

信用等级公告

联合[2008] 097 号

联合资信评估有限公司通过对天津保税区投资有限公司 2008 年 28 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

天津保税区投资有限公司
2008 年 28 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年四月十五日



天津保税区投资有限公司

2008年28亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA

评级时间: 2008 年 4 月 15 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额 (亿元)	48.44	150.35	224.87
所有者权益 (亿元)	35.09	115.48	149.85
长期债务 (亿元)	13.00	29.00	63.50
全部债务 (亿元)	13.00	34.46	73.85
主营业务收入 (亿元)	0.05	0.09	0.04
净利润 (亿元)	1.76	3.12	3.34
EBITDA (亿元)	1.79	3.16	3.37
经营性净现金流 (亿元)	1.61	-3.82	4.06
指 标	2005 年	2006 年	2007 年
主营业务利润率 (%)	37.51	47.48	-33.66
净资产收益率 (%)	5.01	2.70	2.23
资产负债率 (%)	27.56	23.19	33.36
全部债务资本化比率 (%)	27.03	22.98	33.01
流动比率 (%)	863.97	115.71	125.46
全部债务/EBITDA (倍)	7.26	10.91	21.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	---	---	---
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.05	0.09	0.10

分析师

丁继平

电话 010-85679696-8815

邮箱 dingjiping@lianheratings.com.cn

刘小平

电话 010-85679696-8830

邮箱 liuxp@lianheratings.com.cn

传真 010-85679688

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

联合资信评估有限公司 (简称“联合资信”) 对天津保税区投资有限公司 (简称“公司”) 的评级反映了其在区域经济环境、政府支持等方面的优势。同时联合资信注意到, 公司所在的天津港保税区财政收入规模整体较小, 未来公司较大的投资资金来源主要依赖于银行借款和保税区政府财政投入, 未来两年公司债务负担将加重; 公司盈利能力弱, 且主营业务盈利波动较大。

预计未来几年公司利润将保持稳定增长, 但公司投资规模较大, 债务负担将会加重。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券以公司合法拥有的对天津港保税区管理委员会的约 51 亿元应收账款为本期债券还本付息提供质押担保, 应收债权对本期债券保障程度较高, 本期债券到期不能偿还的风险较小。

优势

1. 天津港保税区目前已经形成了“三个区域、五种形态”联动发展的新格局, 具备了开放区域的多种资源、政策和功能优势, 发展前景较好。
2. 公司作为天津港保税区的独资公司, 可以得到保税区在资金以及项目建设方面的有力支持。
3. 公司股权投资收益较高。
4. 空客项目得到国家和天津市政府高度重视, 项目风险小。

关注

1. 天津港保税区目前可支配收入规模较小。

2. 未来两年公司投资规模较大，公司债务负担将加重。
3. 公司盈利能力弱，且主营业务盈利波动较大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津保税区投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与天津保税区投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津保税区投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津保税区投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 天津保税区投资有限公司2008年28亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

天津保税区投资有限公司（以下简称“公司”或“天保投资”）是 2002 年 1 月 18 日经天津市政府批准、由天津港保税区财政局（以下简称“区财政局”）投资设立的国有独资投资性企业，主要致力于区域基础设施开发建设，以及对金融、高新技术等国家允许投资的行业进行股权投资。区财政局是天津港保税区（以下简称“保税区”）区属国有资产的出资人代表，对公司行使所有者职能。公司为天津港保税区区属国有资产的授权经营单位，依法自主经营，并对所经营的国有资产承担保值增值责任。截至 2007 年底，公司注册资本 30 亿元。

经天津港保税区管委会（以下简称“区管委会”）授权，目前公司主要负责天津港保税区的扩展区——天津空港物流加工区（一期）基础设施建设，以及对天津空港物流加工区空客 A320 系列飞机天津总装线项目（以下简称“空客项目”）进行投资建设。公司内设财务部、投融资部和专家评审部三个职能部门。截至 2007 年底，公司拥有全资、控股子公司 7 家，参股公司 11 家。

截至 2007 年底，公司资产总额 2248742.16 万元，所有者权益 1498471.29 万元。2007 年公司实现主营业务收入 388.23 万元，投资收益 18122.74 万元，补贴收入 15005.80 万元，利润总额 33601.10 万元。

公司注册地址：天津港保税区通达广场 1-553 室；法定代表人：邢国友。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2008 年发行人民币债券 28 亿元，债券期限为 7 年，采用固定利率，计息方式为每年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券以公司合法拥有的对区管委会的约 51 亿元应收账款为本期债券还本付息提供质押担保。

2. 本期债券筹集资金投资项目概况

本期债券募集资金 28 亿元人民币，全部用于天津空港物流加工区空客项目。2007 年 5 月 14 日，国家发展和改革委员会以《国家发展改革委关于核准合资生产 A320 系列飞机天津总装线项目的批复》（发改高技〔2007〕988 号）文件同意该项目实施。

空客项目总投资 137.03 亿元，其中项目生产设施总投资 26.89 亿元，天保投资投入 10.18 亿元；项目配套投资 30.68 亿元，天保投资出资 29.55 亿元；专项运行费用 79.46 亿元，天保投资出资 21.85 亿元，该项目天保投资需出资 61.58 亿元。本期债券募集资金 28 亿元人民币，占该项目投资总额的 20.43%，占天保投资出资总额的 45.47%。

空客项目于 2007 年 5 月中旬开工建设，建设期 3 年；计划在 2009 年上半年交付首架飞机，2011 年达到设计能力，预计到 2015 年底累计向用户交付 284 架飞机。该项目投资财务内部收益率所得税前为 8.04%，投资回收期为 8.5 年。

空客项目得到国家和天津市政府高度重视，项目风险小。空客项目在申请以及实施过程中得到天津市政府高度重视，在土地、配套基础设施建设等方面给予了很大支持。2008 年 3 月 10 日，根据国函〔2008〕23 号《国务院关于同意设立天津滨海新区综合保税区的批复》文，国务院同意设立天津滨海新区综合保税区，其设立将使空客项目获得税收、外汇等方面的优惠政策，从而推动空客项目的顺利实施。

空客项目建设将推动滨海新区的开发开放，促进天津经济的发展，带动京津冀及环渤海经济发展，促进环渤海经济圈成为中国经济的第三极的目标，这将使得公司有可能获得更

大的财政支持。

同时，该项目将推进国家级民航科技产业化基地建设，推动京—津航空产业链的形成；促进天津港码头及大件运输路等配套基础设施的发展；促进有关产品加工企业的发展，促进国内工装夹具、运输夹具等配套产品的加工生产；促进开发区的土地增值及科技教育的发展。

三、经营环境

1. 区域经济环境

(1) 天津市经济概况

天津市是我国四大直辖市之一，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。自 2003 年下半年以来，天津市经济进入新一轮增长周期。2007 年全市地区生产总值完成 5018.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 15.1%；人均生产总值 6022 美元。

近几年天津市财政收入大幅增长，财政实力明显增强。2007 年达到 1204.3 亿元，比上年增长 278.7 亿元，增长 30.1%，其中地方财政收入 540.1 亿元，增长 29.6%。财政收入总量突破千亿元，5 年间增长 2.2 倍。

(2) 天津城市规划

中共天津市委八届九次全会审议通过了《中共天津市委关于制定天津市国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》（以下简称“《建议》”）。《建议》指出：“十一五”期间，天津将全面实现“三步走”战略目标，综合经济实力显著增强，地区生产总值年均增长 12%，人均生产总值超过 7000 美元，财政收入年均增长 16% 以上，建成现代化国际港口大都市和我国北方重要的经济中心，成为全国率先基本实现现代化的地区之一。

