

# 信用等级公告

联合[2015] 2075 号

联合资信评估有限公司通过对天津保税区投资控股集团有限公司及其拟发行的 2016 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

天津保税区投资控股集团有限公司

主体长期信用等级为

AA<sup>+</sup>

天津保税区投资控股集团有限公司

2016 年度第二期中期票据的信用等级为

AA<sup>+</sup>

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年十月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

# 天津保税区投资控股集团有限公司

## 2016 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA<sup>+</sup>

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还金融机构借款

评级时间: 2015 年 10 月 8 日

### 财务数据

| 项目               | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 6 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 807.56 | 918.06 | 999.38 | 1098.65  |
| 所有者权益(亿元)        | 271.00 | 287.24 | 317.41 | 344.16   |
| 长期债务(亿元)         | 327.77 | 459.00 | 466.09 | 601.84   |
| 全部债务(亿元)         | 456.84 | 568.21 | 627.44 | 686.50   |
| 营业收入(亿元)         | 73.15  | 78.99  | 91.04  | 35.59    |
| 利润总额(亿元)         | 11.03  | 12.19  | 13.17  | 11.06    |
| EBITDA(亿元)       | 30.48  | 26.14  | 28.51  | --       |
| 经营性净现金流(亿元)      | -11.83 | -30.07 | 6.72   | 8.53     |
| 营业利润率(%)         | 18.82  | 12.28  | 13.72  | 13.88    |
| 净资产收益率(%)        | 3.16   | 3.29   | 3.03   | --       |
| 资产负债率(%)         | 66.44  | 68.71  | 68.24  | 68.67    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 62.77  | 66.42  | 66.41  | 66.61    |
| 流动比率(%)          | 158.55 | 213.72 | 196.15 | 373.28   |
| 全部债务/EBITDA(倍)   | 14.99  | 21.74  | 22.01  | --       |
| 经营现金流/负债比(%)     | -5.91  | -18.41 | 3.24   | --       |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 1.52   | 1.31   | 1.43   | --       |

注: 2015 年上半年财务数据未经审计。

### 分析师

周 潇 王 治

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

天津保税区投资控股集团有限公司(以下简称“公司”或“天保投控”)是天津港保税区(以下简称“天津保税区或“保税区”)重要的城市基础设施建设及运营主体, 涉及土地整理、贸易物流及房地产等业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了公司在区域内行业地位优势明显、政府对公司的支持持续有力、公司自身经营性业务板块成熟以及部分主营业务保持较明显的垄断性等多方面的优势。同时联合资信也关注到公司受政府政策的影响较大、代建资金偿付的不确定性、存货和其他应付款及土地使用权占比大, 造成的资产流动性和质量一般, 且变现能力差弱因素给公司经营和发展可能带来的不利影响。

“天津港 8.12 瑞海公司危险品仓库特别重大火灾爆炸事故”未对公司资产和在建项目造成任何损失, 在地理区位和企业经营相关性方面对保税区的发展不构成直接影响。

天津保税区是中国北方规模最大的保税区, 在中国(天津)自由贸易试验区(以下简称“天津自贸区”)的正式设立及挂牌后, 公司作为保税区基础设施投融资建设的主体, 其定位明确, 区域地位显著, 外部支持明确, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种, 含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据不能偿还的风险很低, 安全性很高。

### 优势

1. 近年来，天津保税区经济持续发展，财政收入稳步提高；2014年12月，天津自贸区正式设立，于2015年4月21日挂牌，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为天津保税区重大基础设施建设工程的投融资和开发建设主体，能够在资金、项目及土地资源等方面得到天津保税区管委会的有力支持。
3. 公司大型航空业及装备制造业等项目具有很强的产业带动能力，产业集群效应逐步显现，可助推地方经济发展，提升地方财政实力。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度好。

### 关注

1. 公司代表政府履行城市基础设施投资建设与运营管理等职能，在投资和经营上受政府政策的影响较大。
2. 针对空港经济区二期和三期建设项目以及空客项目部分投资，公司尚未与保税区管委会签订具体的移交及代建资金偿付协议。
3. 流动资产中存货和其他应收款占比大，公司资产流动性和质量一般，无形资产中土地使用权占比大，且变现能力差。
4. 本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津保税区投资控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津保税区投资控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津保税区投资控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津保税区投资控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天津保税区投资控股集团有限公司 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）为国有独资企业，于2008年经天津港保税区管理委员会（以下简称“保税区管委会”）批准，由天津港保税区国有资产管理局（以下简称“保税区国资”）全额出资2000万元成立。经多次增资，截至2015年6月底，公司注册资本达174.71亿元，实收资本174.71亿元。根据津政办发[2012]5号文件规定，将公司纳入天津市人民政府国有资产监督管理委员会管理，由天津港保税区国有资产管理局代表天津市人民政府国有资产监督管理委员会对公司行使出资人职能。天津港保税区国有资产管理局是公司唯一股东。

公司经营范围为：对房地产业、国际与国内贸易、仓储物流业、金融业、高新技术产业、基础设施建设进行投资及管理、咨询服务；国际贸易；仓储（危险品除外）；货运代理；自有设备租赁；物业服务（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。截至2015年6月底，公司纳入合并范围的全资子公司合计10家，下设风险控制部、企业管理部、办公室、计划财务部、人力资源部、招商发展部、建设管理部和资产管理部共计8个部门。

截至2014年底，公司合并资产总额为999.38亿元，所有者权益合计为317.41亿元（其中少数股东权益30.14亿元）。2014年，公司实现营业收入91.04亿元，利润总额13.17亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为1098.65亿元，所有者权益合计为344.16亿元（其中少数股东权益30.72亿元）。2015年上半年，公司实现营业收入35.59亿元，利润总额11.06亿元。

公司注册地址：天津空港物流加工区西三道166号；法定代表人：邢国友。

## 二、本期中期票据概况

公司计划于2016年注册中期票据40亿元，本期拟发行额度20亿元（以下简称“本期中期票据”），计划全部用于偿还银行贷款。本期中期票据无担保。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率及付息方式方面，本期中期票据采用固定利率计息，单利按年计息。于每个付息日前5个工作日，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作。在本期中期票据前5个计息年度的票面利率为初始基准利率<sup>1</sup>加上初始利差；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第5个付息日不行使赎回权，则从第6个计息年度开始票面利率每2年重置一次，重置后的票面利率为当期基准利率<sup>2</sup>加上初始利差再加上300个基点，在之后的2个计息年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利

<sup>1</sup> 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

<sup>2</sup> 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。若公司在某个付息日选择将当期利息以及按照条款已经递延的所有利息及孳息推迟至下一付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调300个基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。

如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本。公司如果在付息日前12个月内向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第6个计息年开始每2年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，

本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司（含合并范围子公司）发生向股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

(4) 公司若选择递延支付利息，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调300个基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。从票面利率角度分析，递延支付利息后本期中期票据的票面利率上调幅度较大，公司选择递延支付利息的可能性小。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

### 三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发

展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债务风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委会办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中

的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初,国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《43 号文》)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351 号,以下简称《351 号文》),《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43 号文》

及《351 号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40 号),为确保融资平台公司在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来,从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问,到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

## 2. 区域经济

### 天津市

天津市是中国四个直辖市之一,是北方重要的经济中心,具有较强的经济实力和良好的发展前景。

根据《2014 年天津市国民经济和社会发展统计公报》,初步核算 2014 年天津市实现地区生产总值 15722.47 亿元,比上年增长 10.0%。其中,第一产业增加值 201.53 亿元,增长 2.8%;

第二产业增加值 7765.91 亿元，增长 9.9%；第三产业增加值 7755.03 亿元，增长 10.2%。三次产业结构为 1.3:49.4:49.3。

全年一般公共预算收入 2390.02 亿元，增长 15.0%。其中，税收收入 1486.55 亿元，增长 13.5%，比重达到 62.2%。从主体税种看，增值税 252.80 亿元，增长 11.9%；营业税 478.47 亿元，增长 12.6%；企业所得税 234.69 亿元，增长 15.1%。

全年全社会固定资产投资 11654.09 亿元，增长 15.1%，连续七年增量超过 1000 亿元。其中，城镇投资 10986.50 亿元，增长 15.3%；农村投资 667.59 亿元，增长 12.6%。在城镇投资中，第一产业投资 75.50 亿元，增长 18.8%；第二产业投资 4845.20 亿元，增长 15.1%；第三产业投资 6065.80 亿元，增长 15.4%，占城镇投资的 55.2%。三次产业投资结构为 0.7:44.1:55.2。第三产业对城镇投资增长的贡献率为 55.5%，优势产业投资占工业投资的比重达到 91.3%。

总体看，2014 年天津市经济保持快速发展，财政收入继续增长，城市投资规模较大，为公司的发展提供了良好的外部环境。

### 天津保税区

天津港保税区于 1991 年 5 月 12 日经国务院批准设立，位于天津港港区之内，开发面积 5 平方公里，是中国北方规模最大的保税区。保税区具有国际贸易、现代物流、临港加工和商品展销四大功能，享有海关、税收、外汇等优惠政策。保税区以保税为特色，临港为依托，形成了国际贸易、现代物流和出口加工三大主导产业，在环渤海区域乃至中国北方经济发展中发挥着重要的服务、辐射和带动作用。

