

跟踪评级公告

联合[2012] 976 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天津保税区投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“08天保投资债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十一月十四日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

天津保税区投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08天保投资债	28亿元	2008/9/5-2015/9/5	AA	AA

跟踪评级时间: 2012年11月14日

财务数据

项目	2009年	2010年	2011年
现金类资产(亿元)	20.41	18.62	26.83
资产总额(亿元)	364.48	410.19	453.68
所有者权益(亿元)	170.14	177.15	184.03
短期债务(亿元)	0.00	4.00	6.30
全部债务(亿元)	190.85	222.40	235.76
营业收入(亿元)	3.16	0.03	0.10
利润总额(亿元)	4.99	4.87	3.65
EBITDA(亿元)	5.33	5.26	5.56
经营性净现金流(亿元)	-6.67	8.17	7.01
营业利润率(%)	1.07	41.51	5.35
净资产收益率(%)	2.94	2.84	1.94
资产负债率(%)	53.32	56.81	59.44
全部债务资本化比率(%)	52.87	55.66	56.16
流动比率(%)	1625.73	329.42	212.81
全部债务/EBITDA(倍)	35.81	42.26	42.44
经营现金流动负债比(%)	-205.15	56.64	18.17

分析师

陈丹

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,天津市及天津保税区(以下简称“保税区”)区域经济及财政实力持续增强,其对天津保税区投资有限公司(以下简称“天保投资”或“公司”)的支持得以持续。2011年,公司新增自建厂房出租收入,但对公司盈利能力影响较小,公司整体收入规模仍较小;公司利润的主要来源仍然为股权投资收益和补贴收入;公司债务负担有所加重,但仍处于合理范围内。

“08天保投资债”由公司拥有的对管委会的51亿元应收账款提供质押担保,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低。

基于以上,联合资信维持公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“08天保投资债”的信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内,保税区经济持续快速发展,财政收入稳步提高,公司外部经营环境较好。
2. 2011年公司获得保税区政府各项财政资金支持合计18.95亿元,政府支持力度持续较强。
3. “08天保投资债”采用应收账款质押担保方式,应收债权对其保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内,公司债务规模进一步加大。
2. 跟踪期内,公司主营业务盈利能力仍较弱,利润对投资收益和补贴收入依赖程度大。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于天津保税区投资有限公司主体长期信用及存续期内相关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

天津保税区投资有限公司（以下简称“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。2008 年 11 月 15 日，保税区下发津保管发[2008]40 号《关于整合区属国有企业组建母公司的决定》文件，决定将保税区两大国有企业——天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”）和天保投资进行资源整合，组建天津保税区投资控股有限公司（现更名为天津保税区投资控股集团有限公司），并将原保税区财政局所属的天保投资股权 100% 无偿划转至该公司。截至 2011 年底，天津保税区投资控股集团有限公司持有公司 100% 股权。

公司主要负责天津港保税区的扩展区天津空港经济区（原天津空港物流加工区，2010 年更名为现名）一期及二期基础设施建设，以及对天津空港经济区空客 A320 系列飞机天津总装线项目（以下简称“空客项目”）等进行投资建设。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 2011 年底，公司合并口径资产总额为 453.68 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为 184.03 亿元，2011 年公司实现营业收入 960.63 万元，利润总额 3.65 亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。2011 年，中国全年货物运输总量 369 亿吨，比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里，增长 12.1%。

2012 年上半年实现国内生产总值 22.7 万亿元，同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31

亿元,同比增长 20.2%;中部地区投资 60090.23 亿元,同比增长 25.3%;西部地区投资 52375.59 亿元,同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月,全社会货物运输量 261.06 亿吨,同比增长 11.5%;货物运输周转量 110199.09 亿吨公里,同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面,2011 年全年公共财政收入 103740 亿元,比上年增加 20639 亿元,增长 24.8%;其中税收收入 89720 亿元,增加 16510 亿元,增长 22.6%。2011 年,中国财政政策主要措施包括:重启价格调节基金,加大对农业的财政补贴力度,抑制物价上涨幅度;支持自主创新和战略性新兴产业发展,有序启动“十二五”规划重大项目建设,促进产业结构优化升级;继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策,分步实施个人所得税制度改革,促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上,明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,根据形势变化适时适度预调微调,以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元,同比增长 19.8%;用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年,全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出,分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面,2011 年,央行货币政策较为频繁,年度内 6 次上调存款准备金率,3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》,2011 年年末,中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元,同比增长 13.6%,增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%,增速比上年低

4.1 个百分点,比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元,其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行,12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%,比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月,央行 3 次下调存款准备金率,并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率,通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》,截至 2012 年 6 月底,中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元,同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%,比年初增加 4.86 万亿元,同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行,6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%,比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日,国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》;2011 年 9 月 7 日,国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》;2011 年中央政府继续加强房地产调控,“国八条”、房产税试点改革先后落地,“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级,房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台,对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

