信用等级公告

联合〔2020〕2529 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

二〇二〇年七月二十四日

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2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA^+	稳定	AA^+	稳定
16津保税MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
16津保税MTN002	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16津保税MTN001	20亿元	20亿元	2021/3/30
16津保税MTN002	20亿元	20亿元	2021/4/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述债券均为可续期中期票据，到期兑付日为首个赎回日

跟踪评级时间：2020年7月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^-		评级结果	AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F六个等级，各级因子评价划分为六档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7档，各级因子评价划分为七档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

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，公司权益及收入规模快速增长，并继续得到保税区政府在资本注入及政府补助等方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性相对较弱、整体债务负担相对较重、代建资金回收存在不确定性以及存在或有负债风险等可能给公司信用水平带来的不利影响。

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。

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。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，天津市及保税区经济持续发展，保税区一般公共预算收入快速提升。2019年，天津市生产总值14104.28亿元，比上年增长4.8%；保税区一般公共预算收入83.6亿元，同比增长24.6%。
2. **政府支持力度大。**公司是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，继续在资本注入和财政补贴等方面获得政府的大力支持。
3. **权益及收入规模快速增长。**跟踪期内，得益于政府注资，公司权益规模快速增长；收入及利润规模进一步扩大。

关注

1. **资产流动性相对较弱。**公司资产中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，对公司资金占用相对明显；资产受限比例较高；公司资产流动性相对较弱。
2. **债务负担相对较重。**跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担相对较重，短期偿付压力相对较大。
3. **外部融资需求较大。**跟踪期内公司经营及投资活动均呈净流出状态，随着后续项目持续建设投入及债务逐步到期，公司外部融资需求较大。

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

主要财务数据

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	135.80	153.26	141.04	176.20
资产总额(亿元)	1104.71	1317.57	1426.80	1462.42
所有者权益(亿元)	411.64	468.26	513.78	513.09
短期债务(亿元)	275.07	297.68	243.46	120.96
长期债务(亿元)	345.02	493.02	604.13	767.80
全部债务(亿元)	620.08	790.70	847.59	888.76
营业收入(亿元)	71.16	81.82	102.89	16.34
利润总额(亿元)	10.54	17.57	18.63	4.89
EBITDA(亿元)	22.40	43.59	49.21	--
经营性净现金流(亿元)	30.53	-23.86	-18.69	19.11
现金收入比(%)	123.42	84.17	97.53	82.87
营业利润率(%)	13.02	16.16	16.42	28.94
净资产收益率(%)	1.71	3.12	2.87	--
资产负债率(%)	62.74	64.46	63.99	64.91
全部债务资本化比率(%)	60.10	62.81	62.26	63.40
流动比率(%)	131.59	172.18	223.80	412.27
速动比率(%)	84.33	119.42	155.54	293.36
经营现金流动负债比(%)	9.19	-6.91	-6.40	--
现金短期债务比(倍)	0.49	0.51	0.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.69	18.14	17.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	1.12	1.00	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	738.65	938.76	1061.79	1099.07
所有者权益(亿元)	373.86	415.45	452.73	450.97
全部债务(亿元)	364.12	522.51	605.58	644.03
营业收入(亿元)	9.67	14.08	22.69	6.06
利润总额(亿元)	-2.41	1.69	7.80	3.16
资产负债率(%)	49.39	55.75	57.36	58.97
全部债务资本化比率(%)	49.34	55.71	57.22	58.82
流动比率(%)	92.91	107.07	291.48	381.82
经营现金流动负债比(%)	24.13	-4.25	1.01	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款及其他流动负债中有息部分已调整至全部债务核算；3. 2020 年 3 月底短期债务未调整，相关短期债务指标无意义

评级历史：

债项简称	债项级别	信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 津保税 MTN002、16 津保税 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019.7.26	张建飞 徐羚晏	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 津保税 MTN002	AA+	AA+	稳定	2015.10.8	周潇 王治	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 津保税 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015.10.23	周潇 王治	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性和完整性的要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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”）及其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。2019 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 38.50 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 259.53 亿元，实收资本 251.03 亿元，保税区国资局是公司唯一股东和实际控制人。

截至2019年底，公司资产总额1426.80亿元，所有者权益513.78亿元（其中少数股东权益27.34亿元）。2019年，公司实现营业收入102.89亿元，利润总额18.63亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1462.42亿元，所有者权益513.09亿元（其中少数股东权益27.79亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入16.34亿元，利润总额4.89亿元。

公司注册地址：天津自贸试验区（空港经济区）西三道166号；法定代表人：赵家旺。

三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司经联合资信评级的存续债券包括“16津保税MTN001”和“16津保税MTN002”，债券余额合计40.00亿元。上述债券期限均为5+N年，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，公司已按时足额支付上述债券当期利息。