目前天津市正在建设滨海新区。2008 年 3 月，《滨海新区综合配套改革试验方案》获得了国务院的正式批复。滨海新区开发开放，是党中央、国务院从我国经济社会发展全局出发作出的重要战略部署。滨海新区区域界定范围

2270 平方公里，是天津工业战略东移的载体，是天津工业、经济、贸易的密集区域，是天津经济新的增长极，是天津连接海内外、辐射华北、西北的重要枢纽。滨海新区具有集港口、经济技术开发区、高新技术园区、出口加工区和保税区于一体的功能聚集优势。天津港保税区作为滨海新区的重要组成部分，滨海新区的发展将对天津港保税区的发展起到巨大的拉动作用。

总体看，天津市近几年全市地区生产总值和财政收入大幅增长，根据天津市“十一五”规划以及滨海新区的开发开放的需要，天津市将面临良好的发展机遇。

2. 天津港保税区

经过多年的创新发展，天津港保税区已经由过去单一的海港保税区，成为拥有海港保税区、空港保税区、空港加工区、空港物流区和保税物流园区“三个区域、五种形态”联动发展的新格局，具备了开放区域的多种资源、政策和功能优势。

海港保税区

天津港保税区于 1991 年 5 月 12 日经国务院批准设立，规划面积 5 平方公里，1992 年 4 月 24 日，隔离设施通过国家海关总署验收，保税区正式营运。天津港保税区是华北、西北唯一的保税区，也是我国北方最大的保税区。作为高度开放的特殊经济区域，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。独具优势的“境内关外”运作模式与国家级开放区域的特殊优惠政策相叠加，使保税区成为综合优势最为突出的开放区域。

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，成为天津市对外开放的重要窗口和新的经济增长点，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。建区 17 年来，天津港保税区以建设国际物流中心

为目标，以服务京津冀、服务环渤海地区、服务中国北方的宗旨，保持了良好的发展势头，主要经济指标以年均 30% 以上的速度增长，位居全国保税区前列。截至 2007 年底，外资实际到位累计 69.2 亿美元，完成固定资产投资 2051.4 亿元，有中外企业 12000 多家，其中世界 500 强企业 70 多家。其中水平高、效益好的企业不断增加，纳税超过 500 万元的企业 117 家，超过 1000 万元的大户达到 66 家，成为拉动区域经济增长的重要力量。

空港保税区

空港保税区是天津港保税区的置换区域，于 2005 年 5 月 19 日空港保税区通过由海关总署和市政府组成的联合验收组的验收，正式投入运营。这是进一步提高天津对外开放水平，充分发挥海空两港综合优势，加快滨海新区建设的重要举措。空港保税区将充分发挥独特的政策功能优势，延伸保税政策功能，大力吸引跨国公司和知名企业，重点发展出口加工和高新技术产业。

空港物流加工区

为适应入世后进一步扩大开放和加快发展的需要，2002 年 10 月，天津市委、市政府批准设立空港物流加工区，成为天津港保税区的扩展区。天津空港物流加工区地处天津滨海国际机场东北侧，距天津市区 3 公里，距港口 30 公里，距北京 110 公里，与干线铁路相连。区域总用地面积为 42 平方公里，首期规划开发 23.5 平方公里。

空港物流加工区作为天津港保税区的扩展区，是一个享受国家级保税区和开发区优惠政策，具有加工制造、物流配送、科技研发、国际贸易等功能的外向型经济区域。其发展定位为以空港为依托、以物流分拨为纽带、以高新技术产业为主体、以现代服务业为保障的综合型工业园区。天津空港物流加工区企业以跨国公司为主，项目建设以大、中型规模为主，重点建有电子信息、机械制造、生物制药、汽车零部件、高新纺织、新材料、新能源等若干

工业园，为入园企业建有保税仓储加工区、高新技术工业区、商务服务区和生活配套区四大功能区，为入园企业提供各方面的服务保障。区域将突出发挥天津滨海国际机场的空运优势，并利用天津铁路枢纽、天津港和京津塘、津滨、唐津高速公路等组成的交通网络，构筑国际一流的信息、技术与产品集散基地。优越的区位优势 and 天津港保税区的综合优势相叠加，将使空港物流加工区成为投资密度、技术含量、经济效益领先的外向型经济区域。

目前空客项目已经成为空港加工区的支柱性项目，并成为引资的关键。受空客项目的带动，已有 11 家航空制造企业落户天津空港物流加工区，30 个航空产业项目正在洽谈之中，其中 10 个是为空客项目配套，航空产业的聚集势头正在形成。

空港国际物流区

天津空港国际物流区位于天津滨海国际机场货运区内，由天津港保税区和天津滨海国际机场等共同投资兴建，规划面积 1.2 平方公里。空港国际物流区致力于聚集国内外优秀的航空物流企业，为航空货代、临空港加工及外贸进出口搭建新的物流发展平台积极发展航空货物的分拣、仓储、分拨、配送、加工、展销等业务，促进中国北方最大航空货运基地建设。

保税物流园区

2004 年 8 月 16 日，国务院批准设立保税物流园区，规划面积 1.5 平方公里。2005 年 3 月 30 日，天津保税物流园区（以下简称“园区”）通过国家验收，正式投入运营。园区位于天津保税区东北侧，与港口集装箱码头相连，充分发挥保税区政策优势和港口区位优势，重点发展现代物流业。园区享受保税区相关政策，在进出口税收方面，比照实行出口加工区的相关政策，即国内货物进入园区视同出口，办理报关手续，实行退税；园区货物内销按货物进口的有关规定办理报关手续，货物按实际状态征税；区内货物自由流通，不征增值税和消费税。

保税区管委会负责对园区行政事务的管

理,海关和检验检疫部门在园区设立办事机构,外管、国税、地税、公安、消防等其它保税区管理机构将职能延伸至园区,为企业各项必要的服务。园区采用一流的信息化管理,公共信息平台连接海关、检验检疫、外管、税务及银行等部门;设有集装箱卡车等各类货运车辆电子车牌自动识别系统及电子放行系统,实行进出货物一次申报,一次查验,一次放行,实现园区与港区之间直通。

综上所述,天津港保税区已经形成了“三个区域、五种形态”联动发展的新格局。天津港保税区发展的总体目标是:国内生产总值年均增长 30%以上,到 2010 年突破 500 亿元,成为全国规模最大、实力最强的保税区。天津港发展前景看好。

四、基础素质

1. 公司规模和竞争力

天津港保税区经过十年的开发建设,财政收入快速增长,资金实力雄厚,基础设施建设初具规模。近年公司注册资本不断增加,从成立时的5000万元增加到目前的300000万元(见表1)。根据华夏松德验Ⅲ字[2006]64号验资报告显示,其注册资本全部为区财政局出资。

表1 公司历次注册资本变更情况(单位:万元)

时间	变更项目	出资额	出资比例	注册资本
2002.1.17	公司设立	5000	100%	5000
2002.6.6	增资	5000	100%	10000
2002.9.5	增资	10000	100%	20000
2003.4.5	增资	55000	100%	75000
2003.6.4	增资	25000	100%	100000
2004.4.9	增资	50000	100%	150000
2006.11.30	增资	150000	100%	300000

