信用等级公告

联合〔2019〕2447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存续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的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

二〇一九年七月二十六日

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：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	161.65	135.80	153.26	148.83
资产总额(亿元)	1175.51	1104.71	1317.57	1356.43
所有者权益(亿元)	401.88	411.64	468.26	464.17
短期债务(亿元)	244.01	275.07	297.68	129.08
长期债务(亿元)	450.62	345.02	493.02	698.60
全部债务(亿元)	694.63	620.08	790.70	827.68
营业收入(亿元)	66.80	71.16	81.82	15.55
利润总额(亿元)	24.35	10.54	17.57	-0.52
EBITDA(亿元)	43.97	22.40	43.59	--
经营性净现金流(亿元)	25.16	30.53	-23.86	-34.28
营业利润率(%)	18.04	13.02	16.16	17.89
净资产收益率(%)	4.45	1.71	3.12	--
资产负债率(%)	65.81	62.74	64.46	65.78
全部债务资本化比率(%)	63.35	60.10	62.81	64.07
流动比率(%)	160.65	131.59	172.18	337.80
经营现金流动负债比(%)	8.18	9.19	-6.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.80	27.69	18.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	0.78	1.12	--

注：1. 2019 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

[1] “16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”均为可续期中票，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”）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。跟踪期内，公司在资本注入及政府补助方面得到政府大力支持，权益及收入规模快速增长。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、资产流动性较弱、应收类款项占用资金明显、债务规模快速上升、债务负担较重等因素为公司经营发展带来的不利影响。

公司业务板块丰富，未来随着经营性业务的持续发展，公司盈利能力及抗风险能力有望增强。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. 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。
2. 跟踪期内，得益于政府注资，公司权益规模快速增长；收入及盈利规模进一步扩大。

关注

1. 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，对公司资金形成占用。
2. 公司资产中应收类款项规模大幅增长，无形资产中土地使用权占比大，资产存在受限情况，公司整体资产流动性较弱。
3. 跟踪期内，公司债务规模增长，债务负担较重。

分析师：张建飞　徐羚晏
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

4. 公司利润总额对投资收益、政府补助等非经常性损益存在依赖。

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（以下简称“公司”）及相关存续债券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，公司股权结构以及经营范围均未发生变化。2018 年，天津港保税区国有资产管理局（以下简称“保税区国资局”）对公司增资 24.00 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 212.53 亿元。2019 年 6 月，公司注册资本增至 259.53 亿元，保税区国资局是公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：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；自有房屋租赁（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设风险控制部、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、资产管理部、党群工作部和信息管理中心等 10 个职能部门，拥有纳入合并范围一级子公司 11 家。

截至2018年底，公司资产总额1317.57亿元，所有者权益468.26亿元（其中少数股东权益28.46亿元）。2018年，公司实现营业收入81.82亿元，利润总额17.57亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1356.43亿元，所有者权益464.17亿元（其中少数股东权益28.36亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入15.55亿元，利润总额-0.52亿元。

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 30 日发行 20 亿元“16 津保税 MTN001”，募集资金用于偿还金融机构借款，已按计划全部使用完毕，公司于 2019 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，已按计划全部使用完毕，公司于 2019 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+N
16 津保税 MTN002	20 亿元	2016/04/20	5+N

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”均是期限为5+N年的可续期中票，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增

长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边

主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策 见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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《2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2018 年天津市生产总值

（GDP）18809.64 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 172.71 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 7609.81 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 11027.12 亿元，增长 5.9%。三次产业结构由 2017 年的 1.2:40.8:58.0 调整为 0.9:40.5:58.6。

从固定资产投资看，2018 年，固定资产投资（不含农户）按可比口径计算，比上年下降 5.6%。分产业看，第一产业投资下降 9.1%；第二产业投资下降 6.3%，第三产业投资下降 5.3%。

根据《关于天津市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，2018 年天津市一般公共预算收入 2106 亿元，比上年下降 8.8%。其中，税收收入 1625 亿元，占一般公共预算收入的比重为 77.2%，比上年提高 7.7 个百分点。一般公共预算收入 2106 亿元，加上中央税收返还 246 亿元和转移支付 250 亿元，一般债券 83 亿元，调入资金等 377 亿元，上年结余 122 亿元，预算总收入为 3184 亿元。全年一般公共预算支出 3104.53 亿元。其中，社会保障和就业支出 504.08 亿元，增长 9.7%；教育支出 446.67 亿元，增长 3.3%。

2018 年，天津市政府性基金收入 1160 亿元，完成预算 99.1%，比上年下降 5.6%，其中土地出让收入 986 亿元，下降 18.3%。

截至 2018 年底，天津市政府债务限额 4159 亿元，债务余额 4079 亿元，其中市级政府债务余额 1532 亿元。除中央转贷的 21 亿元债务外，天津市政府债务全部为财政部代理发行和市财政自主发行的地方政府债券。融资平台存量债务已于 2018 年全部置换完毕。

