

天津环城城市基础设施投资有限公司  
及其发行的 14 津环城债与 15 津环城债  
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]101376】

**评级对象:** 天津环城城市基础设施投资有限公司及其发行的 14 津环城债与 15 津环城债

	14 津环城债	15 津环城债
<b>主体/展望/债项/评级时间</b>		
<b>本次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2020 年 9 月 10 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 9 月 10 日
<b>前次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 28 日
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA+/2013 年 6 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2014 年 11 月 25 日

### 主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
<b>金额单位: 人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	12.01	3.11	5.23	4.57
刚性债务	48.19	40.34	44.50	40.90
所有者权益	373.81	426.73	392.76	392.74
经营性现金净流入量	4.30	-18.46	1.27	3.46
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	746.54	933.91	856.29	854.29
总负债	336.68	419.13	346.59	344.49
刚性债务	246.82	270.23	176.09	171.65
所有者权益	409.86	514.78	509.70	509.80
营业收入	40.26	37.68	38.52	7.04
净利润	3.34	4.75	6.09	0.10
经营性现金净流入量	-31.92	25.67	60.65	4.12
EBITDA	4.10	5.40	6.81	—
资产负债率[%]	45.10	44.88	40.48	40.32
长短期债务比[%]	216.41	56.91	47.04	50.31
营业利润率[%]	10.04	12.83	15.92	2.35
短期刚性债务现金覆盖 率[%]	493.19	58.45	42.78	43.15
营业收入现金率[%]	123.77	88.38	144.56	9.05
非筹资性现金净流入 量与刚性债务比率[%]	-17.60	8.75	26.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.43	0.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03	—

注: 发行人数据根据天津环城经审计的 2017-2019 年和未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

罗媛媛 lyy@shxsj.com  
邵一静 syj@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对天津环城城市基础设施投资有限公司(简称“天津环城”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 14 津环城债和 15 津环城债的跟踪评级反映了 2019 年以来天津环城在政府支持、区域重要性及负债经营等方面保持优势,同时也反映了公司在区域环境、资金平衡、债务负担、资产质量及对外担保等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **政府支持力度大。**作为天津市西青区重要的基础设施投资建设和运营主体,天津环城能够得到区政府在资产注入、项目获取及运营补助等方面的支持。
- **地方国资体系中地位显著。**天津环城是西青区主要的示范小城镇及示范工业园的投建主体,承担了较重的基建职能,在地方国资体系中地位显著。
- **财务杠杆水平尚可。**受益于政府资产注入及经营积累,跟踪期内,天津环城负债经营水平仍处于合理区间。

#### 主要风险:

- **区域经济持续走弱。**2019 年西青区主要经济发展指标继续呈现下滑态势,同时因地方房地产调控政策影响,土地成交面积和总额均有所下滑。
- **资金平衡压力较大。**天津环城未来仍有较大规模的投资支出,且部分项目支出已超概算,加之配套资金回笼进度较为滞后,公司未来仍将面临较大的资金平衡压力。



- **债务负担较重。**跟踪期内，天津环城刚性债务有所下降，但规模仍较大，且中长期债务陆续步入偿付期，中短期内或将持续面临一定的债务偿付压力。
- **资产质量欠佳。**天津环城资产集中于以土地资产和项目开发成本为主的存货、以往来款为主的其他应收款和以公益性资产为主的其他非流动资产，且部分资产已质押，资产变现能力欠佳。
- **代偿风险。**天津环城对外担保规模较大，公司存在一定的代偿风险。

### ➤ 未来展望

通过对天津环城及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA<sup>+</sup> 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA<sup>+</sup> 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 天津环城城市基础设施投资有限公司 及其发行的 14 津环城债与 15 津环城债

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2014 年天津环城城市基础设施投资有限公司公司债券和 2015 年天津环城城市基础设施投资有限公司公司债券（分别简称“14 津环城债”及“15 津环城债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据天津环城提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对天津环城的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展改革委发改财经[2014]356 号文及发改财经[2015]687 号文核准，该公司分别于 2014 年 3 月 21 日和 2015 年 4 月 27 日发行了 18 亿元“14 津环城债”和 12 亿元“15 津环城债”的企业债券，期限均为 7 年，均设置了提前偿还条款，在债券存续期的第 3-7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金。14 津环城债募集资金全部用于天津市西青区中北镇示范小城镇农民安置用房建设项目（简称“中北小城镇”）和王稳庄示范小城镇农民安置用房项目（简称“王稳庄小城镇”）的建设，15 津环城债募集资金全部用于西青区精武示范小城镇农民安居用房建设项目（简称“精武小城镇”）和西青区杨柳青示范小城镇农民安居用房建设项目（简称“杨柳青小城镇”）的建设，截至 2020 年 6 月末上述两期债券募集资金均已全部使用完毕。

截至 2020 年 7 月末，该公司存续期债券待偿还本金余额为 38.40 亿元，目前本息支付情况正常。

**图表 1. 公司存续债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	本金余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
19 天津环城 MTN001	10.00	10.00	5	5.33	2019 年 11 月	正常付息
19 环城 02	20.00	20.00	5	6.10	2019 年 9 月	正常付息
14 津环城债	18.00	4.80	7	7.20	2014 年 3 月	正常付息
15 津环城债	12.00	3.60	7	5.75	2015 年 4 月	正常付息

