

2012 年天津生态城投资开发有限公司公司债券

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[2019]100079】

评级对象: 2012年天津生态城投资开发有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA+	稳定	AA+	2019年5月28日
前次评级:	AA+	稳定	AA+	2018年6月28日
首次评级:	AA+	稳定	AA+	2012年4月25日

主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	11.45	11.22	12.75	7.02
刚性债务	75.30	64.88	57.53	51.28
所有者权益	40.58	49.69	55.61	55.21
经营性现金净流入量	13.56	9.46	17.50	-4.11
发行人合并数据及指标:				
总资产	170.26	168.06	166.55	155.65
总负债	128.54	112.29	110.98	100.42
刚性债务	82.43	70.23	62.61	55.78
所有者权益	41.73	55.77	55.57	55.24
营业收入	27.68	35.39	23.77	2.84
净利润	1.32	9.37	1.33	0.07
经营性现金净流入量	16.72	21.41	13.41	1.99
EBITDA	8.27	17.14	7.85	—
资产负债率[%]	75.49	66.82	66.64	64.51
长短期债务比[%]	154.87	120.71	74.57	92.42
权益资本与刚性债务比率[%]	50.62	79.41	88.75	99.02
流动比率[%]	222.96	208.24	158.04	171.17
现金比率[%]	52.77	67.92	46.17	42.97
利息保障倍数[倍]	1.15	3.39	1.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.73	4.09	1.83	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.22	0.12	—

注: 根据天津生态城经审计的2016-2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
 韩浩 hh@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)对天津生态城投资开发有限公司(简称“天津生态城”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的12生态城债的跟踪评级反映了2018年以来天津生态城在政府支持力度、外部经营环境及土地储备规模等方面保持的优势,同时也反映了公司在资产流动性、投资融资及商业地产去化等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **政府支持力度大。**生态城项目作为我国政府与新加坡政府的合作开发项目,能够获得各级政府的政策和资金支持,为天津生态城持续开发及运营提供较好保障。
- **外部经营环境依然良好。**近年来,经济增速虽有所放缓,但天津市地理位置优越,工业基础良好,天津生态城外部经营环境依然良好。
- **土地储备规模较大。**天津生态城承担生态城内土地开发任务,并系生态城土地招拍挂唯一摘牌企业,土地储备规模较大,土地转让收入除了满足土地整理所需资金外,还能够为公司的基础设施建设及房地产开发等其他业务实施补充资金来源。

主要风险:

- **资产流动性偏弱。**天津生态城账面资产流动水平尚可,但流动资产中以土地开发成本为主要构成的存货规模大且周转速度较慢,实际资产流动性偏弱。
- **投融资压力。**天津生态城用于房地产自主开发的土地储备有限,后续计划通过土地二级市场拿地开发,或将加大公司投融资压力。

- 商业地产存在一定去化压力。天津生态城部分已完工在售的商业地产项目销售进度较慢，存在一定库存去化压力。

➤ 未来展望

通过对天津生态城及其发行的本期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+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2012 年天津生态城投资开发有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2012 年天津生态城投资开发有限公司公司债券（简称“12 生态城债”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据天津生态城提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对天津生态城的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】2359 号文件批准，该公司于 2012 年 8 月公开发行了 12 亿元人民币的公司债券，期限 7 年，采取固定利率定价方式，票面利率 6.76%，每年付息一次。还本方式为自 2015 年至 2019 年每年偿还本金的 20%，即 2.40 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司尚有待偿还债券本金余额 2.40 亿元。

本期债券共募集资金 12 亿元，全部用于中新天津生态城污水库处理项目、中新天津生态城营城河道综合整治项目、中新天津生态城生态工程项目和中新天津生态城管网工程项目。以上项目均经有关部门批准，项目总投资为 80.5 亿元，其中中新天津生态城污水库治理项目使用募集资金 3 亿元，中新天津生态城营城河道综合整治项目使用募集资金 3 亿元，中新天津生态城生态工程项目使用募集资金 4 亿元，中新天津生态城管网工程项目使用募集资金 2 亿元。截至 2019 年 3 月末，本期债券募集资金已完全投入使用，项目建设均正常进行。

截至 2019 年 3 月末，该公司待偿还债券余额合计为 7.40 亿元，其中 17 生态城 MTN001 为永续中票，计入公司所有者权益。

图表 1. 公司已发行债券概况（单位：亿元、年）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	待偿还余额	本息兑付情况
12 生态城债	12.00	7	6.76%	2012 年 8 月	2.40	未到期
17 生态城 MTN001	5.00	3+N	5.78%	2017 年 8 月	5.00	未到期
合计	17.00	-	-	-	7.40	-

资料来源：天津生态城

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（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。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，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) 区域环境

A. 天津市及天津滨海新区经济情况

天津市作为中国四个直辖市之一，是华北地区的经济中心之一，也是环渤海经济带和京津冀一体化中重要的城市交汇点，具有较强的经济实力。

天津市位于华北平原东北部，海河流域下游，东临渤海，北依燕山，西靠北京，是我国四大直辖市之一、首批沿海开放城市和环渤海地区经济中心，同时也是中国先进制造研发基地、北方国际航运核心区和金融创新运营示范区。

受环保政策及经济增速回落影响，近年来天津市人口增速趋缓，2016-2018年末，天津市常住人口分别为1,562.00万人、1,556.87万人和1,559.60万人。

近年来，天津市综合经济实力逐年增强，但受整体经济下行压力影响，增速有所放缓。根据初步核算，2018年全市实现地区生产总值18,809.64亿元，按可比价格计算，较上年增长3.60%。其中：第一产业增加值172.71亿元，增长0.1%；第二产业增加值7,609.81亿元，增长1.0%；第三产业增加值11,027.12亿元，增长5.9%。三次产业结构为0.9:40.5:58.6。

图表 2. 2016-2018 年天津市主要经济指标及增速

	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	17,885.39	9.10	18,549.19	3.64	18,809.64	3.60
人均生产总值 (元)	115,053.00	-	118,943.57	-	121,000.00	-
工业增加值 (亿元)	7238.70	8.30	6863.98	2.30	6962.71	2.60
全社会固定资产投资 (亿元)	14,629.22	12.00	11,274.69	0.50	-	-5.60
社会消费品零售总额 (亿元)	5635.81	7.20	5729.67	1.70	5533.04	1.70
进出口总额	1026.51 (亿美元)	-10.20	7646.85 (亿美元)	12.80	8077.01 (亿美元)	5.60

资料来源：天津生态城

天津市作为京津唐工业基地内的省（区）市之一，工业基础较好，体系门类齐全，主要优势产业包括冶金业、轻纺工业、机械装备业、电子信息业、石油化工业、汽车产业、新材料产业、生物医药产业和航空航天产业等。但受环保政策及产业转型影响，近年来工业增速明显放缓。2018 年天津市实现工业增加值 6962.71 亿元，同比增长 2.6%。其中规模以上工业增长 2.4%。分三大门类看，采矿业增加值下降 1.4%，制造业增长 3.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%。从主要行业看，农副食品加工业增加值增长 19.1%，电气机械和器材制造业增长 18.5%，金融制造业增长 18.3%，专用设备制造业增长 12.6%，医药制造业增长 8.8%，汽车制造业增长 7.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业增长 2.0%。

从地区生产总值的构成（支出法）看，投资和消费是拉动天津市经济增长的主要动力。2018 年天津市全社会固定资产投资同比下降 5.6%，其中一二三产业投资同比下滑 9.1%、6.3%和 5.3%。制造业投资下降 22.0%，但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%，产业结构调整加速。消费方面，随着信息技术的进步和网络覆盖范围的扩大，天津市不断优化消费结构，推进线上和线下商业的融合发展。2018 年，天津市社会消费品零售总额为 5533.04 亿元，同比增长 1.7%。其中全年住宿和餐饮业营业额增长 10.8%，继续保持两位数增长。

