

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1507 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，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: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	25.70	28.38	18.58
资产总额(亿元)	451.74	489.69	507.02
所有者权益(亿元)	183.39	181.53	185.17
短期债务(亿元)	6.30	44.26	61.70
全部债务(亿元)	234.66	249.39	250.80
营业收入(亿元)	0.02	11.52	3.35
利润总额(亿元)	3.48	3.78	7.58
EBITDA(亿元)	5.26	8.45	8.22
经营性净现金流(亿元)	7.41	-7.58	8.63
营业利润率(%)	7.21	7.86	12.23
净资产收益率(%)	1.85	2.11	4.08
资产负债率(%)	59.40	62.93	63.48
全部债务资本化比率(%)	56.13	57.87	57.53
流动比率(%)	212.77	141.52	98.12
全部债务/EBITDA(倍)	44.62	29.52	30.53
经营现金流动负债比(%)	19.31	-9.07	8.05

分析师

刘秀秀 霍焰

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, 公司部分出租房产结束免租期, 后续租金收入将实现不断增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到跟踪期内公司房产销售收入下降, 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”形成保障, “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, 天津市保税区经济持续发展, 财政收入稳步提高, 公司外部经营环境较好。
2. 2013年公司持续获得政府及股东多方面资金支持, 外部支持力度持续性较强。
3. 跟踪期内, 投资收益仍为公司利润的重要来源。

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, 公司营业收入规模下滑。
3. 跟踪期内, 其他应收款规模较大, 对公司资金形成一定的占用。

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“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。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，以下简称“天保投控”），并将原保税区财政局所属的天保投资股权100%无偿划转至天保投控。截至2013年底，天保投控持有公司100%股权，为公司实际控制人。

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。公司内设计财部、投资发展部和综合管理部三个职能部门。

截至2013年底，公司合并口径资产总额为507.02亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为185.17亿元，2013年公司实现营业收入3.35亿元，利润总额7.58亿元。

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：杨士彪。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，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）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服

务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能

过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。2013年全年,全国固定资产投资总额完成44.71万亿元,比上年增长19.3%,扣除价格因素,实际增长18.9%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资0.92万亿元,比上年增长32.5%;第二产业投资18.48万亿元,增长17.4%;第三产业投资24.25万亿元,增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元,比上年增长19.8%,其中,住宅投资5.90万亿元,增长19.4%,办公楼投资0.47万亿元,增长38.2%;商业营业用房投资1.19万亿元,增长28.3%;全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套(户),基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年,中国城镇化率为53.73%,较上年提高1.16个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》,中国城镇化建设的指导思想是,紧紧围绕全面提高城镇化质量,加快转变城镇化发展方式,以人的城镇化为核心,有序推进农业转移人口市民化;以城市群为主体形态,推动大中小城市和小城镇协调发展;以综合承载能力为支撑,提升城市可持续发展水平;以体制机制创新为保障,通过改革释放城镇化发展潜力,走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路,促进经济转型升级和社会和谐进步,为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

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

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心，具有较强的经济实力和良好的发展前景。

根据《2013年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年实现生产总值(GDP) 14370.16 亿元，按可比价格计算，比上年增长 12.5%。分三次产业看，第一产业增加值 188.45 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 7276.68 亿元，增长 12.7%；第三产业增加值 6905.03 亿元，增长 12.5%。三次产业结构为 1.3：50.6：48.1。

2013 年，天津市全年地方一般预算收入 2078.30 亿元，增长 18.1%。全年地方税收收入 1309.91 亿元，增长 18.5%，占地方一般预算收入的 63.03%。其中，营业税增长 6.0%，增值税增长 50.7%，企业所得税增长 8.7%。

2013 年，全年全社会固定资产投资 10121.20 亿元，增长 14.1%。其中，城镇投资 9528.09 亿元，增长 14.2%；农村投资 593.11 亿元，增长 11.7%。在城镇投资中，第一产业投资 63.56 亿元，增长 15.2%；第二产业投资 4208.74 亿元，增长 14.1%，其中，工业投资 4178.17 亿元，增长 14.2%；第三产业投资 5255.79 亿元，增长 14.3%。三次产业投资结构为 0.6：44.2：55.2。推出新一批 170 项重大项目，总投资超过 2200 亿元。