资料来源：天津环城（截至 2020 年 7 月末）

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2020年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状态。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

## （2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举

债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展的措施，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，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；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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。此外，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。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

### (3) 区域经济环境

跟踪期内，天津市西青区受到第三产业投资拉动，全区固定资产投资增长较快；但工业经济增长动能不足，全区主要经济发展指标继续呈现下滑态势。2019 年受地方房地产调控政策影响，土地成交面积和总额均有所下滑。

跟踪期内，天津市西青区经济总量绝对值继续呈现下滑态势，各项经济发展指标均有所弱化。全年全区实现地区生产总值 819.85 亿元，按可比价计算，同比增长 3.5%。其中第一产业增加值为 11.39 亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值为 356.63 亿元，同比下降 1.7%；第三产业增加值为 451.83 亿元，同比增长 8.8%，三次产业结构为 1.4:43.5:55.1。截至 2019 年末，西青区常住人口为 86.64 万人，全区按常住人口计算的人均生产总值为 9.46 万元。

图表 2. 2017 年以来西青区主要经济指标及增速

经济指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1072.67	0.3	986.64	3.4	819.85	3.5
第一产业增加值 (亿元)	11.47	-12.3	11.10	3.1	11.39	3.1
第二产业增加值 (亿元)	595.93	0.4	590.54	4.6	356.63	-1.7
第三产业增加值 (亿元)	465.27	0.7	385.00	1.2	451.83	8.8
全部工业增加值 (亿元)	545.80	3.2	535.37	7.0	299.40	-3.1
全社会固定资产投资 (亿元)	1158.30	12.5	1085.3	-6.3	1377.30	26.9
人均生产总值 (万元)	12.61	4.32	11.43	--	9.46	-
三次产业结构	1:55.6:43.4		1.1:59.9:39.0		1.4:43.5:55.1	

资料来源：天津市西青区统计年鉴、国民经济和社会发展统计公报

2019 年，西青区工业增加值延续了自 2017 年以来的下滑态势，当年可比增速为 -3.1%。近年来西青区加速培育新动能以推动工业经济发展，2019 年规模以上工业中节能环保、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造业、新能源、新材料、新能源汽车等七大领域战略性新兴产业增加值同比增长 10.3%，快于全区工业 13.4 个百分点，占全区规上工业增加值的 31.2%；高技术产业（制造业）增加值同比下降 1.2%，快于全区工业 1.9 个百分点，占全区规上工业增加值的 26.7%。2019 年西青区传统服务业增速有所回落，但以金融业、房地产业和其他社会服务业为代表的现代服务业发展较好，当年现代服务业实现增加值 302.57 亿元，占全区第三产业增加值的比重达 67%；同年经纬恒润研发总部、比亚迪集团融资租赁和 58 同城等现代服务业项目加速聚集，宜家家居、常青藤艺术家小镇等商贸文化项目开业运营，杨柳青古镇国家 5A 级景区创建工作通过

市级验收，未来政府将着力打造研发与专业技术、信息技术、高端商务、文化旅游四大核心产业以提升现代服务也发展质量。

2019 年受第三产业投资拉升影响，西青区当年完成固定资产投资 1377.3 亿元，同比上升 26.9%。项目投资方面，全年全区共有投资项目 394 个，其中亿元以上项目 193 个，韩国希杰、德国 SAP 数字创新中心、泰国正大国际供应链等世界 500 强企业投资项目相继落户，奇安信网络科技、TCL3001 海康威视、金山云、东方国信等一批智能科技和行业领军企业地区总部落地。基础设施建设方面，全区城市基础设施建设有序推进，全年推动咸阳路污水处理厂迁建、地铁 7 号及 10 号线征拆、津石高速等市级市政基础设施项目建设，重点实施杨柳青火车站低洼片区排水改造等民心工程，并提升改造区域排水设施；同时启动建设全配套道路 23 条，建设道路配套管线 25 项，加快推动低运量有轨电车 T2 线项目进程，已确定 T2 线一期工程线路、站点，建成 45 个“红色物业”社区。

跟踪期内，天津市坚持“房住不炒”、因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的房地产市场长效管理调控机制，从加强房地产市场监管、推进产业人才安居工作、稳定住房信贷政策、规范租房租赁市场发展等方面多管齐下，稳控房地产市场。天津市 2019 年全年住宅市场价格保持稳定，房地产市场保持“量增价稳”态势，房地产开发投资增长 12.5%，增幅比上年增加 3.9%。商品房销售面积 1478.68 万平方米，增长 18.3%；销售额 2274.14 亿元，增长 13.3%。

2019 年，受金融监管持续趋严、房企融资渠道逐步趋紧影响，西青区土地市场上下半年由热趋冷，全年呈现“量降价稳”态势。2019 年西青区成交土地面积 155.30 万平方米，同比下降 10.77%，当年 1 月至 3 月成交面积占全年 61.36%；全年土地成交总额为 197.73 亿元，同比下降 13.80%，当年 1 月至 3 月成交总额占全年 53.39%；全年土地成交均价为 1.27 万元/平方米，同比下降 3.40%。其中 2019 年住宅用地成交面积为 76.87 万平方米，同比下降 27.30%，住宅用地成交总额为 175.27 亿元，同比下降 14.13%，住宅用地成交均价为 2.28 万元/平方米，同比上升 18.11%。2020 年 1-6 月受疫情影响，西青区成交土地总面积和总价分别为 26.31 万平方米和 40.70 亿元，同比下降 77.68% 和 68.89%。

