2.00	0
阜阳颍南再生水厂	阜阳	5.00	5.18
合计	--	**24.00**	**12.43**

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接驳业务，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，2016年，中水管道接驳实现收入1.39亿元，较上年基本持平。2017年1~3月，中水管道接驳实现收入0.36亿元。

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

跟踪期内，公司自来水进水生产能力保持稳定。截至2017年3月底，公司自来水净水生产能力20万吨/日。2016，自来水业务售水量4115万立方米，同比增长4.84%，实现收入0.67亿元。2017年1~3月，公司自来水业务实现售水量1012万立方米，并实现收入0.16亿元。相对于污水处理领域，创业环保在自来水供水领域竞争力较弱，加之自来水领域地方政府垄断程度较高，自来水业务扩张存在一定挑战。

表8　截至2017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	8.00	11.20	30 年
曲靖第二自来水厂	云南	6.00		
曲靖第三自来水厂	云南	6.00		
合计	--	**20.00**	**11.20**	--

资料来源：公司提供

“十三五”期间，伴随国家政策的大力推动和城市城镇化进程的加快，城市供水和污水处理市

场需求巨大，水务行业面临良好发展机遇和前景；同时，中国水资源短缺的矛盾日益凸显，水价上调趋势显著，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。

此外，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。2016年，公司确认道路通行费收入0.64亿元，较上年小幅下降；2017年1~3月，确认通行费收入0.16亿元；该板块毛利率均为88.88%。跟踪期内，该板块收入和毛利率较2015年均小幅下降，主要系“营改增”导致计税方式不同所致。

天津文化中心商业配套

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 2017 年 3 月底，该项目实际租赁面积 14.91 万平方米，签约率为 95.88%。银河国际购物中心运营顺利，2016 年实现租赁收入、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 4.43 亿元；2017 年 1~3 月，该项目实现各项收入合计 1.19 亿元，毛利率为 62.45%。

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，可为公司产生稳定的现金流。

房地产业务

公司房地产业务主要由原全资子公司万宁凯德公司负责运营。目前开发的房地产项目主要为海南万宁山泉海住宅小区项目。截至2016年11月底，该项目实现主营业务收入1.45亿元，该板块毛利率40.82%。

跟踪期内，根据天津城投《关于同意对城投置地公司进行增资的批复》（津城投经2016【814】号），2016年12月，公司以万宁凯德公司全部股权及天津海德宏业有限公司[1]（以下简称“海德公司”）50.10%的股权对天津城投置地投资发展有限公司（以下简称“城投置地公司”）进行出资，出资后公司对城投置地公司持股比例为11.47%，相关工商及产权登记手续已于同月办理完毕。

截至2016年11月底，万宁凯德公司注册资本1.00亿元，资产总额12.99亿元，负债合计11.32亿元，所有者权益1.67亿元，2016年1-11月实现营业总收入1.45亿元，净利润（含少数股东损益）0.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.15亿元；经营活动现金流量净额为0.07亿元，现金及现金等价物净增加额0.07亿元。考虑到万宁凯德公司资产规模和收益占比不大，不再并表核算对公司现有业务影响小，公司后续房地产业务将由参股公司城投置地公司进行，合并报表将不再体现。

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和供热供冷收入等。2016年和2017年1~3月，公司其他业务板块分别实现收入0.58亿元和0.14亿元。

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。

3. 未来发展

公司未来将以股权投资经营与实体项目经营紧密结合，充分利用天津城投平台，通过资源整合提升公司本部股权投资经营能力，运用市场化的管理模式、品牌运作打造核心竞争能力，推

[1]公司对海德公司持股 50.10%，因并未取得实际控制权，故采用权益法进行核算，在长期股权投资科目体现。

进商业物业经营管理产业发展，根据自身业务特点和资源积累状况，开拓新的业务渠道，培育复合型人才队伍，实现公司在集团转型改制下的可持续发展。

跟踪期内，公司各业务板块平稳发展，其中因万宁凯德公司不再并表核算，相关房地产业务资金支出缩减，公司未来投资压力有所缓解。此外，为适应未来公司金融与投资平台的定位和发展需要，未来业务拓张情况和收入结构有待关注。

