

跟踪评级公告

联合[2014] 2243 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13东丽债”信用等级为AA。

特此公告。



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>

天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: 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 东丽债	18 亿元	2013/06/19-2020/06/19	AA	AA

评级时间: 2014 年 12 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	2.40	3.97	22.99
资产总额(亿元)	128.36	173.31	241.83
所有者权益(亿元)	79.64	99.62	108.11
短期债务(亿元)	1.94	15.96	12.02
全部债务(亿元)	29.89	57.96	103.26
营业收入(亿元)	2.37	2.91	4.61
利润总额(亿元)	2.91	3.48	5.42
EBITDA(亿元)	2.93	3.53	5.49
经营性净现金流(亿元)	-13.32	-34.33	-29.51
营业利润率(%)	94.40	94.40	94.26
净资产收益率(%)	3.65	3.50	5.02
资产负债率(%)	37.96	42.52	55.30
全部债务资本化比率(%)	27.29	36.78	48.85
流动比率(%)	63.43	86.28	209.66
全部债务/EBITDA(倍)	10.22	16.42	18.81
经营现金流动负债比(%)	-64.13	-108.34	-74.19

分析师

高延龙 李毅婷
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

跟踪期内, 东丽区经济保持较快发展速度, 政府财政实力大幅增强; 区政府在股权划拨、资本金注入及财政补贴方面继续给予了天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司 (以下简称“公司”) 大力支持, 公司资产规模及综合竞争力进一步加强, 收入和利润规模大幅提升。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 东丽区地方政府债务和公司债务规模较上年大幅上升, 债务负担均有所加重; 代建项目资金回流情况差, 公司对政府资本金划拨及银行借款依赖程度高。

伴随着政府股权划拨支持, 公司业务范围及规模得以扩大, 未来有望带动收入规模及利润水平不断上升; 公司重大代建工程资金回流由政府相关协议保障, 且部分项目可实现销售收入。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“13 东丽债”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内, 东丽区经济发展快速, 财政实力大幅增强, 为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内, 政府在股权划拨、资本金注入及财政补贴方面继续给予了公司大力支持, 公司资产规模及综合实力不断壮大。
3. “13 东丽债”设置了分期还款安排, 有效降低了公司资金集中支付压力。

关注

1. 跟踪期内, 东丽区地方政府及公司债务规模大幅上升, 债务负担均有所加重。
2. 公司其他应收款规模大, 对公司资金形成

- 占用，回款受政府拨付效率影响较大。
3. 公司代建项目资金回流情况差，未来随着项目持续推进，公司存在较大对外筹资压力。

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）与天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津市东丽城市基础设施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，未因天津市东丽城市基础设施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市东丽城市基础设施投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司主体长期信用及“13 东丽债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司(以下简称“公司”)是2007年8月28日经天津市工商行政管理局东丽分局核准成立的国有独资有限责任公司,初始注册资本为20000万元,经过数次增资后,截至2013年底注册资本为115000万元,股东为天津市东丽区人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“区国资委”)。

公司的经营范围包括城市基础设施建设和投资、并对所城建项目实施管理;在政府授权范围内实施土地一级市场开发及前置性整理、储备土地;房地产开发。

公司本部设有综合办、财务部、前期部、房建部、市政部、合同部6个职能部门。截至2013年底,公司下属5家子公司,其中4家全资子公司,1家控股子公司。

截至2013年底,公司合并资产总额241.83亿元,所有者权益108.11亿元(其中少数股东权益0.05亿元)。2013年,公司实现营业收入4.61亿元,利润总额5.42亿元。

公司注册地址:天津市东丽经济开发区二纬路3号;法定代表人:李民强。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积

极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。

据初步核算,2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元,同比增长 7.7%。2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现利润总额 62831 亿元,同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%;三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013 年,中国进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%;其中出口金额增长 7.9%,进口金额增长 7.3%,贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,中国继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013 年,中国财政累计收入为 129143 亿元,同比增长 10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自 8 月 1 日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7 月 31 日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础

设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本

市场体系建设以及金融监管等方面的金融改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年增长 19.30%，扣除价格因素，实际增长 18.90%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.97 万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资 7.17 万亿，比上年增长 21.20%。2013 年全年新开工项目计划总投资 35.78 万亿元，比上年增长 14.20%；新开工项目 38.93 万个，比上年增加 6.62 万个。2013 年全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年底，中国城镇化率为 53.70%，较上年提高 1.13 个百分点，未来中国城镇化进程将逐渐深入。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。

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

2. 行业政策

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》），系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《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：