2013 年，全年基础设施投资 2113.43 亿元，增长 10.9%。天津港 30 万吨级航道二期、滨海国际机场二期加快建设。津秦客运专线建成通车，南港铁路开工建设。京秦高速公路等工程快速推进，国道 112 线东段延长线具备通车条件。地铁 2 号线全线通车，机场延伸线盾构贯通，3 号线南站配套工程试运营，5、6 号线建设顺利推进。年末城市铺装道路长度 6840 公里，新增 378 公里；铺装道路面积 12457 万平方米，新增 846 万平方米。

2013 年，全社会用电量 774.49 亿千瓦时，增长 7.2%。全市自来水综合生产能力 439.60

万立方米/日。全年新增供热面积 1700 万平方米。新建、改造一批公交场站，拓宽改造一批卡口，在城市主干道增设安全岛，进一步方便群众出行。

总体看，2013 年天津市经济保持快速发展，财政收入继续增长，城市投资规模较大，为公司的发展提供了良好的外部环境。

天津保税区

天津港保税区于 1991 年 5 月 12 日经国务院批准设立，位于天津港港区之内，开发面积 5 平方公里，是我国华北、西北地区唯一的、也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。

天津港保税区是天津市重要的经济增长区域，2013 年经济持续快速增长，财政实力不断加强。2013 年保税区完成生产总值 1205.69 亿元，同比增长 18.2%，其中，第二产业增加值 419.05 亿元，同比增长 21.7%，第三产业增加值 786.64 亿元，同比增长 16.3%；工业总产值 1658.9 亿元，同比增长 22.6%；进出口商品总额 191.1 亿美元，比上年下降 9.5%；财政收入 172.5 亿元，同比增长 16.0%，其中，区级一般预算收入 64.7 亿元，同比增长 21.7%；保税区全年完成固定资产投资 311.7 亿元，同比增长 0.2%，增幅有所收窄。

从招商引资情况来看，2013 年保税区全年新批项目 1188 个，同比增长 114.1%，主要为贸易项目、物流项目和工业项目等；合同利用外资额 59.06 亿美元，比上年增长 12.0%，实际利用外资 33.15 亿美元，增长 9.9%，项目来源以中国香港、新加坡和美国为主；全年新批内资企业 1107 家，同比增长 126.4%；投资总额（注册资本）达到 105.87 亿元，投资总额在 1000 万元以上的企业 124 家，同比增长 77.1%。

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。2013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”）。

2013年，公司股东天保投控向公司增加注册资本2.00亿元（全部为以货币出资），公司实收资本增加至64.00亿元。

五、管理分析

2013年10月天津保税区投资控股集团有限公司文件，公司原董事长邢国友不再担任公司董事长职务，现由杨士彪任公司董事长；委派于旻、李军任公司董事；委派薛晓芳、鲁艳萍任公司监事，王黎明、吕英博、潘玉强不再担任公司监事。

杨士彪，男，1956年生，汉族，党员，中央党校领导干部函授班毕业，历任天津市北辰区计量管理所鉴定员、共青团天津北辰区委副书记、天津市北辰区粮食局副局长、天津港保税区开发服务总公司科长、天津港保税区开发服务总公司副总经理、天津天保国际物流有限公司党委书记、总经理、天津天保国际物流集团有限公司党委书记、董事长、天津天保控股有限公司副总经理等职，2013年9月至今任公司董事长、天津天保控股有限公司副总经理。

六、经营分析

2013年，公司实现营业收入3.35亿元，较上年同比大幅下降，主要由于2012年房产销售收入较多所致。从毛利率来看，公司房产销售业务盈利能力较为稳定，跟踪期内，该板块毛利率维持在15%~16%，由于公司房屋出租、物业管理、服务等业务收入毛利率有所提高，带动整体毛利率提升。

表1 2012~2013年公司营业收入情况（万元、%）

	2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售收入	114478.27	15.26	31643.30	15.62
其他业务（包括物业管理、房租、服务、租赁等收入）	753.28	44.66	1837.90	90.34
合计	115231.55	15.45	33481.20	19.72