九、财务分析

公司提供2016年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年1~3月财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2016年底，公司拥有子公司5家，其中二级子公司4家，三级子公司1家，跟踪期内，万宁凯德公司和天津市政君诚资产管理有限公司分别因股权变更和清算，不再纳入公司合并范围；同期，公司通过股权收购方式新增二级子公司天津元易诚商业运营管理有限公司（以下简称“元易诚公司”）。截至2017年3月底，公司合并范围未发生变化。上述子公司资产规模和收益占比不大，不再并表核算对公司财务数据可比性影响小。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 221.00 亿元，所有者权益 88.00 亿元（其中少数股东权益 26.18 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 25.38 亿元，利润总额 7.04 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 222.03 亿元，所有者权益 88.88 亿元（其中少数股东权益 26.15 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.09 亿元，利润总额 1.97 亿元。

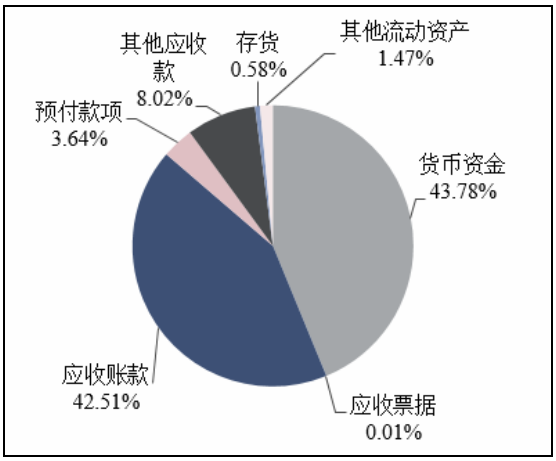
1. 资本及债务结构

资产

截至2016年底，公司资产总额221.00亿元，同比下降7.43%，主要系流动资产减少所致。公司资产中流动资产和非流动资产分别占比19.26%和80.74%，资产结构以非流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产42.56亿元，同比下降35.31%，主要系其他应收款和存货大幅减少所致。公司流动资产中货币资金、应收账款和其他应收款占比分别43.78%、42.51%和8.02%。

图1 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至2016年底，公司货币资金18.63亿元，同比下降12.47%。公司货币资金中绝大部分为银行存款，剩余为少量现金和其他货币资金。截至2016年底，公司货币资产中受限规模小，具体为一年内到期的项目保证金0.18亿元。

截至2016年底，公司应收账款18.09亿元，同比增长43.53%，主要系应收污水处理服务费和自来水费增加所致。公司应收账款中，按个别认定法计提坏账准备的应收账款0.22亿元。公司应收账款前五名欠款合计16.36亿元，占应收总额的89.30%，其中应收天津市水务局污水服务费（账龄主要以1年以内和1~2年为主）、曲靖市城市供排水总公司污水服务费、自来水费（账龄主要以1年以内和1~2年为主）和杭州市排水有限公司（账龄主要以1年以内），分别占比76.29%、6.29%和4.16%。由于欠款单位集中度高，主要

为水务局等政府单位，发生坏账风险较低。

截至2016年底，公司预付账款1.55亿元，同比增长9.83%，主要系预付工程款增加所致。

截至2016年底，公司其他应收款3.41亿元，同比下降81.72%，主要系收回对海德公司借款所致。公司其他应收款前五名欠款合计2.84亿元，主要由大连市城市建设管理局项目保证金（账龄1年以内）、天津市市政公路管理局海津大桥补贴收入（账龄为5年以上）和天津融创置地有限公司委托贷款及利息（账龄为4~5年为主）构成，分别占比29.52%、28.64%和17.15%。跟踪期内，公司收回相关借款，其他应收款规模大幅下降，流动性得到一定改善。

截至2016年，公司存货0.25亿元，同比减少97.83%，主要系万宁凯德公司不再并表核算后导致开发成本及开发产品合计减少11.06亿元所致。公司存货主要由原材料和工程施工构成。

截至2016年底，公司非流动资产178.44亿元，同比增长3.17%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产和无形资产构成，分别占比52.83%和34.94%。

截至2016年底，公司可供出售金融资产5.98亿元，同比增加5.59亿元，同期，公司长期股权投资2.22亿元，同比下降64.81%，主要系2016年公司对城投置地公司持股比例下降，由长期股权投资调整为可供出售金融资产。

