信用等级公告

联合[2018] 1986 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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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^+，“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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

天津保税区投资控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 津保税 MTN001	20 亿元	2021/3/30[1]	AA^+	AA^+
16 津保税 MTN002	20 亿元	2021/4/20	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	100.88	161.65	135.80	152.99
资产总额(亿元)	1065.86	1175.51	1104.71	1128.93
所有者权益(亿元)	347.06	401.88	411.64	416.88
短期债务(亿元)	109.26	243.30	264.83	115.10
长期债务(亿元)	547.42	450.62	345.02	530.14
全部债务(亿元)	656.68	693.92	609.85	645.24
营业收入(亿元)	72.98	66.80	71.16	25.93
利润总额(亿元)	24.77	24.35	10.54	2.68
EBITDA(亿元)	43.49	45.11	19.47	--
经营性净现金流(亿元)	20.31	25.16	30.53	-4.57
营业利润率(%)	17.21	18.04	13.02	15.50
净资产收益率(%)	6.02	4.45	1.71	--
资产负债率(%)	67.44	65.81	62.74	63.07
全部债务资本化比率(%)	65.42	63.33	59.70	60.75
流动比率(%)	251.24	160.65	131.59	249.62
经营现金流动负债比(%)	12.43	8.18	9.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.10	15.38	31.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.23	0.75	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

分析师

历 剑 陈 楠

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

[1] “16 津保税 MTN001”“16 津保税 MTN002”均为永续中票，表中所列到期兑付日为首个赎回日。

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，涉及交通运输、房地产、市政公用及金融控股等业务。跟踪期内，公司区域行业地位优势明显、政府支持持续及经营性业务日趋成熟。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司代建资金偿付存在不确定性、资产流动性和质量一般等因素为公司经营发展带来的不利影响。

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，公司作为保税区重要的基础设施投融资建设及运营的主体，定位清晰，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 保税区内产业聚集效应明显，招商引资优势突出，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要的城市基础设施建设及运营主体，跟踪期内，获得政府在财政补贴和资本注入等方面的持续支持。

关注

1. 公司资产中应收类款项、存货、在建工程、长期股权投资等占比相对较大，资产质量相对一般。
2. 公司债务负担仍维持较高水平，存在一定的短期偿债压力。

传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. 公司长期应收款规模大，且回收期较长；代建项目投资规模较大，建设资金回收周期及方式尚未明确，对资金形成了明显占用。
4. 公司利润总额对投资收益、营业外收入等非经常性损益依赖较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天津保税区投资控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津保税区投资控股集团有限公司及“16 津保税 MTN001”“16 津保税 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。跟踪期内公司实收资本持续增加，2017 年和 2018 年 1~3 月分别增加 5.32 亿元和 4.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 192.53 亿元，天津港保税区国有资产管理局是公司唯一股东和实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额1104.71亿元，所有者权益411.64亿元（其中少数股东权益26.94亿元）。2017年公司实现营业收入71.16亿元，利润总额10.54亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1128.93亿元，所有者权益416.88亿元（其中少数股东权益28.29亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入25.93亿元，利润总额2.68亿元。

公司注册地址：天津自贸区（空港经济区）西三道166号；法定代表人：赵家旺。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券包括“16津保税MTN001”和“16津保税MTN002”，债券余额合计40.00亿元。

公司于2016年3月发行20亿元“16津保税MTN001”，募集资金用于偿还金融机构借款。其中，已使用16亿元用于置换贷款，未使用金额4亿元。公司于2018年3月30日正常付息。公司于2016年4月20日发行20亿元“16津保税MTN002”，募集资金用于偿还金融机构借款。其中，已使用16.4亿元用于置换贷款，未使用金额3.6亿元。公司于2018年4月20日正常付息。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
16 津保税 MTN001	20 亿元	2016/03/30	5(5+N)
16 津保税 MTN002	20 亿元	2016/04/20	5(5+N)

资料来源：联合资信整理

“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”均是期限为5+N年的永续中票，设有可赎回权、票面利率重置、利息递延等特殊条款。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016

年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主

要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文

并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手

段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

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《2017 年天津市国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2017 年天津市生产总值（GDP）18595.38 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6 %。分三次产业看，第一产业增加值 218.28 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 7590.36 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 10786.74 亿元，增长 6.0%。三次产业结构由 2016 年的 1.2:44.8:54.0 调整为 1.2:40.8:58.0。

从固定资产投资看，2017 年，天津市固定资产投资（不含农户）11274.69 亿元，增长 0.5%。其中，第一产业投资 262.22 亿元，第二产业投资 3475.80 亿元，第三产业投资 7536.67 亿元。实体投资 6803.95 亿元，占全市投资的 60.3%。工业投资 3352.34 亿元，增长 3.8%。其中，工业优势产业投资增长 6.9%。“三新”产业投资 1926.15 亿元，增长 30.5%，占全市投资的比重为 17.1%，比上年提高 4.0 个百分点。其中，高技术服务业投资增长 66.6%。

2017 年，天津市一般公共预算收入 2310.11 亿元，同比下降 15.18%。其中，税收收入 1611.71 亿元，占一般公共预算收入的比重为 69.5%，比上年提高 9.9 个百分点。

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。

根据《天津港保税区天津空港经济区 2017 年 12 月份统计月报》，2017 年保税区累计完成地区生产总值 1737.7 亿元，同比增长 6.4%，其中，第二产业实现增加值 762.4 亿元，同比增长 7.9%；第三产业实现增加值 975.4 亿元，同比增长 5%；工业总产值完成 1511.8 亿元，增长 11.5%。