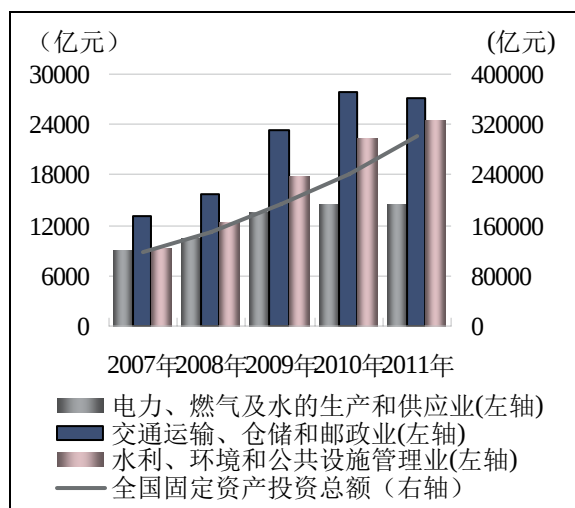
1. 行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

图1 中国固定资产分行业投资情况



资料来源：Wind资讯

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2011年全年，全国固定资产投资总额完成

30.19万亿元，其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.46万亿元，交通运输、仓储和邮政业完成固定资产投资2.73万亿元，水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资2.45万亿元，均保持近年来较高水平。2011年中国新增公路通车里程7.14万公里，其中高速公路1.10万公里，新改建农村公路19万公里；新建铁路投产里程2167公里，其中高速铁路1421公里；改善内河航道里程1091公里。2011年度，全国全年新开工建设城镇保障性安居工程住房1043万套(户)，基本建成城镇保障性安居工程住房432万套，均比2010年有较大幅度增加。

截至2011年，中国城镇化率为51.27%，全国共有657个设市城市，建制镇增至19683个，未来中国城镇化率还有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济和财政实力

天津市

根据《2011年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2011年天津市全市实现地区生产总值(GDP)11190.99亿元，按可比价格计算，比上年增长16.4%。从产业结构上来看，第一产业实现增加值159.09亿元，增长3.8%；第二产业增加值5878.02亿元，增长18.3%；第三产业增加值5153.88亿元，增长14.6%，三次产业结构为1.4: 52.5: 46.1。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强，2011年，天津市实现地方一般预算财政收入1454.87亿元，增长36.1%。在汽车制

造、石油石化、金融保险和房地产业增长的强力拉动下，全年地方税收收入完成 1004.25 亿元，增长 29.3%，主体税种收入增长较快，其中：企业所得税收入增长 45.1%，营业税增长 24.3%，增值税增长 18.6%，个人所得税增长 21.1%。2011 年天津市全市一般预算支出 1755.86 亿元，比上年增长 28.2%。

2011 年天津市投资总量保持快速增长，基础设施建设步伐加快。2011 年天津市完成全社会固定资产投资 7510.67 亿元，比上年增长 31.1%。其中，城镇投资 7057.20 亿元，同比增长 31.2%，农村投资 453.47 亿元，增长 29.8%。

天津保税区

天津保税区是天津市重要的经济增长区域，2011 年经济持续快速增长，财政实力不断加强。2011 年保税区完成生产总值 874.5 亿元，同比增长 30%；工业总产值 1100.4 亿元，同比增长 35.7%；进出口商品总额 191.8 亿美元，比上年增长 32.1%；财政收入 155.7 亿元，同比增长 37.7%，其中，区级一般预算收入 49.7 亿元，同比增长 20.5%；保税区全年完成固定资产投资 340.5 亿元，增长 21.3%。其中，基础设施投资 49.1 亿元，增长 1.5%。

从招商引资情况来看，2011 年保税区全年新批外资项目 101 个，合同利用外资 47.8 亿美元，比上年增长 13.2%；实际利用外资 26.2 亿美元，增长 20.1%；投资总额在 1000 万美元以上的外资企业 56 家；项目平均投资规模达到 4378 万美元，比上年增长 44.2%；项目来源以中国香港、美国和日本为主，分别达到 49 家、7 家、7 家；全年新批内资企业 1424 家，注册资本达到 636.3 亿元，比上年增长 32%，投资总额在 1000 万元以上的企业 459 家；内资企业平均投资规模达到 3814 万元；外省市引资到位 83.5 亿元，增长 32.4%。

2011 年，保税区航空产业不断发展。空客累计完成总装并交付 73 架 A320 系列飞机，其中 2011 年完成总装 A320 系列飞机 36 架，产值 110 亿元，并计划于 2012 年达到完全量产（即