天津港保税区是天津市重要的经济增长区域，2014 年经济持续快速增长，财政实力不断加强。根据《2014 年天津港保税区（空港经济区）经济社会发展统计公报》，2014 年保税区完成地区生产总值 1392.0 亿元，同比增长 15.4%，其中，

第二产业实现增加值 535.7 亿元，可比增长 23.1%；第三产业实现增加值 856.4 亿元，可比增长 10.8%；工业总产值完成 1841.6 亿元，增长 11.0%。

从政府财力来看，2014 年，天津港保税区完成财政一般公共预算收入 73.1 亿元，比上年增长 12.9%；完成工商税收总额 146.2 亿元，比上年增长 0.4%；“营改增”顺利推进，进一步改善企业投资环境，增值税 47.2 亿元，增长 2.9%；营业税 18.7 亿元，下降 9.6%；企业所得税 52.1 亿元，增长 9.8%；个人所得税 13.2 亿元，增长 9.4%。区级工商税收完成 47.7 亿元，下降 0.5%。全年财政支出 72.8 亿元，增长 6.4%。

从招商引资情况来看，2014 年，天津港保税区全年实现合同外资 65.0 亿美元，增长 10.0%；实际利用外资 36.2 亿美元，增长 9.1%；内联引资额 180.0 亿元，比上年增长 28.0%。招商引资势头较好，全年新批外资项目 104 个，比上年增长 25.9%，投资总额在 1000 万美元以上的外资企业 74 家；项目平均投资规模 4359 万美元，与上年持平；项目来源以中国香港、美国和新加坡为主，分别达到 50 家、16 家、9 家。全年新批内资企业 2474 家，注册资本 227.1 亿元，增长 114.5%，投资总额在 1000 万元以上的企业 209 家；内资企业平均投资规模 918 万元，下降 4.0%。

从固定资产投资来看，2014 年，天津港保税区完成固定资产投资 340.5 亿元，比上年增长 9.1%。分行业看，工业完成投资 65.8 亿元，下降 30.5%；物流业完成投资 56.3 亿元，增长 61.9%；商贸业完成投资 7.0 亿元，增长 18.6%；服务业完成投资 200.3 亿元，增长 31.1%。基础设施投资完成 23.8 亿元，增长 0.7%，其中空港经济区完成基础设施投资 10.7 亿元。

2014 年 12 月 28 日，经国务院批准，天津自贸区正式设立，并于 2015 年 4 月 21 日挂牌。天津自贸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。

该试验区总面积为 119.9 平方公里，主要涵盖 3 个功能区，天津港片区（天津港保税区位于天津港港区之内）、天津机场片区以及滨海新区中心商务片区。天津自贸区建设是深层次开放的战略举措，可使天津保税区开放空间逐步扩大，为公司发展打开新的增长空间。

## 2. 财政实力

2012~2014 年，天津市保税区可支配财力不断增长，年均复合增长 14.81%，2014 年为 91.25 亿元。2012~2014 年，公共财政预算收入分别为 57.42 亿元、64.71 亿元和 73.09 亿元，年均复合增长 12.82%；其中税收收入分别为 46.06 亿元、47.96 亿元和 47.71 亿元；受宏观经政策影响，天津市保税区基金预算收入波动下降，近三年分别为 7.06 亿元、7.39 亿元和 4.89 亿元。2012~2014 年，天津保税区财政支出快速增长，年均复合增长 13.98%。近三年，公共财政预算支出分别为 53.85 亿元、61.25 亿元和 67.94 亿元，年均复合增长 12.32%；基金预算支出不断下降，分别为 6.89 亿元、6.74 亿元和 4.91 亿元。

表 1 2012~2014 年天津市保税区财力情况(单位:亿元)

| 科目           | 2012 年       | 2013 年       | 2014 年       |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 公共财政预算收入     | 57.42        | 64.71        | 73.09        |
| 其中：税收收入      | 46.06        | 47.96        | 47.71        |
| 基金预算收入       | 7.06         | 7.39         | 4.89         |
| 转移性收入        | 4.75         | 13.51        | 13.27        |
| <b>可支配财力</b> | <b>69.23</b> | <b>85.61</b> | <b>91.25</b> |
| 公共财政预算支出     | 53.85        | 61.25        | 67.94        |
| 基金预算支出       | 6.89         | 6.74         | 4.91         |
| 转移性支出        | 8.93         | 17.12        | 17.66        |
| <b>财政支出</b>  | <b>69.67</b> | <b>85.11</b> | <b>90.51</b> |

资料来源：天津保税区财政局

整体来看，天津市及保税区区域经济及财政实力稳步提升，保税区招商引资进展良好，随着天津自贸区的正式设立，保税区未来发展势头较好，为公司提供了良好的外部环境。

## 五、基本素质分析

### 1. 产权状况

公司系保税区国资下属的国有独资公司，于 2008 年 12 月 17 日在天津空港物流加工区注册成立。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本人民币 174.71 亿元，实收资本 174.71 亿元。

### 2. 人员素质

公司高层领导均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。公司党委书记、董事长邢国友，男，汉族，1957年4月生，河北交河人，1985年3月加入中国共产党，1976年6月参加工作，南开大学哲学专业毕业，大学学历，学士学位，思想政治工作研究员，曾先后于共青团天津市委青农部、天津青年联合实业公司、天津市旅游总公司、天津市旅游经济总开发公司、天津市旅游局、天津天保控股有限公司担任领导职务，具有丰富的行业管理经验和较高管理水平。公司执行董事、财务总监尹宏海，男，汉族，1960年11月生，山东利津人，1990年12月加入中国共产党，1981年9月参加工作，中央党校经济管理专业毕业，中央党校大学学历，高级会计师、高级审计师，曾任天津市审计局办公室副主任、天津市审计局固定资产投资审处处长、天津市审计局固定资产投资审计分局局长（兼）、天津天保控股有限公司总会计师、财务部部长、天津天保控股有限公司财务总监、计划财务部部长，天津天保财务管理有限公司执行董事、总经理（兼）。公司总经理陈绍旺，男，汉族，1971年2月生，天津人，1992年7月加入中国共产党，1994年7月参加工作，南开大学世界经济专业毕业，研究生学历，博士学位，曾任天津港保税区贸易发展局副局长、天津港保税区第三招商办公室主任、天津港保税区经济发展局副局长、天津港保税区经济发展局局长、天津港保税区管委会副主任、天保控股有限公司

党委副书记、总经理、中天航空工业投资股份有限公司董事长。

截至2015年6月底，公司在职员工677人。从学历方面看，高中或以下学历的员工26人，占总人数的3.84%，本科学历的员工560，占总人数的82.72%，研究生或以上学历的员工91人，占总人数的13.44%；从职称方面看，具有高级专业职称的员工89人，占总人数的13.15%，具有中级专业职称的员工145人，占总人数的21.42%。总体来看，公司员工队伍精简，整体文化素质较高，高层管理人员具有多年的从业经验，管理能力和管理水平较高。

### 3. 外部支持

作为天津保税区基础设施建设及运营的重要主体，保税区管委会不断整合资源，通过注入优质资产和提供财政补贴等方式支持公司的可持续发展和壮大。

#### (1) 资产划拨

2009年，根据《关于整合区属国有企业组建母公司的方案》(津保国资发【2008】1号)文件，保税区政府将天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”）和天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）全部所有者权益无偿划转至公司。

天保控股成立于1999年1月，原为经天津港保税区管理委员会保管函【1999】8号文件批准，由天津港保税区管委会下属的天津港保税区建设服务总公司、天津港保税区开发服务总公司和天津港保税区财政局分别以净资产出资和货币出资方式设立的国有独资公司，初始注册资本为3.30亿元；天保投资成立于2002年1月，原为经天津市政府批准由天津港保税区财政局出资成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币5000.00万元。2009年，公司成立后，天保控股和天保投资全部国有股权被无偿划转给公

司，成为公司核心全资子公司，分别主要从事城市基础设施业、现代物流业板块的经营和代表天津市政府与国内外知名企业合作投资设立企业时的投资主体。

#### (2) 增加资本金

为了支持公司的持续发展，2012~2014年，保税区国资向公司多次增资，分别为1.50亿元、23.01亿元和14.20亿元。截至2015年6月底，公司注册资本174.71亿元。

#### (4) 政府补助

2012~2014年，公司收到政府拨付的补助款分别为11.84亿元、12.74亿元和14.33亿元。公司将上述补助款均计入营业外收入—政府补助科目。

总体来看，作为天津保税区重要的基础设施建设和运营主体，公司持续获得政府的大力支持。联合资信认为，作为公司的出资者，政府对公司的支持是持续、稳定和长期的，同时也是公司未来发展的重要保障。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司与出资人在资产、业务、财务和机构方面完全分开，具有相应的独立性，保税区国资代表保税区管委会行使出资人职能。公司设立了董事会、监事会等机构，董事会成员中有6名由保税区国资委派，监事会中3名监事由保税区国资委派，监事会主席由保税区国资指定。公司主要高级经营管理人员多年从事天津港保税区开发建设，管理经验丰富。公司决策层成员及高级管理层团队稳定性较强，有利于公司持续稳定运营。公司制定了较为健全的高级经营管理人员聘任、绩效评价及激励约束机制。公司与高级经营管理人员签订年度经营责任书，按照有关标准对其进行考核，较好地实现了对高管人员的奖惩激励。