“16 津保税 MTN001”和“16 津保税 MTN002”所募集资金均用于偿还金融机构借款，截至跟踪评级日，上述债券所募集资金已按计划使用完毕。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	起息日	票面利率	债券期限
16 津保税 MTN001	20 亿元	2016/03/30	4.56%	5+N 年
16 津保税 MTN002	20 亿元	2016/04/20	5.00%	5+N 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工

业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴

现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济

增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项

目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，天津市及保税区经济持续发展，保税区一般公共预算及政府性基金收入快速提升，公司发展的外部环境良好。

天津市经济和财政情况

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心。根据《2019年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，全市生产总值14104.28亿元，比上年增长4.8%。其中，第一产业增加值185.23亿元，增长0.2%；第二产业增加值4969.18亿元，增长3.2%；第三产业增加值8949.87亿元，增长5.9%。三次产业结构调整为1.3:35.2:63.5。

固定资产投资方面，2019年天津市全年固定资产投资（不含农户）比上年增长13.9%。分产业看，第一产业投资增长10.3%，第二产业投资增长17.4%，第三产业投资增长12.8%。分领域看，工业投资增长17.9%，基础设施投资增长13.6%，其中交通运输和邮政业增长23.4%。

财政收入方面，根据《关于天津市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年天津市完成一般公共预算收入2410.25亿元，比上年增长14.4%。其中，税收收入1634.20亿元，增长0.6%，占一般公共预算收入的比重为67.8%。2019年，天津市收到中央转移支付529亿元；政府性基金收入1431亿元，比上年增长23.3%，其中土地出让收入1361亿元，增长38.1%。同期，一般公共预算支出3508.71亿元，增长13.0%，财政自给率为68.69%。

政府债务方面，截至2019年底，天津市政府债务余额4959亿元，其中市级政府债务余额1744亿元。

天津港保税区经济和财政情况

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%。

2019年前三季度，保税区GDP增速为8%；海工装备、电子信息、特种装备、食品饮料、化工材料、汽车部件等主导产业产值增长均超过10%；完成京津冀协同发展项目336个，投资总额997亿元。

从政府财力来看，根据《关于天津市滨海新区2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年保税区一般公共预算收入83.6亿元，同比增长24.6%；政府性基金收入56.9亿元，增长61%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续得到地方政府在资金注入以及财政补贴等方面的支持。

2019年，保税区国资局以货币形式向公司增资38.50亿元，计入“实收资本”。

2019年，公司获得政府财政补助合计20.86亿元，主要为财政贴息；其中2.36亿元计入“其他收益”，18.50亿元计入“营业外收入”。

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2020年7月7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

2019年，公司对部分董事、监事及高级管理人员进行了调整。公司原董事、高级管理人员张辂先生退休，原监事会主席孙亚宁先生不再担任监事职务，被委派任命为公司董事、副总经理；原公司监事时胜强先生任监事会主席，杨润铎先生不再担任公司监事职务，同时，侯海兴先生、李振先生被任命为公司监事。2019年9月，苗雨壮先生、王伟先生被任命为公司董事。2019年12月，侯海兴不再担任公司监事，董建庭先生被任命为公司监事。

孙亚宁先生，1960年出生，中共党员，研究生学历，高级工程师。现任公司董事、总经济师，兼任公司子公司天津天保控股有限公司副总经理。

上述调整为正常换届选举，对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。跟踪期内，公司法人治理结构、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

公司主要承担天津保税区内的基础设施建设、土地开发、公用事业运营职能，同时开展商贸物流、房地产销售、金融等经营性业务。跟踪期内，公司营业收入保持增长，仍主要来自商贸物流、房地产和市政公用业务；综合毛利率水平有所下降。

2019年，公司实现营业收入102.89亿元，同比增长25.75%，主要来自商贸物流业务收入增长。分业务看，2019年，商贸物流业务实现收入67.78亿元，同比增长62.39%，主要系商贸物流业务规模扩大所致；房地产业务实现收入15.08亿元，同比下降42.55%，主要系当年达到收入确认条件的房产数量减少所致；市政公用业务及金融业务分别实现收入6.48亿元、3.23亿元，均同比略有下降。

毛利率方面，2019年，公司商贸物流业务毛利率为4.11%，同比上升1.03个百分点；房地产业务毛利率为49.88%，同比下降4.35个百分点；市政公用业务毛利率为-2.07%，由正转负，主要受煤炭等原材料价格上升，公司供热、供电成本上升影响；金融业务毛利率为84.12%，同比下降3.36个百分点，仍处于较高水平。受毛利率水平较低的商贸物流业务收入占比提升以及房地产业务毛利率下降影响，公司综合毛利率同比下降4.82个百分点至20.73%。

