

华源证券-唐山国控高速收费收益 权资产支持专项计划 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕1285号

联合资信评估股份有限公司通过对“华源证券-唐山国控高速收费收益权资产支持专项计划”的信用状况进行综合分析和评估，确定“华源证券-唐山国控高速收费收益权资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA_{sf}**。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年三月十日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

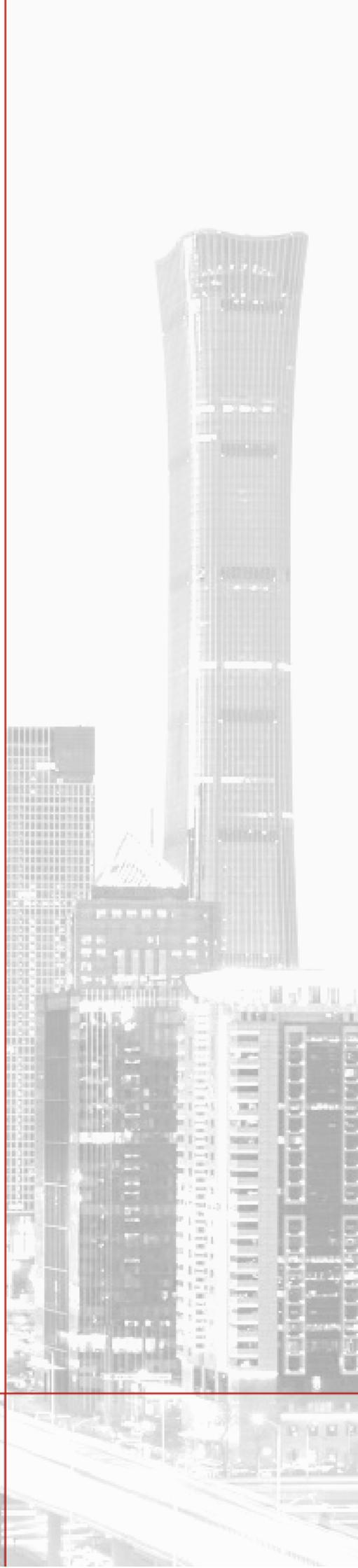
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华源证券-唐山国控高速收费收益权资产支持专项计划

信用评级报告

证券名称	金额（万元）	占比	偿还方式	预期期限	信用等级
优先级	123500.00	95.00%	--	3+3+2	AAA _{sf}
次级	6500.00	5.00%	--	8年	NR
合计	130000.00	100.00%	--	--	--

注：1. 本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR表示未予评级

评级关键要素

交易概览	量化模型测试	
<p>基础资产：唐曹高速收费收益权</p> <p>原始权益人/回售与赎回承诺人/资产服务机构/唐曹高速公司：唐山唐曹高速公路有限公司</p> <p>差额支付承诺人/流动性支持机构/唐山国控：唐山国控集团有限公司</p> <p>法定到期日：次级证券预计到期日起满2年之日</p>	基础情景	基础资产可分配现金流对优先级证券本息覆盖倍数最低为1.43倍；基础资产可分配净现金流对优先级证券本息覆盖倍数最低为1.05倍
<p>内外部增信措施</p> <p>内部信用支持：优先级/次级偿付机制、质押担保、触发机制</p> <p>外部信用支持：流动性支持、差额支付承诺、回售与赎回承诺</p>	压力情景	在压力情景假设下，当预测通行费毛收入下跌幅度超过29.84%时，基础资产可分配现金流对部分期次优先级证券本息支出的覆盖倍数可能将低于1.00倍；当预测通行费净收入下跌幅度超过5.04%时，基础资产可分配净现金流对部分期次优先级证券本息支出的覆盖倍数可能将低于1.00倍

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“华源证券-唐山国控高速收费收益权资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本专项计划项下优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）的信用等级。

本专项计划基础资产为原始权益人在特定期限内基于唐曹高速收费权而享有的唐曹高速收费收益权。原始权益人具备持续运营能力。量化测试结果显示，基础资产可分配净现金流对优先级证券预期本息支出的保障程度较弱。联合资信关注到本专项计划存在基础资产灭失的风险，优先级证券的信用水平主要依赖外部信用支持。

唐山国控为本专项计划提供差额支付承诺和流动性支持承诺。联合资信评定唐山国控主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的相关增信承诺对优先级证券起到主要的信用支撑作用。

本专项计划主要风险已得到缓释处理或已有充分考量，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信评定本专项计划项下优先级证券的信用等级为AAA_{sf}。

优势

- **唐山国控履约能力极强。**唐山国控外部发展环境良好，具有区域专营优势以及行业竞争优势，且持续获得有力的外部支持，其作为差额支付承诺人不可撤销及无条件地对本专项计划承担的差额补足义务为优先级证券提供了主要的信用支持。
- **唐曹高速公路具有区位优势。**2024年唐山市经济运行平稳；唐曹高速公路是曹妃甸重要的交通枢纽。

关注

- **本专项计划存在一定的物权风险，且存在基础资产灭失风险。**本专项计划未对基础资产所依附的唐曹高速公路设置抵押；截至2025年6月30日，唐曹高速公路存在收费权质押情况；此外，若新的收费公路法规实施后另有规定的，可能影响唐曹高

速公路的收费期限与标准，进而可能存在唐曹高速公路收费期限无法覆盖专项计划存续期的风险，联合资信将对上述相关权利负担的推进以及高速公路收费新规的出台保持关注。

- **需关注唐山国控的相关财务风险和运营风险。**唐山国控基础设施代建项目、围海造地及土地开发业务回款情况有待关注，其他应收款规模大且应收对象分散；债务结构有待优化；股权划转较为频繁。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.1.202511
未来应收款资产支持证券评级方法	V4.1.202512

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

差额支付承诺人/流动性支持机构主要财务数据（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月	项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
现金类资产（亿元）	169.61	177.67	99.03	178.19	营业利润率（%）	17.34	21.40	14.78	9.14
资产总额（亿元）	2235.08	2478.92	2053.58	2193.92	净资产收益率（%）	3.29	2.51	1.23	--
所有者权益（亿元）	1066.28	1224.31	1013.02	1031.40	资产负债率（%）	52.29	50.61	50.67	52.99
短期债务（亿元）	363.75	331.94	269.49	341.51	全部债务资本化比率（%）	43.89	44.62	43.46	46.79
长期债务（亿元）	470.47	654.53	509.18	565.35	流动比率（%）	145.65	175.96	164.93	161.60
全部债务（亿元）	834.22	986.47	778.68	906.86	经营现金流流动负债比（%）	7.58	8.69	20.50	--
营业总收入（亿元）	504.10	420.03	375.83	232.24	现金短期债务比（倍）	0.47	0.54	0.37	0.52
利润总额（亿元）	43.19	42.53	17.38	9.04	EBITDA 利息倍数（倍）	3.70	4.24	2.87	--
EBITDA（亿元）	95.66	97.21	62.88	--	全部债务/EBITDA（倍）	8.72	10.15	12.38	--
经营性净现金流（亿元）	50.50	49.59	101.17	68.00					

注：1. 2022—2024 年财务数据取自模拟合并报表，同期本部财务报表及 2025 年三季度财务数据未经审计；2. 本报告合并口径已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “--”代表不适用
 资料来源：联合资信根据唐山国控审计报告、2025 年三季度财务数据及唐山国控提供资料整理

评级时间

2026 年 3 月 10 日

评级项目组

项目负责人：宋 旭 songxu@lhratings.com

项目组成员：李宇晴 liyq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

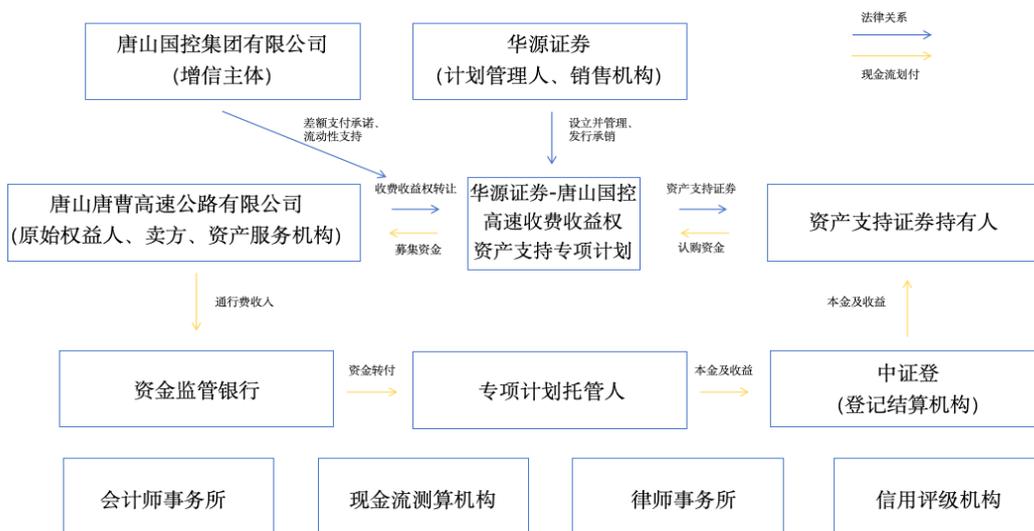
电话：010-85679696 传真：010-85679228

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）

一、专项计划概要

华源证券-唐山国控高速收费收益权资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“本次资产支持证券”）由计划管理人华源证券股份有限公司（以下简称“华源证券”）发行，资金用于向原始权益人唐山唐曹高速公路有限公司（以下简称“唐曹高速公司”）购买其持有的基础资产，即原始权益人在专项计划设立日转让给专项计划的、原始权益人基于唐曹高速公路收费权¹而享有的自专项计划基准日（即2026年3月1日起满96个月的对应日（含）的前一日止（以下简称“特定期间”）唐曹高速公路收费收益权。计划管理人以基础资产形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向本次资产支持证券持有人还本付息。

图表 1 • 交易结构



资料来源：联合资信根据《计划说明书》整理

本次资产支持证券募集规模为 13.00 亿元，其中优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）募集规模为 12.35 亿元，采用固定利率，按季度付息，按计划还本（还本计划详见附件 4）。次级资产支持证券（以下简称“次级证券”）募集规模为 0.65 亿元，由原始权益人全额认购，期间分配中，次级证券于专项计划留存剩余金额 10% 的资金后享有剩余收益；到期分配中，次级证券享有剩余收益。本专项计划法定到期日为次级证券预计到期日起满 2 年之日。本次资产支持证券情况详见下表。

图表 2 • 证券概要（单位：万元）

证券名称	募集规模	占比	利率类型	预期存续期	还本付息方式
优先级证券	123500.00	95.00%	固定利率	3+3+2 年	固定
次级证券	6500.00	5.00%	--	8 年	--
合计	130000.00	100.00%	--		--

资料来源：联合资信根据《标准条款》整理

二、基础资产分析

本专项计划基础资产现金流主要来自于唐曹高速公司在特定期间内基于唐曹高速公路收费收益权而获得的通行费收入。因此，唐曹高速公路运营收入实现情况对优先级证券按时还本付息起到了重要作用。

1 基础资产概况

唐曹高速公路是曹妃甸重要的交通枢纽。联合资信将关注未来新的收费公路法规实施对收费期限及收费标准的影响。

¹ 唐曹高速收费权：唐曹高速公司依据相关法律法规和政府授权经营和管理唐曹高速公路，在授权的唐曹高速公路路段内开展车辆通行服务，根据物价主管部门核定的通行费价格对通行车辆享有的要求其支付通行费的权利。

本专项计划基础资产的收费主体为唐曹高速公司。标的公路即唐曹高速公路是由唐曹高速公司投资、建设实施、运营管理的高速公路项目。项目公司唐曹高速公司成立于 2006 年 11 月 27 日，由唐山港发交通有限公司 100% 持股。唐曹高速公路全长 62.312 公里，全线采用双向六车道高速公路标准建设，设计速度 120 公里/小时，路基宽度 34.5 米。唐曹高速公路路线途经丰南区、南堡开发区、唐海县，全线设丰南枢纽、杨家泊、沿海枢纽、南堡、通港 5 座互通式立交。全线设分离式立交 6 座，其中主线上跨 3 座，主线下穿 3 座。全线设南堡盐场特大桥 1 座，大桥 10 座，中桥 32 座，小桥 29 座，涵洞 47 道，天桥 10 座以及通道 22 道。

唐曹高速公路于 2006 年 12 月 24 日开工建设，2008 年 11 月 27 日建成通车，为政府还贷公路。唐曹高速公路北侧、南侧土地使用权为出让取得，唐曹高速公路南堡段、丰南区境内以及唐曹高速公路沿线土地使用权为划拨取得。

收费期限方面，根据河北省人民政府办公厅于 2008 年 5 月 16 日出具的《关于同意唐曹高速公路建成后设置收费站收取机动车辆通行费的复函》，唐曹高速公路建成后在终点曹妃甸设置主线收费站，在杨家泊、南堡、唐海南、通港 4 处互通立交设置匝道收费站，可收取车辆通行费以偿还建设债务，自开始收费之日起，唐曹高速公路收费年限为 15 年，即 2008 年 11 月 27 日至 2023 年 11 月 27 日。根据河北省交通运输厅于 2020 年 7 月 13 日出具的《关于征求因新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费延长收费公路收费期限意见的通知》，唐曹高速公路收费期限延长至 2024 年 2 月 14 日。根据河北省交通运输厅、河北省发展和改革委员会和河北省财政厅于 2024 年 2 月 19 日出具的《关于延长京承高速公路京冀界至承德段等 13 条段高速公路收费期限的通知》及唐曹高速公司提供的资料，唐曹高速公路属于“其他政府还贷立项的高速公路”，其收费期限延长至国家出台新的收费公路法规施行之日；新的收费公路法规实施后，对收费期限另有规定的，从其规定；延长收费期限期间，收费标准及其他事宜继续执行河北省现行相关规定。根据唐山市曹妃甸区交通运输局于 2024 年 9 月 10 日出具的《关于唐曹高速公路收费权延期等事项的补充复函》，新的收费公路法规施行后唐山市曹妃甸区交通运输局将按照相关法规要求为唐曹高速公司及时办理唐曹高速公路收费权延期事项，在符合相关法规要求的情况下延长唐曹高速公路收费期限不低于 10 年，以确保延长后收费期限能够覆盖本专项计划的存续期限。

综上，若新法规实施后，可能影响唐曹高速公路的收费期限与标准，进而存在唐曹高速公路收费期限可能无法覆盖专项计划存续期的风险，联合资信将对未来收费公路新规的相关情况保持关注，并判断其对本专项计划优先级证券信用水平的影响。

2 行业分析

2024 年，全国公路货物运输总量和旅客运输总量均稳定增长。高速公路行业区域垄断性突出，货物运输和旅客运输需求的增加或将推动公路运输规模进一步提升。

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。根据《中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，我国全年货物运输总量 578 亿吨，比上年增长 3.8%。其中，公路货物运输总量 418.8 亿吨，比上年增长 3.8%；货物运输周转量 261948.1 亿吨公里，增长 5.6%，其中，公路货物运输周转量 76847.5 亿吨公里，增长 3.9%。2024 年，我国全年旅客运输总量 171 亿人次，比上年增长 8.5%。旅客运输周转量 33886 亿人公里，增长 13.6%，其中，公路旅客运输总量 117.8 亿人次，比上年增长 7.0%；旅客运输周转量 33885.5 亿人公里，增长 13.6%，其中，公路旅客运输周转量 5117.0 亿人公里，增长 8.0%。分行业固定资产投资方面，交通运输、仓储和邮政业同比增长 5.9。2024 年，新改建高速公路里程 8968 公里。

