

跟踪评级公告

联合[2015] 1635 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。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十日



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企业债券跟踪评级报告

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: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	28.38	18.58	7.06
资产总额(亿元)	489.69	507.02	526.99
所有者权益(亿元)	181.53	185.17	209.71
短期债务(亿元)	44.26	61.70	106.89
全部债务(亿元)	267.08	274.46	285.98
营业收入(亿元)	11.52	3.35	2.99
利润总额(亿元)	3.78	7.58	8.82
EBITDA(亿元)	8.45	8.22	9.42
经营性净现金流(亿元)	-7.58	8.63	-5.45
营业利润率(%)	7.86	12.23	14.15
净资产收益率(%)	2.11	4.08	4.25
资产负债率(%)	62.93	63.48	60.21
全部债务资本化比率(%)	59.54	59.71	57.69
流动比率(%)	141.52	98.12	86.41
全部债务/EBITDA(倍)	31.61	33.41	30.37
经营现金流流动负债比(%)	-9.07	8.05	-5.06

注: 1、已将长期应付款调至长期债务核算;

2、已将 2014 年底应付债券中于 2015 年 9 月到期的 28 亿元债券调整至短期债务核算。

分析师

刘秀秀 王宇勃

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, 2014 年 12 月, 天津自贸区正式设立, 为天津保税区投资有限公司(以下简称“天保投资”或“公司”)发展创造了良好的外部环境。跟踪期内, 股东在货币增资、财政补贴等方面对公司给予持续支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到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; 公司应收天津港保税区财政局款项规模较大, 对资金形成一定占用; 短期债务快速增长, 短期支付压力较大。

“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。

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

- 2014 年, 天津市保税区经济持续发展, 财政收入稳步提高; 2014 年 12 月, 天津自贸区正式设立, 于 2015 年 4 月 21 日挂牌, 为公司发展创造了良好的外部环境。
- 跟踪期内, 公司获得股东在货币增资、财政补贴等方面的支持, 外部支持力度持续性较强。

关注

- 公司短期债务规模快速增长, 短期支付压力较大。
- 跟踪期内, 应收天津港保税区财政局款项规模较大, 对公司资金形成一定的占用。
- 天津港保税区管委会无偿拨入公司的土地大部分为划拨地, 公司所有者权益质量一般。

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至“08 天保投资债”到期兑付日有效；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。经多次增资，截至2014年底，公司注册资本81.50亿元，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、投资部、审核部和综合管理部四个职能部门。

截至2014年底，公司合并口径资产总额为526.99亿元，所有者权益合计为209.71亿元，2014年公司实现营业收入2.99亿元，利润总额8.82亿元。

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：于旻。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，

比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险

和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制；首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适

度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未

来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

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《2014 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算 2014 年天津市实现地区生产总值 15722.47 亿元，比上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 201.53 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 7765.91 亿元，增长 9.9%；第三产业增加值 7755.03 亿元，增长 10.2%。三次产业结构为 1.3:49.4:49.3。

全年一般公共预算收入 2390.02 亿元，增长 15.0%。其中，税收收入 1486.55 亿元，增长 13.5%，比重达到 62.2%。从主体税种看，增值税 252.80 亿元，增长 11.9%；营业税 478.47 亿元，增长 12.6%；企业所得税 234.69 亿元，增长 15.1%。

全年全社会固定资产投资 11654.09 亿元，增长 15.1%，连续七年增量超过 1000 亿元。其中，城镇投资 10986.50 亿元，增长 15.3%；农村投资 667.59 亿元，增长 12.6%。在城镇投资中，第一产业投资 75.50 亿元，增长 18.8%；第二产业投资 4845.20 亿元，增长 15.1%；第三产业投资 6065.80 亿元，增长 15.4%，占城镇投资的 55.2%。三次产业投资结构为 0.7:44.1:55.2。第三产业对城镇投资增长的贡献率为 55.5%，优势产业投资占工业投资的比重达到 91.3%。