2020年1－3月，公司实现营业收入16.34亿元，同比增长5.08%；综合毛利率为34.52%。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	41.74	51.02	3.08	67.78	65.88	4.11	7.27	44.50	6.55
房地产业务	26.25	32.09	54.23	15.08	14.65	49.88	4.17	25.52	61.30
市政公用业务	6.68	8.17	3.60	6.48	6.29	-2.07	2.22	13.59	23.09
金融业务	3.33	4.07	87.48	3.23	3.14	84.12	0.73	4.47	81.68
其他业务	3.81	4.65	58.41	10.32	10.03	81.81	1.95	11.91	77.00
合计	**81.82**	**100.00**	**25.55**	**102.89**	**100.00**	**20.73**	**16.34**	**100.00**	**34.52**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）市政公用业务

公司市政公用业务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，跟踪期内收入规模有所下降；因较强的公益属性，业务毛利率水平较低，2019年呈亏损状态，利润的实现主要依赖财政补贴。公司代建项目投资规模较大，部分项目建设资金回收周期及方式尚未明确，项目投入对资金占用明显，未来仍面临一定投资压力。

代建和一级土地开发业务

公司基础设施建设及土地一级开发业务主要由子公司天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）、天津天保置业有限公司（以下简称“天保置业”）和天津天保建设发展有限公司（以下简称“天保建设”）负责。

近年来，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，公司就上述项目与天津港保税区管理委员会（以下简称“保税区管委会”）签订了代建协议，自筹资金进行项目建设；其中对于空港一期和空客A320总装线项目，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5　截至2019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	计划建设周期	计划总投资	资金来源	工程进度	截至 2019 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**	--	--	**295.68**

资料来源：公司提供

截至2019年底，空港一期、空港二期和空客A320总装线项目均已建设完毕，累计已投资231.05亿元。空港三期工程规划面积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，截至2019年底，公司已完成6.7平方公里的土地整理，完成投资64.63亿元。

截至2019年底，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。

公用事业运营

公司公用事业运营主要包括供热、供电和市政等业务，分别由下属子公司天津天保热电有限公司（以下简称“天保热电”）、天津天保能源股份有限公司（以下简称“天保能源”）和天津天保市政有限公司（以下简称“天保市政”）负责。

天保热电供热业务范围为海港保税区和空港经济区内；截至2019年底，供热管网长度281.00公里，供热面积662.00万平方米，同比分别增长18.34%和1.76%。2019年天保热电销售蒸汽41.51万吨，实现销售收入2.64亿元（合并抵消后），同比增长22.22%。

天保能源供电业务范围为海港保税区，通过从国家电网购电通过变电站降压后利用自有电网对保税区内工业、商业及居民用户供电，售电价格由天津市物价部门制定。2019年，公司购电量为25703.04千瓦时，售电量为24732.41千瓦时，同比下降11.79%；当年实现供电收入1.76亿元（合并抵消后）。

天保市政市政业务涵盖供水、污水处理、绿化养护、道路管养和排水管道维护等，2019年天保市政实现营业收入0.22亿元（合并抵消后）。

此外，公司子公司天保建设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）商贸物流业务

公司商贸物流业务包括物流业务和汽车贸易两部分。跟踪期内，公司商贸物流业务收入快速增长，毛利率水平有所提升。

表6　公司商贸物流业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020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	23.02	22.28	3.21	34.38	33.23	3.34	2.15	1.99	7.44
物流业务	18.72	18.17	2.93	33.40	31.76	4.91	5.13	4.81	6.24
合计	**41.74**	**40.45**	**3.08**	**67.78**	**65.00**	**4.11**	**7.27**	**6.80**	**6.46**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

汽车贸易业务

公司汽车贸易业务主要由下属子公司天津空港国际汽车园发展有限公司（以下简称“汽车园公司”）负责运营，主要经营模式为自营4S店汽车贸易。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。2019年，公司销售整车8757辆，同比增长11.88%；当年实现汽车展贸收入34.38亿元（与当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），同比增长49.35%；当期毛利率为3.34%，较上年上升0.13个百分点。

表7　2019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	大众	426	14401
天津	广汽传祺	2024	21860
天津、唐山	平行进口车	6307	295984
合计	--	**8757**	**332245**

资料来源：公司提供

物流业务

公司物流业务主要由子公司天津天保国际物流集团有限公司（以下简称“天保国际物流”）、天津空港国际物流股份有限公司（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”）等负责，主要为从事代理、仓储、开证等第三方物流业务。2019 年，公司物流业务实现营业收入 33.40 亿元，同比增长 78.42%，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，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。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。

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。

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，在临港经济区拥有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业务开展提供了保障，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。

天津冈谷物流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、物业管理及物业出租等，以商品房销售为主。跟踪期内，公司房地产销售收入大幅下降，毛利率有所降低。公司在建房地产项目较多，未来业务开展及收入有保障，但同时面临一定投资压力和销售去化压力。