资料来源:公司提供

截至 2007 年底,公司全资子公司 3 家,绝对控股公司 2 家,相对控股公司 2 家,参股公司 11 家(见附件 5)。

公司发展的近期目标是:根据协议,公司将承担空客项目的相关配套设施投入,继续做

好天津空港物流加工区一期、二期基础上设施投资建设的基本职能不变。

公司 2005~2010 年的战略定位和中心任务是:主要致力于区域基础设施开发建设,以及对金融、高新技术等国家允许投资的行业进行股权投资,获取投资回报。

公司作为天津港保税区独资企业,政府背景及政府功能定位决定了公司的经营、发展与天津港保税区的规模、财政、发展前景等密切相关。天津港保税区新的发展机遇使公司具有良好的发展空间。

2. 人员素质

公司董事、监事以及高级管理人员共 11 人,平均年龄 38 岁,大部分具有本科及以上学历。公司董事长邢国友先生,现年 50 岁,毕业于南开大学,历任天津市团市委学校部、调研室干部;天津青年联合实业公司总经理;天津市旅游总局副总经理、天津市旅游经济开发总公司副总经理;天津市政府办公厅五处、六处正处级干部、处长;2001 年 8 月任公司董事长、党委书记,同时兼任天津天保控股有限公司董事长、党委书记。公司董事、副总经理张明星先生,现年 31 岁,毕业于南开大学会计系,历任天津建工集团二建公司干部;天津津联会计师事务所项目经理;摩托罗拉(中国)电子有限公司部门主管;天津保税区审计局干部;2004 年 3 月任公司董事、副总经理。

截至 2007 年底,公司共有员工 46 人。按学历构成划分,全部为大专以上学历;按职称划分,初级职称的 27 人,中级职称的 13 人,高级职称的 6 人;按年龄构成划分,30 岁以下的 11 人,30~50 岁的 31 人,50 岁以上的 4 人。

总体看,公司高级管理人员均具有丰富的专业管理经验,领导层的整体素质较高;员工的文化程度较高,平均年龄较轻,人员整体素质较高。

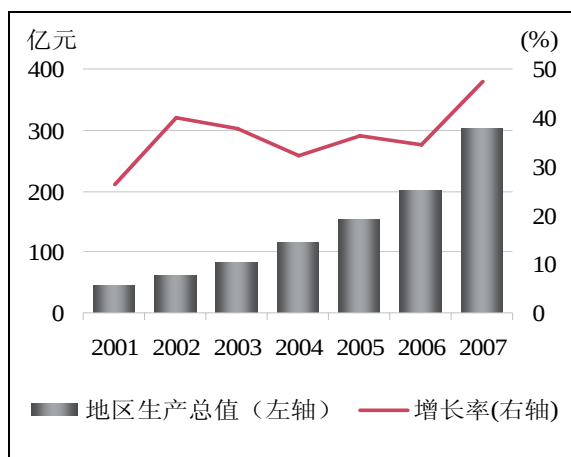
3. 园区环境与政策支持

园区环境

天津港保税区是我国北方规模最大的保税区，是滨海新区的一个重要组成部分，目前已经形成了“三个区域、五种形态”联动发展的新格局。

近年来，天津港保税区区域经济继续保持快速健康发展（见图1），年均增长率超过30%。2007年，保税区实现生产总值301.3亿元，按可比价格计算，同比增长47.3%。其中，第二产业实现增加值62.8亿元，增长57.2%；第三产业实现增加值238.5亿元，增长44.9%；完成财政收入45.3亿元，增长30.1%。其中，工商税收39.3亿元，增长37.1%。

图1 天津港保税区近年来经济发展水平



资料来源：天津港保税区综合经济局

政策支持

公司作为区财政局的全资子公司，得到了区财政的有力支持，近年区财政对公司的投入占其可支配收入的比例均在60%以上，未来随着区财政收入的进一步增长，区财政对公司的支持力度将会进一步加大。

表2 近年保税区财政对公司的投入情况(单位:万元)

项 目	天津港保税区全口径财政收入	天津港保税区区级财政收入	年增长率	财政对天保投资的投入	对公司投入占区级财政收入的比例
2003年	163633	70682	---	54000	76.40%
2004年	186027	75929	7.42%	57363	75.55%
2005年	247234	107896	42.10%	65447	60.66%
2006年	348227	160703	48.94%	130128	80.97%
2007年	453216	194749	21.19%	125614	64.50%

注：资料由公司提供

土地划入方面，2006年12月31日，根据区管委会文件《关于同意向天津保税区投资有限公司按评估价值无偿划转土地的批复》和区财政局文件，区管委会把保税区和空港加工区经天津市中地房地产价格评估咨询有限公司评估的价值人民币651756.61万元土地无偿划拨给公司。2007年6月29日，根据区管委会《关于同意向天津保税区投资有限公司按评估价值无偿划转土地的批复》和区财政局文件，区管委会把天津空港物流加工区(二期)经天津市科亿有限责任土地价格评估事务所价值人民币305142.76万元的道路用地无偿划拨给公司。该部分土地使用权主要是天津空港物流加工区的道路、蓄水湖、森林公园、环区防护林地及河道用地等非经营性资产，其划入降低了公司的名义负债水平，其实际价值取决于该部分土地使用总体规划的改变，但这具有一定的不确定性，故对公司经营产生的正面影响有限。

五、经营管理

1. 公司管理

(1) 法人治理结构

公司系根据《公司法》，按照国有资产授权经营程序，经国有资产代表及管理部门批准设立的国有独资的有限责任公司，区财政局是天津港保税区区属国有资产出资人代表，对公司行使所有者职能。根据出资人代表与公司签订的授权经营协议，出资人代表按照天津市人民

政府的规定授权公司对公司投资或出资的企业、公司或其他经营机构的国有资产行使所有者职能，对授权范围内的国有资产依法行使资产收益、重大决策和选择管理者的权力。

根据公司《章程》，公司不设股东会，由出资人代表行使股东会职权。出资人代表按照国有资产授权经营管理制度，授权公司董事会行使股东会的全部职权。董事会由3人组成，其中职工代表董事1名，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。董事会决定公司发展战略规划以及年度计划，对公司重大事项进行决策。公司设监事会，由5名监事组成，其中2人为职工监事，其他监事人员均由出资人代表委任，监事会行使对董事、经营管理机构负责人履行职务的监督和对公司财务的监督和检查。公司设经营管理机构，负责公司的日常经营管理，设总经理1名，对董事会负责，总经理、常务副总经理由董事会聘任或解聘，董事可兼任公司总经理、常务副总经理等。

总体看，公司法人治理结构基本完善。

(2) 内部控制制度

为了有利于控制投资风险，提高投资收益的稳定性、保证投资收益的安全性和收益性，公司建立了严格的对外投资管理制度。以商业原则评价新投资项目，以系统的风险监控措施管理风险，形成风险管理体系和风险管理控制机制，加强市场调研，减少决策失误。同时建立项目风险的事后反馈、追踪制度，对项目进行实时动态跟踪监控，迅速化解投资风险。对于公司新投资的项目，首先由财务部协同投资部门确定投资目的并对投资环境进行考察，并由对外投资部门在充分调查研究的基础上编制投资意向书上报总经理和董事会，然后在由财务负责人编制项目合作协议书后，按相关程度办理报批手续。公司建立严格的对外投资管理体制，有利于控制投资风险，确保投资收益的稳定。

总体看，公司已建立起适合自身特点的投资管理制度，内部控制制度比较完善。

2. 经营分析

公司作为国有独资的投资性公司，公司收入来源主要有两部分：（1）区财政局补贴的委托建设费和运营营养费，分别计入主营业务收入和补贴收入科目；（2）对外股权投资收益。公司 2005～2007 年收入实现情况如表 3 所示。