年产 44 架）；中航直升机投入运营，2011 年中航直升机项目产值已超过 100 亿元。

整体来看，天津市及保税区区域经济及财政实力稳步提升，固定资产投资增势强劲，保税区招商引资进展良好，航空产业不断发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

3. 政府支持

跟踪期内，公司持续得到保税区政府的大力支持。2011 年，保税区管委会和保税区财政局拨付公司运营管补贴和租金补贴 0.55 亿元、保税区管委会偿付受托建设资金 6.40 亿元、实收资本增加 12.00 亿元（全部为以货币出资），合计金额约为 18.95 亿元。

五、管理分析

2012 年 5 月，公司原总经理张明星（现任天津市保税区财政局局长）不再兼任总经理职务，公司由副总经理于畅主持工作。

于畅，男，汉族，1979 年生，经济学学士；曾历任财富证券证券投资总部投资分析师、渤海证券投资银行总部高级经理、天保控股资产部主管及公司总经理助理；2010 年 5 月至今任公司副总经理。

六、经营分析

1. 公司投资运营

公司运营

2011 年，公司子公司天津航空产业开发有限责任公司（以下简称“航空产业公司”）自建厂房出租确认收入，因此公司 2011 年营业收入同比增长 216.80%，达 960.63 万元。公司营业收入规模有所增长，但公司利润主要来源仍为区财政局拨付的运营管费补贴以及对外股权投资收益。

天保商务园项目

跟踪期内，公司完成了天保空港国际商务园项目（以下简称“天保商务园”）的建设。天保商务园总用地面积 460910.4 平方米；其中，

A 区选址位于中心大道以西，环河北路、规划支路二以南，西二道以北，环河西路以东，用地面积 247769.6 平方米；B 区选址位于中心大道以东，环河北路以南，规划支路三以南，东二道以北，用地面积 213140.8 平方米。天保商务园为集总部经济、金融服务、研发办公和综合配套功能为一体的综合商务服务功能区，总建筑面积 84 万平方米（含地下建筑面积 24 万平方米）；其中，A 地块建筑面积 44 万平方米，包括地上 31 万平方米，地下 13 万平方米，共 31 栋单体建筑；B 地块建筑面积 40 万平方米，包括地上 29 万平方米，地下 11 万平方米，共 22 栋单体建筑。截至 2011 年底，天保商务园项目已竣工，共支付工程款及土地费 29.82 亿。目前项目预售房屋面积 140991.83 平方米，待售面积 446311.48 平方米。

公司投资

公司主要投资项目包括天津空港经济区（一期）基础设施建设项目、天津空港经济区空中客车 A320 总装线项目、天津空港经济区（二期）基础设施建设项目及天保国际商务园项目等，主要项目投资情况详见表 1。

表 1 公司主要投资项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	公司计划总投资	2011 年底已投资额	2011 年投资额
1	空客 A320 总装线及配套投资项目	61.58	71.08	11.50
2	天津空港物流加工区(一期)基础设施建设项目	81.00	81.00	0.38
3	天津空港物流加工区(二期)基础设施建设项目	58.00	45.91	14.34
4	天保国际商务园	45.90	29.82	8.73
合 计		246.48	227.81	34.95

资料来源：公司提供；

注：根据相关协议，公司将截至 2007 年 12 月 31 日受托建设形成的空港经济区（一期）基础设施工程总额 51.00 亿元移交给天津港保税区管委会，对于该笔款项管委会将以分期支付的形式支付回购款，2008-2011 年公司合计收到回购资金 17.90 亿元，剩余金额为 33.10 亿元。天津空港物流加工区（一期）基础设施建设项目 2011

年已经基本完工，空客 A320 总装线及配套投资项目投资额超出计划总投资额，目前新规划正在报批中。

2011 年，公司就天津空港物流加工区（一期）基础设施建设项目确认运营管补贴收入 0.51 亿元。

根据天津市和滨海新区的产业发展方向，依托滨海新区综合配套改革等政策优势，公司主要投资于银行、信托和基金等金融产业，目前主要包括天津银行股份有限公司等。截至 2011 年末，公司长期股权投资余额为 64.81 亿元，其中对天津银行股份有限公司（含损益调整为 34.84 亿元，公司持股 24.04%）和中航直升机有限责任公司（含损益调整为 11.24 亿元，公司持股 31.25%）投资额较大。2011 年公司实现投资收益合计 5.14 亿元。

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。

七、募集资金使用情况

公司于 2008 年 9 月 5 日发行企业债券 28 亿元，全部用于天津空港经济区空客项目。截至 2011 年底，公司募集资金 28 亿元已经使用完毕，全部投入该项目中。空中客车天津总装线是世界第三条空客 A320 系列飞机总装线，也是亚洲第一条民用航空生产线，截至 2011 年末该项目基础设施已累计投入 71.08 亿元，投资进度 95%。空客公司自 2009 年项目投产以来，已累计完成总装并交付 73 架 A320 系列飞机，其中 2011 年完成总装 A320 系列飞机 36 架，产值 110 亿元，并计划于 2012 年达到完全量产（即年产 44 架）。