总体看，2014 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，2014 年经济持续快速增长，财政实力不断加强。根据《2014 年天津港保税区（空港经济区）经济社会发展统计公报》，2014 年保税区完成地区生产总值 1392.0 亿元，同比增长 15.4%，其中，第二产业实现增加值 535.7 亿元，可比增长 23.1%；第三产业实现增加值 856.4 亿元，可比增长 10.8%；工业总产值完成 1841.6 亿元，增长 11.0%。

从政府财力来看，2014 年，天津港保税区完成财政一般公共预算收入 73.1 亿元，比上年增长 12.9%；完成工商税收总额 146.2 亿元，比上年增长 0.4%；“营改增”顺利推进，进一步改善企业投资环境，增值税 47.2 亿元，增长 2.9%；营业税 18.7 亿元，下降 9.6%；企业所得税 52.1 亿元，增长 9.8%；个人所得税 13.2 亿元，增长 9.4%。区级工商税收完成 47.7 亿元，下降 0.5%。全年财政支出 72.8 亿元，增长 6.4%。

从招商引资情况来看，2014 年，天津港保税区全年实现合同外资 65.0 亿美元，增长 10.0%；实际利用外资 36.2 亿美元，增长 9.1%；内联引资额 180.0 亿元，比上年增长 28.0%。招商引资势头较好，全年新批外资项目 104 个，比上年增长 25.9%，投资总额在 1000 万美元以上的外资企业 74 家；项目平均投资规模 4359 万美元，与上年持平；项目来源以中国香港、美国和新加坡为主，分别达到 50 家、16 家、9 家。全年新批内资企业 2474 家，注册资本 227.1 亿元，增长 114.5%，投资总额在 1000 万元以上的企业 209 家；内资企业平均投资规模 918 万元，下降 4.0%。

从固定资产投资来看，2014 年，天津港保税区完成固定资产投资 340.5 亿元，比上年增

长 9.1%。分行业看，工业完成投资 65.8 亿元，下降 30.5%；物流业完成投资 56.3 亿元，增长 61.9%；商贸业完成投资 7.0 亿元，增长 18.6%；社会服务业完成投资 200.3 亿元，增长 31.1%。基础设施投资完成 23.8 亿元，增长 0.7%，其中空港经济区完成基础设施投资 10.7 亿元。

2014 年 12 月 28 日，经国务院批准，天津自贸区正式设立，并于 2015 年 4 月 21 日挂牌。天津自贸区是中国政府设立在天津市滨海新区的区域性自由贸易园区，属中国自由贸易区范畴。该试验区总面积为 119.9 平方公里，主要涵盖 3 个功能区，天津港片区（天津港保税区位于天津港港区之内）、天津机场片区以及滨海新区中心商务片区。天津自贸区建设是深层次开放的战略举措，可使天津港保税区深层次开放空间逐步扩大。

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，随着天津自贸区的正式设立，保税区未来发展势头较好，为公司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。2014 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”）。

2014 年，公司股东天保投控向公司增加注册资本 17.50 亿元（全部为以货币出资），公司实收资本增加至 81.50 亿元。

五、管理分析

跟踪期内，根据 2014 年 11 月“津保控股任[2014]15 号”文件，任命于旻同志为公司执行董事。因此，公司法定代表人由杨士彪变更为于旻。于旻先生，汉族，1979 年 1 月生，天津市人，天津南开大学毕业，2001 年参加工作，历任财富证券北方管理总部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、公司总经理助理、副总经理、总经理等职，

现任公司执行董事兼总经理。

2014年，公司新设立一个职能部门：审核部，主要负责房地产项目审核、基础设施项目审核和股权投资审核等。

跟踪期内，公司管理制度、法人治理结构等方面无变动，法定代表人变动和组织架构变动对公司经营影响不大。

六、经营分析

2014年，公司实现主营业务收入2.99亿元，较上年有所下降，主要由于当期房产销售收入下滑所致。从毛利率来看，公司房产销售业务盈利能力较为稳定，该板块毛利率维持在15%~16%，2014年为15.00%，以房屋出租为主的其他业务收入毛利率有所下降，但由于2014年其他业务收入占比上升，带动整体毛利率提升至21.34%。