表 3 公司近三年收入和投资收益情况

项 目（万元）	2005 年	2006 年	2007 年
委托建设费	526.80	932.15	388.23
运营营养费	16595.20	21863.20	15005.80
股权投资收益	884.68	9025.80	18122.74

数据来源：公司年报

(1) 委托建设费和运营营养费

2003 年 4 月 30 日，区管委会、区财政局与公司签订了《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局委托天津保税区投资有限公司实施天津空港物流加工区土地开发及相关配套设施建设的协议》，协议约定区管委会委托公司按照 2003 年 4 月天津市发展计划委员会津计基础（2003）257 号文件——《关于天津港物流加工区（一期）基础设施建设项目可行性研究报告的批复》要求，进行天津空港物流加工区（一期）的开发建设工作，包括土地开发、道路建设以及相关配套设施的建设等，该项目总投资为 58985.00 万元。公司按照建设投资当期计划发生额的 0.4%收取委托建设费，按照建设投资计划期初余额的 4%收取运营营养费。

2006 年 6 月，区管委会与本公司签订了《委托实施天津空港物流加工区空中客车 A320 总装线项目土地开发及相关配套设施建设的临时协议》，将天津空港物流加工区空中 A320 总装线项目土地开发及相关配套设施建设的工作委托给本公司实施，公司按照 2006 年度实际发生的工程金额的 0.4%收取委托建设费用。

2007 年 1 月区管委会与公司签订了《委托实施空中客车 A320 总装线项目的相关协议》。协议约定：空中客车 A320 总装线项目规划总投资 1842712.00 万元，其中外方投资 726730.00

万元，中方投资 1115982.00 万元，其中由天津政府财政投资的总装线项目配套建设和费用项目的具体实施工作委托给公司实施。公司按照当期实际投资额的 0.50%收取委托建设费用，按实际投资额期初余额的 5.00%收取运营营养费。

近三年公司委托建设费用分别为526.80万元、932.15万元和388.23万元；运营营养费收入分别为16595.20万元、21863.20万元和15005.80万元，均按协议支付。

未来几年，公司主要开发建设的项目是空港加工区（一期）基础设施建设项目、空客 A320 天津总装线项目和空港加工区（二期）基础设施建设项目等，公司的委托建设费和运营营养费将保持稳定的增长趋势。

（2）股权投资收益

公司作为天津港保税区开发建设平台，一方面承担天津空港物流加工区的土地开发、道路建设以及相关配套设施的建设，另一方面通过股权投资，获得投资收益。

截至 2007 年底，公司股权投资企业 18 家，其中对天津银行股份有限公司（以下简称“天津银行”）和民生金融租赁股份有限公司的投资

额较大，其占比分别为 59.11%和 23.30%。

天津银行成立于 1996 年，是天津市唯一一家地方性股份制商业银行，是目前天津市金融系统中唯一具有人民银行公开市场业务以及交易商和全国外汇交易市场一级成员等资格的银行。近年来，天津银行发展状况良好，为公司提供了较为稳定的投资收益。

近三年公司分别实现投资收益 884.68 万元、9025.80 万元和 18122.74 万元，近年公司投资收益大幅增长，主要是 2006 年 6 月公司加大了对天津银行的投资。

总体看，公司利润主要来自财政补贴和投资收益，投资收益水平较高，对公司利润贡献大。

3. 未来发展

投资计划方面，作为保税区基础未来 4 年公司主要投资项目是空港加工区（一期）基础设施建设项目、空客项目和空港加工区（二期）基础设施建设项目，其中空客项目投资规模大，并且集中于 2008 年。2008 年～2011 年公司预计投资支出分别为 53.6 亿元、26.1 亿元 8.3 亿元和 5 亿元。

表 4 2008 年～2011 年公司投资计划

项目名称	总投资	项目进展情况	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
空港加工区（一期）基础设施建设	59 亿	截至 2007 年底共投资 51 亿	4.3 亿元	2.6 亿元	1.1 亿元	
空客 A320 天津总装线项目	184 亿(公司投入 110 亿元)	截至 2007 年底共计投入 30 亿元	49.3 亿元	23.5 亿元	7.2 亿元	
空港加工区（二期）基础设施建设						5 亿元
合 计			53.6 亿元	26.1 亿元	8.3 亿元	5 亿元

资料来源：公司提供。空客项目 184 亿元的投资除了发改委批复的 137.03 亿元，还包括 46.97 亿元的道路等基础设施投资。

盈利方面，公司利润来源主要来自运营营养补贴和对外投资收益，未来 4 年公司较大的投资规模将会使运营营养补贴保持较快的增长，投资收益主要来自天津银行，预计将保持较稳定的增长。预计未来公司利润保持稳定增长，净资产收益率维持在 2%～3%的水平。

所有者权益方面，公司所有者权益的增加主要来自保税区财政投入。2007 年保税区财政

收入的区级收入部分为 19.5 亿元，按照 25%的增速预测，2008 年～2011 年分别预计为 24.4 亿、30.5 亿、38.1 亿、47.6 亿。按照历史记录，财政会拿出 60%以上的资金对投资公司投入，而该 60%的 80%是通过注入资本金的形式（其余 20%基本为贴息），形成所有者权益的增加。故公司预测 2008～2011 年所有者权益分别增加 11.7 亿元、14.6 亿元、18.3 亿元、22.8 亿元。

(该部分预测依据可以参照政策支持部分)

债务负担方面,公司投资资金来源主要来自财政资本金投入、利润以及银行借款部分。在公司投资计划、财政资本金投入以及利润确定的情况下,可以推测出公司债务情况。2008年、2009年公司投资规模较大,财政资本金投入不能满足投资需求,公司通过大规模银行借款筹集资金,2008年、2009年公司银行借款较

上年分别增加约 38 亿元和 7 亿元;2010 年、2011 年公司投资规模小,同时财政资本金投入加大,故银行借款规模较上年分别约减少 15 亿元和 23 亿元。

总体看,公司预测的实现很大程度上依赖于保税区财政收入增长以及对公司投入的程度,依据历史记录来推测未来的情况尚具有一定的不确定性。

表 5 2008 年~2011 年公司经营预测

项 目(万元)	2007 年(实际)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
预计营业收入	388.23	2680.00	1305.00	415.00	250.00
预计利润总额	33601.10	38641.27	44437.45	51103.07	58768.53
预计净利润	33366.52	38371.50	44127.22	50746.31	58358.25
预计折旧	66.47	79.76	95.72	114.86	137.83
预计摊销	5.26	5.79	6.36	7.00	7.70
预计利息支出	0	0	0	0	0
预计短期债务余额	103555.96	103555.96	113912.00	103912.00	50000.00
预计长期债务余额	634955.00	1014955.00	1074955.00	934955.00	754955.00
预计少数股东权益	0	0	0	0	0
预计所有者权益	1498471.29	1615471	1761471	1944471	2172471
指 标	2007 年(实际)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
全部债务资本化比率(%)	33.01	40.91	40.30	34.82	27.04
净资产收益率(%)	2.23	2.38	2.51	2.61	2.69

资料来源:公司提供,其中2007年为实际数,2008年~2011年为预测数。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2005年~2007年度财务报表已经天华中兴会计师事务所审计,并出具标准无保留意见的审计结论。

截至2007年底,公司资产总额2248742.16万元,所有者权益1498471.29万元。2007年公司实现主营业务收入388.23万元,投资收益18122.74万元,补贴收入15005.80万元,利润总额33601.10万元。

