信用等级公告

联合〔2019〕1589 号

联合资信评估有限公司通过对天津铁路建设投资控股（集团）有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津铁路建设投资控股（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“15 津铁投债/PR 津铁投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果：

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
15 津铁投债/PR 津铁投	19.20 亿元	2025/4/13	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	27.00	22.67	10.33
资产总额(亿元)	307.29	306.20	304.11
所有者权益(亿元)	168.13	175.25	181.81
短期债务(亿元)	30.89	42.09	29.77
长期债务(亿元)	96.91	76.49	80.08
全部债务(亿元)	127.80	118.59	109.85
营业收入(亿元)	1.26	0.04	0.02
利润总额 (亿元)	0.44	-0.09	0.43
EBITDA(亿元)	0.44	1.25	1.86
经营性净现金流(亿元)	13.74	3.91	6.24
营业利润率(%)	36.80	12.91	71.43
净资产收益率(%)	0.26	-0.05	0.23
资产负债率(%)	45.29	42.76	40.21
全部债务资本化比率(%)	43.19	40.36	37.66
流动比率(%)	245.91	172.54	133.98
全部债务/EBITDA(倍)	288.25	94.93	59.05
EBITDA 利息倍数(倍)	0.14	0.51	0.51
经营现金流动负债比(%)	42.59	8.80	12.72

注：1. 公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息债务已计入全部债务核算; 2. 分项加总与合计数不相等系四舍五入所致。

分析师：张 依 唐 嵩

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

天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）是天津市铁路建设投资的重要主体以及中国铁路总公司与天津市铁路合作项目的市方出资人代表。跟踪期内，公司获得铁路建设费金额较大，外部支持持续性好；跟踪期内，公司募投铁路项目运营情况良好，投资收益持续增加并且债务负担有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到铁路项目投资回报周期长、未来投资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“15 津铁投债/PR 津铁投”设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。“15 津铁投债/PR 津铁投”由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”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，天津城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“15 津铁投债/PR 津铁投”本息偿还的安全性。

随着参股铁路运营的逐步成熟，公司投资收益不断增长，且跟踪期内持续获得政府拨付的铁路建设费资金，公司整体偿债能力很强，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的主体长期信用等级为 AA+，“15 津铁投债/PR 津铁投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是天津市铁路建设投资的重要主体以及中国铁路总公司与天津市铁路合作项目的市方出资人代表，区域竞争优势突出。
2. 跟踪期内，公司获得铁路建设费金额较大，外部支持持续性好。
3. 跟踪期内，公司参股铁路项目运营情况良

好，分红持续增长。

关注

1. 2018年天津市经济增速下滑，一般公共预算收入有所下降。
2. 公司参股铁路项目投资规模大，回收周期长；工程施工业务所涉及的铁路配套市政建设项目收入基本确认完毕，公司工程结算业务不具备可持续性，未来收入将主要来自投资收益。
3. 公司拟建项目投资规模大，资本支出压力大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津铁路建设投资控股（集团）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、天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达投资”）间接持有联合资信10.99%的股份，联合资信与该公司存在“同一股东持有公司、受评级机构或者受评级债券发行人的股份均达到5%以上”的情形。但由于泰达投资仅间接持有联合资信10.99%股份并且未参与联合资信的经营管理与决策，因此，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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

天津铁路建设投资控股（集团）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（以下简称“联合资信”）关于天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）及“15 津铁投债/PR 津铁投”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构及经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 52.50 亿元，公司唯一股东为天津轨道交通集团有限公司，最终实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，公司组织架构有所调整。截至 2019 年 3 月底，公司本部内设投资发展部、工程建设部、财务部和综合办公室共 4 个职能部门。

2018 年底，公司资产总额 304.11 亿元，所有者权益合计 181.81 亿元；2018 年，公司实现营业收入 232.01 万元，利润总额 0.43 亿元。

公司注册地址：天津西青学府工业区才智道 36 号 5 层；法定代表人：陈福兴。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续债券“15 津铁投债/PR 津铁投”债券余额 19.20 亿元，附设分期还本条款，债券详情参见下表。跟踪期内，公司已于 2019 年 4 月按期支付了“15 津铁投债/PR 津铁投”上一计息年度应付利息，并偿还本金 2.40 亿元。

表1　公司存续债券概况（亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
15 津铁投债/PR 津铁投	19.20	2015/4/13	10	5.58

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“15 津铁投债/PR 津铁投”募集资金全部投入京津城际延伸线天津至于家堡工程项目，截至 2018 年底，募集资金已按照计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续

增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产

品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 铁路行业

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

根据国家铁路局发布的《2018 年铁道统计公报》，2018 年全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比上年增加 2.91 亿人，增长 9.4%；全国铁路旅客周转量完成 14146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，增长 5.1%。2018 年，全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，比上年增加 3.38 亿吨，增长 9.2%；铁路货运总周转量完成 28820.99 亿吨公里，比上年增加 1858.78

亿吨公里，增长 6.9%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，比上年增长 3.1%，其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里。

（2）运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。根据《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32 号），自 2018 年 5 月 1 日起铁路运输服务增值税税率从 11%降至 10%，同时铁路总公司决定，同时下浮铁路主要货物运价。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

客运方面，2016 年 2 月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控投铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前 30 天对外公告。2017 年 4 月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%-30%区间，一等座涨幅在 65%-70%区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017 年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率，增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定。

3. 铁路投融资改革

2018 年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开方面和我混合所有制改革方面。铁路土地开发方面， 2018 年 4 月广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》交储面积为 37116.63 平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，获得一次性补偿款 13.05 亿元；8 月铁总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会，共推出了 11 个土地综合开发项目，面积达 5689.37 亩，项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。混合所有制改革方面，2018 年 6 月腾讯与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司 49%股权；8 月中铁顺丰国际快运有限公司成立；同年，铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签订战略合作协议，力推铁路资产全面升级。

2. 区域经济

根据《2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，全市生产总值 18809.64 亿元，比上年增长 3.6%。三次产业结构调整为 0.9:40.5:58.6。

固定资产投资方面，2018 年天津市固定资产投资（不含农户）按可比口径计算，比上年下降 5.6%。其中，第一产业投资下降 9.1%；第二产业投资下降 6.3%；第三产业投资下降 5.3%。

交通运输方面，2018 年，天津市完成货运量 53548.07 万吨，比上年增长 1.0%。其中，铁路货运量 9247.70 万吨。货物周转量 1984.28 亿吨公里，其中铁路 245.02 亿吨公里。客运量 1.92 亿人次，增长 0.3%；旅客周转量 553.49 亿人公里，增长 4.9%；

财政收入方面，根据天津市财政局《关于天津市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，2018 年天津市完成一般公共预算收入 2106.19 亿元，比上年下降 8.8%。其中，税收收入 1624.84 亿元，占一般公共预算收入的比重为 77.2%，比上年提高 7.7 个百分点。2018 年，天津市政府性基金收入 1160 亿元，其中土地出让收入 986 亿元，同比下降 18.3%。

政府债务方面，截至 2018 年底，天津市政府债务限额 4159 亿元，债务余额 4079 亿元，其中市级政府债务余额 1532 亿元。除中央转贷的 21 亿元债务外，天津市政府债务全部为财政部代理发行和市财政自主发行的地方政府债券。融资平台存量债务已于 2018 年全部置换完毕。

总体看，跟踪期内天津市经济发展有所放缓，一般公共预算收入有所下降，财政收入结构进一步优化。

六、基础素质分析

公司作为天津市与铁路总公司合作铁路项目的市方出资人代表，在天津市铁路投资方面具有显著优势，跟踪期内持续获得较强的外部支持。

根据天津市人民政府2015年5月31日《天津市人民政府办公厅关于印发天津市铁路建设专项资金筹集使用管理办法的通知》（津政办发〔2015〕33号文），天津市对行政区域内以招标、拍卖、挂牌方式出让的商业、旅游、娱乐、商品住宅等经营性建设用地使用权征收铁路建设费。铁路建设费按照经营性建设用地使用权出让面积每平方米200元筹集，专项用于铁路项目资金来源，该办法自2015年6月1日起实施。

根据津轨道财融〔2018〕90号、132号、149号、248号和322号《关于拨付铁路建设资金的通知》，2018年股东天津轨道交通集团有限公司共拨付铁路建设专项资金13.25亿元，其中3.82亿元用于2018年地方政府债还息，剩余部分中35%计入专项应付款，65%计入资本公积。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：12011602085390C），截至 2019 年 4 月 28 日，公司本部无已结清和未结清的不良类或关注类信贷信息记录。

七、管理水平

跟踪期内，公司董事长发生变更。公司新任董事长陈福兴先生，1962年生，研究生学历；历任天津市大港区委常委、组织部部长，天津市大港区委常委、副区长，天津市地下铁道集团有限公司副总经理，天津市轨道交通集团有限公司党委委员、副总经济师兼天津市地下铁道集团有限公司党委书记，2018年9月起任天津轨道交通集团有限公司党委委员、副总经济师兼公司党支部书记、董事长。此次变动对公司经营无重大影响。

除此之外，跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是天津市铁路建设项目投资的重要主体、中国铁路总公司与天津市铁路合作项目的市方出资人代表，主要从事天津市区域内铁路的建设投资、同时开展铁路沿线相关工程建设业务。公司铁路投资以参股形式开展，不产生营业收入，收益来源主要为铁路项目分红，体现在“投资收益”。

表2 公司营业收入和毛利率构成

（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
租赁收入	152.06	100.00	232.01	100.00
工程结算收入	210.68	80.36	--	--
合计	**362.74**	**88.59**	**232.01**	**96.67**

资料来源：根据公司审计报告整理

注：因主营业务结转地铁运营成本7.74万元，但未确认收入，2018年综合毛利率低于100%

2018年，公司实现营业收入232.01万元，同比下降43.23%，全部来自租赁业务；公司综合毛利率为96.67%，同比大幅增长，主要系毛利率相对较低的工程结算业务当期未确认收入所致。

2. 业务经营分析

（1）铁路建设

铁路投资方面，公司代表天津市与中国铁路总公司合资成立项目公司，由项目公司负责铁路建设项目的筹划、融资、建设和运营管理。作为项目公司的参股方，公司对铁路的出资主要采用两种形式：一是以天津境内铁路建设征地拆迁费用入股；二是以资本金入股。自成立以来，公司先后参与天津市境内5条铁路及配套项目出资和建设。截至2018年底，公司累计完成铁路项目投资198.55亿元（对铁路项目公司已确认股权的资本金出资计入可供出售金融资产科目，未确认股权的征地拆迁建安成本以及资本化利息计入在建工程或其他应收款科目），除南环铁路剩余部分拆迁尾款外，其他项目已完成投入。