总体看，跟踪期内天津市经济发展速度放缓，固定资产投资规模下降；一般公共预算收入和基金收入均有所下降。

天津港保税区

天津港保税区（以下简称“天津保税区”或“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，辖空港经济区、海港保税区和临港经济区三个片区，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 2018 年 12 月份统计月报》，2018 年保税区累计完成地区生产总值 1045.8 亿元，同比下降 5.8%，其中，第二产业生产总值 404.5 亿元，同比增长 0.3%；第三产业生产总值 641.3 亿元，同比下降 9.9%；工业总产值完成 1253.2 亿元，增长 2.7%。

从政府财力来看，2018 年保税区实现财政收入 242.79 亿元，同比下降 5.9%。其中，税收收入 197.83 亿元，同比增长 7.7%。同期，保税区区本级实现一般公共预算收入 67.09 亿元，同比下降 13.4%。其中，税收收入 62.28 亿元，同比增长 9.9%。2018 年，保税区全年财政支出 65.76 亿元。

总体看，跟踪期内，保税区区域经济及财政收入均有所下降；区本级一般预算收入质量有所提升。

六、基础素质分析

公司作为保税区国资局下属国有独资企业，主要承担天津保税区的服务职能，并负责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，区域综合竞争力强。

跟踪期内，公司作为天津港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。

2018年，公司获得政府补助合计25.40亿元。其中，计入其他收益1.84亿元，计入营业外收入23.56亿元。

2018年，保税区国资局以货币形式向公司增资24.00亿元，计入“实收资本”。

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2019年5月24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，公司高管人员、治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务范围主要集中于天津保税区范围内，业务分为商贸物流业务板块、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，收入来源主要以商贸物流业务板块和房地产业务板块为主，2018 年占比分别为 51.02%和 32.09%。

2018 年，公司实现营业收入 81.82 亿元，同比增长 14.97%，主要系商贸物流业务板块和房地产业务板块收入增长所致。跟踪期内，商贸物流业务板块实现收入 41.74 亿元，同比增长 10.93%，主要来自平行进口车业务收入增加；房地产业务板块收入快速上升，2018 年为 26.25 亿元，同比增长 23.65%；市政公用业务板块实现收入 6.68 亿元，同比下降 6.52%；金融业务板块收入有所增长，2018 年为 3.33 亿元。

毛利率方面，公司营业毛利率由 2017 年的 19.12%上升至 25.55%。其中，商贸物流业务板块毛利率为 3.08%，较 2017 年有所下降；公司房地产业务板块毛利率小幅提高至 54.23%；市政公用业务板块毛利率由 2017 年的 7.69%下降至 3.60%，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；金融业务板块毛利率上升明显，2018 年为 87.48%，主要系 2017 年子公司的融资租赁业务对集团内部业务较多，收入进行抵消，而对应的资金成本未抵消所致。2019 年 1—3 月，公司营业收入为 15.55 亿元，综合毛利率为 19.27%。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
商贸物流业务板块	376295.26	52.88	4.36	417422.03	51.02	3.08	89066.46	57.29	4.81
房地产业务板块	212309.50	29.83	51.52	262520.46	32.09	54.23	11155.85	7.18	24.75
市政公用业务板块	71466.65	10.04	7.69	66806.29	8.17	3.60	23741.06	15.27	12.33
金融业务板块	30071.85	4.23	-11.20	33320.42	4.07	87.48	8851.54	5.69	33.11
其他业务板块	21498.42	3.02	38.11	38084.81	4.65	58.41	22648.22	14.57	75.30
合计	**711641.68**	**100.00**	**19.12**	**818154.01**	**100.00**	**25.55**	**155463.13**	**100.00**	**19.27**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

市政公用业务

公司市政公用业务范围涵盖区域基础设施建设、土地一级开发、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一级子公司天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）和二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。

2018年，公司市政公用业务收入6.68亿元，同比下降6.52%，毛利率为3.60%。其中，供热业务收入2.16亿元，供电业务收入4.30亿元。

①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。

表4　截至2018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 2018 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	64.63
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**	--	--	**291.04**

资料来源：公司提供

目前空港一期、空港二期和空客A320总装线项目均已建设完毕，截至2018年底，上述项目累计已投资231.05亿元。

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。截至2018年底，空港经济区三期工程已完成6.7平方公里的土地整理，完成投资64.63亿元。

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，对公司资金占用明显。

截至2018年底，公司暂无拟建项目。

②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空港经济区（管网237.45公里，换热站51个，供热面积650.57万平方米）。2018年公司供热业务实现销售蒸汽41.45万吨，销售收入2.16亿元。

公司供电业务范围为海港保税区，2018年公司实现供电收入4.30亿元。2018年，公司购电量为28863.00千瓦时，完成电量销售27972.00千瓦时。

③市政供水业务和工程施工业务

公司市政供水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，2018年天保市政合并范围实现营业收入0.21亿元，其中主营业务为