下面分析以2005年~2007年财务报表为主。

2. 资产构成

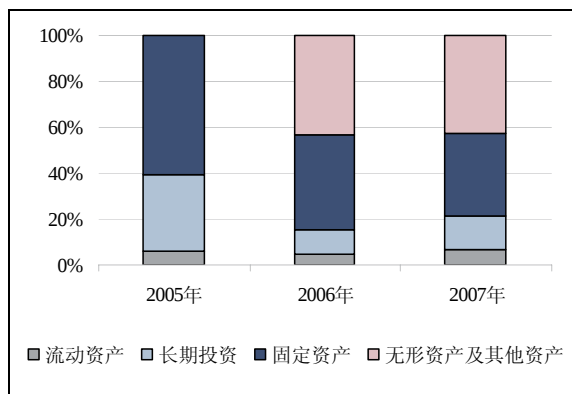
近三年公司资产构成变化大,其中无形资产及其他资产占比增幅大,从2005年的0.03%上升至2007年的42.58%,主要是政府划转土地资产所致,在无形资产及其他资产占比大幅上升

的同时,固定资产和长期投资占比整体下降,流动资产占比保持了基本的稳定。2007年底公司资产总额2248742.16万元,其中无形资产及其他资产占42.58%,固定资产占36.19%,长期投资占14.80%,流动资产占6.43%,公司资产以无形资产及其他资产和固定资产为主。

近三年,公司流动资产保持了快速增长,年复合增长率为118.99%,2007年为144677.90万元。公司流动资产构成简单,主要是货币资金、其他应收款和预付账款,2007年其在流动资产中的占比分别为 61.27%、27.48%和 11.25%,公司货币资金比较充裕。

近三年公司货币资金波动大,2006 年底较 2005 年底大幅减少,主要是 2006 年公司受托建设项目支出较大;2007 年底货币资金较 2006 年底增加较多,主要是 2007 年 6 月公司发行 12 亿元企业债券且增加较多银行贷款所致。2007 年底公司货币资金 88640.05 万元,公司货币资金比较充裕。

图2 2005年~2007年底公司资产构成情况



资料来源：公司提供

2007年底，公司其他应收款余额39765.25万元，较2006年底减少38.50%，主要是应收区财政局款项大幅减少所致。公司其他应收款账龄短，以1年内的为主，其占比为99.86%；从集中度看，公司前三位欠款人欠款金额占87.51%，集中度高，主要是区财政局，公司未对其他应收款提取坏账准备。总体看，公司其他应收款质量高，发生坏账损失的可能性小。

公司固定资产主要是在建工程，近三年公司在建工程增长较快，年复合增长66.80%，2007年底为81237.60万元。在建工程中，天津空港物流加工区代建项目占62.78%，天津空港物流加工区空中客车A320总装线代建项目占30.83%，天津空港物流加工区空中客车A320总装线自建项目占6.39%。公司在建项目以代建项目为主。

2007年底，公司长期投资332708.54万元，其中长期股权投资占77.40%，长期债权投资占22.60%，其中对天津银行股份有限公司和民生金融租赁股份有限公司的投资额较大，其占比分别为59.11%和23.30%。公司长期债权投资全部为委托贷款。

2007年底，公司无形资产957469.41万元，主要是天津港保税区管理委员会无偿划拨的国有土地使用权。该部分土地使用权主要是天津空港物流加工区的道路、蓄水湖、森林公园、环区防护林地及河道用地等非经营性资产。

总体来看，公司资产中无形资产占比大，构成不尽合理，流动资产中货币资金比较充裕，公司整体资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

近三年公司所有者权益增长较快，年复合增长106.66%，2007年底为1498471.30万元，主要是土地资产划入使得资本公积增长较快。2007年公司所有者权益中，资本公积占73.80%，实收资本占20.02%，未分配利润占5.47%，盈余公积占0.71%，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性较差。

近三年公司负债总额增长较快，年复合增长137.07%，主要是代建项目规模大，公司银行借款规模大幅增加所致。2007年底公司负债总额750270.87万元，其中流动负债占15.37%，长期负债占84.63%，公司债务以长期负债为主，与公司代建项目回款期较长相适应，公司债务结构合理。流动负债中，短期借款占89.80%，其他应付款占9.83%。长期负债中，长期借款占80.62%，应付债券占19.38%，应付债券是2007年6月公司发行的10年期、12亿元企业债券。

从指标看，近三年公司负债水平整体有所上升，但仍处于较低的水平，2007年底公司资产负债率为33.36%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为33.01%和29.76%，公司债务负担轻。但截至2007年底，天津港保税区管理委员会无偿划拨国有土地使用权956899.37万元，扣除该因素影响，2007年底公司实际资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.08%和57.69%，公司实际债务负担重。

4. 盈利能力

公司主营业务收入主要是受托建设收入，近三年分别为526.80万元、932.15万元和388.23万元；近三年公司主营业务利润分别为197.63万元、442.56万元和-130.68万元，有所波动，其中2007年出现负值，主要是公司主营

业务收入按与保税区政府签订的委托建设协议计算,主营业务成本按实际发生计算,2007年公司实际受托建设项目规模大、成本支出多,但收入计量少,故出现负值;政府委托项目在建期间,天津港保税区管理委员会向公司政府运营管财政补贴,近三年分别为16595.20万元、21863.20万元和15005.80万元;此外,公司另一个收益来源是股权收益,近三年股权投资收益分别为884.68万元、9025.80万元和18122.74万元。公司利润主要来源是投资收益和补贴收入。

近三年公司总资本收益率和净资产收益率指标低,并呈现下降态势,这一方面与公司从事的业务特点相关,另一方面与公司大规模的注入非经营性资产有关。2007年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.49%和2.33%。总体看,公司盈利能力弱,主营业务盈利波动较大。

未来几年,公司仍有较大规模的政府委托项目代建和运营管理,利润总额将在目前的基础上有所提高,但公司业务决定的盈利能力弱的特点,仍无法得到有效改善。

5. 现金流分析

经营活动方面,由于公司主营业务收入主要是代建项目委托建设费,这部分收入少,公司经营活动产生的现金流入主要是收到的其他与经营活动有关的现金,主要是补贴收入、利息收入等。2005~2007年公司经营活动产生的现金流入复合增长145.24%,2007年为111357.98万元;公司经营活动产生的现金流出主要是划付给保税区财政局的空客项目保证金以及垫付合资公司应承担的空客项目前期费用。2005~2007年公司经营活动产生的现金流量净额分别为16102.61万元、-38198.73万元和40551.81万元,其中2006年出现较大负值,主要是划付空客项目保证金所致。

投资活动方面,公司投资分为两个方面,一是固定资产投资,一是股权投资。固定资产

投资主要空港加工区(一期)基础设施建设项目、空客A320天津总装线项目,2005~2007年分别为41458.75万元、328960.49万元和192126.00万元;股权投资主要是天津银行和民生金融租赁股份有限公司,三年分别为90193.72万元、12889.29万元和163989.73万元;2005~2007年投资活动产生的现金流量净额分别为-96790.34万元、-319719.34万元和-336816.40万元。

筹资活动方面,公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和财政投入,流出主要是偿还债务。2005~2007年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为66317.59万元、336066.44万元和374183.13万元。

总体看,受业务特点限制,公司经营活动获现能力弱,公司投资规模大,经营活动产生的现金流量净额无法覆盖投资活动对资金的需求,公司对外部融资以及财政投入的依赖性强。

6. 偿债能力

短期偿债方面,近三年公司流动比率和速动比率下降较快,2007年底均为125.46%(公司无存货);2007年公司经营现金流动负债比率为35.17%。近三年公司借款全部用于在建工程项目,利息全部予以资本化,使得各年的利息支出为零。总体看,公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面,近三年公司EBITDA分别为17905.57万元、31576.90万元和33672.83万元,全部债务/EBITDA分别为7.26倍、10.91倍和21.93倍,EBITDA对全部债务的保护弱。近三年由于公司投资规模大,筹资活动前现金流量净额为负。