（1）政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府，市县级政府确需举借债务的，也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借，企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，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。（2）《43 号文》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；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；地方政府债务实行全口径预算管理。

（3）对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《43 号文》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。

2014 年 10 月底，财政部公开发布《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》），是对《43 号文》的具体细化，《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。新增核心内容包括①地方各级财政部门汇总本地区清理甄别结果，新增同级审计部门对此结果出具审计意见的要求，同时提出上报地方财政口径若与审计口径不一致，要求退回重新核实；②财政部将各地清理甄别结果抄送审计署后，新增财政部组织其驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处核查各地报送数据，对虚增政府存量债务的，相应核减地方政府债券发行规模，并追究相关责任人责任；③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，具体分为 4 种情况，对于确认为单一的一般债务及单一的专项债务，原则不变，但其他两种情况是本次新增的规定，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；④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。

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。

3. 区域经济概况

2013年，天津市东丽区完成地区生产总值725.2亿元，按可比口径增长17.6%。分产业来看，第一产业增加值4.4亿元，增长1.4%；第二产业增加值438.8亿元，增长18.8%，其中工业增加值397.5亿元，增长18.1%；第三产业增加值282.0亿元，增长15.9%，其中批发和零售业增加值81.5亿元，增长15.2%。三次产业比重为0.6：60.5：38.9。

2013年，东丽区固定资产投资项目加快建设，全区完成固定资产投资655.1亿元，增长28.7%。其中，第一产业投资2.71亿元，减少76.1%；第二产业投资217.6亿元，增长83.0%；第三产业投资434.7亿元，增长14.8%。三次产业投资比重为0.4：33.2：66.4。

2013年，全区实现工业总产值1742.2亿元，增长6.2%。其中规模以上工业企业338家，完

成工业总产值1515.7亿元，同比下降0.3%，占全部工业总产值的87%；营业收入完成2017.5亿元，同比增长1.6%；营业税金实现26.9亿元，同比增长14%。

2013年，东丽区全区新市镇、城中村和中心城区改造项目取得新进展。农民还迁工程新开工106.49万平方米，竣工271.78万平方米。金钟新市镇、军粮城新市镇一期南区等项目竣工、还迁4万人；张贵庄中心城区改造加快推进，南片完成3号、4号地块拆迁，北片完成城市规划设计。高水平改造市属旧楼区14个、82.2万平方米，受益居民1.29万户；完成张贵庄街和丰年村街142幢居民楼屋面防水工程，9000余户居民受益。

4. 区域财政实力及政府债务

2013年，东丽区地方综合财力136.10亿元，较上年大幅增长68.86%，主要源自一般预算收入和国有土地使用权出让收入的增加；该两项收入占综合财力的比例分别为59.88%和32.88%，财政收入结构较为合理。2013年，东丽区实现地方一般预算收入81.49亿元，同比增长24.93%，其中税收收入和非税收入占比分别为54.00%和46.00%；转移支付和税收返还收入9.07亿元，同比增长35.46%；国有土地使用权出让收入44.75亿元，较上年大幅增长455.94%。

政府债务负担方面，东丽区地方政府债务由直接债务和担保债务构成，截至2013年底，东丽区地方政府债务余额为86.89亿元，同比增长150.42%；债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为63.85%，较上年上升20.80个百分点。总体看，东丽区地方政府债务规模大幅上升，债务负担有所加重。

表1 东丽区本级地方政府债务余额及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至2013年12月）	金额	地方财力（2013年度）	金额
（一）直接债务余额	865188	（一）地方一般预算本级收入	814888
1、外国政府贷款		1、税收收入	440060
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	374828
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	90732
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	44585

(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	25715
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	20432
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	447479
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	416114
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款	865188	3、农业土地开发资金	16381
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	14984
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	865188	(四) 预算外财政专户收入	7858
7、债券融资			
(1) 中央代发地方政府债券			
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额	7510		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	7510		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	868943	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	1360957
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%		63.85%	

资料来源：公司提供

五、基础素质分析

跟踪期内，公司产权状况及高管人员无重大变化发生。截至2013年底，公司注册资本11.50亿元，天津市东丽区国资委是公司唯一出资人和实际控制人。

政府支持

公司是东丽区政府基础设施建设主体之一，跟踪期内，东丽区政府对公司保持着较大的支持力度。

(1) 股权划拨

2013年12月，根据东丽区国资委《关于将政通公司全部股权投入城投集团的通过》（津丽国资【2013】235号），将其所有的天津市政通基础设施建设投资有限公司（以下简称