**图表 3. 2017 年以来西青区土地市场交易情况**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
<b>土地成交总面积 (万平方米)</b>	<b>145.57</b>	<b>174.04</b>	<b>155.30</b>	<b>26.31</b>
其中：工业用地	76.83	42.46	23.83	7.27
住宅用地	68.73	105.74	76.87	18.68
商业用地	0.00	21.09	12.27	0.00
其他用地	0.00	4.75	42.33	0.36
<b>土地成交总价 (亿元)</b>	<b>176.71</b>	<b>229.38</b>	<b>197.73</b>	<b>40.70</b>
其中：工业用地	6.61	4.01	2.18	0.67
住宅用地	170.10	204.12	175.27	39.98
商业用地	0.00	20.03	13.34	0.00
其他用地	0.00	1.22	6.94	0.05
<b>土地成交均价 (元/平方米)</b>	<b>12138.94</b>	<b>13179.56</b>	<b>12731.87</b>	<b>15468.64</b>
其中：工业用地	859.89	944.18	913.13	920.22
住宅用地	24749.02	19303.95	22800.83	21402.57

	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
商业用地	-	9497.39	10872.05	-
其他用地	-	2564.21	1639.50	1361.11

资料来源：根据 wind 数据整理、绘制

## 2. 业务运营

该公司仍为西青区重要的政府性项目投建主体，跟踪期内，公司继续推进示范小城镇和工业园的开发建设及国家储备林项目开发。受区政府结算进度影响，2019 年公司政府代建项目收入小幅下滑，但因租赁及土石方工程收入的增加，总收入规模有所上升；未来，公司代建项目及国家储备林项目仍有较大规模支出，加之资金回笼进度较为缓慢，预计中短期内公司将持续面临较大的资金平衡压力。

跟踪期内，该公司仍主要从事示范小城镇、示范工业园区的建设及运营以及国家储备林开发等业务。2019 年由于租赁收入大幅增长，加之土石方工程收入增加，公司营业收入同比上升 2.24% 至 38.52 亿元，其中示范小城镇和示范工业园区等政府代建项目收入为 36.76 亿元，占营业总收入的比重为 95.41%，受政府结算进度影响，同比下降 1.13%；同年公司营业毛利总额同比上升 20.05% 至 2.19 亿元，综合毛利率较上年上升 0.84 个百分点至 5.68%。2020 年第一季度，公司实现营业收入 7.04 亿元，仍主要来自工程代建业务。

图表 4. 2018 年以来公司营业收入构成及毛利情况（单位：亿元，%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
营业收入	37.68	100.00	38.53	100.00	7.04	100.00
工程代建	37.18	98.67	36.76	95.41	6.78	96.31
房地产销售 <sup>1</sup>	0.00	0.01	0.00	0.00	-	-
其他服务	0.45	1.19	0.97	2.52	-	-
其他业务	0.05	0.13	0.80	2.08	0.26	3.69
毛利率		4.84		5.68		3.27
工程代建		5.14		4.83		4.57
房地产销售		29.04		0.00		-
其他服务		-28.44		6.16		-
其他业务		75.04		43.90		-30.77

资料来源：天津环城

### （1）示范小城镇建设

跟踪期内，该公司仍然承担了西青区张家窝、王稳庄、精武、杨柳青、辛口和中北六个示范小城镇的建设，仍然采用委托代建模式进行项目建设。目前王稳庄和张家窝小城镇已完工，但尚未完成竣工决算。截至 2019 年末，王稳庄和张家窝小城镇项目累计已投资 169.15 亿元，已回笼资金 68.23 亿元。

<sup>1</sup> 该公司 2018 年房产销售收入为 47.62 万元，毛利为 13.83 万元。

此外，精武、杨柳青、辛口和中北四个示范小城镇项目仍处于开发建设阶段，上述四个项目计划投资额为 337.47 亿元，截至 2019 年末已投资 308.77 亿元，其中中北小城镇建设初期概算偏小，后期随着建设成本上升而超支。截至 2019 年末，上述四个在建小城镇项目已回笼资金 187.08 亿元。根据公司反馈，未来在建示范小城镇项目仍有约 30 亿元待投资。

在回购安排方面，西青区政府已安排相应地块的土地出让金作为上述项目的配套资金，近两年区政府结算进度有所加快。截至 2019 年末，西青区政府累计拨付项目开发建设资金 255.31 亿元，占该公司已投资额的 50.25%。但因项目开发规模较大，加之前期公司主要依靠外部融资支持项目建设，但项目结算及资金回笼较慢，随着以前年度借入的款项逐步步入偿付期，公司持续面临一定的资金平衡压力。