从指标看,公司长期偿债指标差,但作为政府的投融资平台,公司债务的偿还主要来自政府财力支持。另外,从2007年底公司长期债务偿还期限分布看,公司长期债务分布周期较长,考虑到地方政府的财力、对公司的支持以及债务偿还分布情况,公司实际长期偿债能力尚可。

表 6 2007 年底公司长期债务偿还期限分布

还款期限	借款金额（万元）
2008 年	10000
2009 年	10000
2010 年	0
2011 年	85000
2012 年	0
2013 年	90000
2014 年	0
2015 年	10000
2015 年以后	426900
合 计	631900

资料来源：公司提供

截至 2007 年底，公司无贷款违约记录。

截至 2007 年底，公司对外担保金额 133810.16 万元，主要是为天津天保控股有限公司提供的担保，金额为 113810.16 万元。天津天保控股有限公司是代表天津港保税区管理委员会，对天津港保税区直属企业国有资产进行经营管理的国有独资公司，出资人是天津港保税区管理委员会，与公司是兄弟公司。公司担保形成实际债务的风险相对较小。

截至 2007 年底，公司共获得银行授信 1925000.00 万元，其中未使用额度 1183600.00 万元，公司间接融资渠道畅通。

七、债权保护条款分析

本期债券以公司合法拥有的对区管理委员会的约 51 亿元应收账款为本期债券还本付息提供质押担保。

1. 相关当事人

发行人/出质人：天保投资；

债券受托管理人/质权人授权代表：渤海证券有限责任公司（以下简称“渤海证券”）和申银万国证券股份有限公司（以下简称“申银万国”）；

债券持有人/质权人：2008 年天津保税区投资有限公司公司债券全体债券持有人；

天津港保税区管理委员会：区管委会；

天津港保税区财政局：区财政局；

专项偿债账户监管人：上海浦东发展银行天津分行

2. 应收账款质押权监管

天保投资与债权人、渤海证券、申银万国签订《应收账款质押协议》，主要内容如下：

（1）天保投资并以其合法拥有的对区管委会的 51 亿元应收账款为本期债券还本付息提供质押担保；

（2）渤海证券、申银万国作为本期债券的债券受托管理人，依据《债券受托管理协议》约定，代表债券持有人签署本协议、行使质权；

（3）本协议项下凡提及质权人或质权人行使权利的，均由质权人授权代表代表或行使，但权益归质权人所有。

3. 法律意见

发行人律师在《法律意见书》中出具了对天保投资应收账款质押担保合法性的法律意见，主要内容如下：天保投资与保税区管委会、财政局于 2008 年 1 月 3 日签署《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局与天津保税区投资有限公司之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》。协议约定，天保投资将截至 2007 年底加工区（一期）基础设施建设已完工的部分项目向管委会移交，管委会向天保投资偿付总计约 51 亿元的受托建设投入，管委会将从 2008 年～2014 年分 7 年向天保投资支付。天保投资将上述对管委会约 51 亿元的应收账款作为质押资产全部质押给本期债券的全体持有人作为本期债券还本付息的担保，该担保符合法律规定，质权自中国人民银行征信中心办理质押登记时设立。

4. 担保方案

本次公司债券担保方案如下：

（1）被担保的主债权：为持有发行人公开发行的本期债券享有的债权，包括债券本金、利息。

(2) 质押标的：为发行人依据《空港项目移交协议》的约定，享有的对区管委会的应收账款。

(3) 质押：发行人同意将上述对区管委会的应收账款质押给质权人，质权人授权代表依照《债券受托管理协议》及《应收账款质押协议》约定代表质权人行使在该应收账款上设立的质权。

(4) 质押担保的范围：主债权、办理质押登记的全部费用（包括法律费用）、违约金、损害赔偿金和实现债权的一切合理费用（包括法律费用）。

(5) 质押登记：质权人授权代表应于本期债券发行完成日的次日向中国人民银行征信中心办理应收账款质押的登记手续，发行人当配合签署所需文件和提供必要的协助。鉴于中国人民银行征信中心规定质押登记期限最长为五年，在质押登记期限届满前 90 天由质权人授权代表办理展期手续，发行人应配合签署所需的文件和提供必要的协助。

(6) 质押的解除：当且仅当发行人已适当地履行其在《募集说明书》、《募集说明书摘要》项下向债券持有人偿付了约定的本金、利息及办理质押登记的全部费用（包括法律费用）、违约金、损害赔偿金和实现债权的一切合理费用（包括法律费用）后，质押方可解除。

(7) 发行人在账户监管人处开立应收账款质押担保账户。

(8) 质押资产监管及保护：

① 债券受托管理人有权对质押资产进行监督管理。

② 债券受托管理人收到账户监管人发出的对账单或通知后，如发现应收账款质押担保账户存在账户资金减少且未经债券受托管理人同意的情形时，应当立即书面通知天保投资，要求天保投资作出书面说明，并在收到通知后的 10 个工作日内补足减少的金额。

③ 债券受托管理人在收到账户监管人发出的对账单或通知后，如发现区管委会未依约足

额向该账户支付款项情形时，应当立即书面通知天保投资，要求天保投资做出书面声明，并在收到通知的 10 个工作日内以自有资金或要求区管委会补足不足金额。

④ 债券受托管理人在收到账户监管人发出的关于应收账款质押担保账户及监管资金被国家机关冻结、抵扣、查封或其它财产保全措施或强制执行措施的书面通知或法律文件后，应当立即向相应的国家机关提出异议，并向其提供法律文件说明该账户已经为本期债券设定质押。当该情形发生后，经天保投资和债券受托管理人共同书面同意可以另行设立应收账款质押担保账户；天保投资应当立即书面通知保税区管委会向新设立的应收账款质押担保账户支付款项。

(9) 应收账款质押担保账户的款项运用：

① 随着应收账款所担保的主债务金额每年因偿还利息而减少，应收账款质押担保监管账户金额可以相应减少，从应收账款质押担保账户中解付该等额于减少的款项至发行人指定账户。

② 在本期债券到期日前第 3 个工作日日终前，应收账款质押担保账户中的款项可以用于向债券持有人偿付到期的本金及最后一期利息，届时从应收账款质押担保账户中解付等额于本期债券本金及最后一期利息的款项向债券持有人支付到期本金及最后一期利息。

③ 在本期债券存续期内，当发行人没有在付息日前的第 4 个工作日日终前按时足额向专项偿债账户划付当期利息，质权人授权代表有权启动担保，届时可按照《质押资产及账户监管协议》的约定，从应收账款质押担保账户中解付相应的款项向债券持有人支付当期利息。

5. 质押资产及资金偿付安排

2008 年 1 月 3 日，区管委会、区财政局与天保投资签署了《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局与天津保税区投资有限公司之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》（以下简称“《偿付协议》”）。《偿付协议》中按照“七年偿付、年间递增、年内五次、每次相等”的原则，区管委会将在每年 8 月 1 日、9 月 1 日、10 月 1 日、11 月 1 日、12 月 1 日分五次支付给天保投资相应款项，具体支付金额见表 7。从表 7 可以看出，2008 年~2014 年，区管委会需向天保投资支付约 51.00 亿元，支付额度为本期公司债券发行额度的 1.82 倍；按 80% 计算，支付额度变现价值为 40.80 亿元，是本次公司债券发行额度的 1.46 倍。