由于高速公路业务具有天然排他性，从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路，经营性公路需获得地方政府特许经营授权，其区域垄断性突出。此外，随着货物运输和旅客运输需求的不断提升，对于公路运输需求也随之提升。随着国家对于高速公路区域路网建设的不断推进和完善，公路运输规模或将进一步提升。

3 区域经营环境分析

2024 年唐山市经济运行平稳。随着国民经济的发展，唐山市高速路网的建设不断完善，且唐曹高速公路具有区位优势，这些因素对标的公路的交通需求将产生持续积极影响。

(1) 区域经济环境

唐山市位于河北东部、华北平原东北部，南临渤海，北依燕山，毗邻京津，是国务院批复确定的河北省中心城市之一，环渤海地区新型工业化基地和港口城市、中国（唐山）跨境电子商务综合试验区以及中国（河北）自由贸易试验区组成部分。唐山港作为服务国家战略能源原材料的主枢纽港，承担着“北煤南运”的责任。

2024年，初步核算，唐山市全年地区生产总值10003.9亿元，比上年增长5.6%。其中，第一产业增加值661.1亿元，增长1.6%；第二产业增加值5042.8亿元，增长6.4%；第三产业增加值4300.0亿元，增长5.2%。三次产业增加值结构为6.6：50.4：43.0。全市人均地区生产总值129565元，比上年增长5.4%。沿海经济带实现地区生产总值3736.8亿元，比上年增长6.2%，占全市地区生产总值的比重为37.4%。其中，第一产业增加值350.8亿元，增长2.4%；第二产业增加值1878.7亿元，增长7.5%；第三产业增加值1507.3亿元，增长5.6%。全年全部财政收入883.8亿元，比上年下降2.2%。一般公共预算收入578.0亿元，下降0.6%，其中税收收入292.5亿元，下降3.7%。全年全部工业增加值4661.1亿元，比上年增长8.1%，其中规模以上工业增加值增长8.3%。全年进出口总额1484.0亿元，比上年下降9.8%。其中，出口额476.6亿元，下降17.9%；进口额1007.5亿元，下降5.4%。2025年上半年全市地区生产总值为4595.3亿元，累计增长6.1%。分产业看，第一产业总量217.7亿元，累计增长3.1%；第二产业总量2332.2亿元，累计增长7.4%；第三产业总量2045.4亿元，累计增长4.9%。

(2) 区域交通路网建设概况

根据《唐山市2024年国民经济和社会发展统计公报》，截至2024年底，唐山市公路通车里程达到2.06万公里，比上年底增加222公里，其中高速公路通车里程达到861公里，农村公路通车里程达到1.82万公里，全年改造农村公路543.2公里。2024年唐山市公路货物运输量46954.4万吨，比上年增长4.9%；货物运输周转量1534.5亿吨公里，增长3.8%。公路旅客运输量1010.4万人次，增长26.5%；旅客运输周转量11.3亿人公里，增长50.0%。截至2024年底，唐山市拥有客运班线59条，班线客车144辆。

唐山港为唐曹高速公路重要的货运需求来源，唐山港作为服务国家战略能源原材料的主枢纽港，承担着“北煤南运”的责任。2024年，唐山港全年新增对外开放泊位8个，年底总数达到88个；新增内陆港4个，总数达到59个；内外贸集装箱班轮航线达到47条。全年货物吞吐量86215万吨，稳居世界沿海港口第二位，比上年增长2.4%；水路货运周转量634.1亿吨公里，增长17.2%。截至2024年底，唐山市民用汽车保有量281.9万辆（包括三轮汽车和低速货车），比上年底增加9.8万辆，其中私人汽车保有量255.3万辆，增加8.2万辆；民用轿车保有量152.7万辆，增加2.2万辆，其中私人轿车保有量146.3万辆，增加1.7万辆。

4 通行费收费标准

唐曹高速公司已取得运营唐曹高速公路所需的批准手续，有权按规定向通行车辆收取通行费。

唐曹高速公路为政府还贷公路，根据河北省发展和改革委员会、河北省财政厅以及河北省交通运输厅于2022年12月28日联合出具的《关于唐山市管唐港高速公路等16条段收费公路车辆通行费标准有关事项的通知》（冀发改公价〔2022〕1610号），唐曹高速公路车辆通行费收费标准为客车基本费率按小型车（一类客车）0.40元/车·公里计算，货车/专项作业车²基本费率按小型车（一类货车）0.40元/车·公里计算；客车、货车/专项作业车的车型分类和收费系数，按照河北省高速公路现行的收费车型分类标准及收费系数执行，详见下表。

图表3·河北省高速路网现行收费标准（单位：元/车·公里，个）

类别	客车			货车/专项作业车		
	核定载人数	车长	收费标准	总轴数（含悬浮轴）	车长和最大允许总质量	收费标准
一类	≤9座	小于6000mm	0.40	2	车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg 车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg	0.40
二类	10座~19座		0.70	2		0.93
三类	20座~39座	不小于6000mm	1.10	3	--	1.28
四类	≥40座		1.36	4	--	1.63
五类	--		--	5	--	1.91
六类	--		--	6（货车）≥6（专项作业车）	--	2.14

资料来源：联合资信根据项目公司提供资料整理

5 历史通行数据分析

2022—2024年，唐曹高速公路年度车流量持续上升。

根据项目公司提供的资料，2022—2024年，唐曹高速公路年度车流量复合增长20.02%，其中客车车型年度车流量复合增长35.92%。主要系不可抗力因素影响减退所致。2025年1—9月，唐曹高速公路车流量为556.76万辆，占2024年全年的76.30%。

² 专项作业车：装置有专用设备或器具，用于专项作业的汽车。如工程抢险车、洒水车、吸污车、水泥搅拌车、起重车、医疗车等。

图表 4 • 2022—2024 年及 2025 年 1—9 月唐曹高速公路车流量（单位：万辆/年）

车型	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
客车	265.32	450.61	490.15	380.68
货车	240.33	223.96	237.57	174.35
专项作业车	0.93	1.60	1.98	1.74
合计	506.58	676.16	729.70	556.76

资料来源：联合资信根据项目公司提供资料整理

6 历史经营情况

2022—2024 年，唐曹高速公路整体运营情况较稳定。

2022—2024 年，唐曹高速公路经营收入复合增长 0.23%，经营净收入复合下降 1.63%，收入增幅较低主要系节假日免费通行时段的车流量上升所致。2022—2024 年，唐曹高速公路经营成本复合增长 4.03%，主要系新增设备维修、亮化更新、网络安全设备、自动衡器检测等日常养护成本所致。2025 年 1—9 月，唐曹高速公路实现经营收入 16002.17 万元，占 2024 年全年的 77.14%；经营成本 4877.16 万元，占 2024 年全年的 67.63%，主要系部分成本于年底统一结算所致；经营净收入 11125.01 万元，占 2024 年全年的 82.21%。

图表 5 • 2022—2024 年及 2025 年 1—9 月唐曹高速公路历史运营数据（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
经营收入	20647.64	20826.65	20744.06	16002.17
车辆通行收入	20647.64	20826.65	20744.06	16002.17
经营成本	6663.76	7730.29	7211.25	4877.16
人工成本	2327.86	2309.74	2391.19	2272.35
公路日常养护成本	1843.00	2376.98	2134.72	944.34
机电日常养护成本	110.27	408.39	572.46	160.37
必要管理费用	2020.51	2128.73	1962.73	1416.25
税金及附加	362.12	506.45	150.15	83.85
经营净收入	13983.88	13096.36	13532.82	11125.01

资料来源：联合资信根据项目公司提供资料整理

7 持续运营评估

唐曹高速公路在规定范围内享有唐曹高速公路的排他性经营权。唐曹高速公路公司仅运营唐曹高速公路项目，无其他在建项目，与唐曹高速公路公司经营相关的经营成本、人员费用即相关税、费仍由唐曹高速公路公司自行承担，根据唐曹高速公路公司提供的 2024 年审计报告，2024 年，唐曹高速公路公司实现营业总收入 2.33 亿元，同期，营业成本为 0.63 亿元，预测第一年专项计划税费及应付本息合计 1.51 亿元，营业收入扣除预测第一年专项计划税费及应付本息可以覆盖营业成本。此外，根据交易文件约定，在加速归集事件及违约事件发生前，当监管账户资金（不含保证金）高于当期必备金额（具体金额详见图表 8 中“净现金流”）时，经管理人同意，部分金额可以转入原始权益人其他经营账户用作基础资产日常经营，转出金额为监管账户资金（不含保证金）与当期必备金额的差额、《唐山国控集团有限公司 2024 年—2029 年高速公路收费现金流预测审核报告》（以下简称“《现金流预测报告》”）中当期预计现金流出金额（现金流出金额=人工成本+公路日常养护成本+机电日常养护成本+必要管理费用+税费及附加）的孰低值，其余资金（不含保证金）转付至专项计划账户。此外，根据《流动性支持承诺函》，唐山国控作为流动性支持机构不可撤销且无条件地承诺对唐曹高速公路的日常运营提供流动性资金支持，确保唐曹高速公路有足够的资金用于支付全部日常运营成本、有息负债本息及基础资产回购价款等。考虑到唐山国控履约能力极强，其提供的流动性支持承诺有效缓解了项目公司的持续运营风险。总体看，项目公司具备持续运营能力。

另一方面，根据上文所述，新的收费公路法规实施后可能影响唐曹高速公路的收费期限与标准，进而可能存在唐曹高速公路收费期限无法覆盖专项计划存续期的风险。交易文件约定，当唐曹高速公路收费期限在存续期内到期或丧失唐曹高速公路收费资格及收费收益权的情形时，且在 90 个自然日内仍无法重新确认对基础资产权利的合法性与完整性，经有控制权的资产支持证券持有

人大会议形成有效决议，将触发基础资产回购，专项计划在基础资产回购日自动提前终止。

综上所述，项目公司具备持续运营能力；但本专项计划存在基础资产灭失的风险。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本专项计划现金流来自于基础资产产生的通行费收入、因实际现金流不及预期而要求原始权益人存入的保证金（如有）和差额支付承诺人支付的相关款项（或有）。相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及现金流归集

本专项计划涉及的主要账户有资金归集账户/监管账户和托管账户/专项计划账户。其中，资金归集账户/监管账户由资产服务机构唐曹高速公司在监管银行处开立。正常情况下、发生加速归集事件/违约事件、差额支付启动事件（具体定义均详见附件 2）后的现金流归集情况如下图所示。

图表 6· 现金流归集



注：1.R 为初始核算日，即自专项计划成立日起每届满 3n 个月的对应日之前的第 8 个工作日（其中 $1 \leq n \leq 32$ ，且 n 为自然数）；2.回购发生日：发生基础资产回购事件时，计划管理人应通知所有的资产支持证券持有人，经有控制权的资产支持证券持有人大会形成有效决议宣布发生基础资产回购事件，计划管理人应向原始权益人、托管银行和监管银行发送书面通知，宣布基础资产回购事件已经发生，宣布之日应视为该等基础资产回购事件的发生之日，即回购发生日
资料来源：联合资信根据《标准条款》整理

专项计划基础资产所产生的通行费收入实行“收支两条线”管理，通行费收入全部由省拆分中心进行拆分后划给曹妃甸区财政局，再由曹妃甸区财政局由财政专户划付至监管账户。曹妃甸区财政局于 2024 年 9 月 10 日出具了《关于唐曹高速公路通行费划付等事项的补充复函》，在专项计划发行成功后的存续期内，曹妃甸区财政局将在每个自然月结束后的 12 个工作日内划付上个自然月的通行费，划付的具体金额依据河北省拆分中心提供的上个自然月的车流量及通行费数据；曹妃甸区财政局在划付款项时将唐曹高速通行费收入与其他财政返还款项明确区分，将通行费收入划入唐曹高速公司新设立的资金归集账户，将其他财政返回款项划入唐曹高速公司的其他银行账户。在专项计划存续期内，唐山国控将代表原始权益人与曹妃甸区财政局沟通，确保专项计划存续期内曹妃甸区财政局及时划付通行费现金流，保障通行费现金流与通行费收入匹配、均衡，确保通行费按时归集。根据监管协议约定，①在加速归集事件及违约事件发生前，在资金归集日的前一个工作日（R-2 日），当监管账户资金（不含保证金）高于当期必备金额（应向托管账户划付的现金流归集期间基础资产回收款的最低金额，具体金额详见图表 8 中“净现金流”）时，经计划管理人书面同意，资产服务机构可以于资金归集日 16:00 点前将部分金额转入原始权益人其他经营账户用作基础资产日常经营，转出金额为以下两个金额中的孰低值：(i) 监管账户资金（不含保证金）与当期必备金额的差额；(ii) 《现金流预测报告》中当期预计现金流出金额（现金流出金额=人工成本+公路日常养护成本+机电日常养护成本+必要管理费用+税费及附加），具体转出金额以计划管理人书面通知为准，其余资金（不含保证金）在资金归集日 16:00 点前由监管账户转付至专项计划账户。在资金归集日的前一个工作日（R-2 日），当监管账户资金（不含保证金）不高于当期必备金额且监管账户资金（含保证金）不低于当期必备金额时，在资金归集日 16:00 点前将必备金额由监管账户转付至专项计划账户。在资金归集日的前一个工作日（R-2 日），当监管账户资金（含保证金）低于当期必备金额时，在资金归集日 16:00 点前将监管账户中全部资金（含保证金）由监管账户转付至专项计划账户。②加速归集事件及违约事件发生后，应于资金归集日 16:00 点前将监管账户中全部资金（含保证金）由监管账户转付至专项计划账户。此外，在专项计划终止日，监管银行将届时监管账户中剩余全部资金（含保证金）由监管账户转付至专项计划账户。

此外，根据监管协议的约定，如任意一个现金流归集期间基础资产实际产生的现金流均比《现金流预测报告》中预计的现金流减少 20%及以上时，原始权益人同意根据计划管理人的书面指示在该现金流归集期间结束后的 10 个工作日内向监管账户存入不少于当期现金流偏差值金额的 50%金额的款项作为保证金，具体缴存时间与金额以计划管理人的书面指示文件为准。在保证金缴存之后，计划管理人有权指示监管人按照《监管协议》的要求将部分或全部保证金划扣至托管账户，原始权益人对此不持异议且无条件配合。如保证金缴存之后连续两个现金流归集期间基础资产实际产生的现金流均不低于《现金流预测报告》中预计的现金流时，经计划管理人书面同意，原始权益人可以转出之前缴存的保证金。

唐山国控出具《提供流动性支持的承诺函》，不可撤销及无条件地承诺在专项计划存续期间，当唐曹高速公司在日常运营中出现资金短缺时，流动性支持机构唐山国控将根据唐曹高速公司的请款要求向唐曹高速公司提供流动性资金支持，确保唐曹高速公司有足够的资金用于支付全部日常运营成本、有息负债本息、回售价款和赎回价款及基础资产回购等。

唐曹高速公司出具《基础资产回购承诺函》，不可撤销及无条件地承诺当发生基础资产回购事件（详见附件 2）并经有控制权的资产支持证券持有人大会形成有效决议宣布生效时将回购基础资产。具体而言，计划管理人应于回购通知日（基础资产回购事件发生之后的第一个工作日）书面通知原始权益人回购基础资产。发生基础资产回购事件后，监管银行在回购发生日将监管账户中的全部资金（含保证金）转付至专项计划账户，原始权益人应于通知书中载明的回购付款日（回购发生日后的第 7 个工作日）将基础资产回购价款支付至专项计划账户，基础资产回购价款与专项计划账户内的资金余额之和应能按照清算分配顺序足额兑付专项计划清算预计发生的专项计划费用、截至基础资产回购日（回购事件发生后的第【10】个工作日）未偿付的专项计划费用及优先级证券未偿本金余额、预期收益，基础资产回购价款具体金额以《基础资产回购通知书》为准。专项计划于基础资产回购日（计划管理人《基础资产回购通知书》中载明的基础资产回购日，即基础资产回购事件发生后的第 10 个工作日）自动提前终止。