**图表 5. 2019 年末示范小城镇建设情况<sup>2</sup>（单位：亿元）**

项目	实施主体	计划投资额	已投资额	已回笼资金
王稳庄小城镇	汇锦投资	76.65	78.19	23.76
张家窝小城镇	环城建设	93.89	90.96	44.47
<b>已完工项目小计</b>	--	<b>170.54</b>	<b>169.15</b>	<b>68.23</b>
精武小城镇（含一、二期）	精武开发	86.47	61.09	61.17
杨柳青小城镇	古柳建设	48.80	46.86	14.56
辛口小城镇	金晟都建设	58.73	41.31	21.19
中北小城镇	御河沿置业	143.47	159.51	90.16
<b>在建项目小计</b>	--	<b>337.47</b>	<b>308.77</b>	<b>187.08</b>
<b>合计</b>	--	<b>508.01</b>	<b>477.92</b>	<b>255.30</b>

资料来源：天津环城

## （2）示范工业园区建设

跟踪期内，该公司继续承担西青区的杨柳青、张家窝、中北和精武镇的示范工业园区建设和西青高端金属制品工业区的建设，目前 5 个工业园区的建设均已基本完成。截至 2019 年末，上述项目计划总投资为 36.44 亿元，已完成投资额 80.49 亿元，精武工业园及中北工业园超支较多，其中精武工业园因前期规划中不包含土地开发整理费用，故累计投资大幅超过计划总投资；中北工业园超支主要系后期建设成本的上升，以及道路、厂房等维修成本增加所致。截至 2019 年末，公司示范工业园项目累计已回笼资金 29.21 亿元，但项目投资规模较大，结算进度仍较为滞后。

**图表 6. 2019 年末公司主要示范工业园区建设情况（单位：亿元）**

项目	负责公司	建设进度	计划总投资	已投资	已回笼资金
杨柳青工业园区	兴青开发	已完工	3.28	4.17	0.25
张家窝工业园区	高泰开发	已完工	13.20	11.11	0.43
西青高端金属品工业区	盛源开发	已基本完工	4.11	8.38	2.59

<sup>2</sup> 根据该公司反馈，2019 年公司对建设项目结算金额进行梳理，并根据项目实际结算情况进行调整，故部分项目 2019 年末已回笼金额较上年末有所下降。

项目	负责公司	建设进度	计划总投资	已投资	已回笼资金
精武工业园	精武开发	已基本完工	8.60	39.79	23.12
中北工业园	中北开发	已基本完工	7.25	17.04	2.82
合计	--	-	36.44	80.49	29.21

资料来源：天津环城

### (3) 国家储备林开发

该公司下属子公司天津大绿林业发展有限公司（简称“大绿林业”）受西青区农业经济委员会委托负责“国家储备林建设天津市西青区生态储备林项目”的建设及运营管理。该项目分三期开发，主要包括集约人工林栽培和现有林改培两部分，其中一期面积 18732.1 亩，计划总投资 8.76 亿元；二期面积 18272 亩，计划总投资 12.94 亿元；三期面积 18922 亩，计划总投资 13.40 亿元；三期项目合计开发面积 55926.1 亩，共计总投资 35.10 亿元。项目主产品为大径级木材，由各树种进入成熟期后采伐产生。副产品为小径级木材和纤维材，通过间伐、抚育产生。项目生产的大径材供应给单板厂、胶合板厂作原料；小径材及纤维材主要供给制浆造纸企业、中密度纤维板厂作原料。

项目建设资金主要来源于该公司自有资金及农业发展银行政策性贷款，中短期内公司将通过向国家农业局申请项目补贴及贷款贴息来维持资金平衡，未来可通过原木销售来平衡资金。跟踪期内，公司收回了部分前期投入的土地租赁费用，截至 2019 年末国家储备林项目投资账面余额 19.90 亿元，其中 12 亿元来源于银行借款，期限 25 年，利率 4.9%；未来仍有约 10 亿元待支出。考虑到国家储备林为生态林，且苗木短期内无法砍伐产生经济利益，相关投资入账“其他非流动资产”。

### (4) 其他业务

该公司还涉及租赁、土石方工程等业务，2019 年子公司天津御河沿置业有限公司（简称“御河沿置业”）新增租赁客户天津市御恒资产管理公司，加之子公司天津粮旺市政工程有限公司的土石方工程收入增加，公司当年实现其他服务及其他业务收入合计 1.77 亿元，较上年增加 1.27 亿元。

## 管理

跟踪期内，该公司股权发生变动，但实际控制人一直为西青区国资委；公司治理结构及主要管理制度未有重大变化；高管人员和组织架构虽有所调整，但对日常运营无重大不利影响。

跟踪期内，根据西青区政府安排，该公司股权发生调整，但实际控制人一直为西青区国资委。2019 年 11 月，公司全部股权被无偿划转至天津市西青区国有企业服务中心，同年 12 月又被全部无偿转回天津市西青区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“西青区国资委”），截至 2020 年 3 月末，西青区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，该公司高管人员有所调整。经西青区国资委研究决定，任命邵利军为公司董事长，兼任公司法人代表；原董事长史凯鹏改任公司董事并免去董事长职务，同时