供水，其他营业收入包括包车服务费。天保市政为区域内配套建设类公司，并不盈利。

公司二级子公司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。

商贸物流业务

商贸物流业务是公司主要的营业收入来源，包括物流业务、汽车贸易两个子板块。

表5　公司商贸物流业务收入构成（单位：万元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	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	245267.06	235746.54	3.88	230228.85	222833.85	3.21	57829.19	56495.54	2.31
物流业	131028.20	124146.08	5.25	187193.18	181711.20	2.93	31237.27	28288.98	9.44
合计	**376295.26**	**359892.62**	**4.36**	**417422.03**	**404545.05**	**3.08**	**89066.46**	**84784.52**	**4.81**

资料来源：公司提供

①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、菲亚特等，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。2018年销售整车7827辆，同比下降3.17%，其中平行进口汽车3911辆、广汽传祺3333辆、大众583辆。公司汽车展贸业务实现销售收入23.02亿元（与2018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）。2018年，公司汽车展贸毛利率为3.21%，较上年下降0.67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　2018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	结算方式
天津	大众	583	15520	POS
天津	广汽传祺	3333	36117	POS
天津、唐山	平行进口车	3911	166176	电汇
合计	--	**7827**	**217813**	-

资料来源：公司提供

②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津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”）下属的天津天保国际物流集团有限公司（以下简称“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。2018年，公司物流业务实现营业收入18.72亿元，同比增长42.86%，主要来自于平行进口车业务规模增长。

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　2018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
ARABIAN AUTOMOBILES CO. LLC	进口车	37613.32	22.36
GHASSAN ABOUD USED CARS	进口车	16547.01	9.84
MASK MOTOR TRADING CO.(LLC)	进口车	15082.52	8.96
ILA 5 FZE	进口车	13664.71	8.12
AUTHORISED SIGNATORY	进口车	12632.85	7.51
合计	**--**	**95540.41**	**56.79**

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。

表8　2018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
天津一商汽车贸易有限公司	进口车	97567.80	57.55
车购库（天津）国际贸易有限公司	进口车	10320.94	6.09
天津合佳众国际贸易有限公司	进口车	9959.31	5.87
天津泰特汽车销售有限公司	进口车	8959.46	5.28
福建省平行进口汽车交易中心有限公司	进口车	69935.60	4.13
合计	**--**	**196743.11**	**78.92**

资料来源：公司提供

2018年，公司物流业务前五名客户年销售额合计19.67亿元，销售额占整体销售比例为78.92%，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。

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二级子公司天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”）和一级子公司天保投资、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000965.SZ。

2018年，公司实现房地产销售收入26.25亿元，毛利率为54.23%，较2017年上升2.71个百分点。

①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2018年底，公司开发的主要商品房项目包括天保金海岸项目、汇津广场、意境兰庭、北塘总部（融汇商务园）、北塘住宅（揽涛轩）、北塘酒店及北塘公寓项目等。

表9　公司房地产业务总体情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	0.00	17.41
竣工面积	16.26	7.34
在建总面积	16.15	14.87
销售面积（含预售）	3.06	6.26
回笼资金	23.39	17.57

资料来源：公司提供

2018年，公司新开工面积17.41万平方米，竣工面积7.34万平方米，回笼资金17.57亿元。

截至2018年底，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、D07地块，意境兰庭一、二期和融汇商务园等，可租售面积合计122.15万平方米。截至2018年底，上述项目已销售面积85.34万平方米，已出租面积13.17万平方米，公司在售的房地产开发项目待售面积较大，存在去化压力。

表10　截至2018年底主要在售商品房地产项目情况（含预售）

（单位：万平方米、元/平方米）

项目名称	可租售面积	已销售面积	已出租面积	平均售价	物业类型	销售进度（%）
揽涛轩	5.34	3.60	-	12800	住宅	67.42
融汇商务园	18.90	3.50	8.94	11500	写字楼	18.00
月湾花园	12.09	3.09	0.30	8100	住宅	26.00
天保金海岸-B01 地块	18.30	18.30	-	10537	住宅、商业	100.00
天保金海岸-B05 地块	8.78	8.78	-	13959	住宅、商业	100.00
天保金海岸-B08 地块	13.22	13.22	-	9604	住宅	100.00
天保金海岸-D05 地块	3.36	1.26	-	13537	商业写字楼	37.88
天保金海岸-D06 地块	3.97	3.97	-	18463	住宅	100.00
天保金海岸-D07 地块	4.91	4.86	-	25041	住宅	98.98
汇津广场	5.92	3.18	1.41	10053.47	商业写字楼	53.72
智谷汇盈产业园	6.49	0.73	2.52	8300	写字楼	12.24
意境兰庭二期	10.71	10.69	-	20752.06	住宅	99.76
意境兰庭一期	10.16	10.16	-	11600	住宅	100.00
合计	**122.15**	**85.34**	**13.17**	-	-	-

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建的房地产项目为天保金海岸-E03地块，物业类型为住宅，建筑面积11.24万平方米，可租售面积7.79万平方米，已售面积5.63万平方米，实现回款11.30亿元。在建项目计划总投资12.50亿元，目前已投资3.24亿元，尚需投资9.26亿元。