（2）现金流分配

本交易现金流分配如下图所示。

图表 7· 现金流分配



资料来源：联合资信根据《标准条款》整理

（3）重要交易机制

本专项计划设有预期收益率调整、回售及赎回安排。在每一个预期收益率调整公告日（K-33 日）之前，回售与赎回承诺人唐曹高速公司经与计划管理人协商，享有对优先级证券预期收益率调整的权利。若回售与赎回承诺人行使预期收益率调整权，调整后的预期收益率于回售与赎回交易日（K 日）生效。K 日具体为专项计划的第 12 个兑付日、第 24 个兑付日。

专项计划存续期间的回售登记期（K-30 日至 K-21 日）内，优先级证券持有人有权选择将所持有的届时未到期的优先级证券份额全部或部分回售（无论是否调整届时未到期的优先级证券的预期收益率）。计划管理人将在回售通知日（K-20 日）对提出回售登记申请的资产支持证券持有人拟要求回售的资产支持证券份额进行核算及确认登记，并将优先级证券回售登记申请情况通知回售与赎回承诺人。回售与赎回承诺人应当根据计划管理人的通知，于回售与赎回价款划款日（K-9 日）将回售价款支付至专项计划账户。回售价格与优先级证券的剩余本金面值相同。如果回售与赎回承诺人未履行或未能完全履行前述付款义务的，差额支付承诺人于差额支付划款日（K-6 日）将相应款项划入专项计划账户。

2 内部增信

本专项计划设置有优先级/次级偿付机制、质押担保措施、触发机制。基础资产可分配现金流对优先级证券本息具有一定的保障作用，基础资产可分配净现金流对优先级证券本息支出的保障程度较弱。同时各项触发事件的设置也将为专项计划的现金流带

来有利的影响。

(1) 优先级/次级偿付机制

本专项计划采用优先级/次级的偿付次序作为内部信用提升机制。根据交易文件安排，基础资产所产生的现金流按照约定顺序分配给优先级别的证券，优先偿付优先档证券的利息和本金。在这种情况下，劣后受偿证券先行承担风险，为优先档证券提供信用增级，降低了优先档证券的信用风险。各档证券获得的信用支持需结合质押担保分析整体考量。

(2) 质押担保

本专项计划现金流来自于项目公司根据相关法律法规和政府授权于特定期间内原始权益人基于唐曹高速收费权而产生的通行费收入。根据《质押合同》，质押人（项目公司）将拥有的特定期间内的唐曹高速收费权质押给专项计划。若存在权利负担、权利限制等，质押人应解除原设于质押物上全部的权利负担、权利限制等，于专项计划设立日起30个工作日内办理完成质押登记手续，并确保在主合同存续期间内将质权人华源证券登记为质押财产项下收费权的唯一质权人。原始权益人承诺，除了将基础资产质押给专项计划以外，基础资产及相关资产在专项计划存续期内不再新增抵押、质押等权利负担。

根据中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中审亚太”）出具的《现金流预测报告》，经测算，当优先级证券的发行利率为2.50%的情况下，基础资产可分配现金流对各期优先级证券本息覆盖倍数最低为1.43倍；基础资产可分配净现金流对各期优先级证券本息覆盖倍数最低为1.05倍。

(3) 相关触发机制

本专项计划设置了加速归集事件、违约事件、权利完善事件、基础资产回购事件、提前终止事件、差额支付启动事件（均详见附件2）等事件。

如发生加速归集事件或违约事件，则回收款的归集与划转频率加速至按周，且频率不再恢复。若发生基础资产回购事件的，原始权益人将向计划管理人回购基础资产，其将按照《基础资产回购通知书》要求的时间及金额将回购价款支付至专项计划账户；若在回购付款日原始权益人未支付或者未足额支付上述回购价款的，则触发差额支付事件，差额支付承诺人应在差额支付划款日（基础资产回购事件发生之后，差额支付划款日为回购发生日后的第9个工作日）根据《差额支付通知书》的要求将相应款项划入专项计划账户。若发生自动生效的提前终止事件，则提前终止事件应视为在该等事件发生之日发生；若发生需经宣布生效的提前终止事件，则有控制权的资产支持证券持有人大会决议宣布发生提前终止事件的，计划管理人应向各机构发送书面通知宣布提前终止，专项计划于宣布之日视为提前终止，并进行清算程序。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对证券违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评证券本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据项目公司的现金流表现和交易文件条款的相关约定，构建现金流入对支出的覆盖模型，通过压力测试，来确定基础资产对优先级证券的保障程度。

1 预测现金流合理性分析

中审亚太的预测结果较为乐观，同时受多方面因素的影响，唐曹高速未来经营现金流的实现存在一定的不确定性。

中审亚太对基础资产于2026年至2034年期间的通行费收入及成本费用进行了预测。中审亚太根据基础资产历史收入表现以及外部运营环境采用了相关假设（详见“《现金流预测报告》”），预测基础资产未来净现金流结果如下。

图表8·基础资产预测通行费收入情况（单位：万元）

期数	现金流入	现金流出	净现金流	同比增长率
2026年3-5月	5274.80	1377.66	3897.13	-
2026年6-8月	6359.65	1661.00	4698.65	-
2026年9-11月	5641.81	1473.52	4168.29	-
2026年12月-2027年2月	4877.80	1273.98	3603.82	-
2027年3-5月	5447.31	1422.72	4024.59	3.27%
2027年6-8月	6566.30	1714.98	4851.33	3.25%
2027年9-11月	5826.17	1521.67	4304.50	3.27%

2027年12月-2028年2月	5037.26	1315.62	3721.64	3.27%
2028年3-5月	5625.50	1469.26	4156.24	3.27%
2028年6-8月	6779.70	1770.71	5008.99	3.25%
2028年9-11月	6016.59	1571.40	4445.19	3.27%
2028年12月-2029年2月	5201.96	1358.64	3843.32	3.27%
2029年3-5月	5809.55	1517.33	4292.22	3.27%
2029年6-8月	7000.08	1828.27	5171.81	3.25%
2029年9-11月	6213.27	1622.77	4590.50	3.27%
2029年12月-2030年2月	5372.09	1403.07	3969.01	3.27%
2030年3-5月	5999.66	1566.98	4432.68	3.27%
2030年6-8月	7227.66	1887.71	5339.95	3.25%
2030年9-11月	6416.42	1675.83	4740.59	3.27%
2030年12月-2031年2月	5547.80	1448.97	4098.84	3.27%
2031年3-5月	6196.03	1618.27	4577.76	3.27%
2031年6-8月	7462.69	1949.09	5513.59	3.25%
2031年9-11月	6626.25	1730.63	4895.62	3.27%
2031年12月-2032年2月	5729.30	1496.37	4232.93	3.27%
2032年3-5月	6398.86	1671.24	4727.61	3.27%
2032年6-8月	7705.40	2012.48	5692.92	3.25%
2032年9-11月	6842.98	1787.24	5055.74	3.27%
2032年12月-2033年2月	5916.77	1545.33	4371.44	3.27%
2033年3-5月	6608.36	1725.96	4882.40	3.27%
2033年6-8月	7956.05	2077.95	5878.10	3.25%
2033年9-11月	7066.84	1845.71	5221.13	3.27%
2033年12月-2034年2月	6110.41	1595.91	4514.50	3.27%

注：净现金流=现金流入-现金流出

资料来源：联合资信根据《现金流预测报告》整理

根据《现金流预测报告》，预测期间内基础资产预测通行费收入年增长率为3.25%~3.27%，高于历史实际增长率，主要系影响历史运营情况的不可抗力因素减退，且考虑到曹妃甸的区域规划建设以及2023年以来唐山港大宗商品储备基地煤炭商储等项目的建设等情况，中审亚太预计未来曹妃甸地区的客运货运需求将增加所致。总体看，中审亚太的预测结果较为乐观，且考虑到随着实体经济风险以及地区经济风险的加大，未来唐山市经济增速可能放缓，同时考虑到唐曹高速公路受遵曹公路分流影响，未来车流量存在一定的不确定性，唐曹高速公路未来经营现金流或将偏离预期。

2 基础情景下的测试结果

根据交易安排，专项计划账户的现金流入主要来自于基础资产产生的车辆通行费收入、差额支付承诺人支付的相关款项（或有）。基础情景下，联合资信假设：①本专项计划正常存续至预期到期日，且唐曹高速公路收费期限能够覆盖本专项计划存续期，且本专项计划存续期内现有的收费公路法规不变；②基础资产所涉车辆通行费收入及成本费用支出符合中审亚太出具的《现金流预测报告》中的预测结果（详见图表8）；③假设基准日为2026年3月1日，按季度归集，第一个兑付日对应的归集期间为2026年3—5月，第二个兑付日对应的归集期间为2026年6—8月，后续以此类推；假设本专项计划设立日为2026年3月20日，按季度兑付；④优先级证券的发行利率为2.50%。

考虑到流动性支持机构唐山国控为唐曹高速公司提供流动性资金支持以确保唐曹高速公司有足够的资金用于支付全部日常运营成本、有息负债本息及基础资产回购等，联合资信以中审亚太预测的特定期间内基础资产所涉车辆通行费毛收入实现为前提，在扣除本专项计划增值税、兑付兑息费0.005%、托管费0.005%的基础上，计算出基础资产可分配现金流对优先级证券本息支出的覆盖倍数。该覆盖倍数反映了在各偿还时点上，基础资产可分配现金流对优先级证券预期本息支出的覆盖水平，如果该数值小于1倍，表示本期基础资产可分配现金流不能覆盖当期优先级证券预期本息支出，优先级证券存在不能按时偿付的风险。基础资产可分配现金流对优先级证券的本息覆盖结果见下表。

图表 9 • 基础资产可分配现金流对优先级证券本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

期数	基础资产可分配现金流	优先级证券预期本息支出	本息覆盖倍数
1	5247.83	3576.88	1.47
2	6333.26	4339.34	1.46
3	5616.21	3836.94	1.46
4	4852.90	3307.53	1.47
5	5422.95	3706.31	1.46
6	6542.55	4497.50	1.45
7	5803.28	3978.63	1.46
8	5015.11	3432.84	1.46
9	5603.94	3845.34	1.46
10	6758.79	4660.16	1.45
11	5996.59	4129.75	1.45
12	5182.76	3562.50	1.45
13	5790.98	3988.66	1.45
14	6982.21	4827.03	1.45
15	6196.37	4280.03	1.45
16	5356.03	3696.28	1.45
17	5984.29	4136.03	1.45
18	7213.04	5002.91	1.44
19	6402.83	4439.22	1.44
20	5535.11	3833.88	1.44
21	6184.07	4292.16	1.44
22	7451.54	5182.44	1.44
23	6616.18	4602.00	1.44
24	5720.20	3975.00	1.44
25	6390.53	4451.75	1.44
26	7697.94	5370.38	1.43
27	6836.67	4773.09	1.43
28	5911.49	4124.34	1.43
29	6603.92	4614.47	1.43
30	7952.53	5566.38	1.43
31	7064.53	4947.16	1.43
32	6109.20	4281.59	1.43

注：1. 当期基础资产可分配现金流=每期专项计划的基础资产预测通行费毛收入-专项计划税、费，其中，专项计划增值税及附加 3.26%，托管费率 0.005%，兑付兑息费率 0.005%；
 2. 本息覆盖倍数=当期基础资产可分配现金流/当期优先级证券预期本息支出；3. 若专项计划实际设立日与假设不符，测算结果可能会存在偏差，下同
 资料来源：联合资信整理

经测算，在基础情景下，本专项计划基础资产可分配现金流对各期优先级证券本息覆盖倍数最低为 1.43 倍。

此外，在上述假设不变的情况下，联合资信测算了预测期间车辆通行费净收入在扣除上述专项计划税、费后形成的基础资产可分配净现金流对优先级证券本息支出的覆盖情况，详见下表。测算结果显示，在优先级证券的发行利率为 2.50% 的情形下，基础资产可分配净现金流对优先级证券本息支出的覆盖倍数最低为 1.05 倍。

图表 10 • 基础资产可分配净现金流对优先级证券本息的覆盖倍数（单位：万元、倍）

期数	基础资产可分配净现金流	优先级证券预期本息支出	本息覆盖倍数
1	3870.17	3576.88	1.08
2	4672.25	4339.34	1.08
3	4142.69	3836.94	1.08
4	3578.92	3307.53	1.08
5	4000.23	3706.31	1.08
6	4827.58	4497.50	1.07
7	4281.61	3978.63	1.08
8	3699.49	3432.84	1.08
9	4134.68	3845.34	1.08
10	4988.08	4660.16	1.07
11	4425.19	4129.75	1.07
12	3824.12	3562.50	1.07
13	4273.65	3988.66	1.07
14	5153.94	4827.03	1.07
15	4573.60	4280.03	1.07
16	3952.96	3696.28	1.07
17	4417.31	4136.03	1.07
18	5325.33	5002.91	1.06
19	4726.99	4439.22	1.06
20	4086.15	3833.88	1.07
21	4565.80	4292.16	1.06
22	5502.44	5182.44	1.06
23	4885.55	4602.00	1.06
24	4223.83	3975.00	1.06
25	4719.29	4451.75	1.06
26	5685.46	5370.38	1.06
27	5049.43	4773.09	1.06
28	4366.16	4124.34	1.06
29	4877.96	4614.47	1.06
30	5874.58	5566.38	1.06
31	5218.83	4947.16	1.05
32	4513.29	4281.59	1.05

注：1. 当期基础资产可分配净现金流=每期专项计划的基础资产预测通行费净收入-专项计划税、费，其中，专项计划增值税及附加 3.26%，托管费率 0.005%，兑付兑息费率 0.005%；
 2. 本息覆盖倍数=当期基础资产可分配净现金流/当期优先级证券预期本息支出；3. 若专项计划实际设立日与假设不符，测算结果可能会存在偏差，下同
 资料来源：联合资信整理

3 压力情景下的测试结果

考虑到随着实体经济风险以及地区经济风险的加大，未来唐山市经济增速可能放缓；同时，根据唐曹高速公路历史通行量情况以及现金流预测，预测各车型通行量高于历史水平，考虑到中审亚太以区域规划建设为依据之一对通行量进行预测，未来通行量受各因素影响存在一定的不确定性，从而给唐曹高速公路未来经营现金流带来一定影响；此外，优先级证券预期收益率亦可能超出基础情形。压力情景下，联合资信假设：（1）优先级证券预期收益率提高 30BP；（2）其他假设参照基础情形。

经测算，当预测通行费毛收入下跌幅度超过 29.84%时，基础资产可分配现金流对部分期次优先级证券本息支出的覆盖倍数可能将低于 1.00 倍；当预测通行费净收入下跌幅度超过 5.04%时，基础资产可分配净现金流对部分期次优先级证券本息支出的覆盖倍数可能将低于 1.00 倍。

综上所述，测试结果表明，基础资产可分配现金流对优先级证券本息具有一定的保障作用，基础资产可分配净现金流对优先级证券本息支出的保障程度较弱。

五、量化模型外的因素

1 法律要素分析

北京市炜衡（青岛）律师事务所为本交易出具了法律意见书。需关注的是基础资产存在权利负担。

法律意见书表明：各参与方均具有参与本专项计划的相应主体资格，基础资产转让行为合法、有效、完整；基础资产转让行为履行了必要的审批程序；信用增级安排真实、合法、有效。