免去王峰公司董事职务。郇利军先生历任天津市西青区财政局资金管理所科员、天津市西青区财政局资产管理所副所长、天津市西青区财政局支付中心副主任、天津市西青区财政局国库科副科长、天津市西青区财政局基建科科长、天津市西青区杨柳青镇镇长助理、天津环城城市基础设施投资有限公司总经理助理、天津环城城市基础设施投资有限公司副总经理、天津市西青区张家窝镇副镇长。

跟踪期内，该公司组织架构有所调整。调整后公司设党支部和董事会，党支部作为董事会、经理办公会决策的前置程序，下设的党群工作部和纪检监察部为职能部门，在党务、人力资源、党纪监察和内控管理方面分别受党支部和董事会领导。此外，公司撤销了监察审计部，并新增资产管理部、应急管理部和物业管理部，经过调整，公司业务运营包括工程部、应急管理部和计划财务部、综合办公室、资产管理部、项目投融资部、物业管理部等7个管理部门，由分管经理直接管辖、总经理统筹，并对董事会负责。

该公司关联交易体现为关联方担保和关联资金往来。2019年末公司关联方担保总金额238.68亿元，其中为合并报表范围外的关联方担保金额为31.50亿元。关联资金往来方面，2019年由于收回天津中北资产管理有限公司款项16.12亿元，年末应收关联方账款余额0.85亿元；同年末应付关联单位天津市天屋建设发展有限公司27.91亿元，较上年末增加11.28亿元。

根据该公司本部以及环城基础设施、环城投资发展、大绿林业、古柳建设、西青建设、御河沿置业等子公司提供的2020年6月24日的《企业信用报告》显示，公司本部和上述子公司近三年均未发生信用违约记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台2020年6月24日信息查询结果，该公司本部近三年不存在重大异常情况。

## 财务

跟踪期内，该公司主业盈利能力依然欠佳，账面盈利对政府补助依赖度仍较高；2019年公司主业资金回笼加快，同时往来资金净流入增加，加之外部融资款项到位，为公司即期债务偿付提供了一定支撑，公司刚性债务规模有所下降但仍较大；公司资产集中于以土地资产和项目开发成本为主的存货、以往来款为主的其他应收款和以公益性资产为主的其他非流动资产，资产变现能力仍较弱。此外，公司为西青区下属企业提供对外担保，存在一定代偿风险。

### 1. 公司财务质量

中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2019年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司2020年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则及其补充规定。2019年公司根据财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号）编制财务报表，并执行财政部于2019年4月发布的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号），公司按照上述规定要求对相关科目进行了追溯调整。

2019年该公司下属子公司天津惠稳物业有限公司（简称“天津惠稳公司”）<sup>3</sup>注销，财务数据整体并入天津汇津盛投资发展有限公司，同年公司新增两家子公司天津聚盈土地整理开发有限公司和天津环城财务管理咨询有限公司。截至2019年末，公司拥有子公司29家。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

2019年末，该公司负债总额346.59亿元，同比下降17.31%，主要系偿还部分到期债务和结算应付账款，同年末资产负债率40.48%，较上年末下降4.4个百分点，财务杠杆水平尚可。随着长期债务陆续步入偿付期，加之与当地政府机构和事业单位的未结算往来款而形成的其他应付款不断增长，公司短期负债规模持续较大，2019年末公司长短期债务比为47.04%，较上年末下降9.87个百分点。2020年3月末，公司负债总额微降0.5%至344.49亿元，资产负债率为40.32%，较上年末降低0.16个百分点。债务偿付方面，2020年3月末公司短期刚性债务规模为56.35亿元，较上年末减少8.86亿元，仍维持较大规模；公司中短期仍将面临一定的债务集中偿付压力，根据公司反馈2020年4-12月，2021年及2022年公司待偿还债务本息分别约为56亿元、23亿元和16亿元。

跟踪期内，该公司负债仍主要集中于刚性债务，2019年末公司刚性债务余额为176.09亿元，同比下降34.84%。公司主要通过银行、信托、融资租赁等金融机构借款以及发行债券进行外部融资，2019年末分别占刚性债务余额的比重为54.39%、11.36%、8.97%和25.07%。2019年末公司银行借款（含一年内到期部分）余额95.79亿元，以中长期借款为主，年利率主要分布于4.75%-7.20%区间；从借款方式看，公司偏重保证及质押借款，其中质押物为建设项目收益权，保证单位主要为公司本部。信托借款（含一年内到期部分）余额20.00亿元，主要来源于天津信托有限公司，年利率区间为5.20%-7.10%。融资租赁借款（含一年内到期部分）余额15.80亿元，年利率主要分布于4.70%-6.05%区间。此外，应付债券（含一年内到期部分）余额44.14亿元，主要系公司发行的2期企业债、1期私募债及1期中期票据。2020年3月末，由于到期债务陆续偿付，公司刚性债务余额较上年末减少4.44亿元至171.65亿元。