土地储备方面，截至2018年底，公司储备土地共有6块，面积合计27.89万平方米，共支付土地出让金58.94亿元。

表 11　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：平方米、亿元）

土地名称	所在地	面积	土地出让金	取得时间	项目类别
津滨生（挂 2016-5 号）	生态城玉林道	63500.00	19.05	2017.5	住宅

津滨中（挂）2016-1 号	塘沽大连东道	11084.60	6.25	2017.4	住宅
津（2018）开发区 1001626	开发区太湖路以东，第二大街以南	67217.90	2.95	2018.3	住宅
天保金海岸 C03 商业项目	开发区太湖路以东，第二大街以南	14223.90	0.54	2008.3	商业
金海岸 F 地块	开发区第二大街以北	71550.80	3.15	2008	商业、住宅
津南保（挂）2018-063 号	南开区保泽道与规划岁丰路交口东北侧	51315.50	27.00	2018.4	住宅
合计	--	**278892.70**	**58.94**	--	--

资料来源：公司提供

②保障房业务

公司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，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2019年3月底，基本销售完毕，已进入清盘阶段，公司就该限价房项目总计实现净利润1.10亿元。

2018年及2019年1—3月，公司均未实现保障房销售收入。未来公司保障房业务持续性弱。

③物业管理及物业出租

在物业出租方面，截至2018年底，公司拥有可供出租面积约58.9万平方米，主要为厂房、青年公寓和写字楼，出租率多在70.00%以上。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43亿元，于2011年9月整体竣工并交付使用。该项目经营模式为出售及出租，其中2018年已签订买卖合同额0.87亿元，出售率及出租率达57.40%。截至2018年底，天保商务园租金及销售收入合计回款1.80亿元。

2018年，公司实现房地产租赁及物业管理收入共计1.69亿元。

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”）。

2018年，公司金融业务实现营业收入3.33亿元，同比增长10.63%，毛利率为87.48%。

此外，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2018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194.57亿元[2]。2018年，公司投资收益为8.13亿元，占利润总额的比重为46.28%，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格局。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

[2] 为期末长期股权投资与可供出售金融资产合计数。

1. 财务概况

公司提供的2018年财务报表经中审亚太会计师事务所（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2019年一季度财务数据未经审计。

截至2018年底，公司合并范围共有子公司58家，跟踪期内公司合并范围新增5家子公司，减少1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2018年底，公司资产总额1317.57亿元，所有者权益468.26亿元（其中少数股东权益28.46亿元）。2018年，公司实现营业收入81.82亿元，利润总额17.57亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1356.43亿元，所有者权益464.17亿元（其中少数股东权益28.36亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入15.55亿元，利润总额-0.52亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额1317.57亿元，同比增长19.27%。从构成上看，公司流动资产占45.13%，非流动资产占54.87%，公司流动资产占比上升。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**436.89**	**39.55**	**594.57**	**45.13**	**612.71**	**45.17**
货币资金	124.57	11.28	153.22	11.63	148.68	10.96
其他应收款	103.58	9.38	225.58	17.12	232.57	17.15
存货	156.89	14.20	182.20	13.83	181.77	13.40
非流动资产合计	**667.83**	**60.45**	**723.00**	**54.87**	**743.72**	**54.83**
可供出售金融资产	68.98	6.24	77.15	5.86	81.76	6.03
长期应收款	184.13	16.67	201.78	15.31	213.66	15.75
长期股权投资	109.71	9.93	117.42	8.91	120.01	8.85
投资性房地产	19.23	1.74	47.20	3.58	46.91	3.46
在建工程	138.27	12.52	131.11	9.95	130.76	9.64
无形资产	97.87	8.86	98.05	7.44	98.03	7.23
资产总计	**1104.71**	**100.00**	**1317.57**	**100.00**	**1356.43**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018年底，公司流动资产594.57亿元，同比增长36.09%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增加。

2018年底，公司货币资金153.22亿元，同比增长23.00%，主要系发行债券收到的现金增加所致。公司货币资金主要由银行存款和存放同业构成，分别占比70.30%和27.69%。公司货币资金中受限资金为4.51亿元，主要为央行法定存款准备金、质押保证金等。

2018年底，公司其他应收款余额225.58亿元，同比增长117.79%，主要系新增天津港保税区管委会资金拆借款所致。公司其他应收款账面余额232.90亿元，累计计提坏账准备7.49亿元，前五名合计欠款229.22亿元，占比98.42%，集中度高，往来单位主要是当地政府部门和国企，款项回收风险较小，但对公司资金形成明显占用。

表 13 2018 年底公司其他应收款金额前五名

（单位：亿元、%）

单位	款项性质	金额	占比	坏账准备
天津港保税区财政局	代建款、补贴款及往来款等	113.96	48.93	--
天津港保税区管	资金拆借款	108.22	46.46	--

委会				
天津港保税区建设服务总公司	往来款	4.04	1.74	4.04
天津市滨海新区财务管理中心	垫付款	2.00	0.86	2.00
天津经济技术开发区土地整理中心	应收土地收储款	1.00	0.43	0.06
合　计	**--**	**229.22**	**98.42**	**6.10**