表3 截至2018年底公司铁路投资概况（单位：亿元）

项目名称	公司计划总投资	参股比例	已投资额	2018 年分红
京沪高铁	80.00	4.51%	69.23	1.83
京津城际延长线	31.15	50.00%	31.15	0.00
津秦客运专线	40.00	29.00%	45.82	0.00
津保铁路	33.10	20.28%	33.10	0.00
南环铁路	20.30	暂定 1.00%	19.25	0.00
合计	**204.55**	**--**	**198.55**	**1.83**

资料来源：公司提供

注：1. 部分投入未确认股权，计入在建工程；2. 上述投入不包括财务费用；3. 津秦客运专线已投资额包括新并入的既有线改造及地下直径线；4. 南环铁路主要投入为征地拆迁款，体现在其他应收款。

对所承担铁路项目，公司目前主要通过三种渠道筹措项目资金：一是财政注资，包括对公司注资和拨付铁路建设费；二是银行贷款，公司针对京沪高铁、津秦客专、津保铁路等项目与工商银行牵头的银团签订了 200 亿元贷款合同，贷款期限 15 年，目前已提款 100 亿元，剩余 100 亿元贷款额度在国家金融政策影响下暂停拨发；三是发行债券，目前公司存续“15 津铁投债/PR 津铁投”。

公司 100 亿元银团贷款于第六年起（即 2014 年）偿还本金，每年 10 亿元。2018 年底，公司已偿付 50 亿元银团贷款，偿债资金主要来源于铁路建设费等政府支持资金以及债务融资。

铁路完工运营后，公司将享受投资收益，由于铁路项目前期折旧成本较高且处在运量培

育期，运营利润水平普遍很低，铁路投资收益对债务本息的覆盖程度弱，公司债务本息偿还对财政资金支持的依赖较大。

截至2018年底，公司参股5条铁路项目均已运营。跟踪期内，公司投资铁路项目中仅京沪高铁实现分红。2018年公司获得京沪高铁分红1.83亿元，同比大幅增长，计入投资收益科目。

拟建铁路方面，截至2018年底，公司拟建项目主要为天津至北京大兴国际机场联络线，计划总投资约96.90亿元，由天津市和河北省共同出资建设，其中天津市方由公司作为代表出资70%。项目建设周期3年，2019~2021年公司计划分别投资5.1亿元、33.00亿元和31.9亿元。根据天津市和河北省发改委批复文件，天津至北京大兴国际机场联络线起自天津西站，利用津保铁路至胜芳站，由胜芳站新建线路引出，经安次区、永清县引入京雄城际固安东站，利用京雄城际至北京大兴国际机场。其中新建胜芳站至固安东站段线路长度约48公里，新设廊坊高新区站、永清站。

未来几年，天津市铁路建设以京津冀城际铁路为主，由京津冀城际铁路投资有限公司（以下简称“京津冀铁投”）作为融资主体。京津冀铁投于2015年3月注册成立，注册资本100亿元，其中京、津、冀三方各出资30%，铁路总公司出资10%。公司代表天津市方应认缴京津冀铁投注册资本30亿元，截至2018年底，公司已出资本金15亿元，资金来源主要为铁路建设费，2019年公司计划支付剩余资本金15亿元，资金来源为地方政府债。

跟踪期内，公司参股铁路经营效益逐步增强，投资收益大幅增长，但公司未来拟建铁路投资规模大，资本支出压力大。

（2）工程建设

2012年11月15日，公司与天津市城乡建设和交通委员会（以下简称“天津市建交委”）签订《津山、京沪联络线铁路配套市政设施服务协议》（以下简称“服务协议”）。根据服务协议，公司提供服务的范围为市政道路与津山、京沪联络线铁路立交工程全部工程内容。津山铁路立交工程包含九经路地道、广宁路地道、雪莲南路地道、沙柳南路地道、跃进路地道、军粮城三号路地道、军粮城八号路地道、外环东路跨线桥等共8个铁路立交项目；京沪高铁联络线立交工程包含罗浮路地道、红旗北路地道及密云路地道等 3个铁路立交项目。

合同服务费用总额38.00亿元，该项目总体毛利率为39.58%，公司将在保证一定的利润总额的条件下根据服务协议确认毛利率。服务内容完成后，上述资产移交给天津市建交委，服务总价款在不超过10年的期限内拨付完毕。截至2018年底，该项目已累计确认收入35.59亿元，其中累计发生成本21.62亿元，累计收到回款20.31亿元，计入应收账款15.28亿元。公司收入确认和现金回流存在一定时间差。

跟踪期内，公司工程建设业务继续收缩，当期未确认相关工程结算收入。

总体看，公司业务主要围绕铁路建设投资，同时负责部分铁路沿线工程的建设任务；未来拟建项目投资规模大，公司投资压力大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至2018年底，公司无纳入合并范围的子公司。2018年，子公司天津铁投资产管理有限公司完成清算注销，公司合并范围减少1家子公司。公司依法注销子公司对财务数据可比性的影响很小。

2018年底，公司资产总额304.11亿元，所有者权益合计181.81亿元；2018年，公司实现营业收入232.01万元，利润总额0.43亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额304.11亿元，同

比下降 0.68%。其中，流动资产占 21.62%，非流动资产占 78.38%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

表 4　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.67	7.40	10.33	3.40
应收账款	18.59	6.07	15.28	5.03
其他应收款	35.51	11.60	40.09	13.18
流动资产	**76.76**	**25.07**	**65.75**	**21.62**
在建工程	52.64	17.19	55.57	18.27
可供出售金融资产	175.99	57.41	181.99	59.85
非流动资产	**229.43**	**74.93**	**238.36**	**78.38**
资产总额	**306.20**	**100.00**	**304.11**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018年底，公司流动资产为65.75亿元，同比下降14.35%。其中，公司货币资金同比下降54.40%至10.33亿元，主要系对京津冀城际铁路项目建设出资及对外拆借所致；应收账款同比下降17.77%至15.28亿元，全部为应收天津市城乡建设和交通委员会的建设服务款，公司应收账款账龄均在2年以上，账龄较长，但欠款单位为天津市城乡建设和交通委员会（原天津市建交委），坏账风险较低，未计提坏账准备；其他应收款同比增长12.90%至40.09亿元，主要为与天津市财政局的往来款和利息（占52.22%）以及应收天津南环铁路有限公司的征地拆迁款（占46.65%），公司其他应收款中1年以内的占11.43%，1-2年的占14.82%，2-3年的占8.44%，3年以上的占65.31%，综合账龄较长，对资金形成一定占用。

2018年底，公司非流动资产为238.36亿元，同比增长3.89%。其中，可供出售金融资产同比增长3.41%至181.99亿元，主要系2018年新增对京津冀城际铁路投资有限公司6.00亿元所致；在建工程同比增长5.56%至55.57亿元，主要系京沪铁路及部分地道项目投入所致；

2018年底，公司受限资产合计1.21亿元，占公司资产总额的0.40%，全部为受限货币资金，系公司与天津市滨丽小城镇建设开发有限公司共同管理的账户资金。

跟踪期内，公司资产规模及结构保持稳定，以非流动资产为主，应收类款项规模较大且综合账龄较长，对公司资金形成一定占用。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3．所有者权益及负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益181.81亿元，同比增长3.74%，主要系资本公积增加所致。其中，实收资本占28.88%、资本公积占64.76%、未分配利润占5.69%。

2018年底，公司资本公积117.74亿元，同比增长5.50%，系股东天津轨道交通集团有限公司转拨付的铁路建设资金。

跟踪期内，公司所有者权益保持继续增长，构成以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额122.29亿元，同比下降6.60%，其中流动负债占40.13%，非流动负债占59.87%，流动负债占比较上年增加6.15个百分点。

2018年底，公司流动负债49.07亿元，同比增长10.30%。其中，其他应付款同比增长14.84%至31.54亿元，主要系与股东天津轨道交通集团有限公司的往来款增加所致，公司其他应付款中有息部分已纳入有息债务核算；一年内到期的非流动负债同比增加2.74%至17.40亿元，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

2018年底，公司非流动负债73.22亿元，同比下降15.30%。其中，长期借款同比下降27.27%至40.00亿元，系工行银团信用贷款；应付债券同比下降11.05%至19.08亿元，为“15津铁投债/PR津铁投”；长期应付款同比增加41.39%至14.14亿元，包括新增的融资租赁款4.14亿元和地方政府置换债资金10.00亿元。

2018年底，公司全部债务109.85亿元，同

比下降7.37%。其中，长期债务占72.90%，公司债务结构仍以长期债务为主。债务指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率均较2017年底有所下降，2018年底上述指标分别为40.21%和37.66%；长期债务资本化比率有所上升，2018年底为30.58%。从有息债务到期分布情况来看，2019-2021年，公司到期有息债务规模分别为36.11亿元、12.40亿元和22.90亿元，2019年存在较大短期偿债压力。

表5　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
短期债务	42.09	29.77
长期债务	76.49	80.08
全部债务	118.59	109.85
资产负债率	42.76	40.21
全部债务资本化比率	40.36	37.66
长期债务资本化比率	30.39	30.58

资料来源：根据审计报告整理

跟踪期内，公司整体债务规模小幅下降，债务负担处于适宜水平，但随着债务逐渐到期，公司存在较大短期偿债压力。

4. 盈利能力

2018年，公司营业收入232.01万元，同比下降43.23%，主要系当年未确认工程结算收入所致；同期，因确认收入的租赁业务毛利率为100%，公司营业利润率上升至71.43%。

表6　公司收入利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	0.04	0.02
期间费用	1.53	1.40
投资收益	1.43	1.83
利润总额	-0.09	0.43
营业利润率	12.91	71.43
总资本收益率	0.42	0.64
净资产收益率	-0.05	0.23

资料来源：根据审计报告整理

2018年，公司期间费用1.40亿元，同比下降8.07%；其中，财务费用1.32亿元，同比下降6.84%；期间费用对利润侵蚀严重。2018年，公司实现投资收益1.83亿元，同比增长27.93%，主要系京沪高铁盈利能力进一步增强，分红增加所致。

2018 年，受益于投资收益大幅增加，公司利润总额为 0.43 亿元。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.64%和 0.23%。公司整体盈利能力弱。

跟踪期内，公司收入规模大幅下降，期间费用对利润侵蚀严重。公司整体盈利能力弱，投资收益是公司利润的主要来源。

5. 现金流分析

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 19.38 亿元，全部为收到其他与经营活动有关的现金，主要为收到股东天津轨道交通集团有限公司借款。2018 年，公司经营活动现金流出 13.14 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 13.02 亿元，主要为归还母公司天津轨道交通集团有限公司借款。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 6.24 亿元。根据《服务协议》，公司配套市政建设业务在确认收入后十年内回款，收入确认与现金流入存在时间差异，跟踪期内未收到工程建设业务相关的回款。