## 2. 管理水平

公司组建后，在完善组织架构的基础上逐步建立起各项内部管理制度，并形成了以财务管理、资金管理、投融资管理和子公司管理等为主要内容的内部管理控制体系。

在资金管理方面，公司根据投资计划制定年度资金计划，经董事会批准后实行。在资金的支付方面，对于计划内的资金使用或拨付，经总经理批准后办理；计划外但在授权额度范围内的资金使用或拨付，经总经理办公会议批准后决定；计划外且授权额度以上的报董事会批准后执行。计划财务部根据资金情况，综合平衡后进行资金拨付。

在担保方面，公司规定所有对外担保业务必须经公司董事会审批（超过一定额度时报保税区管委会备案），并严格禁止下属公司对系统外企业提供担保。

在投资管理方面，公司建有专门的投资管理办法，规定了投资原则和决策程序，对固定资产投资、产权收购以及长期股权投资进行管理。公司对投资项目施行内部立项审批和最终决策审批的二级审批制度，公司投资项目必须经过投资主管部门、投资项目评审委员会、总经理办公会以及董事会的审批，并报保税区管委会批准。同时公司建立有相应制度根据投资项目的实际效果对相关责任人进行考核。

在下属企业管理方面，公司主要通过委派企业负责人、财务负责人，以及聘任中层以上管理人员的方式，对全资及控股企业实施管控。对于

合营和参股企业，公司主要采取设立产权代表的方式实施管控。

总体来看，公司按照《公司法》和《公司章程》建立了完整的法人治理结构和系统的经营管理制度且运作规范。公司对子公司实施较为紧密的监管，项目的投资和监管严格按照各项规定进行；管理体制明确，机构和人员保持精简，能够较好地完成投资建设项目任务。预计未来随着公司投资规模的扩大和业务类型的扩展，组织机构还将进一步优化。

## 七、经营分析

公司业务范围主要集中于天津市保税区范围内，业务分为市政公用设施建设和运营、房地产项目开发及销售、交通运输和金融控股四个板块。2012~2014年及2015年上半年，公司合并口径分别实现营业收入73.15亿元、78.99亿元、91.04亿元和35.59亿元。公司各板块中交通运输板块对营业收入贡献最大，占比波动上升，近年来分别实现营业收入34.68亿元、51.87亿元、56.78亿元和24.40亿元。毛利率方面，自2012年起公司毛利率分别为21.78%、14.87%、17.44%和16.45%，公司整体毛利率呈波动下降态势，其中以2013年较2012年下滑幅度最大，系公司交通运输板块出现3.13个百分点的毛利率下滑以及公司金融控股板块毛利率从100%下滑至10.24%，主要系2013年之前上述板块财务费用并未计入成本进行毛利率的核算，导致当年公司整体毛利率较高。

表2 2012~2015年6月公司营业收入构成表（单位：亿元，%）

| 业务<br>板块 | 2012 年 |       |        | 2013 年 |       |       | 2014 年 |       |       | 2015 年 1~6 月 |       |       |
|----------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------------|-------|-------|
|          | 收入     | 占比    | 毛利率    | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入           | 占比    | 毛利率   |
| 交通运输     | 34.68  | 47.41 | 13.44  | 51.87  | 65.66 | 10.31 | 56.78  | 62.36 | 8.78  | 24.40        | 68.58 | 8.65  |
| 房地产      | 22.84  | 31.22 | 22.51  | 15.43  | 19.54 | 29.05 | 19.69  | 21.62 | 33.52 | 3.94         | 11.08 | 35.93 |
| 市政公用     | 8.57   | 11.72 | -2.68  | 7.21   | 9.12  | 1.56  | 7.75   | 8.51  | 9.70  | 3.78         | 10.62 | 11.87 |
| 金融控股     | 1.99   | 2.73  | 100.00 | 2.65   | 3.36  | 10.24 | 4.22   | 4.63  | 34.64 | 2.44         | 6.85  | 44.28 |
| 其他       | 5.06   | 6.92  | 86.16  | 1.83   | 2.32  | 83.42 | 2.61   | 2.87  | 79.68 | 1.03         | 2.88  | 77.92 |
| 合计       | 73.15  | 100   | 21.78  | 78.99  | 100   | 14.87 | 91.04  | 100   | 17.44 | 35.59        | 100   | 16.45 |

资料来源：公司提供

## 1. 交通运输业务

公司的交通运输业务是其主要的营业收入

来源，其可分为物流业务、汽车贸易及航空产业三个子板块（实际经营情况见下表）。

表3 2012~2015年6月公司交通运输业务构成表（单位：万元，%）

| 业务板块 | 2012 年 |        |       | 2013 年 |        |       | 2014 年 |        |       | 2015 年 1~6 月 |        |       |
|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------------|--------|-------|
|      | 收入     | 成本     | 毛利率   | 收入     | 成本     | 毛利率   | 收入     | 成本     | 毛利率   | 收入           | 成本     | 毛利率   |
| 汽车展贸 | 137662 | 121336 | 11.86 | 131025 | 118276 | 9.73  | 96348  | 86143  | 10.59 | 45143        | 40851  | 9.51  |
| 航空产业 | 38378  | 21663  | 43.55 | 46555  | 18574  | 60.10 | 47973  | 19798  | 58.73 | 20696        | 10220  | 50.62 |
| 物流业  | 170748 | 157167 | 7.95  | 341087 | 328357 | 3.73  | 423432 | 411990 | 2.70  | 178205       | 171871 | 3.55  |
| 合计   | 346788 | 300166 | 13.44 | 518667 | 465208 | 10.31 | 567753 | 517931 | 8.78  | 244044       | 222942 | 8.65  |

资料来源：公司提供

## 物流业务

公司目前的物流业务集中于下属全资子公司天津天保国际物流集团有限公司进行运营（以下简称“天保国际物流”）。2012~2015 年 6 月，天保国际物流分别实现营业收入 16.98 亿元、34.05 亿元、42.31 亿元和 17.80 亿元。

天保国际物流的物流业务以仓储服务、报关检测及代理业务等第三方物流服务为基础，同时近年来开始发展物流金融业务。

第三方物流服务方面，天保国际物流基于公司在海港保税区拥有的6万平方米堆场、空港经济区的专用铁路以及在临港经济区的130万平方米土地和1千米码头岸线开展相关业务，其第三方物流服务的业务量占保税区市场份额的80%左右，并于2014年实现手续费0.48亿元。

物流金融服务方面，天保国际物流与下游客户签订采购协议，并预先收取30~50%的贸易保证金，其采购商品主要为玉米、铁矿砂、钢材、煤炭等。为减轻资金压力，天保国际物流对采购商实行6个月以内的银行承兑汇票或电汇结算，确认收入以对销售客户采取电汇或支票的即时计算。

表4 2014年物流业务采购商前五名（单位：万元，%）

| 供应商             | 主要产品 | 年采购额  | 占整体采购比例 |
|-----------------|------|-------|---------|
| 晋中市金粮农业科技开发有限公司 | 玉米   | 32083 | 15.06   |
| 河北天业经贸有限公司      | 铁矿砂  | 25747 | 12.09   |
| 唐山新鑫特钢有限公司      | 钢材   | 14072 | 6.61    |

|               |    |       |       |
|---------------|----|-------|-------|
| 天津市悦源实业发展有限公司 | 煤  | 12927 | 6.07  |
| 天津海津兴农商贸有限公司  | 船板 | 6147  | 2.89  |
| 合计            | -  | 90976 | 42.71 |

资料来源：公司提供

表5 2014年物流业务销售客户前五名（单位：万元，%）

| 销售客户           | 主要产品 | 年销售额  | 占整体销售比例 |
|----------------|------|-------|---------|
| 山西永成长青粮油贸易有限公司 | 玉米   | 32671 | 10.79   |
| 冀南钢铁集团有限公司     | 铁矿砂  | 26071 | 8.61    |
| 唐山市丰润区钢盛商贸有限公司 | 钢材   | 14232 | 4.7     |
| 大唐山东电力燃料有限公司   | 煤    | 13441 | 4.44    |
| 金海重工股份有限公司     | 船板   | 6254  | 2.06    |
| 合计             | -    | 92669 | 30.59   |

资料来源：公司提供

## 汽车贸易

公司汽车贸易业务主要由下属的天津空港汽车园发展有限公司（以下简称“空港汽车园”）负责运营。空港汽车园的销售方式主要以下属4S店及雷诺（北京）汽车有限公司在当地的零售为主，所销售的汽车品牌主要为大众和雷诺等，其收益主要来自企业贸易购销差价及整车返利（约1%）。

2014年空港汽车园下属4S店实现销售额7.25亿元，雷诺（北京）汽车有限公司实现销售额7712万元，2014年公司合计实现汽车销售收入9.63亿元（除上述4S店及雷诺汽车专卖之外，公司另有

其他散户销售渠道)。

表6 2014年采购方情况 (单位: 万元, %)

| 企业名称         | 汽车品牌 | 金额       | 占采购总支出比例 |
|--------------|------|----------|----------|
| 中国进口汽车贸易有限公司 | 进口大众 | 41457.61 | 72.74    |
| 广汽乘用车集团有限公司  | 传祺   | 11147.99 | 19.56    |
| 广州菲亚特汽车有限公司  | 菲亚特  | 4392.52  | 7.7      |
| 合计           | -    | 56998.12 | 100      |