“政通公司”）股权按照评估后的公允价值投入公司，政通公司净资产公允价值11.03亿元，考虑到合并时增加的递延所得税负债2.71亿元，实际增加公司资本公积8.32亿元。

(2) 资本金注入

2013年，根据天津市东丽区财政局《关于对东丽城投集团借款转为投资的通知》（东丽财预【2013】102号），东丽区财政局将财政局以借款形式拨入公司的项目款7.92亿元转为区国资委对公司的投资；在账务处理上，增加公司资本公积，减少其他应付款。

(3) 政府补贴款

跟踪期内，为支持公司建设，东丽区财政局继续给予公司财政补贴款。

2013年，根据东丽区财政局《关于对东丽

城投集团拨付2013年度财政专项补贴的通知》（东丽财预【2013】101号），将拨付政通公司的借款1.50亿元转为公司2013年度补贴款，用于补充公司营运资金，计入营业外收入中的补贴收入科目核算。

（4）应收款项回款安排

近年公司承担了天津市东丽区金钟新市镇、东丽区环境综合整治、金钟路拓宽等一系列工程项目，由此产生了对政府相关部门的应收账款和其他应收款。截至2013年底，公司对政府相关部门形成的应收账款3064万元、其他应收款419972.06万元。

为支持公司建设工作，根据东丽区人民政府《关于向天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司支付相关款项决定的函》（东丽政函【2014】77号），区政府决定，同意将海河中游地块的土地出让净收益作为上述款项还款来源，该地块北至津塘公路、南至海河、西至东河、东至蓟港铁路；可出让面积7512.37亩，现行土地利用总体规划为规划城镇用地、现状城镇用地；预计每亩出让价格80万元（按照区政府指导价格测算），该地块可取的土地出让收入合计60.10亿元，预计扣除相关税费及其他成本后净收益将达到48.08亿元，为上述应收款项合计金额的1.14倍。以上土地整治工作由政府承担，出让后的净收益将按计划支付给公司。

表2 应收款项的平衡土地出让计划

（单位：亩、万元/亩、亿元）

年份	土地出让亩数	出让单价	出让收入	出让净收益
2015	1250	80	10.00	8.00
2016	1250	80	10.00	8.00
2017	1250	80	10.00	8.00
2018	1250	80	10.00	8.00
2019	1250	80	10.00	8.00
2020	1262.37	80	10.10	8.08
合计	7512.37		60.10	48.08

资料来源：公司提供

总体看，公司应收款项的回款在区政府出

让土地的平衡下得到了有效保障。同时应关注到，公司应收款项规模大，政府安排土地出让期限较长，且上述土地目前尚处于规划阶段，未来具体执行情况可能存在不确定性，联合资信将密切关注上述土地出让净收益资金到位情况。

整体看，跟踪期内，政府在股权划拨、资本金注入、财政补贴及应收款项回款安排等方面继续给予了公司较大支持，公司资产规模、综合竞争力进一步增强。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、制度及股权结构无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为东丽区两大基础设施建设主体之一，主要从事政府投资项目代建、土地一级市场征收整理和经营型房地产开发建设，目前以项目代建为主。2011~2013年，公司实现营业收入分别为2.37亿元、2.91亿元和4.61亿元，均为代建管理费收入；由于代建管理费收入对应的成本为公司日常发生的管理费用，计入期间费用，故近年公司主营业务毛利率一直为100%。

2. 项目代建业务

公司按项目与政府签订委托代建协议，东丽区政府将全额支付委托公司建设的市政基础设施、安置房及开发完成的建设用地的成本，并根据公司承建项目所发生的成本，按实际发生投资额的一定比例作为代建管理费给予经济补偿，代建管理费比例根据具体项目确定。政府支付的代建资金来源主要为政府依政策规定获得的项目出让区内可出让土地的土地出让金收入；并约定在政府实际收到土地出让金入库后，将土地出让金收入以专项资金形式拨

付给公司。另外，按照协议约定，公司可在项目建设期内每年按照代建费率计提代建管理费作为代建收入，政府将根据项目进度向公司拨付该项资金，资金来源也为上述土地出让金收入；待项目竣工验收后，政府将按经审批的项目实际投资总额与公司结算代建管理费，且实行多退少补。

账务核算方面，公司项目建设成本分别反映在资产负债表“在建工程”和现金流“支付其他与经营活动有关的现金”科目；形成的主营业务收入全部来自计提的代建管理费。由于近年公司代建项目所在区域内暂未实现土地出让，政府应拨付的代建资金（含代建管理费）暂未到账；公司应收的代建管理费一并计入“在建工程”。