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年确认房地产销售收入11.45亿元，毛利率为15.26%；2013年空港商务园合同销售面积为0.36万平方米，2013年实现合同销售金额0.3亿元，均较2012年大幅下降。

其他业务

2013年，除房产销售业务外，公司其他业务收入为1837.90万元，较去年同期有大幅提高。其中房屋出租收入为1807.90万元，较去年增长58.33%，主要系2013年之前部分房屋出租具有免租期，而2013年免租期结束所致，主要来自空港商务园和航空产业支持中心。2013年，公司其他业务毛利率水平由2012年的44.66%大幅上升至90.34%，主要系免租期结束所致。

公司投资

2013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和空客A320运输夹具等，主要项目投资情况如下。

表2 2013年公司主要投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	2013年投资金额	截至2013年底累计已投资额
1	天津空港物流加工区土地开发及相关配套设施	138606.33	1081373.48

	建设代建项目		
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	68030.57	785325.85
3	空客 A320 运输夹具	2011.70	40322.80
合 计		208648.60	1907022.13

资料来源：公司审计报告；

2003年，根据公司与天津港保税区管委会、保税区财政局签订的协议，公司进行了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。2008年1月，公司与保税区管委会、保税区财政局签订了《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》，根据该协议，公司将截至2007年底受托建设形成的空港物流加工区（一期）基础设施工程总额51.00亿元移交给保税区管委会，保税区管委会偿付公司受托建设投入资金的方式以分期偿付、逐年递增的方式进行（款项具体拨付安排如下表3所示），公司将该款项计入长期应收款核算，每年保税区管委会拨付公司款项后，公司相应冲减长期应收款，2008~2013年，公司每年已收到如表3所示的款项金额，截至2013年底，公司合计收到37亿元。此外，项目移交后，保税区管委会继续委托公司对项目进行运营养管，保税区管委会每年按照项目投资额的1%（即5100万元）向公司拨付补贴运营养管费，计划补贴期限为10年。2013年，公司确认运营养管补贴收入0.51亿元，确认项目回购款10.8亿元。

表3 保税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

目前天津空港物流加工区（一期）基础设施项目已建设完毕，天津空港物流加工区（二期）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的建设也已经基本完成。目前，公司未来主要建设项目为天津空港物流加工区（三期）土地开发及相关配套设施建设代建项目，该项目占地22平方公里，项目计划总投资超过90亿元，现处于征地拆迁阶段，公司未来将面临一定的筹资压力。

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2013年底，公司长期股权投资余额为72.07亿元，同比增长9.03%，其中，按成本法核算的长期股权投资11.32亿元，按权益法核算的长期股权投资60.74亿元，主要是对天津银行（长期股权投资余额47.75亿元，公司持股24.17%，为天津银行第一大股东）和中航直升机有限责任公司（长期股权投资余额10.77亿元，公司持股20.09%）的投资。2013年公司实现投资收益合计7.70亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅下降，盈利能力较弱，投资收益仍处于较高水平，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，到期一次还本，全部用于天津空港经济区空客项目。截至2013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2013年底，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2013年底，已累计投资78.53亿元；自2009年项目投产以来，已累计完成总装并交付157

架 A320 系列飞机，2013 年达到完全量产（年产 46 架），订单平均目录价格约为 7320 万美元。

八、财务分析

公司2013年度财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2013年底，公司合并口径资产总额为507.02亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为185.17亿元，2013年公司实现营业收入3.35亿元，利润总额7.58亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入和营业成本分别为3.35亿元和2.69亿元，较2012年有大幅下降，主要是空港商务园房产销售收入下降所致。

2013年，公司期间费用占营业收入的比重较2012年有所下降，主要由于财务费用大幅下降所致，主要系2013年，公司将以前年度支付的空港物流加工区、空客A320总装线项目等的土地开发及相关配套设施项目的借款利息及债券利息全部由保税区财政局承担，2013年计提的利息金额为7.59亿元，并计入长期应收款科目所致。2013年，财务费用中利息收入为0.39亿元，利息支出为0.28亿元，故2013年财务费用为负值。