基础资产存在权利负担情况。唐曹高速公司与中国工商银行股份有限公司唐山曹妃甸支行（以下简称“工商银行曹妃甸支行”）签订《固定资产贷款合同》，期限为 2007 年 5 月 10 日至 2026 年 12 月 20 日，截至法律意见书出具之日，债务余额为 7260.00 万元。工商银行曹妃甸支行已出具《关于唐山唐曹高速公路有限公司提前偿还借款的复函》，同意唐曹高速公司在本专项计划设立日提前偿还完毕贷款，并配合唐曹高速公司在偿还完毕贷款之日起 10 个工作日内（不含还款日）完成唐曹高速公路收费权的质押解除手续。根据交易文件的约定，如在专项计划成立日起 30 个工作日内未完成基础资产权利负担的解除及《质押合同》项下的质押登记的，计划管理人有权单方解除《基础资产买卖协议》，项目公司需全额退还华源证券已经支付的全部转让价款，且根据交易文件约定，专项计划设立后未按照《基础资产买卖协议》的规定进行基础资产的交割的，则专项计划终止。联合资信将对相关权利负担的推进情况保持关注。

2 交易结构风险分析

本专项计划主要面临资金挪用、混同风险，流动性风险及再投资风险。相关风险在本专项计划中或得到缓释处理或已有充分考量。

（1）资金挪用、混同风险

正常情况下，专项计划存续期间内车辆通行费收入将由财政局全额按月归集至资金归集账户/监管账户并按季度划转至专项计划账户，资金归集账户/监管账户系资产服务机构唐曹高速公司在监管银行处开立，基础资产现金流停留在资金归集账户/监管账户期间存在一定的资金挪用风险。若唐曹高速公司信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，属于本专项计划的现金流可能与唐曹高速公司的其他资金混同，从而给本专项计划资产造成损失。

根据监管协议的约定，本资金归集账户/监管账户为专门用于接收本专项计划基础资产现金流回收款且唯一的银行账户，唐曹高速公司不得使用其他任何银行账户归集基础资产现金流回收款；资金归集账户/监管账户划入资金后，监管人有义务监管资金归集账户中的资金，不得将资金监管账户中资金提供原始权益人唐曹高速公司使用；监管银行应依据协议规定监督并记录资金归集账户的资金划拨，若资产服务机构唐曹高速公司要求动用资金归集账户中的资金且违反协议约定的，监管银行应及时通知计划管理人并拒绝该指令。此外，根据交易安排，正常情况下，基础资产现金流由监管账户按季度划付至专项计划账户，划转频率尚可；当触发加速归集事件，则加速为按周划付至专项计划账户，且频率不再恢复。根据《关于唐曹高速公路通行费划付等事项的补充复函》，曹妃甸区财政局将按月划付通行费，划转频率较高。此外，流动性支持机构唐山国控无条件且不可撤销地承诺对唐曹高速公司的日常运营提供流动性资金支持以确保唐曹高速公司有足够的资金用于支付全部日常运营成本，考虑到唐山国控履约能力极强，唐曹高速公司信用状况恶化、丧失清偿能力甚至破产的可能性小。总体看，本专项计划的资金挪用、混同风险得到了缓释。

（2）流动性风险

本专项计划基础资产现金流来源为唐曹高速公路收取的车辆通行费收入。存续期内，本专项计划可能面临通行费收入不及预期及基础资产灭失等情形，进而影响本专项计划当期优先级证券本金和利息的偿付，从而发生流动性风险。

根据监管协议约定，如任意一个现金流归集期间基础资产实际产生的现金流比《现金流预测报告》中预计的现金流减少 20%及以上时，原始权益人同意根据计划管理人的书面指示在该现金流归集期间结束后的 10 个工作日内向监管账户存入不少于当期现

金流偏差值金额的 50% 金额的款项作为保证金。并且，根据交易安排，差额支付承诺人唐山国控的履约能力极强，其不可撤销及无条件地对本专项计划承担差额补足义务，有效缓解了本专项计划面临的流动性风险。

(3) 再投资风险

本专项计划存续期间，计划管理人可以将托管账户中的资金进行合格投资，这将使本专项计划财产面临一定的再投资风险。

根据交易安排，计划管理人将托管资金投资于银行存款、货币基金或者其他风险低、变现能力强的固定收益类产品的投资方式。此外，合格投资中相当于当期分配或支付到期应付之专项计划费用所需的部分应于专项计划账户中的资金根据专项计划文件的约定进行现金流分配或相关费用支付之前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。上述较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

3 参与机构履职能力分析

(1) 资产服务机构/原始权益人

唐曹高速公司成立于 2006 年 11 月 27 日，截至 2025 年 9 月底，注册资本和实收资本均为 27.50 亿元，由唐山港发交通有限公司 100% 持股，实际控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。唐曹高速公司持有并运营唐曹高速公路。

截至 2024 年底，唐曹高速公司资产总额为 1135253.19 万元，较上年底下降 0.57%；负债总额为 588189.74 万元，较上年底下降 3.59%；所有者权益合计为 547063.45 万元，较上年底增长 2.89%。2024 年，唐曹高速公司实现营业总收入 23345.75 万元，同比增长 0.91%；实现利润总额 12083.10 万元，同比增长 40.31%，主要系投资收益增加和资产处置收益增加所致。

截至 2025 年 9 月底，唐曹高速公司资产总额为 1156155.80 万元，负债总额为 593352.35 万元，所有者权益合计为 562803.45 万元。2025 年 1—9 月，唐曹高速公司实现营业总收入 18280.90 万元，利润总额为 18093.30 万元。

根据唐曹高速公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 1 月 7 日，唐曹高速公司无关注类或不良类信贷信息。截至 2026 年 3 月 6 日，经查询《国家企业信用信息公示系统》《证券期货市场失信记录查询平台》《中国执行信息公开网》《国家税务总局河北省税务局》和《信用中国》，联合资信未发现唐曹高速公司存在重大失信信息。

总体看，唐曹高速公司实际控制人背景强，本专项计划因其丧失履约能力而发生违约的概率较低。

(2) 计划管理人

华源证券成立于 2002 年 12 月 10 日，截至 2025 年 6 月底，注册资本与实收资本均为 45.76 亿元，前三大股东分别为武汉开发投资有限公司(持股 50.00%)、武汉光谷金融控股集团有限公司(持股 16.31%)和同创九鼎投资管理集团股份有限公司(持股 12.17%)，华源证券具有证券投资基金代销业务资格、证券投资咨询业务资格、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问资格以及证券承销和证券资产管理业务资格等资质。

截至 2024 年底，华源证券资产总额为 164.42 亿元，较年初增长 47.13%，主要系货币资金及交易性金融资产增加所致；负债总额为 114.84 亿元，较年初增长 80.54%，主要系拆入资金、代理买卖证券款、应付债券增加所致；所有者权益合计为 49.58 亿元，较年初增长 2.99%。2024 年，华源证券由亏转盈，实现营业收入 9.96 亿元，利润总额 1.04 亿元，主要系经纪业务手续费净收入增加以及公允价值变动收益扭亏为盈所致。

截至 2025 年 9 月 30 日，华源证券资管产品备案总数 301 个，存续产品 86 个，受托资金规模 113.78 亿元，净值规模 81.42 亿元。其中，集合产品 62 个，存续 35 个，受托资金规模 33.93 亿元，净值规模 33.19 亿元；单一产品 231 个，稳续 48 个，受托资金规模 67.85 亿元，净值规模 36.23 亿元；专项产品 8 个，正在存续 3 个，受托资金规模 12.00 亿元，净值规模 12.00 亿元。

华源证券建立了资产证券化业务管理体系和风险控制体系，从资产支持专项计划的基础资产状况、募集规模、风险收益属性、自有资产参与金额、信息披露、市场推广、投资运作等方面规范资产证券化业务的内部控制，建立规范的风险管理制度和业务流程，监控资产支持专项计划的运作状况。项目组需遵循全面性、规范性、审慎性、适当性的原则，对资产证券化业务开展过程中存在的风险进行识别、评估、管理，制定风险控制措施，与其他参与主体按照合同约定执行风险控制措施，并协调、督促其他参与主体履行相关责任。

总体看，华源证券具有一定的资产管理经验，并建立了相应的风险管理体系，本专项计划因计划管理人丧失履约能力而发生违约的概率低。

(3) 监管银行/监管人

本专项计划的监管银行/监管人为天津银行股份有限公司石家庄分行。天津银行股份有限公司（以下简称“天津银行”）成立于1996年11月6日，是中国首批获准组建的5家城市合作银行之一。天津银行于2016年3月在香港联合交易所公开上市（股票代码：1578）。

截至2024年底，天津银行资产总额为9259.94亿元，负债总额为8565.84亿元，所有者权益合计为694.10亿元。2024年，天津银行实现营业总收入167.09亿元，税前利润42.03亿元。截至2024年底，天津银行不良贷款率为1.7%，较上年底持平；拨备覆盖率169.21%，较上年底上升1.35个百分点；资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为13.59%、10.47%及9.53%，满足监管要求。截至2025年6月底，天津银行资产总额为9656.75亿元，负债总额为8957.59亿元，所有者权益合计为699.16亿元。2025年1—6月，天津银行实现营业总收入88.28亿元，税前利润21.39亿元。

天津银行建立了相应的风控体系，包括明确的授信政策、风险管理流程、内部审批流程和控制措施。天津银行建立了以大数据分析为基础的“564”系统风控平台。该平台涵盖了反欺诈、申请评价、主动监测预警、智能催收、交叉验证功能等五大核心风控体系，根据设定的风险阈值和规则，对监测到的异常情况进行预警，提醒相关部门和人员及时采取措施。此外，天津银行建立了事前、事中、事后的三层监控体系，从客户准入、交易监控到事后核查，保障账户和资金安全。

总体看，天津银行具备相应的风控体系，本专项计划因监管银行/监管人丧失履约能力而发生违约的概率低。

（4）托管银行/托管人

本专项计划的托管银行/托管人为中信银行股份有限公司石家庄分行。中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）成立于1987年，是中国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一。2007年4月，中信银行在上海证券交易所和香港联合交易所同步上市（股票代码：601998.SH、00998.HK）。截至2025年9月底，中信银行总股本为556.45亿元，第一大股东中国中信金融控股有限公司持有中信银行64.75%的股权。

截至2024年底，中信银行资产总额为95327.22亿元，负债总额为87253.57亿元。2024年，中信银行实现营业收入2136.46亿元，实现利润总额808.63亿元。截至2025年9月底，中信银行资产总额为98981.28亿元，负债总额为90559.36亿元。2025年1—9月，中信银行实现营业收入1565.98亿元，实现利润总额654.71亿元。

截至2024年底，中信银行公募基金托管规模2.52万亿元，覆盖货币基金、债券基金、权益基金、指数基金、公募REITs等多品类；养老金业务和跨境托管业务保持稳健增长，截至2024年底，年金托管规模达4962.29亿元，QDII类托管规模达3021.61亿元，分别较上年底增加826.76亿元和1238.20亿元。截至2024年底，中信银行托管规模突破16万亿，达到16.42万亿元；2024年，中信银行托管业务实现收入37.20亿元。

内部控制组织结构方面，中信银行总行建立了风险管理委员会，负责全行的风险控制和风险防范工作，托管部内设内控合规岗，专门负责托管部内部控制，对托管业务的各个环节和业务流程进行稽核监察。内部控制措施方面，中信银行建立了各项规章制度、操作流程、岗位职责、行为规范等，从制度上、人员上保证基金托管业务稳健发展；建立了安全保管基金财产的物质条件，对业务运行场所实行封闭管理，在要害部门和岗位设立了安全保密区，安装了录像、录音监控系统，以保证基金信息的安全；建立内部控制防线和业务授权管理等制度，确保所托管的基金财产独立运行；开展多种形式的持续培训，加强职业道德教育。

总体看，中信银行具备一定的托管经验，且具备一定的风险管理体系，本专项计划因托管人/托管银行丧失履约能力而发生违约的概率很低。

综上所述，各项风险在本专项计划中或得到了缓释处理，各参与机构亦能较好地履行其相应的职能，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、外部增信

唐山国控主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其作为差额支付承诺人不可撤销及无条件地对本专项计划承担差额支付义务。唐山国控履约能力极强（唐山国控信用分析详见附件1-1）。

唐山国控是唐山市重要的基础设施建设和国有资产经营主体，基建类业务在曹妃甸区具有很强的专营优势。唐山市经济总量在河北省各地级市中排名第一，矿产资源丰富，沿海港口优势突出；曹妃甸区具有独特的区位优势和深水大港条件，是唐山市“一港双城”建设的核心承载区，享有多重政策叠加优势，经济总量持续增长，一般公共预算收入规模位于唐山市各区县首位，财政自给能力强，唐山国控外部发展环境良好，且持续获得有力的外部支持。唐山国控业务以基础设施建设、围海造地及土地开发、化工和贸易等为主，基础设施代建项目投入对唐山国控资金形成较大占用；唐山国控通过股权收购方式推动产业导入，业务向市场化及多元化发展，化工板块对收入贡献较大，具备一定的行业竞争优势，部分产品受行业景气度影响较大；大宗商品贸易业务收入占比

较高，对利润贡献有限。唐山国控资产流动性较弱，其他应收款回收情况有待关注；唐山国控债务负担一般，整体偿债指标表现好，但短期债务和债券融资占比较高，债务结构有待优化；非经营性损益对唐山国控利润贡献较大；唐山国控股权划转较为频繁，对唐山国控业务稳定性和财务表现产生一定影响。

未来，随着唐山市和曹妃甸区“一港双城”战略的推进，持续融入京津冀协同发展以及“一带一路”进程，曹妃甸港持续开发建设，唐山国控经营状况有望保持稳定。

优势

(1) 外部发展环境良好。2022—2024年，唐山市经济水平持续发展，经济总量在河北省各地级市中排名第一，沿海港口优势突出，形成了以精品钢铁、现代商贸物流、高端装备制造和海洋产业为支柱的产业体系。曹妃甸区在唐山市“一港双城”战略中地位重要，唐山国控外部发展环境良好。

(2) 区域专营优势以及行业竞争优势。唐山国控作为唐山市重要的基础设施建设和国有资产经营主体，其基础设施建设相关业务、供热等业务在曹妃甸区具有很强的区域专营优势。化工板块中，纯碱和粘胶短纤维业务具备一定的行业竞争优势，为唐山国控业务多元化发展、营业收入提供有力支撑。

(3) 持续获得有力的外部支持。2022年，唐山市国资委将其所持有曹妃甸国控投资集团有限公司（以下简称“曹妃甸国控”）100.00%股权注入唐山国控，河北省人民政府国有资产监督管理委员会将其持有的河北港口集团有限公司（以下简称“港口集团”）6.63%无偿划转至曹妃甸国控；2023年，唐山市国资委将其持有港口集团26.29%股权无偿划转至曹妃甸国控，唐山国控通过国有股权无偿划转方式成为唐山三友集团有限公司的间接控股股东。2022—2024年，唐山国控分别确认政府补助11.26亿元、5.00亿元和4.06亿元，计入“其他收益”。

关注

(1) 唐山国控基础设施代建项目、围海造地及土地开发业务回款情况有待关注，其他应收款规模大且应收对象分散。截至2025年9月底，唐山国控待回款和确认收入的基础设施代建项目规模较大，同时唐山国控尚有51.02亿元围海造地及土地开发相关款项未回款。截至2024年底，唐山国控以往来款和土地收储款为主的其他应收款合计481.67亿元，应收对象分散，资金回收情况有待关注。

(2) 债务结构有待优化。截至2025年9月底，唐山国控全部债务中债券融资占比27.01%，短期债务占比为37.66%，短期债务和债券融资占比较高，债务结构有待优化。

(3) 股权划转较为频繁。唐山国控股权划转较为频繁，划出子公司股权对唐山国控业务稳定性和财务表现产生一定影响，需关注唐山国控未来产业布局调整情况。

七、评级结论

联合资信通过对本专项计划所涉及的基础资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素的综合考量，确定本专项计划项下优先级证券的信用等级均为AAA_{sf}，次级证券未予评级。

上述评级结果反映了优先级证券预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 唐山国控集团有限公司主体信用分析