资料来源：公司提供

2018年底，公司存货账面价值为182.20亿元，同比增长16.13%。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为70.78%和23.49%，开发成本主要为商业房地产项目、金海岸项目等。2018年底，存货中有43.17亿元受限，用于质押、抵押和融资租赁。

2018年底，公司非流动资产723.00亿元，同比增长8.26%，主要系长期应收款和投资性房地产增加所致。

2018年底，公司可供出售金融资产77.15亿元，同比增长11.85%，主要来自可供出售权益工具的增加，包括新设立两只产业基金（10.00亿元）以及对已有权益工具增加投资等。

2018年底，公司长期应收款201.78亿元，同比增长9.59%，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190.83亿元。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，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。此外，公司长期应收款中还包括应收融资租赁款，2018年底为11.22亿元。

2018年底，公司长期股权投资117.42亿元，同比增长7.03%，主要系公司对鑫源融资租赁（天津）股份有限公司等的追加投资所致。2018年，公司投资收益8.13亿元，投资收益是公司利润构成的重要部分。

2018年底，公司投资性房地产大幅增长145.44%至47.20亿元，主要来自存货\固定资产\在建工程转入。公司对投资性房地产采用成本法计量。

2018年底，公司在建工程131.11亿元，同比下降5.18%，主要系空客天津A330宽体飞机中心厂房完成并转出在建工程所致。

公司无形资产主要由土地使用权（占比99.78%）和专利权（占比0.22%）构成。2018年底，公司无形资产98.05亿元，较上年底变化不大。其中，土地使用权主要为政府注入的非经营性天津空港经济区道路用地。

2018年底，公司受限资产261.69亿元，占资产总额的19.86%，主要包括用于保理融资的长期应收款153.54亿元，抵押、融资租赁、质押的存货43.14亿元和股权质押的可供出售金融资产23.92亿元等。

表 14　2018 年底公司所有权或使用权受到限制资产
（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	4.51	央行法定存款准备金、质押保证金等
应收账款	13.50	质押
存货	43.14	抵押、融资租赁、质押等
一年内到期的非流动资产	13.54	长期应收款保理融资
长期应收款	153.54	长期应收款保理融资
投资性房地产	4.56	融资租赁、抵押担保
固定资产	0.49	融资租赁、抵押担保
在建工程	4.48	融资租赁
无形资产	0.02	抵押担保
可供出售金融资产	23.92	股权质押
合计	**261.69**	**--**

资料来源：公司提供

2019年3月底，公司资产总额1356.43亿元，较2018年底增长2.95%。其中，流动资产占比45.17%，非流动资产占比54.83%，资产结构较2018年底基本保持稳定。2019年3月底，受长期

应收款增加影响，公司非流动资产较2018年底增长2.87%至743.72亿元，。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，但应收类款项规模大，对公司资金形成明显占用；房地产开发成本、长期股权投资、在建工程占比较大，无形资产中土地使用权占比高；受限资产比例较高，变现能力差。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益468.26亿元，同比增长13.76%，主要系实收资本、其他权益工具和未分配利润增长所致。2018年底，公司实收资本212.53亿元，同比增长12.73%，主要系保税区国资局增加股本所致。2018年，公司发行“18津保Y1”6.50亿元和“18津保Y3”10.00亿元，计入其他权益工具核算，年底其他权益工具81.50亿元，包括“15津保税MTN001”20.00亿元、“16津保税MTN001”20.00亿元、“16津保税MTN002”20.00亿元和“17津保税MTN001”5.00亿元、“18津保Y1”6.50亿元和“18津保Y3”10.00亿元。

公司资本公积主要为划拨土地。2018年底，公司资本公积117.35亿元，同比变化不大，主要由其他资本公积93.98亿元、专项拨款15.90亿元、无偿调入调出固定资产7.26亿元和资本（股本）溢价0.21亿元构成。

2019年3月底，公司所有者权益464.17亿元，同比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益保持增长，以实收资本、其他权益工具和资本公积为主，但其他权益工具占比较大，一定程度上影响了公司所有者权益的稳定性。

负债

2018年底，公司负债总额849.30亿元，同比增长22.54%。其中，流动负债占40.66%，非流动负债占59.34%，非流动负债占比较上年底上升7.24个百分点。

2018年底，公司流动负债345.31亿元，同比增长4.01%，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29.89%）、预收款项（占4.79%）和一年内到期的非流动负债（占52.93%）构成。

2018年底，公司短期借款103.20亿元，同比增长10.34%，主要系信用借款增加所致。公司短期借款包括信用借款91.10亿元、保证借款8.74亿元、抵押借款0.35亿元、质押借款3.00亿元。

2018年底，公司预收款项16.55亿元，同比下降43.75%，主要系预收房地产项目款项结转收入所致，账龄主要集中在1年以内。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债为182.76亿元，同比增长7.56%，主要来自1年内到期的长期借款增加。