2013年，公司项目投资建设主要集中于金钟小城镇项目、环境综合整治工程、赤海路道路改造工程、张贵庄轻轨站上盖物业项目、津塘二线工程，全年完成投资额 43.80 亿元。

表 3 截至 2013 年底公司重点代建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	截至 2013 年底累计投资额
金钟小城镇	148.85	129.59
环境综合整治	14.92	16.31
金钟路拓宽	3.56	2.77
赤海路	2.20	1.83
张贵庄轻轨站上盖物业	--	1.69
津塘二线	1.36	1.63
日光温室	0.97	0.95
合计	171.86	154.77

资料来源：公司提供

注：1、环境综合整治和津塘二线项目由于建设内容比较复杂，前期概算偏小，导致出现超概情况。

2、张贵庄轻轨站上盖物业项目为公司与市政府合作建设项目，目前公司承建部分已基本完工。

金钟街小城镇项目

公司就金钟小城镇项目于 2009 年与政府签订了委托建设协议《金钟街示范小城镇建设项目委托代建协议》，明确了资金回流安排；后由于项目投资概算变更，公司与东丽区财政局签订了《金钟街示范小城镇建设项目委托代

建协议补充协议》（以下简称“补充协议”），公司因代建该项目可获得资金总额增加至 171.18 亿元，回款将按照原有每年支付比例进行支付，每年计划回款金额将大于下表中数值。

表 4 《金钟街示范小城镇建设项目委托代建协议》主要内容（单位：亿元）

协议名称	金钟街示范小城镇建设项目委托代建协议
总金额	115.15
项目内容	农民还迁住宅 133.4 万平方米、配套公建 23.6 万平方米、水电气暖等配套基础设施投资以及土地整理等。
回款金额	
2011 年	2.37
2012 年	3.62
2013 年	12.62
2014 年	12.26
2015 年	17.79
2016 年	16.33
2017 年	15.36
2018 年	14.40
2019 年	13.93
2020 年	6.47
合计	115.15

资料来源：公司提供

金钟小城镇项目作为公司目前核心代建业务，投资规模大，投资期限较长。项目建设平衡资金主要来源于项目建成后的土地出让收入。跟踪期内，该项目仍在建设期内，土地出让工作尚未开展，导致政府应拨付公司的代建资金暂未到账。为弥补由此对公司带来的资金压力，政府通过项目借款转增资本公积或直接拨付资金（增加资本公积）方式给予公司项目建设支持。2013 年，政府以借款形式拨入公司项目建设款 7.92 亿元，后转为区国资委对公司的投资，增加资本公积。

为进一步落实土地出让情况，根据东丽区人民政府《关于返还天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司土地出让收益的函》（东丽政函【2014】76 号），区政府安排位于金钟街共 4 块土地出让的全额收入作为金钟街小城镇

项目的建设平衡资金，该 4 块土地面积合计 4869.45 亩，在完成土地整治环节后（区政府负责拆迁安置工作；公司负责土地整治，相关成本支出仍在募投项目总投资概算范围内），根据规划，土地用途将变为住宅及商业用地，预计出让单价为 333.34 万元/亩，出让收入预计可达 162.32 亿元，为金钟街小城镇项目总投资额的 1.09 倍。

表 5 金钟街小城镇项目平衡土地出让计划
(单位: 亩、万元/亩、亿元)

年份	土地出让亩数	出让单价	出让收入
2015	800	333.34	26.67
2016	800	333.34	26.67
2017	800	333.34	26.67
2018	800	333.34	26.67
2019	800	333.34	26.67
2020	869.45	333.34	28.98
合计	4869.45	--	162.32

资料来源：公司提供

总体看，金钟街小城镇项目的代建资金回流在政府安排的土地平衡下得到了进一步保障。同时应注意到，上述土地未来仍需进行相应土地拆迁及整理，土地出让具体执行情况易受拆迁进度影响，且土地市场波动等因素也可能对其造成不确定性影响，联合资信将密切关注上述土地出让资金实际到位情况。

3. 市政工程建设

2013年，公司新增市政工程建设板块，经营主体为政府通过股权划拨至公司的政通公司。政通公司成立于2002年，注册资本4000万元，主营业务为以其自有资金进行城乡基础设施投资建设。

截至2013年底，政通公司主要建设项目包括华明学校（A区）、广场、六路、东丽之光大道、二通道联络线及东丽医院改造等工程，目前政通公司所建项目大部分已完工，但尚未结算完毕；相应工程成本集中反映在“存货”科目，目前暂未形成收入。上述项目均为按照区