表7　公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	4.00	19.38
经营活动现金流出量	0.09	13.14
经营活动产生的现金流量净额	3.91	6.24
投资活动产生的现金流量净额	-1.81	-7.55
筹资活动产生的现金流量净额	-6.35	-10.83
现金收入比	9612.25	0.00

资料来源：根据审计报告整理

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 1.86 亿元，其中取得投资收益收到的现金 1.83 亿元，系收到京沪高铁的分红。2018 年，公司投资活动现金流出 9.41 亿元，其中投资支付的现金 8.95 亿元，主要为铁路项目出资。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.55

亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 10.13 亿元，其中吸收投资收到的现金 6.13 亿元，为收到的铁路建设费；取得借款收到的现金 4.00 亿元，为收到的融资租赁款。2018 年，公司筹资活动现金流出 20.96 亿元，其中偿还债务支付的现金 16.96 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 4.01 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-10.83 亿元。

跟踪期内，股东借款和铁路建设费为公司对外投资和偿还到期债务的主要资金来源。公司拟建项目投资规模大，面临较大资本支出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率均为 133.98%，均较 2017 年底下降 38.56 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比为 12.72%，经营性现金流净额对流动负债保障能力弱。2018 年底，公司现金类资产为 10.33 亿元，为短期债务的 0.35 倍，公司短期偿债指标弱，存在一定短期支付压力。

从长期偿债指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 1.86 亿元，全部债务/EBITDA 为 59.05 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力弱。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.51 倍。总体看，公司长期偿债指标弱。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司获得银行授信额度 60.00 亿元，尚未使用额度 10.00 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司是天津市铁路建设投资的重要主体以及中国铁路总公司与天津市铁路合作项目的市方出资人代表，持续获得政府拨付的铁路建设费及股东的资金支持，公司整体偿债能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

“15 津铁投债/PR 津铁投”在存续期的第 3-6 年每年偿付本金的 10%（2.40 亿元），第 7-10 年每年偿付本金的 15%（3.60 亿元）。2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 1.86 亿元、19.38 亿元和 6.24 亿元，分别为“15 津铁投债/PR 津铁投”分期偿还最大金额（3.60 亿元）的 0.52 倍、5.38 倍和 1.73 倍。

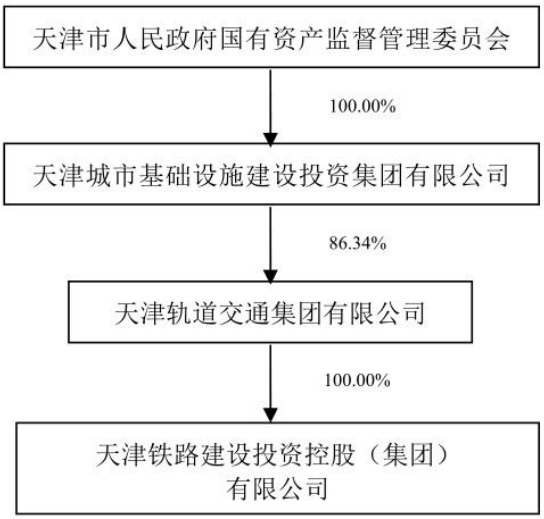
总体看，公司经营活动现金流入量以及经营活动现金流量净额对“15 津铁投债/PR 津铁投”分期偿还最大金额的覆盖程度较好。考虑到政府及股东对公司的支持，公司对“15 津铁投债/PR 津铁投”本息的偿还能力很强。

“15 津铁投债/PR 津铁投”由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”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，天津城投主体长期信用等级为 AAA，展望为稳定，担保实力极强，其担保有效提升了“15 津铁投债/PR 津铁投”本息偿付的安全性。

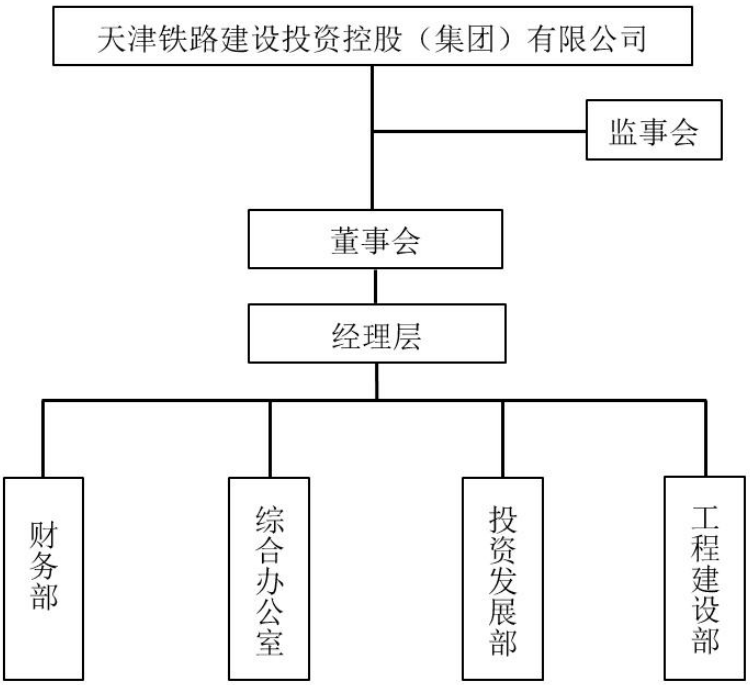
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“15津铁投债/PR津铁投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　天津城市基础设施建设投资集团有限公司跟踪评级报告

附件 3　主要财务数据及计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	27.00	22.67	10.33
资产总额(亿元)	307.29	306.20	304.11
所有者权益(亿元)	168.13	175.25	181.81
短期债务(亿元)	30.89	42.09	29.77
长期债务(亿元)	96.91	76.49	80.08
全部债务(亿元)	127.80	118.59	109.85
营业收入(亿元)	1.26	0.04	0.02
利润总额(亿元)	0.44	-0.09	0.43
EBITDA(亿元)	0.44	1.25	1.86
经营性净现金流(亿元)	13.74	3.91	6.24
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.05	0.00	0.00
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	245.00	9612.25	0.00
营业利润率(%)	36.80	12.91	71.43
总资本收益率(%)	0.15	0.42	0.64
净资产收益率(%)	0.26	-0.05	0.23
长期债务资本化比率(%)	36.56	30.39	30.58
全部债务资本化比率(%)	43.19	40.36	37.66
资产负债率(%)	45.29	42.76	40.21
流动比率(%)	245.91	172.54	133.98
速动比率(%)	245.91	172.54	133.98
经营现金流动负债比(%)	42.59	8.80	12.72
全部债务/EBITDA(倍)	288.25	94.93	59.05
EBITDA 利息倍数（倍）	0.14	0.51	0.51

注：1. 公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息债务已计入全部债务核算；2. 分项加总与合计数不相等系四舍五入所致

附件 4　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
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+应付票据+一年内到期的长期（非流动）负债

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 5-1　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 5-2　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 5-3　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

信用等级公告

联合〔2019〕1442号

联合资信评估有限公司通过对天津城市基础设施建设投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津城市基础设施建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“13津城投债/PR津城投”“13津城建MTN2”“14津城建MTN001”“14津城建MTN002”“15津城建MTN001”“15津城建MTN002”“16津城建MTN001”“16津城建MTN002”“16津城建MTN003”“16津城建MTN004”“16津城建MTN006”“17津城建MTN001”“17津城建MTN002”“17津城建MTN003”“17津城建MTN004”“18津城建MTN001”“18津城建MTN002”“18津城建MTN003”“18津城建MTN004”“18津城建MTN005”“18津城建MTN006”“18津城建MTN007”“18津城建MTN008A”“18津城建MTN008B”“18津城建MTN009”“18津城建MTN010A”“18津城建MTN010B”“18津城建MTN011A”“18津城建MTN011B”“18津城建MTN012A”“18津城建MTN012B”“18津城建MTN013”“18津城建MTN014”“19津城建MTN001A”“19津城建MTN001B”“19津城建MTN002A”“19津城建MTN002B”“19津城建MTN003A”“19津城建MTN003B”信用等级为AAA，并维持“18津城建CP001”“18津城建CP002”“19津城建CP001”“19津城建CP002”“19津城建CP003”以及“19津城建CP004”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

天津城市基础设施建设投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
13 津城投债/PR 津城投	48 亿元	2023/2/26	AAA	AAA
13 津城建 MTN2	22 亿元	2020/5/21	AAA	AAA
14 津城建 MTN001	44 亿元	2021/4/23	AAA	AAA
14 津城建 MTN002	30 亿元	2021/10/29	AAA	AAA
15 津城建 MTN001	40 亿元	2022/4/23	AAA	AAA
15 津城建 MTN002	30 亿元	2022/12/10	AAA	AAA
16 津城建 MTN001	30 亿元	2021/6/3	AAA	AAA
16 津城建 MTN002	20 亿元	2021/7/20	AAA	AAA
16 津城建 MTN003	20 亿元	2019/10/21	AAA	AAA
16 津城建 MTN004	20 亿元	2019/11/25	AAA	AAA
16 津城建 MTN006	30 亿元	2019/12/15	AAA	AAA
17 津城建 MTN001	26 亿元	2022/1/12	AAA	AAA
17 津城建 MTN002	20 亿元	2020/8/29	AAA	AAA
17 津城建 MTN003	20 亿元	2020/9/28	AAA	AAA
17 津城建 MTN004	20 亿元	2020/10/27	AAA	AAA
18 津城建 MTN001	30 亿元	2021/1/18	AAA	AAA
18 津城建 MTN002	20 亿元	2021/1/26	AAA	AAA
18 津城建 MTN003	20 亿元	2021/2/2	AAA	AAA
18 津城建 MTN004	20 亿元	2021/2/8	AAA	AAA
18 津城建 MTN005	20 亿元	2021/3/14	AAA	AAA
18 津城建 MTN006	30 亿元	2021/3/16	AAA	AAA
18 津城建 MTN007	20 亿元	2021/3/23	AAA	AAA
18 津城建 MTN008A	10 亿元	2021/4/4	AAA	AAA
18 津城建 MTN008B	20 亿元	2023/4/4	AAA	AAA
18 津城建 MTN009	30 亿元	2023/4/13	AAA	AAA
18 津城建 MTN010A	10 亿元	2021/4/20	AAA	AAA
18 津城建 MTN010B	20 亿元	2023/4/20	AAA	AAA
18 津城建 MTN011A	18 亿元	2021/5/4	AAA	AAA