整体看，公司募投项目进展情况正常，募集资金使用规范。

八、财务分析

公司 2011 年度财务报表已经利安达会计师事务所有限责任公司天津分所审计，并出具了标

准无保留意见的审计报告。

截至2011年底，公司合并口径资产总额为453.68亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为184.03亿元，2011年公司实现营业收入960.63万元，利润总额3.65亿元。

1. 盈利能力

2011年，公司实现营业收入和营业成本分别为960.63万元和855.43万元，较2010年的303.23万元和164.20万元增幅较大，主要是子公司航空产业公司2011年新增自建厂房出租收入所致。

公司营业收入规模较小，而投资收益和补贴收入对公司利润贡献较大。2011年公司实现投资收益5.14亿元，以天津银行股权投资收益（5.08亿元）为主；同期，公司获得的补贴收入0.55亿元，较上期下降幅度较大，主要为保税区财政局和保税区管委会给予公司的租金补贴和运营养管费用补贴。受补贴收入下降影响，2011年公司利润总额和净利润分别为3.65亿元和3.56亿元，较2010年均有所下降。

2011年，公司净资产收益率为1.94%，总资产收益率为1.25%，较2010年的2.84%和1.26%均有所下降。

总体看，2011年，公司新增自建厂房出租收入，但收入规模较小，公司利润的主要来源仍然为投资收益和补贴收入，整体盈利能力仍然偏弱。

2. 现金流及保障

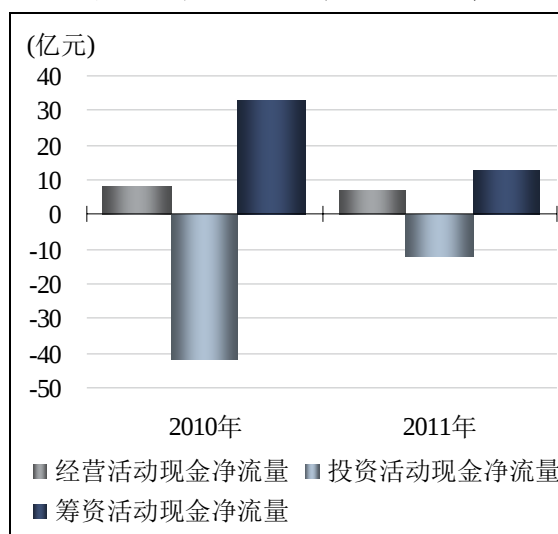
2011年，公司经营活动现金流入规模均较2010年呈现大幅增长。2011年，公司经营活动现金流入26.86亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金7.64亿元，主要为公司天保商务园预收的房屋销售款和定金，体现在预收款科目；收到的其他与经营活动有关的现金19.22亿元，主要为收到的财政受托建设资金及与财政及其他关联单位的往来款项流入等；公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的

现金（为公司天保商务园项目的基建支出）和与政府部门及相关单位之间的往来款项现金流为主（体现在“支付其他与经营活动有关的现金”中）。2011年，公司经营活动现金流出19.85亿元，经营活动现金净流入7.01亿元。

2011年，公司投资活动现金流入规模同比增幅较大，投资活动现金流入量为16.11亿元，其中公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金为2.64亿元，构成为公司出售房产1.11亿元、收回湖滨广场地块出让金1.22亿元和航空产业支持中心用地减少所收回的土地出让金及契税0.31亿元；公司收到的其他与投资活动有关的现金为13.26亿元，主要为公司出售持有的民生金融租赁有限公司18.75%股权取得的定金，本次出售完成后，公司不再持有其股权。公司对外投资规模比上年有所下降，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为27.06亿元，较上年下降21.00%，投资活动现金流出28.03亿元。受对外投资下降影响，公司投资活动现金净流出较上年下降71.53%，为11.92亿元。

2011年，公司筹资活动前现金流量净额为-4.91亿元，公司经营性现金净流量不能满足公司投资支出需要，公司需要进行对外筹资。

图2 公司2010~2011年现金流变化情况



资料来源：公司审计报告

2011年，公司筹资活动现金流入和流出分别为52.74亿元和39.63亿元，均较2010年有所增长。公司筹资活动现金流入由吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金构成。其中，2011年公司吸收投资收到的现金18.44亿元，其中股东方对公司货币增资12亿元，公司与股东方往来款6.44亿元；公司取得借款收到的现金为34.30亿元，其中包括公司于2011年发行的债权投资计划20亿元。现金流出以偿还债务本息支付的现金为主。2011年，公司筹资活动现金净流入13.11亿元。