从政府财力来看，2017 年保税区实现财政收入 236.3 亿元，同比增长 28%；实现公共预算收入 109.39 亿元，同比增长 4.1%；同期，保税区区本级实现财政收入 117.03 亿元，同比增长 51.0%；区本级公共预算收入 73.52 亿元，同比增长 3.4%，全年财政支出 73.08 亿元。

2015 年 4 月 21 日天津自贸区正式挂牌。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。

跟踪期内，保税区区域经济稳步提升；保税区地方财政实力和一般预算收入稳步增长。考虑到，保税区内产业聚集效应明显，招商引资优势突出，天津自贸区的正式设立，使得保税区未来发展势头较好，为公司提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司作为天津港保税区国有资产管理局下属国有独资企业，主要承担天津港保税区、天津空港经济区和天津空港国际物流区的区域服务职能，并负责上述三个区域的基础设施建设及运营。公司通过产融结合，初步形成了交通运输业务、房地产业务、市政公用业务、金融业务等主营业务板块，综合竞争力强。

跟踪期内，公司作为天津保税区重要的基础设施建设和运营主体，获得政府在财政补贴和资金注入等方面的持续支持。

2017年，公司收到财政补贴1.86亿元，计入“其他收益”科目；公司收到政府补助0.15亿元，计入“营业外收入”科目。

2017年，天津港保税区国有资产管理局向公司增加股本5.32亿元，计入“实收资本”科目。

2018年1~3月，天津港保税区国有资产管理局向公司增加股本4.00亿元，计入“实收资本”科目。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G10120116022629205），截至2018年6月29日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，根据《关于赵家旺等同志任免职的通知》（津党任【2017】227号）文件，免去邢国友同志公司董事长职务，任命赵家旺同志为公司董事长。

赵家旺先生，男，1964年2月生，天津市委党校研究生学历，经济学学士，历任天津市河北区政府办公室科长、副主任，天津市河北区财政局副局长、局长、党组书记，天津市财政局（天津市地方税务局）副局长、党组成员，现任天津天保控股有限公司董事长。

本次高管变更对公司经营无重大影响。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务范围主要集中于天津市保税区范围内，业务分为交通运输业务板块、房地产业务板块、市政公用业务板块、金融业务板块和其他业务板块五个板块。跟踪期内，公司营业收入结构未发生变化，收入来源主要以交通运输业务板块和房地产业务板块为主，2017 年占比分别为 52.88%和 29.83%。

2017 年，公司实现营业收入 71.16 亿元，同比增长 6.54%，主要系交通运输业务板块收入增长所致。跟踪期内，市政公用业务板块实现收入 7.15 亿元，同比增长 0.85%；房地产业务板块收入有所上升，2017 年为 21.23 亿元；交通运输业务板块实现收入 37.63 亿元，同比增长 18.33%，主要系平行进口车业务收入增加所致；金融业务板块收入有所下降，2017 年为 3.01 亿元。

毛利率方面，公司营业毛利率由上年的 21.73%下降至 19.12%。其中，交通运输业务板块毛利率为 4.36%，较 2016 年有所下降；公司房地产业务板块毛利率为 51.52%，受市场行情影响较上年增长 17.68 个百分点；市政公用业务板块毛利率由上年的 16.44%下降至 7.69%，主要原因为受煤炭价格上涨等因素导致供热、供电业务成本上升，致使毛利率有所下降；金融业务板块毛利率下降明显，2017 年为-11.20%，主要系公司从事金融业务的子公司部分收入来源于集团内，合并抵消所致。2018 年 1~3 月，公司营业收入为 25.93 亿元，综合毛利率为 26.00%。

表 3　2016~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
交通运输业务板块	318049.00	47.62	9.62	376295.26	52.88	4.36
房地产业务板块	186925.28	27.98	33.84	212309.50	29.83	51.52
市政公用业务板块	70893.95	10.61	16.44	71466.65	10.04	7.69
金融业务板块	35836.86	5.37	72.56	30071.85	4.23	-11.20
其他业务板块	56265.89	8.42	24.17	21498.42	3.02	38.11
合计	**667970.99**	**100.00**	**21.73**	**711641.67**	**100.00**	**19.12**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）市政公用业务

公司主要承担天津港保税区（海港）、天津空港经济区和天津空港国际物流区的区域服务职能，业务范围涵盖区域基础设施建设、运营管养、市政公用服务、能源供应等多项业务。该板块业务具有较强的公益性，利润的实现主要依赖保税区管委会的财政补贴收入。公司基础设施建设及土地一级开发业务主要由二级子公司天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）和三级子公司天津天保置业有限公司（以下简称“天保置业”）及天津天保建设发展有限公司（以下简称“天保建设”）负责。

2017年，公司市政公用业务收入7.15亿元，同比减少0.06亿元，毛利率为7.69%。其中，供热业务收入2.38亿元，供电业务收入4.54亿元。

代建和一级土地开发业务

公司主要投资建设了天津空港经济区一期工程（以下简称“空港一期”）、天津空港经济区二期工程（以下简称“空港二期”）、天津空港经济区三期工程（以下简称“空港三期”）和空客 A320 总装线等项目。

公司建设的空港一期、空港二期、空港三期和空客 A320 总装线等四个项目均与保税区管委会签订了代建协议，项目建设资金主要由公司筹集。收益方面，根据空港一期和空客 A320 总装线项目的代建协议，公司每年按照项目当期实际投资额的 0.4%或 0.5%向天津港保税区财政局（以下简称“保税区财政局”）收取委托建设费，计入营业收入；并在项目未移交前收取运营管养费，作为政府补贴收入，计入营业外收入。对于空港二期和空港三期项目，其代建协议暂未明确约定公司收取的委托建设费及运营管养费用比例。