[1] “16 津城建 MTN002”、“17 津城建 MTN001”为永续中票，期限为5+N，假设兑付日为第 5 个计息年度末。

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，是天津市最大的城市基础设施建设主体。跟踪期内，公司持续获得大规模的外部资金支持；公司路桥及水务板块经营发展态势良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司整体盈利能力偏弱；债务规模大，在建项目投资规模大，公司面临一定的融资压力。

未来，随着公司经营性投资项目陆续完工，公司收入规模和利润水平有望进一步提高，经营活动获现能力有望提升。虽然大规模的投资支出将增大公司债务压力，但考虑到长期稳定的外部支持，将对公司整体偿债能力形成良好支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“13津城投债/PR津城投”“13津城建MTN2”“14津城建MTN001”“14津城建MTN002”“15津城建MTN001”“15津城建MTN002”“16津城建MTN001”“16津城建MTN002”“16津城建MTN003”“16津城建MTN004”“16津城建MTN006”“17津城建MTN001”“17津城建MTN002”“17津城建MTN003”“17津城建MTN004”“18津城建MTN001”“18津城建MTN002”“18津城建MTN003”“18津城建MTN004”“18津城建MTN005”“18津城建MTN006”“18津城建MTN007”“18津城建MTN008A”“18津城建MTN008B”“18津城建MTN009”“18津城建MTN010A”“18津城建MTN010B”“18津城建MTN011A”“18津城建MTN011B”“18津城建MTN012A”“18津城建MTN012B”“18津城建MTN013”“18津城建MTN014”“19津城建MTN001A”“19津城建MTN001B”“19津城建MTN002A”“19津城建MTN002B”“19津城建MTN003A”“19津城建MTN003B”信用等级

18 津城建 MTN011B	12 亿元	2023/5/4	AAA	AAA
18 津城建 MTN012A	12 亿元	2021/7/23	AAA	AAA
18 津城建 MTN012B	8 亿元	2023/7/23	AAA	AAA
18 津城建 MTN013	15 亿元	2021/11/23	AAA	AAA
18 津城建 MTN014	15 亿元	2021/12/5	AAA	AAA
18 津城建 CP001	15 亿元	2019/8/3	AAA	A-1
18 津城建 CP002	15 亿元	2019/11/5	AAA	A-1
19 津城建 CP001	20 亿元	2020/1/9	AAA	A-1
19 津城建 CP002	15 亿元	2020/1/25	AAA	A-1
19 津城建 CP003	25 亿元	2020/2/15	AAA	A-1
19 津城建 MTN001A	12 亿元	2022/1/16	AAA	AAA
19 津城建 MTN001B	3 亿元	2024/1/16	AAA	AAA
19 津城建 MTN002A	10.60 亿元	2022/1/21	AAA	AAA
19 津城建 MTN002B	4.40 亿元	2024/1/21	AAA	AAA
19 津城建 MTN003A	15 亿元	2022/5/28	AAA	AAA
19 津城建 MTN003B	5 亿元	2024/5/28	AAA	AAA
19 津城建 CP004	20 亿元	2020/6/6	AAA	A-1

本次评级展望： 稳定
上次评级展望： 稳定

评级时间：2019年6月17日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	251.45	294.58	376.85	474.07
资产总额(亿元)	7151.40	7434.26	7602.33	7826.43
所有者权益(亿元)	2352.53	2487.65	2589.20	2598.17
短期债务(亿元)	464.50	778.09	726.88	541.67
长期债务(亿元)	3426.66	3141.62	3299.16	3598.57
全部债务(亿元)	3891.16	3919.71	4026.04	4140.25
营业收入(亿元)	142.47	142.40	154.47	35.29
利润总额(亿元)	23.30	24.27	25.54	2.64
EBITDA(亿元)	63.69	67.55	93.84	--
经营性净现金流(亿元)	-5.09	48.15	30.55	13.23
应收类款项/资产总额(%)	6.41	6.29	4.85	5.05
营业利润率(%)	17.17	20.44	23.55	21.62
净资产收益率(%)	0.76	0.77	0.77	--
资产负债率(%)	67.10	66.54	65.94	66.80
全部债务资本化比率(%)	62.32	61.18	60.86	61.44
流动比率(%)	288.03	213.05	191.54	239.66
经营现金流动负债比(%)	-0.65	4.49	2.70	--

为AAA，并维持“18津城建CP001”“18津城建CP002”“19津城建CP001”“19津城建CP002”“19津城建CP003”以及“19津城建CP004”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 天津市是中国四个直辖市之一，随着区域经济的不断发展，公司面临着良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，天津市政府对公司支持力度强，且公司具有一定区域专营优势。
3. 跟踪期内，公司业务范围广，业务规模大，为公司的持续发展提供了良好基础。

关注

1. 跟踪期内，公司业务收入相对其资产规模仍偏小，整体盈利能力弱。
2. 跟踪期内，公司在建项目投资规模大，建设周期长，对财政资金和外部融资存在需求。
3. 跟踪期内，政府回购项目回款情况较差。
4. 跟踪期内，公司存量债务规模大，面临一定短期偿债压力。

全部债务/EBITDA(倍)	61.09	58.03	42.90	--

注：公司 2019 年 1~3 月财务数据未经审计

分析师：张 宁　张 铖

邮箱：lianhe@lheratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津城市基础设施建设投资集团有限公司（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；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天津城市基础设施建设投资集团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（以下简称“联合资信”）关于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”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）为公司唯一股东及实际控制人。截至2019年3月底公司注册资本702.03亿元，实收资本702.03亿元。

跟踪期内，公司经营范围和职能定位未发生变化；截至2019年3月底公司内设办公室、财务中心和董事会办公室等15个职能部门（公司办公室和党委办公室合署办公，董事会办公室和企业管理部合署办公）；下辖子公司14家。

截至2018年底，公司合并资产总额7602.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）2589.20亿元。2018年，公司实现营业收入154.47亿元，利润总额25.54亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额7826.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）2598.17亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入35.29亿元，利润总额2.64亿元。

公司注册地址：天津市和平区大沽北路161号城投大厦；法定代表人：李宝锟。

三、 债券概况及募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评债券尚需偿还债券余额890.00亿元。跟踪期内，存续债券已按时支付利息及本金。

截至2019年5月底，联合资信所评公司存续债券除“19津城建MTN003A”和“19津城建MTN003B”以及“19津城建CP004”所募集资金尚未使用外（置换存量债务尚未到还款期），其余募集基金均按募集资金规定用途用于募投项目建设以及偿还存量债务。

表 1　跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 津城投债/PR 津城投	80.00	48.00	2013/2/26	10 年
13 津城建 MTN2	22.00	22.00	2013/5/21	7 年
14 津城建 MTN001	44.00	44.00	2014/4/23	7 年
14 津城建 MTN002	30.00	30.00	2014/10/29	7 年
15 津城建 MTN001	40.00	40.00	2015/4/23	7 年
15 津城建 MTN002	30.00	30.00	2015/12/10	7 年
16 津城建 MTN001	30.00	30.00	2016/6/3	5 年
16 津城建 MTN002	20.00	20.00	2016/7/20	5 +N
16 津城建 MTN003	20.00	20.00	2016/10/21	3 年
16 津城建 MTN004	20.00	20.00	2016/11/25	3 年
16 津城建 MTN006	30.00	30.00	2016/12/15	3 年
17 津城建 MTN001	26.00	26.00	2017/1/12	5+N
17 津城建 MTN002	20.00	20.00	2017/8/29	3 年
17 津城建 MTN003	20.00	20.00	2017/9/28	3 年
17 津城建 MTN004	20.00	20.00	2017/10/27	3 年
18 津城建 MTN001	30.00	30.00	2018/1/18	3 年
18 津城建 MTN002	20.00	20.00	2018/1/26	3 年
18 津城建 MTN003	20.00	20.00	2018/2/2	3 年
18 津城建 MTN004	20.00	20.00	2018/2/8	3 年
18 津城建 MTN005	20.00	20.00	2018/3/14	3 年
18 津城建 MTN006	30.00	30.00	2018/3/16	3 年
18 津城建 MTN007	20.00	20.00	2018/3/23	3 年
18 津城建 MTN008A	10.00	10.00	2018/4/4	3 年
18 津城建 MTN008B	20.00	20.00	2018/4/4	5 年
18 津城建 MTN009	30.00	30.00	2018/4/13	5 年
18 津城建 MTN010A	10.00	10.00	2018/4/20	3 年
18 津城建	20.00	20.00	2018/4/20	5 年

MTN010B				
18 津城建 MTN011A	18.00	18.00	2018/5/4	3 年
18 津城建 MTN011B	12.00	12.00	2018/5/4	5 年
18 津城建 MTN012A	12.00	12.00	2018/7/23	3 年
18 津城建 MTN012B	8.00	8.00	2018/7/23	5 年
18 津城建 MTN013	15.00	15.00	2018/11/23	3 年
18 津城建 MTN014	15.00	15.00	2018/12/5	3 年
18 津城建 CP001	15.00	15.00	2018/8/3	1 年
18 津城建 CP002	15.00	15.00	2018/11/5	1 年
19 津城建 CP001	20.00	20.00	2019/1/9	1 年
19 津城建 CP002	15.00	15.00	2019/1/25	1 年
19 津城建 CP003	25.00	25.00	2019/2/15	1 年
19 津城建 MTN001A	12.00	12.00	2019/1/16	3 年
19 津城建 MTN001B	3.00	3.00	2019/1/16	5 年
19 津城建 MTN002A	10.60	10.60	2019/1/21	3 年
19 津城建 MTN002B	4.40	4.40	2019/1/21	5 年
19 津城建 MTN003A	15.00	15.00	2019/5/28	3 年
19 津城建 MTN003B	5.00	5.00	2019/5/28	5 年
19 津城建 CP004	20.00	20.00	2019/6/6	1 年
合计	**942.00**	**910.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

其中，“13津城投债/PR津城投”所募集资金用于快速路系统二期项目。快速路二期工程项目总投资128.66亿元，截至2019年3月底，公司累计完成投资121.68亿元。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自

身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

天津市是中国四大直辖市之一，跟踪期内，天津市经济不断增强，但增速放缓，公司仍面临良好的产业政策和投资环境。

根据《2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018 年，全市生产总值（GDP）18809.64 亿元，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 172.71 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 7609.81 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 11027.12 亿元，增长 5.9%。三次产业结构为 0.9:40.5:58.6。

2018 年，固定资产投资（不含农户）按可比口径计算，比上年下降 5.6%。分产业看，第一产业投资下降 9.1%；第二产业投资下降 6.3%，第三产业投资下降 5.3%。制造业投资下降 22.0%，其中计算机通信和其他电子设备制造业增长 11.2%，汽车制造业增长 7.0%。