一、主体概况

唐山国控集团有限公司（以下简称“公司”）由唐山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“唐山市国资委”）于 2022 年 4 月出资成立，公司初始注册资本为 202.56 亿元。2022 年 7 月，唐山市国资委将其所持有的曹妃甸国控投资集团有限公司（以下简称“曹妃甸国控”）100%股权和唐山控股发展集团股份有限公司（以下简称“唐山控股”）98.48%股权以无偿划转方式注入公司，唐山市住房和城乡建设局（以下简称“唐山市建设局”）将其持有唐山市安居集团有限责任公司（以下简称“安居集团”）100%股权以无偿划转方式注入公司。2024 年 7 月，唐山市人民政府出具《唐山市人民政府关于唐山控股发展集团股份有限公司股权划转相关事宜的批复》（唐政字〔2024〕53 号），同意将公司所持唐山控股 98.48%股权无偿划转至唐山市国资委；唐山市人民政府同意将公司所持安居集团 100.00%股权无偿划转至唐山市国资委。截至 2025 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 202.56 亿元，唐山市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司作为唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，主要从事基础设施建设、围海造地及土地开发、化工和贸易等业务。

截至 2025 年 9 月底，公司本部设综合办公室、计划财务部、战略规划部和企业管理部等职能部（室）（详见附件 1-2）。截至 2025 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司 12 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2053.58 亿元，所有者权益 1013.02 亿元（含少数股东权益 133.48 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 375.83 亿元，利润总额 17.38 亿元。

截至 2025 年 9 月底，公司合并资产总额 2193.92 亿元，所有者权益 1031.40 亿元（含少数股东权益 144.45 亿元）；2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 232.24 亿元，利润总额 9.04 亿元。

公司注册地址：河北省唐山市路南区南湖生态城南湖紫天鹅大酒店东区 102 房间；法定代表人：王昆。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年前三季度）](#)》。

三、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；在城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

唐山市经济水平持续发展，经济总量在河北省各地级市中排名第一，区域交通便利，矿产资源丰富，沿海港口优势突出，形成了以精品钢铁、现代商贸物流、高端装备制造和海洋产业为支柱的产业体系。唐山市实施“一港双城”战略，曹妃甸区具有独特的区位优势和深水大港条件，是京津冀协同发展和“一带一路”国家倡议的重要交汇点、国家级经济技术开发区和非首都功能疏解重要的产业转移承接地，也是唐山市“一港双城”建设的核心承载区，享有多重政策叠加优势。曹妃甸区经济总量持续增长，港区岸线资源丰富，一般公共预算收入规模位于唐山市各区县首位，财政自给能力强，但税收占比不高。总体看，公司外部发展环境良好。

唐山市为河北省辖地级市，位于河北东部、华北平原东北部，南临渤海，北依燕山，毗邻京津，是国务院批复确定的河北省中心城市之一。唐山市下辖路南区、路北区、古冶区、开平区、丰南区、丰润区、曹妃甸区 7 个区，滦南县、乐亭县、迁西县、玉田县 4 个县，代管遵化市、迁安市、滦州市 3 个县级市，另辖唐山市芦台经济技术开发区（省级）、汉沽管理区、唐山高新技术产业开发区（国家级）、河北唐山海港经济开发区 4 个开发区（管理区）。截至 2024 年底，唐山市常住人口 772.28 万人，常住人口城镇化率为 67.10%，比上年底提高 0.39 个百分点。

唐山市交通便利，已形成陆海联运的交通体系。公路方面，唐山市境内京沈、津唐、唐港、唐承、沿海高速公路与环城高速公路、国道相交连接，形成网络，唐廊高速建成，京秦高速二期通车。截至 2024 年底，唐山市公路通车里程达到 2.06 万公里，比上年底增加 222 公里。高速公路通车里程达到 861 公里。农村公路通车里程达到 1.82 万公里，全年改造农村公路 543.2 公里。铁路方面，京哈、通坨、京秦、大秦四条铁路干线和京山、大秦、七滦、迁曹、滦港铁路纵横穿越唐山市境。港口方面，截至 2024 年底，唐山港全年新增对外开放泊位 8 个，年底总数达到 88 个；新增内陆港 4 个，总数达到 59 个；内外贸集装箱班轮航线达到 47 条。2024 年全年货物吞吐量 86215 万吨，稳居世界沿海港口第二位，比上年增长 2.4%。航空方面，截至 2024 年底，三女河机场全年旅客吞吐量 56.9 万人次，货邮吞吐量 489.8 吨，增长 26.6%，年底开通航线 13 条，通达 15 个城市。

唐山市矿产资源丰富，拥有各类矿产 51 种，有近 30 种被开发利用，主要矿种有煤、铁、金、石灰岩（包括水泥、制碱、熔剂、制灰用灰岩）、冶金用白云岩、石油、天然气等。经过多年发展，唐山市形成了以精品钢铁、现代商贸物流、高端装备制造和海洋产业为支柱的产业体系。

基于唐山市港口、区位、资源、产业等方面优势，唐山市政府制定了《关于调整产业结构优化产业布局的实施意见》《关于推进第二产业优化升级的实施意见》等一揽子政策文件，提出打造“4+4+N”现代化产业链条，即精品钢铁、绿色化工、绿色建材、高端装备制造 4 条标志性产业链，新能源、节能环保、海洋、信息智能 4 条成长性产业链，基因技术、类脑智能、天空开发等 N 条前瞻性产业链。新质生产力方面，2024 年，唐山市高新技术产业增加值比上年增长 10.9%，工业机器人、锂离子电池、动车组产量分别比上年增长 39.1%、1.02 倍和 1.04 倍。新增国家级制造业单项冠军 3 家、专精特新“小巨人”4 家，首钢智新荣登独角兽企业榜。高技术产业投资比上年增长 9.9%，其中高技术制造业增长 17.2%，高技术服务业增长 1.3%。限额以上批发零售单位通过公共网络实现的商品零售额增长 47.3%，增速比上年加快 17.4 个百分点。

图表 1 • 唐山市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	8900.7	9133.3	10003.9
GDP 增速（%）	4.7	5.9	5.6
固定资产投资增速（%）	7.8	3.7	-13.5
三产结构	7.2:55.3:37.5	7.2:51.0:41.8	6.6:50.4:43.0
人均 GDP（万元）	11.56	11.84	12.96

注：固定资产投资增速为不含农户口径
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据唐山市国民经济和社会发展统计公报，2022—2024年，唐山市地区生产总值持续增长，增速波动上升。2024年，唐山市GDP在河北省排名第1位。产业结构方面，唐山市产业结构呈现“二三一”发展格局，服务业比重逐步增大。固定资产投资方面，2022—2024年，唐山市固定资产投资增速持续下降，2024年固定资产投资中第一产业投资下降2.6%，第二产业投资下降5.7%，第三产业投资下降20.3%；工业投资下降5.9%，其中工业技术改造投资下降7.2%，占工业投资的比重为69.1%。在工业投资中，采矿业投资下降10.6%，制造业投资下降11.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长33.0%。

图表2·唐山市主要财力指标

项目	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)
一般公共预算收入(亿元)	542.66	581.43	577.99
一般公共预算收入增速(%)	-1.8	7.1	-0.6
税收收入(亿元)	257.48	303.6	292.49
税收收入占一般公共预算收入比重(%)	47.45	52.22	50.60
一般公共预算支出(亿元)	936.90	1001.53	1029.71
财政自给率(%)	57.92	58.05	56.13
政府性基金收入(亿元)	299.43	311.21	309.84
地方政府债务余额(亿元)	2249.47	2607.48	2832.01

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据唐山市财政决算报告，2022—2024年，唐山市一般公共预算收入波动增长；税收收入占一般公共预算收入比重波动上升，财税质量一般。同期，唐山市一般公共预算支出持续增长，财政自给能力一般。受土地市场行情影响，2022—2024年，唐山市政府性基金收入波动上升。截至2024年底，唐山市政府债务余额2832.01亿元，其中专项债务余额1753.78亿元，一般债务余额1078.23亿元。

2025年，唐山市实现地区生产总值10450.2亿元，增长6.2%；同期，唐山市完成一般公共预算收入588.2亿元，增长1.8%。

(2) 曹妃甸区

曹妃甸区为唐山市下辖区，位于唐山南部沿海、环渤海中心地带，地处环渤海、环京津“两环”核心地带，是连接中国东北、华北和西北地区的重要通道，于2012年7月经国务院批准设立，是河北省唯一按副厅级架构设置的行政区域，其享有“国家级经济技术开发区+综合保税区+跨境电商综试区+自贸区+国家进口贸易促进创新示范区+RCEP实施示范区”多重政策叠加优势。《京津冀协同发展规划纲要》将曹妃甸协同发展示范区列为四大战略合作平台之首。京冀两地政府签订《共同打造曹妃甸协同发展示范区框架协议》，曹妃甸成为京冀两地共同打造的、全国唯一省级跨区域共建平台。曹妃甸区正成为京津产业转移的首选地、协同创新的新基地、非首都功能疏解的新空间。唐山市实施“一港双城”战略，曹妃甸港为唐山港的重要构成，曹妃甸新城为“一港双城”建设的核心承载区。曹妃甸是“一带一路”重要枢纽，建成北京、西安等内陆港20个，开通了曹妃甸港至蒙古国乌兰巴托、俄罗斯莫斯科、乌兹别克斯坦塔什干等多条中欧班列，形成了公路、铁路、海运完善的多式联运交通体系。曹妃甸区总面积2114平方公里，其中陆地1408.1平方公里，海域705.9平方公里，下辖3个镇、10个农场、2个养殖场，另设有4个功能区：曹妃甸工业区、南堡开发区、曹妃甸新城、垦区。截至2024年底，曹妃甸区常住人口36.77万人，城镇化率85.73%。

曹妃甸水深岸陡，为渤海的最深点，且常年不冻不淤；同时与深槽相连，有一条天然水道直通黄海。水道与深槽的结合，使得曹妃甸港口不需开挖航道、不需疏浚维护，即可建设30~40万吨级的大型深水泊位，被誉为天然钻石级港址。曹妃甸港总规划岸线125.7公里，已建成各类生产性泊位101个，开通国内外贸易航线110余条，可直达日、韩、英、美等70多个国家和地区。经过多年发展，曹妃甸区初步形成以钢铁及深加工、石油化工、港口物流等传统产业为基础，以高端装备制造、新材料、新能源、新一代信息技术和现代服务业等为支撑的现代新兴产业体系。

根据公开资料，2022—2024年，曹妃甸区的地区生产总值和一般公共预算收入均逐年增长，一般公共预算收入规模位于唐山市各区县首位，税收收入占一般公共预算收入比重逐年下降，财政自给率高。2022—2024年，曹妃甸区政府性基金收入持续增长。2025年前二季度，曹妃甸区实现地区生产总值568.4亿元，增长6.3%，2025年，曹妃甸区完成地区生产总值1303.6亿元，同比增长7.7%，实现一般公共预算收入126.8亿元，增长2.9%。

图表 3 • 曹妃甸区主要经济财政指标

项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
GDP（亿元）	1010.3	1060.6	1220.8
GDP 增速（%）	8.2	7.5	5.6
固定资产投资增速（%）	12.9	7	-49.60
三产结构	5.1:57.5:37.4	5.2:52.8:42.0	/
人均 GDP（万元）	28.20	29.08	/
一般公共预算收入（亿元）	103.30	119.10	131.06
一般公共预算收入同比增速（%）	20.10	15.30	10.00
税收收入（亿元）	51.94	58.13	59.09
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	50.28	48.81	45.09
一般公共预算支出（亿元）	114.76	120.74	128.89
财政自给率（%）	90.01	98.64	101.68
政府性基金收入（亿元）	91.31	103.18	114.99
地方政府债务余额（亿元）	473.06	605.35	657.20

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信整理根据公开数据整理

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，基础设施建设相关业务和供暖业务在曹妃甸区具有很强的区域专营优势，化工板块中的纯碱和粘胶短纤维领域具备一定行业竞争优势。

公司作为唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，主要从事基础设施建设、围海造地及土地开发、供热、化工和贸易等业务，其中基础设施建设、围海造地及土地开发业务范围以曹妃甸区为主，基础设施建设相关业务和供暖业务在曹妃甸区具有很强的区域专营优势。此外，子公司唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”）为上市公司，是河北省重点化工骨干企业，全国纯碱和化纤行业的知名企业，负责公司化工板块，三友化工纯碱、粘胶短纤维领域具备一定的行业竞争优势。

唐山市其他主要的投资建设主体还包括唐山市城市发展集团有限公司（以下简称“唐山城发”）、唐山投资控股集团有限公司（以下简称“唐山投资”）、唐山高速公路集团有限公司（以下简称“唐山高速”）、唐山控股和安居集团。上述主体职责见下表。

图表 4 • 唐山市主要城市基础设施建设主体基本情况

企业简称	控股股东	公司职责
公司	唐山市国资委	唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，主要从事基础设施建设、围海造地及土地开发、化工和贸易等业务
唐山城发	唐山市国资委	唐山市主城区的基础设施、安置房建设、燃气、水务等
唐山投资	唐山市国资委	以文旅为主业，主要负责南湖景区和培仁历史文化街投资开发及运营，同时负责品牌活动、专业赛事和体育活动等
唐山高速	唐山市国资委	唐山市高等级公路投资、建设及运营
唐山控股	唐山市国资委	唐山市重要的国有资产运营和旅游项目开发主体，主要负责唐山国际旅游岛土地开发运营与旅游资源开发、胶粘剂、合成树脂与复合材料生产销售等业务
安居集团	唐山市国资委	唐山市重要的政策性住房投资建设和运营管理主体

注：未获取吴兴交旅投公开数据，以“/”表示

资料来源：联合资信根据公开资料及公司提供资料整理

2 人员素质

公司主要管理人员具备丰富的管理经验，员工素质能满足日常经营活动需要。

截至 2025 年 9 月底，公司拥有董事 7 人、高管 3 人（包括总经理、财务负责人、财务总监）。

王昆，1974 年出生；曾任职曹妃甸区第八农场党委书记，曹妃甸区第七农场党委书记兼第十一农场党委书记，唐山曹妃甸农业发展集团有限公司党总支副书记、董事长；现任公司董事长、曹妃甸国控董事长。

韩泽县先生，1970 年出生；曾任天津农村合作银行（后改制重组为天津农村商业银行股份有限公司）信用工程建设办公室经济师及副主任，天津滨海农村商业银行股份有限公司（以下简称“滨海农商行”）党委委员兼董事会秘书，天津市北辰村镇银行股份有限公司董事长，滨海农商行董事会秘书、党委委员、党委副书记、副行长、行长，张家口市融资担保集团有限公司党委副书记兼总经理；现任公司总经理、董事。

截至 2025 年 6 月底，公司本部共有在职员工 156 人。从文化程度来看，大专及以下学历员工 6 人，本科学历员工 112 人，硕士及以上学历员工 38 人；从年龄来看，30 岁及以下员工 43 人，31~50 岁员工 100 人，51 岁及以上员工 13 人。

3 信用记录

公司本部及下属重要子公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：130200UGABX46D24），截至 2026 年 1 月 4 日，公司本部无未结清和已结清不良/关注类信贷信息记录。

根据公司提供的重要子公司曹妃甸国控《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：1302090001092557），截至 2026 年 1 月 5 日，重要子公司曹妃甸国控本部无未结清和已结清不良/关注类信贷信息记录。

根据公司及重要子公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部及重要子公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2026 年 3 月 5 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

五、管理分析

1 法人治理

公司建立了比较有效的法人治理结构，董事、监事和总经理到位情况良好。

公司根据《公司法》等相关法律、法规的要求制定了公司章程。根据公司章程，公司不设股东会，设董事会、监事会和经理层。

公司董事会成员 7 名，其中职工代表董事 1 名，由公司职工代表大会选举产生，其余 6 名董事均由唐山市国资委委派。公司设董事长 1 名，由唐山市国资委依照企业领导人员管理有关规定在董事会成员中指定。董事会行使包括制订公司战略和发展规划、制定公司基本管理制度及决定公司年度经营计划和投资计划等职权。