资料来源: 公司提供

表7 2014年4S店销售情况 (单位: 辆, 万元)

| 4S店所在城市 | 销售汽车品牌 | 销售数量 | 销售金额  |
|---------|--------|------|-------|
| 天津      | 进口大众   | 849  | 28488 |
| 天津      | 传祺     | 1238 | 12215 |
| 天津      | 菲亚特    | 455  | 4966  |
| 唐山      | 进口大众   | 457  | 13887 |
| 合计      | -      | 2999 | 59556 |

资料来源: 公司提供

## 航空产业

公司根据规划和发展需要, 在当地投资建设了空客A320系列飞机天津总装线项目, 该项目已于2008年投产并由公司参股的空中客车(天津)总装有限公司(以下简称“空客天津”)负责运营。

运营模式为空中客车中国有限公司(以下简称“空客中国”)负责进行市场销售工作, 在与航空公司签订购销合同后, 将生产订单下达给空客天津, 并提供组装所需要的核心部件。空客天津在组装并试飞结束后进行交付, 空客中国按照每架飞机122万欧元的标准向空客天津支付加工费。目前空客天津已形成每月4架飞机的生产能力, 2012~2014年其分别完成38架、46架和47架飞机的组装。

## 2. 房地产业务

公司的房地产板块业务涵盖商品房和保障房的建设和销售以及物业管理和物业出租等业务, 其主要由下属的天津天保基建股份有限公司(以下简称“天保基建”)、天津天保嘉顺投资有限公司(以下简称“天保嘉顺”)和天津保税区投资有限公司(以下简称“天保投资”)负责经营。公

司房地产板块业务收入中以商品房销售收入为主, 其余保障房销售收入、物业管理和物业出租收入占比小。

表8 2012~2015年6月房地产业务情况 (单位: 万元)

|           | 2012年  | 2013年  | 2014年  | 15年1~6月 |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 商品房销售     | 168657 | 135047 | 153872 | 32539   |
| 保障房销售     | 32153  | 10241  | 3553   | 1292    |
| 物业管理      | 594    | 1159   | 1688   | 804     |
| 物业出租      | 6339   | 7567   | 5020   | 1751    |
| 其他        | 20635  | 310    | -      | -       |
| 房地产板块营业收入 | 228378 | 154324 | 164132 | 36387   |

资料来源: 公司提供

公司房地产项目主要集中于天津滨海新区内, 开发项目有天保金海岸项目、汇金广场建设项目、北塘住宅项目以及意境兰庭开发建设项目。其中天保金海岸项目规划建筑面积137万平方米, 其中住宅约100万平方米, 计划开发周期为2009年至2015年, 计划总投资为78.97亿元; 汇津广场建设项目规划建筑面积131888万平方米, 均为写字楼, 计划开发周期为2007年至2009年, 计划总投资为2.61亿元; 北塘住宅项目规划建筑面积28.20万平方米, 其中住宅约18.40万平方米, 计划开发周期为2010年至2014年, 计划总投资为18.40亿元; 意境兰庭开发建设项目规划建筑面积20.76万平方米(不含地下), 其中住宅约20.21万平方米, 计划开发周期为2012年至2017年, 计划总投资为21.00亿元。

表9 2014年公司房地产业务建设情况 (单位: 万平方米)

| 项目        | 2014年 |      |       |       |
|-----------|-------|------|-------|-------|
|           | 写字楼   | 商业   | 住宅    | 合计    |
| 新开工面积     | 4.96  | -    | -     | 4.96  |
| 在建总面积     | 11.46 | -    | 14.17 | 25.63 |
| 竣工面积      | 6.50  | -    | -     | 6.50  |
| 销售面积(含预售) | 0.28  | 0.70 | 6.57  | 7.55  |

资料来源: 公司提供

截至2015年6月底, 公司在售的商品房项目共计9个, 合计可租售面积171.54万平方米。公司

目前在售商品房地产项目中有天保房地产空港商业区住宅项目（一期）、汇金广场一期、北塘开发区、临港工业园及意境兰庭项目仅完成部分

销售，剩余销售空间能够支撑公司未来2年左右的房地产板块营业收入。

表10截至2015年6月底在售商品房地产项目情况（单位：万平方米、元/平方米，亿元，%）

| 项目名称                   | 可租售面积<br>(万平方米) | 已销售面积<br>(万平方米) | 已出租面积<br>(万平方米) | 平均售价<br>(元/平方米) | 物业类型     | 销售、租金及物<br>业收入(亿元) | 销售进度     |
|------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------|--------------------|----------|
| 天保金海岸-B01 地块           | 19.05           | 17.29           | 0.07            | 10503.00        | 住宅、商业    | 18.42              | 91.13    |
| 天保金海岸-B08 地块           | 13.22           | 13.22           | 0.00            | 9606.66         | 住宅       | 12.70              | 100.00   |
| 天保金海岸-B05 地块           | 8.78            | 8.74            | 0.00            | 13927.00        | 住宅、商业    | 12.17              | 99.00    |
| 天保房地产空港商业<br>区住宅项目（一期） | 10.16           | 6.92            | 0.00            | 11233.00        | 住宅       | 7.30               | 72.00    |
| 汇津广场一期                 | 5.92            | 2.48            | 1.18            | 9905.00         | 写字楼      | 2.67               | 61.82    |
| 北塘开发区                  | 5.38            | 5.10            | -               | 9800.00         | 住宅       | 2.54               | 95.00    |
|                        | 18.90           | 3.50            | -               | 11360.00        | 写字楼      |                    | 19.00    |
| 临港工业区                  | 12.30           | 0.78            | -               | 6000.00         | 住宅       | 0.74               | 5.00     |
| 意境兰庭                   | 19.00           | 6.51            | 0.00            | 11321.24        | 住宅、商业    | 5.00               | 11.00    |
| 天保商务园                  | 58.83           | 20.74           | 9.62            | 8332.00         | 商业、写字楼   | 16.88              | 56.00    |
| <b>合计</b>              | <b>171.54</b>   | <b>85.10</b>    | <b>10.87</b>    | <b>-</b>        | <b>-</b> | <b>51.03</b>       | <b>-</b> |

资料来源：公司提供

注：1. 空港商业区住宅项目（一期）和意境兰庭项目还未确认收入；2. 公司商品房地产项目中有部分用于出租的商业设施及写字楼。

截至2015年6月底，公司主要在建的房地产项目为意境兰亭、北塘总部项目、北塘公寓项目和临港工业区项目。上述的4个在建项目计划总

投资69.40亿元，目前已投资44.60亿元，尚需投资24.80亿元，除北塘公寓项目外，其余3个项目已逐步开始进行少量预售且合计已回款9.43亿元。

表11截至2015年6月底在建房地产项目情况（单位：亿元，万平方米，万元/平方米，亿元）

| 项目名称                       | 业务主体 | 计划总<br>投资额   | 已投资          | 物业<br>类型  | 计划完工     | 可租售面积        | 计划<br>售价 | 预计<br>收入     | 已竣工<br>面积    | 已售<br>面积     | 回款          |
|----------------------------|------|--------------|--------------|-----------|----------|--------------|----------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 天保房地产空<br>港商业区住宅<br>项目意境兰亭 | 天保房产 | 21.00        | 8.76         | 住宅及<br>商业 | 2016 年   | 19.00        | 1.15     | 22.00        | -            | 6.51         | 5.00        |
| 北塘总部项目                     | 天保嘉顺 | 18.40        | 17.11        | 写字楼       | 2014 年   | 18.60        | 1.50     | 27.00        | 14.80        | 3.60         | 3.58        |
| 北塘公寓项目                     | 天保嘉业 | 16.00        | 9.52         | 住宅式<br>公寓 | 2014 年   | 16.00        | 1.25     | 19.20        | -            | -            | -           |
| 临港工业区                      | 天保嘉圆 | 14.00        | 9.21         | 住宅        | 2017 年   | 12.30        | 0.75     | 17.00        | 13.80        | 0.78         | 0.85        |
| <b>合计</b>                  |      | <b>69.40</b> | <b>44.60</b> | <b>-</b>  | <b>-</b> | <b>65.90</b> | <b>-</b> | <b>85.20</b> | <b>28.60</b> | <b>11.96</b> | <b>9.43</b> |

资料来源：公司提供

### 3. 市政公用业务

公司市政公用业务集中于天津保税区范围内，其中包括项目代建、供热、供电以及市政业务。公司项目代建业务主要包括对空港经济区的建设以及空客A320总装线项目内土地及相关配套设施建设任务。

#### 项目代建

空港经济区建设项目分为一期、二期和三期，建设内容为经济区范围内的土地整理。根据空港经济区一期项目代建协议，项目投入资金由公司自筹和通过银行贷款完成，项目建成移交后次年保税区财政局分期按项目投资投入的0.40%向公司代建费用。目前，空港经济区一期和二期项目已经建设完毕，共累计投资150亿元，其中空港经

济区一期已签订移交协议，公司将该项目移交至保税区管委会，同时管委会根据《受托建设投入偿付计划》，于2008~2014年期间逐年向公司支付代建资金，合计支付51亿元，目前该笔资金以足额全部到位（在长期应收款中体现）。项目移交后，公司还需继续负责项目的运营管养，并计划在10年内每年收取保税区管委会0.51亿元的运营管养费。

空港经济区三期项目计划整理土地面积12.76平方公里，总投资94.25亿元。截至2015年6月底，空港经济区二期已完成整理土地面积17.30平方公里，三期已完成整理土地面积11.87平方公里，已投资39.66亿元，均体现在公司在建工程科目中。截至目前，公司与保税区管委会尚未针对上述二期和三期项目签订具体的移交及代建资金支付协议。