2018 年，全市严格执行国家的各项调控政策，逐步建立和完善房地产市场发展的长效机制，房地产开发投资增长 8.6%。商品房销售面积 1249.87 万平方米，下降 15.7%，降幅比上年收窄 29.6 个百分点；销售额 2006.62 亿元，下降 11.7%，比上年收窄 23.0 个百分点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系天津市国资委监管的企业，天津市国资委为公司唯一出资人和实际控制人。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 702.03 亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，天津市财政实力强，但一般公共预算收入持续下降，财政自给率一般；公司持续获得大规模外部资金支持，天津市政府持续、稳定的支持为公司未来发展提供了重要保障。

2018年，天津市一般公共预算收入为2106.19亿元，同比减少8.84%。其中，2018年天津市税收收入1625亿元，占一般公共预算收入的比重为77.2%，比上年提高9.90个百分点，财政收入质量较高。2018年，天津市一般公共预算支出为3104.18亿元，同比减少5.43%。天津市财政自给率持续下降，2018年为67.83%，财政自给率一般。2018年，天津市政府性基金预算收入1160亿元，同比减少5.69%。截至2018年底，全市政府债务余额4079亿元，其中市级政府债务余额1532亿元。除中央转贷的外国政府和国际经济组织贷款等21亿元外，全部为财政部代理发行和市财政自主发行的地方政府债券。总体看，天津市充足的财力为公司获得大规模的资金支持提供了有力保障。

公司是国有资产授权经营者，负责天津市基础设施投资建设和运营。近年来，天津市政府加快了市政资源的整合进程，2007年将天津

高速公路集团有限公司（以下简称“高速公路公司”）和天津市政投资有限公司（以下简称“市政投资”）并入公司。2014年，天津城投成为天津轨道交通集团有限公司（以下简称“天津轨道”）第一大股东，公司经营性资产（高速公路、水务、地铁）得到了有效扩充，形成了长期稳定的收入来源，资产规模、盈利能力短时间内大幅提升。同时，由于公司大多数项目的建设周期和资金回收周期较长，股东支持是公司未来发展的重要保障。

天津市财政向公司负责的多个大型项目拨付资本金，并持续提供后续财政拨款以偿付金融机构贷款本息。2018年，天津市财政共为公司所承建的公共项目安排资本性补助266.28亿元，财政补贴37.72亿元。2019年1~3月，公司获得的公共项目安排资本性补助50.52亿元和财政补贴6.51亿元。

根据津国资法规〔2018〕43号，2018年12月公司以资本公积转增实收资本13.82亿元。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司其他不良信贷记录。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1012010100375560L），截至2019年4月22日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年5月12日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、 管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理架构方面未发生变化，管理制度执行情况良好。

跟踪期内，公司总经理由陈勇先生变更为张锐钢先生，本次高级管理人员变动为正常变动，对公司日常生产经营及管理无重大影响。

张锐钢先生，1963年生，汉族，中共党员，研究生学历，博士学位，注册会计师；现任公司董事、总经理；曾任天津经济技术开发区管委会副主任，天津市滨海新区管委会副主任，天津市滨海新区区委常委、区政府副区长，区政府常务副区长，天津港（集团）有限公司党委书记及董事长等。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务涵盖较广，跟踪期内，主营业务收入有所增长，毛利率持续增长。

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。

2018年，公司主营业务收入为149.80亿元，同比增长7.77%。2018年公司主营业务收入主要由收费公路收入（占比28.02%）、置业收入（占比22.10%）和综合开发(占比18.36%）构成。2018年，公司主营业务中的其他业务收入为19.54亿元，同比减少39.07%，主要来自租赁收入、建安收入、广告、物业及其他国有资产经营收入。毛利率方面，2018年，受收费公路和置业业务的毛利率上升影响，公司主营业务毛利率上升至27.99%。其中，城市综合开发板块中，2018年公司综合开发业务毛利率8.47%，2018年较上年下降14.35个百分点，主要系毛利率较低的城市快速路业务由城市路桥板块调整至综合开发板块所致。

2019年1~3月，公司实现主营业务收入34.15亿元，相当于2018年的22.80%；综合毛利率为23.81%，较上年下降4.18个百分点。

表3　2017~2018年及2019年1~3月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务	业务内容	2017年	2018年	2019年1~3月

		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
城市路桥	收费公路	34.19	24.60	41.24	41.98	28.02	56.36	10.48	30.70	60.32
水务		17.81	12.81	38.69	20.10	13.42	33.88	4.48	13.11	27.67
轨道交通		7.06	5.08	-112.18	7.52	5.02	-141.49	1.45	4.26	-342.76
城市综合开发	综合开发	9.51	6.84	22.82	27.50	18.36	8.47	6.88	20.13	8.47
	土地整理	0.17	0.12	88.24	0.06	0.04	100.00	0.00	0.00	0.00
	置业	38.19	27.48	29.01	33.10	22.10	41.48	4.34	12.71	57.99
其他		32.07	23.07	21.27	19.54	13.04	30.60	6.52	19.09	37.27
合计		**139.00**	**100.00**	**23.95**	**149.80**	**100.00**	**27.99**	**34.15**	**100.00**	**23.81**

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）城市路桥板块

公司城市路桥业务板块主要是对天津市主要高速公路、城市路网、管网进行建设和运营。跟踪期内，公司高速公路资产质量优良，城市路桥业务收入稳定增长，毛利率依然维持在较高水平，可为公司带来持续稳定的现金流入。

①收费公路

公司收费公路主要以子公司高速公路公司负责的高速公路板块为主。截至2019年3月底，公司全线通车的全资及控股高速公路总里程合计747.53公里，绝大部分为国高网在天津市内路段。跟踪期内，随着公司控股的高速公路通行路段车流量的增长，公司收费公路收入持续增长，2018年为41.98亿元，同比增长22.78%；2019年1~3月，公司实现收费公路收入10.48亿元，相当于上年的24.96%。2018年及2019年1~3月，公司收费公路板块的毛利率持续增长，分别为56.36%和60.32%，其中2018年毛利率较上年增长15.12个百分点，主要是因为部分已运营的高速公路在2016年和2017年进行桥梁加固等集中养护导致毛利率暂时性下降以及2018年毛利率较低的城市快速路业务由城市路桥板块调整至综合开发板块综合影响所致。

在高速公路通行费收入之外，天津市政府每年从当年收取的养路费（燃油税中央转移支付）中安排部分资金作为对公司的补贴。2018年和2019年1~3月，公司分别确认高速公路补贴2.00亿元和2.00亿元，该补贴收入持续性较强。

②管网及路网建设

公司管网及路网建设主要由公司全资子公司天津城市道路管网配套建设投资有限公司（以下简称“管网公司”）负责。管网公司成立于2003年6月，主要负责天津市旧路改造、河道治理、铁路沿线环境治理、开发项目配套、通信管道、中水管道建设、停车楼、公交场站、架空线入地等配套管道及路网项目建设。

管网及路网建设业务主要运营模式为：管网公司受天津市住房和城乡建设委员会（以下简称“天津市住建委”，原天津市城乡建设委员会）委托，承担项目的建设任务和融资任务。项目建设期内，由天津市财政局向管网公司拨付项目资本金，同时由工商银行提供专项贷款作为项目的建设资金。天津市财政局将城市配套工程费拨付至管网公司质押专户，用于归还

工商银行专项贷款，不产生收入。截至 2019 年 3 月底，管网公司管网建设项目累计完成投资额 353.02 亿元，累计收到财政拨款 295.42 亿元。

（2）水务板块

跟踪期内，公司水务业务发展稳定，污水处理能力较强，在区域内拥有多处污水处理厂的特许经营权，毛利率较高，盈利能力强。

公司下属二级控股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”）从事水务及相关配套设施投资、建设、经营和管理。创业环保作为在A股和H股市场同时挂牌的上市公司（股票代码：600874.SH 和 1065.HK），其主营业务在天津地区有着明显的优势，业务覆盖污水处理厂设计、建设、运营，自来水生产、再生水和环保设备等领域，是一个跨区域、多业务发展的国内领先的专业水务投资运营商。

截至 2018 年底，公司共拥有特许经营污水处理厂 37 个，污水处理规模合计为 445 万立方米/日。2018 年，创业环保自营部分和委托运营模式下共处理污水 14.03 亿立方米，较上年增长 9.10%，系存量污水处理项目处理量增加及部分新增污水处理项目投入运营所致；实现污水处理收入 17.53 亿元，较上年增长 13.10%。

从收费标准来看，对于自营部分的天津四座污水处理厂，创业环保签订了特许经营协议，按照《特许经营协议》收取污水处理服务费，2016~2018 年收费标准均为 1.76 元/立方米；创业环保下属子公司污水处理业务，按照该子公司与当地政府签署的污水处理特许经营协议和污水处理服务协议提供污水处理服务，收费标准为 0.533~1.467 元/立方米；对于委托运营部分，创业环保与委托方签订委托运营协议，通过提供污水处理运营服务收取运营服务费，其中部分委托运营项目的收入是按照协议中约定的固定收费标准进行结算，也有部分项目是按照实际处理水量进行结算收入。

此外，创业环保还拥有津沽、咸阳路、东郊、北辰、阜阳颍南、巴彦淖尔再生水厂和石家庄市藁城区水处理中心，拥有曲靖、巴彦淖尔自来水厂，再生水处理规模为 39.00 万立方米/日，自来水处理规模为 28.50 万立方米/日。其中，石家庄市藁城区水处理中心为 2018 年新增。

2018 年，公司水务板块实现收入 20.10 亿元，同比增长 12.86%；2019 年 1~3 月，公司水务板块实现收入 4.48 亿元，相当于上年的 22.29%；2018 年及 2019 年 1~3 月，受污水处理业务提标改造，相关材料消耗增加影响，该业务毛利率持续下降，分别为 33.88%和 27.67%，但仍维持在较高水平。

（3）轨道交通板块

跟踪期内，公司轨道交通业务区域专营性强，但由于具有一定公益性，轨道交通业务持续处于亏损状态，每年获得财政的补贴较大。

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

公司轨道建设以及运营业务的具体经营模式为：项目建设期内，在项目资金的筹集上，2016 年起，根据《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发〔2015〕51 号），天津市政府由投入 50%左右的项目资本金变为 40%，另外 60%将通过银行贷款、发行债券等方式进行筹措，政府未来每年向该公司拨付专项资金偿付到期债务本息，项目建成后，由天津市地下铁道集团有限公司（以下简称“天津地铁”）负责建成线路的日常运营以及管理工作。公司目前已建成并正式通车项目为地铁 1、2、3、5、6、9 号线，合计通车里程约 229.89 公里。在建地铁项目主要为地铁 5 号线、6 号线、1 号线东延（开通至李楼站）、4 号线南段及 10 号线一期，合计总投资 1197.95 亿元，截至 2019 年 3 月底已累计完成投资 740.78 亿元。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现轨道交通收入 7.52 亿元和 1.45 亿元。公司轨道交通业务具有一定社会公益性，其收入未能完