2018年底，公司非流动负债503.99亿元，同比增长39.58%。公司非流动负债主要由长期借款（占58.42%）和应付债券（占36.49%）构成。

2018年底，公司长期借款294.43亿元，同比增长4.90%，主要来自保证借款和信用借款的增加。公司长期借款（包括一年内到期的长期借款）由信用借款256.18亿元、保证借款186.03亿元、质押借款16.97亿元和抵押借款8.90亿元构成。

2018年底，公司应付债券183.89亿元，同比增长145.51亿元，主要系公司新发行中期票据和公司债券所致。

表 15　截至 2018 年底公司已发行债券情况（单位：年、亿元）

序号	债券简称	期限	发行规模	债券余额	起息日	行权日
1	10 天保投资债	10	20	20	2010.03.15	2020.03.14
2	15 津保税 MTN001	5+N	20	20	2015.05.04	2020.05.04

3	15 天保 01	3+2	8	8	2015.07.21	2020.07.22
4	16 天保 01	3+2	8	0.31	2016.10.21	2019.10.26
5	16 津保税 MTN001	5+N	20	20	2016.03.30	2021.03.30
6	16 津保税 MTN002	5+N	20	20	2016.04.20	2021.04.20
7	17 津保税 MTN001	5+N	5	5	2017.05.04	2022.05.04
8	18 津保投 MTN001	5	15	15	2018.02.05	2023.02.05
9	18 津保投 MTN002	3	10	10	2018.04.16	2021.04.16
10	18 津保投 MTN003	3	10	10	2018.04.23	2021.04.23
11	18 津保投 MTN004	3	5	5	2018.06.14	2021.06.14
12	18 津保投 MTN006	5	10	10	2018.06.14	2023.06.14
13	18 津保投 MTN007	5	5	5	2018.06.26	2023.06.26
14	18 津保投 MTN009	3	10	10	2018.09.14	2021.09.14
15	18 津保投 MTN008	3	10	10	2018.10.11	2021.10.15
16	18 津保投 MTN010	3	10	10	2018.10.18	2021.10.22
17	18 津保投 MTN011	3	10	10	2018.10.26	2021.10.30
18	18 津保投 MTN012	3	10	10	2018.11.19	2021.11.21
19	18 津保 Y1	2(2+N)	6.5	6.5	2018.11.28	2020.11.30
20	18 津保投 MTN014	3	10	10	2018.11.29	2021.12.03
21	18 津保投 MTN013	3	10	10	2018.12.10	2021.12.12
22	18 津保 Y3	3(3+N)	10	10	2018.12.14	2021.12.18
23	18 津保投 MTN015	3	10	10	2018.12.18	2021.12.20
24	境外债-宝盈项目	3	2.30 亿美元	2.30 亿美元	2018.12.04	2021.12.04

资料来源：公司提供
注：“15津保税MTN001”“16津保税MTN001”“16津保税MTN002”“17津保税MTN001”“18津保Y1”和“18津保Y3”为可续期中票，计入“其他权益工具”核算

有息债务方面，2018年底，公司全部债务790.70亿元，同比增长27.51%；其中短期债务占比37.65%，长期债务占比62.35%。公司2019年、2020年到期债务分别为297.68亿元和181.30亿元，2019年集中偿付压力大。

表 16　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	275.07	297.68	129.08
长期债务	345.02	493.02	698.60
全部债务	620.08	790.70	827.68
长期债务资本化比率	45.60	51.29	60.08
全部债务资本化比率	60.10	62.81	64.07
资产负债率	62.74	64.46	65.78

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从债务指标来看，2018年底，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64.46%、62.81%和51.29%，同比分别上升1.72个、2.71个和5.69个百分点。

2019年3月底，公司负债总额为892.26亿元，较2018年底增长5.06%。其中流动负债占20.33%，非流动负债占79.67%，构成以非流动负债为主。受长期借款、应付债券大幅增加影响，非流动负债比重大幅上升。

2019年3月底，公司全部债务为827.68亿元，较上年底增长4.68%，其中短期债务占15.60%、长期债务占84.40%。同期，公司资产负债率为65.78%，全部债务资本化比率为64.07%。

如果考虑计入公司权益的“15津保税MTN001”“16津保税MTN001”“16津保税MTN002”“17津保税MTN001”“18津保Y1”和

“18津保Y3”，公司实际债务负担高于上述指标值。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速上升，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入81.82亿元，同比增长14.97%，主要系商贸物流业务板块和房地产业务板块收入增长所致；2018年，公司营业成本为60.91亿元，同比增长5.83%，公司营业利润率较上年有所上升，为16.16%。

表 17 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
营业收入	71.16	81.82
期间费用	9.65	25.71
投资收益	9.39	8.13
其他收益	1.86	1.84
营业外收入	0.25	23.60
利润总额	10.54	17.57
营业利润率	13.02	16.16
总资本收益率	1.48	2.78
净资产收益率	1.71	3.12

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从期间费用来看，2018年，公司期间费用25.71亿元，占营业收入比重为31.42%，同比增长166.34%，主要来自财务费用的增长；公司期间费用以财务费用为主，为21.17亿元，同比增加15.84亿元，主要系公司融资规模快速增长同时2018年未收到政府拨付贴息资金冲减财务费用所致。总体看，公司期间费用对利润侵蚀大，公司费用控制能力有待增强。