2013年公司实现投资收益为7.70亿元，同比下降4.80%，主要由于2012年公司处置长期股权投资产生的投资收益为2.25亿元，而2013年处置长期股权投资产生的投资收益下降所致；同期，公司获得的补贴收入0.53亿元，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营养管费用补贴。2013年公司利润总额为7.58亿元，同比增长100.42%，主要由于财务费用下降所致。

从盈利指标来看，2013年公司营业利润率为12.23%，较上年增长4.37个百分点。同期，公司净资产收益率为4.08%，总资本收益率为

3.83%，较2012年有所上升，盈利能力有所提升。

总体看，跟踪期内，公司营业收入下降，财务费用大幅下降，投资收益相对平稳，补贴收入较为稳定，公司整体盈利能力仍然偏弱。

2. 现金流及保障

2013年，公司经营活动现金流入规模与2012年持平。2013年，公司经营活动现金流入81.46亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金2.55亿元；收到其他与经营活动有关的现金81.46亿元，主要为往来款和财政补贴款等；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，2013年为72.71亿元）。2013年，公司经营活动现金净流入8.63亿元。2013年，公司现金收入比由2012年的32.20%上升到76.19%，公司收入实现质量较差，主要系收到房屋销售资金时间与确认房产销售收入时间不一致。

2013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5.30亿元，同比下降10.53%；而同期投资活动现金流出30.75亿元，同比增长17.20%，主要系空港物流加工区土地开发及相关配套设施建设项目、空客A320总装线项目土地开发及相关配套设施建设项目的建设支出以及购入海关大厦、汽配城19-16号房屋、福光蓝领公寓三项房产（计入固定资产科目）等的支出。2013年，公司投资活动现金净流出为25.44亿元，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。

2013年，公司筹资活动现金流入为92.72亿元，同比增长46.53%，以取得借款收到的现金74.90亿元和收到其他与筹资活动有关的现金15.82亿元（融资租赁固定资产收入）为主；现金流出以偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（主要为利息支出）为主。2013年，公司筹资活动现金净流入7.02亿元。

整体来看，公司投资规模较大，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 2013 年底，公司资产总额为 507.02 亿元，同比增长 3.54%，主要是其他应收款、长期股权投资和在建工程大幅增长所致。其中流动资产占 20.74%，非流动资产占 79.26%。

截至 2013 年底，公司流动资产为 105.14 亿元，同比下降 11.10%，主要由于货币资金下降所致。流动资产以货币资金（占 17.67%）、其他应收款（占 44.91%）和存货（占 35.62%）为主。

截至 2013 年底，公司货币资金 18.58 亿元，同比下降 34.52%，主要由于偿还债务支付的资金大幅增长所致。

截至 2013 年底，公司其他应收款为 47.22 亿元，同比增长 13.40%，主要为应收各单位往来款，其中，应收天津保税区财政局 32.41 亿元、天津医科大学空港国际医院筹备处借款 7.78 亿元以及天保控股借款 3.79 亿元等。按账龄分析，1 年以内的其他应收款占 93.20%，1~2 年的占 0.42%，2~3 年的占 0.01%，3 年以上的占 6.37%，其他应收款账龄结构较为合理。2013 年，公司计提坏账准备 0.35 亿元。公司其他应收款规模大，欠款单位多为保税区内公司关联单位、事业单位，款项回收风险较小，但对公司资金形成了一定的占用。

截至 2013 年底，公司存货为 37.45 亿元，同比下降 10.42%，主要以开发产品为主（空港商务园商品房）。

截至 2013 年底，公司非流动资产 401.88 亿元，同比增长 8.20%，主要由长期应收款（占 5.37%）、长期股权投资（占 17.93%）、在建工程（占 47.79%）和无形资产（占 23.89%）等构成。2013 年底，公司长期应收款 21.59 亿元，同比下降 12.94%，其中，应收保税区管委会