表7 区管委会每年应支付公司账款金额（单位：万元）

年度	支付金额
2008	29000.00
2009	37000.00
2010	49000.00
2011	64000.00
2012	83000.00
2013	108000.00
2014	139999.85
合计	509999.85

资料来源：公司提供

总体看，公司应收账款对本期债券覆盖程度较高，对本期债券的保护能力较强。

6. 区管委会承诺

2008 年 3 月 20 日，区管委会出具了《关于偿付天津保税区投资有限公司受托建设投入相关问题的承诺函》，区管委会就应付账款的支付承诺如下：

（1）在本期债券存续期间，区管委会将按照与财政局、天保投资签署的《空港项目移交协议》及《空客项目移交协议》约定的时间、方式足额将应付账款付至《质押资产及账户监管协议》项下的监管账户；

（2）在本期债券存续期间，区管委会将不会接受天保投资单方面提出的更改、撤销该应付账款支付方式（包括支付时间、金额及账户）的要求；

（3）在本期债券存续期间，区管委会将不

会接受天保投资提出的配合其转让该应收账款的任何要求，并保证在得知天保投资拟转让该应收账款时立即书面通知债券受托管理人、账户监管人；

（4）在本期债券存续期间，若该监管账户因任何原因被查封或冻结，区管委会将与天保投资和债券受托管理人、账户监管人共同协商，将应付账款付至新账户。

7. 专项账户及资金监管协议

2008 年 4 月 10 日，天保投资与渤海证券、申银万国、上海浦东发展银行天津分行签订《专项偿债账户及资金监管协议》，主要内容如下：

（1）天保投资作为本期债券发行人，为本期债券发行在上海浦东发展银行天津分行处开设专项偿债账户（以下简称“监管账户”），专用于向债券持有人支付本期债券前六年利息，并与渤海证券、申银万国共同委托上海浦东发展银行天津分行作为该专项偿债账户的监管人。本期债券的最后一次利息和本金的偿还将按照《质押资产及账户监管协议》通过应收账款质押担保账户进行偿还。根据天保投资在债券募集说明书中的承诺，在本期债券存续期间，天保投资有义务在前六年每年不晚于付息首日前 10 个工作日将应付的利息付至本协议项下专项偿债账户，向债券持有人按时支付本期债券利息。

（2）上海浦东发展银行天津分行同意担当监管账户的监管人，在本期债券存续期间对天保投资的监管账户进行监管，并指派专人担任监管人员。

（3）资金监管及划付利息

①如果天保投资按照本协议 4.1.2 的规定按时足额将当期利息付至监管账户，且上海浦东发展银行天津分行在本期债券前六年的每年付息首日前第 5 个工作日未发现监管账户余额不足，则天保投资应根据债券登记结算机构的付息通知，主动联系上海浦东发展银行天津分

行进行利息的划付。上海浦东发展银行天津分行接到天保投资的付款指令后，应仔细核对该付款指令的真实有效性，包括收款方账户名称、付款日期、付息金额等必须与本协议项下的相关规定或债券登记结算机构的付息通知相符。经核对证实后，上海浦东发展银行天津分行应于债券上述每次付息首日前的第3个工作日日终前将应付利息资金一次性支付到债券登记结算机构指定的银行账户。在天保投资付款指令真实有效的情况下，上海浦东发展银行天津分行不得以任何理由拒绝将款项划出。

②如果上海浦东发展银行天津分行在本期债券前六年的每年付息首日前第5个工作日发现监管账户余额不足，上海浦东发展银行天津分行应当立即书面通知渤海证券、申银万国和天保投资，并与渤海证券、申银万国一起敦促天保投资在付息日前的第4个工作日日终前以其自有资金或借贷资金补足。如果天保投资未能按时补足上述资金，渤海证券、申银万国有权代表全体债券持有人按照《质押资产及账户监管协议》中的规定启动担保。

8. 债券受托管理协议

2008年4月10日，天保投资与渤海证券、申银万国签订了《2008年天津保税区投资有限公司公司债券受托管理协议》，天保投资聘请渤海证券和申银万国为本期债券的债券受托管理人，渤海证券和申银万国证券接受该聘任。债券受托管理人拥有本期债券募集说明书约定条款和本协议赋予的作为债券受托管理人的权利和义务。本期债券存续期限内，债券受托管理人将代表债券持有人，依照本协议的约定维护债券持有人的最大利益，不得与债券持有人存在利益冲突(为避免疑问，渤海证券和申银万国证券在其正常业务经营过程中与债券持有人之间发生、存在的利益冲突除外)。凡认购、受让或以其他方式持有本期债券的债券持有人均视作同意渤海证券有限责任公司和申银万国证券股份有限公司共同作为本期债券的债券受托管

理人，且视作同意、接受本协议项下的相关规定。

9. 综合评价

本期质押担保应收账款的额度为51.00亿元，支付额度为本期公司债券发行额度的1.82倍；按80%计算，支付额度变现价值为40.80亿元，是本次公司债券发行额度的1.46倍。总体看，公司应收账款对本期债券覆盖程度较高。

联合资信注意到，若天津港保税区财政收入不能满足天津港保税区财政刚性支出时，区财政局可能会削减对区管委会的财政支出，致使天保投资应收债权的保护程度降低，可能影响到本期债券本金及利息的偿还。

八、综合评价

公司所在保税区近年财政收入增长较快。公司得到政府在资金、政策等方面较大支持。未来几年公司利润将保持稳定增长，但公司盈利能力弱，且主营业务盈利波动较大，未来两年公司投资规模在未来两年较大，对保税区政府和财政投入依赖性较大，预计公司债务负担将会加重。

本期债券以公司合法拥有的对区管理委员会的约51亿元应收账款为本期债券还本付息提供质押担保，应收债权对本期债券保障程度较高，本期债券到期不能偿还的风险较小。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	25108.11	3256.49	88640.05	87.89
短期投资				
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款				
其他应收款	5060.45	64661.92	39765.25	180.32
减：坏账准备				
应收款项净额	5060.45	64661.92	39765.25	180.32
预付货款			16272.6	
应收补贴款				
存货				
减：存货跌价准备				
存货净额				
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	30168.57	67918.41	144677.91	118.99
长期投资				
长期股权投资	153177.37	153916.2	257508.54	29.66
长期债权投资	8500	8500	75200	197.44
其它				
长期投资合计	161677.37	162416.2	332708.54	43.45
减：长期投资减值准备				
合并差价				
其他长期投资				
长期投资净额	161677.37	162416.2	332708.54	43.45
固定资产				
固定资产原值	376.2	376.2	1640.18	108.8
减：累计折旧	31.94	59.02	125.49	98.23
固定资产净值	344.26	317.17	1514.69	109.76
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	344.26	317.17	1514.69	109.76
工程物资				
在建工程	292000.23	620916.6	812371.6	66.8
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
其他固定资产				
固定资产合计	292344.49	621233.77	813886.29	66.85
无形资产及其他资产				
无形资产	165.53	651917.66	957469.41	7505.52
开办费				
长期待摊费用				
其他长期资产				
其他				
无形资产及其他资产合计	165.53	651917.66	957469.41	7505.52
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	484355.96	1503486.04	2248742.2	115.47