整体来看，公司投资规模大，经营活动现金流不足以弥补投资活动需求，需要借助外部融资。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2011 年底，公司资产总额为 453.68 亿元，其中流动资产占 18.09%，非流动资产占 81.91%，资产总额较 2010 年底增长 10.60%，主要是货币资金和存货大幅增长所致。

截至 2011 年底，公司流动资产为 82.07 亿元，较 2010 年底增长 72.82%，流动资产以货币资金（占 32.69%）、其他应收款（占 29.38%）和存货（占 36.34%）为主。

截至 2011 年底，公司货币资金为 26.83 亿元，较 2010 年底增长 44.04%，以银行存款为主。

截至 2011 年底，公司其他应收款为 24.11 亿元，较 2010 年底下降 14.90%，主要为应收天津保税区财政局往来款以及与天保控股等关联单位往来款等。按账龄分析，1 年以内的其他应收款占 52.42%，1~2 年的占 28.25%，2~3 年的占 19.19%，3 年以上的占 0.14%。2011 年，公司计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例为 1.27%。

表 2 截至 2011 年底公司其他应收款主要构成

（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	金额	所占比例
天津港保税区财政局	往来款	181055.60	71.93
天津天保控股有限公司	往来款	20000.00	8.19
天津天保建设发展有限公司	往来款	18060.97	7.40
天津渤海租赁有限公司	代垫款	2953.68	1.20
合计	--	222070.25	88.72

资料来源：公司审计报告。

截至 2011 年底，公司存货为 29.82 亿元，为公司天保商务园项目开发支出的工程款及土地款。

截至 2011 年底，公司非流动资产 371.61 亿元，同比增长 2.46%，主要由长期应收款（占 8.91%）、长期股权投资（占 17.44%）、在建工程（占 42.49%）、无形资产（占 26.13%）等构成。其中，长期应收款主要为公司受管委会委托建设而形成的空港经济区（一期）基础设施工程金额，受托建设协议金额共计 51.00 亿元，对于该笔款项管委会将以分期支付的形式支付回购款，2008 年公司已收到管委会应偿付的 2.90 亿元受托建设投入资金，2009 年收到 3.70 亿元，2010 年收到 4.90 亿元，2011 年收到 6.40 亿元，剩余金额为 33.10 亿元，公司将其反映在长期应收款科目中；长期股权投资增长主要为权益法核算的天津银行收益增长及对天津天保百衡投资有限公司 1.97 亿元投资（公司持股 26.88%）、天津顺兴投资有限公司 0.7 亿元投资（公司持股 100%）所带动；公司在建工程和无形资产主要为委托建设的项目和管委会划拨的土地使用权。

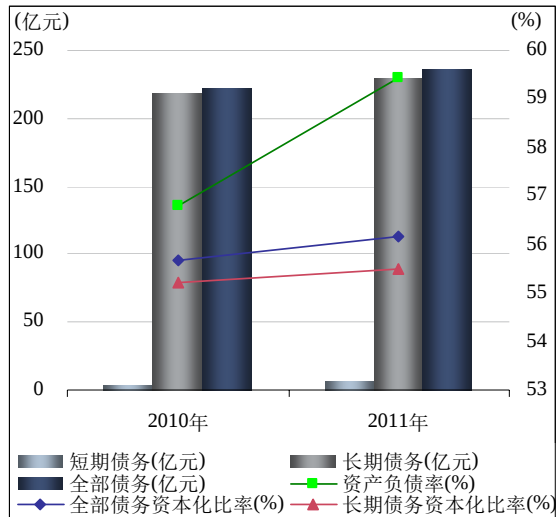
所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 184.03 亿元，较 2010 年底增长 3.88%，其中，归属于母公司所有者权益 182.71 亿元，较 2010 年底增长 3.85%。从归属于母公司所有者权益结构看，以资本公积和实收资本为主，2011 年底公司资本公积占 64.46%，实收

资本占 32.29%（2011 年股东增资 12.00 亿元，全部为货币出资，导致实收资本占比有所上升），公司所有者权益稳定性较好。

负债

图 3 公司 2010~2011 年债务变化情况



资料来源：根据审计报告表计算得出

截至 2011 年底，公司负债总额为 269.66 亿元，较 2010 年底增长 15.72%，主要为长短期有息债务及其他应付款增长所带动。公司负债主要以非流动负债为主，2011 年底占比为 81.91%，较 2010 年的 88.42% 有所下降，主要为短期借款及其他应付款大幅增长带动流动负债占比上升所致。截至 2011 年底，公司流动负债合计 38.57 亿元，较 2010 年底增长 167.51%，其构成以短期借款、预收账款和其他应付款为主，占比分别为 16.34%、24.10% 和 52.07%；非流动负债合计为 231.09 亿元，较 2010 年底增长 5.71%，其中长期借款和应付债券分别为 149.46 亿元和 80.00 亿元，占比分别为 64.68% 和 34.62%。