2018年，公司投资收益8.13亿元，同比下降13.42%，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收益，投资收益仍然是公司利润构成的重要部分。

2018年，公司获得政府补助合计25.40亿元。其中，计入其他收益1.84亿元，计入营业外收入23.56亿元。2018年公司利润总额17.57亿元，公司利润对非经营性损益依赖程度高。

2019年1—3月，公司营业收入和营业成本分别为15.55亿元和12.55亿元；实现利润总额-0.52亿元，营业利润率为17.89%，较2018年有所提高。

总体看，跟踪期内，公司营业收入持续增长，但期间费用对公司利润侵蚀较为严重，利润总额对财政补助和投资收益的依赖大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入 112.05 亿元，同比下降 32.01%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 68.86 亿元，同比下降 21.60%；收到其他与经营活动有关的现金为 39.63 亿元，构成主要为政府补助和往来款等，较 2017 年下降 48.23%，主要系收到往来款减少所致。2018 年公司经营活动现金流出 135.91 亿元，同比变化不大。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 91.63 亿元，同比下降 3.84%；支付其他与经营活动有关的现金 29.10 亿元，同比增长 29.70%，主要系支付往来款增加所致。2018 年，公司经营活动现金净流出 23.86 亿元。2018 年，公司现金收入比为 84.17%，较 2017 年下降 39.25 个百分点，收现质量较差。

表 18 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	164.80	112.05
经营活动现金流出量	134.28	135.91
经营活动现金净流量	30.53	-23.86
投资活动现金净流量	52.23	-123.79
筹资活动现金净流量	-108.21	175.18
现金收入比	123.42	84.17

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 59.79 亿元，同比下降 72.52%。其中，收回投资收到的现金为 53.78 亿元，同比下降

73.11%，主要系投资产品赎回规模减少所致。公司投资活动现金流出 183.58 亿元，同比增长 11.06%。其中，投资支付的现金 157.23 亿元，主要为项目建设、理财产品及股权投资支出，同比增长 3.04%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 20.65 亿元，同比增长 110.52%。2018 年，公司投资活动现金净流出 123.79 亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入为455.13亿元，主要为取得借款收到的现金261.60亿元，发行债券所募集的资金167.16亿元。筹资活动现金流出为279.95亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2018年，公司筹资活动现金净流入175.18亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入和净流量分别为6.74亿元和-34.28亿元。同期，公司投资活动现金流入和净额分别为26.71亿元和5.80亿元，筹资活动现金流量净额为23.27亿元。当期公司现金收入比为122.12%。

总体看，跟踪期内，受往来款流入减少以及收入回款较差影响，公司经营活动现金流量净额由正转负；投资活动现金净流出规模大；受发行多期债券影响，筹资活动现金大幅净流入。未来随着项目建设持续投资，公司对外融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率均快速上升，分别为172.18%和119.42%，同比分别上升40.59个百分点和35.09个百分点；同期，公司经营现金流量净额为负，对流动负债没有保障能力。2019年3月底，公司流动比率和速动比率大幅上升至337.80%和237.59%。2019年3月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.15倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2018 年公司 EBITDA 为 43.59 亿元，同比增长 94.62%。2018 年公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 18.14 倍和 1.12 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 15.82 亿元，担保比率为 3.38%；被担保企业为鑫源融资租赁（天津）股份有限公司和天津临港投资控股有限公司，被担保公司为国有企业，公司或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度为 1309.42 亿元，已使用 854.48 亿元，尚未使用 511.94 亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司在区域内的业务地位以及政府对公司持续有力的支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产规模为219.86亿元，同比增长87.59%，主要来自其他应收款、持有至到期投资和长期股权投资的增长。其中，流动资产为235.40亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产703.36亿元，主要由持有至到期投资和长期股权投资构成。

2018年底，母公司所有者权益为415.45亿元，同比增长11.12%。其中，实收资本占51.16%、其他权益工具占19.62%、资本公积占25.87%。其他权益工具占比较大，一定程度上影响了公司所有者权益的稳定性。

2018年底，母公司负债规模同比上升43.46%至523.31亿元，主要由长期借款、应付债券、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。母公司2018年资产负债率为55.75%，整体债务负担一般。

2018年，母公司营业收入14.08亿元，营业成本为0.33亿元，营业利润率为95.95%；利润总额为1.69亿元，同比增加4.10亿元。

十、存续期内债券偿债能力

2018 年，公司 EBITDA 为 43.59 亿元，为“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”债券余额的 1.09 倍。2018 年公司经营活动现金