#### 空客A320总装线项目

根据《国家发展改革委关于核准合资生产A320系列飞机天津总装线项目的批复》（发改高技【2007】988号文件），公司在天津滨海新区临空产业区实施A320系列飞机天津总装线项目，该总装线项目与天津机场相邻，规划面积68.56万平方米，实际占地59.23万平方米。空客A320总装线项目总投资184.27亿元，其中外方投资72.67亿元，中方投资111.60亿元。项目投入资金由公司自筹和通过银行贷款完成，项目建成移交后次年保税区财政局分期按项目投资入的0.50%向公司代建费用。截至目前，该项目已完成建设并开始生产，其中厂房和生产线、安装线等已经由保税区管委会拨款34亿元完成结转，剩余78.53亿元尚未移交体现在在建工程科目中，相关回款安排尚未签订，联合资信持续关注该项目回款情况

#### 供热、供电及市政业务

公司负责保税区内部分区域的供热、供电和市政业务。公司供热业务范围为海港保税区（管网52公里，换热站4个，供热面积77.99万平方米）

和空港经济区（管网161公里，换热站22个，供热面积660.33万平方米）。2014年公司供热业务实现营业收入3.84亿元，毛利率10.68%。

表12 2014年公司供热业务情况

| 供热区域  | 2014年供热价格           | 2014年供热量（万平方米） |        |        |       |
|-------|---------------------|----------------|--------|--------|-------|
|       |                     | 全部             | 工业     | 商业     | 居民    |
| 海港保税区 | 工业：<br>9.35元/平方米/月  | 35.60          | 25.41  | 10.18  | 0.00  |
| 空港经济区 | 商业及居民：<br>25元/平方米/季 | 475.10         | 295.36 | 94.12  | 85.62 |
| 合计    | -                   | 510.70         | 320.77 | 104.30 | 85.62 |

资料来源：公司提供

公司供电业务范围为海港保税区，2014年公司实现供电收入3.36亿元，毛利率12.50%。2012~2014年，公司购电量分别为35317.74千瓦时、36087.76千瓦时和31191.36千瓦时，完成电量销售34646.13千瓦时、35560.39千瓦时和30692.81千瓦时，整体规模呈波动中略有下滑的态势。

公司市政业务主要由下属天津天保市政有限公司（以下简称“天保市政”）进行，其业务范围涵盖供水、污水处理、绿化养护、道路管养和排水管道维护，2014年起除排水业务外，其他业务不再计入主营业务收入改以政府补助形式计入营业外收入。公司2014年实现供水业务收入0.54亿元，由于天保市政为区域内配套设施建设运营类公司，因此供水业务处于亏损状态，毛利率为-15.64%。2014年公司完成供水537.97吨，污水处理370.39吨，绿化养护336.72平方米、道路管养312.92公里和排水管道维护471.43公里，2015年上半年，公司实现供水业务收入0.16亿元，毛利率为-49.33%。

#### 4. 金融控股业务

公司金融类业务涵盖租赁、小额贷款及保理等业务，其中租赁业务的客户集中于在公开市场融资且主体长期信用等级AA<sup>+</sup>或以上的企业。截至2015年6月底，公司租赁余额为70.76亿元资金，集中于基础设施及商业楼宇方面；小额贷款、票

据贴现及贷款转让总额9.57亿元，其中计提坏账0.12亿元；保理余额5.24亿元，集中于应收款融资业务。2012~2014年及2015年上半年，公司金融板块分别实现收入1.99亿元、2.65亿元、4.22亿元和2.44亿元。

除上述业务外，公司还依托当地区域改革的政策优势，广泛进行股权类投资业务，投资企业集中于金融行业，包括天津银行股份有限公司、空中客车（天津）工装夹具有限公司、天津燕山股权投资基金有限公司等。

表13截至2015年6月底公司股权投资业务情况

(单位: 万元, %)

| 被投资公司              | 投资成本      | 持股比例  |
|--------------------|-----------|-------|
| 天津银行股份有限公司         | 99700.00  | 19.45 |
| 天津渤海租赁有限公司         | 30000.00  | 4.80  |
| 天津燕山股权投资基金有限公司     | 20000.00  | 18.83 |
| 天津天保成长创业投资有限公司     | 2391.09   | 29.7  |
| 天津天保创鑫创业投资合伙企业     | 3000.00   | 14.22 |
| 光大金控（天津）创业投资有限公司   | 10000     | 9.17  |
| 航建航空产业股权投资（天津）有限公司 | 10000     | 8.3   |
| 国科瑞华创业投资企业         | 5000      | 4.94  |
| 天津金聚联保投资合伙企业       | 50000     | 49.5  |
| 融通股权投资（天津）合伙企业     | 3987.96   | 4.99  |
| 合计                 | 267365.50 | --    |

资料来源：公司提供

#### 5. “天津港8.12瑞海公司危险品仓库特别重大火灾爆炸事故”影响

2015年8月12日23:30左右，位于天津滨海新区塘沽开发区的天津东疆保税港区瑞海国际物流有限公司所属危险品仓库发生爆炸，对周边企业及住宅产生一定影响。

该事故发生后，公司资产和在建项目均未受到直接损失，在地理区位和企业经营相关性方面对保税区的的发展不构成直接影响。但考虑到公司交通运输板块在该此事故中可能受到一些间接影响，联合资信将进一步予以关注。

#### 6. 未来发展

公司在天津保税区依托政策及区域地位等优势，以市政公用业务为基础，发展出交通运输

业为主，房地产业和金融业为辅的经营模式。未来，公司将以金融业为主要侧重方向，着重投资控股业务，力求国有资产的保值增值。未来主要投资项目为空港三期项目建设和意境兰庭项目二期。截至2015年6月底，空港经济区三期已完成整理土地面积11.87平方公里（计划整理面积12.76平方公里），已投资39.66亿元（计划总投资94.25亿元）；意境兰庭二期开发建设项目，计划总投资为11.50亿元，预计开发周期为2015年至2017年。

总体看，公司在当地所处的重要地位，以及所涉及的市政业务和金融产业布局，其在未来保持当前行业地位以及持续获得政府各方面支持的可能性大。

## 八、财务分析

公司提供的2012~2014年度合并财务报表经中兴财光华会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计意见。公司提供的2015年上半年财务数据未经审计。

财务报表合并范围变化方面：目前，公司共有10家子公司。近三年，公司投资设立子公司3家，分别为天津天保财务有限公司、天津天保财务管理有限公司和天津天保商业保理有限公司。2015年上半年，公司合并范围无变化。公司合并报表范围变化对财务报表可比性影响小。

截至2014年底，公司合并资产总额为999.38亿元，所有者权益合计为317.41亿元（其中少数股东权益30.14亿元）。2014年，公司实现营业收入91.04亿元，利润总额13.17亿元。

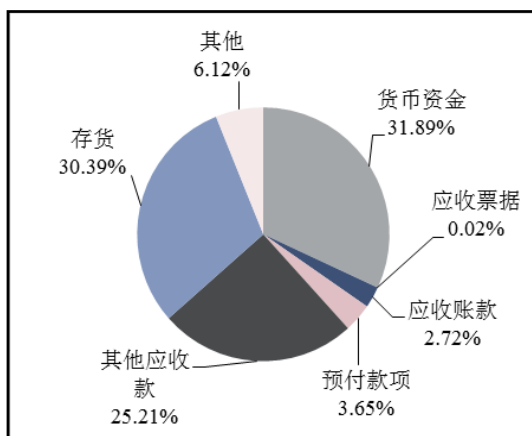
截至2015年6月底，公司合并资产总额为1098.65亿元，所有者权益合计为344.16亿元（其中少数股东权益30.72亿元）。2015年上半年，公司实现营业收入35.59亿元，利润总额11.06亿元。

## 1. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额不断增长，年均复合增长11.24%。截至2014年底，公司资产总额999.38亿元，其中流动资产占40.67%，非流动资产占59.33%。

2012~2014年，公司流动资产快速增长，年均复合增长13.12%，主要系预付款项、一年内到期的非流动资产和其他流动资产增加所致。截至2014年底，公司流动资产406.40亿元，同比增长16.45%。流动资产以货币资金（占31.89%）、其他应收款（占25.21%）和存货（占30.39%）为主。

图1 截至2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长13.18%。截至2014年底，公司货币资金129.59亿元，其中主要为银行存款（占93.47%）。公司货币资金中受限资金为8.38亿元。

2012~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长15.83%。截至2014年底，公司应收账款11.07亿元，其中1年以内的占90.99%；1~2年的占0.50%，2~3年的占8.51%。公司应收账款中主要应收单位为青岛鲁晋同商贸有限公司、天津神州汽车租赁有限公司、保税区财政局、广元市粮油食品供应有限公司和北京神农尚品科技有限公司，合计占应收账款余额的31.48%，截至2014年底，公司应收账款累计计提坏账准备

838.27万元。

2012~2014年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长12.88%。截至2014年底，公司预付款项14.84亿元，同比增长51.29%，主要系天保物流预付款项增长所致，其中1年以内占89.33%，1~2年占2.43%，2~3年占0.03%，3年以上占8.21%。