因公司收取的委托建设费比例较小，基础设施及土地一级开发业务对营业收入贡献很小。为保障项目的按期开发，保税区管委会通过政府补助、削减往来款和增加实收资本等方式给予公司持续的资金支持。2016~2017年，公司分别获得财政贴息22.92亿元和9.00亿元。

表4　截至2017年底公司代建和一级土地开发业务情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资	资金来源	工程进度	截至 2017 年底已投资金额
空港一期	2010-2013	59.00	自筹/借款	完工	118.52
空港二期	2010-2013	58.41	自筹/借款	完工	
空港三期	2009-2020	123.95	自筹/借款	在建	46.04
空客 A320 总装线配套基础设施工程	2007-2010	111.60	自筹/借款	完工	112.53
合计	--	**352.96**	--	--	**277.09**

资料来源：公司提供

空港经济区建设项目分为一期、二期和三期。其中天津空港经济区一期工程建设内容包括土地整理和功能区内道路、给排水、供电、通讯、燃气、供热等进行相关配套设施的建设。

天津空港经济区（一期）占地约23.5平方公里，计划总投资额为59.00亿元，截至2017年3月底，该项目已全部开发建设完毕。按照公司和保税区管委会于2007年签订的《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》，公司根据上述协议收到回款据以冲抵长期应收款。保税区管委会资金分别通过政府补助、冲减往来款和增加实收资本的方式进行拨付。

天津空港经济区二期工程在一期项目的基础上向东延伸，区域规划面积20.83平方公里，建设内容包括道路工程、桥梁工程、同步实施道路市政管线、照明、交通、绿化等附属工程，计划总投资为58.41亿元。截至2017年底，空港经济区（二期）已完工，天津空港物流加工区（一期）和天津空港经济区二期合计已投资金额为118.52亿元。

空港经济区三期工程规划面积22平方公里，建设内容包括土地整理和区内道路、立交桥、市政管线、交通、照明、绿化等附属工程，计划总投资123.95亿元。目前公司已经着手进行区内“8+4+2”地块的征地拆迁工作，三个地块面积合计12.76平方公里，2016年10月达到“九通一平”的标准。截至2017年底，空港经济区三期已投资额为46.04亿元。

此外，为落实滨海新区方针政策、促进天津港保税区建设发展，公司自2007年受保税区管委会委托承建了空客A320总装线项目的部分建设内容。空客A320总装线项目是空中客车320系列飞机在全球设立的第三条总装线，也是全亚洲第一条民用航空生产线，计划总投资184.27亿元，其中外方投资72.67亿元，中方投资111.60亿元。

总体看，公司代建项目投资规模较大，除空港一期项目部分建设内容外，其他项目均未移交，且建设资金回收周期及方式尚未明确，对公司占用的资金较大。

截至2017年底，公司暂无拟建项目。

供热、供电业务

公司负责保税区内部分区域的供热和供电业务。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）。2017年公司供热业务实现销售收入2.38亿元。

公司供电业务范围为海港保税区，2017年公司实现供电收入4.54亿元。2017年，公司购电量为27350.36千瓦时，完成电量销售26597.85千瓦时。

市政业务和工程施工业务

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，2017年天保市政合并范围实现营业收入2111.75万元，其中主营业务为供水，其他营业收入包括其子公司市政旅游公司和运业公司进行的包车服务费。天保市政为区域内配套建设类公司，并不盈利。

公司三级子公司天津天保建设发展有限公司（以下简称“天保建设”）主要负责承接项目施工业务，组建工程队承包基础设施建设项目进行施工，收取施工建设费，主要施工内容包括道路建设、管网建设、市政管线、交通、照明设施和绿化工程等。其承包的项目不限于保税区内基础设施建设，也相应承接其他公司的项目建设业务。

（2）交通运输业务

交通运输业务是公司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。跟踪期内，由于控制权丧失，公司无航空产业收入

表5 公司交通运输业务构成表（单位：万元、%）

业务板块	2016年			2017年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
汽车展贸	167681	159261	5.02	245267.06	235746.54	3.88
航空产业	49816	34415	30.92	--	--	--
物流业	100552	93766	6.75	131028.20	124146.08	5.25
合计	**318049**	**287442**	**9.62**	**376295.26**	**359892.62**	**4.36**

资料来源：公司提供

汽车贸易业务

公司汽车贸易业务主要经营模式为自营4S店汽车贸易。主要由下属子公司天津空港汽车园发展有限公司（以下简称“汽车园公司”）负责运营，汽车园公司拥有3家4S店（其中一家位于唐山市），品牌涵盖大众、广汽传祺等，以零售为主，下属4S店根据厂商下发的购车计划，再结合4S店的销售情况及竞争品牌情况制定采购计划。汽车园公司对上游供货商以现金全款结算，对下游客户以现款结算，收益主要来自购销差价和整车返利。整车返利的经营模式主要为销售整车后，厂家根据车型和销售额的不同进行相应的返利，返点在1%左右。

公司汽车销售主要在4S店中进行，以零售为主。2017年销售整车8083辆，同比增长27.94%，其中进口大众（唐山）3152辆、传祺汽车4122辆、进口大众（天津）809辆。公司汽车展贸业务实现销售收入24.53亿元（与2017年汽车销售金额的差额部分为4S店汽车保养维修等售后收入）。2017年，公司汽车展贸毛利率为3.88%，较上年下降1.14个百分点，主要是受盈利水平较低的平行贸易业务规模增加，公司汽车贸易业务整体毛利率有所下降。