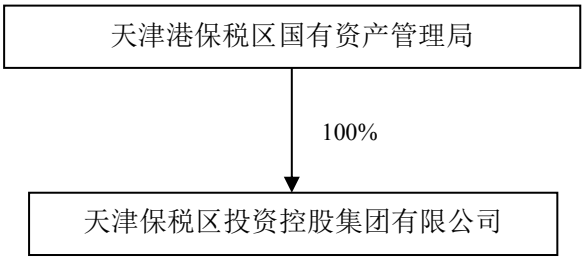
流入量为 112.05 亿元，为“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”债券余额的 2.80 倍。经营活动现金流量净额为负，对存续债券没有保障能力。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券余额的保障能力较好。

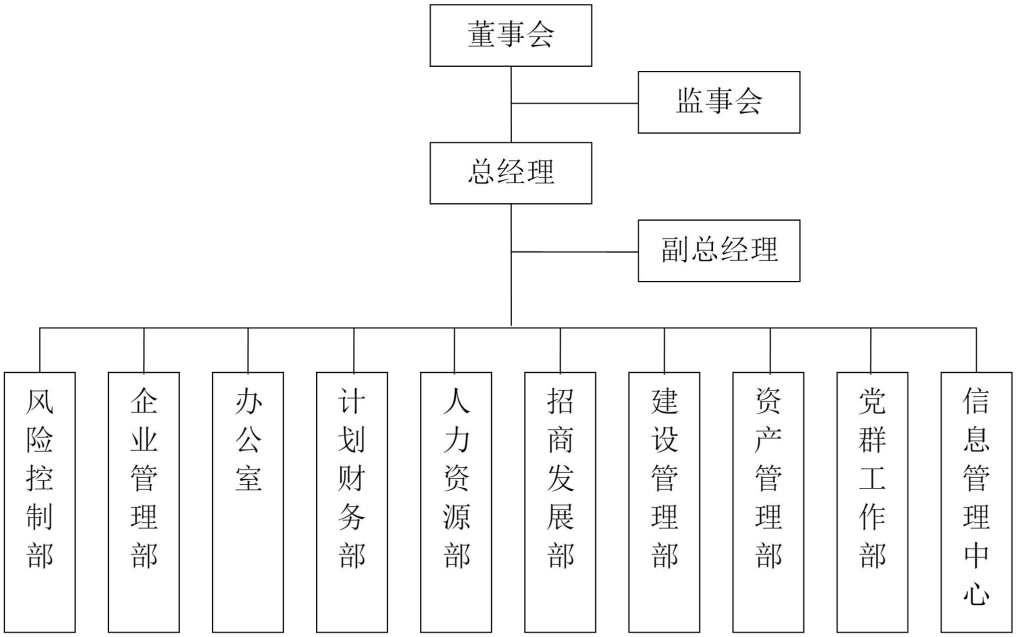
十一、结论

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”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织机构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司全称	公司类型	注册地	业务性质	注册资本（万元）	实收资本（万元）
1	天津保税区投资有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	综合	855000.00	855000.00
2	天津天保嘉圆投资有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	房地产	106310.00	106310.00
3	天津天保嘉业投资有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	房地产	111600.00	111600.00
4	天津天保嘉顺投资有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	房地产	10000.00	10000.00
5	天津天保租赁有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	租赁	100000.00	100000.00
6	天津天保商业保理有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	保理	50000.00	50000.00
7	天津滨海新区天保小额贷款有限公司	境内金融子企业	天津自贸区	贷款	100000.00	100000.00
8	天津天保财务有限公司	境内金融子企业	天津自贸区	金融	300000.00	300000.00
9	天津天保财务管理有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	服务	2000.00	2000.00
10	天津天保控股有限公司	境内非金融子企业	天津自贸区	综合	673053.15	660303.15
11	天保控股香港有限公司	境外子企业	香港	投资	8000.00 万美元	8000.00 万美元

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	161.65	135.80	153.26	148.83
资产总额(亿元)	1175.51	1104.71	1317.57	1356.43
所有者权益(亿元)	401.88	411.64	468.26	464.17
短期债务(亿元)	244.01	275.07	297.68	129.08
长期债务(亿元)	450.62	345.02	493.02	698.60
全部债务(亿元)	694.63	620.08	790.70	827.68
营业收入(亿元)	66.80	71.16	81.82	15.55
利润总额(亿元)	24.35	10.54	17.57	-0.52
EBITDA(亿元)	43.97	22.40	43.59	--
经营性净现金流(亿元)	25.16	30.53	-23.86	-34.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.50	4.66	12.44	--
存货周转次数(次)	0.40	0.40	0.36	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	136.10	123.42	84.17	122.12
营业利润率(%)	18.04	13.02	16.16	17.89
总资本收益率(%)	2.97	1.48	2.78	--
净资产收益率(%)	4.45	1.71	3.12	--
长期债务资本化比率(%)	52.86	45.60	51.29	60.08
全部债务资本化比率(%)	63.35	60.10	62.81	64.07
资产负债率(%)	65.81	62.74	64.46	65.78
流动比率(%)	160.65	131.59	172.18	337.80
速动比率(%)	118.60	84.33	119.42	237.59
经营现金流动负债比(%)	8.18	9.19	-6.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.80	27.69	18.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	0.78	1.12	--

注: 1. 2019 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+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+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产款

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　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。

附件 5-3　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