天津滨海新区作为我国三大副省级行政区之一，与环渤海经济圈及京津冀经济圈内经济体具有良好的共生性。滨海新区在交通、资源等方面具有明显的优势。由于统计口径发生调整，2016 年以来滨海新区 GDP 规模大幅缩水，增速亦明显下滑。

天津滨海新区（以下简称“滨海新区”）规划面积 2,270 平方公里，相当于 4 个浦东新区面积。滨海新区位于环渤海经济圈的中心，辐射范围涉及 5 省 2 市，包括山东、河北、辽宁、内蒙、山西、北京和天津。同时，滨海新区面向东北亚，是连接亚欧大陆桥最近的东部起点。滨海新区的功能定位是：依托京津冀、服务环渤海、辐射“三北”、面向东北亚，努力建设成为我国北方对外开放的门户、高水平的现代制造业和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心。2018 年，滨海新区 GDP 更改统计口径，由注册统计口径调整为所在地统计口径，并将 2016 年的 GDP 由原来的 10,002.31 亿元调整为 6,654 亿元；2017 年 GDP 为 7,000 亿元，数据为根据调整后口径的预测数据；2018 年 GDP 数据未公布。

交通方面，经过多年的基础设施建设，滨海新区已经形成了陆海空立体式交通体系，拥有发达的铁路、高速公路、机场以及港口设施等，其中，依靠港口和机场设施，滨海新区已经发展成为渤海湾经济圈的重要国际航运和物流基地。近年来滨海新区内外交通建设成效明显，中航油石化码头等海港项目进展顺利，京津城际延伸线、津秦客运专线和于家堡枢纽站、滨海高铁站等铁路项目按期推进，津滨轻轨西段开通运营。

资源方面，滨海新区具有土地和能源优势，区内 1,200 多平方公里盐碱荒地可作为生态和建设用地，同时，滨海新区拥有丰富的油气、地热和湿地等资源，一定程度上保证了区内发展的可持续性。

政策方面，为更好地发挥滨海新区的资源 and 区位优势，国家给予了大力的政策支持。2006 年国家把滨海新区纳入国家总体发展战略，明确将推进滨海新区的开发开放定位为新时期我国区域经济发展的重大战略部署，并批准天津滨海新区为全国综合配套改革实验区。2008 年 3 月国务院又正式批复了《天津滨海新区综合配套改革试验总体方案》，进一步明确和推动了滨海新区的发展。2009 年 10 月，国务院批复同意天津市调整滨海新区行政区划，撤销塘沽、汉沽、大港三个行政区，成立滨海新区政府，标志着滨海新区行政管理体制改革全面启动。同时滨海新区设立了九大功能区，其中生态城则主要发展生态环保产业。2014 年 1 月根据天津市委、市政府批复的《深化滨海新区管理体制改革的总体方案》要求，将原有功能区整合为 7 个，以实现大部制、扁平化的管理目标。2015 年 3 月 24 日，中共中央政治局审议通过广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案。2015 年 4 月，中国(天津)自由贸易试验区(简称“天津自贸区¹”)正式挂牌。天津自贸区将着力打造成为北方国际航运中心和国际物流中心，积极开展建设中国特色自由贸易港区的改革探索。2018 年初，滨海新区的中心商务区并入天津经济技术开发区，临港经济区并入天津港保税区，七大功能区调整为五大功能区，有利于各功能区建协同发展。

B. 天津房地产市场情况

房地产方面，2016 年上半年天津商品住宅市场供需矛盾趋缓，改善型需求稳步释放，库存压力逐步缓解，住宅成交面积和均价快速攀升。随着“津七条”的推出，2016 年下半年以来楼市成交量骤减，但成交均价仍维持高位。

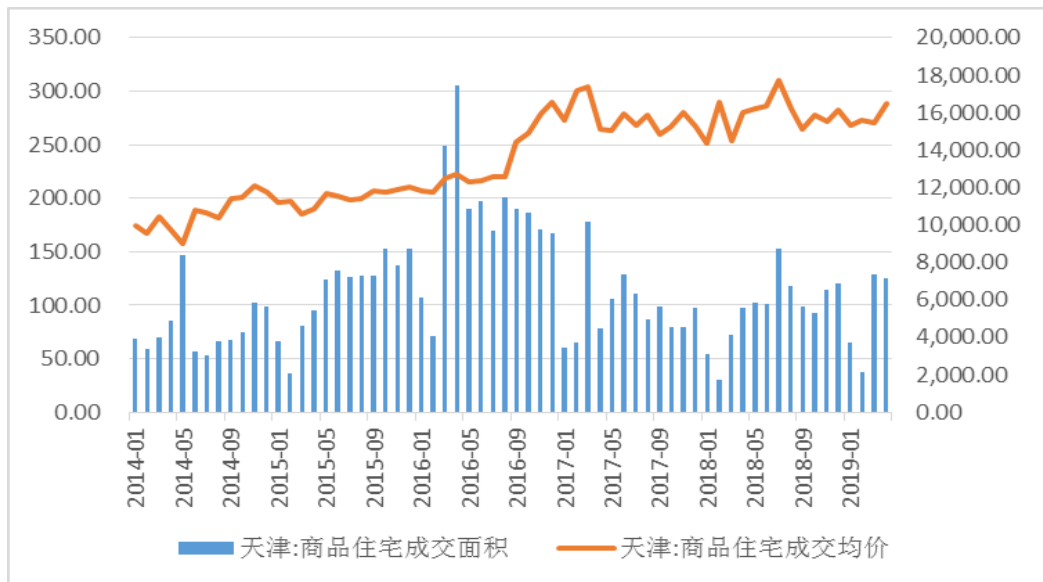
自 2009 年起，国务院加大了房地产市场的调控力度，陆续出台“新国四条”、“新国八条”和“新国五条”等一系列政策，受政策调控力度加大以及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，国内房地产需求增速放缓，市场进入调整阶段。自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。2014 年下半年及 2015 年，央行数次下调贷款基准利率，也对楼市形成了有效支撑。2016 年我国商品房新房成交量快速增长，全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.46%；其中住宅销售面积为 13.75 亿平方米，同比增长 22.36%。2016 年下半年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2017 年以来我国商品房成交量增长速度较上年趋缓，2017 年和 2018 年商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，分别较上年增长

¹中国（天津）自由贸易园区，是中国政府设立在天津市滨海新区的区域性自由贸易园区，属中国自由贸易区范畴。

7.70%和 1.3%；其中住宅销售面积 14.48 亿平方米和 14.79 亿平方米，分别较上年增长 5.30%和 2.20%。

2014 年 10 月，天津市建委、国土资源局、公积金管理中心等六部门联合下发文件，简称“津十六条”，天津市开始放松房地产限购政策。受此影响，2015-2016 年天津市房地产市场商品住宅成交面积及成交均价连创新高。2016 年天津市商品房销售面积 2,711.08 万平方米，同比增长 53.10%，其中商品住宅成交 2207.13 万平方米，较上年增长 62.51%；商品房销售额为 3,478.22 亿元，同比增长 94.30%。为控制房价过快增长，天津市于 2016 年 9 月 30 日推出“津七条”，施行区域性住房限购和差别化住房信贷政策，楼市政策的加码使得投资投机型置业得到抑制，天津房地产市场成交量骤降，但成交均价仍维持在高位。2017 年和 2018 年天津市商品住宅成交面积分别为 1,168.25 万平方米和 1,155.55 万平方米。价格方面，天津市商品住宅成交均价由 2014 年 10 月份的 11,510 元/平方米上涨到 2016 年末的 16,548 元/平方米，涨幅达 43.77%；2017-2018 年商品住宅成交价格有所波动，但总体仍维持在高位，2018 年全年销售均价为 15,893.42 元/平方米。