表6 2017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	809	22456
天津	广汽传祺	4122	44768
唐山	进口大众	3152	164530
合计	--	8083	231754

资料来源：公司提供

航空产业

公司根据保税区规划和发展需要，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“空客总装公司”）负责运营。

跟踪期内，空客总装公司股权变更，公司持股比例变更为49%，公司对空客总装公司的控制权丧失。跟踪期内，公司无航空产业收入。

物流业务

公司物流业务主要为从事代理、仓储、开证等第三方物流业务，主要由公司子公司天保控股下属的天津天保国际物流集团有限公司（简称“天保国际物流”）、天津空港国际物流有限公司（以下简称“空港国际物流”）和天津天保冈谷国际物流有限公司（以下简称“天保冈谷物流”）等子公司负责运营。其中天保国际物流是公司现代物流业板块最主要的经营主体，其收入、成本和利润占比均超过该板块95%以上。2017年，公司物流业务实现营业收入13.10亿元。

天保国际物流主要从事第三方物流服务和物流金融业务。第三方物流服务属于传统物流业务，公司对入保税区货物提供包括报关、报检、仓储、开证等业务，并收取相应服务费，不存在仓单质押的情况。天保国际物流在保税区域提供服务的业务流程主要为：货物到码头下船卸货—入港运输—入关报关—工商检疫—运输入库—仓储保管。后期货物销售，如客户需要，天保国际物流同时提供出库运输和出关报关等服务。

表7　2017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
MENA MOTORS FZCO	汽车	25388	27%
MASK MOTOR TRADING CO.(LLC)	汽车	11236	12%
AUTHORISED SIGNATORY	汽车	11033	12%
GENUINE INTERNETIONAL AUTOMOBILEZCO	汽车	7492	8%
WORLD AUTO INTERNATION FZE	汽车	6892	7%
合计	--	**62041**	**66%**

资料来源：公司提供

物流金融业务的经营模式是由天保国际物流接受下游客户订单，对下游客户收取货款总额30~50%的保证金，并要求下游客户出具天津中远物流有限公司提供的货物监管及担保协议；根据下游客户需求在市场上采购货物，并以出具银行承兑汇票等方式为下游客户提供账期服务。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。天保国际物流提供物流金融服务的对象主要为信用较好的国有企业或大型企业，针对的货物主要为钢材、煤炭、汽车等具有一定流动性的货物，并通过要求客户提供回购履约保证、建立应收账款信用险等方式控制风险，客户识别及风险防控意识较高，截至目前未出现违约情况。目前，物流金融业务正逐步收缩。

表8　2017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
天津英莲帮实业有限公司	汽车	22659	24%
天津一商汽车贸易有限公司	汽车	12279	13%
天津合佳众国际贸易有限公司	汽车	9251	10%
天津众鑫盛业国际贸易有限公司	汽车	9130	10%
北京滚雷电子商务有限公司	汽车	6068	6%
合计	--	**59387**	**63%**

资料来源：公司提供

2017年，公司物流业务销售客户前五名分别是天津英莲帮实业有限公司、天津一商汽车贸易有限公司、天津合佳众国际贸易有限公司、天津众鑫盛业国际贸易有限公司和北京滚雷电子商务有限公司，前五名客户年销售额合计5.94亿元，销售额占整体销售比例为63%，集中度高。

公司在海港保税区拥有6万平米的堆场，在空港经济区建设了专用铁路，在临港经济区拥130万平米土地和1千米码头岸线，这些物流基础设施为公司提供了稳定的现金流，并进一步带来综合物流和贸易业务收入。公司还为空客公司建设了空客（天津）物流中心，作为空中客车在中国的供应链管理的枢纽，协调空客在中国日益扩大的工业合作项目所涉及到的所有进出境货物的物流管理。天津天保冈谷国际物流有限公司是公司与日本冈谷钢机株式会社、中国物资储运总公司共同出资成立的合资公司。天保冈谷物流拥有华北地区最现代化的高架自动立体仓库，建筑面积达到1.5万平米，全部业务实行计算机管理，为客户提供一站式综合物流服务。

（3）房地产业务

公司房地产业务包括商品房开发、保障房建设和物业管理及物业出租等，以商品房销售为主。公司房地产业务主要由三级子公司天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”）和二级子公司天保投资、天津天保嘉顺投资有限公司（以下简称“天保嘉顺”）、天津天保嘉业投资有限公司（以下简称“天保嘉业”）、天津天保嘉圆投资有限公司（以下简称“天保嘉园”）负责。其中，天保基建是天津港保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，也是公司房地产业务的主要开发主体，股票代码为600965.SZ。

2017年，公司房地产销售收入21.23亿元，毛利率为51.52%，较2016年底上升17.68个百分点，主要系公司开发的商品房项目销售价格增长较快所致。

商品房开发

公司开发的房地产项目类型以住宅和写字楼为主。其中，天保基建所开发项目主要分布在天津市滨海新区内，部分分布在天津自贸区，产品定位为中高端小区。天保嘉顺、天保嘉业和天保嘉园所开发项目主要位于天津市滨海新区北塘和临港区域。截至2017年底，公司开发的主要商品房项目包括金海岸、意境兰庭、智谷汇盈产业园、汇津广场一期二期、揽涛轩和融汇商务园等。

表9　2016~2017年公司房地产业务总体情况

（单位：万平方米，亿元）

项目	2016年	2017年
新开工面积	11.27	0.00
竣工面积	15.27	16.26
签约面积	15.29	10.77
签约金额	24.03	17.61
回笼资金	23.14	23.91

