

跟踪评级公告

联合[2013] 1113 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定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,并维持“08天保投资债”的信用等级为AA。

特此公告。



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: 2013 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	18.62	26.83	29.12
资产总额(亿元)	410.19	453.68	492.15
所有者权益(亿元)	177.15	184.03	182.59
短期债务(亿元)	4.00	6.30	44.27
全部债务(亿元)	222.40	235.76	268.12
营业收入(亿元)	0.03	0.10	11.78
利润总额(亿元)	4.87	3.65	4.20
EBITDA(亿元)	5.26	5.56	9.04
经营性净现金流(亿元)	8.17	7.01	-7.84
营业利润率(%)	41.51	5.35	8.13
净资产收益率(%)	2.84	1.94	2.33
资产负债率(%)	56.81	59.44	62.90
全部债务资本化比率(%)	55.66	56.16	59.49
流动比率(%)	329.42	212.81	141.46
全部债务/EBITDA(倍)	42.26	42.44	29.65
经营现金流动负债比(%)	56.64	18.17	-9.34

分析师

王元中

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。2012 年, 公司新增房产销售收入, 整体收入规模扩大; 公司利润的主要来源仍然为股权投资收益和补贴收入; 公司短期债务快速增长, 债务负担有所加重。

“08 天保投资债”由公司拥有的对天津港保税区管理委员会的应收账款提供质押担保。公司应收账款余额及质押担保账户余额对“08 天保投资债”保障程度较高, “08 天保投资债”到期不能偿还的风险较低。

基于以上, 联合资信评估有限公司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. 2012 年公司获得政府及股东多方面资金支持, 外部支持力度持续增强。
3. 跟踪期内, 公司营业收入大幅增长。
4. “08 天保投资债”采用应收账款质押担保方式担保, 应收账款余额及质押担保账户余额对其保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内, 公司短期债务规模快速增长, 整体债务负担较重。
2. 跟踪期内, 公司整体盈利能力依然较弱。
3. 跟踪期内, 其他应收款增速快, 规模较大, 账龄较长, 对公司资金形成了一定的占用。

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2012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2012年底，公司合并口径资产总额为492.15亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为182.59亿元，2012年公司实现营业收入11.78亿元，利润总额4.20亿元。

公司注册地址：天津空港经济区综合保税区航空产业支持中心楼内；法定代表人：邢国友。

三、宏观经济和政策环境

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续

回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年 1~11 月全国教育支出 16394 亿元，同比增长 32.9%；医疗卫生支出 6027 亿元，同比增长 19.7%；社会保障和就业支出 11089 亿元，同比增长 15.7%；住房保障支出 3688 亿元，同比增长 16.8%。2012 年 1~11 月，全国财政累计收入为 108903 万亿元，累计支出为 104896 亿元，分别同比增长 11.9%和 17.9%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，

要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 11 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年 12 月 26 日，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等

方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域环境

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。

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。2012年全年，全国固定资产投资总额完成36.48万亿元，比上年名义增长20.6%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.65万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资5.84万亿，比上年增长13.3%。2012年全年新开工项目计划总投资3.09万亿元，比上年增长28.6%；新开工项目35.63万个，比上年增加2.89万个。

截至2012年，中国城镇化率为52.57%，较上年提高1.3个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。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

根据天津市统计局提供的数据显示，2012年全市实现生产总值12885.18亿元，按可比价格计算，比上年增长13.8%。从产业结构上来看，分三次产业看，第一产业增加值171.54亿元，增长3.0%；第二产业增加值6663.68亿元，增长15.2%，其中工业增加值6122.92亿元，增长15.8%，拉动全市经济增长7.8个百分点，贡献率达到56.3%；第三产业增加值6049.96亿元，增长12.4%；服务业比重达到47.0%，比上年提高0.8个百分点。实现速度质量效益统一，主要经济指标增幅继续保持全国前列。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强。全年地方一般公共预算收入1760.02亿元，

增长 21.0%。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，税收收入 1105.56 亿元，增长 10.1%。

2012 年天津市投资总量保持快速增长，基础设施建设步伐加快。全年全社会固定资产投资 8871.31 亿元，增长 18.1%。消费市场交易活跃，全年社会消费品零售总额 3921.43 亿元，增长 15.5%。外贸进出口规模继续扩大。全年外贸进出口总额 1156.23 亿美元，增长 11.8%。