截至2016年底，公司长期应收款3.09亿元，同比下降3.23%，公司长期应收款主要为道路特许经营权所产生的应收款，在特许权经营期内以未来保证最低交通流量为基础按照实际利率法确认的摊余成本。

截至2016年底，公司投资性房地产94.27亿元，同比增长3.26%，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2016年，公司将银河国际购物中心的房产和对应的土地使用权90.32亿元（占投资性房地产比重95.81%）用于抵押进行银行借款，公司投资性房地产以公允价价值计量，规模较大，易受市场波动因素影响。

截至2016年底，公司固定资产原值12.45亿元，同比下降0.11%，累计计提折旧3.93亿元。公司固定资产原值中房屋及建筑物（主要为水厂和自用房屋）占28.28%、机器设备占25.64%、路桥资产占38.30%，其余为办公家具、运输设备及电子设备等。

截至2016年底，公司在建工程0.03亿元，同比小幅下降，2016年公司在建项目投入2.72亿元，其中转入无形资产2.72亿元，少量转入固定资产。

截至2016年底，公司无形资产62.35亿元，同比变化不大，其中特许经营权占比为99.66%。受限资产方面，公司子公司创业环保公司以曲靖创业水务公司自来水及污水处理特许经营权为质押向中国建设银行股份有限公司曲靖市麒麟支行贷款。截至2016年底，该特许经营权账面价值1.91亿元，尚未结清贷款金额0.50亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额222.03亿元，较2016年底保持相对稳定。资产结构保持不变，流动资产和非流动资产分别占比19.83%和80.17%。截至2017年3月底，公司应收账款21.22亿元，较2016年底增加3.13亿元，主要系应收污水处理和自来水服务费增加所致；受预付工程款增加影响，公司预付款项增至1.79亿元；其他应收款降至2.44亿元，主要系往来款减少所致。非流动资产各科目保持相对稳定。

跟踪期内，因万宁凯德公司不再并表核算和收回海德公司借款，公司其他应收款和存货均大幅下降，应收款项规模持续增长，在流动资产中占比较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产以投资性房地产为主，且抵押规模大，易受市场波动因素影响。公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 88.00 亿元，同比增长 4.44%。公司归属于母公司的权益 61.82 亿元，其中实收资本占 29.44%、资本公积占 46.46%、盈余公积占 4.79%和未分配利

润占 19.19%；公司少数股东权益 26.18 亿元，同比增长 8.91%，主要系创业环保少数股东权益增加所致。跟踪期内，公司所有者权益稳定性较强。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 88.88 亿元，较 2016 年增长 1.00%，主要系未分配利润增加所致。跟踪期内，公司所有者权益结构相对稳定。

负债

截至2016年底，公司负债合计133.00亿元，同比下降14.00%。跟踪期内，受其他应付款大幅下降影响，公司流动负债占比有所下降，其中流动负债占35.73%，非流动负债占64.27%。

截至2016年底，公司流动负债47.53亿元，同比下降 37.13%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致。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 20.79%、17.54%、34.14%和 21.24%。

截至 2016 年底，公司预收款项 9.88 亿元，同比增长 9.55%，主要系预收中水管道接驳费增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 8.33 亿元，同比下降 72.69%，主要系支付天津城投借款及利息，同时往来款等均有所减少所致。其他应付款前五名合计 2.50 亿元，占其他应付款总额的 30.04%，大额债权单位包括天津长海高速有限公司、浙江诸安建设集团有限公司、中国市政工程西北设计研究院有限公司、中铁四局集团有限公司、中国民生银行天津分行营业部，分别占比 14.53%、6.36%、3.35%、3.09%和 2.71%，款项性质主要为往来款、工程款和债券利息。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.22 亿元，具体为一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券（“14 津政投 PPN001”和“14 津政投 MTN001”）和一年内到期的长期应付款转入所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 10.10 亿元，基本保持稳定，主要为公司新增“16 津政投 CP001”10.00 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 85.48 亿元，同比增长 8.13%，其中长期借款、应付债券、递延所得税负债和递延收益分别占 42.06%、18.00%、5.64%和 10.88%。