除刚性债务外，该公司负债主要集中于其他应付款，2019年末余额为157.95亿元，同比增长15.09%，主要系当年与西青区下属企事业单位及政府单位的未结算往来款增加所致，年末主要包括应付天津市西青区土地整理中心28.36亿元、应付天津市天屋建设发展有限公司27.91亿元、应付天津市西青区财政局12.34亿元、应付天津壹川房地产开发有限公司10.02亿元及应付中北镇财政所5.76亿元。此外，由于公司结算杨柳青镇财政办等政府单位和天津砦天建筑工程有限公司等企业的款项，应付账款同比下降48.60%至1.89亿元；由于子公司天津市古柳建设有限公司收到各街村补偿款1.10亿元，预收款项同比上升93.04%至2.47亿元；由于应交增值税及企业所得税持续增长，应交税费同比增长24.93%至7.74亿元。2020年3月末，因应付工程款项增加，应付账款较上年

<sup>3</sup> 由于天津惠稳公司并未实际运营，2019年末总资产和总负债均为0，净利润为-301.39元。

末增长 15.63% 至 2.18 亿元；因预收杨柳青政府拆迁款项，预收款项较上年末增长 14.95% 至 2.84 亿元；其他负债科目变动不大。

或有负债方面，截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 21.37 亿元，较上年末减少 8.74 亿元，年末担保比率为 4.19%。被担保企业均为西青区国有企业或事业单位，其中 2019 年末对天津南站科技商务区发展有限公司的担保余额为 12.81 亿元，占年末担保余额的比重为 60%，担保事项集中度较高，面临一定的代偿风险。

## (2) 现金流分析

2019 年由于小城镇项目结算款陆续到位，该公司主业资金回笼加快，营业收入现金率较上年上升 56.18 个百分点至 144.56%，加之往来及政府补助资金流入规模上升，公司经营性活动现金流入规模显著扩大，而同年公司项目建设支出及往来资金流出规模与上年基本持平，当年经营活动现金净流入规模为 60.65 亿元，较上年增加 34.98 亿元。公司投资活动现金收支规模仍较小，2019 年净流出 2.07 亿元，主要系天安科技产业园三区及中北科技园二区等建设项目支出。2019 年公司加大了外部融资力度用于偿付到期债务，筹资活动现金流入规模较上年增加 42.26 亿元至 84.15 亿元，但随着公司到期债务本息的持续增长，当年筹资活动净流出规模达到 99 亿元，较上年增加 66.35 亿元。

2020 年第一季度，该公司收到的项目结算款较少，当期营业收入现金率仅 9.05%，但往来资金流入规模仍较大，当期经营活动现金净流入 4.12 亿元；同期投资活动现金净流出 0.73 亿元；由于偿还到期债务本息，筹资活动现金净流出 6.97 亿元。

## (3) 资产质量分析

由于资产无偿划出，2019 年末该公司所有者权益较上年末微降 0.99% 至 509.70 亿元。具体来看，当年公司持有的西青开发区内部分道路等公益资产无偿划转至西青经济开发总公司（简称“西青经开”）<sup>4</sup>，其他资本公积减少 11.17 亿元，同年 3 月 21 日子公司西青建设与天津市宁发集团有限公司（简称“宁发集团”）签订股权转让协议，宁发集团将其持有天津市宁发投资有限公司 1% 股权转让给西青建设，转让金额 420 万元，产生资本公积 2.04 亿元，上述因素综合影响公司资本公积较上年末下降 3.40% 至 259.91 亿元；另外，由于经营积累公司未分配利润同比增长 7.51% 至 49.10 亿元；其他权益科目变动不大。2020 年 3 月末，公司权益资本规模与上年末基本持平，结构与上年末未有显著变化。

2019 年末，该公司资产总额 856.29 亿元，同比下降 8.31%，主要因为公司收回部分往来款，加之大额货币资金用于偿还到期债务所致。公司资产仍主要集中于流动资产，2019 年末流动资产为 732.20 亿元，占年末资产总额的 85.51%。

该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成，2019 年末占流动资产的比重分别为 3.81%、9.04%、84.14% 和 1.92%。其中年末货币资金余额 27.90 亿元，由于偿还大额到期债务，同比下降 59.63%，其中受限货币资金 0.11 亿元，主要系存出保证金。其他应收款余额 66.19 亿元，主要系与西青区下属村镇政府单

<sup>4</sup> 西青经济开发总公司由天津市西青经济开发区管委会全资控股，主要负责西青开发区（又称赛达）内的基础设施建设、公用事业运营等业务。

位的往来款项，同比下降 36.50%，主要系当年部分往来款得以收回，年末主要包括应收中北镇政府款项 10.04 亿元、精武镇小南河村委会款项 7.71 亿元、天津中北旺资产管理公司款项 5.49 亿元、天津盛世惠民农业科技有限公司 3.31 亿元和张家窝镇企业服务中心 3.23 亿元等。存货余额 616.04 亿元，同比下降 0.83%，主要系水岸华庭开发成本结转 0.15 亿元、中北小城镇开发成本结转 15.15 亿元以及西青区体育场开发产品结转 2.81 亿元，年末存货主要包括待开发土地资产 213.40 亿元<sup>5</sup>、建造合同形成的已完工未结算资产 231.91 亿元以及代建项目开发成本 170.12 亿元。其他流动资产余额 14.09 亿元，全部系预缴税费，同比增长 2.46%。此外，预付账款主要是预付的建设工程款，较上年末下降 22.10%至 5.89 亿元，主要系 2019 年建设工程支出增加，抵减部分预付款项所致，其他流动资产科目变动不大。