公司房地产业务主要由子公司天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”）、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”）和天津天保嘉圆投资

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。

2019年，公司实现房地产销售收入15.08亿元，同比下降42.55%，主要系当年达到收入确认条件的房产数量减少所致；毛利率为49.88%，同比下降4.35个百分点。

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。

表8　公司房地产业务总体情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年
新开工面积	17.41	29.60
竣工面积	7.34	7.98
销售面积（含预售）	6.26	2.40
回笼资金	17.57	3.94

注：开工面积为获得开工许可面积，非实际开工面积

资料来源：公司提供

2019年，公司新开工面积及竣工面积均同比增长，但当期销售面积及回笼资金规模有所下降，去化速度放缓。

截至2019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一B01地块、B05地块、B08地块、D05地块、D06地块、意境兰庭一期和融汇商务园等，可租售面积合计114.14万平方米，已销售面积77.92万平方米，已出租面积15.68万平方米；整体去化率尚可，部分项目存在一定去化压力。

截至2019年底，公司主要在建的房地产项目包括生态城地块项目、天拖二期地块项目等，建筑面积合计58.40万平方米，计划总投资合计128.35亿元，已投资75.79亿元，尚需投资较大。

表9　截至2019年底主要已售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	3.54	--	12619	住宅	66.23
融汇商务园	18.90	3.68	8.94	11730	写字楼	19.00
月湾花园	12.09	3.67	1.57	8163	住宅	30.40
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	1.50	--	13537	商业写字楼	44.64
天保金海岸-D06 地块	3.97	3.97	--	18463	住宅	100.00
天保金海岸-E03 地块	7.61	6.59	--	24000	写字楼	86.60
汇津广场	5.92	3.19	1.77	10053	商业写字楼	53.89
智谷汇盈产业园	6.49	1.32	3.40	8300	写字楼	20.34
意境兰庭一期	10.16	10.16	--	11600	住宅	100.00
合计	**114.14**	**77.92**	**15.68**	--	--	--

资料来源：公司提供

表 10　截至 2019 年底公司在建房地产情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	建筑面积	已投资	计划建设周期	项目类别
生态城地块项目	30.79	12.70	22.59	2018 年－2021 年	住宅
塘沽大连东道地块项目	8.23	2.77	7.18	2018 年－2020 年	住宅
天津金海岸 F 地块项目	22.13	16.31	4.44	2019 年－2021 年	住宅
天拖二期地块项目	40.04	10.35	29.16	2019 年－2022 年	住宅
汇津广场二期项目	3.62	3.59	0.16	2019 年－2022 年	商业
云栖路项目	17.14	7.09	10.72	2019 年－2022 年	住宅
拢翠路项目	6.40	5.59	1.54	2019 年－2022 年	商业居住公寓
合计	**128.35**	**58.40**	**75.79**	--	--

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2019年底，公司储备土地为天津金海岸C03商业项目地块，面积合计1.42万平方米，支付土地出让金0.54亿元。

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，自筹资金进行项目开发；待项目取得销售许可证后，按政府限价销售，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2020年3月底，基本销售完毕。

物业管理及物业出租

在物业出租方面，截至2019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，出售率及出租率达63%。

2019年，公司实现房地产租赁及物业管理收入共计2.26亿元。

（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”）、天津天保财务管理有限公司（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”）。

2019年，公司金融业务实现营业收入3.23亿元，同比略有下降，毛利率为84.12%，处于较高水平。

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。公司主要参股的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2019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198.92亿元[1]。2019年，公司获取投资收益10.25亿元，占利润总额的比重为55.02%，是公司利润的重要组成部分。

3. 未来发展

公司依托天津保税区政策及区域地位等优势，构建以基础设施建设及市政公用业务为基础，以房地产开发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

[1] 为期末长期股权投资与可供出售金融资产合计数。

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

公司提供了2019年财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

截至2019年底，公司合并范围共有一级子公司11家，较2018年底无变化，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司资产总额1426.80亿元，所有者权益513.78亿元（其中少数股东权益27.34亿元）。2019年，公司实现营业收入102.89亿元，利润总额18.63亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1462.42亿元，所有者权益513.09亿元（其中少数股东权益27.79亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入16.34亿元，利润总额4.89亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，其中应收类款项规模大，对公司资金占用明显；房地产开发成本、长期股权投资、在建工程占比较大。