截至 2016 年底，公司长期借款 35.95 亿元，其中绝大部分为抵押借款，剩余少量保证借款和质押借款。

截至 2016 年底，公司应付债券 23.94 亿元，较上年同期基本保持稳定，主要系“14 津政投 PPN001”和“14 津政投 MTN001”共计 12.00 亿元转入一年内到期的非流动负债，同时 2016 年公司和子公司创业环保分别发行“16 市政 01”5.00 亿元和“16 津创 01”7.00 亿元所致。

截至 2016 年底，公司长期应付款 2.85 亿元，均为天津市排水公司资产转让款。

截至 2016 年底，递延所得税负债 7.50 亿元，同比增长 23.55%。截至 2016 年底，公司递延收益 14.47 亿元，同比增长 26.30%，主要系水厂提标改造暂未确定收益。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债 0.43 亿元，同比下降 10.84%，主要系偿还中水厂国债转贷资金和天津市建交委供热补偿款所致。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 76.12 亿元，同比下降 6.58%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司全部债务中，短期债务和长期债务分别占比 21.31%和 78.69%。跟踪期内，受公司有息债务规模下降影响，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较上年底均有所下降，截至 2016 年底，上述三项指标分别为 60.18%、46.38%和 40.50%。考虑到将其他流动负债中的有息债务计入全部债务核算，调整后全部债务 86.12 亿元，调整后全部债务资本化比率 49.46%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 133.16 亿元，较 2016 年底增长 0.11%。公司负债结构方面，流动负债和非流动负债占比分别 35.43%

和 64.57%，仍以非流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，其他应付款 6.54 亿元，较 2016 年底下降 21.49%，主要系归还天津城投借款；预付账款 10.69 亿元，同比增长 8.23%，主要系预付工程款增加所致；截至 2017 年 3 月底，公司长期借款小幅增加至 36.55 亿元。

有息债务方面，截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 76.88 亿元，较 2016 年底略有增长。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 59.97%、46.38%和 40.50%。考虑到将其他流动负债中的有息债务计入全部债务核算，调整后全部债务 86.88 亿元，调整后全部债务资本化比率 49.43%。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较强，公司整体债务负担有所降低，债务结构合理。

2. 盈利能力

跟踪期内，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，其中污水处理为公司收入的主要来源。2016年公司实现营业收入25.38亿元，同比增长2.92%；同期，公司营业成本14.89亿元，同比下降4.49%，受此影响，公司营业利润率由上年的34.51%增长至37.16%。2016年公司营业外收入2.21亿元，同比增长21.14%，主要由收到政府补助和税收奖励。

期间费用方面，跟踪期内，受有息债务规模下降影响，公司财务费用同比下降16.89%，但在营业利润中占比仍较大；同期，管理费用1.80亿元，同比增长1.14%。2016年，公司期间费用合计7.16亿元，同比减少0.86亿元。跟踪期内，公司对期间费用的控制能力有所提高。2016年，公司公允价值变动收益较大，同比减少1.61亿元，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；政府补助收入为1.87亿元，主要为污水处理、供热供冷及中水处理建设补贴等收入。2016年，公司营业利润4.85亿元，同比下降5.16%，主要系公允价值变动减少所致；受营业外收入增长和成本下降所致，公司实现利润总额7.04亿元，同比增长7.97%。跟踪期内，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.61%和4.79%。

2017年1~3月，公司实现营业收入6.09亿元，相当于2016年营业收入的24.00%；同期，公司营业成本3.32亿元。2017年1~3月，期间费用1.13亿元。2017年1~3月，公司实现利润总额1.97亿元，营业外收入0.33亿元。2017年1~3月，公司无公允价值变动收益，主要系公司按年确认公允价值。同期，公司营业利润率43.55%。

跟踪期内，公司期间费用控制能力有所改善，但财务费用在营业收入中占比仍保持高位，对公司利润影响较大；同时，公允价值变动对公司利润总额影响大，其稳定性和持续性有待持续关注；跟踪期内，污水处理收入业务增长对公司整体盈利能力起到积极作用。