该公司非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成，2019 年末分别占非流动资产的比重为 22.98%和 71.85%。其中年末固定资产余额 28.52 亿元，主要为房屋及建筑物，同比增长 254.14%，主要系部分在建工程完工以及存货项目转为自用而转入；同年末在建工程因此下降 81.23%至 0.51 亿元。其他非流动资产余额 89.15 亿元，因将 11.71 亿元的道路等公益性无偿划转西青经开，同比下降 11.34%，年末账面主要包括国家储备林项目支出、预付的土地征迁款及补偿款、道路等公益性资产。

2020 年 3 月末，该公司资产总额 856.29 亿元，较上年末微降 0.23%。其中因偿还到期债务及投入项目建设，货币资金较上年末减少 3.58 亿元至 24.32 亿元；因收回往来款项，其他应收款较上年末减少 10.25 亿元至 55.94 亿元；因项目建设持续投入，存货较上年末增长 11.10 亿元至 627.14 亿元；其他科目较上年末变动不大。

#### (4) 流动性/短期因素

该公司流动负债因债务到期而减少，2019 年末流动比率较上年末上升 4.44 个百分点至 310.63%；但公司流动资产集中于以土地资产和项目开发成本为主的存货、以往来款为主的其他应收款和以公益性资产为主的其他非流动资产，资产变现能力欠佳。同年末，公司在持货币资金大幅下降，现金比率及短期刚性债务覆盖率分别为 11.84%和 42.78%，货币资金对即期债务的保障较弱。2020 年 3 月末，由于到期债务得以偿付，公司流动负债及短期刚性债务均较上年末有所下降，期末流动比率较上年末上升 7.70 个百分点至 318.33%，短期刚性债务覆盖率微升 0.37 个百分点，但公司在持货币资金亦有所下降，现金比率下降 1.23 个百分点至 10.61%。

图表 7. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	590.74	306.19	310.63	318.33
现金比率 (%)	76.67	25.87	11.84	10.61
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	493.19	58.45	42.78	43.15

资料来源：天津环城

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产 0.09 亿元，全部为货币资金，规模不大，但公司部分项目收益权被用于质押借款。

<sup>5</sup> 子公司西清建设持有的位于西青区津淄公路东侧、鸭淀湖水库区内的 4 宗土地（住宅用地，共计 235.55 万平方米），尚未有开发计划。

### 3. 公司盈利能力

该公司盈利仍主要来源于营业毛利和政府补助收入。2019年随着营业收入的小幅提升，公司营业毛利较上年增加0.37亿元至2.19亿元。2019年公司管理费用基本与上年持平；公司利息支出大部分资本化处理，同年随着偿还部分中长期借款后利息费用的减少，加之存款利息收入冲减，财务费用反映为-0.19亿元；综合影响下，全年期间费用同比下降28.24%至0.54亿元，期间费用率为1.39%。随着应收款项账龄的增长，公司当年计提的坏账准备有所增加，2019年资产减值发生额为1.72亿元。政府补助收入是公司利润的重要构成，2019年公司收到6.50亿元的经营性补助，较上年增加1.64亿元。当年实现利润总额和净利润分别为6.04亿元和6.09亿元，同比分别增长24.12%和28.14%。从资产回报来看，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为0.68%和1.19%，资产获利能力仍较弱。

2020年第一季度，该公司营业毛利较上年同期减少0.12亿元至0.23亿元；同期管理费用及财务费用均较上年同期有所下降，期间费用较上年同期减少0.99亿元至0.17亿元；当期公司收到政府补助0.10亿元。2020年第一季度，公司实现利润总额和净利润分别为0.17亿元和0.10亿元，同比分别下降87.25%和92.84%。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍为西青区重要的政府性项目投建主体，业务包括续建示范小城镇、工业园的开发建设和开发国家储备林。跟踪期内，公司收入规模有所上升，政府补助仍是公司盈利的重要补充。依托较强的自有资本实力，财务杠杆仍处于合理水平，2020年3月末公司资产负债率为40.32%。

### 2. 外部支持因素

作为天津市西青区重要的投融资运营主体，2019年该公司获得政府补助6.50亿元，为公司盈利提供了较大支撑。此外，公司与部分金融机构保持合作，截至2020年3月末，公司共获得金融机构授信总额215.73亿元，尚未使用额度为10.12亿元。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，天津市西青区受到第三产业拉动，全区固定资产投资增长较快，但工业经济增长动能不足，全区主要经济发展指标继续呈现下滑态势，因地方房地产调控政策影响，土地成交面积和总额均有所下滑。该公司仍为西青区重要的政府性项目投建主体。跟踪期内，公司继续推进示范小城镇和工业园的开发建设及国家储备林项目开发。受区政府结算进度影响，2019年公司政府代建项目收入小幅下滑，但因租赁及土石方工程收入的增加，总收入规模有所上升；未来，公司代建项目及国家储备林项目仍有较大规模支出，加之资金回笼进度较为缓慢，预计中短期内公司将持续面临较大的资金平衡压力。