图表 3. 2014 年以来天津市商品住宅月度销售情况（左轴：万平方米，右轴：元/平方米）



资料来源：Wind 资讯

土地供应方面，2017 年以来受房地产成交面积下滑影响，土地成交面积和成交金额均显著下滑。土地成交价格方面，工业用地变化不大；商办用地呈上升趋势，其中 2018 年成交均价为 3667.58 元/平方米，较上年增长 55.42%；住宅土地成交均价呈大幅波动趋势，其中 2018 年成交均价 7124.03 元/平方米，较上年下滑 51.45%。

图表 4. 2016 年以来滨海新区土地成交情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积 (万平方米)	1,069.49	739.78	583.15
其中：工业用地出让面积 (万平方米)	838.07	423.65	339.39
商办用地出让面积 (万平方米)	20.84	28.78	19.99
住宅用地出让面积 (万平方米)	144.28	149.42	182.21
土地出让金 (亿元)	235.34	257.88	158.42

指标	2016年	2017年	2018年
其中：工业用地出让金（亿元）	49.83	22.32	18.57
商办用地出让金（亿元）	4.51	6.79	7.33
住宅用地出让金（亿元）	175.93	219.24	129.81
土地出让均价（元/平方米）	2,200.46	3,485.94	2,716.65
其中：工业用地出让均价（元/平方米）	594.57	526.93	547.16
商办用地出让均价（元/平方米）	2,163.13	2,359.77	3,667.58
住宅用地出让均价（元/平方米）	12,194.21	14,672.47	7,124.03

资料来源：中指数据库

综合来看，2016年天津商品住宅市场供需矛盾趋缓，改善型需求稳步释放，库存压力逐步缓解。价格方面，受拿地成本上涨及房地产市场升温影响，住宅成交价格逐月攀升。随着9.30“津七条”的推出，天津房地产市场有所降温，投资投机型置业得到抑制。受楼市调控政策的影响，购房者观望情绪浓厚，2017-2018年天津市房地产市场成交量明显回落，但成交价格则趋稳。

C.生态城经济与建设情况

生态城是我国政府与新加坡政府的合作项目，在发展过程中得到了各级政府的大力支持，近年来建设及运营状况良好。

生态城项目是我国政府与新加坡政府继苏州工业园之后第二个政府间合作项目，地址位于滨海新区，距天津市中心45公里，东临中央大道，西至蓟运河，南接彩虹桥，北至津汉快速路，规划面积30平方公里，净地面积约为全部面积的53%²。净地将用于建设居住、商贸、商业园区、科技园、信息技术园和研发中心等，其中规划居住用地约占40%，产业用地约占10%，商业用地约占3%，预计需10~15年时间可建成。2008年9月，生态城正式开工建设。两国政府确定，要共同努力建设一个“资源节约、环境友好、经济蓬勃、社会和谐”的生态城市，努力实现人与人和谐共存、人与经济活动和谐共存、人与环境和谐共存，并且生态城模式能实行、能复制、能推广。

在建设和运营方面，生态城采用完全市场化的运作方式，中新生态城管委会（简称“生态城管委会”）及各级政府不持有该公司股权，提升了运营和管理的独立性以及财务方面的透明度。生态城建设依据“不取不予，自我平衡”的原则，保证了建设和运营的可持续性。

生态城将突出生态优先的理念，坚持生态保护与生态修复相结合，形成水库—河流—湿地—绿地构成的复合生态系统；同时，生态城将建设轨道交通、清洁能源公交等绿色出行公共交通设施，并且充分利用地热能、太阳能、风能等可再生能源以及建设污水处理、中水回用、雨水收集、海水淡化系统，建设城市直饮水工程与垃圾无害化处理系统。

生态城总体规划分为南部、中部、北部与东部片区四个综合片区。南部片区面积约8平方公里（其中生态城起步区位于生态城南片区），2016年生态城南片区建设基本已完成，并启动中部片区的建设，目前已完成中新友好图书馆和信息产业园主体建设。

²剩余47%包括水沟、湖泊、道路和绿化等。

生态城作为我国政府与新加坡政府的合作项目，在发展过程中获得了各级政府的政策和资金支持。外汇方面，2009年12月国家外汇管理局《关于天津市中新生态城外商投资企业外汇资本金结汇管理改革试点的批复》（汇复[2009]252号）批复同意在中新天津生态城开展外商投资企业外汇资本金结汇管理改革试点，在中新天津生态城区域的外商投资企业可以根据生产经营情况在外汇指定银行将资本金直接结汇。税收方面，2011-2015年，依据《财政部关于下达中新天津生态城财力补助的通知》（财预[2010]482号文），中央财政每年给予天津市财力补助5亿元，用于中新天津生态城的运转和环境优化。2016-2020年，依据《财政部关于下达天津市中新生态城补助资金的通知》（财预[2015]167号文），中央财政每年分别补助天津市5亿元、4亿元、3亿元、2亿元、1亿元，用于中新生态城运转与环境优化建设。土地出让金方面，生态城管委会将生态城规划范围内实现的土地出让政府收益全部返还公司。

在各级政府的大力支持下，近年来生态城建设及运营状况良好。根据天津生态城提供的资料显示，截至2018年末，生态城内累计完成绿化487万平方米，建成能源管网344公里，建成给水、燃气场站4座、热电厂1座、综合能源站1座、加气站1座，地热井一对；累计建成桥梁4座，雨水泵站3座，雨污合建泵站1座，污水泵站1座。招商引资方面，同期末累计注册企业7700余家，就业人口超过10万人。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司房地产开发业务结转收入大幅下滑，使得公司营业收入及营业毛利均显著下滑。公司土地开发整理前期投入已基本结束，随着部分项目改由政府直投，基础设施建设支出压力明显下降，后续投融资压力将主要来自公司拍地建设规划。

根据津政令[2008]第13号文，天津市人民政府明确了该公司在中新生态城的两大主体地位。一是生态城土地整理储备的主体，负责对生态城内的土地进行收购、整理和储备；二是生态城基础设施和公共设施的投资、建设、运营和维护主体，按照生态城管委会计划要求负责相关设施的建设、运营和维护，并享有相应的投资权、经营权和收益权。2018年公司实现营业收入23.77亿元，较上年下降32.83%，其中房地产开发经营收入5.60亿元，较上年末下降73.49%；土地开发储备收入较上年末增长91.28%至6.58亿元；基础设施开发收入较上年增长9.56%至11.46亿元。2019年度第一季度，公司营业收入2.84亿元，较上年同期增长30.28%，主要来自基础设施建设和房地产开发业务。

图表 5. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	27.68	100.00	35.39	100.00	23.77	100.00	2.84	100.00
土地开发储备	7.25	26.19	3.44	9.72	6.58	27.68	-	-
基础设施及公共设施建设	7.55	27.28	10.46	29.56	11.46	48.21	1.91	67.25
房地产开发经营	12.73	45.99	21.12	59.68	5.60	23.56	0.80	28.17
其他业务	0.15	0.54	0.37	1.05	0.13	0.55	0.13	4.58
营业毛利	6.03	100.00	9.85	100.00	2.98	100.00	0.53	17.79
土地开发储备	2.23	36.98	1.75	17.78	1.28	42.95	0.01	0.34
基础设施及公共设施建设	0.87	14.43	0.47	4.78	0.33	11.07	0.07	2.35
房地产开发经营	2.80	46.43	7.28	73.98	1.27	42.62	0.34	11.41