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款		54600	103555.96	
应付票据				
应付账款	298.2	306.36	248.29	-8.75
预收账款		2.8	16.2	
代销商品款				
应付工资				
应付福利费		0.23		
应付股利				
应交税金	745.7	1170.37	158.82	-53.85
其他应交款	3.57	1.02	0.31	-70.54
其他应付款	2444.39	2617.96	11336.29	115.35
流动负债合计	3491.86	58698.75	115315.87	474.67
长期负债				
长期借款	130000	290000	511900	98.44
应付债券			123055	
长期应付款				
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	130000	290000	634955	121
负债合计	133491.86	348698.75	750270.87	137.07
股东权益				
实收资本（或股本）	150000	300000	300000	41.42
资本公积	172853.17	795599.08	1105916.6	152.94
盈余公积	4189.86	7307.58	10644.24	59.39
其中：公益金	1396.62			
未确认的投资损失				
未分配利润	23821.07	51880.63	81910.5	85.43
其他				
外币报表折算差额				
股东权益合计	350864.1	1154787.30	1498471.30	106.66
负债及股东权益合计	484355.96	1503486.04	2248742.20	115.47

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	526.8	932.15	388.23	-14.15
减: 折扣与折让;				
主营业务收入净额	526.8	932.15	388.23	-14.15
减: 主营业务成本	311.63	458.55	491.18	25.54
主营业务税金及附加	17.54	31.04	27.73	25.73
二、主营业务利润	197.63	442.56	-130.68	
加: 其他业务利润	72.95	99.98	145.57	41.26
减: 存货跌价损失				
营业费用				
管理费用	155.34	170.9	158.97	1.16
财务费用	-276.18	-283.64	-612.28	48.9
三、营业利润	391.41	655.27	468.19	9.37
加: 投资收益	884.68	9025.8	18122.74	352.6
补贴收入	16595.2	21863.2	15005.8	-4.91
营业外收入		1.07	4.37	0
四、利润总额	17871.28	31545.34	33601.1	37.12
减: 所得税	301.33	368.06	234.58	-11.77
五、净利润	17569.95	31177.29	33366.52	37.81
加: 年初未分配利润	8886.61	23821.07	51880.63	141.62
盈余公积转入数				
六、可供分配的利润	26456.56	54998.36	85247.15	79.5
减: 提取法定盈余公积	1757	3117.73	3336.65	37.81
提取法定公益金	878.5			
七、可供股东分配的利润	23821.07	51880.63	81910.5	85.43
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	23821.07	51880.63	81910.5	85.43

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	526.8	932.15	388.23	-14.15
收到的税费返还	0	0	0	0
收到的其他与经营活动有关的现金	17988.96	88571.55	110969.75	148.37
经营活动现金流入小计	18515.76	89503.7	111357.98	145.24
购买商品、接受劳务支付的现金	0	0	0	0
支付给职工以及为职工支付的现金	0	0	21.61	0
支付的各项税费	513.08	4.37	1302.03	59.3
支付的其他与经营活动有关的现金	1900.08	127698.06	69482.54	504.72
经营活动现金流出小计	2413.15	127702.43	70806.17	441.68
经营活动产生的现金流量净额	16102.61	-38198.73	40551.81	58.69
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	31300	8408	5000	-60.03
取得投资收益收到的现金	915.34	395.44	5894.11	153.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0	0	172.32	0
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0	0	0	0
收到的其他与投资活动有关的现金	2646.8	13676.99	8232.93	76.37
投资活动现金流入小计	34862.14	22480.43	19299.35	-25.6
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	41458.75	328960.49	192126	115.27
投资支付的现金	90193.72	12889.29	163989.73	34.84
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付的其他与投资活动有关的现金	0	350	0	0
投资活动现金流出小计	131652.47	342199.78	356115.73	64.47
投资活动产生的现金流量净额	-96790.34	-319719.34	-336816.4	86.54
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	73038	132634.68	5174.72	-73.38
取得借款收到的现金	0	259600	574599.29	0
收到的其他与筹资活动有关的现金	0	0	9845.56	0
筹资活动现金流入小计	73038	392234.68	589619.56	184.13
偿还债务所支付的现金	0	45000	183600	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6720.41	11168.24	22311.43	82.21
支付的其他与筹资活动有关的现金	0	0	9525	0
筹资活动现金流出小计	6720.41	56168.24	215436.43	466.19
筹资活动产生的现金流量净额	66317.59	336066.44	374183.13	137.54
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-14370.14	-21851.63	77918.57	0

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	17569.95	31177.29	33366.52	37.81
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
资产减值准备				
固定资产折旧	29.82	27.09	66.47	49.29
无形资产摊销	4.47	4.47	5.26	8.46
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)			-4.37	
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失				
财务费用				
投资损失(减:收益)	-884.68	-9025.8	-18122.74	352.6
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)				
经营性应收项目的减少(减:增加)	639.34	-59601.47	24896.67	524.03
经营性应付项目的增加(减:减少)	-1256.3	-780.3	344	
经营活动产生的现金流量净额	16102.61	-38198.73	40551.81	58.69
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	25108.11	3256.49	81175.05	79.81
减: 货币资金的期初余额	39478.25	25108.11	3256.49	-71.28
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-14370.14	-21851.63	77918.57	

附件 4 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
盈利能力				
主营业务利润率(%)	37.51	47.48	-33.66	4.92
总资本收益率(%)	3.65	2.08	1.49	2.1
净资产收益率(%)	5.01	2.7	2.23	2.92
现金收入比率(%)	100	100	100	100
现金利润比率(%)	90.1	-121.09	120.69	42.04
财务构成				
资产负债率(%)	27.56	23.19	33.36	29.15
全部债务资本化比率(%)	27.03	22.98	33.01	28.81
长期债务资本化比率(%)	27.03	20.07	29.76	26.31
偿债能力				
流动比率(%)	863.97	115.71	125.46	270.24
速动比率(%)	863.97	115.71	125.46	270.24
经营现金流动负债比率(%)	461.15	-65.08	35.17	90.29
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
债务保护倍数(倍)	0.14	0.09	0.05	0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.62	-1.04	-0.4	-0.64

附件 5 公司控股、参股公司情况（截至 2007 年底）

	被投资单位名称	出资额	股权占比
全资	天津保税区发展有限公司	12,388,430.00	100.00%
	天津天保滨海投资服务有限公司	50,000,000.00	100.00%
	天津天保置业有限公司	100,000,000.00	100.00%
绝对控股	中天航空工业投资有限责任公司	36,000,000.00	60.00%
	天津天保成长创业投资公司	30,000,000.00	60.00%
相对控股	天津银行股份有限公司	1,522,100,826.73	27.47%
	天津泰阳光电科技有限公司	10,000,000.00	40.00%
参股	民生金融租赁股份有限公司	600,000,000.00	18.75%
	天津滨海新区投资控股有限公司	15,000,000.00	15.00%
	天津普林电路有限公司	1,625,128.60	1.00%
	天津北方国际信托投资股份有限公司	20,000,000.00	1.33%
	中冶天工建设有限公司	7,200,000.00	2.00%
	天津大无缝投资有限公司	15,000,000.00	1.49%
	天津国能投资有限公司	162,897,292.84	23.33%
	天津经发投资有限公司	10,018,356.58	14.29%
	伊势湾北方环保科技(天津)有限公司	1,655,380.00	4.00%
	天津市对外经济贸易企业协会	200,000.00	10.00%
	天津天子码头快餐有限公司	1,000,000.00	9.09%

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
经营现金流负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期公司债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注： 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 公司债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

联合资信评估有限公司关于 天津保税区投资有限公司 2008 年度公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天津保税区投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。天津保税区投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，天津保税区投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天津保税区投资有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现天津保税区投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如天津保税区投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至天津保税区投资有限公司提供相关资料。

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

联合资信评估有限公司
二零零八年四月十五日