天津保税区

天津保税区是天津市重要的经济增长区域，2012 年经济持续快速增长，财政实力不断加强。2012 年保税区完成生产总值 1068.44 亿元，同比增长 21.0%；工业总产值 1427.92 亿元，同比增长 30.10%；进出口商品总额 207.74 亿美元，比上年增长 8.2%；财政收入 148.64 亿元，同比增长 4.5%，其中，区级一般预算收入 57.42 亿元，同比增长 15.60%；保税区全年完成固定资产投资 311.02 亿元，增长 5.1%，增幅有所收窄。

从招商引资情况来看，2012 年保税区全年新批外资项目 66 个，合同利用外资额 30.33 亿美元，比上年增长 10.2%；实际利用外资 30.17 亿美元，增长 15.2%；投资总额在 1000 万美元以上的外资企业 44 家；项目平均投资规模达到 5713 万美元，比上年增长 30.5%；项目来源以中国香港、美国和日本为主，分别达到 41 家、4 家、5 家；全年新批内资企业 491 家，投资总额（注册资本）达到 64.71 亿元，投资总额在 1000 万元以上的企业 70 家；内资企业平均投资规模达到 1323 万元；外省市引资到位 107.76 亿元，增长 29%。

整体来看，天津市及保税区区域经济及财政实力稳步提升，保税区招商引资进展良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

3. 政府和股东支持

跟踪期内，公司持续得到保税区政府的大力支持。2012 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 0.51 亿元（计入“营业外收入”）。

此外，2012 年公司唯一股东天津保税区投资控股集团有限公司向公司增加注册资本 3.00 亿元（全部为以货币出资），实收资本增加至 62.00 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，公司由副总经理于旻主持工作。

于旻，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

2012 年，公司实现营业收入 11.78 亿元，较上年同比大幅增长，主要源于公司 2012 年新增房产销售收入 11.45 亿元。从毛利率来看，公司物业管理、房租、租赁等业务收入毛利率有所提高，带动整体毛利率提升。

表 1 2011 年~2012 年公司营业收入情况（万元，%）

	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售收入	114478.27	15.26	--	--
其他业务（包括物业管理、房租、服务、租赁等收入）	3311.89	30.18	960.63	10.95
合计	117790.16	15.68	960.63	10.95

资料来源：公司审计报告

房产销售业务

2011 年，公司完成了天保空港国际商务园项目（以下简称“空港商务园”）的建设（总用地面积 460910.4 平方米），2012 年到达入住条件，其房屋销售收入计入公司营业收入。

2012年空港商务园销售面积为13.79万平方米，2012年实现销售收入11.45亿元，毛利率为15.26%。

其他业务

2012年，除房产销售业务外，公司其他业务收入为3311.89万元，较去年同期有大幅提高。其中房租收入为1749.27万元，较去年增长99.41%，主要来自空港商务园和航空产业支持中心。租赁收入为793.98万元，主要来自航空产业公司及顺兴公司。

公司投资

2012年公司主要投资项目包括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总装线项目土地开发及相关配套设施建设代建项目等，主要项目投资情况如下。

表2 2012年公司主要投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目进度	2012年底已投资额
1	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	98.00%	942767.15
2	空客A320总装线项目土地开发及相关配套设施建设代建项目	98.00%	734278.50
3.	天津空港物流加工区中科院天津生物技术研发基地项目	完工	35868.70
合 计		--	1712914.35

资料来源：公司审计报告；

2008年公司与天津保税区管委会、保税区财政局签署《空港项目移交协议》，协议约定公司将已完工的项目移交给管委会，移交后，公司继续负责该项目的运营，管委会每年按照项目投资额的1%（即5100万元）向公司补贴运营管费，计划补贴期限为10年。2012年，公司确认运营管补贴收入0.51亿元，确认回购款8.30亿元。目前天津空港经济区（一期）基础设施项目已建设完毕，天津空港经济区（二期）的建设也已经基本完成。

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2012年末，公司长期股权投资余额为65.11亿元，其中对天津银行股份有限公司（含损益调整为40.17亿元，公司持股24.05%）和中航直升机有限责任公司（含损益调整为11.30亿元，公司持股26.17%）投资额较大。2012年公司实现投资收益合计8.60亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅增长，盈利能力有所提高，投资收益水平较高，对公司利润贡献较大。

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2012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。截至2012年末，空中客车天津A320总装线项目基础设施基本投资已经完成，已部分竣工。截至2012年底，已累计投资73.43亿元；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，2012年达到完全量产（年产44架）。