表1 公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

	2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售	31643.30	15.62	26248.69	15.00
其他业务	1837.90	90.34	3610.92	67.46
合计	33481.20	19.72	29859.60	21.34

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，2012年到达入住条件，其房屋销售收入计入公司营业收入。空港商务园自2011年起对外销售，2014年销售面积为2.99万平方米，累计销售面积为20.74万平方米，整体销售率为56%，对外销售进度缓慢。

其他业务

2014年，除房产销售业务外，公司其他业务收入为3610.92万元，较去年同期有大幅提高，包括房屋租赁、服务等收入，房屋出租收入有所增长，主要系2013年之前部分房屋出租具有免租期，而2013年开始免租期陆续结束，主要来自空

港商务园和航空产业支持中心，公司可出租房产面积合计21.78万平方米，2014年，公司出租房产面积约为8.55万平方米，出租率较低且租金处于较低水平。2014年，公司其他业务毛利率水平为67.46%。

公司项目建设

2014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等，主要项目投资情况如下。

表2 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	2014年投资金额	截至2014年底累计已投资额
1	天津空港物流加工区二期、三期土地开发及相关配套设施建设代建项目	10.77	116.83
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	2.44	80.97
合 计		13.21	197.80

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，2008~2014年，公司每年已收到如表3所示的款项金额，截至2014年底，公司合计收到51.00亿元。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管养，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管养费，计划补贴期限为10年。2014年，公司确认运营管养补贴收入0.51亿元，收到项目回购款14.00亿元，冲抵“长期应收款”，截至2014年底，公司长期应收款中应收天津港保税区管委会余额为0。

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，且保税区管委会已支付完毕回购款项，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工，根据2007年公司与保税区管委会签订的空客A320总装线项目相关协议，约定了公司按照当期实际投资额的0.50%收取委托建设费用，按实际投资额余额的5.00%收取运营管养费，截至2014年底该项目尚未进行竣工决算。目前，公司主要在建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，二期和三期项目均尚未签订移交协议，公司未来仍将面临一定的筹资压力。

公司投资

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。

跟踪期内，由于会计政策变更，执行 2014

年新准则，并将相关会计科目进行追溯调整，将 2014 年期初 8.19 亿元长期股权投资调整至可供出售金融资产，2014 年底公司可供出售金融资产主要为对渤海租赁股份有限公司、天津航空有限责任公司、天津燕山股权投资基金有限公司的投资。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 16.46 亿元。

2014 年底，公司长期股权投资余额为 77.35 亿元，同比增长 7.33%，其中，按成本法核算的长期股权投资 3.88 亿元，按权益法核算的长期股权投资 73.47 亿元，主要是对天津银行（长期股权投资余额 62.87 亿元，公司持股 19.45%，为天津银行第一大股东，当期现金红利 1.50 亿元）和中航直升机有限责任公司（长期股权投资余额 8.76 亿元，公司持股 20.09%）的投资。2014 年公司实现投资收益合计 9.15 亿元，主要为按权益法核算的长期股权投资收益。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，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 2014 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 2014 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；自 2009 年项目投产以来，已累计完成总装并交付 204 架 A320 系列飞机，其中，2014 年完成总装 A320 系列飞机 47 架。

八、财务分析

公司2014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2014年底，公司合并口径资产总额为 526.99亿元，所有者权益合计（含少数股东权

益)为209.71亿元,2014年公司实现营业收入2.99亿元,利润总额8.82亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入和营业成本同比下降均超10%,2014年分别为2.99亿元和2.35亿元,主要是空港商务园房产销售收入下降所致。

2014年,公司期间费用占营业收入的比重为30.29%,同比增长5.05个百分点,由于管理费用(主要为固定资产折旧)较多所致,期间费用控制能力有待加强。公司财务费用较少,主要系公司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应由保税区财政局承担,2014年计提的利息金额为17.84亿元,并计入长期应收款科目所致。