2012~2014年，伴随天津港保税区财政局补贴款不断增加，公司其他应收款快速增长，年均复合增长27.32%。截至2014年底，公司其他应收款余额102.44亿元，同比增长27.32%，其中1年以内占50.10%，1~2年占0.08%，无2~3年其他应收款，3年以上占49.82%。公司其他应收款主要由补贴款和往来款构成，其中天津港保税区财政局补贴款占90.92%、天津港保税区建设服务总公司往来款占3.90%、天津市滨海新区财务管理中心占1.90%、天津天保公用设施有限公司占0.49%、天保滨海投资服务有限公司占0.48%。截至2014年底，公司其他应收账款累计计提坏账准备1.17亿元。总体看，公司应收款项发生坏账损失的可能性小，但规模大，支付期限长，对公司资产流动性产生一定影响，对公司资金周转产生一定压力。

2012~2014年，公司存货保持相对稳定，年均复合下降-2.73%。截至2014年底，公司存货账面余值为123.50亿元，主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为57.86%和35.29%，具体为房地产项目。公司未计提跌价准备。截至2014年，公司将金海岸D06项目“八平方公里”、金海岸D07项目“四平方公里”和B01项目11、13、15部分在建项目“两平方公里”对应的开发成本及相应的收益权用于抵押，向中国农业发展银行抵押借款45.00亿元。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动资产快速增长，年均复合增长230.16%，主要系近年来应收融资租赁款不断增长所致。截至2014年，

公司一年内到期的非流动资产16.35亿元，同比增长52.60%。

截至2014年底，公司新增其他流动资产8.21亿元，主要系公司新设立的子公司天津天保商业保理有限公司所购理财产品和应收保理费。

2012~2014年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长10.01%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和在建工程增长所致。截至2014年底，公司非流动资产592.97亿元，同比增长4.20%。公司非流动资产主要以在建工程、无形资产、长期股权投资和固定资产为主，分别占比50.83%、21.23%、17.07%和7.81%。

2012~2014年，公司发放贷款及垫款快速增长，年均复合增长47.70%。截至2014年底，公司发放贷款及垫款11.46亿元，同比增长7.25%，主要系发放贷款增长所致，累计贷款损失准备3.60亿元。

2012~2014年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长170.86%。截至2014年底，公司可供出售金融资产22.43亿元，同比增长509.27%，主要系会计准则发生变更，原计入长期股权投资中不具有共同控制或重大影响的权益性投资调入可供出售金融资产。

2012~2014年，公司持有至到期投资波动增长，年均复合增长60.85%。2013年公司持有至到期投资较2012年大幅增长，主要系委托理财产品和委托贷款及信托产品大幅增长所致。截至2014年底，公司持有至到期股权49.60亿元，主要系委托理财产品和信托产品减少所致。

2012~2014年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长16.39%，主要系受托代建项目不断扩大所致。截至2014年，公司长期应收款45.50亿元，主要系公司承建空港物流加工区土地开发及相关配套设施项目、空客A320总装线项目土地开发及相关配套设施建设项目和其他天津港保税区管委会指定非经营性项目的建设，项目完工

后，财政局未能支付代建项目款，故公司支付的代建项目借款利息及债券利息均由天津港保税区财政局承担，2014年计提的利息金额25.43亿元，为应收天津港保税区财政局款项。2014年，根据《天津空港物流加工区（一期）基础设施建设部分项目移交与偿付协议》，公司收到保税区管委会归还的受托代建款14.00亿元。

2012~2014年，公司长期股权投资波动中有所增长，年均复合增长4.61%。截至2014年底，公司长期股权投资78.56亿元，同比下降4.29%，主要系会计准则发生变更，原计入长期股权投资中不具有共同控制或重大影响的权益性投资调整至可供出售金融资产。公司长期股权投资中，所持的天津天保置业有限公司的股份向进行渤海银行质押担保，取得质押借款10.00亿元。

2012~2014年，公司投资性房产波动增长，年均复合增长19.53%。2012年~2013年公司投资新性房地产保持相对稳定。截至2014年底，公司投资性房产15.12亿元，同比增长49.58%，主要系在建工程转入所致。截至2014年底，公司抵押及担保的投资性房地产（含土地使用权）账面价值为0.12亿元，抵押标的位于天津空港经济区汽车园中路20号和22号房地产及土地使用权。其中：天津空港经济区汽车园中路22号，抵押财产评估价值1060万元；天津空港经济区汽车园中路20号，抵押财产评估价值2100万元。

2012~2014年，公司固定资产主要由房屋、建筑物和机器设备构成，近三年公司固定资产净额保持相对稳定，年均复合增长1.91%。截至2014年底，公司固定资产净额35.95亿元，同比增长7.48%，主要系固定资产购置和转入所致。公司固定资产累计折旧和摊销合计9.63亿元。截至2014年底，公司抵押及担保的固定资产账面价值为0.27亿元。

2012~2014年，公司在建工程不断增加，年

均复合增长5.23%。截至2014年底，公司在建工程233.87亿元，同比增长2.90%，主要系投资公司在建项目持续扩大。

2012~2014年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合下降0.67%。公司无形资产主要由土地使用权、管理和应用软件和物流监控软件构成。截至2014年底公司无形资产为97.69亿元，其中土地使用权主要为政府注入的非经营性资产，占比99.56%，占比大，且变现能力差。公司累计计提折旧和摊销合计0.31亿元。

截至2015年6月底，公司资产总额为1098.65亿元，较2014年底增长9.93%，主要货币资金、其他应收款和持有至到期投资增加所致；公司资产总额中流动资产占42.78%，非流动资产占57.22%。

整体来看，近年公司资产规模稳定增长，流动资产中存货和其他应收款占比大，公司资产流动性和质量一般；无形资产中土地使用权占比大，且变现能力差，长期应收款规模大，且回收期较长。

## 2. 负债及所有者权益构成

### 所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长8.23%。截至2014年底，公司所有者权益317.41亿元，其中实收资本占55.04%，资本公积占33.98%，盈余公积占0.98%，其他综合收益占0.66%，未分配利润占-0.16%，少数股东权益占9.50%。

2012~2014年，公司实收资本不断增长，年均复合增长12.72%。2013~2014年，公司分别增加实收资本23.01亿元（津正德金林验字【2013】163号）和14.20亿元（新增注册资本未经验证）。

2012~2014年，公司资本公积波动下降，年均复合下降1.19%。2013年12月，天津港保税区国有资产管理局以津保国资批【2013】24号文件

将原划拨给公司的在建工程约7亿元无偿划拨给天津天保控股有限公司。截至2014年底，公司资本公积107.85亿元，同比增长4.221%，主要系权益法下被投资单位其他所有者权益变动。

截至2015年6月底，公司所有者权益344.16亿元，较2014年底增长2.13%，权益结构变化不大。总体来看，公司所有者权益稳定性好。

### 负债

2012~2014年，随着投资项目增加，公司银行借款及债券发行增加，公司负债总额不断增长，年均增长12.74%。截至2014年底，公司负债总额681.97亿元，其中流动负债占30.38%，非流动负债占69.62%。公司负债以非流动负债为主，非流动负债以长期借款和应付债券为主。

2012~2014年，公司流动负债波动增长，年均复合增长1.70%，2013年底较上一年大幅下降，主要系吸收存款及同业存放和一年内到期的非流动负债大幅下降所致。截至2014年底，公司流动负债207.19亿元，同比增长26.88%，主要是短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占比分别为67.14%、7.28%、7.34%、5.64%和6.84%。

2012~2014年，公司短期借款波动增长，年均复合增长18.46%。截至2014年底，公司短期借款139.10亿元，同比增长43.18%，主要系信用借款大幅增长。公司短期借款中，信用借款98.13亿元，保证借款37.11亿元，抵押借款2.79亿元，质押借款1.07亿元。

2012~2014年，公司吸收存款波动较大，2012和2014年分别为11.65亿元和0.33亿元，2013年未吸收存款，主要系2012年为未抵消数据，2013和2014年为已抵消数据。

2012~2014年，公司应付票据波动中有所增长，年均复合增长14.39%，截至2014年底为7.12

亿元，同比增长34.67%。

2012~2014年，公司应付账款持续下降，年均下降28.57%，主要是应付施工单位的工程款大幅降低所致；截至2014年底，公司应付账款为15.09亿元。从账龄方面看，1年以内的应付账款占52.02%，1~2年的占20.38%，2~3年的占23.80%，3年以上的占3.80%。

2012~2014年，公司预收款项波动增长，年均复合增长4.79%，2013年底较上一年有所增长，主要系预收货款和工程款有所增长。截至2014年底，公司预收款项15.21亿元，同比变化不大。

2012~2014年，公司应付利息逐年增长，年均复合增长5.53%。截至2014年底，公司应付利息为2.58亿元，同比增长3.42%，主要为公司发行的企业债券和银行借款利息的应付利息形成。

2012~2014年，受往来款波动影响，公司其他应付款波动增长，年均复合增长24.63%，2014年底，公司其他应付款11.69亿元，同比增长70.35%，主要系应付天津临港投资控股有限公司意向金和天津空港经济区土地局土地补偿款增加所致。从账龄看，1年以内的占67.64%，1~2年的占2.13%，2~3年的占10.38%，3年以上的占19.85%。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降23.99%。2013年底较上一年大幅下降主要系一年内到期的长期信用借款大幅减少所致。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债为14.16亿元，同比增长109.01%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长18.82%。2013年底较上一年大幅增长，主要系银行借款和新发债券所致。截至2014年底，公司非流动负债474.78亿元。非流动负债中，长期借款、应付债券、专项应付款占比分别为36.34%、61.55%和1.65%。