八、财务分析

公司2012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2012年底，公司合并口径资产总额为492.15亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为182.59亿元，2012年公司实现营业收入11.78亿元，利润总额4.20亿元。

1. 盈利能力

2012年，公司实现营业收入和营业成本分别为11.78亿元和9.93亿元，较2011年有大幅增长，主要是空港商务园房产销售所致。

2012年，公司期间费用由于财务费用的大幅增长而增长203.45%，其中财务费用达到4.42亿元，财务费用对利润的侵蚀很大。

2012年公司实现投资收益为8.60亿元，同比增长67.57%，主要由于处置长期股权投资产生的投资收益增长所致；同期，公司获得的补贴收入0.52亿元，较上年变化不大，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管费用补贴。2012年公司利润总额和净利润分别为4.20亿元，较2011年增长15.01%。

从盈利指标来看，2012年公司营业利润率为8.13%，较上年增长2.78个百分点。同期，公司净资产收益率为2.33%，总资本收益率为12.32%，较2011年有所上升，盈利能力有所提升。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅增长，投资收益持续增长，补贴收入较为稳定，但整体盈利能力仍然偏弱。

2. 现金流及保障

2012年，公司经营活动现金流入规模均较2011年呈现大幅增长。2012年，公司经营活动现金流入85.00亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金4.02亿元；收到的其他与经营活动有关的现金80.97亿元，主要为财政拨款、集团划拨款项等；公司经营活动现金流出以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）。2012年，公司经营活动现金流出92.84亿元，经营活动现金净流入-7.84亿元。2012年，由于房屋销售资金尚未完全收回，公司现金收入比较上年大幅下降到34.21%，

2012年，公司投资活动现金流入规模较少，投资活动现金流入量为6.01亿元，而同期投资活动现金流出26.27亿元。受投资流入下降的影响，公司投资活动现金净流出较上年增长70.01%，为20.26亿元。

2012年，公司筹资活动前现金流量净额为

-28.10亿元，公司经营性现金净流量不能满足公司投资支出需要，存在较大对外筹资压力。

2012年，公司筹资活动现金流入为63.30亿元，均较2011年有所增长，以收到其他与筹资活动有关的现金（融资租赁固定资产收入）和取得借款收到的现金为主。其中，公司取得借款收到的现金为39.02亿元，收到其他与筹资活动有关的现金21.28亿元。现金流出以偿还债务本息支付的现金为主。2012年，公司筹资活动现金净流入32.87亿元。

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，存在一定的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至2012年底，公司资产总额为492.15亿元，其中流动资产占24.13%，非流动资产占75.87%，资产总额较2011年底增长8.48%，主要是其他应收款和存货大幅增长所致。

截至2012年底，公司流动资产为118.75亿元，较2011年底增长44.69%，流动资产以货币资金（占24.52%）、其他应收款（占34.77%）和存货（占35.21%）为主。与上年相比变化不大。截至2012年底，公司其他应收款为41.28亿元，较2011年底增长71.23%，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69.20%，1~2年的占20.63%，2~3年的占2.41%，3年以上的占7.76%。2012年，公司计提坏账准备0.51亿元。公司其他应收款规模大，账龄较长，对公司资金形成了一定的占用。

截至2012年底，公司存货为41.81亿元，同比增长40.18%，主要以开发产品为主（空港商务园商品房）。

截至2012年底，公司非流动资产373.41亿元，同比增长0.48%，主要由长期应收款（占6.64%）、长期股权投资（占17.44%）、在建工

程（占 46.12%）、无形资产（占 25.96%）等构成。其中，公司在建工程为 172.24 亿元，同比增长 9.07%，主要为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和空客 A320 总装线项目土地开发及相关配套设施建设代建项目。

总体来看，公司货币资金较为充裕，存货和其他应收款在流动资产中占比较高，无形资产在非流动资产中占比大，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 182.59 亿元，较 2011 年底有所下降，主要由于调出固定资产而减少导致资本公积减少。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，2012 年底公司资本公积占 62.98%，实收资本占 34.23%（2012 年股东增资 3.00 亿元，全部为货币出资），公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2012 年底，公司负债总额为 309.57 亿元，较 2011 年底增长 14.80%，其中流动负债占 14.30%，非流动负债占 85.70%，公司负债主要以非流动负债为主，主要以长期借款、应付债券为主。截至 2012 年底，公司流动负债合计 83.94 亿元，较 2011 年底增长 117.66%，其构成以短期借款、应付账款和其他应付款为主，占比分别为 51.24%、18.97%和 10.23%，短期借款和应付账款占比大幅增长，预收款项和其他应付款占比减少。截至 2012 年底，公司短期借款大幅增长，达到 43.01 亿元，主要由委托贷款、信用借款构成。截至 2012 年底，公司应付账款大幅增长到 15.92 亿元，主要为工程款。