3. 现金流

从经营活动看，2016 年，公司经营活动现金流量净额 6.00 亿元。公司经营活动现金流入量 29.80 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 23.44 亿元，较上年大幅下降，主要系 2015 年收到以往年度污水处理费；收到其他与经营活动有关的现金 4.39 亿元。经营活动产生的现金流出 23.80 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 10.73 亿元、支付给职工以及为职工支付的现金 3.03 亿元、支付的各项税费 5.39 亿元和支付的其他与经营活动有关的现金 4.66 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金所占比重较大。从收现质量看，2016 年，公司现金收入比为 92.32%，较上年大幅下降，公司收现质量有待提升。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额由负转正。投资活动的现金流入 34.31 亿元，主要为收到其他与经营有关的现金 34.93 亿元。投资活动的现金流出 31.23 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 4.95 亿元，具体为支付的工程尾款、水厂升级改造支

出；取得子公司等支付的现金净额-1.08 亿元，具体为元易诚公司纳入合并范围后将其货币资金现金流暂计入该科目反映；支付其他与投资活动有关的现金 27.36 亿元，主要为偿还股东借款等。

从筹资活动看，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-11.69 亿元。2016 年，公司筹资活动产生的现金流入 40.22 亿元，主要以取得借款收到的现金 18.03 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 22.00 亿元为主，其中收到其他与筹资活动有关的现金主要系公司发行债券收到的现金。公司筹资活动现金流出 51.92 亿元，主要为偿还债务支付的现金 45.30 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 6.50 亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额0.23亿元。经营活动现金流入7.68亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金4.30亿元，同期，公司现金收入比70.55%，主要系部分业务需要到年底结算所致；收到、支付其他与经营有关的现金分别为3.05亿元和2.70亿元，主要为收到和支付的保证金；购买商品、接受劳务支付的现金2.42亿元。投资活动产生的现金流量净额-1.44亿元，其中投资活动现金流主要以现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金1.56亿元。筹资活动方面，筹资活动现金流量净额0.25亿元，其中取得借款收到的现金1.06亿元。

跟踪期内，随着天津文化中心商业配套体项目的稳定运行，公司经营活动现金支出压力有所下降；目前公司债务偿还规模较大，未来存在一定对外筹资压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年底，公司流动比率和速动比率分别为89.55%和89.04%，较上年底均有所增长；2016年公司经营性净现金流大幅大幅下降，经营现金流动负债比降至12.62%。截至2017年4月底，公司流动比率和速动比率分别为93.32%和92.81%；现金类资产为短期债务的1.08倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2016年底，公司EBITDA为15.34亿元；公司全部债务/EBITDA倍数为4.96倍，调整后全部债务/EBITDA倍数为5.61倍，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年 6 月 14 日，公司合并口径无对外担保事项。此外，公司与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创地产”）纠纷已结案，公司已收到借款本金 0.46 亿元金及相关利息。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径共获得各家商业银行授信额度为 81.87 亿元，已使用 35.37 亿元，尚未使用的额度为 46.50 亿元。公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有 A、H 股上市公司创业环保，直接融资渠道畅通。

十、存续期内债券偿债保障分析

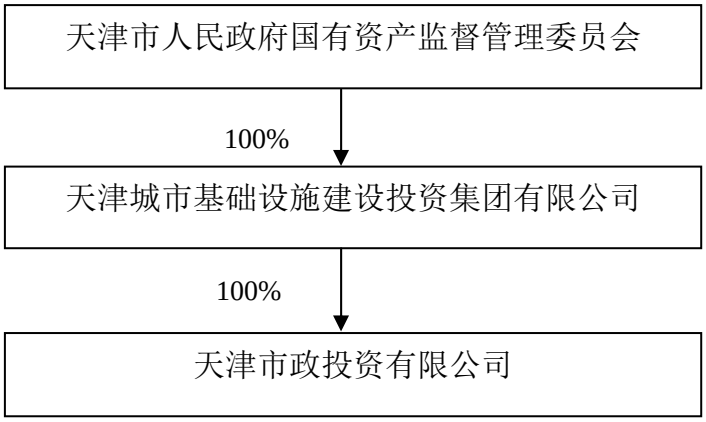
公司发行的“14津政投MTN001”将于2017年11月到期一次性兑付本金7.00亿元，与“16津政投CP001”10.00亿元存在集中兑付情形，即公司将于2017年共计偿还上述两期债券合计本金17.00亿元。2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为上述两期债券合计本金的1.75倍和0.35倍。截至2016年底，公司现金类资产（已剔除受限资金）合计18.47亿元，为上述两期债券合计本金的1.09倍。截至2017年3月底，公司现金类资产（已剔除受限资金）合计17.53亿元，为上述两期债券合计本金的1.03倍。