14.00 亿元（即表 3 所示的保税区管委会 2014 年应支付公司账款金额）和保税区财政局 7.59 亿元（主要为公司支付的空港物流加工区、空客 A320 总装线项目等的土地开发及相关配套设施项目的借款利息及债券利息均由保税区财政局承担所致，2013 年计提的利息金额为 7.59 亿元）。2013 年底，公司长期股权投资余额为 72.07 亿元，同比增长 9.03%，主要是对天津银行和中航直升机有限责任公司的投资。2013 年底，公司在建工程为 192.05 亿元，同比增长 11.53%，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及空客 A320 总装线项目土地开发及相关配套设施建设代建项目。2013 年底，公司无形资产为 96.00 亿元，较 2012 年底变动不大，全部为土地使用权，其中 95.69 亿元土地为保税区管委会无偿拨入公司的土地，并相应增加资本公积，其中，39.06 亿元的土地已用于借款抵押。

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，在建工程和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 2013 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 185.17 亿元，规模保持相对稳定。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，2013 年底公司实收资本占 34.56%（2013 年股东增资 2.00 亿元，全部为货币出资），资本公积占 62.11%，其中，2012 年公司资本公积较 2011 年底下降 3.14%，主要系 2012 年公司将天津空港物流加工区中科院天津生物技术研发基地项目无偿划给中科院所致。总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 321.86 亿元，同比增长 4.45%，其中流动负债占 33.29%，非流动负债占 66.71%，流动负债占比逐年上升，但公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 107.15

亿元，同比增长 28.22%，主要由于短期借款和其他应付款大幅增长所致，其构成以短期借款、应付账款、应付股利和其他应付款为主，占比分别为 57.49%、12.51%、12.14%和 13.99%。截至 2013 年底，公司短期借款大幅增长，达到 61.60 亿元，主要由委托贷款、信用借款构成。2013 年底，公司应付账款小幅下降到 13.40 亿元，主要为工程款。2013 年底，公司应付股利为 13.01 亿元，同比增长 133.94%；2013 年底，公司其他应付款 14.99 亿元，同比增长 75.34%，主要为应付股东天保投控往来款 14.10 亿元，账龄主要为 1 年以内，占比为 94.47%。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计为 214.70 亿元，较 2012 年底下降 4.40%，其中长期借款和应付债券分别占 50.82%和 37.26%，较去年变化不大。截至 2013 年底，公司长期应付款为 23.66 亿元，全部为融资租赁款项，为公司有息债务。

2013年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为50.53%和57.53%，较2012年底分别下降了2.53个和0.35个百分点，主要由于公司所有者权益增速大于全部债务增速所致；2013年底，公司资产负债率为63.48%，较2012年底增加了0.55个百分点，主要系公司负债增速快速资产增速。整体来看，公司债务负担变动不大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013 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 2012 年大幅下降，分别为 98.12%和 63.17%。2013 年，公司经营现金流动负债比为 8.05%，经营活动产生的现金流量净额由负转正，对流动负债保障能力增强。同时考虑到公司短期债务增长较快，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力来看，2013 年公司 EBITDA 为 8.22 亿元，同比下降 2.76%。全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 30.53 倍和 0.87 倍，考虑到公司长期借款主要

用于保税区内基础设施项目建设，保税区内基础设施建设项目主要由保税区管委会和财政局拨付资金进行回购，公司整体偿债能力尚可。

截至 2013 年底，公司为天津天保控股有限公司提供担保 6.50 亿元，担保比率为 3.51%。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

根据公司提供的《企业信用报告》(银行版)(机构信用代码为 G1012011601193570V)，截至 2014 年 6 月 11 日，公司无“未结清”和“已结清”不良信贷记录，过往履约状况较好。

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、应收账款质押担保分析

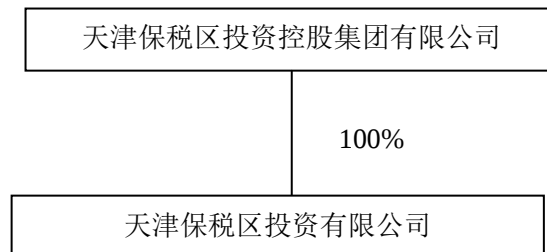
根据公司与保税区管委会、财政局于 2008 年签署的《空港项目移交协议》中对管委会向公司偿付安排的相关约定，2008~2013 年，管委会分别向公司支付天津空港经济区（一期）基建项目代建偿付资金 2.90 亿元、3.70 亿元、4.90 亿元、6.40 亿元、8.30 亿元和 10.80 亿元。