其他业务	0.13	2.16	0.34	3.46	0.10	3.36	0.11	3.69
综合毛利率		21.78		27.83		12.54		18.66
土地开发储备		30.76		50.89		19.45		-
基础设施及公共设施建设		11.52		4.52		2.88		3.66
房地产开发经营		22.00		34.49		22.68		42.50

资料来源：天津生态城

(1) 土地开发储备业务

依据生态城管委会津生发[2008]12 号文《关于确定天津生态城投资开发有限公司为生态城土地整理储备单位的通知》，该公司为生态城范围内所有土地的唯一整理储备单位，负责对生态城内的土地进行收购、整理、储备和转让。公司运作模式为：先利用自有资金及外部融资对生态城区域内的土地进行一级开发；然后通过土地交易中心履行“招、拍、挂”程序，获得相应土地使用权；最后按照中新双方《合资合同》约定转让给中新天津生态城投资开发有限公司（简称“中新生态城公司”）。“招、拍、挂”完成后，生态城管委会将中新生态城规划范围内实现的土地出让政府收益全部返还该公司。

根据生态城的发展规划，生态城内的土地整理总投资为 96.10 亿元，其中土地征用拆迁费 88.00 亿元，填土及土地平整费 8.10 亿元。截至 2019 年 3 月末，该公司累计已投资 92.5 亿元，累计完成土地整理 1,284.40 公顷，基本完成土地一级开发工作。

该公司储备土地除 30 公顷自留净地外均须转让给合营企业中新生态城公司，转让价分为两种：起步区³内土地均价为 60.0 万元/亩，起步区外土地均价为 63.5 万元/亩。公司转让中新生态城公司土地时，后者应一次性支付全部土地款项，但相关收入的确认分为两期：完成土地交割时确认收入的 50%；中新生态城公司转让相应土地或在建房交房后，确认剩余 50% 收入。截至 2019 年 3 月末，公司累计转让土地面积 880.2 公顷，自用土地面积 21.20 公顷，在账土地储备 347.1 公顷，账面价值 31.4 亿元。其中已完成招拍挂尚未转让给合资公司土地面积 249.1 公顷，对应土地账面价值 23.4 亿元；未完成招拍挂土地 97.9 公顷，对应账面价值 8.00 亿元。

该公司土地开发收入受中新生态城公司拿地节奏放缓影响波动较大，2016-2018 年确认收入分别为 7.25 亿元、3.44 亿元和 6.58 亿元。同时，由于出让的土地在生态城内的位置和用途不同，盈利水平也呈波动趋势，同期毛利率分别为 30.76%、50.89% 和 19.45%。2019 年第一季度，公司未向合资公司转让土地，合资公司亦未向其他第三方出让土地，因此当期无土地开发储备收入。

(2) 基础设施及公共设施建设业务

作为生态城基础设施和公共设施的投资、建设、运营、维护主体，该公司根据《中新天津生态城管理规定》，按照生态城管委会要求负责相关设施的建设、运营和维护，并享有相应的投资权、经营权和收益权。对于环境治理、市政绿化及景观项目，公司多通过生态城管委会回购及收取绿化工程费实现投资回报；对于能源基础设施建设项目，公司多通过运营实现投资回报。

³ 生态城总体规划分为南部、中部、北部和东部四个综合片区，其中南部片区面积约为 8 平方公里，为起步区。

就环境治理、市政绿化及景观等工程项目，生态城管委会与该公司约定，由公司负责垫资建设，待工程完工后，管委会按照第三方出具的竣工决算审计报告与公司确定回购项目及相应的回购金额，并签订回购协议。回购价款包括项目合同结算款、经财政局审核的财务费用、平均 2% 的代建管理费及适当比例（不超过 1%）的代建管理奖励费以及以上合计 6.78% 的税费（增值税及附加）。2017 年公司与生态城管委签订了合同金额为 1.81 亿元的回购协议，资金一般在回购协议签署后 1-2 个月内回笼，近年来资金回笼较及时。

受财政部 2017 年 7 月发布的 87 号文关于政府采购货物和服务招标投标管理办法的规定，该公司部分公共设施代建项目改为由生态城管委会财政直投，即不再由公司垫资，公司只承担项目管理工作，一定程度上减轻了公司的资金压力。截至 2019 年 3 月末，公司在建待回购的基础设施及公共设施在建工程总投资额为 5.21 亿元，已完成投资 3.53 亿元，2019 年预计增加投资额 1.68 亿元。

图表 6. 公司重要在建待回购项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	建设期间	预计回购期间	总投资规模	已投资规模	2019 年拟投资额	立项
1	文化主题公园景观工程	2010.12-2013.05	2019 年	1.72	1.28	0.44	津生建批【2009】70 号
2	清静湖湖岸景观工程	2012.11-2016.02	2019 年	1.33	1.12	0.21	津生建批【2011】66 号
3	中新天津生态城第一社区中心、23#地块社区公园及周边区域景观工程	2015.12-2016.12	2019 年	0.22	0.17	0.05	津生建批【2015】189 号
4	中新天津生态城起步区商业活力带景观工程	2015.12-2016.12	2019 年	0.28	0.12	0.16	津生建批【2015】186 号
5	中新天津生态城华二路、华三路、华四路、中泰大道、新二街和新一街道路绿化工程	2014.10-2016.06	2019 年	1.30	0.83	0.47	津生建批【2015】24 号
6	信息产业园景观工程	2018.04-2020.12	2019 年	0.36	0.01	0.35	津生经发【2013】42 号
	合计	-	-	5.21	3.53	1.68	-

数据来源：天津生态城

就能源基础设施项目，该公司负责生态城区域的供水、燃气、供热管网建设，资金自筹，并向区域内个人及企业用户提供能源相关服务。针对小区红线范围内的水气热管网，公司在管委会的授权下直接向开发商收取相关费用；针对小区红线外的水气管网，生态城管委会通过市政公用设施大配套费返还形式向公司支付费用。针对居民供水、供气、供热服务，下属子公司在管委会授权下向居民直接收取使用费。

目前，该公司在建自营项目四个，其中南部片区垃圾气力收集项目部分于 2012 年投入使用，年均可获得生态城管委会补贴 1000 万元。2017 年公司新增北疆电厂热源引入工程项目，项目总投资额 4.19 亿元，2018 年末已投资 2.42 亿元，并于 2018 年 11 月投入使用，在功能上缓解了生态城供热不足的问题；生态城管网工程项目和污水处理厂项目尚在建设中，预计 2019-2020 年投入使用。管网工程计划投资 18.00 亿元，已投入资金 15.14 亿元，通过向开发商和居民一次性收取费用，已累计回款 17.81 亿元。截至 2018 年末，公司在建自营的基础设施及公共设施在建工程总投资额为 26.49 亿元，已完成投资 20.37 亿元，累计已实现回款 19.99 亿元，后续投资压力不大。

图表 7. 公司自营在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资额	已投资额	投入使用时间	累计实现回款	立项	土地	环评
1	中新天津生态城管网工程项目	18.00	15.14	2012 年	17.81	津发改许可[2009]51 号	2009 建预申字 24 号	津生环批（2009）003 号
2	生态城污水处理厂工艺提升及再生水项目	2.80	1.47	2016 年	0.76	津生行政许可[2011]11 号	2012 生态地规证 0028	津生环批（2011）001 号
3	南部片区垃圾气力收集项目	1.50	1.34	2014 年	1.26	津生批[2009]2 号	2009 生态地规证 0015	津生环批（2009）005 号
4	中新天津生态城北疆电厂热源引入工程	4.19	2.42	2018 年	0.16	津生投发[2018]11 号	不涉及	津滨审批环准[2018]340 号和津生环表批[2018]8 号
合计	-	26.49	20.37	-	19.99	-	-	-