公司监事会成员 5 名，其中职工代表监事 2 名，由公司职工代表大会选举产生，其余 3 名监事由唐山市国资委委派，董事及高级管理人员不得兼任监事。公司设监事会主席 1 名，由唐山市国资委在监事会成员中指定。监事会行使检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，任期为 3 年。总经理对公司董事会负责，行使职权包括拟定并组织实施公司的战略规划、经营计划、年度投资计划和投资方案等。

截至 2025 年 9 月底，公司董事会成员、监事会成员、总经理已经全部到位。

2 管理水平

公司建立了与业务相适应的管理制度，内部控制体系相对健全。

公司本部设综合办公室、计划财务部、战略规划部和企业管理部等职能部（室），结合公司业务具体情况，在财务管理、融资管理和对外担保管理等方面制定管理制度，并在公司本部施行，子公司参照执行。公司本部高管在重要子公司兼职，通过各项管理制度对子公司日常业务进行规范和审批，对子公司的管控力度较强。

对于重大决策事项、重要人事任免事项、重大项目安排事项和大额度资金运作事项（以下简称“三重一大”），公司制定了《“三重一大”决策制度（试行）》，该制度明确了“三重一大”事项范围，规范了“三重一大”事项决策程序，公司党委书记和董事长为制度实施的主要负责人。

六、经营分析

1 经营概况

公司作为唐山市重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事围海造地及土地开发、土地使用权转让、基础设施建设、胶粘剂和纯碱等化工产品生产及销售、大宗贸易等业务。2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，主要受大宗贸易收入波动下降以及基础设施回购、港口业务和纯碱收入持续下降等综合影响。毛利率方面，2022—2024 年，受供暖和港口业务等板块毛利率变化以及不同板块占比变动的的影响，公司综合毛利率波动下降。

2024 年，随着唐山控股和安居集团的划出，土地使用权转让、胶粘剂、港口和旅游等业务仅确认当年划出前的收入。

2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 232.24 亿元，相当于上年全年的 61.79%。同期，公司综合毛利率为 11.15%。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
大宗贸易	103.86	20.60	1.63	66.45	15.82	2.04	83.62	22.25	1.60
基础设施回购	44.02	8.73	10.71	27.03	6.43	10.71	7.51	2.00	10.71
港口业务	26.63	5.28	26.88	3.77	0.90	94.80	3.02	0.80	92.46
围海造地及土地开发	9.98	1.98	12.28	10.20	2.43	12.28	10.38	2.76	12.28
通行费	2.34	0.46	75.17	2.31	0.55	70.52	2.30	0.61	72.69
供暖	3.91	0.77	21.45	3.29	0.78	10.92	2.16	0.57	-36.27
土地使用权转让	22.62	4.49	98.09	27.92	6.65	98.09	15.52	4.13	98.09
胶粘剂	15.80	3.13	17.74	19.72	4.69	19.59	9.93	2.64	16.81
旅游业务	1.28	0.25	-10.83	1.28	0.31	-10.83	0.64	0.17	-10.83
住房保障	0.25	0.05	25.48	3.24	0.77	22.39	1.29	0.34	1.73
纯碱	81.27	16.12	34.86	77.20	18.38	40.13	55.32	14.72	25.37
烧碱	16.37	3.25	62.83	13.00	3.09	58.01	13.59	3.62	59.96
聚氯乙烯树脂	26.07	5.17	-14.69	21.79	5.19	-20.47	21.41	5.70	-13.77
粘胶短纤维	85.56	16.97	0.30	91.27	21.73	6.01	102.50	27.27	7.27
二甲基硅氧烷混合环体	9.76	1.94	16.65	9.03	2.15	-12.13	12.41	3.30	-4.09
其他业务	54.38	10.79	29.68	42.54	10.13	38.87	34.24	9.11	36.59
合计	504.10	100.00	18.87	420.03	100.00	23.30	375.83	100.00	16.67

注：其他业务收入主要来源于复合材料、显示材料、医药中间体、电子化学品等板块
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 业务经营分析

(1) 围海造地及土地开发

公司是曹妃甸区围海造地及土地开发主要主体，具有很强的区域专营性。大规模围海造地已基本结束，未来公司主要从事土地开发及回填项目建设；2024 年业务回款效率有所下降，需关注围海造地和土地开发剩余款项的回款情况。

公司围海造地及土地开发业务主要由子公司曹妃甸国控负责，其下属子公司蓝海曹妃甸有限公司（以下简称“蓝海公司”）是曹妃甸区内主要围海造地及土地开发主体，具有很强的区域专营性。曹妃甸区主要由垦区（原唐海县）、曹妃甸工业区、南堡经济

开发区和曹妃甸新城四大功能区组成，其中曹妃甸工业区和曹妃甸新城原主要为海域，是公司围海造地及土地开发业务的主要展业范围。公司自 2005 年起受唐山市曹妃甸工业区管理委员会（以下简称“曹妃甸工业区管委会”）委托开展围海造地业务，2012 年曹妃甸区大规模围海造地基本结束后，公司利用开采铁矿石伴生的废弃剥岩土对曹妃甸未利用地和可利用滩涂进行土地一级开发。

公司围海造地及土地开发业务采取委托代建模式，资金来源于自有资金及外部融资。根据《唐山市曹妃甸新区土地一级开发整理协议》，公司负责对曹妃甸工业区及曹妃甸新城的土地进行一级开发；待土地开发完成后，曹妃甸工业区管委会将对相应地块进行验收结算，结算金额为土地开发整理实际投入金额及收益，2016 年起围海造地及土地开发业务改由唐山曹妃甸区恒石资产管理有限公司³（以下简称“恒石资产”）与公司进行结算，结算方式未变。结算资金支付方面，政府主要通过项目结算及财政补贴等形式返还公司已投入成本并给予合理报酬，具体支付时间根据财政资金情况而定。

2022—2024 年，公司围海造地及土地开发业务收入分别为 9.98 亿元、10.20 亿元和 10.38 亿元，毛利率均为 12.28%；同期，曹妃甸工业区管委会及恒石资产合计支付公司结算金额分别为 11.30 亿元、10.00 亿元和 5.10 亿元，2024 年回款效率有所下降；此外，公司 2022—2024 年每年收到曹妃甸工业区管委会拨付的围海造地及土地开发财政补贴 3.00 亿元。

截至 2025 年 9 月底，公司累计完成造地面积 234.23 平方公里（其中曹妃甸工业区 197.98 平方公里，曹妃甸新城 36.25 平方公里），完成土地一级开发 66.54 平方公里，累计完成围海造地及土地开发投资 526.41 亿元，截至 2025 年 9 月底尚有 51.02 亿元围海造地及土地开发相关款项未回款。公司在建项目主要为曹妃甸区首钢二期东侧（南段）陆域回填工程，计划总投资 9.09 亿元，截至 2025 年 9 月底已投资 7.73 亿元，造地面积共 290.46 万平方米，已完工 85.08%。公司暂无大规模拟建的围海造地项目，未来公司主要从事土地开发及回填项目建设。

（2）基础设施建设

公司负责曹妃甸区的基础设施建设业务，待回款及待结算的项目规模较大，对公司资金形成较大占用；在建项目以自营项目为主，项目收益情况有待关注。

公司基础设施建设业务主要由曹妃甸国控及其子公司唐山曹妃甸发展投资集团有限公司（以下简称“曹发展”）负责。公司对曹妃甸区范围内的基础设施及公共配套设施开展建设，同时也负责曹妃甸国家级经济技术开发区和中国（河北）自由贸易试验区曹妃甸片区的建设和运营，具有很强的区域专营优势。公司基础设施建设业务模式可分为委托代建与自建运营两种。

委托代建业务方面，公司依据《曹妃甸新区管理委员会财政性投资的公共基础设施项目养护管理及资产移交的实施办法》，由河北省唐山市曹妃甸工业区财政局国有资产监督管理办公室（以下简称“曹妃甸工业区国资办”）作为项目业主方，公司作为市政基础设施建设的代建方，负责项目资金的筹集和偿还、项目现场施工组织和建设指挥协调工作。项目竣工后，曹妃甸工业区国资办按工程决算审计金额加上一定比例收益与公司进行结算。公司将项目结算款项确认为基础设施回购收入，同时结转相应成本。截至 2025 年 9 月底，公司无在建及拟建代建项目。截至 2025 年 9 月底，公司基础设施建设项目已投入金额较大，整体回款情况一般，对公司资金形成较大占用。

图表 6·截至 2025 年 9 月底公司已完工确认收入重点基础设施项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	实际投资金额	已确认收入	已回款
1	纬八路项目	30878.76	38897.38	38897.38
2	纬九路项目			
3	2 号路及附属设施	81580.20	101001.24	101001.24
4	口岸查验综合办公楼	35327.70	39567.03	39567.03
5	甸头立交桥	133347.03	149348.67	149348.67
6	武汉道	20766.93	23258.96	23258.96
7	曹妃甸工业区西通路高架工程、一港池钢架桥段	52752.65	59082.97	15643.23
8	北环路	89879.75	100665.31	100665.31
9	1 号桥	78975.13	88452.14	0.00
10	装备区市政路网四期 A11 路	26150.67	29288.75	29288.75
11	南一路中段等八条市政道路工程	49218.63	55124.87	55124.87

³ 唐山曹妃甸区恒石资产管理有限公司为唐山市曹妃甸区国有资产管理局 100%控股的国有企业，受曹妃甸工业区管委会委托，主要负责对公司围海造地、土地开发及基础设施项目进行回购

12	唐曹高速连接线	46391.39	51958.35	0.00
13	西通路	42313.49	47391.11	0.00
14	曹妃甸工业区医院	44726.78	50093.99	0.00
	合计	732309.11	834130.77	552795.44

资料来源：公司提供

图表 7 • 截至 2025 年 9 月底公司已完工未确认收入基础设施项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	账面价值
1	曹妃甸高新区成都路	4065.14
2	其他项目	4754.53
	合计	8819.67

资料来源：公司提供

自建运营方面，随着曹妃甸工业园区内的路网基本形成，公司主要根据曹妃甸区产业发展方向及招商引资政策进行产业园区及配套设施建设，项目建设用地通过招拍挂方式取得，资金来源主要为公司自筹，建成后通过出租、运营等方式产生收益以平衡投资成本。公司在建自营项目主要为一期北京中瑞护理职业技术学院项目、一期汽车技术管理学院项目、一期北京职业技术师范学院项目、唐山曹妃甸区港前物流有限公司铁路专用线工程和唐山曹妃甸十八加物流中心项目等区域内引入的学校项目及配套市政设施等，计划总投资 53.31 亿元，截至 2025 年 9 月底尚需投资 8.64 亿元，存在一定资本支出压力。

（3）化工板块

公司化工板块主要产品产销率保持高水平，对收入贡献较大，纯碱和粘胶短纤维业务具备一定的行业竞争优势。部分产品受行业景气度影响，2025 年业绩预减规模较大。

公司化工板块由上市公司三友化工负责，三友化工无偿划转至公司后，公司业务进一步多元化。三友化工原材料采购以直采为主、中间商为辅，产品销售以直销为主、代销为辅，生产以产销联动模式统筹安排。三友化工生产所需主要原材料包括原盐、石灰石、浆粕、电石、硅块和甲醇等，主要产品为纯碱、粘胶短纤维、聚氯乙烯树脂（PVC）、烧碱和二甲基硅氧烷混合环体等。三友化工纯碱产品下游应用领域主要是平板玻璃、日用玻璃、光伏玻璃、化学品、氧化铝、洗涤剂等行业；粘胶短纤维产品销售以直销为主，销售区域主要分布在华东地区及用于出口；PVC 产品主要销售区域位于华北、东北、华东、华南等地，主要应用于建筑材料、包装材料及电器材料等领域；有机硅产品下游应用行业主要为汽车行业和电子行业，主要销售区域为华东、华南等地区。

截至 2024 年末，三友化工的纯碱产能为 340 万吨/年，市场占有率约 10%，具有规模优势；粘胶短纤维产能达到 80 万吨/年，市场占有率约 18%，主要产品包括莫代尔纤维、竹代尔纤维、高白纤维、着色纤维、无机阻燃纤维等附加值较高的差异化纤维，产品竞争力较强；氯碱化工板块作为三友化工循环经济中枢，拥有年产 53 万吨烧碱及 52.5 万吨 PVC 的生产能力；有机硅单体年产能为 40 万吨市场占有率约 6%。整体来看，三友化工在细分领域纯碱、粘胶短纤维方面市场占有率较高，具备一定的行业竞争力。

2022—2024 年，三友化工主要产品产销率保持高水平。受行业景气度影响，2022—2024 年，聚氯乙烯树脂业务毛利率持续为负；2024 年纯碱价格下降导致当年收入下降；2023 年二甲基硅氧烷混合环体毛利率为负，2024 年产量大幅增长，带动毛利率的回升。

2026 年 1 月 17 日，三友化工发布《2025 年度业绩预减公告》，预计 2025 年度实现归属于母公司所有者的净利润 0.91 亿元左右，与上年同期（法定披露数据）相比，将减少 4.08 亿元左右，同比下降 82%左右；预计 2025 年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 400 万元左右，与上年同期（法定披露数据）相比，将减少 4.27 亿元左右，同比下降 99%左右。

图表 8 • 三友化工收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
纯碱	81.27	77.20	55.32	29.27
粘胶短纤维	85.56	91.27	102.50	75.57
聚氯乙烯树脂	26.07	21.79	21.41	14.57
烧碱	16.37	13.00	13.59	10.98
二甲基硅氧烷混合环体	9.76	9.03	12.41	6.42
其他	17.77	6.91	4.10	4.84
合计	236.80	219.20	209.33	141.64

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表 9 • 三友化工主要产品产销情况

项目		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
纯碱	产量 (万吨)	326.31	337.80	334.01	239.03
	销量 (万吨)	334.54	339.86	326.60	241.78
	库存量 (万吨)	5.65	3.51	10.87	/
粘胶短纤维	产量 (万吨)	65.02	75.14	82.02	60.92
	销量 (万吨)	66.36	74.68	82.48	60.91
	库存量 (万吨)	2.36	2.82	2.35	/
聚氯乙烯树脂	产量 (万吨)	38.39	39.66	41.17	32.03
	销量 (万吨)	38.53	39.86	41.22	31.97
	库存量 (万吨)	0.46	0.27	0.22	/
烧碱	产量 (万吨)	50.48	48.09	50.91	41.49
	销量 (万吨)	50.44	48.23	51.03	41.38
	库存量 (万吨)	0.44	0.30	0.18	/
二甲基硅氧烷混合环体	产量 (万吨)	5.40	6.68	10.36	6.22
	销量 (万吨)	5.02	6.95	10.40	6.09
	库存量 (万吨)	0.42	0.16	0.12	/

注：“/”代表数据未获取
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

(4) 贸易

公司大宗商品贸易业务收入占比较高，对利润贡献有限，上下游集中度一般。

公司贸易业务主要由曹妃甸国控及其子公司河北港济实业有限公司等开展，贸易品种早期以钢材为主，依托曹妃甸港口天然优势，贸易货种逐步多元化，新增煤炭、焦炭、燃料油、粮食等品种。公司主要贸易品种均采取以销定购的业务模式，并通过锁定上下游客户及产品价格控制业务风险。资金结算上以现金结算和承兑汇票结算为主，同时也在现款现货基础上结合上下游给予一定的支付周期，具体期限取决于合同约定。