政府或相关职能部门要求进行建设的工程，2013年底，根据区政府出具的《东丽区人民政府关于对政通公司基础设施建设项目签订回购协议的通知》，区政府已明确将与政通公司就各建设项目签订回购协议，待项目完工决算交付后由财政局按公允价值支付工程价款，原各部门已支付款项直接抵减该工程价款；截至2014年10月底，具体回购协议暂未签订，回购期限及回购价款等事项尚处于研究阶段。总体看，政通公司通过自身筹措资金进行市政工程建设，按照市场化方式与政府签订回购协议实现资金回流，未来有望对公司收入及利润规模提升起到积极作用。

表 6 截至 2013 年底公司重点市政工程项目
(单位: 万元)

项目名称	总投资额	截至 2013 年底累计投资额
华明学校（A 区）	4601.75	9382.80
广场	12829.32	31843.38
六路	5957.92	17156.98
东丽之光大道	6405.01	6405.01
二通道联络线	12345.24	12342.24
东丽医院改造	17903.46	3121.70
华明新家园	27966.32	27966.32
合计	88009.02	108218.43

资料来源：公司提供

注：上述部分项目计划总投资只包含建设成本；年底累计投资额还包含了资本化利息和拆迁补偿费用等。

4. 未来发展规划

目前金钟小城镇项目已进入后期阶段，后续公司将启动金钟小城镇项目二期工程，同时有望承接跃进北路城市综合体项目建设，后者两个项目投资额分别约为40亿元和200亿元，由于目前尚处于前期研究阶段，具体投资计划暂未确定。总体看，结合公司目前经营现金流情况，公司未来对外筹资压力很大。

八、募集资金使用情况

“13东丽债”募集资金18亿元，债券期限为7年，募集资金计划全部用于投资建设金钟

小城镇项目。

截至2013年底，金钟小城镇项目累计完成投资129.59亿元，其中还迁区住宅工程：139栋楼座总计133.4万平方米住宅工程已全部完工，正在进行还迁安置工作并完成了大部分的还迁安置工作；非经营性公建工程：包括行政办公A座、B座、小学、中学、老年活动中心，总建筑面积约9万平方米，已全部完工，小学、中学等已经投入使用；市政、绿化、配套工程：市政道路及管网工程、绿化工程基本完成，大、小配套工程基本完成。

募集资金使用方面，截至2014年4月底，“13东丽债”募集资金18亿元已按计划用途使用完毕。

“13东丽债”偿债资金来源于募投项目自身收益，包括部分住宅建设项目销售收入和配套公建销售收入，分别将于2013年起和2015年起实现收入。由于还迁房分配工作一直持续至2014年中，原计划2013年开始的住宅销售有所延后，故截至2013年底，住宅建设项目尚未实现销售收入。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2011~2013年经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的三年连审合并财务报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。2013年，公司新增合并范围子公司天津市政通基础设施建设投资有限公司和天津市金钟绿岛新城资产管理有限公司，其中政通公司资产及净资产规模较大，对财务数据可比性具有一定影响。

2. 盈利能力

随着代建项目陆续推进，投资规模上升，公司计提的代建管理费规模逐年增长，2013年公司实现营业收入4.61亿元，同比增长58.51%。2013年，公司营业外收入保持增长态

势，获得了东丽区财政局运营补助资金1.50亿元，较2012年增加了0.50亿元。

由于公司营业收入无成本匹配，导致营业利润率保持较高水平，2013年为94.26%，与2012年基本持平。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.59%和5.02%，较2012年分别上升0.37个百分点和1.52个百分点。

总体看，公司目前尚无自营项目，利润来源主要为政府项目代建确认的代建管理费及财政补贴，跟踪期内，公司整体盈利能力略有提升。

3. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流入仍以收到其他与经营活动有关的现金为主，2013年为6.30亿元，同比下降38.71%，主要由东丽区财政局拨付的补助资金、利息收入和往来款构成。2013年，公司支付其他与经营活动有关的现金35.39亿元，同比下降20.49%，其中款项支付规模较大的包括工程款支付、东丽区财政局往来款和其他单位往来款，占比分别为36.14%、23.09%和26.02%。2013年，公司经营活动现金流量净额为-29.51亿元，继续保持净流出状态。

2013年，公司投资活动现金流规模依然较小，现金流量净额为0.71亿元。筹资活动现金流入68.65亿元，同比大幅增长64.20%，主要是东丽区财政局投入的项目资本金及银行借款；2013年公司偿还银行借款及利息支出规模大幅上升，筹资活动现金流出20.83亿元，同比增长254.09%。2013年，公司筹资活动现金流量净额为47.82亿元，同比增长33.11%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力依然较差，在保持工程投资规模较大的情况下，公司对政府的资本金划拨及银行借款依赖程度依然很强。公司目前的经营模式尚未改变，未来对外筹资压力较大。

4. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额241.83亿元，同比增长39.54%。截至2013年底，公司资产中流动资产占34.49%，非流动资产占65.51%。公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至2013年底，流动资产83.40亿元，同比大幅增长205.10%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增加；构成以上述三项科目为主，占比分别为27.56%、52.68%和17.97%。

截至2013年底，公司货币资金22.99亿元，同比大幅增长478.65%，主要是公司2013年长期借款规模较大所致。

截至2013年底，公司预付款项1.18亿元，同比下降90.84%，主要系原预付单位主要为政通公司，其2013年纳入公司合并范围，导致预付款项合并抵消。

截至2013年底，公司其他应收款43.94亿元，同比增长318.48%，主要系为实现已整治土地招拍挂出让，2013年东丽区政府将原划入公司的土地有偿收回（于“在建工程”中核算，账面价值18.56亿元），对价款暂时挂账其他应收款，待该些土地出让完毕后区政府再将部分土地出让金按上述土地的账面价值金额返还公司，溢价部分政府将用于支付公司项目代建资金；其他增加部分主要为合并政通公司增加的往来款。从账龄方面看，1年以内的其他应收款占68.48%，1~2年的占5.63%，2~3年的占2.58%，3年以上的占23.31%。公司其他应收款计提坏账准备0.12亿元，计提比例0.27%。总体看，公司其他应收款规模大，欠款单位主要为政府机构，实际偿付风险较小；但账龄较长的其他应收款占比偏高，对公司资金存在一定占用，回收期受政府拨付效率影响较大。为具体落实公司其他应收款到位情况，区政府安排了土地出让平衡计划，未来其他应收款的资金回流得到了进一步保障。

截至2013年底，公司存货14.99亿元，全部来自新合并子公司政通公司承建的市政工程

项目。

截至2013年底，公司非流动资产158.43亿元，同比增长8.53%，主要来自长期股权投资和在建工程的增加。

截至2013年底，公司长期股权投资3.47亿元，主要系子公司政通公司对天津市惠民安居建设有限公司的股权投资，政通公司对其采用成本法核算；公司在建工程154.90亿元，同比增长7.98%，主要来自金钟小城镇项目的投资增加。

总体看，跟踪期内，受合并范围扩大及重点项目持续推进等因素影响，公司资产规模保持快速增长趋势，资产结构依然以非流动资产为主；流动资产中其他应收款及存货占比大，其他应收款坏账风险小但回款受政府拨付效率影响较大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益108.11亿元，同比增长8.51%，主要来自资本公积和未分配利润的增加；归属于母公司权益合计108.06亿元，其中实收资本占10.64%，资本公积占73.89%，盈余公积占1.51%，未分配利润占13.96%。

2013年，根据东丽区国资委津丽国资【2013】236号文件，公司承担的金钟新市镇还迁房建设已完成，需将原划入公司金钟街区土地中还迁区部分土地无偿划出，减少公司资本公积13.18亿元，同时核减“在建工程”；根据东丽区财政局东丽财预【2013】102号文件，财政局借款转增公司资本公积7.92亿元；东丽区国资委将政通公司100%股权划入公司，增加公司资本公积8.32亿元。截至2013年底，公司资本公积79.85亿元，其中东丽区政府注入土地39.46亿元，财政局通过银行直接划拨资金10.45亿元，财政借款转增资本公积21.62亿元，新增股权投入8.32亿元。

总体看，公司所有者权益结构保持稳定。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额 133.73 亿元，较 2012 年增长 81.48%，主要来自应付账款、长期借款及应付债券的增加；负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债 39.78 亿元，同比增长 25.55%，其中短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债占比分别为 7.54%、32.70%、25.03%和 22.67%。

截至 2013 年底，公司短期借款 3.00 亿元，同比下降 69.88%；应付账款 13.01 亿元，较上年增加 12.90 亿元，主要为政通公司应付施工方的工程款；其他应付款 9.96 亿元，同比下降 14.64%，账龄在 1 年以上的其他应付款占 97.16%，债权单位主要包括金钟街道办事处、天津市东丽区建委、天津市规划局东丽区规划分局等，合计金额占其他应付款的 73.80%，公司其他应付款均为往来款且暂时无需支付；一年内到期的非流动负债 9.02 亿元，同比增长 50.33%。