表 3 截至 2011 年底公司其他应付款主要构成
(单位: 万元、%)

单位名称	款项性质	金额	所占比例
天津财富置业有限公司	定金	82515.26	41.09
天津保税区投资控股有限公司	往来款	60000.00	29.88

中国长城资产管理公司	定金	50000.00	24.90
天津空港物流加工区企事业财务结算中心	暂收款	3348.14	1.67
天津天保控股有限公司	暂收款	1490.18	0.74
合计	--	197353.58	98.28

资料来源：公司审计报告。

表 4 截至 2011 年底公司应付债券构成
(单位: 亿元、年)

发行时间	发债品种	发行额度	发行期限
2007 年 6 月	公司债券	12.00	10
2008 年 9 月	公司债券	28.00	7
2010 年 3 月	公司债券	20.00	10
2011 年 6 月	债权投资计划	12.10	7
2011 年 9 月	债权投资计划	7.90	7
合计	--	80.00	--

资料来源：公司审计报告。

截至 2011 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 55.49%、56.16% 和 59.44%，较 2010 年底分别增加 0.28 个百分点、0.50 个百分点和 2.63 个百分点，公司债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011 年底，随着流动负债的大幅增加，公司流动比率和速动比率均较 2010 年大幅下降，分别为 212.81% 和 135.48%，整体仍保持较高水平。截至 2011 年底，公司短期债务规模较小，为 6.30 亿元，公司短期偿债压力小。

从长期偿债能力来看，2011 年公司全部债务/EBITDA 为 42.44 倍，考虑到公司长期借款主要用于区内基础设施项目建设，区内基础设施建设项目贷款由区财政局拨付专项资金进行偿还，公司整体偿债能力正常。

截至 2012 年 6 月底，公司共获得各家银行授信总额合计 239.69 亿元，其中，尚未使用授信额度 18.58 亿元。公司融资渠道畅通。

截至 2012 年 6 月底，公司为天保控股提供担保 8.35 亿元，担保比率为 4.54%。天保控股为

保税区下属大型国有企业，目前经营情况正常，公司或有负债风险较小。

“天保投资债” AA 的信用等级。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行提供的编号为 B-201210215960 的企业基本信用信息报告显示，截至 2012 年 10 月 31 日，天津保税区投资有限公司没有“未结清不良信贷”、“已结清不良信贷”和“欠息”情况发生。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及天津市及天津保税区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到保税区政府在财政补贴和资本金注入等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、担保分析

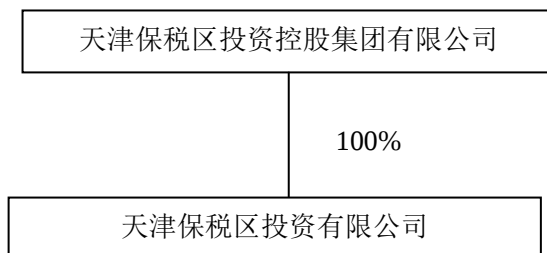
“08 天保投资债”以公司拥有的对区管委会的 51 亿元应收账款提供质押担保，质押担保应收账款的额度为本期公司债券发行额度的 1.82 倍，对本期债券覆盖程度较高。

根据天保投资与保税区管委会、财政局于 2008 年签署的《空港项目移交协议》中对管委会向公司偿付安排的相关约定，2008~2011 年，管委会分别向公司偿付资金 2.90 亿元、3.70 亿元、4.90 亿元和 6.40 亿元。