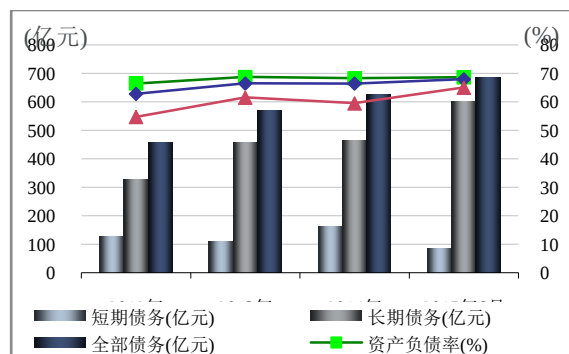
2012~2014年，公司长期借款有所增长，年均复合增长9.21%。2013年底较上一年大幅增长主要系当年公司项目扩大，信用借款大幅增长。截至2014年底，公司长期借款172.53亿元，同比增长3.48%，其中信用借款、抵押借款、保证借款和质押借款分别占47.79%、21.68%、24.28%和6.25%。

2012~2014年，公司逐渐加大债券融资力度，应付债券年均复合增长率为26.33%。2013年底较上一年大幅增长，主要系当年公司新发三期私募债券、两期短期融资券和一期小微企业扶持债券所致。截至2014年底，公司应付债券292.23亿元，同比变化极小。

2012~2014年，公司专项应付款逐年下降，年均下降19.80%。截至2014年底，公司专项应付款5.12亿元，同比下降33.61%，主要系上缴热电建设费。公司专项应付款主要包括保税区管委会财政局拨款。

2012~2014年，公司有息债务持续增长，年均增长17.19%，主要系应付债券增长所致。截至2014年底，公司全部债务为627.44亿元，较2013年底增长10.42%，主要系长期借款增加所致；公司全部债务中短期债务占25.72%，长期债务占74.28%，公司债务结构以长期债务为主。

图2 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

从债务指标看，2012~2014年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债

率均呈波动增长趋势，三年平均值分别为59.14%、65.68%和68.02%；截至2014年底，上述三项指标分别为59.49%、66.41%和68.24%。总体看，公司债务负担有所加重，但仍处于可控范围。

截至2015年6月底，公司负债总额为754.49亿元，较2014年底增长10.63%。其中流动负债占16.69%，非流动负债占83.31%，受长期借款和应付债券快速增长影响，非流动负债占比较2014年的69.62%增长13.69个百分点。

截至2015年6月底，公司全部债务为686.50亿元，较2014年底增长9.41%，其中短期债务占12.33%、长期债务占87.67%。同期，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为63.62%、66.61%和68.67%，较2014年底均小幅上升，债务负担由于长期债务的增加而有所加重。

整体看，公司债务结构以长期债务为主，债务结构合理；债务规模快速扩张，公司整体债务负担加重。

### 3. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入快速增长，年均复合增长11.57%。2013年公司营业收入较上年增长7.99%，主要当年产品销售收入大幅增长；2014年公司实现营业收入91.04亿元，同比增长15.26%，主要系房产销售板块和交通运输板块收入增长所致；其他各板块收入变化对整体营业收入影响较小。公司营业成本年均复合增长14.62%，高于营业收入增长幅度，公司综合毛利率和营业利润率均呈波动下降趋势，2014年公司营业利润率为13.72%，低于三年平均值14.31%。

2012~2014年，公司期间费用分别为22.02亿元、16.41亿元和17.59亿元，年均复合下降10.62%。2014年公司期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用分别占12.46%、23.14%和64.40%。其中由于公司对外融资规模扩大，近三

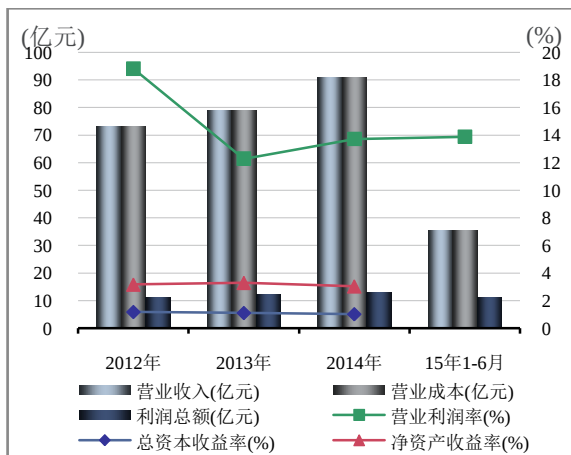
年财务费用规模占比较大。同期，公司期间费用率分别为30.10%、20.77%和19.32%。

盈利指标方面，近年来公司总资本收益率有所下降，净资产收益率波动下降，上述两项指标三年加权均值分别为2.56%和3.13%，2014年分别为2.31%和3.03%。

2015年1~6月，公司营业收入和营业成本分别为35.59亿元和41.65亿元；实现利润总额11.06亿元，营业利润率小幅增长，为13.88%。

总体看，公司财务费用规模较大，期间费用对公司营业利润造成一定影响。

图3 公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报表

近年，政府补助和投资净收益作为公司重要的利润来源。2012~2014年，公司利润总额分别为11.03亿元、12.19亿元和13.17亿元；获得政府补助分别为11.84亿元、12.74亿元和14.33亿元。同期，公司投资净收益年均复合增长14.30%，2014年为11.08亿元。公司利润对政府补助和投资净收益依赖程度高。

2015年上半年，公司实现营业收入和利润总额分别为35.59亿元和11.06亿元，营业利润率为13.88%。

总体看，公司营业收入规模不断增长；近年财务费用规模较大，对公司利润侵蚀较为严重。未来预计政府补贴依然是公司利润构成的重要

部分。

#### 4. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模快速增长，年均增长24.68%，2014年为102.46亿元，同比增长14.80%，主要系下属子公司销售收入增加所致。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为105.07亿元、77.61亿元和59.49亿元，其中2014年金额较大的主要为政府补贴、暂收款项及利息收入。2012~2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，年均增长16.62%，2014年为97.69亿元，同比增长8.30%。近三年公司支付其他与经营活动有关的现金快速下降，分别为112.11亿元、80.57亿元和42.57亿元，其中2014年主要由银行手续费、评级费、咨询费、中介机构审计费构成。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-11.83亿元、-30.07亿元和6.72亿元。

2012~2014年，公司现金收入比分别为90.11%、112.99%和112.54%。整体看，公司收入实现质量有所提升。

投资活动方面，2012~2014年，公司收回投资收到的现金逐年大幅增长，分别为24.27亿元、51.07亿元和93.90亿元，主要为天津银行等公司股权转让；投资支付的现金快速增长，2014年为83.92亿元，主要为投控公司和投资公司等下属子公司的投资支出，其中2013年较2012年大幅增长，主要系投资公司等下属公司的对外投资款；2012~2014年，公司购买固定资产、无形资产等支付的现金快速下降，年均下降27.94%，2014年为17.29亿元，同比下降47.69%，主要系空港项目基本建设完成，工程付款下降所致；近三年，公司支付其他与投资有关的现金分别为1.60亿元、5.61亿元和27.03亿元，2014年较2013年大幅增长主要系基建公司定向增发的款项；公司投资活动

产生的现金流量净额分别为-25.58亿元、-61.35亿元和-7.73亿元。

筹资活动方面，2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流入主要为银行借款、股东注资和发行债券所募集的资金；现金流出主要为偿还银行借款，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为66.26亿元、83.74亿元和30.12亿元。

2015年1~6月，公司经营性现金流入和净流量分别为217.24亿元和8.53亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金53.31亿元，主要为物流业务收入及租赁收入；收到其他与经营活动有关的现金161.88亿元，主要为公司对下属分公司委放贷款利息收入和政府补助；购买商品、接受劳务和支付其他与经营有关的现金分别为44.25亿元和164.87亿元，主要为物流公司业务支出。同期公司投资活动现金流入和净额分别为147.55亿元和-11.30亿元，筹资活动现金流量净额为72.08亿元。公司现金收入比为149.82%。

总体看，随着政府资金加速拨付，公司收入实现质量有所提升；公司经营活动获现能力有所好转，但受公司投资规模较大影响，对外融资依赖性强。未来随着公司经营性项目的投入运营以及政府代建资金的陆续到位，公司经营活动获现能力有望继续提高。

#### 5. 偿债能力

##### (1) 短期偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014年，公司流动比率波动增长，三年均值为193.90%，2014年为196.15%；速动比率呈增长趋势，分别为93.38%、132.65%、136.54%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为-5.91%、-18.41%和3.24%，对流动负债保护能力弱。截至2015年6月底，公司流动比率和速动比率分别上升至373.28%和271.92%。考虑到公司现金类资产规模较大，公司短期偿债能力尚可。

## （2）长期偿债能力

从长期偿债能力指标分析，2012~2014 年公司 EBITDA 波动中有所下降，分别为 30.48 亿元、26.14 亿元和 28.15 亿元。2012~2014 年公司全部债务/EBITDA 倍数呈现上升趋势，分别为 14.99 倍、21.74 倍和 22.01 倍，指标反映公司对全部债务的保护能力较弱。但考虑到政府对公司持续有力的支持以及房地产项目陆续实现销售，公司整体偿债能力有望提升。