全覆盖相关成本以及费用支出，毛利率持续为负。目前，公司地铁运营通过日常票款收入弥补运营成本，不足部分由天津市财政进行补贴（9号线，不足部分由天津市财政、滨海新区财政及天津经济技术开发区财政进行补贴）。2018年以及2019年1~3月，天津市财政分别给予补贴7.86亿元和1.74亿元。

公司交通枢纽工程主要采取代建模式，由财政拨付项目资本金以及归还国开行专项贷款，不产生额外收益。目前，公司主要在建交通枢纽项目包括西站交通枢纽、天津站交通枢纽、文化中心交通枢纽和机场交通枢纽工程。上述项目预计总投资375.68亿元，截至2019年3月底已累计完成投资294.88亿元。

（4）城市综合开发板块

跟踪期内，公司海河综合开发项目处于回购期，但回款执行情况有所滞后；公司所承接的城市快速路政府回购项目，回款情况差，联合资信将密切关注公司回款情况；土地整理板块业务萎缩，未来无新增项目；置业业务受房地产市场波动影响具有一定不确定性。

①综合开发

2016~2017年，公司综合开发业务板块由海河综合开发业务构成。自2018年起，公司城市快速路业务由城市路桥板块调整至综合开发板块。

海河综合开发

公司的全资子公司天津市海河建设发展投资有限公司（以下简称“海河公司”）负责海河综合开发区域42平方公里区域内的建设及服务。该项目预计总投资196.20亿元，截至2019年3月底，累计完成投资170.59亿元，项目建设基本完成。海河公司作为建设受托方承担基础设施建设任务，项目完成后，根据基础设施项目总投资额由天津市住建委与公司签订采购协议，由天津市住建委采购，依据协议约定，将从2008年至2017年分10年分期向公司支付共计195.33亿元的政府采购款。2008~2017年，公司海河上游区域基础设施部分建设项目共确认政府采购收入192.00亿元，截至2019年3月底，实际收到政府采购款174.70亿元，回购进度有所滞后。

城市快速路

公司城市快速路项目运营模式分为代建模式和政府回购模式。快速路目前主要在建项目包括快速路一期工程、快速路二期工程以及天津大道。

快速路一期工程采用代建模式，公司受天津市住建委委托，承担项目的建设任务和融资任务。项目建设期内通过天津市财政局划拨项目资本金以及由国开行提供专项贷款用作项目建设资金。项目进入银行贷款还款期时，由天津市财政局划拨国开行专项资金偿付专项贷款。财政拨付资金覆盖发行人贷款本金及利息，不产生额外收益。截至2018年底，城市快速路一期项目累计收到财政拨款380.82亿元，包含用于归还国开行专项贷款的本息346.90亿元及快速路一期项目资本金33.92亿元。快速路一期工程预计总投资312.00亿元，截至2019年3月底已累计完成投资307.84亿元。

快速路二期及天津大道项目采用政府回购模式，项目建设期内通过银行信贷融资方式进行项目建设，项目完工后由天津市住建委依据项目总投资与公司签订政府回购协议对项目进行一次性或分期采购，收入来源于政府回购收入，政府回购收入能够覆盖项目成本支出。快速路二期工程项目总投资128.66亿元，截至2019年3月底，公司累计完成投资121.68亿元。针对该项目，公司与天津市住建委于2012年11月签订了政府回购协议，依据回购协议的约定，天津市住建委向公司回购该项目工程，从2014年至2023年分期向公司支付共计163.10亿元的政府回购款。截至目前公司尚未收到回购款。

天津大道项目已于2008年底开工，目前已通车。项目总投资80.99亿元，截至2019年3月底，公司累计已投资70.30亿元。天津大道项目政府回购协议总金额为106.74亿元，该项目还款期自2013年至2019年。采购总金额将

覆盖项目建设成本、日常运营支出、财务费用以及一定的利润。截至2018年底，根据项目回购协议，公司应收回购款合计87.00亿元，截至目前公司尚未收到相关款项。

②土地整理

根据《关于规范市区土地收购储备工作的通知》（规国市字〔2004〕2174号）精神，天津市土地整理中心对于天津市土地出让金实行集中管理，土地出让后，天津市土地整理中心提取出让金中包含的土地收购整理成本，返还给土地整理单位，另外还按照土地整理成本0.8%支付公司土地整理管理费，计入公司的主营业务收入。据国家相关政策规定，公司该业务板块主要为存量项目无新增，因此收入呈现逐年下降趋势。2018年及2019年1~3月，公司土地整理实现净地面积分别为145.50公顷和2.00公顷，土地整理收入分别为0.06亿元和0.00亿元。

③置业

在高速、地铁以及其它基础设施类主营业务的开展过程中，为综合利用基础设施服务资源，增加公司综合收益，公司在部分开展基础设施建设的区域适度经营少量的置业业务，主要包括商业地产开发以及普通住宅开发。目前该业务主要由高速公路公司、天津金融城开发有限公司、天津城投置地投资发展有限公司（以下简称“天津城投置地公司”）等5家子公司负责。

2018年，公司置业板块销售收入为33.10亿元，同比减少13.33%；2019年1~3月，公司置业板块销售收入为4.34亿元，相当于上年的13.11%。2018年和2019年1~3月，受房地产位置较好影响，销售单价较高，该板块毛利率不断上升分别为41.48%和57.99%。

截至2019年3月底，公司主要有8个已完工在售项目，3个在建项目，上述项目建筑面积合计120.78万平方米。2019~2022年，公司销售计划分别为5.93万平方米、5.62万平方米、1.12万平方米和21.19万平方米，预计销售额分别为23.63亿元、20.82亿元、5.38亿元和113.34亿元，可为公司带来一定收入。同时考虑到房地产市场的波动性，未来收入实现具有一定不确定性。

2018年12月18日，天津城投置地公司增资项目在天津产权交易中心信息披露期满，华润置地旗下北京润置商业运营管理有限公司作为战略投资者成功摘牌。近期，双方将签署正式《增资协议》，此次华润置地将以增资扩股方式注入资金79.34亿元，持有天津城投置地公司49%股权。本次增资扩股项目完成后，公司持有天津城投置地公司的股权比例将下降，但仍为其控股股东，仍将天津城投置地公司纳入合并报表范围，预计公司合并报表不会因该事项发生资产总额、所有者权益总额下降等情况。

3. 未来发展

公司在建项目和拟建项目投资规模很大，未来将面临很大资金压力。

从未来投资规划看，根据天津市政府的要求，未来五年公司将继续承担高速公路、地铁、天津站枢纽、快速路、道路管网、海河综合开发、环境水务、金融城等基础设施建设项目的续建工作。截至2019年3月底，公司主要在建项目计划总投资为2352.21亿元，已投资1821.82亿元，未完成投资额为530.39亿元（详见附件2）。拟建项目方面，公司拟建项目主要有唐廊高速公路二期工程、唐廊高速公路三期工程、津宁高速-塘承高速立交、绕城高速服务提升、洞庭路延长线（辅道、附属设施）、津围快速路、房地产开发配套项目、地铁7号线（一期）、地铁8号线（一期）及地铁11号线（一期）项目，总投资额共计968.51亿元。上述拟建项目多数尚处于规划、前期阶段，待市相关部门确定有关实施原则后，再履行基建程序。总体看，公司未来面临一定资金压力。

八、财务分析

公司提供了2016~2018年合并财务报告，中

审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了三年连审，并出具标准无保留意见审计结论。该报告对2016年以及2017年期数据进行了调整，对资产总额、负债总额及权益整体影响不大。公司提供的2019年1~3月财务报表未经审计。

2018年，公司合并范围新纳入天津津仓公路建设有限公司、天津轨道交通集团物业管理有限公司、天津津轨商业管理有限公司、天津轨道交通运营集团有限公司，天津京福公路有限公司、天津津岐公路有限公司、天津城铁港铁建设有限公司、天津金融城资产经营管理有限公司不再纳入公司合并范围。截至2019年3月底，公司合并范围内一级子公司共14家。总体看，近三年，公司新纳入和移出子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模平稳增长；资产构成以非流动资产中的在建工程为主；流动资产中应收款类项及存货规模大，对资金形成较大占用；资产流动性弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产7602.33亿元，同比小幅增长3.10%，资产结构与上年相比基本一致，以非流动资产为主。

表 4　2017~2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	294.56	3.96	376.59	4.95	473.96	6.06
应收账款	211.59	2.85	77.23	1.02	75.17	0.96
其他应收款	245.51	3.30	289.24	3.80	289.43	3.70
存货	1126.45	15.15	1095.57	14.41	1114.68	14.24
其他流动资产	366.38	4.93	281.19	3.70	281.70	3.60
流动资产	**2285.60**	**30.74**	**2166.22**	**28.49**	**2267.48**	**28.97**
可供出售金融资产	211.04	2.84	219.21	2.88	223.31	2.85
投资性房地产	199.27	2.68	200.99	2.64	200.98	2.57
固定资产	654.62	8.81	685.50	9.02	683.65	8.74
在建工程	3883.92	52.24	4067.17	53.50	4139.36	52.89
非流动资产	**5148.66**	**69.26**	**5436.10**	**71.51**	**5558.95**	**71.03**
资产总额	**7434.26**	**100.00**	**7602.33**	**100.00**	**7826.43**	**100.00**

注：“其他应收款”科目不包括“应收利息”和“应收股利”科目
资料来源：根据公司审计报告和季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产为 2166.22 亿元，主要以存货、其他流动资产、货币资金和应收款项（应收账款+其他应收款）为主；公司货币资金 376.59 亿元，同比增长 27.85%，主要系公司根据经营需要，发行债券融资增加所致；公司货币资金中银行存款占比 99.78%；公司应收账款为 77.23 亿元，同比减少 63.50%，较上年减少主要系对天津市住建委基础设施采购款、建造合同款较上年有所减少所致。从集中度来看，应收账款前五名合计 59.90 亿元，占应收账款总额的 76.51%，集中度较高。2018 年底，公司共计提坏账准备 1.05 亿元，计提比例小；公司其他应收款为 289.24 亿元，同比增长 17.81%，主要是应收天津市土地整理中心拆迁工程款较上年增加所致。集中度方面，公司其他应收款前五名合计 161.18 亿元，占其他应收款的 54.95%，集中度一般。2018 年底，公司共计提坏账准备 3.99 亿元，计提比例为 1.38%；公司存货 1095.57 亿元，同比减少 2.74%。其中开发成本占 97.94%，主要由土地储备以及土地