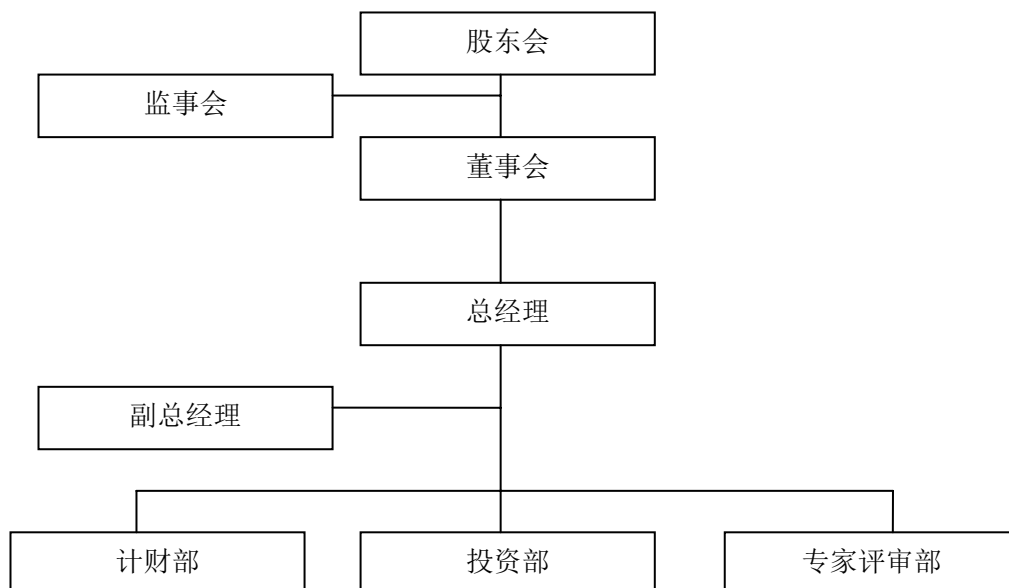
截至 2011 年底，公司应收账款质押担保账户共收到保税区管委会归还债务款项 17.90 亿元，扣除偿付债券利息支出、计入少量存款利息收入后，账户余额为 12.27 亿元。公司应收账款回款情况较好，应收账款质押专户未发生资金挪用现象。截至 2011 年底，应收账款余额（反映在“长期应收款”科目中）及质押担保账户余额合计为 45.37 亿元，为本期债券发债额度的 1.62 倍，能够对本期债券起到较高的保障作用。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“08

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图



附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	204098.22	186237.97	268250.76	14.64
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
应收票据	0.00	0.00	0.00	
应收账款	30919.80	2354.75	328.07	-89.70
预付款项	15703.12	387.99	9142.95	-23.70
应收利息	1540.55	2593.55	3646.55	53.85
应收股利	129.87	0.00	0.00	-100.00
其他应收款	275451.27	283322.93	241099.01	-6.44
存货	622.13	0.44	298239.41	2089.48
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	528464.97	474897.63	820706.76	24.62
非流动资产：				
可供出售金融资产	1485.13	1580.47	30938.94	356.43
持有至到期投资	92200.00	108700.00	108700.00	8.58
长期应收款	443999.85	394999.85	330999.85	-13.66
长期股权投资	529778.43	595480.36	648128.63	10.61
投资性房地产	4448.43	5755.16	18637.47	104.69
固定资产	21106.64	39838.85	27082.24	13.27
在建工程	997516.89	1440480.76	1579127.58	25.82
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	-70.63	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	1025665.56	1038028.66	971093.21	-2.70
开发支出	0.00	219.60	219.60	
商誉	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	214.74	167.90	
递延所得税资产	156.00	1689.38	1105.77	166.24
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	3116356.92	3626987.84	3716130.55	9.20
资产总计	3644821.89	4101885.47	4536837.31	11.57

附件 3-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	0.00	40000.00	63000.00	
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付账款	2480.54	1013.32	5820.07	53.18
预收款项	5.66	21.17	92926.31	12711.04
应付职工薪酬	30.56	4.23	17.33	-24.70
应交税费	240.97	114.95	1760.48	170.29
应付利息	11916.77	20026.95	21041.69	32.88
应付股利	5734.99	69668.61	0.00	-100.00
其他应付款	12096.92	13043.20	200819.13	307.44
预计负债	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	270.00	270.00	
流动负债合计	32506.40	144162.43	385655.00	244.44
非流动负债：				
长期借款	1508500.00	1584000.00	1494630.00	-0.46
应付债券	400000.00	600000.00	800000.00	41.42
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	2069.20	1825.00	16061.91	178.61
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	330.65	354.49	217.44	-18.91
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	1910899.86	2186179.49	2310909.35	9.97
负债合计	1943406.26	2330341.92	2696564.35	17.79
所有者权益：				
实收资本(或股本)	350000.00	470000.00	590000.00	29.84
资本公积	1151067.75	1160753.70	1177713.93	1.15
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	21315.71	26567.52	29957.12	18.55
未分配利润	166143.92	101992.03	29412.23	-57.93
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	1688527.38	1759313.25	1827083.27	4.02
少数股东权益	12888.25	12230.29	13189.69	1.16
所有者权益合计	1701415.63	1771543.55	1840272.96	4.00
负债和所有者权益总计	3644821.89	4101885.47	4536837.31	11.57

附件 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	31612.17	303.23	960.63	-82.57
减: 营业成本	31236.12	164.20	855.43	-83.45
营业税金及附加	38.08	13.16	53.84	18.90
销售费用	0.00	0.00	0.00	
管理费用	2819.87	6166.65	4472.83	25.94
财务费用	23.43	-2763.76	14555.18	2392.47
资产减值损失	597.00	6133.53	-3616.97	
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	30215.10	43566.03	51351.36	30.37
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	27112.79	34155.49	35991.67	15.22
加: 营业外收入	40214.83	24583.89	5485.49	-63.07
减: 营业外支出	17442.42	10000.01	4937.76	-46.79
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	49885.20	48739.37	36539.40	-14.42
减: 所得税费用	-96.89	-1532.77	909.58	
四、净利润	49982.09	50272.15	35629.82	-15.57
其中: 归属于母公司的净利润	52482.85	50914.53	34741.99	-18.64
少数股东损益	-2500.76	-642.39	887.82	
被合并方合并前的净利润	0.00	0.00	0.00	