数据来源：天津生态城（截至 2018 年末）

（3）房地产开发经营业务

该公司房地产开发经营业务由其下属天津生态城建设投资有限公司（简称“建投公司”）和天津生态城公屋建设有限公司（简称“公屋建设公司”）共同负责。目前公司房地产业务收入主要来源于住宅及商业地产的出租、出售收入。

2018 年该公司房地产开发业务结转收入为 5.60 亿元，同比下降 73.48%。结转项目主要为宜禾美墅、创意大厦、红橡公园二期（11b）和 6 号第一期项目。截至 2018 年末，公司在售房地产项目共有 13 个，可售总面积为 49.85 万平方米，累计销售面积 33.62 万平方米；总投资额 39.52 亿，累计销售收入 45.41 亿元。目前公司去化率较低的项目主要为创智大厦、创意大厦、创研大厦、创展大厦四个商业地产项目和公屋 2A 项目，其中公屋 2A 项目去化率较低主要系公屋认购人群⁴要求较高，符合条件的申请人数不足所致。公司已就相关情况向生态城管委会公屋署反馈，预计 2019 年或可放宽购房者购房条件。总体来看，公司后期商业地产项目去库存压力仍然较大。

图表 8. 截至 2019 年 3 月末公司主要在售（含未完工）房地产项目（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目名称	项目类别	总投资额	可售面积	累计销售面积	去化率	累计销售收入	单价	状态
和畅园 1B	住宅	2.43	4.52	4.33	95.80%	3.18	0.73	在售
红橡公园三期（9b）	住宅	8.7	10.18	8.97	88.11%	15.21	1.7	在售
香堤苑	住宅	2.99	1.57	1.55	98.73%	3.44	2.22	在售
6 号地一期	住宅	3.38	2.63	2.6	98.86%	5.24	2.02	在售
创智大厦	商业	2.25	4.52	1.77	39.16%	1.71	0.97	销售/租赁
创展大厦	商业	2.06	2.49	0.99	39.76%	0.79	0.8	销售/租赁
创研大厦	商业	2.43	2.79	0.2	7.17%	0.17	0.85	在售
天和新乐汇	商业	3.84	3.36	2.17	64.58%	2.4	1.11	在售
创意大厦	商业	4.5	7.28	4.74	65.11%	5.98	1.26	在售
宜禾 SOHO	商业	0.96	1.26	1.16	92.06%	1.09	0.94	在售
宜禾汇	商业	0.68	1.3	1.25	96.15%	2.71	2.17	在售

⁴ 申请人购房条件需满足：一、已婚；二、有本市户口且在生态城内就业一年以上（夫妻双方都在生态城内就业三年以上的可以没有本市户口）；三、本人及家庭成员在生态城内无他处住房；四、家庭年收入不高于 18 万元。

项目名称	项目类别	总投资额	可售面积	累计销售面积	去化率	累计销售收入	单价	状态
公屋 1A 项目	住宅	1.8	3.36	2.54	75.60%	1.83	0.72	在售
公屋 2A 项目	住宅	3.5	4.59	1.35	29.41%	1.66	1.23	在售
合计	-	39.52	49.85	33.62	67.44	45.41	-	-

资料来源：天津生态城

截至 2019 年 3 月末，该公司在建但尚未销售的房地产项目仅有 6 号地二期，总建筑面积 4.50 万平方米，计划总投资额 3.60 亿元，已完成投资 3.08 亿元，投资缺口较小。同期末，公司在手储备土地仅有此块 27 号地项目，该项目位于生态城中部片区，土地性质为住宅用地，为购买所得，成交地价 3.31 亿元，土地面积 12.40 万平方米。

图表 9. 公司在建但尚未销售的房地产项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	项目性质	状态	总投资规模	已投资规模	开工时间	计划竣工时间	总建筑面积	总可售面积	未来尚可回笼资金
6 号地二期	住宅	在建	3.60	3.08	2016 年 9 月	2019 年 9 月	4.50	3.04	7.15

资料来源：天津生态城（截至 2019 年 3 月末）

管理

跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，法人治理结构及管理水平没有重大变化。

跟踪期内，该公司六家股东未发生变化，由于公司股权相对分散，公司无控股股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。同期，公司在法人治理结构、内部管理水平等方面无显著变化。

在土地开发主业的开展过程中，该公司土地转让对象主要为合营企业中新生态城公司（公司持股 50%），因此关联方交易规模大，占营业收入及往来资金比重较高。公司与中新生态城公司的关联方交易是由双方签署协议约定的土地流转模式确定，中新生态城公司能否按时偿付土地款将直接影响公司现金流状况。2018 年，公司向关联方销售商品、提供劳务实现的收入 9.93 亿元，较上年增长 534.22%，占当年公司营业收入的 4.42%。此外，公司每年与中新生态城公司产生一定的资金往来，2018 年末应收关联方款项 0.55 亿元，金额较小。

图表 10. 2016~2018 年公司主要的关联交易情况（单位：万元）

交易类型	交易内容	金额		
		2016 年	2017 年	2018 年
购买商品、接受劳务				
中新天津生态城	土地使用权	-	-	-
销售商品、提供劳务				
中新天津生态城	土地使用权	91821.26	13874.88	99172.92
中新天津生态城	光纤服务费	6.48	6.23	6.23
中新天津生态城	综合服务费	1209.07	1774.88	
中新天津生态城	房租收入	-		
吉宝新能源	运营收入	88.22		114.85
吉宝新能源	燃气工程	-		

资料来源：天津生态城

根据该公司提供的《企业信用报告》(2019年4月28日),公司近三年无欠贷欠息信息。公司在公开市场发行的债券还本付息正常。且公司未被列入全国法院失信被执行人名单。

财务

随着生态城开发建设的推进,该公司资金投入大幅增加,资产负债率总体偏高,且负债中刚性债务占比较高,偿债压力较大,但跟踪期内公司继续压缩负债规模,刚性债务规模已有所下降。公司经营环节现金流继续保持净流入。公司账面资产流动性尚可,但考虑到流动资产中存货占比较高,公司实际资产流动性偏弱。

1. 公司财务质量

中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的2018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。公司执行企业会计准则(2006版)、企业会计制度及其补充规定。根据财政部2016年颁布的《增值税会计处理规定》(财会【2016】22号)、2017年颁布的《关于印发修订<企业会计准则第16号——政府补助>的通知》(财会【2017】15号)相关规定,公司进行了相关会计政策变更。

2018年,该公司合并范围内子公司共11家,较上年无变化。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

随着土地整理业务逐渐进入后期、垫资基础设施建设业务的减少、以及前期项目的逐渐回款,该公司逐渐压缩负债规模。2016-2018年末,公司负债总额分别为128.54亿元、112.29亿元和110.98亿元。同期末,公司资产负债率分别为75.49%、66.82%和66.64%,下降趋势明显,但仍维持在较高水平。从期限结构上看,公司负债以非流动负债为主,但随着长期刚性债务的逐步到期以及预售房款的增加,2018年末公司流动负债占比明显提高,2016-2018年末,公司长短期债务比分别为154.87%、120.71%和74.57%。