截至 2013 年底，公司长期借款 73.48 亿元，同比增长 74.95%，其中质押借款和保证借款占比分别为 68.73%和 31.27%，质押借款的质押物全部为应收政府的代建资金；公司应付债券 17.76 亿元，主要为公司 2013 年 6 月发行的“13 东丽债”。

截至 2013 年底，公司全部债务 103.26 亿元，较上年大幅增长 78.15%；其中短期债务占 11.64%，长期债务占 88.36%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标看，截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.30%、48.85%和 45.77%，较 2012 年分别上升 12.78 个百分点、12.07 个百分点和 16.11 个百分点，公司整体债务负担明显上升。

整体看，跟踪期内，受金钟小城镇等项目投入的加大，公司外部融资规模大幅上升，债务指标亦呈上升趋势，公司整体债务负担显著加重。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，受土地资产有偿收回（挂账其他应收款）及存货规模大幅上升影响，2013 年底，公司流动比率及速动比率从 2012 年的 86.28%和 86.28%分别上升至 209.66%和 171.98%；公司经营性现金流量净额一直为负，对流动负债无保障能力。考虑到其他应收款回款受政府拨付效率影响较大，且存货变现能力较弱等因素，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2013 年公司 EBITDA 为 5.49 亿元，较上年增长 55.52%；全部债务/EBITDA 从 2012 年的 16.42 倍上升至 18.81 倍。考虑到公司是东丽区两大基础设施建设主体之一，政府不断在资产划拨、资本金注入及财政补贴方面给予公司大力支持；且公司就核心项目与政府签署了相关协议，资金回流得到较大程度保障。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2013 年底，公司合并口径共获得银行授信 105 亿元，尚有 12 亿元未使用。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2013 年底，公司合并口径对外担保合计 27.65 亿元，担保比率为 25.57%。被担保对象包括天津东方财信投资集团有限公司、天津东丽湖建设发展有限公司和天津市东兴市政工程有限公司，担保金额分别为 22.00 亿元、5.16 亿元和 0.49 亿元。天津东方财信投资集团有限公司为天津市东丽区国资委设立的另一建设主体，天津东丽湖建设发展有限公司为其下属子公司；天津市东兴市政工程有限公司系事业单位。目前上述被担保企业经营状况良好。总体看，公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

6. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为 G1012011001878490C），截至 2014 年 12 月 3 日，公司无“未结清不良信贷”、“已结清不良信贷”和“欠息”情况，过往履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及东丽区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到东丽区政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、存续债券偿债能力分析

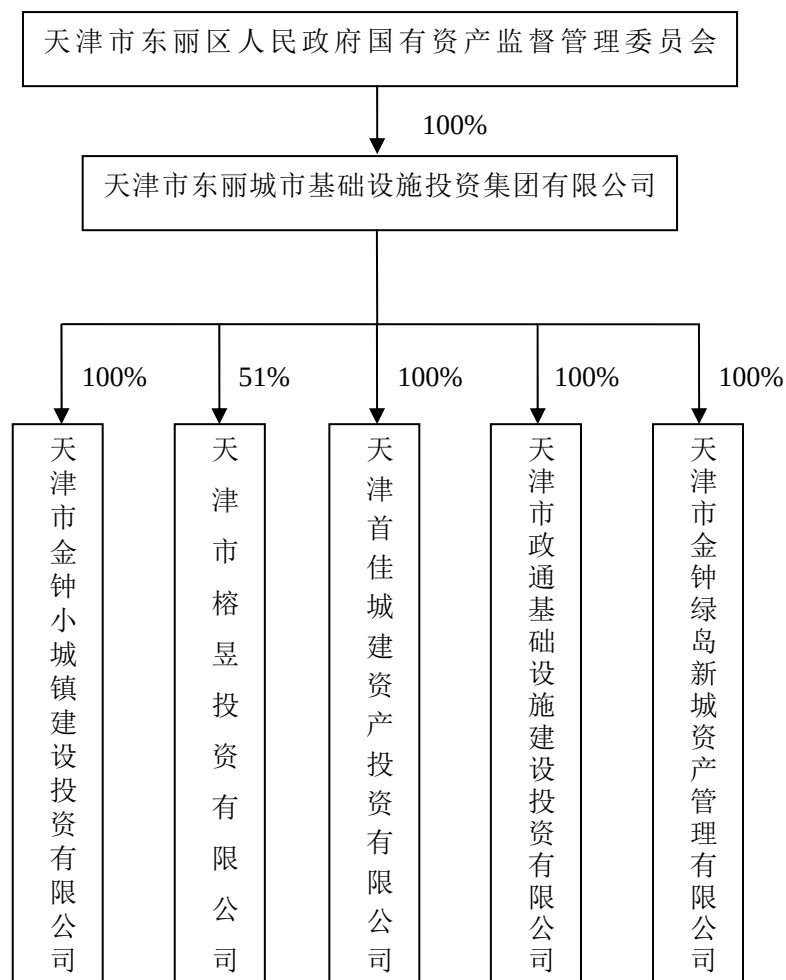
“13东丽债”发行额度为18亿元，2013年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为5.49亿元和6.31亿元，对该期债券本金的保障倍数分别为0.31倍和0.35倍；该期债券设有提前分期偿还安排，每年待偿还本金3.60亿元，2013年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为每年待偿还本金的1.53倍和1.75倍。2013年公司经营活动现金净流量为负，对该期债券无保障能力。