2019年底，公司资产总额1426.80亿元，较上年底增长8.29%。从构成上看，公司流动资产占45.78%，非流动资产占54.22%，流动资产占比略有上升。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**594.57**	**45.13**	**653.16**	**45.78**	**674.77**	**46.14**
货币资金	153.22	11.63	136.85	9.59	176.13	12.04
其他应收款	225.58	17.12	251.56	17.63	261.73	17.90
存货	182.20	13.83	199.21	13.96	194.63	13.31
非流动资产	**723.00**	**54.87**	**773.64**	**54.22**	**787.64**	**53.86**
可供出售金融资产	77.15	5.86	71.97	5.04	72.75	4.97
长期应收款	201.78	15.31	240.23	16.84	252.17	17.24
长期股权投资	117.42	8.91	126.95	8.90	129.38	8.85
投资性房地产	47.20	3.58	52.67	3.69	52.13	3.56
在建工程	131.11	9.95	111.06	7.78	119.50	8.17
无形资产	98.05	7.44	2.21	0.16	97.89	6.69
其他非流动资产	0.75	0.06	131.68	9.23	0.00	0.00
资产总额	**1317.57**	**100.00**	**1426.80**	**100.00**	**1462.42**	**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

2019年底，公司流动资产653.16亿元，较2018年底增长9.86%。其中货币资金136.85亿元，较2018年底下降10.68%，主要由银行存款（占78.99%）和存放同业（占17.16%）构成；受限资金部分为3.29亿元，主要为央行法定存款准备金、质押保证金等。其他应收款余额251.56亿元，较2018年底增长11.52%，主要包括应收保税区财政局的补贴、土地出让金和往来款等131.76亿元，应收保税区管委会的往来款115.23亿元；其中前五名合计欠款255.64亿元，占比98.79%，集中度很高，往来单位主要是当地政府部门和国企，款项回收风险较小，

但对公司资金占用明显。存货账面价值199.21亿元，较2018年底增长9.34%；主要由开发成本122.55亿元和开发产品43.41亿元构成，主要为在建及在售的商业房地产项目等；其中50.03亿元使用受限，用于质押、抵押和融资租赁。

2019年底，公司非流动资产773.64亿元，较2018年底增长7.00%。其中，可供出售金融资产71.97亿元，较2018年底下降6.72%；主要包括对渤海证券（23.92亿元）、渤海人寿（11.00亿元）、天津航空（4.00亿元）的投资等，当期取得现金分红1.56亿元。长期应收款240.23亿元，较2018年底增长19.06%，主要包括应收保税区财政局代建款及利息232.72亿元和应收融资租赁款8.27亿元；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，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等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保税区财政局承担。长期股权投资126.95亿元，较2018年底增长8.12%，主要系公司对中航直升机有限责任公司等的追加投资所致；余额主要包括对天津银行股份有限公司的投资100.82亿元和对中航直升机有限责任公司投资11.12亿元；2019年，公司确认投资收益8.13亿元。投资性房地产52.67亿元，主要为房屋建筑物及土地使用权，较2018年底增长11.58%，主要来自外购及存货\固定资产\在建工程转入。在建工程111.06亿元，主要是天津空港物流加工区土地开发及相关配套设施建设代建项目、空客A320总装项目土地开发及相关配套设施建设代建项目和其他项目；较2018年底下降15.29%，主要系部分项目转固所致。无形资产2.21亿元，较2018年底大幅下降，主要系原政府注入的非经营性道路用地重分类至“其他非流动资产”所致。其他非流动资产131.68亿元，主要包括保税区管委会注入的道路用地使用权95.69亿元和委托贷款20.05亿元；委托贷款对象均为国有企业，贷款期限为3~5年，利率区间为4%~6%。

2019年底，公司使用权受限资产合计248.16亿元，占资产总额的17.39%，主要包括用于保理融资的长期应收款142.41元，用于抵质押及融资租赁的存货50.03亿元和股权质押的可供出售金融资产23.92亿元等。

表12　2019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	3.29	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	50.03	抵押、融资租赁、质押等
一年内到期的非流动资产	3.95	长期应收款保理融资
长期应收款	142.41	长期应收款保理融资
投资性房地产	3.85	借款抵押
固定资产	3.01	借款抵押；对外担保；抵押担保；融资租赁
在建工程	0.02	借款抵押；对外担保；抵押担保；融资租赁
无形资产	4.17	融资租赁
可供出售金融资产	23.92	股权质押
合计	**248.16**	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2020年3月底，公司资产总额1462.42亿元，较2019年底增长2.50%，主要系货币资金等增加所致。其中，流动资产占比46.14%，非流动资产占比53.86%，资产结构较2019年底基本保持稳定。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，其中其他权益工具规模较大；同时公司债务规模快速上升，整体债务负担相对较重，2021年存在较大集中偿付压力。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益513.78亿元，较2018年底增长9.72%。其中实收资本251.03亿元，较2018年底增长18.12%，主要系保税区国资局增资所致；其他权益工具80.50亿元，为公司发行的可续期债券，包括“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”等，首次赎回时间集中于2020－2022年，其中2021年行权规模为50.00亿元；资本公积120.20亿元，较2018年底增长2.43%，主要为划拨的道路用地等。