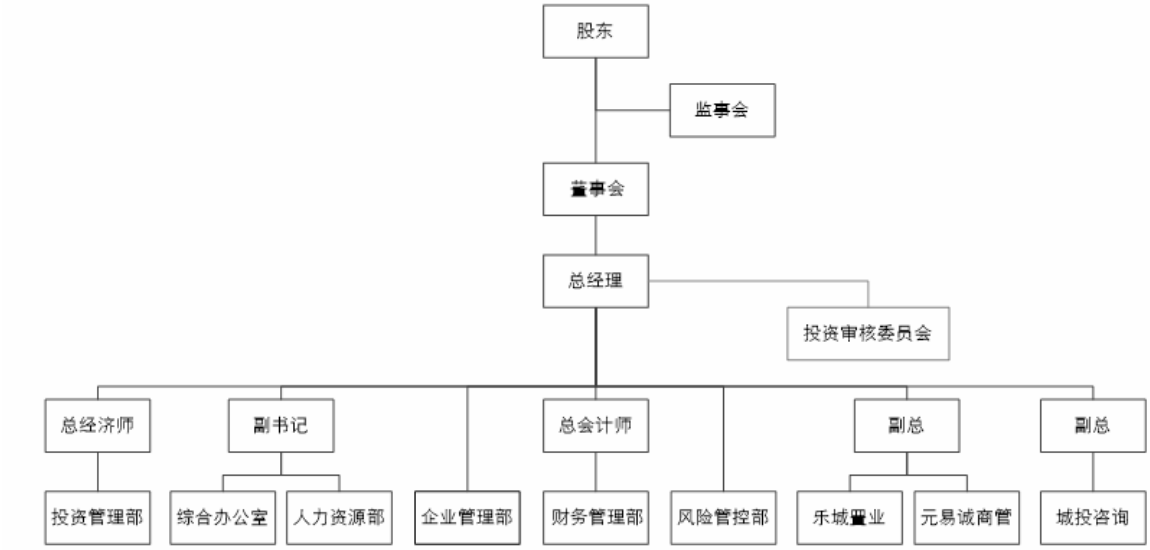
跟踪期内，公司经营活动现金流入量和现金类资产对上述两期债券合计本金保障能力尚可。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，维持“14 津政投 MTN001”信用等级为 AA^+、维持“16 津政投 CP001”信用等级为 A-1。

附件 1　公司股权结构图和组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.05	21.30	18.64	17.71
资产总额(亿元)	251.29	238.74	221.00	222.03
所有者权益(亿元)	81.30	84.10	88.00	88.88
短期债务(亿元)	17.80	23.14	16.22	16.39
长期债务(亿元)	77.59	58.34	59.90	60.50
全部债务(亿元)	95.39	81.48	76.12	76.88
调整后全部债务(亿元)	100.14	91.48	86.12	86.88
营业收入(亿元)	23.82	24.66	25.38	6.09
利润总额(亿元)	5.99	6.52	7.04	1.97
EBITDA(亿元)	16.20	15.99	15.34	--
经营性净现金流(亿元)	5.06	22.79	6.00	0.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.02	1.28	1.65	--
存货周转次数(次)	1.58	1.45	2.57	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.10	0.11	--
现金收入比(%)	85.50	164.96	92.32	70.55
营业利润率(%)	34.18	34.51	37.16	43.55
总资本收益率(%)	5.64	5.82	5.61	--
净资产收益率(%)	3.90	4.06	4.79	--
长期债务资本化比率(%)	48.83	40.96	40.50	40.50
全部债务资本化比率(%)	53.99	49.21	46.38	46.38
调整后全部债务资本化比率(%)	55.19	52.10	49.46	49.43
资产负债率(%)	67.65	64.78	60.18	59.97
流动比率(%)	103.98	87.03	89.55	93.32
速动比率(%)	89.93	72.03	89.04	92.81
经营现金流动负债比(%)	7.01	30.14	12.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.89	5.09	4.96	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.18	5.72	5.61	--

注：2017 年 1~3 月财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中有息债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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	
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

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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