非流动负债合计为 225.62 亿元，较 2011 年底下降 2.37%，其中长期借款和应付债券分别占 55.91%和 35.45%，较全年变化不大。截至 2012 年底，公司长期应付款为 17.69 亿元，全部融资租赁款项。

截至2012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 55.08%、59.49%和62.90%，较2011年底分别增加-0.42个百分点、3.33个百分点和3.46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，2012 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 2011 年大幅下降，分别为 141.46%和 91.66%。2012 年，公司经营活动产生的现金流量净额为负，对流动负债不具有保护能力。同时考虑到公司短期债务增长较快，公司具有一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力来看，2012 年公司 EBITDA 为 9.04 亿元，同比增长 62.75%。全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 29.65 倍和 0.18 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 年底，公司为天津天保控股有限公司提供担保 9.95 亿元，担保比率为 5.45%。天津天保控股有限公司为保税区下属大型国有企业，与公司属同一集团内企业，目前经营情况正常，公司或有负债风险较小。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行提供的编号为 B201307110006310026 的企业信用报告显示，截至 2013 年 7 月 11 日，公司无“未结清”和“已结清”不良信贷记录。

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

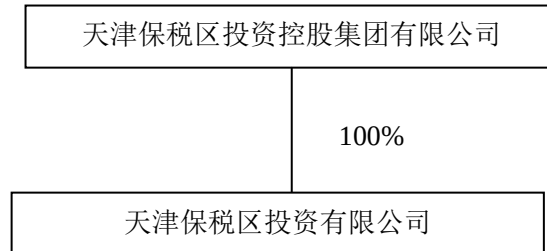
根据公司与保税区管委会、财政局于 2008 年签署的《空港项目移交协议》中对管委会向公司偿付安排的相关约定，2008~2012 年，管委会分别向公司支付天津空港经济区（一期）基建项目代建偿付资金 2.90 亿元、3.70 亿元、4.90 亿元、6.40 亿元和 8.30 亿元。

截至 2012 年底，公司应收账款质押担保账户累计收到保税区管委会归还债务款项 26.20 亿元，应收债权余额约为 24.8 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 18.69 亿元（账号 77110154800000091），公司应收账款回款情况较好。截至 2012 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 43.49 亿元，为“08 天保投资债”发债额度的 1.55 倍，能够对“08 天保投资债”起到保障作用。