2014年公司实现投资收益为9.15亿元,主要为按权益法核算的长期股权投资,同比增长18.81%,主要系中航直升机有限责任公司净利润由负转正所致;同期,公司营业外收入0.61亿元,主要为获得的政府补贴收入0.51亿元,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。2014年公司利润总额为8.82亿元,同比增长16.43%,主要由于投资收益增长所致。

从盈利指标来看,跟踪期内,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均小幅增长,2014年分别为14.15%、1.80%和4.25%,同比分别增长1.92、0.10和0.17个百分点,盈利能力有所提升。

总体看,跟踪期内,公司营业收入下降,投资收益不断增长,补贴收入较为稳定,二者对公司利润贡献大。

2. 现金流及保障

2014年,公司经营活动现金流入112.93亿元,同比增长34.42%,主要由于收到其他与经营活动有关的现金(110.83亿元)增长所致,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为主(体现在“支付其他与经营活动有关的现金”中,2014年为117.09亿元)。2014年,公司经营活动现金净流出5.45亿元。2014年,公司现金收入比由2013年的76.19%降至70.44%,公司收入实现质量较差,主要由于收到房屋销售款项时间与确认房产销售收入时间不一致。

跟踪期内,公司投资活动现金流量规模大幅增长,其中,收回投资收到的现金、投资支付的现金分别为10.68亿元和11.60亿元,主要为公司打新股(反映在“可供出售金融资产”科目)支付的资金及未中签退回的资金及发放、收回的委托贷款;收到、支付其他与投资活动有关的现金分别为16.47亿元和16.46亿元,主要为公司进行的融资融券交易;同期,购建固定资产、无形资产等支付的现金11.87亿元,包括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。2014年,公司投资活动现金净流出为11.07亿元,同比大幅下降,主要由于当期土地开发及基建配套项目支出减少所致。

2014年,公司筹资活动现金流入为125.72亿元,同比增长35.59%,其中,吸收投资收到的现金17.50亿元,为股东增资;取得借款收到的现金92.45亿元;收到其他与筹资活动有关的现金15.77亿元(主要为融资租赁固定资产收入);筹资活动现金流出以偿还债务和利息支付的现金为主。2014年,公司筹资活动现金净流入1.82亿元,同比下降74.01%,主要由于到期偿还债务规模较大。

整体来看,跟踪期内,公司经营活动和投资活动均存在缺口,需要筹资活动来补足公司现金流,存在一定的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底,公司资产总额为526.99亿元,同比增长3.94%,主要系可供出售金融

资产、长期股权投资和在建工程增长所致。其中流动资产占 17.65%，非流动资产占 82.35%，资产结构以非流动资产为主且其占比进一步增大。

截至 2014 年底，公司流动资产为 93.03 亿元，同比下降 11.52%，主要由于货币资金和存货减少所致。2014 年底，公司货币资金 7.06 亿元，同比下降 62.00%，主要由于偿还债务支付的资金大幅增长所致。其他应收款为 55.06 亿元，同比增长 16.60%，主要为应收各单位往来款，其中，以应收天津保税区财政局 48.24 亿元、天保控股 3.79 亿元为主，前五名欠款单位合计占 98.58%，集中度很高，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；账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例 0.80%。2014 年底，公司存货为 29.24 亿元，主要以开发产品（空港商务园商品房）为主，同比下降 21.92%，主要因为①房产销售结转营业成本；②冲抵之前预估土地的暂估款。

截至 2014 年底，公司非流动资产 433.96 亿元，同比增长 7.98%。2014 年底，公司可供出售金融资产 16.46 亿元，同比增长 347.24%，主要由于会计政策变更，执行 2014 年新准则，并将相关科目进行追溯调整，将期初 8.19 亿元长期股权投资调整至可供出售金融资产，2014 年底公司可供出售金融资产主要为对渤海租赁股份有限公司、天津航空有限责任公司、天津燕山股权投资基金有限公司的投资。