跟踪期内，该公司主业盈利能力依然欠佳，账面盈利对政府补助依赖度仍较高；2019年公司主业资金回笼加快，同时往来资金净流入增加，加之外部融资款项到位，为公司即期债务偿付提供了一定支撑，公司刚性债务规模有所下降但仍较大；公司资产集中于以土地资产和项目开发成本为主的存货、以往来款为主的其他应收款和以公益性资产为主的其他非流动资产，资产变现能力仍较弱。此外，公司为西青区下属企业提供对外担保，存在一定代偿风险。

同时，我们仍将持续关注：（1）西青区经济发展情况；（2）政策变化对西青区房地产市场及土地市场景气度的影响；（3）该公司项目建设资金保障情况；（4）债务融资环境的变化对公司的影响；（5）国家政策变动对公司项目回购资金到位的影响；（6）对外担保风险。

附录一：

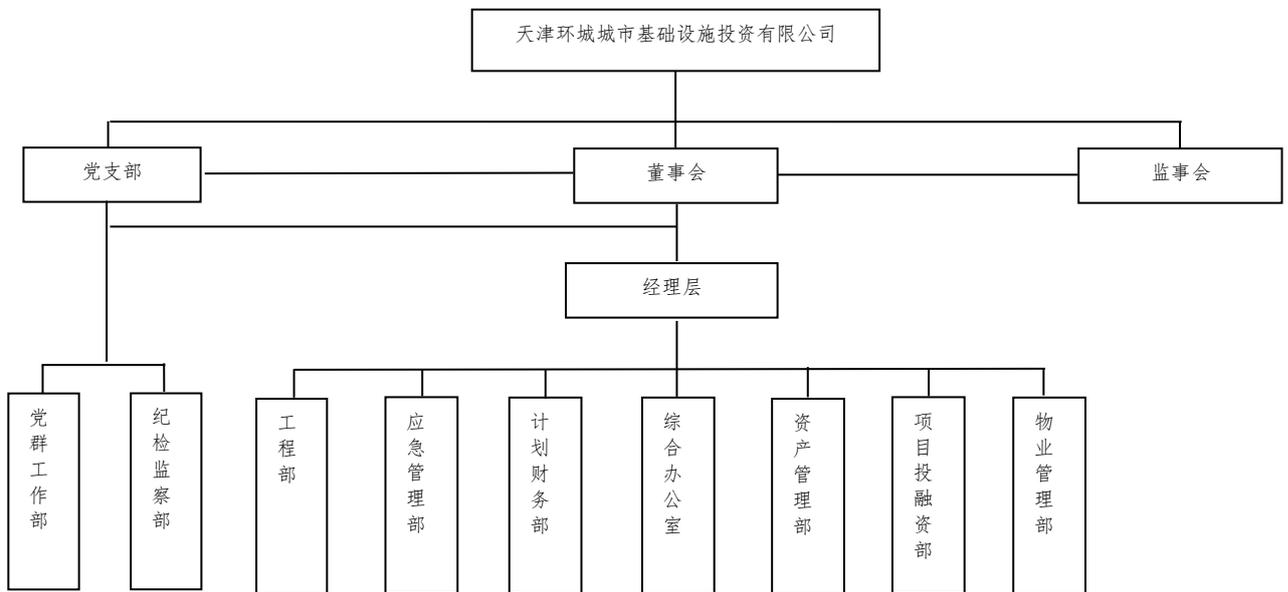
公司与实际控制人关系图



注：根据天津环城提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据天津环城提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

## 附录三：

## 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	746.54	933.91	856.29	854.29
货币资金 [亿元]	81.58	69.10	27.90	24.32
刚性债务[亿元]	246.82	270.23	176.09	171.65
所有者权益 [亿元]	409.86	514.78	509.70	509.80
营业收入[亿元]	40.26	37.68	38.52	7.04
净利润 [亿元]	3.34	4.75	6.09	0.10
EBITDA[亿元]	4.10	5.40	6.81	—
经营性现金净流入量[亿元]	-31.92	25.67	60.65	4.12
投资性现金净流入量[亿元]	-5.92	-3.05	-2.07	-0.73
资产负债率[%]	45.10	44.88	40.48	40.32
长短期债务比[%]	216.41	56.91	47.04	50.31
权益资本与刚性债务比率[%]	166.06	190.49	289.46	297.01
流动比率[%]	590.74	306.19	310.63	318.33
速动比率[%]	157.23	70.81	46.78	42.10
现金比率[%]	76.67	25.87	11.84	10.61
短期刚性债务现金覆盖率[%]	493.19	58.45	42.78	43.15
利息保障倍数[倍]	0.37	0.42	0.39	—
有形净值债务率[%]	82.45	81.53	68.10	67.68
担保比率[%]	28.89	5.85	4.19	—
毛利率[%]	6.00	4.84	5.68	3.23
营业利润率[%]	10.04	12.83	15.92	2.35
总资产报酬率[%]	0.53	0.64	0.68	—
净资产收益率[%]	0.82	1.03	1.19	—
净资产收益率*[%]	0.84	0.94	0.77	—
营业收入现金率[%]	123.77	88.38	144.56	9.05
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-23.25	13.75	24.12	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-14.85	9.93	27.18	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.56	12.11	23.30	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-17.60	8.75	26.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.43	0.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03	—

注：表中数据依据天津环城经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。