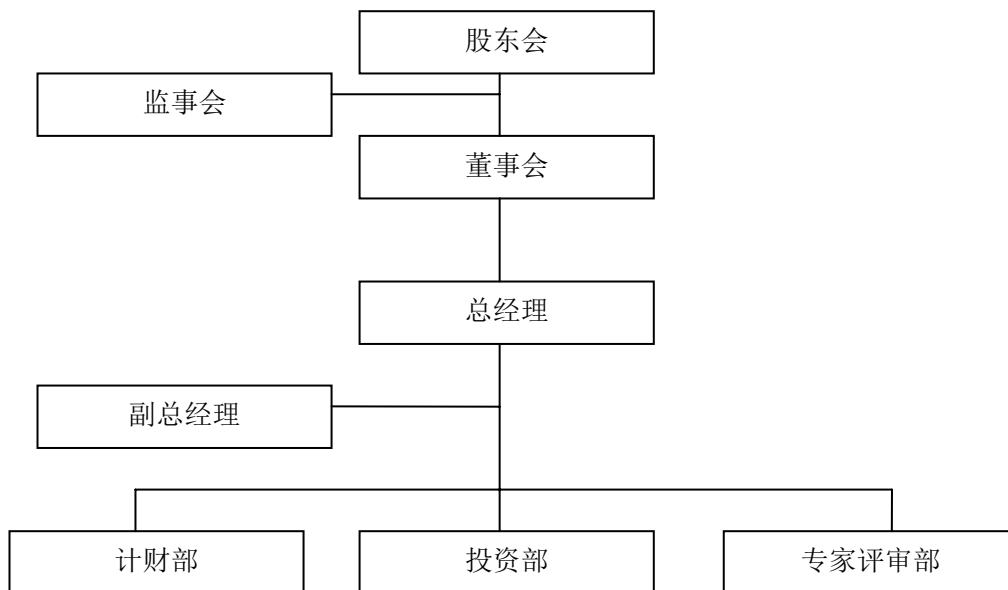
十、综合结论

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 天保投资债”AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图和组织结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	186237.97	268250.76	291165.17	25.04
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	2354.75	328.07	22622.96	209.96
预付款项	387.99	9142.95	37353.45	881.20
应收利息	2593.55	3646.55	5419.14	44.55
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	283322.93	241099.01	412822.11	20.71
存货	0.44	298239.41	418074.18	97166.81
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	474897.63	820706.76	1187457.01	58.13
非流动资产：				
可供出售金融资产	1580.47	30938.94	30565.84	339.77
持有至到期投资	108700.00	108700.00	58000.00	-26.95
长期应收款	394999.85	330999.85	247999.85	-20.76
长期股权投资	595480.36	648128.63	651055.19	4.56
投资性房地产	5755.16	18637.47	17931.13	76.51
固定资产	39838.85	27082.24	35373.12	-5.77
在建工程	1440480.76	1579127.58	1722280.79	9.34
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	-70.63	0.00	
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	1038028.66	971093.21	969181.10	-3.37
开发支出	219.60	219.60	0.00	-100.00
商誉	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	214.74	167.90	0.00	-100.00
递延所得税资产	1689.38	1105.77	1689.12	-0.01
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	3626987.84	3716130.55	3734076.15	1.47
资产总计	4101885.47	4536837.31	4921533.16	9.54

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	40000.00	63000.00	430120.00	227.92
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	12566.19	
应付账款	1013.32	5820.07	159240.63	1153.59
预收款项	21.17	92926.31	32352.47	3809.55
应付职工薪酬	4.23	17.33	5.43	13.26
应交税费	114.95	1760.48	113.73	-0.53
应付利息	20026.95	21041.69	22209.80	5.31
应付股利	69668.61	0.00	55609.79	-10.66
其他应付款	13043.20	200819.13	85884.82	156.61
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	270.00	270.00	41317.27	1137.04
流动负债合计	144162.43	385655.00	839420.13	141.30
非流动负债：				
长期借款	1584000.00	1494630.00	1261640.00	-10.75
应付债券	600000.00	800000.00	800000.00	15.47
长期应付款	0.00	0.00	176921.52	
专项应付款	1825.00	16061.91	17476.97	209.46
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	354.49	217.44	201.28	-24.65
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	2186179.49	2310909.35	2256239.77	1.59
负债合计	2330341.92	2696564.35	3095659.90	15.26
所有者权益：				
实收资本(或股本)	470000.00	590000.00	620000.00	14.85
资本公积	1160753.70	1177713.93	1140713.39	-0.87
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	26567.52	29957.12	34355.57	13.72
未分配利润	101992.03	29412.23	16042.96	-60.34
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	1759313.25	1827083.27	1811111.91	1.46
少数股东权益	12230.29	13189.69	14761.34	9.86
所有者权益合计	1771543.55	1840272.96	1825873.25	1.52
负债和所有者权益总计	4101885.47	4536837.31	4921533.16	9.54

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	303.23	960.63	117790.16	1870.91
减: 营业成本	164.20	855.43	99326.53	2359.51
营业税金及附加	13.16	53.84	8887.71	2499.03
销售费用	0.00	0.00	2615.16	
管理费用	6166.65	4472.83	5115.51	-8.92
财务费用	-2763.76	14555.18	44167.04	
资产减值损失	6133.53	-3616.97	2024.96	-42.54
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	43566.03	51351.36	86048.05	40.54
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	34155.49	35991.67	41701.30	10.50
加: 营业外收入	24583.89	5485.49	5245.41	-53.81
减: 营业外支出	10000.01	4937.76	4922.05	-29.84
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	48739.37	36539.40	42024.66	-7.14
减: 所得税费用	-1532.77	909.58	-501.78	-42.78
四、净利润	50272.15	35629.82	42526.44	-8.03
其中: 归属于母公司的净利润	50914.53	34741.99	40833.33	-10.45
少数股东损益	-642.39	887.82	1693.11	