资料来源：公司提供

2017年，公司无获得开工许可证的新开工面积，竣工面积为16.26万平方米。2017年，公司签约面积为10.77万平方米，回笼资金23.91亿元，现金回流情况良好。

截至2018年3月底，公司主要已售及在售房地产项目主要包括天保金海岸-B01地块、B05地块、B08地块、D05地块、D06地块、意境兰庭二期和融汇商务园等，可租售面积合计131.93万平方米。截至2018年3月底，上述项目已销售面积84.87万平方米，公司在售的房地产开发项目待售面积较大，未来收入有一定的保障。

截至2018年3月底，公司主要在建的房地产项目为天保金海岸-E03地块和空港白领公寓。在建项目计划总投资20.80亿元，目前已投资8.18亿元，尚需投资12.62亿元。

表10　截至2018年3月底在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目名称	计划总投资额	已投资	物业类型	计划完工	可租售面积	已售面积	项目五证
天保金海岸-E03 地块	12.50	3.24	住宅	2018 年	7.79	--	齐全
空港白领公寓	8.30	4.94	住宅式公寓	2018 年	6.00	--	缺预售许可证
合计	**20.80**	**8.18**	--	--	**13.79**	--	--

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2018 年 3 月底，公司储备土地共有2块，面积合计13.51万平方米，共支付土地出让金22.20亿元。

表 11　截至 2018 年 3 月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

土地名称	位置	面积	土地总价	取得时间	预计开发项目类型
金海岸 F 地块	滨海新区第二大街以北	7.16	3.15	2008 年	商业、住宅
中心生态城土地	滨海新区中心生态城	6.35	19.05	2017 年	城镇住宅用地
合计	--	**13.51**	**22.20**	--	--

资料来源：公司提供

保障房业务

公司当前在建保障房项目仅涉及由下属子公司天津天保房地产开发有限公司（以下简称“天保房产”）承建的空港政府限价住宅项目—天保滨湖城（名居花园）项目，总投资额0.64亿元，该项目由政府发起，指定天保房产负责

该项目开发。天保房产向政府办理立项手续，通过有偿获得土地的方式，向相关政府部门办理备案及相应审批手续。该项目开发资金由公司筹措，待项目取得销售许可证后，由政府下发购买资格凭证，持证人获得购买该限价房的资格。限价房的销售收入计入天保房产的营业收入，天保房产对该项目按照开发成本和公司内部利润考核要求结转收入。截至2017年底累计回款金额为7.99亿元。

物业出租

在物业出租方面，主要为厂房、青年公寓和写字楼。其中，由天保投资建设的天保商务园位于天津保税区中心，总占地面积46万平米，总建筑面积84万平米，共包括45个单体建筑的写字楼群，可租售面积58.83万平方米，总投资38亿元，该项目经营模式为出售及出租，其中2016年已签订买卖合同额1.59亿元。出售率及出租率达57.5%，截至2017年12月，天保商务园租金及销售收入合计回款1.3亿元。

2017年，公司物业出租合计实现收入为1.06亿元。

（4）金融业务

公司金融业务的主要经营主体是天津天保租赁有限公司（以下简称“天保租赁”）、天津滨海新区天保小额贷款有限公司（以下简称“天保小贷”）、天津天保财务管理公司（以下简称“财务公司”）和天津天保商业保理有限公司（以下简称“商业保理”）。

2017年，公司金融业务实现营业收入3.01亿元，同比下降15.92%，毛利率为-11.20%，主要系子公司做的融资租赁业务，租赁体现为内部收入进行抵消，而对应的外部成本未抵消，导致金融板块合并抵消毛利率为负。

公司根据天津市和滨海新区的产业发展政策，依托滨海新区综合配套改革等政策优势，由公司子公司天保投资进行股权投资业务，主要投资于银行、信托和基金等金融产业。公司主要参股企业天津银行股份有限公司（以下简称“天津银行”）和渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）等金融企业经营情况良好，为公司带来了较好的投资收益。截至2017年底，公司持有天津银行等多家企业的优质股权，股权投资余额合计178.68亿元[2]。2017年，公司投资收益为9.39亿元，占利润总额的比重为89.11%，是公司利润的重要组成部分。

3. 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，发展成以交通运输业为主，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

截至2017年底，公司合并范围共有子公司52家，跟踪期内公司合并范围新增1家子公司，减少6家子公司，新增和减少子公司规模较小，对财务数据可比性影响较小。

截至2017年底，公司资产总额1104.71亿元，所有者权益411.64亿元（其中少数股东权益26.94亿元）。2017年，公司实现营业收入71.16亿元，利润总额10.54亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1128.93亿元，所有者权益416.88亿元（其中少数股东权益28.29亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入25.93亿元，利润总额2.68亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额1104.71亿元，同比下降6.02%。从构成上看，公司流动资产占比39.55%，非流动资产占比60.45%，公司资产以非流动资产为主。

[2] 为期末长期股权投资与可供出售金融资产合计数。

表 12　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**493.79**	**42.01**	**436.89**	**39.55**
货币资金	149.62	12.73	124.57	11.28
存货	129.27	11.00	156.89	14.20
其他应收款	140.54	11.96	103.39	9.36
非流动资产	**681.72**	**57.99**	**667.83**	**60.45**
在建工程	128.68	10.95	138.23	12.51
长期应收款	171.15	14.56	184.13	16.67
无形资产	97.90	8.33	97.87	8.86
长期股权投资	100.94	8.59	109.71	9.93
资产合计	**1175.51**	**100.00**	**1104.71**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司流动资产436.89亿元，同比下降11.52%，主要系货币资金、应收账款、其他应收款下降所致。