附表 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	40.94	26940.12	76367.93	4218.77
收到的税费返还	0.00	0.00	2.28	
收到其他与经营活动有关的现金	4335.23	169660.59	192233.98	565.90
经营活动现金流入小计	4376.18	196600.72	268604.18	683.45
购买商品、接受劳务支付的现金	1223.97	0.00	98399.49	796.62
支付给职工以及为职工支付的现金	502.00	341.61	428.68	-7.59
支付的各项税费	13452.23	4152.41	11723.16	-6.65
支付其他与经营活动有关的现金	55884.55	110453.32	87975.78	25.47
经营活动现金流出小计	71062.76	114947.33	198527.12	67.14
经营活动产生的现金流量净额	-66686.58	81653.38	70077.07	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	1150.00	923.37	
取得投资收益收到的现金	7946.04	1642.96	1147.91	-61.99
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	332991.03	0.00	26464.97	-71.81
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	42485.89	0.00	132595.26	76.66
投资活动现金流入小计	383422.95	2792.96	161131.52	-35.17
购建固定资产、无形资产等支付的现金	522617.20	342515.38	270601.14	-28.04
投资支付的现金	177517.18	17500.00	2541.80	-88.03
取得子公司等支付的现金净额	0.00	61345.95	7094.46	
支付其他与投资活动有关的现金	17726.15	0.00	80.25	-93.27
投资活动现金流出小计	717860.53	421361.33	280317.65	-37.51
投资活动产生的现金流量净额	-334437.58	-418568.36	-119186.13	-40.30
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	58200.00	120000.00	184362.00	77.98
取得借款收到的现金	756000.00	388200.00	343000.00	-32.64
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	21811.48	1534.67	0.00	-100.00
筹资活动现金流入小计	836011.48	509734.67	527362.00	-20.58
偿还债务支付的现金	248400.00	74500.00	209370.00	-8.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	101483.66	107133.19	186880.14	35.70
支付其他与筹资活动有关的现金	37534.45	38.98	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	387418.11	181672.17	396250.14	1.13
筹资活动产生的现金流量净额	448593.37	328062.50	131111.86	-45.94
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-9007.77	10.00	
五、现金及现金等价物净增加额	47469.21	-17860.25	82012.79	31.44
加: 期初现金及现金等价物余额	92134.84	204098.22	186237.97	42.17
六、期末现金及现金等价物余额	139604.05	186237.97	268250.76	38.62

附件 5-2 合并现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	49982.09	50272.15	35629.82	-15.57
加：资产减值准备	597.00	6133.53	0.00	-100.00
固定资产折旧及其他	1088.21	1911.69	1955.26	34.04
无形资产摊销	852.48	1959.31	266.50	-44.09
长期待摊费用摊销	44.40	19.48	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产等损失	3676.10	0.00	4937.76	15.90
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	-14.29	-2729.91	14555.19	
投资损失	-30215.10	-43566.03	-51351.36	30.37
递延所得税资产减少	-149.25	23.84	720.67	
递延所得税负债增加	0.00	1533.38	0.00	
待摊费用减少	0.00	-234.23	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-384.18	-0.44	-73487.53	1283.05
经营性应收项目的减少	-60888.44	31175.61	34442.63	
经营性应付项目的增加	-31126.51	35111.15	102408.13	
其他	-149.06	43.86	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	-66686.58	81653.38	70077.07	

附件 6 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.04	0.13	0.72	0.81
存货周转次数(次)	100.42	371.57	0.01	131.56
总资产周转次数(次)	0.02	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	0.13	8884.33	7949.81	6640.23
盈利能力				
营业利润率(%)	1.07	41.51	5.35	15.34
总资本收益率(%)	1.42	1.26	1.25	1.29
净资产收益率(%)	2.94	2.84	1.94	2.41
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	52.87	55.21	55.49	54.88
全部债务资本化比率(%)	52.87	55.66	56.16	55.35
资产负债率(%)	53.32	56.81	59.44	57.43
偿债能力				
流动比率(%)	1625.73	329.42	212.81	530.37
速动比率(%)	1623.81	329.42	135.48	491.33
经营现金流流动负债比(%)	-205.15	56.64	18.17	-14.95
全部债务/EBITDA(倍)	35.81	42.26	42.44	41.06
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.15	-0.02	-0.10

附件 7 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	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 / 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%
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%
经营现金流动负债比	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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

附件 8 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。