附表 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 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	26940.12	76367.93	40292.75	22.30
收到的税费返还	0.00	2.28	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	169660.59	192233.98	809695.48	118.46
经营活动现金流入小计	196600.72	268604.18	849988.23	107.93
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	98399.49	5497.20	
支付给职工以及为职工支付的现金	341.61	428.68	734.97	46.68
支付的各项税费	4152.41	11723.16	17517.79	105.39
支付其他与经营活动有关的现金	110453.32	87975.78	904646.41	186.19
经营活动现金流出小计	114947.33	198527.12	928396.38	184.20
经营活动产生的现金流量净额	81653.38	70077.07	-78408.15	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	1150.00	923.37	27762.07	391.33
取得投资收益收到的现金	1642.96	1147.91	6673.42	101.54
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	26464.97	24921.24	
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	640.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	132595.26	65.95	
投资活动现金流入小计	2792.96	161131.52	60062.68	363.73
购建固定资产、无形资产等支付的现金	342515.38	270601.14	260387.38	-12.81
投资支付的现金	17500.00	2541.80	300.00	-86.91
取得子公司等支付的现金净额	61345.95	7094.46	0.00	-100.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	80.25	2006.23	
投资活动现金流出小计	421361.33	280317.65	262693.61	-21.04
投资活动产生的现金流量净额	-418568.36	-119186.13	-202630.93	-30.42
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	120000.00	184362.00	30000.00	-50.00
取得借款收到的现金	388200.00	343000.00	390226.50	0.26
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	1534.67	0.00	212809.10	1077.57
筹资活动现金流入小计	509734.67	527362.00	633035.60	11.44
偿还债务支付的现金	74500.00	209370.00	286110.00	95.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	107133.19	186880.14	668.10	-92.10
支付其他与筹资活动有关的现金	38.98	0.00	41905.67	3178.80
筹资活动现金流出小计	181672.17	396250.14	328683.77	34.51
筹资活动产生的现金流量净额	328062.50	131111.86	304351.83	-3.68
四、汇率变动对现金的影响	-9007.77	10.00	-398.33	-78.97
五、现金及现金等价物净增加额	-17860.25	82012.79	22914.41	
加: 期初现金及现金等价物余额	204098.22	186237.97	268250.76	14.64
六、期末现金及现金等价物余额	186237.97	268250.76	291165.17	25.04

附件 4-2 合并现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	50272.15	35629.82	42526.44	-8.03
加：资产减值准备	6133.53	0.00	2024.96	-42.54
固定资产折旧及其他	1911.69	1955.26	2510.09	14.59
无形资产摊销	1959.31	266.50	265.49	-63.19
长期待摊费用摊销	19.48	0.00	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	4937.76	-177.95	
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	-2729.91	14555.19	44223.98	
投资损失	-43566.03	-51351.36	-78940.84	34.61
递延所得税资产减少	23.84	720.67	599.51	401.52
递延所得税负债增加	1533.38	0.00	0.00	-100.00
待摊费用减少	-234.23	0.00	0.00	-100.00
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-0.44	-73487.53	-119834.77	51975.02
经营性应收项目的减少	31175.61	34442.63	-193435.53	
经营性应付项目的增加	35111.15	102408.13	221830.47	151.36
其他	43.86	0.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	81653.38	70077.07	-78408.15	

附件 5 主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	0.02	0.72	10.26	5.35
存货周转次数(次)	0.53	0.01	0.28	0.25
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.02	0.01
现金收入比(%)	8884.33	7949.81	34.21	4178.91
盈利能力				
营业利润率(%)	41.51	5.35	8.13	13.97
总资本收益率(%)	7.98	10.18	12.32	10.81
净资产收益率(%)	2.84	1.94	2.33	2.31
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	55.21	55.49	55.08	55.23
全部债务资本化比率(%)	55.66	56.16	59.49	57.73
资产负债率(%)	56.81	59.44	62.90	60.64
偿债能力				
流动比率(%)	329.42	212.81	141.46	200.46
速动比率(%)	329.42	135.48	91.66	152.35
经营现金流动负债比(%)	56.64	18.17	-9.34	12.11
EBITDA 利息倍数(倍)	0.20	0.14	0.18	0.17
全部债务/EBITDA(倍)	42.26	42.44	29.65	36.01
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.02	-0.10	-0.09
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.25	-0.13	-0.55	-0.56

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	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 7 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。