该公司流动负债应付账款、预收账款、其他应付款和短期刚性债务构成,2018年末分别为14.95亿元、17.59亿元、4.48亿元和23.66亿元,在总负债中占比分别为13.47%、15.85%、4.04%和21.31%。其中,应付账款主要为开工项目和在建项目中应付承包商工程款,较上年末增长3.79%。预收款项主要为9B地产和香缇郡项目的预售款,较上年末增长89.74%,增加主要系9B项目开盘预售所致。其他应付款主要系与生态城管理委员会的往来款,较上年末减少28.11%。短期刚性债务较上年末增长30.08%,主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成,同期末分别为7.89亿元和15.52亿元。其中短期借款中保证借款0.89亿元,信用借款7.00亿元;一年内到期的非流动负债中一年内到期的长期借款9.13亿元,一年内到期的应付债券6.39亿元,利息区间为3.50%-6.76%。

该公司非流动负债主要由中长期刚性债务和递延收益构成，随着应付债券转至一年期，2018年末，公司中长期刚性债务全部由长期借款构成，余额为38.95亿元。其中，信用借款36.33亿元，占比93.25%，抵押借款1.54亿元，抵押物为动漫大厦，保证借款1.09亿元。同期末，公司递延收益7.90亿元，较上年持平，主要由政府补助和配套费用构成，分别为4.03亿元和3.87亿元。

截至2019年3月末，该公司负债总额较上年末进一步下降9.52%至100.42亿元，资产负债率较上年末下降2.13个百分点至64.51%。从构成上看，刚性债务较上年末下降10.91%至55.78亿元；应付账款较上年末下降12.61%至13.07亿元；其他应付款较上年末下降11.39%至3.97亿元；专项应付款较上年末增长139.47%至1.87亿元，专项应付款主要为收到的中新天津生态城代建项目款。

该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2018年末较上年下降10.85%至62.61亿元，在负债总额中占比56.41%。其中短期刚性债务23.66亿元，较上年末增长30.08%，占刚性债务的37.78%。2019年3月末，公司刚性债务余额55.78亿元，在负债中占比55.55%。其中短期刚性债务较上年末下降29.47%至16.69亿元，在刚性债务中占比29.91%。

或有负债方面，截至2018年末，该公司没有对合并范围外企业提供担保，亦不存在重大诉讼事项。

(2) 现金流分析

该公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自房地产项目销售回款、土地出让回款及代建项目回购款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要用于支付房地产项目建设支出、土地开发整理成本及代建项目建设支出。公司房地产开发项目较少，营业收入及营业收入现金率受单个项目开发进度影响波动较大。2016-2018年公司营业收入现金率分别为136.20%、83.91%和152.27%。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金净额分别为18.92亿元、17.58亿元和20.65亿元，呈持续净流入状态。公司与关联企业、生态城管委会财政局的正常经营性往来款规模较大，同期收到其他与经营活动相关的现金和付其他与经营活动相关的现金净额分别为2.21亿元、7.28亿元和-1.90亿元。同期，公司经营环节现金流净额分别为16.72亿元、21.41亿元和13.41亿元。总体看公司经营净现金流受开发成本支出及资金回笼不匹配影响波动较大，未来随着建设项目逐步竣工移交、获得各项配套费用和运营费用增加及经营性房产销售资金回笼，公司经营环节现金流稳定性或将有所改善。

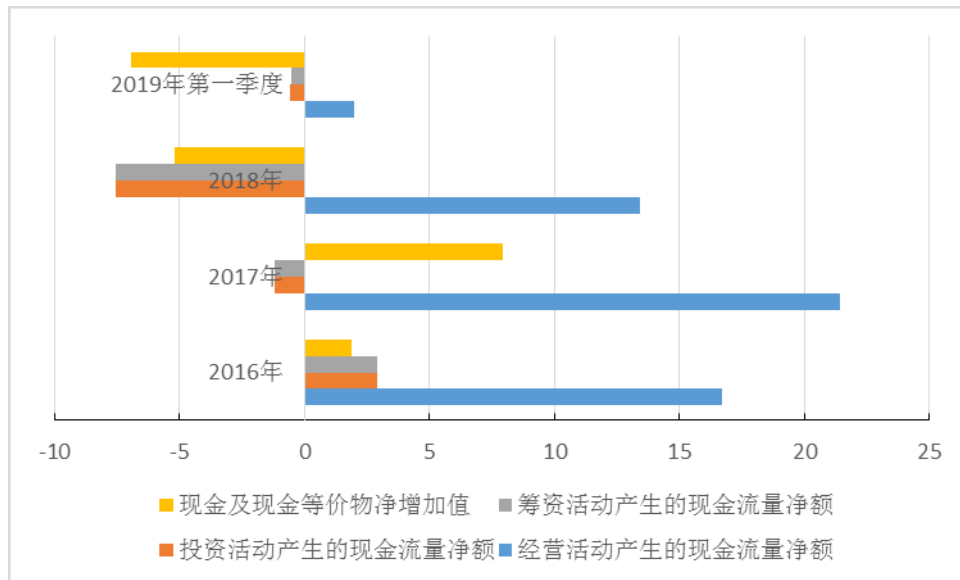
天津生态城项目尚处在建设期，自有运营项目投资规模较大，且公司每年拆借部分资金给股东，导致公司投资环节现金流净额波动较大且多数年份表现为净流出。2016-2018年，公司投资活动产生的现金流净额分别为2.92亿元、-1.17亿元和-7.57亿元。其中2017年净流出主要系自营项目投资支出所致；2018年大幅净流出主要系向关联方拆借资金导致的投资支付的现金大幅增加所致。未来随着投资项目增加，公司投资性现金流或将继续保持净流出状态。

近年来该公司经营性环节保持现金流入，能在一定程度上覆盖公司日常经营及投资所需，因此公司连续压缩债务规模。2016-2018年，公司筹资环节现金净流出额分别为

17.75 亿元、12.30 亿元和 11.05 亿元，其中债务类融资净流出分别为 12.98 亿元、7.88 亿元和 7.13 亿元。但考虑到公司自有运营项目及房地产开发业务后续仍有较大资金缺口，需要依靠外部融资，预计未来几年公司投资环节现金流净流出规模将有所缩小。

2019 年第一季度，该公司营业收入现金率较上年增长 83 个百分点至 235.27%，主要系 9B 项目预售款增加所致。同期经营环节现金净流入 1.99 亿元；投资环节净流出-0.55 亿元，主要系构建固定资产流出；筹资环节继续压缩债务规模，现金净流出 8.37 亿元。

图表 11. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：天津生态城

2016~2018 年该公司 EBITDA 分别为 8.27 亿元、17.14 亿元和 7.85 亿元。公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2018 年占比分别为 22.75%、39.19% 和 34.94%。公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的覆盖程度较好，2018 年覆盖程度下降，主要系房地产结转较少，利润总额同比下降所致。

图表 12. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.73	4.09	1.83
EBITDA/刚性债务(倍)	0.09	0.22	0.12
经营性现金流净额(亿元)	16.72	21.41	13.41
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	31.75	42.27	23.44
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	12.53	17.78	12.01

资料来源：天津生态城

(3) 资产质量分析

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 41.73 亿元、55.77 亿元、55.57 亿元和 55.24 亿元。2018 年末所有者权益中实收资本为 30.00 亿元，占比 53.99%，随着经营积累，公司未分配利润持续积累，2018 年末为 13.80 亿元，在所有者权益中占比 24.83%，较 2016 年末提高 10.31 个百分点。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末, 该公司资产总额分别为 170.26 亿元、168.06 亿元、166.55 亿元和 155.65 亿元。公司资产以流动资产为主, 同期末流动资产占资产总额的比分别为 66.04%、63.04%、60.32%和 57.39%。