2020年3月底，公司所有者权益513.09亿元，较2019年底保持稳定。

负债

2019年底，公司负债总额913.02亿元，较2019年底增长7.50%。其中流动负债占31.97%，非流动负债占68.03%，公司负债以非流动负债为主。

2019年底，公司流动负债291.85亿元，较2019年底下降15.48%。其中，短期借款86.27亿元，较2018年底下降16.40%；包括信用借款58.00亿元、保证借款23.49亿元和质押借款4.78亿元。预收款项12.06亿元，较2018年底下降27.15%，主要为预收房地产项目款。一年内到期的非流动负债107.29亿元，较2018年底下降41.29%，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为103.78亿元、0.31亿元和3.20亿元。其他流动负债48.10亿元，较2018年底增加38.85亿元，主要来自公司当年新发超短期融资券。

2019年底，公司非流动负债621.17亿元，较2018年底增长23.25%。其中长期借款316.16亿元，较2018年底增长7.38%，主要由保证借款和信用借款构成。应付债券278.01亿元，较2018年底增长51.18%；主要系公司新发行中期票据和公司债券所致。

有息债务方面，2019年底，公司全部债务847.59亿元，较2018年底增长7.19%；其中短期债务占比28.72%，长期债务占比71.28%。从债务指标来看，2019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63.99%、62.26%和54.04%，资产负债率及全部债务资本化率较2018年底略有下降，长期债务资本化率较2018年底上升2.75个百分点。

表 13　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	297.68	243.46	120.96
长期债务	493.02	604.13	767.80
全部债务	790.70	847.59	888.76
长期债务资本化比率	51.29	54.04	59.94
全部债务资本化比率	62.81	62.26	63.40
资产负债率	64.46	63.99	64.91

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

2020年3月底，公司负债总额949.33亿元，较2019年底增长3.98%。其中非流动负债占82.76%，负债以非流动负债为主。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。

2020年3月底，公司全部债务为888.76亿元，较2019年底增长4.86%，其中短期债务占13.61%、长期债务占86.39%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为64.91%、63.40%和59.94%。如果考虑计入公司权益的永续债券等，公司实际债务负担高于上述指标值。有息债务到期分布方面，2020年4－12月及2021－2022年，公司有息债务到期规模分别为168.20亿元（含部分公司未调整至“一年内到期的非流动负债”的长期借款和债券等）、356.09亿元和152.77亿元，2021年面临较大集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，期间费用对利润侵蚀较为严重，利润总额主要来自于财政补助和投资收益。

2019年，公司实现营业收入102.89亿元，

同比增长25.76%；同期，公司营业成本为81.56亿元，同比增长33.89%；营业利润率为16.42%，同比略有上升，主要系税金及附加同比减少。

表 14　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年	2019 年
营业收入	81.82	102.89
期间费用	25.71	29.30
投资收益	8.13	10.25
其他收益	1.84	2.36
营业外收入	23.60	18.92
利润总额	17.57	18.63
营业利润率	16.16	16.42
总资本收益率	2.78	2.99
净资产收益率	3.12	2.87

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从期间费用来看，2019年，公司期间费用29.30亿元，同比增长13.96%，主要来自财务费用的增长；期间费用占营业收入比重为28.48%，期间费用对利润侵蚀大。

2019年，公司投资收益10.25亿元，同比增长26.08%；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，是公司利润的重要构成部分。

2019年，公司获得政府补助合计20.86亿元，主要为财政贴息；其中2.36亿元计入“其他收益”，18.50亿元计入“营业外收入”。

2019年公司利润总额18.63亿元，同比增长6.04%，利润总额对非经营性损益依赖程度高。

2020年1－3月，公司营业收入和营业成本分别为16.34亿元和10.70亿元；实现利润总额4.89亿元，营业利润率为28.94%，较2019年有所提高。

5．现金流

跟踪期内，公司收入实现质量有所提升，经营活动现金流缺口有所收窄；投资活动现金流仍呈大额净流出状态；未来随着项目建设持续投资以及债务到期偿付，公司存在较大的外部融资需求。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入 123.88 亿元，同比增长 10.56%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 100.35 亿元，同比增长 45.73%；收到其他与经营活动有关的现金为 31.15 亿元，构成主要为政府补助、平行进口车辆交易款和往来款等，同比下降 21.40%。公司现金收入比为 97.53%，同比上升 13.36 个百分点，收现质量提升。同期，公司经营活动现金流出 142.57 亿元，同比增长 4.90%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 98.75 亿元，同比增长 7.77%；支付其他与经营活动有关的现金 26.97 亿元，同比下降 7.32%，主要为平行进口车辆交易款和往来款支付。2019 年，公司经营活动现金净流出 18.69 亿元，净流出规模有所下降。