2017年底，公司货币资金124.57亿元，同比下降16.74%。公司货币资金主要由银行存款构成，占比98.18%。公司货币资金中受限资金为3.62亿元。

2017年底，公司存货账面价值为156.89亿元，同比增长21.37%。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为85.95%和11.72%，开发成本主要为空港三期项目、房地产开发成本、金海岸项目等。2017年，存货中有55.80亿元受限，用于质押、抵押、融资租赁。

2017年底，公司其他应收款余额103.39亿元，同比下降26.43%，主要是收到财政贴息款所致。从账龄看，1年以内占99.64%。2017年底，公司其他应收账款累计计提坏账准备7.49亿元。总体看，公司其他应收款规模较大且集中度高，对资金形成明显占用。

表 13　2017 年底公司其他应收款金额前五名
（单位：万元、%）

单位	金额	占比
天津港保税区财政局	951829.75	85.85
天津港保税区管委会	11307.24	1.02
天津市东丽区土地整理中心	20000.00	1.80
天津港保税区建设服务总公司	40410.93	3.64
天津市滨海新区财务管理中心	33814.96	3.05
合 计	**1057362.88**	**95.36**

资料来源：公司提供

2017年底，公司非流动资产667.83亿元，同比下降2.04%，主要系持有至到期投资减少所致。

2017年底，公司可供出售金融资产68.98亿元，同比增长18.48%，主要系对可供出售债务工具-理财产品、天津金聚联联保投资合伙企业（有限合伙）、和谐成长二期（义乌）投资中心（有限合伙）等增加投资所致。

2017年底，公司持有至到期投资13.92亿元，同比下降78.90%，主要系委托贷款、理财产品、信托产品等收回所致。

2017年底，公司在建工程138.23亿元，同比增长7.42%，主要系基建工程、更新改造、大修工程等增加所致。

2017年底，公司长期应收款184.13亿元，同比增长7.58%，主要系天津港保税区财政局代建款增加所致，天津港保税区财政局代建款年末账面价值170.48亿元。公司长期应收款形成主要系天津空港物流加工区（一期）完工移交保税区管委会，移交后为保证项目运营养管，保税区管委会每年按项目总投资的1%向公司支付运营养管等财政补贴，同时由于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，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，截至2017年底已累计计提利息费用79.83亿元，其中2017年计提利息17.98亿元。此外，公司长期应收款中还包括应收融资租赁款，2017年底为13.64亿元。

2017年底，公司长期股权投资109.71亿元，同比增长8.68%，主要系公司对天津中天航空工业投资有限责任公司、鑫源融资租赁（天津）股份有限公司等的追加投资所致。

公司无形资产主要由土地使用权、管理和

应用软件构成。2017年底，公司无形资产97.87亿元，其中土地使用权主要为政府注入的非经营性资产，占比99.88%，占比大。公司累计计提折旧和摊销合计0.48亿元。

2018年3月底，公司资产总额为1128.93亿元，较2017年底增长2.19%。公司资产总额中流动资产占38.98%，非流动资产占61.02%。资产构成仍以非流动资产为主。

跟踪期内，公司资产规模有所下降，主要由非流动资产构成，非流动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。公司资产流动性和质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益411.64亿元，同比增长2.43%，主要系实收资本、其他权益工具和未分配利润增长所致。公司所有者权益中实收资本占54.40%，资本公积占33.75%，少数股东权益占7.77%。2017年底，公司实收资本为188.53亿元，同比增长2.90%，主要系天津港保税区国有资产管理局增加股本所致。2017年，公司发行“17津保税MTN001”5.00亿元，计入其他权益工具核算，年末其他权益工具65亿元，包括“15津保税MTN001”20亿元、“16津保税MTN001”20亿元、“16津保税MTN002”20亿元和“17津保税MTN001”5亿元。

2018年3月底，公司所有者权益416.88亿元，较2017年底增长1.27%，实收资本较2017年底增加4亿元。

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，以实收资本及资本公积为主，稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额693.08亿元，同比下降10.41%。其中，流动负债占47.90%，非流动负债占52.10%。

2017年底，公司流动负债332.01亿元，同比增长8.02%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占28.17%）、预收款项（占8.86%）和一年内到期的非流动负债（占51.18%）构成。

2017年底，公司短期借款93.53亿元，同比下降33.49%，主要系信用借款、保证借款和质押借款下降所致。公司短期借款中，信用借款73亿元，保证借款16.54亿元，抵押借款0.54亿元，质押借款3.44亿元。

2017年底，公司预收款项29.43亿元，同比增长10.72%，主要系预收货款和工程款增加所致，且账龄主要集中在1年以内。

2017年底，公司一年内到期的非流动负债为169.92亿元，同比增长70.66%，主要系一年内到期的长期借款大幅增长所致。

2017年底，公司非流动负债361.07亿元，同比下降22.56%。公司非流动负债中，主要由长期借款（占77.74%）、应付债券（占10.63%）、长期应付款（占8.75%）构成。

2017年底，公司长期借款280.68亿元，同比下降19.17%，主要系一年内到期的长期借款转入短期借款所致。

2017年底，公司长期应付款31.61亿元，同比下降15.19%，主要系应付融资租赁款、应付渤海钢铁集团（天津）融资租赁有限公司、应付21项基础设施款项下降所致。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务609.85亿元，同比下降12.12%；其中短期债务占比43.43%，长期债务占比56.57%。公司2018年、2019年到期债务分别为201.60亿元和188.84亿元，集中偿付压力大。