开发成本构成（其中土地储备的规模占比约10%，主要为天津城投置地公司储备的土地），公司土地储备规模大、价值高，跌价风险较小。2018 年底，公司未计提存货跌价准备；公司一年内到期的非流动资产 15.04 亿元，同比大幅增长 469.01%，主要由一年内到期的长期应收款 14.86 亿元构成；公司其他流动资产为 281.19 亿元，同比减少 23.25%，主要系专项应收天津市财政的财政资金减少所致。

截至2018年底，公司非流动资产为5436.10亿元，同比增长 5.58%，主要由固定资产和在建工程构成；公司可供出售金融资产 219.21 亿元，同比增长 3.87%，主要由可供出售权益工具构成。2018 年，公司按成本计量的可供出售金融资产累计计提减值准备 9.50 亿元，系持有天津船舶产业投资基金受航运行业影响有所亏损（该减值已于 2017 年计提）所致；公司长期股权投资 115.26 亿元，同比增长 19.13%，主要系对天津君诚产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）以及天津碧海海绵城市有限公司追加股权投资 11.94 亿元所致；公司投资性房地产 200.99 亿元，同比增长 0.86%，全部为房屋和建筑物；公司固定资产为 685.50 亿元，同比增长 4.72%。其中路桥资产、土地房屋及构筑物和地铁 1 号线的账面净额分别占 77.61%、7.69%和 13.94%。公司非经营性基础设施（地铁）不计提折旧，截至 2018 年底，公司累计计提折旧 108.00 亿元，累计计提减值准备 0.15 亿元；公司在建工程为 4067.17 亿元，同比增长 4.72%，主要系道路桥梁、地铁工程、铁路工程以及轻轨工程等项目投入增长所致。

截至2019年3月底，公司资产总额7826.43亿元，较2018年底增长2.95%，变化较小，资产结构仍以非流动资产为主。其中，公司货币资金473.96亿元，较上年底增长25.86%；公司长期应收款30.43亿元，较上年底增长1314.25%，主要系融资租赁较上年增加所致。截至2019年3月底，公司及子公司处于抵押状态的受限资产主要包括保函保证金等货币资金、土地使用权及房屋等，账面价值总计293.22亿元；公司及子公司将应收拨款、银行账户款项、土地整理成本返还资金权益及自来水收入权、污水处理收入权、高速公路项目收费权及其项下所有收益等进行质押，取得了相应银行贷款，对应借款余额合计为584.54亿元；公司及子公司通过部分道路桥梁、管网、高速公路等取得了融资租赁款，合计余额为215.09亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模进一步扩张，权益稳定性较好。

截至2018年底，公司所有者权益为2589.20亿元（含少数股东权益 262.56 亿元），同比增长 4.08%，主要来自资本公积和未分配利润的增加。2018 年底，公司归属于母公司的所有者权益主要由实收资本、资本公积以及未分配利润构成，权益稳定性较好；公司实收资本 702.03 亿元，同比增长 2.01%，主要系 2018 年 12 月天津市国资委市以《市国资委关于同意天津城市基础设施建设投资集团有限公司增加注册资本并修改公司章程的批复》（津国资法规〔2018〕43 号）文件批准，同意公司增加注册资本 138159.00 万元，将财政拨付资本收益转增实收资本所致；公司资本公积为 1433.67 亿元，同比增长 7.34%，主要系天津市财政局拨付地铁建设项目资本金 24.18 亿元，天津市财政局拨付铁路建设专项资金合计 5.30 亿元，国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别对子公司天津轨道增资 41.44 亿元和 7.77 亿元（分别由其他权益工具以及应付债券-优先股转入）所致。此外，公司当年将资本公积转实收资本 13.82 亿元；公司其它权益工具为 45.56 亿元，同比减少 49.22%，主要系国开发展基金有限公司的投资款和中国农发重点建设基金有限公司投资款 44.15 亿元由该科目转入资本公积所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 2598.17 亿元，较 2018 年底增长 2.95%，保持

相对平稳。其中，资本公积1442.18亿元，较上年底增长0.59%，主要系天津市财政局拨付地铁建设项目等资本金增加所致。

表5　2017~2019年3月底公司主要所有者权益构成情况　（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	688.21	27.67	702.03	27.11	702.03	27.02
资本公积	1335.58	53.69	1433.67	55.37	1442.18	55.51
少数股东权益	239.05	9.61	262.56	10.14	262.74	10.11
所有者权益合计	**2487.65**	**100.00**	**2589.20**	**100.00**	**2598.17**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务结构以长期债务为主，符合行业特点，公司债务负担较重。

截至2018年底，公司负债总额5013.13亿元，同比增长1.34%，债务构成仍以非流动负债为主；公司流动负债1130.95亿元，同比增长5.42%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致。公司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；其他应付款主要是各单位之间产生的经营性往来款、应付土地综合补偿费等；其他流动负债主要为未到期的短期融资债券。

表6　2017~2019年3月底公司主要负债构成情况　（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	94.97	1.92	107.06	2.14	117.30	2.24
一年内到期的非流动负债	683.12	13.81	619.82	12.36	424.37	8.12
流动负债	**1072.78**	**21.69**	**1130.95**	**22.56**	**946.12**	**18.10**
长期借款	2171.35	43.90	2062.13	41.13	2203.93	42.15
应付债券	970.27	19.61	1237.03	24.68	1394.65	26.68
长期应付款	697.15	14.09	545.29	10.88	644.12	12.32
非流动负债	**3873.83**	**78.31**	**3882.18**	**77.44**	**4282.15**	**81.90**
负债总额	**4946.61**	**100.00**	**5013.13**	**100.00**	**5228.27**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

截至2018年底，公司非流动负债3882.18亿元，较上年基本持平。其中，公司长期借款2062.13亿元，同比下降5.03%，主要是保证借、质押借款和信用借款；公司应付债券1237.03亿元，同比大幅增长27.49%；公司长期应付款（会计政策调整后该科目由长期应付款以及专项应付款构成）545.29亿元，同比下降21.78%，主要系融资租赁费较上年下降所致；从其构成来看，长期应付款144.39亿元（主要为融资租赁款），专项应付款400.90亿元（财政专项拨款）。

截至2018年底，公司全部债务4026.44亿元，同比小幅增长2.71%，其中长期债务占比81.95%，资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为65.94%、60.86%和56.03%。2018年底，若将其他流动负债和长期应付款中有息债务考虑在内，公司调整后全部债务规模为4315.11亿元，调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为57.05%和62.50%。截至2019年3月底，2019~2021年公司每年需分别偿还有息债务830.80亿元、541.17亿元和827.31亿元，2019年和2021年公司集中偿还压力较大。

截至2019年3月底，公司负债总额5228.27亿元，较上年底增长4.29%。其中，应付债券1394.65亿元，较上年底增长12.74%，主要系公司发行多期中期票据及公司债所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为66.80%和61.44%，若将长期应付款中有息债务207.72亿元以及其他流动负债有息债务159.98亿元考虑在内，公司有息债务规模为4507.95亿元，债务结构仍以长期债务为主（占比84.44%），调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为63.44%和59.43%。若将公司发行的“16津城建MTN002”和“17津城建MTN001”永续中票合计46.00亿元考虑在内，公司债务规模将进一步上升，公司实际债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入及利润规模均保持相对稳定，利润总额对政府补助以及投资收益依赖较大，整体盈利能力弱。

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。

2018年，公司营业收入为154.47亿元，同比减少8.47%；同期营业成本110.19亿元，同比减少3.01%，降幅小于收入降幅。受此影响，公司2018年营业利润率23.55%，较上年上升3.11个百分点。

公司期间费用占营业收入比重较高，2018年，公司期间费用率为41.09%，较上年上升12.36个百分点，主要系财务费用较上年增加所致（主要是因为部分完工基础设施建设项目不再计提资本化利息所致），公司期间费用尤其是财务费用对公司利润侵蚀较大。2018年，公司公允价值变动收益为0.67亿元，同比减少53.15%，主要由投资性房地产公允价值变动收益构成；公司投资收益为15.93亿元，同比增长57.72%，系持有的长期股权投资和可供出售金融资产产生的收益以及处置该类资产产生的收益；投资收益对公司利润影响大。

非经营性损益方面，2018年，公司资产减值损失（含信用减值损失）为1.26亿元，同比减少88.25%，2018年较上年大幅下降主要系当年未产生可供出售金融资产减值损失所致。2018年，公司获得的各类政府补助为37.73亿元，同比增长5.89%。同期，公司利润总额为25.54亿元，同比增长5.23%，盈利规模基本保持稳定，利润总额对政府补助依赖较大。

2018年，公司总资本收益率为和净资产收益率分别为1.04%和0.77%，较上年变化不大；受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入35.29亿元，相当于2018年的22.85%；其他收益2.41亿元，全部为政府补助，营业外收入4.15亿元，主要由与经营无关的政府补助构成；公司利润总额2.64亿元；营业利润率为21.62%。

4. 现金流分析

近年来，公司经营性资产自身现金生成能力相对较弱，受公司投资项目规模大影响，财政划拨资金和大规模的银行借款及债务融资成为公司发展所需资金的主要来源。

经营活动方面，2018年公司经营活动现金流入275.42亿元，同比增长39.29%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为160.13亿元，同比增长29.51%，公司现金收入比103.66%，较上年增长16.84个百分点，主要系公司当年收到较大规模以前年度天津市住建委基础设施采购款、建造合同款所致，收现质量增强；收到其他与经营活动有关的现金114.12亿元，同比增长57.97%，主要系往来款、质保金以及利息收入构成。2018年，公司经营活动现金流出244.87

亿元，同比增长63.70%，主要系支付与其他单位的往来款以及项目建设等投入的现金增加所致。2018年，公司经营活动现金净流量为30.55亿元，同比减少36.55%。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入109.21亿元，同比增长12.26%，主要由收到其他与投资活动有关的现金与处置子公司及其他单位收到的现金净额增加所致。同期，公司投资活动现金流出235.36亿元，同比增长21.17%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致。2018年，公司投资活动现金净流量持续呈大规模净流出状态为-126.15亿元。公司经营获现不能满足项目投资需求，对财政资金及外部融资的依赖性大。