公司上下游客户均主要分布在河北、天津、北京、山东和山西等地。2024 年和 2025 年 1—9 月，公司前五大供应商采购金额合计占总采购额的比例分别为 24.69%和 35.71%；同期，公司前五大客户销售金额合计占总销售额的比例分别为 31.73%和 37.34%；公司贸易业务上下游集中度一般。截至 2024 年底，公司应收账款中，贸易业务占款 8.34 亿元，共计提坏账准备 0.48 亿元。

公司大宗商品贸易业务收入占比较高，但对毛利率贡献有限，2023 年公司贸易业务收入同比大幅下降，主要系唐山曹妃甸海乾贸易有限公司等股权划出所致；2024 年贸易业务收入同比有所增长，主要系粮食等品类规模增长所致。

(5) 其他板块

公司其他板块业务对收入形成一定补充。

港口业务主要由子公司曹妃甸国控负责，原曹妃甸国控子公司曹妃甸港集团有限公司（以下简称“曹港集团”）作为曹妃甸港区重要的港口运营主体，主要承揽矿石、钢材、煤炭、水泥、集装箱、机械及其他货物装卸及增值业务，在港区内具有较强的竞争优势。2022 年 7 月，河北省政府推动全省港口资源整合，按照《河北渤海港口集团有限公司组建方案》，曹妃甸国控将曹港集团 100%股权无偿划转至河北港口集团有限公司（以下简称“港口集团”），并于 2022 年 9 月 26 日完成工商变更，因曹港集团股权于 2022 年 9 月划出合并范围，导致 2023 年公司港口业务收入主要来自货物港务费，该业务收入大幅下降。与此同时，为支持唐山市及曹妃甸区发展，2022 年 7 月河北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河北省国资委”）向曹妃甸国控无偿划入港口集团 6.63%股权；同年 9 月，唐山市人民政府出具政府文件批复，拟将唐山市国资委和唐山建设投资有限责任公司取得的港口集团 26.29%股权、0.47%股权无偿划转至曹妃甸国控，上述股权于 2023 年划至曹妃甸国控。截至 2024 年底，公司合计持有港口集团 33.40%股权，系第二大股东，港口集团截至 2024 年底资产总额 1469.77 亿元，所有者权益 32.64 亿元，2024 年实现营业总收入和净利润分别为 248.88 亿元和 32.64 亿元，暂未分红。

收费公路经营方面，公司通过唐山港发交通有限公司运营唐曹高速和滨海公路实现通行费收入。唐曹高速收费里程为 63.67 公里，收费期限于 2024 年重新审批，期限不固定；滨海公路全长 65.43 公里，按不同车型通行次数收费，收费期限为 2020—2035 年。2022—2024 年，公司通行费收入分别为 2.34 亿元、2.31 亿元和 2.30 亿元，由于上述两条公路均不计提折旧，该业务毛利率水平较高。

供热业务方面，公司主要通过曹妃甸国控及下属子公司唐山曹妃甸热力有限公司、唐山曹妃甸新城国泰热力有限公司、唐山市曹妃甸区暖通热力有限公司（以下简称“暖通热力”）和唐山冀东地热能开发有限公司负责曹妃甸区不同片区内供热业务，具有很强的区域专营性。2022—2024年，公司供暖业务收入分别为3.91亿元、3.29亿元和2.16亿元，其中2024年收入减少且业务转为亏损主要系暖通热力收入确认方式调整，不再直接将政府补贴计入收入所致。

3 未来发展

未来公司将向国有资本投资公司、城市综合服务运营商、地方产业引导投资商转型。

未来，公司将向国有资本投资公司、城市综合服务运营商、地方产业引导投资商转型，助力唐山市沿海经济带高质量发展与“一港双城”建设，具体措施为：一是对沿海经济带国有资产、资金、资源进行统筹运作，重点向民生保障和基础设施建设、战略性新兴产业、现代服务业和先进制造业等领域投资，推动地方产业升级；二是利用公司的城市开发和项目建设经验，整合自身资源，集城市规划、建设和运营全过程于一体，将公司打造成城市综合服务运营商；三是通过产业基金、股权等资本运营手段进行市场化运作，实现新旧动能转换，推动沿海经济带特色产业升级，将公司打造成地方产业引导投资商。

七、财务分析

公司提供了2022—2024年的模拟合并财务报告⁴，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的2022—2024年本部财务报表以及2025年三季度财务报表未经审计。

2023年，公司新增一级子公司2家；2024年，公司无偿划入一级子公司4家，设立一级子公司3家，减少一级子公司3家，其中唐山曹妃甸渐阑珊实业有限公司成为公司二级子公司，安居集团和唐山控股系无偿划出，对财务数据可比性产生一定影响；2025年1—9月，公司设立一级子公司1家，1家二级子公司调整为一级子公司。截至2025年9月底，公司合并范围内一级子公司共12家。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

1 资产质量

公司资产规模波动下降，其他应收款规模大，应收对象分散，计提坏账准备规模大，资金回收情况有待关注；合同资产、无形资产、固定资产和其他非流动资产等规模较大，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

2022—2024年底，公司资产规模波动下降，年均复合下降4.15%。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)						
流动资产	970.48	43.42	1003.71	40.49	813.98	39.64	932.94	42.52
货币资金	132.95	5.95	144.75	5.84	83.98	4.09	162.91	7.43
其他应收款	482.27	21.58	490.92	19.80	481.67	23.45	489.90	22.33
合同资产	151.96	6.80	150.23	6.06	147.90	7.20	146.76	6.69
非流动资产	1264.60	56.58	1475.21	59.51	1239.60	60.36	1260.98	57.48
长期股权投资	172.80	7.73	425.16	17.15	333.67	16.25	337.43	15.38
固定资产	297.06	13.29	332.46	13.41	350.53	17.07	342.46	15.61
在建工程	85.79	3.84	79.90	3.22	107.21	5.22	143.65	6.55
无形资产	238.33	10.66	229.75	9.27	195.20	9.51	213.49	9.73
其他非流动资产	277.78	12.43	242.03	9.76	89.24	4.35	54.75	2.50
资产总额	2235.08	100.00	2478.92	100.00	2053.58	100.00	2193.92	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年三季度报表整理

⁴ 本报告2022年（底）和2023年（底）数据来自2021—2023年模拟合并报表，2024年（底）数据来自2022—2024年模拟合并报表

(1) 流动资产

截至 2024 年底，公司货币资金主要为银行存款（占 88.63%）和其他货币资金（占 11.37%），其中部分货币资金使用受限，主要系用于质押的定期存单及保证金，受限比例为 24.05%。公司其他应收款主要系对同区域内政府部门及国有企业的往来款和土地收储款，截至 2024 年底，由于账龄时间久，按预期信用损失模型累计计提坏账准备为 53.91 亿元，资金回收情况有待关注；其他应收款前五名欠款方余额合计占其他应收款期末余额的比重为 17.62%，往来对象分散。公司合同资产主要为应收的基础设施项目回购款项和围海造地及土地开发项目款。

图表 11 • 截至 2024 年底公司其他应收款前五大欠款方情况（单位：亿元）

应收单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额的比例（%）
唐山市曹妃甸区自然资源和规划局曹妃甸新城分局	土地收储款	26.24	4.91
唐山曹妃甸融达信实业有限公司	往来款	19.75	3.70
唐山曹妃甸绥天实业有限公司	往来款	18.43	3.45
唐山市曹妃甸区土地收购储备开发中心	土地收储款	16.25	3.04
唐山曹妃甸区胤曹贸易有限公司	往来款	13.49	2.52
合计	--	94.16	17.62

资料来源：公司审计报告

(2) 非流动资产

公司长期股权投资主要系对合营及联营企业的股权投资，截至 2023 年底，公司长期股权投资较上年底大幅增长 146.05%，主要系港口集团股权划入所致，2024 年底较上年底下降 21.52%，主要系随着划出唐山控股等子公司，对唐山银行股份有限公司（以下简称“唐山银行”）长期股权投资由 116.43 亿元下降至 89.23 亿元。公司在建工程主要为基础设施建设业务投入以及化工板块在建项目。公司固定资产主要为房屋及建筑物、收费公路以及三友化工的机器设备。公司无形资产主要为土地及海域使用权资产，截至 2024 年底，土地及海域使用权资产账面价值 189.02 亿元，包括造地住宅用地、工业用地、商业用地等。公司其他非流动资产主要由已完工未结算的基础设施项目投入、预付股权收购款和土地款等构成；截至 2024 年底，公司其他非流动资产较上年底下降 63.13%，主要系唐山控股划出所致。

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额较上年底增长 6.83%，资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年 9 月底，公司受限资产合计 173.74 亿元，受限资产占公司资产总额的 7.92%。

图表 12 • 截至 2025 年 9 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）
货币资金	38.86	1.77
在建工程	0.13	0.01
投资性房地产	25.78	1.18
固定资产	12.35	0.56
无形资产	91.14	4.15
长期股权投资	5.48	0.25
合计	173.74	7.92

资料来源：根据公司提供资料整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022—2024 年底，公司所有者权益波动下降，所有者权益结构稳定性一般。

2022—2024 年底，公司所有者权益波动下降，主要系公司合并范围变动所致。截至 2024 年底，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，但近几年股权划转较为频繁，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年底，公司资本公积较上年底增长 25.58%；主要系唐山市国资委将其持有港口集团 26.29% 股权全部无偿划转至曹妃甸国控所致；截至 2024 年底，公司资本公积较上年底下降 25.33%，主要系划出安居集团和唐山控股所致。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)						
实收资本	202.56	19.00	202.56	16.54	202.56	20.00	202.56	19.64
资本公积	515.62	48.36	647.50	52.89	483.51	47.73	502.19	48.69
未分配利润	129.24	12.12	149.36	12.20	158.68	15.66	148.53	14.40
归属于母公司所有者权益合计	879.70	82.50	1031.45	84.25	879.54	86.82	886.96	85.99
少数股东权益	186.58	17.50	192.86	15.75	133.48	13.18	144.45	14.01
所有者权益合计	1066.28	100.00	1224.31	100.00	1013.02	100.00	1031.40	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年三季报整理

截至 2025 年 9 月底，公司所有者权益规模和构成较上年底变化不大。

（2）负债

2022—2024 年底，公司负债总额波动下降，整体债务负担一般，但短期债务和债券融资占比较高，债务结构有待优化。

2022—2024 年底，公司负债总额波动下降，年均复合下降 5.65%。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)						
流动负债	666.29	57.01	570.43	45.47	493.53	47.43	577.32	49.66
短期借款	95.18	8.14	101.22	8.07	54.02	5.19	104.56	8.99
应付账款	85.83	7.34	85.86	6.84	88.05	8.46	83.32	7.17
其他应付款	139.29	11.92	75.44	6.01	115.65	11.11	119.06	10.24
一年内到期的非流动负债	159.17	13.62	152.25	12.14	113.44	10.90	163.77	14.09
其他流动负债	88.17	7.54	68.23	5.44	74.39	7.15	24.08	2.07
非流动负债	502.51	42.99	684.17	54.53	547.03	52.57	585.20	50.34
长期借款	221.53	18.95	321.55	25.63	319.12	30.67	308.26	26.52
应付债券	221.88	18.98	309.61	24.68	166.85	16.03	224.79	19.34
负债总额	1168.80	100.00	1254.61	100.00	1040.55	100.00	1162.51	100.00

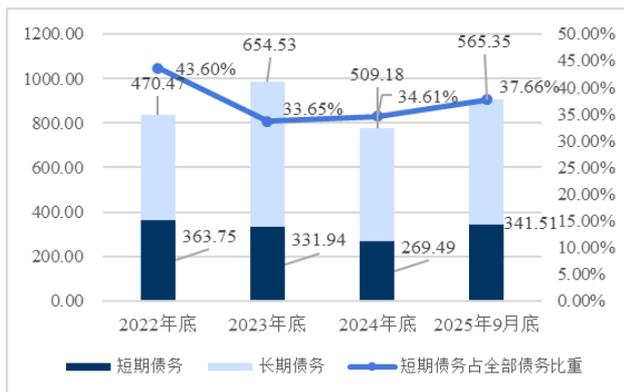
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年三季报整理

截至 2024 年底，公司经营性负债主要体现在与关联方及同区域国有企业的往来款形成的其他应付款、应付工程设备款和货款等形成的应付账款。

有息债务方面，本报告已将公司其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。2022—2024 年底，公司全部债务波动下降。从债务指标来看，2022—2024 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率略有波动，长期债务资本化比率波动上升。

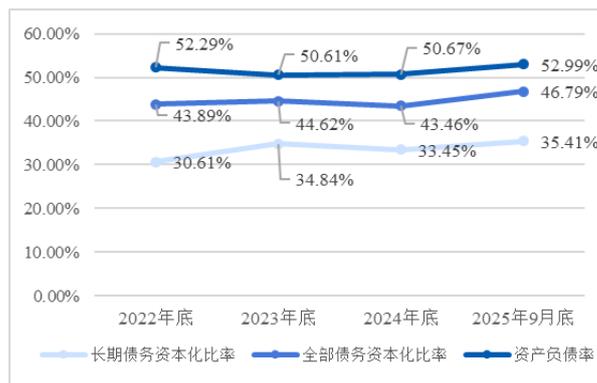
截至 2025 年 9 月底，公司负债总额较上年底增长 11.72%，主要系银行借款和应付债券增长所致；同时由于短期应付债券大幅下降，公司其他流动负债大幅下降。同期末，公司全部债务较上年底增长 16.46%，主要由银行借款、应付债券和非标融资构成，其中银行借款和债券融资占全部债务比重分别为 59.42%和 27.01%，短期债务占全部债务的 37.66%；债券融资占比较高，主要系子公司曹妃甸国控发行的债券，公司债务结构有待优化。从债务指标来看，截至 2025 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所上升，公司整体债务负担一般。

图表 15 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

图表 16 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

3 盈利能力

公司营业总收入持续下降，政府补助、投资收益和资产处置收益等非经营性损益对公司利润贡献较大。

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，营业利润率波动下降。公司期间费用主要为管理费用和财务费用，费用总额占营业总收入比重分别为 12.91%、16.52%和 16.18%。

非经营性损益方面，2022—2024 年，公司其他收益主要系公司获得的政府补助，投资收益主要系对唐山银行、港口集团等股权投资取得的投资收益，资产处置收益主要系公司处置非流动资产所产生的利得，信用减值损失为负，系冲销计提的应收类款项坏账，政府补助、投资收益和资产处置收益等非经营性损益对利润贡献较大，稳定性有待观察。

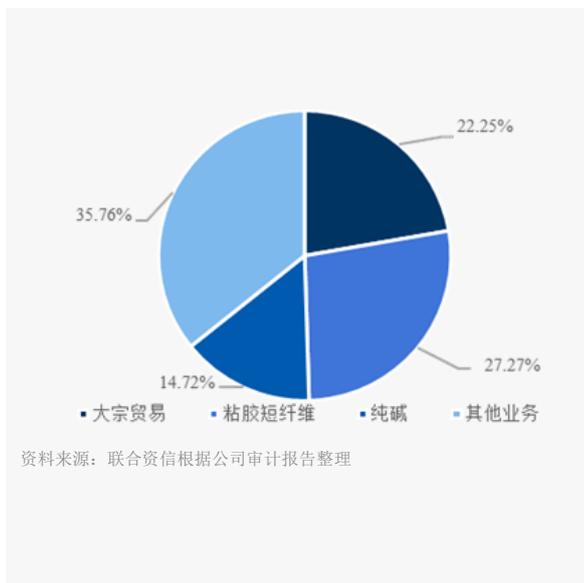
2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 232.24 亿元，相当于 2024 年的 61.79%。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
营业总收入	504.10	420.03	375.83	232.24
营业成本	408.98	322.15	313.18	206.35
期间费用	65.08	69.38	60.81	33.95
其他收益	11.30	5.38	4.77	3.10
投资收益	5.18	19.56	16.71	13.67
资产处置收益	8.58	3.98	2.04	-0.40
信用减值损失	-5.10	-4.89	-1.06	5.37
利润总额	43.19	42.53	17.38	9.04
营业利润率 (%)	17.34	21.40	14.78	9.14
总资本收益率 (%)	3.11	2.41	1.86	--
净资产收益率 (%)	3.29	2.51	1.23	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年三季报整理