表 14　公司债务情况

（单位：亿元，%）

项目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	243.30	264.83	115.10
长期债务	450.62	345.02	530.14
全部债务	693.92	609.85	645.24
长期债务资本化比率	52.86	45.60	55.98
全部债务资本化比率	63.33	59.70	60.75
资产负债率	65.81	62.74	63.07

资料来源：联合资信整理

从债务指标来看，2017年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为62.74%和59.70%，同比分别下降3.07个和3.63个百分点；长期债务资本化比率45.60%，同比下降7.26个百分点。

如果考虑将永续中票“15津保税MTN001”、“16津保税MTN001”、“16津保税MTN002”和“17津保税MTN001”调整至债务，2017年公司资产负债率和全部债务资本化比率将进一步上升。

2018年3月底，公司负债总额为712.05亿元，较2017年底增长2.74%。其中流动负债占24.76%，非流动负债占75.24%，构成以非流动负债为主。受长期借款大幅增加影响，非流动负债比重大幅上升。

2018年3月底，公司全部债务为645.24亿元，较上年底有所上升，其中短期债务占17.84%、长期债务占82.16%。同期，公司资产负债率为63.07%，全部债务资本化比率为60.75%。

跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务负担减轻，但公司整体债务负担仍然较重。

4．盈利能力

2017年，公司实现营业收入71.16亿元，同比增长6.54%；2017年，公司营业成本为57.55亿元，同比增长10.08%，成本增幅高于收入增幅，受此影响公司营业利润率较上年有所下降，为13.02%。

表15　2016~2017年公司盈利能力情况（单位：亿元，%）

项目	2016年	2017年
营业收入	66.80	71.16
其他收益	--	1.86
投资收益	9.78	9.39
营业利润	0.48	10.33
营业外收入	24.33	0.25
利润总额	24.35	10.54
营业利润率	18.04	13.02
总资本收益率	4.98	3.22
净资产收益率	4.45	1.71

资料来源：审计报告

从期间费用来看，2017年，公司期间费用9.65亿元，占营业收入比重为13.56%；公司期间费用主要以管理费用和财务费用为主，分别为3.18亿元和5.33亿元，其中，财务费用下降主要原因为财政贴息抵消所致。总体看，公司期间费用对利润侵蚀大，费用控制能力有待增强。

2017年，公司投资收益9.39亿元，同比下降3.95%，投资收益主要来自公司持有的天津银行股份有限公司股权投资，投资收益仍然是公司利润构成的重要部分。

2017年，公司获得政府补助1.86亿元，计入其他收益科目。2017年公司利润总额10.54亿元，公司利润对非经营性损益依赖程度高。

2018年1~3月，公司营业收入和营业成本分别为25.93亿元和19.19亿元；实现利润总额2.68亿元，营业利润率为15.50%，较2017年有所增长。

跟踪期内，公司营业收入规模有所上升；期间费用对公司利润侵蚀较为严重。政府补贴及投资收益依然是公司利润构成的重要部分，公司整体盈利能力较弱。

5．现金流

经营活动方面，2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金为87.83亿元，同比下降3.39%。公司收到其他与经营活动有关的现金为76.56亿元，主要由政府补贴、暂收款项及利息收入构成。2017年公司购买商品、接受劳务支付的现金95.29亿元，同比增长52.11%。公司支付其他与经营活动有关的现金22.44亿元，同比下降49.19%。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为30.53亿元。2017年，公司现金收入比为123.42%，较2016年下降12.68个百分点。整体看，受往来款回收、政府补助等影响，公司经营活动现金流大幅净流入。

表 16　近两年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	141.37	164.80
经营活动现金流出	116.21	134.28
经营活动现金流净额	25.16	30.53
现金收入比	136.10	123.42
投资活动产生的现金流量净额	-40.57	52.23
筹资活动产生的现金流量净额	57.64	-108.21

资料来源：审计报告

投资活动方面，2017 年，公司收回投资收到的现金为 200.03 亿元，同比增长 53.06%，主要系赎回理财投资所致；公司投资支付的现金有所下降，2017 年为 152.60 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，公司 2017 年购买固定资产、无形资产等支付的现金为 9.81 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为 52.23 亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动产生的现金流入为388.09亿元，主要为银行借款、发行债券所募集的资金。筹资活动产生的现金流出为496.30亿元，主要为偿还债务支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为-108.21亿元。

2018年1~3月，公司经营性现金流入和净流量分别为24.68亿元和-4.57亿元。同期，公司投资活动现金流入和净额分别为23.94亿元和-1.81亿元，筹资活动现金流量净额为22.03亿元。公司现金收入比为73.28%。

跟踪期内，受往来款回收、政府补助等影响，公司经营活动现金流大幅净流入；受大规模理财到期赎回等影响，投资活动净额由负转正；筹资活动仍维持较大规模，受还本付息规模较大影响，筹资活动转为净流出。未来随着拟建项目持续投资，公司对外融资压力较大。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，2017年，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为131.59%和84.33%；同期，公司经营现金流动负债比为9.19%，比上年上升1.01个百分点，对流动负债保护能力有所上升。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至249.62%和163.20%。2017年底，公司现金类资产135.80亿元，为2017年底短期债务的0.51倍，考虑到公司短期债务规模大，存在一定短期支付压力。

从长期偿债指标看，2017 年公司 EBITDA 为 19.47 亿元，同比下降 56.84%。 2017 年公司全部债务/EBITDA 为 31.32 倍，公司对全部债务的保护能力较上年明显减弱。但考虑到政府对公司持续有力的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 12.7 亿元，担保比率为 3.05%；被担保企业为鑫源融资租赁（天津）股份有限公司，公司存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度为 1186.5 亿元，已使用 674.7 亿元，尚未使用 511.8 亿元，公司间接融资渠道畅通。