表 15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	112.05	123.88
经营活动现金流出量	135.91	142.57
经营活动现金净流量	-23.86	-18.69
投资活动现金净流量	-123.79	-48.06
筹资活动现金净流量	175.18	51.57
现金收入比	84.17	97.53

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 115.52 亿元，同比增长 93.23%；其中，收回投资收到的现金为 95.76 亿元，同比增长 78.05%。同期，公司投资活动现金流出 163.58 亿元，同比下降 10.89%；其中，投资支付的现金 124.54 亿元，主要为项目建设、理财产品及股权投资支出，同比下降 20.79%。2019 年，公司投资活动现金净流出 48.06 亿元，净流出规模同比下降 61.17%。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入为523.82亿元，同比增长15.09%；主要为对外借款及发行债券取得的现金；同期筹资活动现金流出为472.25亿元，同比增长68.69%，主要为偿还债务支付的现金413.94亿元。2019

年，公司筹资活动现金净流入51.57亿元，同比下降70.56%。

2020年1－3月，公司经营活动现金流净额为19.11亿元，投资活动现金流净额为-0.64亿元，筹资活动现金流量净额为21.85亿元；当期公司现金收入比为82.87%。

6. 偿债能力

公司短期偿付压力较大，长期偿债能力指标一般；公司间接融资渠道畅通，并持续获得政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为223.80%和155.54%，同比分别上升51.62个、36.12个百分点；同期，公司经营现金流净额为负，对流动负债无保障能力。2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为412.27%、293.36%，均较2019年底大幅上升；2019年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.58倍，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为49.21亿元，同比增长12.89%；当期公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为17.22倍和1.00倍，EBITDA对全部债务的保障能力一般。

截至2020年3月末，发行人对外担保余额为163.53亿元，包括对鑫源融资租赁（天津）股份有限公司担保余额4.58亿元、天津临港建设开发有限公司担保余额17亿元、天津临港投资控股有限公司担保余额97.89亿元、天津滨海新区建设投资集团有限公司担保余额29.00亿元、天津临港港务集团有限公司担保余额4.00亿元、天津渤海租赁有限公司担保余额11.06亿元；担保比率为31.87%；被担保企业主要为区域内国有企业，但部分企业非国有性质；公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

截至2020年3月底，公司获得银行综合授信额度为1374.70亿元，尚未使用434.11亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司收入及利润主要来源于子公司；资产及负债集中于母公司，母公司整体债务负担较重。

2019年底，母公司资产规模为1061.79亿元，较上年底增长13.11%，主要来自货币资金、预付款项、一年内到期的非流动资产和其他流动资产增长。其中，流动资产为511.65亿元，主要由货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成；非流动资产550.14亿元，主要由长期股权投资、其他非流动资产构成。

2019年底，母公司所有者权益为452.73亿元，较上年底增长8.97%；主要包括实收资本251.03亿元、其他权益工具81.50亿元、资本公积107.49亿元等；其他权益工具占比较大，一定程度上影响了所有者权益的稳定性。

2019年底，母公司负债规模609.06亿元，较上年底增长16.39%；主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券等构成。2019年底，母公司资产负债率为57.36%，整体债务负担较重。

2019年，母公司营业收入22.69亿元，营业成本为0.37亿元，营业利润率为97.25%；利润总额为7.80亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

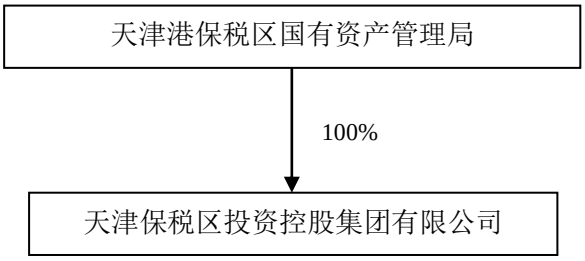
截至本跟踪评级报告出具日，“16津保税MTN001”和“16津保税MTN002”债券余额合计40.00亿元；2019年，公司EBITDA为49.21亿元，为“16津保税MTN001”和“16津保税MTN002”债券余额的1.23倍；同期，公司经营活动现金流入量为123.88亿元，为“16津保税MTN001”和“16津保税MTN002”债券余额的3.10倍；经营活动现金流量净额为负，对存续债券没有保障能力。公司经营活动现金流入量对“16津保税MTN001”和“16津保税