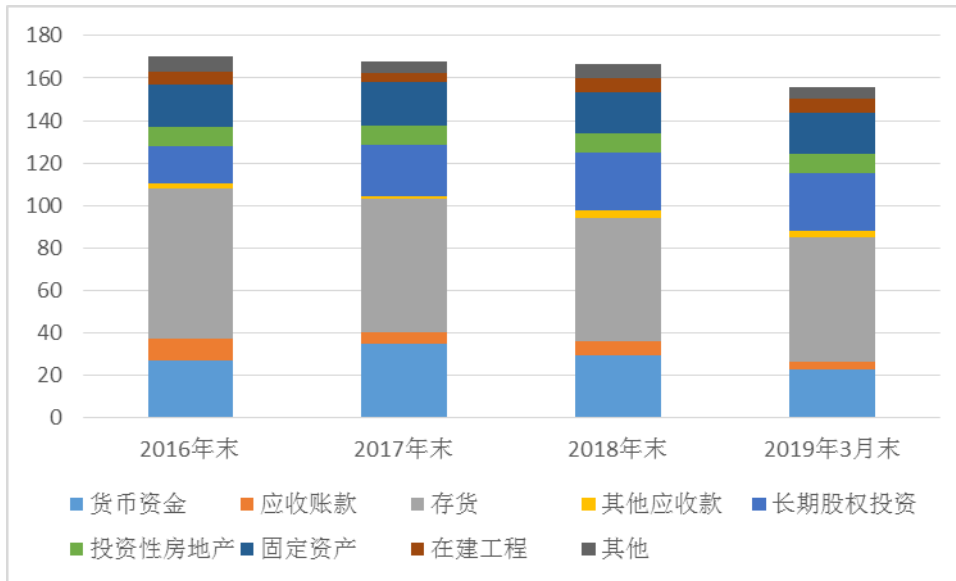
该公司流动资产主要由存货、应收账款、其他应收款和货币资金构成, 2018 年末分别为 58.01 亿元、6.79 亿元、3.57 亿元和 29.35 亿元, 分别占当年末总资产的 57.74%、6.76%、3.56%和 29.21%。其中存货主要是土地征收及整理成本、房地产开发成本构成, 2018 年末较上年末下降 8.17%。应收账款主要为应收中新天津生态城管理委员会回购款和天津生态城国有资产经营管理有限公司等售房款构成, 2018 年末较上年末增长 22.84%, 主要系售房款增加所致; 从账龄看, 一年以内部分占比为 96.25%, 预计坏账损失风险较小。其他应收款主要为应收关联方信托贷款和中新天津生态城管委会项目建设运营款及代垫水电费等构成, 2018 年末同比增长 259.56%, 主要系发放一笔 3.00 亿元信托贷款给天津天房建设工程有限公司⁵所致。2018 年末公司货币资金 29.35 亿元, 较上年末下降 15.08%, 无受限资产。

该公司非流动资产主要以长期股权投资、固定资产、在建工程和投资性房地产为主, 2018 年末分别为 27.24 亿元、19.60 亿元、6.57 亿元和 8.91 亿元, 在总资产总占比分别为 27.12%、19.51%、6.54%和 8.87%。其中长期股权投资主要是对合资企业中新生态城公司的投资, 权益法下的期末余额为 27.01 亿元; 固定资产主要为房屋建筑物、专用设备和管网设备, 2018 年余额较上年末略有下降; 在建工程主要为生态城污水处理厂工艺提升及再生水项目、生态城南片区生活垃圾手机系统(气力输送)项目、管网工程项目和光伏及风力发电项目等构成, 2018 年公司增加在建投资 3.12 亿元, 其中管网工程增加投入 2.51 亿元, 转入固定资产 0.39 亿元, 当年末在建工程余额较上年末增长 70.81%; 投资性房地产主要区内商业地产、写字楼等, 以成本法计量, 期末余额较上年末变化不大。

2019 年 3 月末, 该公司资产总额较上年末下降 6.54%至 155.65 亿元, 其中流动资产和非流动资产分别较上年末下降 11.09%和 0.38%至 89.32 亿元和 66.33 亿元。其中应收账款较上年末下降 46.27%至 3.65 亿元; 货币资金较上年末下降 23.60%至 22.42 亿元, 主要系偿还到期债务所致。同期末, 公司其他资产结构较上年末变化不大。

⁵ 公司股东方天津房地产集团有限公司的子公司。

图表 13. 2016-2018 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：天津生态城

（4）流动性/短期因素

2016-2018 年及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 222.96%、208.24%、158.04 和 171.17%，因公司计入存货的土地开发成本及房地产开发成本数额较大，公司速动比率分别为 81.00%、82.82%、65.83% 和 57.60%，资产流动性一般，但呈弱化趋势。2018 年末，公司货币资金存量 29.35 亿元，无受限资金，现金比率 46.17%，公司可动用货币资金相对充裕，能够为即期债务的偿还提供较好支撑。

图表 14. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	222.96	208.24	158.04	171.17
现金比率 (%)	52.77	67.92	46.17	42.97
应收账款周转速度[次]	2.25	4.39	3.86	-

资料来源：天津生态城

2018 年末，该公司受限资产 4.47 亿元，主要系开发产品中的创展大厦用于抵押借款形成，较上年末下降 15.98%，占总资产的比重较小，仅为 2.68%，对资产流动性影响有限。

3. 公司盈利能力

2016~2018 年及 2019 年第一季度该公司营业毛利分别为 6.03 亿元、9.85 亿元、2.98 亿元和 0.51 亿元，主要来自于土地开发储备、基础设施及公共设施运营、房地产开发业务，2018 年三项业务毛利占比分别为 19.45%、2.88% 和 22.68%。随着房地产开发经营业务结转收入的波动，公司毛利规模呈波动趋势。2016~2018 年及 2019 年第一季度公司综合毛利率分别为 21.78%、27.83%、12.53% 和 18.08%。2018 年以来公司转让的土地位置较偏，土地开发储备业务毛利率显著下降；同期公司房地产开发经营业务毛利率亦显著下滑，主要系当期结转项目中毛利率较低的商业地产占比较高所致。2019 年第一

季度，公司未转让土地且合资公司未向外出让土地，公司当期未产生土地开发储备业务。同期公司房地产开发经营业务毛利率受市场好转影响大幅提升，导致公司综合毛利率较上年显著提升。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2016~2018年及2019年第一季度公司期间费用分别为4.10亿元、3.65亿元、3.75亿元和0.43亿元，期间费用率分别为14.81%、10.32%、15.75%和15.16%。2015年以来随着新增项目投入，公司利息支出中进行资本化处理的规模扩大、通过直接融资等方式降低财务费用等综合措施应用使得公司期间费用控制水平有所提高，但总体而言公司的期间费用率仍然处于较高水平。未来随着建设资金的持续投入及运营项目的增多，公司管理费用及利息支出规模或将进一步扩大。

近年来随着生态城内土地转让计划差异及该公司房地产项目结算周期影响，公司营业毛利有所波动，较大规模的期间费用支出导致公司营业利润较低，公司主业盈利压力较大。公司重要合营企业中新生态城公司房地产项目销售可为公司带来一定的投资收益⁶，2016-2018年来自合营企业的投资收益分别为2.13亿元、6.73亿元和2.89亿元，占当期投资收益的比重分别为62.09%、97.50%和90.55%。此外，公司能够持续获得当地政府的补助，同期营业外净收入⁷分别为0.26亿元、0.22亿元和0.43亿元。2016-2018年及2019年第一季度公司实现净利润分别为1.32亿元、9.38亿元、1.33亿元和0.07亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司作为生态城内土地一级市场上的整理和储备主体，享有生态城内30平方公里土地在土地二级市场的处置收益权。依据生态城框架协议，注入中新生态城的土地，将为公司带来129亿元的股权和债权，其中股权20亿元。同时生态城管委会将遵循“不取不予，自我平衡”的原则，将生态城土地出让金政府收益全额返还公司。