总体看，“13东丽债”设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力；公司EBITDA和经营活动现金流入量对“13东丽债”每年待偿还本金覆盖程度尚可。

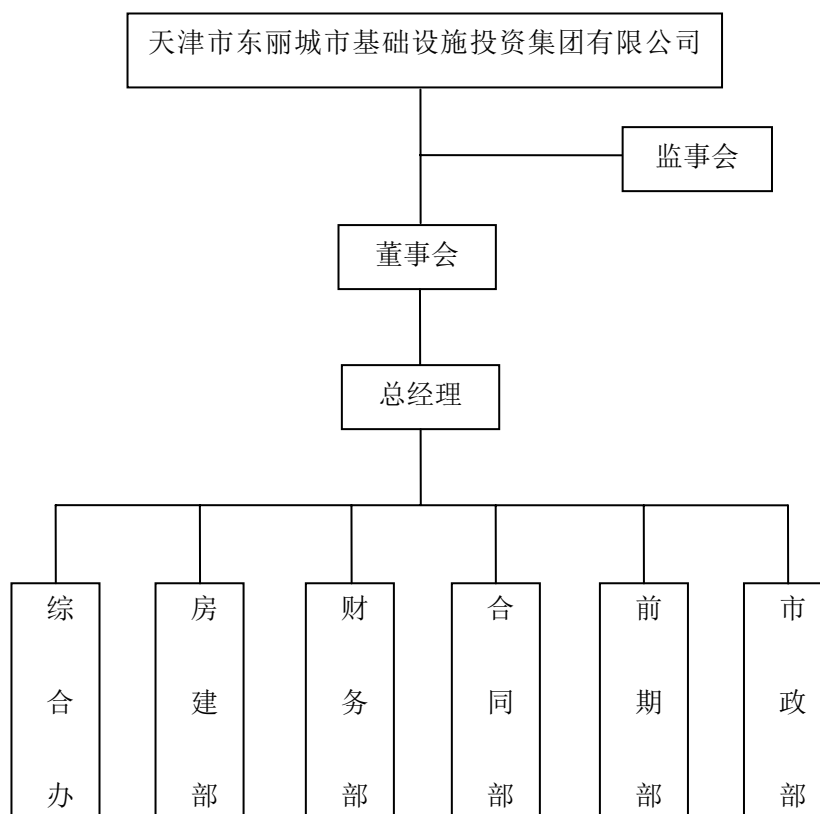
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“13东丽债”的信用等级为 AA。

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	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.40	3.97	22.99
资产总额(亿元)	128.36	173.31	241.83
所有者权益(亿元)	79.64	99.62	108.11
短期债务(亿元)	1.94	15.96	12.02
长期债务(亿元)	27.95	42.00	91.24
全部债务(亿元)	29.89	57.96	103.26
营业收入(亿元)	2.37	2.91	4.61
利润总额(亿元)	2.91	3.48	5.42
EBITDA(亿元)	2.93	3.53	5.49
经营性净现金流(亿元)	-13.32	-34.33	-29.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	30.11
存货周转次数(次)	--	--	0.00
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	--	--	0.22
营业利润率(%)	94.40	94.40	94.26
总资本收益率(%)	2.66	2.22	2.59
净资产收益率(%)	3.65	3.50	5.02
长期债务资本化比率(%)	25.98	29.66	45.77
全部债务资本化比率(%)	27.29	36.78	48.85
资产负债率(%)	37.96	42.52	55.30
流动比率(%)	63.43	86.28	209.66
速动比率(%)	63.43	86.28	171.98
经营现金流动负债比(%)	-64.13	-108.34	-74.19
全部债务/EBITDA(倍)	10.22	16.42	18.81

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/主营业务收入×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 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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。