图表 18 • 2024 年公司营业收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

2022—2024 年，受经营业务款项收支、往来款和补贴变动影响，公司经营现金持续净流入。受购买理财和基建投资支出规模较大影响，公司投资活动现金持续净流出。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入，公司仍有对外融资需求。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	561.91	532.85	544.75	337.78
经营活动现金流出小计	511.41	483.26	443.58	269.78

经营活动现金流量净额	50.50	49.59	101.17	68.00
投资活动现金流入小计	71.84	39.64	20.22	53.74
投资活动现金流出小计	203.86	172.59	165.93	98.87
投资活动现金流量净额	-132.02	-132.95	-145.71	-45.13
筹资活动前现金流量净额	-81.52	-83.35	-44.54	22.87
筹资活动现金流入小计	620.08	745.82	556.67	309.56
筹资活动现金流出小计	534.50	649.13	553.62	272.04
筹资活动现金流量净额	85.57	96.70	3.06	37.53
现金收入比(%)	82.71	88.71	87.66	77.75

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年三季度整理

经营活动方面，公司经营活动现金流量以经营业务款项收支、往来款和政府补助为主。2022—2024年，随着经营业务收支回款及往来款、补贴等影响，公司经营活动现金持续净流入。同期，公司现金收入比波动上升，收现质量尚可。

投资活动方面，2022—2024年，公司投资活动现金流入主要为理财赎回、质押存单和拆借到期收回的现金。同期，公司投资活动现金流出主要为购买理财和项目投资支出的现金，规模较大，投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2022—2024年，公司筹资活动现金流入量波动下降，主要为发行债券、取得的银行借款及融资租赁款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出波动增长，主要为偿还债务所支付的资金。同期，公司筹资活动现金持续净流入。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入，公司仍有对外融资需求。

2025年1—9月，公司经营活动现金和筹资活动现金保持净流入，投资活动现金保持净流出。

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现尚可、长期偿债指标表现强，公司对外担保规模大，间接融资渠道畅通。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年(底)	2023年(底)	2024年(底)	2025年9月(底)
短期偿债指标	流动比率(%)	145.65	175.96	164.93	161.60
	速动比率(%)	134.49	161.90	157.04	155.07
	现金短期债务比(倍)	0.47	0.54	0.37	0.52
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	95.66	97.21	62.88	--
	全部债务/EBITDA(倍)	8.72	10.15	12.38	--
	EBITDA利息倍数(倍)	3.70	4.24	2.87	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，2022—2024年底，公司流动比率和速动比率均波动上升，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至2025年9月底，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2022—2024年，公司EBITDA波动下降，EBITDA对利息支出保障程度高，全部债务/EBITDA指标表现较强。整体看，公司长期偿债指标表现强。

截至2025年9月底，公司对外担保余额535.97亿元(含5.84亿元担保业务)，担保比率为51.96%，担保比率高，除下属担保公司的担保业务外，被担保对象均为国有企业。

截至2025年9月底，联合资信未发现公司本部或重要子公司作为被告且标的金额在1000.00万元以上的未决诉讼及仲裁。

截至2025年9月底，公司获得银行授信合计1299.36亿元，其未使用授信额度为647.28亿元，公司间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司资产、负债和营业总收入主要来自重要子公司曹妃甸国控，公司本部对子公司管控力度较强。

公司资产、负债和营业总收入主要来自重要子公司曹妃甸国控，公司本部债务负担轻。公司本部高管在重要子公司兼职，通过各项管理制度对子公司日常业务进行规范和审批，对子公司的管控力度较强。

截至 2025 年 9 月底，公司本部资产总额 842.94 亿元（占合并口径的 38.42%，主要为长期股权投资 785.64 亿元），所有者权益为 759.85 亿元（占合并口径的 73.67%），全部债务 52.72 亿元（占合并口径的 5.81%），公司本部债务负担轻。2024 年及 2025 年 1—9 月，公司本部均未实现营业收入，利润总额分别为-0.77 亿元和-0.52 亿元。

八、ESG 分析

联合资信未发现公司环境方面存在监管处罚情况，公司积极履行作为地方国有企业的社会责任，治理结构比较有效，内控制度较为完善，ESG 信息披露质量有待改善。整体来看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，作为城市基础设施投资企业，公司在项目建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。联合资信未发现近三年公司存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当。

公司未设置专门的 ESG 管治部门或组织，有 ESG 相关报告，ESG 信息披露质量有待改善。公司建立了比较有效的法人治理结构，联合资信未发现公司在信息披露、关联交易、高管行为等方面发生违法违规事件，且公司本部未受到行政和监管部门处罚。

九、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司作为唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，在股权划入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系唐山市国资委。唐山市为河北省地级市，2022—2024 年，唐山市经济水平持续发展，经济总量在河北省各地级市中排名第一，一般公共预算收入波动增长。截至 2024 年底，唐山市地方政府债务余额为 2832.01 亿元，地方政府债务限额为 2910.40 亿元。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

公司作为唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，业务具有很强的区域专营优势。近年来，公司在股权划入及政府补助等方面持续获得有力的政府支持，且连续性较好，提升了公司资本实力和整体竞争力。

股权划入

2022 年，唐山市国资委将其所持有曹妃甸国控 100.00% 股权注入公司，河北省国资委将其持有港口集团 6.63% 无偿划转至曹妃甸国控；2023 年，唐山市国资委将其持有港口集团 26.29% 股权无偿划转至曹妃甸国控，公司通过国有股权无偿划转方式间接持有上市公司三友化工 44.72% 的股权。截至 2024 年底，公司实收资本和资本公积分别为 202.56 亿元和 483.51 亿元。

政府补助

2022—2024 年，公司分别确认政府补助 11.26 亿元、5.00 亿元和 4.06 亿元，计入“其他收益”。

十、评级结论

基于对公司经营风险和财务风险方面的综合分析评估，公司个体信用等级为 **aa**，公司作为唐山市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，在股权划入及政府补助等方面持续获得有力的外部支持，外部支持提升 2 个子级，公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-2 唐山国控集团有限公司评级方法、模型和打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AAA

评级方法 [城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208](#)

个体信用状况变动说明： 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明： 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明： 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

附件 1-3 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	169.61	177.67	99.03	178.19
应收账款（亿元）	46.36	54.43	23.62	36.49
其他应收款（亿元）	482.27	490.92	481.67	489.90
存货（亿元）	74.37	80.17	38.95	37.72
长期股权投资（亿元）	172.80	425.16	333.67	337.43
固定资产（亿元）	297.06	332.46	350.53	342.46
在建工程（亿元）	85.79	79.90	107.21	143.65
资产总额（亿元）	2235.08	2478.92	2053.58	2193.92
实收资本（亿元）	202.56	202.56	202.56	202.56
少数股东权益（亿元）	186.58	192.86	133.48	144.45
所有者权益（亿元）	1066.28	1224.31	1013.02	1031.40
短期债务（亿元）	363.75	331.94	269.49	341.51
长期债务（亿元）	470.47	654.53	509.18	565.35
全部债务（亿元）	834.22	986.47	778.68	906.86
营业总收入（亿元）	504.10	420.03	375.83	232.24
营业成本（亿元）	408.98	322.15	313.18	206.35
其他收益（亿元）	11.30	5.38	4.77	3.10
利润总额（亿元）	43.19	42.53	17.38	9.04
EBITDA（亿元）	95.66	97.21	62.88	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	416.92	372.63	329.44	180.56
经营活动现金流入小计（亿元）	561.91	532.85	544.75	337.78
经营活动现金流量净额（亿元）	50.50	49.59	101.17	68.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-132.02	-132.95	-145.71	-45.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	85.57	96.70	3.06	37.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.41	5.02	6.02	--
存货周转次数（次）	5.47	4.17	5.26	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.18	0.17	--
现金收入比（%）	82.71	88.71	87.66	77.75
营业利润率（%）	17.34	21.40	14.78	9.14
总资本收益率（%）	3.11	2.41	1.86	--
净资产收益率（%）	3.29	2.51	1.23	--
长期债务资本化比率（%）	30.61	34.84	33.45	35.41
全部债务资本化比率（%）	43.89	44.62	43.46	46.79
资产负债率（%）	52.29	50.61	50.67	52.99
流动比率（%）	145.65	175.96	164.93	161.60
速动比率（%）	134.49	161.90	157.04	155.07
经营现金流动负债比（%）	7.58	8.69	20.50	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.54	0.37	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	3.70	4.24	2.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.72	10.15	12.38	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自模拟合并报表；2. 2025 年三季度财务数据未经审计；3. 本报告合并口径已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；4. “--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年三季度财务数据及公司提供资料整

附件 1-4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2 本专项计划相关定义

专项计划终止日：发生下列情形之一的，专项计划终止

- (1) 优先级证券的本金和收益分配完毕；
- (2) 发生不可抗力事件导致专项计划不能存续；
- (3) 专项计划被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被裁决终止；
- (4) 有控制权的资产支持证券持有人大会决定终止；
- (5) 当发生违约事件的任一情形后，经有控制权的资产支持证券持有人大会决议确定的提前终止日到达；
- (6) 发生任一自动生效的提前终止事件或发生经宣布生效的提前终止事件后计划管理人宣布提前终止；
- (7) 专项计划设立后 60 个工作日未按照《基础资产买卖协议》的规定完成基础资产的交割，或原始权益人未履行或不完全履行其在《基础资产买卖协议》项下关于基础资产交割相关义务
- (8) 根据专项计划文件的约定，需要更换管理人、资产服务机构或托管银行，但超过 90 天仍无法找到合格的继任或后备机构，或在已经委任后备机构的情况下，该后备机构停止根据专项计划文件提供后备服务，或前述后备机构被解任或辞任时，未能根据专项计划文件的规定任命继任者，专项计划的目的无法实现；
- (9) 发生任一自动生效的基础资产回购事件/提前终止事件或发生经宣布生效的基础资产回购事件/提前终止事件后计划管理人宣布提前终止；
- (10) 法定到期日届至；
- (11) 由于法律或法规的修改或变更导致继续进行专项计划将成为不合法；
- (12) 法律、法规规定或中国证监会规定的其他情况。

提前终止事件：以下任一事件

- (1) 自动生效的提前终止事件：
 - a) 原始权益人发生任何丧失清偿能力事件；
 - b) 发生任何资产服务机构解任事件，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任资产服务机构；
 - c) 根据专项计划文件的约定，需要更换计划管理人或托管人，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任或后备机构；
 - d) 发生回购事件后，专项计划在基础资产回购日自动提前终止。
 - e) 原始权益人或其关联方成为专项计划唯一/仅剩的优先级资产支持证券持有人时。
 - (2) 需经宣布生效的提前终止事件：
 - f) 任何原因导致原始权益人无法继续经营，因设施维修维护等短期暂停经营除外；
 - g) 除专项计划文件另有约定外，原始权益人或资产服务机构或差额支付承诺人未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务，并且计划管理人合理地认为该等行为无法补救或在计划管理人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救；
 - h) 原始权益人在专项计划文件中提供的任何陈述、保证在提供时含有重大不实或误导成分；
 - i) 发生对资产服务机构、原始权益人、计划管理人或者基础资产有重大不利影响的事件；
 - j) 专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。
 - k) 本期资产支持专项计划债项评级或唐山国控的主体评级低于 AA（不含）时。
- 发生以上（a）项至（e）项所列的任何一起自动生效的提前终止事件时，提前终止事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上（f）项至（k）项所列的任何一起需经宣布生效的提前终止事件时，计划管理人应通知所有的资产支持证券持有人。有控制权的资产支持证券持有人大会决议宣布发生提前终止事件的，计划管理人应向资产服务机构、托管银行、登记托管机构和评级机构发送书面通知，宣布提前终止事件已经发生，宣布之日应视为该等提前终止事件的发生之日。

基础资产回购事件：以下任一事件（需经有控制权的资产支持证券持有人大会形成有效决议宣布生效）

- (1) 发生任何权利完善事件后，原始权益人在 90 个自然日内仍无法重新确认对基础资产权利的合法性与完整性时；
- (2) 当唐曹高速通行费价格发生下调，且在价格下调之后连续两个现金流归集期间实际归集的高速公路通行费均低于必备金额 20% 及以上时。

权利完善事件：以下任一事件

- (1) 当出现原始权益人拥有的唐曹高速公路收费期限在存续期内到期的情形时；
- (2) 当出现原始权益人丧失唐曹高速公路收费资格及收费收益权的情形时。

如出现权利完善事件的发生，原始权益人应及时重新确认对基础资产权利的合法性与完整性，原始权益人在 90 个自然日内仍无法重新确认对基础资产权利的合法性与完整性时，经有控制权的资产支持证券持有人大会形成有效决议，将触发基础资产回购事件。

加速归集事件：以下任一事件

- (1) 当评级机构给予优先级证券的信用等级低于【AA⁺】级（不含）时；

(2) 当评级机构给予唐山国控的信用等级低于【AA⁺】级（不含）时。

违约事件：以下任一事件

- (1) 专项计划账户内可供分配资金在兑付日不能足额支付优先级证券应付未付利息及本金的；
- (2) 发生回售事件或赎回事件后，专项计划账户内可供分配资金在回售与赎回交易日（K 日，亦为兑付日）不能足额支付优先级资产支持证券应付未付利息及本金、应支付的回售价款或赎回价款的；
- (3) 专项计划账户内可供分配资金在预期到期日不足以偿付完毕优先级证券应偿付利息及本金的；
- (4) 在专项计划终止清算时，专项计划账户内的资金不足以支付专项计划应付的全部专项计划费用以及优先级证券的未偿本金和相应预期收益。

差额支付启动事件

在专项计划终止日之前，系指以下任一事件

- (1) 截至任何一个兑付日的前一个初始核算日（R 日）专项计划账户内可供分配的资金在不足以偿付完毕专项计划费用及优先级资产支持证券的当期预期收益和当期应偿付本金金额；
- (2) 发生基础资产回购事件后，原始权益人在回购付款日未支付或未足额支付《基础资产回购通知书》中约定的基础资产回购价款时；
- (3) 发生回售事件或赎回事件后，截至任何一个回售与赎回交易日的前一个初始核算日（K-8 日），专项计划账户内可供分配的资金不足以支付该回售与赎回交易日（K 日，亦为兑付日）应付的专项计划费用、优先级资产支持证券的当期预期收益和当期应偿付本金金额、应支付的回售价款或赎回价款时。

在专项计划终止日之后，指管理人根据清算方案确认专项计划资产仍不足以支付所有专项计划费用及优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。

附件3 优先级证券还本计划（单位：万元）

期数	优先级还本金额	期数	优先级还本金额
1	2,805.00	17	3,700.00
2	3,585.00	18	4,590.00
3	3,105.00	19	4,055.00
4	2,595.00	20	3,475.00
5	3,010.00	21	3,955.00
6	3,820.00	22	4,870.00
7	3,325.00	23	4,320.00
8	2,800.00	24	3,720.00
9	3,230.00	25	4,220.00
10	4,065.00	26	5,165.00
11	3,560.00	27	4,600.00
12	3,015.00	28	3,980.00
13	3,460.00	29	4,495.00
14	4,320.00	30	5,475.00
15	3,800.00	31	4,890.00
16	3,240.00	32	4,255.00
合计			123,500.00

资料来源：联合资信根据《计划说明书》整理

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-3 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构/计划管理人（如有）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构/计划管理人（如有）应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构/计划管理人（如有）不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。