MTN002”的保障能力较好。

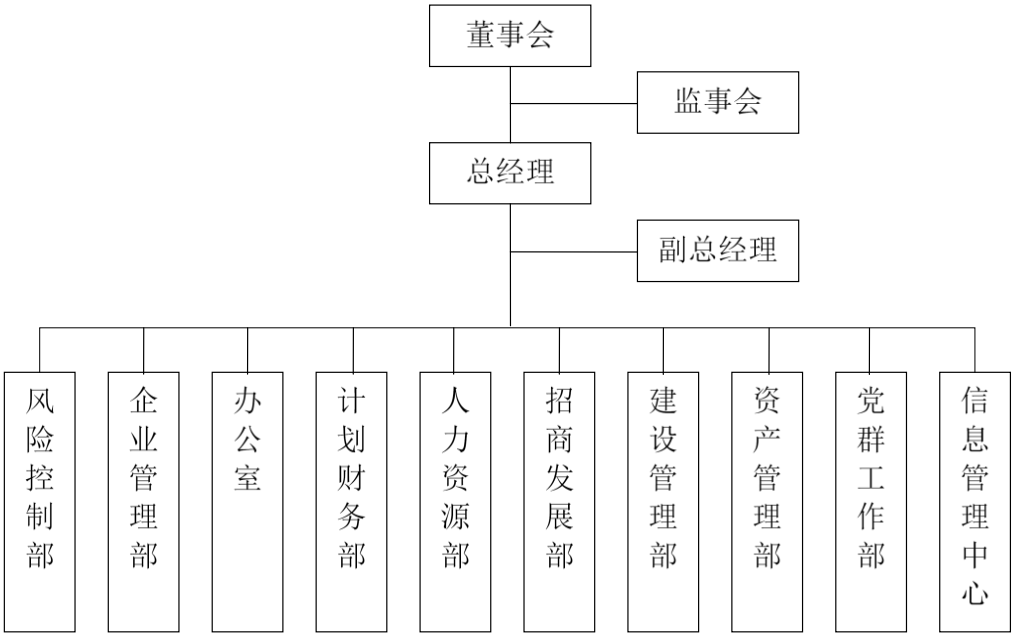
十一、结论

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年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：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	135.80	153.26	141.04	176.20
资产总额(亿元)	1104.71	1317.57	1426.80	1462.42
所有者权益(亿元)	411.64	468.26	513.78	513.09
短期债务(亿元)	275.07	297.68	243.46	120.96
长期债务(亿元)	345.02	493.02	604.13	767.80
全部债务(亿元)	620.08	790.70	847.59	888.76
营业收入(亿元)	71.16	81.82	102.89	16.34
利润总额(亿元)	10.54	17.57	18.63	4.89
EBITDA(亿元)	22.40	43.59	49.21	--
经营性净现金流(亿元)	30.53	-23.86	-18.69	19.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.66	12.44	19.16	--
存货周转次数(次)	0.40	0.36	0.43	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	123.42	84.17	97.53	82.87
营业利润率(%)	13.02	16.16	16.42	28.94
总资本收益率(%)	1.48	2.78	2.99	--
净资产收益率(%)	1.71	3.12	2.87	--
长期债务资本化比率(%)	45.60	51.29	54.04	59.94
全部债务资本化比率(%)	60.10	62.81	62.26	63.40
资产负债率(%)	62.74	64.46	63.99	64.91
流动比率(%)	131.59	172.18	223.80	412.27
速动比率(%)	84.33	119.42	155.54	293.36
经营现金流动负债比(%)	9.19	-6.91	-6.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.69	18.14	17.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	1.12	1.00	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.51	0.58	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算；3. 2020 年 3 月底短期债务未调整，相关短期债务指标无意义

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.21	64.38	91.58	112.12
资产总额(亿元)	738.65	938.76	1061.79	1099.07
所有者权益(亿元)	373.86	415.45	452.73	450.97
短期债务(亿元)	116.54	219.06	172.06	83.00
长期债务(亿元)	247.58	303.45	433.52	561.03
全部债务(亿元)	364.12	522.51	605.58	644.03
营业收入(亿元)	9.67	14.08	22.69	6.06
利润总额(亿元)	-2.41	1.69	7.80	3.16
EBITDA(亿元)	--	--	38.66	--
经营性净现金流(亿元)	28.28	-9.34	1.77	-0.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	459.91	584.56	907.15	--
存货周转次数(次)	411459.80	367084.95	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	3.04	2.37	1.77	0.39
营业利润率(%)	94.14	95.95	97.25	97.65
总资本收益率(%)	1.41	2.76	3.49	--
净资产收益率(%)	-0.65	0.41	1.39	--
长期债务资本化比率(%)	39.84	42.21	48.92	55.44
全部债务资本化比率(%)	49.34	55.71	57.22	58.82
资产负债率(%)	49.39	55.75	57.36	58.97
流动比率(%)	92.91	107.07	291.48	381.82
速动比率(%)	92.91	107.07	291.48	381.82
经营现金流动负债比(%)	24.13	-4.25	1.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	15.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.29	0.53	1.35

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算

附件 5　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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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