截至 2015 年 6 月底，公司对外无担保。

截至 2015 年 6 月底，公司合并口径共获得银行授信 378.68 亿元，已使用额度合计 322.76 亿元，未使用额度合计 55.92 亿元，公司间接融资渠道畅通。

## 6. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G10120116022629205），截至 2015 年 9 月 21 日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

## 7. 抗风险能力

天津港保税区作为中国北方规模最大的保税区，以保税为特色，临港为依托，形成了国际贸易、现代物流和出口加工三大主导产业，在环渤海区域乃至中国北方经济发展中发挥着重要的服务、辐射和带动作用。鉴于公司作为天津港保税区基础设施投融资建设的主体，尤其在天津自贸区的正式设立及挂牌后，公司将面临良好的产业政策和外部发展环境。

公司作为天津保税区重要的城市基础设施建设及运营主体，涉及土地整理、贸易物流及房地产等业务，政府通过土地注入、资金拨付、税收政策对公司进行多方面的支持，且以上支持持续性、稳定性强。

公司经营业务区域优势明显，资产规模稳定

增长。未来随着公司经营性项目的投入运营以及政府代建资金的到位，公司盈利及偿付能力有望进一步提高，同时，公司资金来源将更加多样化。

综上所述，公司抗风险能力强。

## 九、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为 20 亿元，分别占 2015 年 6 月底公司全部债务和长期债务的 2.91% 和 3.32%，本期中期票据发行对公司现有债务影响较小。

截至 2015 年 6 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分别为 68.67%、66.61% 和 63.62%，以公司 2015 年 6 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，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将分别上升至 69.23%、67.24% 和 64.37%，公司债务负担略有上升。

考虑到本期中期票据全部募集资金将用于偿还银行贷款本息，因此发行后公司债务负担将可能低于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 9.24 倍、8.43 倍和 8.24 倍；2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 -0.59 倍、-1.50 倍和 0.34 倍；2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 1.52 倍、1.31 倍和 1.43 倍。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖程度好。联合资信同时关注到，若公司在相应计息年度末不行使赎回权，本期中期票据利息重置会加重公司支付压力；

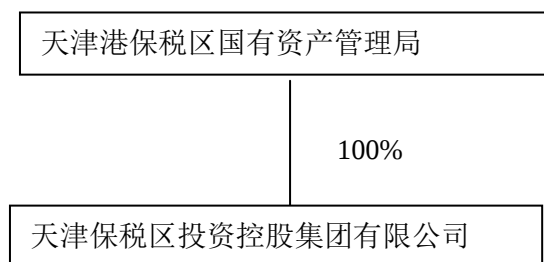
此外，若发生利息递延累积，则在利息支付当年公司支付压力大于普通债券。

## 十、结论

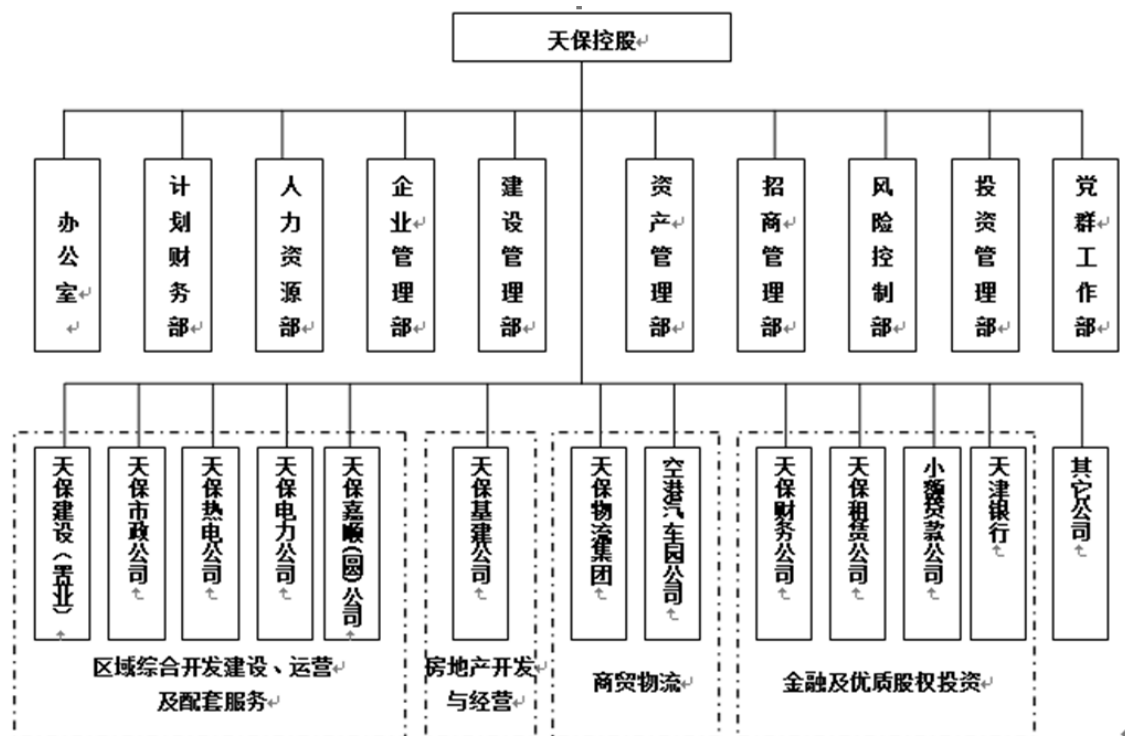
天津港保税区作为中国北方规模最大的保税区，以保税为特色，临港为依托，形成了国际贸易、现代物流和出口加工三大主导产业，在环渤海区域乃至中国北方经济发展中发挥着重要的服务、辐射和带动作用。鉴于公司作为天津港保税区基础设施投融资建设的主体，尤其在天津自贸区的正式设立及挂牌后，区域地位显著，外部支持明确，可支配资金在未来有望进一步增长。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度好。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目                | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 6 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>       |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)         | 101.91 | 102.29 | 129.68 | 202.47     |
| 资产总额(亿元)          | 807.56 | 918.06 | 999.38 | 1908.65    |
| 所有者权益(亿元)         | 271.00 | 287.24 | 317.41 | 344.16     |
| 短期债务(亿元)          | 129.07 | 109.21 | 161.35 | 84.66      |
| 长期债务(亿元)          | 327.77 | 459.00 | 466.09 | 601.84     |
| 全部债务(亿元)          | 456.84 | 568.21 | 627.44 | 686.50     |
| 营业收入(亿元)          | 73.15  | 78.99  | 91.04  | 35.59      |
| 利润总额(亿元)          | 11.03  | 12.19  | 13.17  | 11.06      |
| EBITDA(亿元)        | 30.48  | 26.14  | 28.51  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)       | -11.83 | -30.07 | 6.72   | 8.53       |
| <b>财务指标</b>       |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)       | 17.61  | 8.48   | 8.48   | --         |
| 存货周转次数(次)         | 0.44   | 0.51   | 0.59   | --         |
| 总资产周转次数(次)        | 0.18   | 0.09   | 0.09   | --         |
| 现金收入比(%)          | 90.11  | 112.99 | 112.54 | 149.82     |
| 营业利润率(%)          | 18.82  | 12.28  | 13.72  | 13.88      |
| 总资本收益率(%)         | 3.41   | 2.42   | 2.31   | --         |
| 净资产收益率(%)         | 3.16   | 3.29   | 3.03   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)      | 54.74  | 61.51  | 59.49  | 63.62      |
| 全部债务资本化比率(%)      | 62.77  | 66.42  | 66.41  | 66.61      |
| 资产负债率(%)          | 66.44  | 68.71  | 68.24  | 68.67      |
| 流动比率(%)           | 158.55 | 213.72 | 196.15 | 373.28     |
| 速动比率(%)           | 93.38  | 132.65 | 136.54 | 271.92     |
| 经营现金流流动负债比(%)     | -5.91  | -18.41 | 3.24   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 14.99  | 21.74  | 22.01  | --         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)  | 9.24   | 8.43   | 8.24   | --         |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍) | -0.59  | -1.50  | 0.34   | --         |
| EBITDA/本期发债额度(倍)  | 1.52   | 1.31   | 1.43   | --         |

注：2015 年上半年财务数据未经审计。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 资产总额年复合增长率        | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1】 ×100% |
| 净资产年复合增长率         |                                                                                                |
| 营业收入年复合增长率        |                                                                                                |
| 利润总额年复合增长率        |                                                                                                |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 销售债权周转次数          | 营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)                                                                        |
| 存货周转次数            | 营业成本/平均存货净额                                                                                    |
| 总资产周转次数           | 营业收入/平均资产总额                                                                                    |
| 现金收入比             | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%                                                                       |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 总资本收益率            | (净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%                                                        |
| 净资产收益率            | 净利润/所有者权益×100%                                                                                 |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%                                                               |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                                |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/利息支出                                                                                    |
| 全部债务/ EBITDA      | 全部债务/ EBITDA                                                                                   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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%                                                                         |
| <b>本期中期票据偿债能力</b> |                                                                                                |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额                                                                       |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额                                                                         |
| EBITDA/本期发债额度     | EBITDA/本期发债额度                                                                                  |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

| 级别设置 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 天津保税区投资控股集团有限公司 2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

天津保税区投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。天津保税区投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，天津保税区投资控股集团有限公司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天津保税区投资控股集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天津保税区投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如天津保税区投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天津保税区投资控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。