筹资活动方面，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。2018年公司筹资活动现金流入1362.21亿元，同比增长19.94%，主要为工商银行以及建设银行等银行贷款，来源主要为债务融资；筹资活动现金流出1184.22亿元，主要为偿还债务融资本金及利息。2018年，公司筹资活动现金净流量为 177.99亿元，同比增长93.38%。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 13.23 亿元，主要为经营性业务的收支、往来款收支等，现金收入比为 102.72%；公司作为天津市基础设施项目的投资和建设主体，近年来在天津市大城市建设进程不断加快的背景下，所承担的各类项目较多、投资规模较大，导致其投资活动现金流量净额继续表现为净流出状态，规模为-85.69 亿元；公司吸收投资收到的现金主要系收到的财政拨款，同时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，公司通过借款和发行债券获得大规模资金。公司筹资活动产生的现金流量净额为 169.87 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司面临一定短期偿债压力，直接和间接融资渠道通畅，考虑到公司获得政府大规模的资金支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，受流动负债快速增长影响，公司流动比率和速动比率均不断下降。2018年，公司流动比率和速动比率分别为191.54%和94.67%；2019年3月底上述指标分别上升至239.66%和121.85%。2018年，公司经营现金流动负债比为2.70%；截至2019年3月底，公司现金类资产为474.07亿元，为调整后短期债务的0.68倍，保障能力偏弱。整体看，公司面临一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 93.84 亿元，同比减少 38.92%；受此影响，2018 年公司调整后全部债务/EBITDA 下降为 45.98 倍。同时，考虑到公司获得政府大规模的资金支持，公司整体偿债能力极强。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 270.69 亿元，担保比率为 10.42%。目前被担保单位主要为国有企业且经营正常，公司代偿风险相对可控。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	金额
天津滨海新区建设投资集团有限公司	29.00
天津新金融投资有限责任公司	18.00
雨泽投资管理有限公司	0.94
天津海河教育园区投资开发有限公司	115.13
天津子牙循环经济产业投资发展有限公司	70.22
天津子牙环保产业园有限公司	37.40
合计	**270.69**

资料来源：审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司主要获得的授信额度为 5103.91 亿元，已使用额度为 2451.15 亿元，未使用额度为 2652.77 亿元。此外，公司拥有一家 A 股+H 股上市子公司，间接和直接融资渠道畅通。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 4116.18 亿元，同比增长 5.65%，主要系其他应收款增长所致。其中，流动资产占比 36.88%、非流动资产占比 63.12%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 1814.21 亿元，同比增长 1.78%，主要系财政的资本性补助增加所致。负债总额 2301.97 亿元，同比增长 8.91%，其中其他应付款和应付债券同比大幅增长、长期借款同比大幅下降。

2018 年，母公司营业收入 27.50 亿元，同比增长 96.44%，利润总额 10.59 亿元，同比增长 110.29%。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额 -221.72 亿元，投资活动现金流量净额 4.19 亿元，筹资活动现金流量净额 262.99 亿元。

九、存续期债券债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券保障程度一般。考虑到公司收到政府大规模的资金支持，一定程度上降低公司存续债券兑付风险。

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券余额为 1722.10 亿元+10.00 亿美元+4.00 亿欧元。其中，公司于 2019 年到期的债券余额为 282.40 亿元+7.00 亿美元，2018 年底公司现金类资产对其覆盖倍数为 1.14 倍（美元按 6.90 的汇率折算），保障能力一般。

公司存续债券集中兑付峰值出现在 2021 年，公司需于当年兑付 551.40 亿元+3.00 亿美元（若永续中票“16 津城建 MTN002”于 2021 年偿还）。2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 的对债券集中兑付峰值的保障倍数（美元按 6.90 的汇率折算）分别为 0.48 倍、0.05 倍和 0.16 倍。同时，考虑到公司收到政府大规模的资金支持，一定程度上降低公司存续债券兑付风险。

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

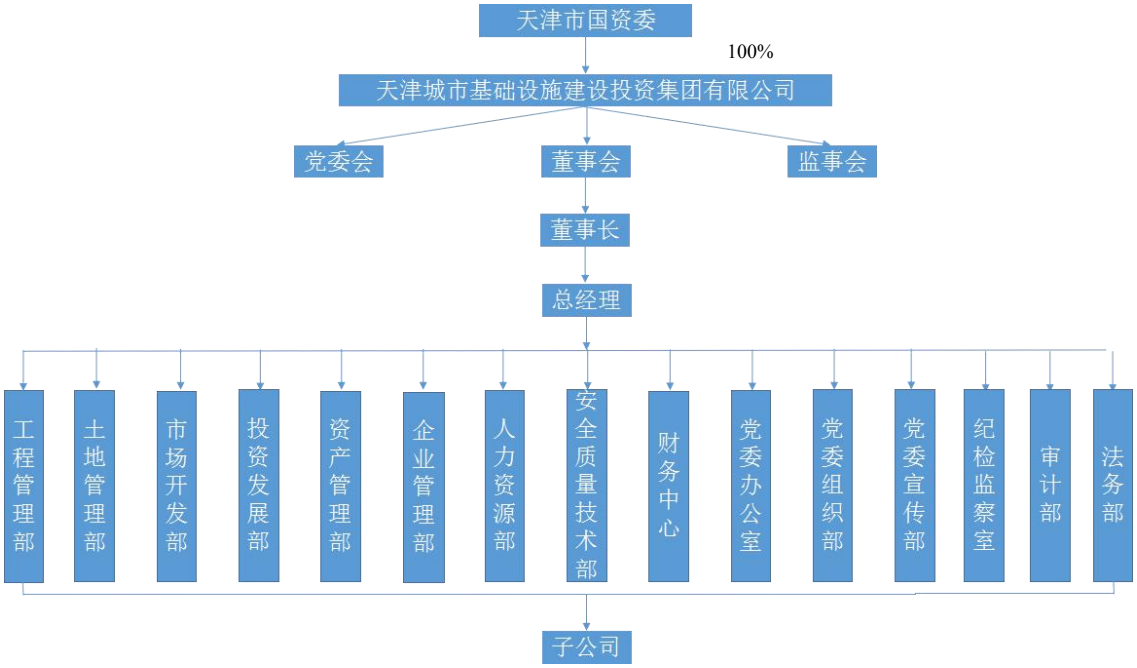
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	330.70
未来待偿债券本金峰值	572.10
现金类资产/一年内到期债券余额	1.14
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.48
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

资料来源：联合资信综合整理

十、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AAA，维持“13津城投债/PR津城投”“13津城建MTN2”“14津城建MTN001”“14津城建MTN002”“15津城建MTN001”“15津城建MTN002”“16津城建MTN001”“16津城建MTN002”“16津城建MTN003”“16津城建MTN004”“16津城建MTN006”“17津城建MTN001”“17津城建MTN002”“17津城建MTN003”“17津城建MTN004”“18津城建MTN001”“18津城建MTN002”“18津城建MTN003”“18津城建MTN004”“18津城建MTN005”“18津城建MTN006”“18津城建MTN007”“18津城建MTN008A”“18津城建MTN008B”“18津城建MTN009”“18津城建MTN010A”“18津城建MTN010B”“18津城建MTN011A”“18津城建MTN011B”“18津城建MTN012A”“18津城建MTN012B”“18津城建MTN013”“18津城建MTN014”“19津城建MTN001A”“19津城建MTN001B”“19津城建MTN002A”“19津城建MTN002B”“19津城建MTN003A”“19津城建MTN003B”信用等级为AAA，并维持“18津城建CP001”“18津城建CP002”“19津城建CP001”“19津城建CP002”“19津城建CP003”以及“19津城建CP004”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



注：公司办公室和党委办公室合署办公，董事会办公室和企业管理部合署办公

附件 2　截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已完成投资	项目批文	资本金比例
1	地铁 5 号线	254.33	248.05	发改基础〔2012〕1660 号	50%
2	地铁 6 号线	406.96	305.31	发改基础〔2012〕1660 号	50%
3	地铁 1 号线东延	126.66	83.89	发改基础〔2013〕2406 号	50%
4	地铁 4 号线南段	189.11	55.89	发改基础〔2012〕202 号	50%
5	地铁 10 号线一期	220.69	47.64	发改基础〔2012〕202 号	50%
6	快速路	312.00	307.84	津发改基础〔2007〕751 号	21%
7	塘承高速公路一期	61.76	57.04	津发改基础〔2007〕862 号	35%
8	海河基础设施	196.20	170.97	津发改基础〔2004〕548 号	20%
9	天津大道	80.99	66.78	津发改基础〔2008〕617 号	35%
10	天津西站交通枢纽市政公用配套工程	114.00	132.71	津发改基础〔2009〕104 号	35%
11	城市道路管网工程	343.00	333.46	建计〔2003〕1068 号、建计〔2006〕335 号	33%
12	唐廊高速公路一期	46.31	41.36	津发改许可〔2012〕18 号	25%
总计		**2352.21**	**1821.82**	--	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	251.45	294.58	376.85	474.07
资产总额(亿元)	7151.40	7434.26	7602.33	7826.43
所有者权益(亿元)	2352.53	2487.65	2589.20	2598.17
短期债务(亿元)	464.50	778.09	726.88	541.67
调整后短期债务(亿元)	560.73	853.09	875.86	701.66
长期债务(亿元)	3426.66	3141.62	3299.16	3598.57
调整后长期债务(亿元)	3646.75	3351.47	3439.26	3806.29
全部债务(亿元)	3891.16	3919.71	4026.04	4140.25
调整后全部债务（亿元）	4207.48	4204.56	4315.11	4507.95
营业收入(亿元)	142.47	142.40	154.47	35.29
利润总额(亿元)	23.30	24.27	25.54	2.64
EBITDA(亿元)	63.69	67.55	93.84	--
经营性净现金流(亿元)	-5.09	48.15	30.55	13.23
销售债权周转次数(次)	0.73	0.70	1.07	--
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	85.37	86.82	103.66	102.72
应收类款项/资产总额(%)	6.41	6.29	4.85	5.05
营业利润率(%)	17.17	20.44	23.55	21.62
总资本收益率(%)	0.72	0.76	1.04	--
净资产收益率(%)	0.76	0.77	0.77	--
长期债务资本化比率(%)	59.29	55.81	56.03	58.07
调整后长期债务资本化比率(%)	60.79	57.40	57.05	59.43
全部债务资本化比率(%)	62.32	61.18	60.86	61.44
调整后全部债务资本化比率(%)	64.14	62.83	62.50	63.44
资产负债率(%)	67.10	66.54	65.94	66.80
流动比率(%)	288.03	213.05	191.54	239.66
速动比率(%)	152.04	108.05	94.67	121.85
经营现金流动负债比(%)	-0.65	4.49	2.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	61.09	58.03	42.90	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	66.06	62.24	45.98	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务；公司 2019 年 1~3 月财务数据未经审计

附件 4　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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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