十、存续期内债券偿债能力

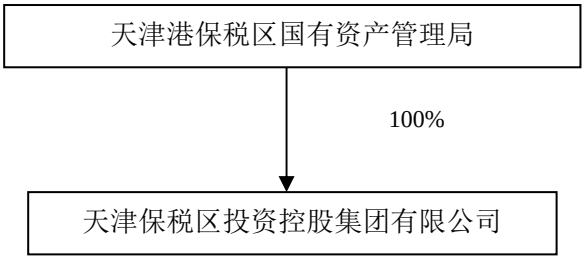
2017 年，公司 EBITDA 为 19.47 亿元，为“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”债券余额的 0.49 倍。2017 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 164.80 亿元和 30.53 亿元，分别为“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”债券余额的 4.12 倍和 0.76 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对两期债券余额的保障能力较好。

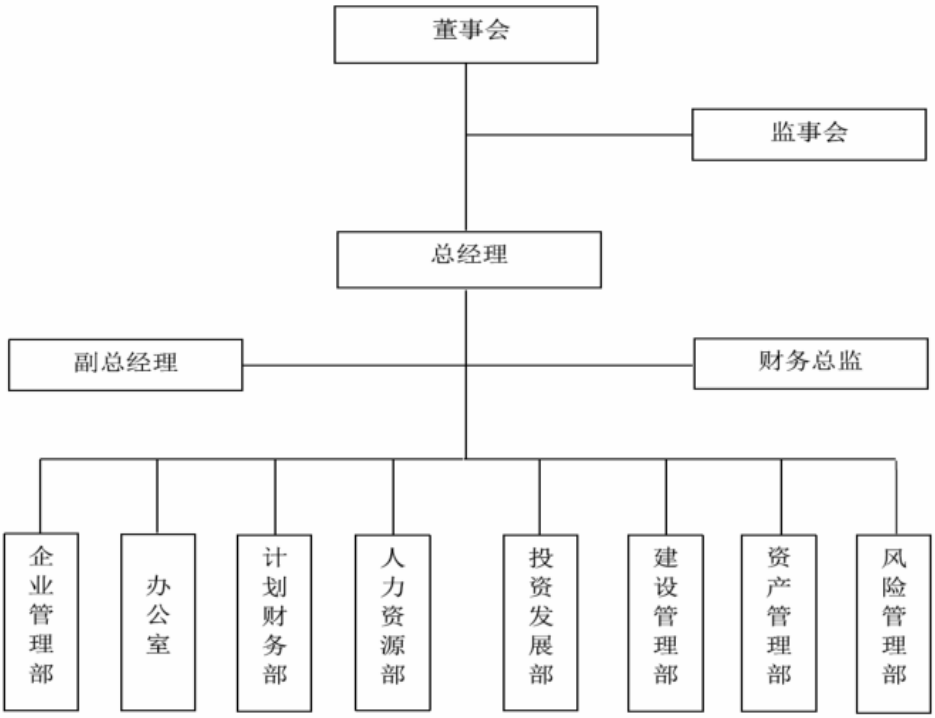
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“16津保税MTN001”和“16津保税MTN002”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　公司合并范围内子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	取得方式
1	天津保税区投资有限公司	天津自贸区	综合	投资设立
2	天津天保嘉圆投资有限公司	天津自贸区	房地产	投资设立
3	天津天保嘉业投资有限公司	天津自贸区	房地产	投资设立
4	天津天保嘉顺投资有限公司	天津自贸区	房地产	投资设立
5	天津天保租赁有限公司	天津自贸区	租赁	投资设立
6	天津天保商业保理有限公司	天津自贸区	保理	投资设立
7	天津滨海新区天保小额贷款有限公司	天津自贸区	贷款	投资设立
8	天津天保财务有限公司	天津自贸区	金融	投资设立
9	天津天保财务管理有限公司	天津自贸区	服务	投资设立
10	天津天保控股有限公司	天津自贸区	综合	投资设立
11	天保控股香港有限公司	香港	投资	投资设立

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	100.88	161.65	135.80	152.99
资产总额(亿元)	1065.86	1175.51	1104.71	1128.93
所有者权益(亿元)	347.06	401.88	411.64	416.88
短期债务(亿元)	109.26	243.30	264.83	115.10
长期债务(亿元)	547.42	450.62	345.02	530.14
全部债务(亿元)	656.68	693.92	609.85	645.24
营业收入(亿元)	72.98	66.80	71.16	25.93
利润总额(亿元)	24.77	24.35	10.54	2.68
EBITDA(亿元)	43.49	45.11	19.47	--
经营性净现金流(亿元)	20.31	25.16	30.53	-4.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.41	3.50	4.66	--
存货周转次数(次)	0.45	0.40	0.40	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	132.92	136.10	123.42	73.28
营业利润率(%)	17.21	18.04	13.02	15.50
总资本收益率(%)	3.63	4.98	3.22	--
净资产收益率(%)	6.02	4.45	1.71	--
长期债务资本化比率(%)	61.20	52.86	45.60	55.98
全部债务资本化比率(%)	65.42	63.33	59.70	60.75
资产负债率(%)	67.44	65.81	62.74	63.07
流动比率(%)	251.24	160.65	131.59	249.62
速动比率(%)	170.04	118.60	84.33	163.20
经营现金流动负债比(%)	12.43	8.18	9.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.10	15.38	31.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.23	0.75	--

注: 1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。