2. 外部支持因素

作为我国政府与新加坡政府联合开发的一个示范性生态宜居区域，生态城在政策和资金上得到了各级政府的大力支持。依据财政部相关文件，中央财政将在2011~2015年期间，每年给予生态城财政返还5亿元；2016~2020年期间每年分别补助5亿元、4亿元、3亿元、2亿元和1亿元，统筹用于生态城的运转和环境优化。同时在政策层面上，两国政府分别成立了副总理级的“中新联合协调理事会”和部长级的“中新联合工作委员会”。“中新联合协调理事会”负责协调与开发建设中新天津生态城相关的所有重大事项，中方负责人为韩正副总理，新方负责人为张志贤副总理。“中新联合工作委员会”负责研究解决与开发建设中新天津生态城有关的事项和问题。

⁶公司持有中新生态城公司50%股权，采用权益法核算投资收益。

⁷由于其他收益均为政府补助，此处计算时将其计入营业外收入。

该公司具有良好的资信状况和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行获得有力的资金支持。截至 2019 年 3 月末，公司共取得银行授信额度为 80.91 亿元，其中未使用银行授信额度为 17.29 亿元，且从借款方式看，公司已使用银行授信以信用借款为主，利率区间为 4.75%-5.20%。

跟踪评级结论

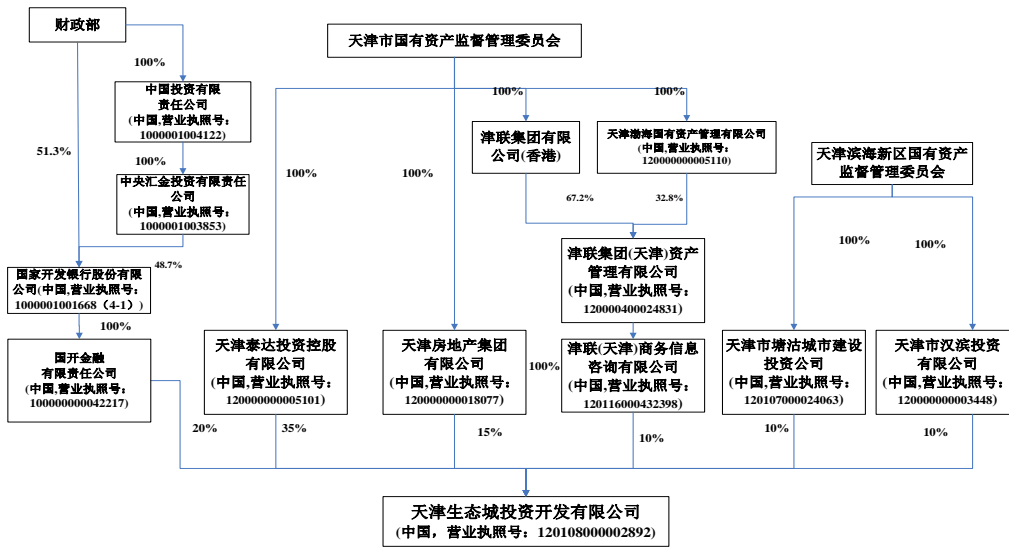
跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，法人治理结构及管理水平没有重大变化。

跟踪期内，该公司房地产开发业务结转收入大幅下滑，使得公司营业收入及营业毛利均显著下滑。公司土地开发整理前期投入已基本结束，随着部分项目改由政府直投，基础设施建设支出压力明显下降，后续投融资压力将主要来自公司拍地建设规划。

随着生态城开发建设的推进，该公司资金投入大幅增加，资产负债率总体偏高，且负债中刚性债务占比较高，偿债压力较大，但跟踪期内公司继续压缩负债规模，刚性债务规模已有所下降。公司经营环节现金流继续保持净流入。公司账面资产流动性尚可，但考虑到流动资产中存货占比较高，公司实际资产流动性偏弱。

附录一：

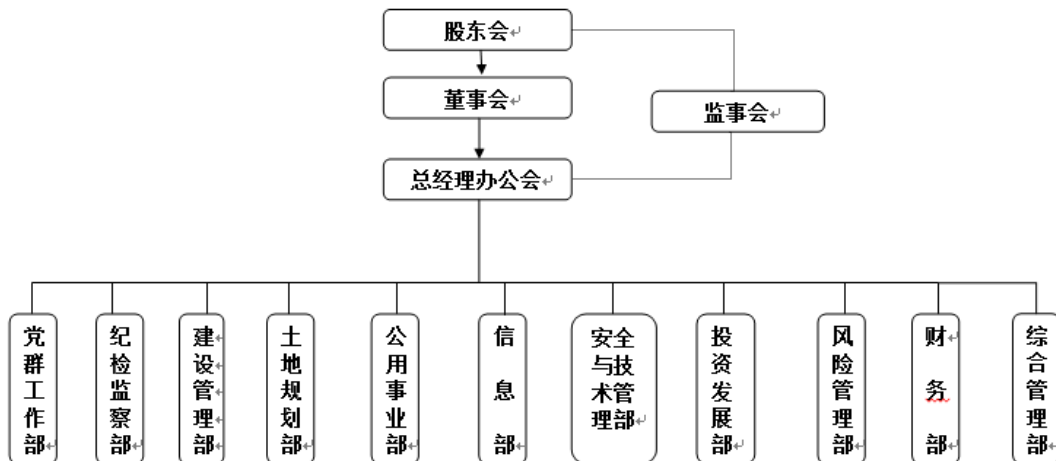
公司与实际控制人关系图



注：根据天津生态城提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据天津生态城提供的资料绘制（截至 2019 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	170.26	168.06	166.55	155.65
货币资金 [亿元]	26.61	34.56	29.35	22.42
刚性债务[亿元]	82.43	70.23	62.61	55.78
所有者权益 [亿元]	41.73	55.77	55.57	55.24
营业收入[亿元]	27.68	35.39	23.77	2.84
净利润 [亿元]	1.32	9.37	1.33	0.07
EBITDA[亿元]	8.27	17.14	7.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	16.72	21.41	13.41	1.99
投资性现金净流入量[亿元]	2.92	-1.17	-7.57	-0.55
资产负债率[%]	75.49	66.82	66.64	64.51
长短期债务比[%]	154.87	120.71	74.57	92.42
权益资本与刚性债务比率[%]	50.62	79.41	88.75	99.02
流动比率[%]	222.96	208.24	158.04	171.17
速动比率 [%]	81.00	82.82	65.83	57.60
现金比率[%]	52.77	67.92	46.17	42.97
利息保障倍数[倍]	1.15	3.39	1.14	—
有形净值债务率[%]	318.18	205.97	204.81	186.43
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	21.78	27.83	12.53	18.08
营业利润率[%]	7.22	31.81	7.40	3.78
总资产报酬率[%]	3.15	8.40	2.91	—
净资产收益率[%]	3.20	19.23	2.39	—
净资产收益率*[%]	3.49	21.06	2.49	—
营业收入现金率[%]	136.20	83.91	152.27	235.27
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.75	42.27	23.44	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.53	17.78	12.01	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.29	39.96	10.21	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.72	16.81	5.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.73	4.09	1.83	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.22	0.12	—

注：表中数据依据天津生态城经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 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+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。