截至 2013 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 37 亿元，应收债权余额约为 14 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 27.61 亿元（账号 77110167030000826），公司应收账款回款情况较好。截至 2013 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 41.61 亿元，为“08 天保投资债”发债额度的 1.49 倍，能够对“08 天保投资债”起到保障作用。

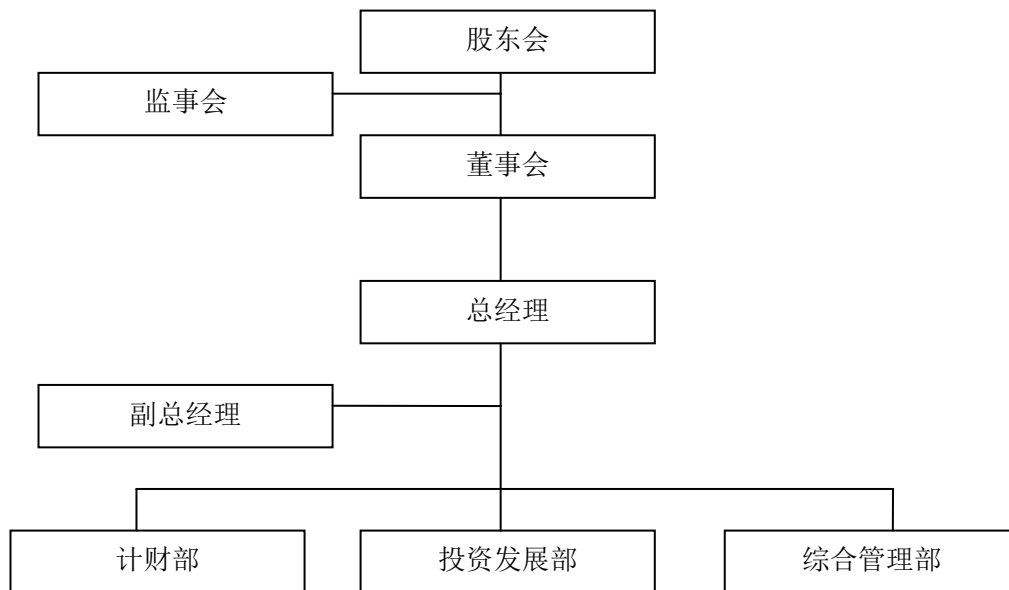
十、结论

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 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	25.70	28.38	18.58
资产总额(亿元)	451.74	489.69	507.02
所有者权益(亿元)	183.39	181.53	185.17
短期债务(亿元)	6.30	44.26	61.70
长期债务(亿元)	228.36	205.13	189.11
全部债务(亿元)	234.66	249.39	250.80
营业收入(亿元)	0.02	11.52	3.35
利润总额(亿元)	3.48	3.78	7.58
EBITDA(亿元)	5.26	8.45	8.22
经营性净现金流(亿元)	7.41	-7.58	8.63
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.12	10.07	2.31
存货周转次数(次)	0.00	0.27	0.07
总资产周转次数(次)	0.00	0.02	0.01
现金收入比(%)	42424.36	32.20	76.19
营业利润率(%)	7.21	7.86	12.23
总资本收益率(%)	3.64	3.31	3.83
净资产收益率(%)	1.85	2.11	4.08
长期债务资本化比率(%)	55.46	53.05	50.53
全部债务资本化比率(%)	56.13	57.87	57.53
资产负债率(%)	59.40	62.93	63.48
流动比率(%)	212.77	141.52	98.12
速动比率(%)	135.05	91.49	63.17
经营现金流动负债比(%)	19.31	-9.07	8.05
全部债务/EBITDA(倍)	44.62	29.52	30.53

附件 3 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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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
 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 4 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。