截至 2014 年底，公司长期应收款 25.43 亿元，同比增长 17.79%，全部为应收保税区财政局款项（因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应由保税区财政局承担所致）。

2014 年底，公司长期股权投资余额为 77.35 亿元，同比增长 7.33%，主要是对天津银行（当期盈利规模较大，带动公司对其按权益法核算

的长期股权投资金额大幅增长）和中航直升机有限责任公司的投资。2014 年底，公司在建工程为 202.13 亿元，同比增长 5.25%，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。2014 年底，公司无形资产为 95.92 亿元，较 2013 年底变动不大，全部为土地使用权，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，土地性质大部分为划拨地，以评估价值入账。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模不断增长，其他应收款、在建工程和无形资产占比较大，其他应收款对公司资金形成占用，无形资产中土地大部分为划拨地，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 209.71 亿元，同比增长 13.26%，主要系 2014 年天保投控对公司增资 17.50 亿元导致实收资本大幅增长。跟踪期内，归属于母公司所有者权益构成变动不大，仍以资本公积和实收资本为主，分别占 38.86%和 57.41%，2014 年，公司资本公积增加主要系联营公司资本公积增加。总体来看，公司所有者权益稳定性较好，但考虑到资本公积大部分为划拨地，权益质量一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 317.27 亿元，同比小幅下降 1.42%，其中流动负债占 33.93%，非流动负债占 66.07%，负债结构变动不大。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 107.66 亿元，较 2013 年底变动不大。2014 年底，公司短期借款 78.75 亿元，同比增长 27.83%，主要由信用借款和保证借款构成。公司应付账款大幅降至 6.76 亿元，同比下降 49.57%，主要为应付工程款和一年内到期的融资租赁款。公司其他应付款 8.90 亿元，同比下降 40.63%，主要为应付股东天保投控往来款 7.10 亿元，账龄以 1 年以内为主，占比为 94.47%。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计为 209.61 亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占 46.19%、38.17%和 14.44%，较去年底变化不大。公司长期应付款大部分为融资租赁款项。应付债券中包含将于 2015 年 9 月到期的 28 亿元债券“08 天保投资债”，已将其调至短期有息债务核算。

跟踪期内，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率同比均小幅下降，2014 年底分别为 60.21%、46.06% 和 57.69%，较 2013 年底分别下降 3.27、7.41 和 2.02 个百分点，主要由于公司所有者权益增速大于债务增速所致。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，跟踪期内，由于公司货币资金和存货大幅下降，导致流动资产规模下滑，公司流动比率和速动比率均较 2013 年底大幅下降，2014 年底分别为 86.41% 和 59.25%。2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，对流动负债不具备保障能力。考虑到公司短期债务增长较快，货币资金规模较小，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力来看，2014 年公司 EBITDA 为 9.42 亿元，同比增长 14.62%。全部债务/EBITDA 为 30.37 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力很弱。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，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。

2014 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对待偿还“08 天保投资债”的保障倍数分别为 0.34 倍和 4.03 倍，经营活动现金流入量对待偿还“08 天保投资债”保障能力较好，经营活动现金流量净额对待偿还“08 天保投资债”不具备保障能力。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1012011601193570V），截至 2015 年 7 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，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、注资和代建项目回购等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

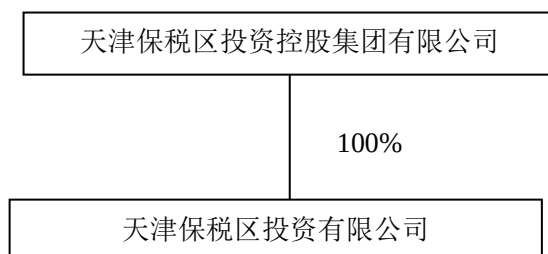
九、应收账款分析

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（表 3），2008~2014 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、10.80 亿元和 14.00 亿元，合计 51 亿元。截至 2014 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 51 亿元，公司应收款项回款情况较好，截至 2014 年底，应收账款质押余额为 0。

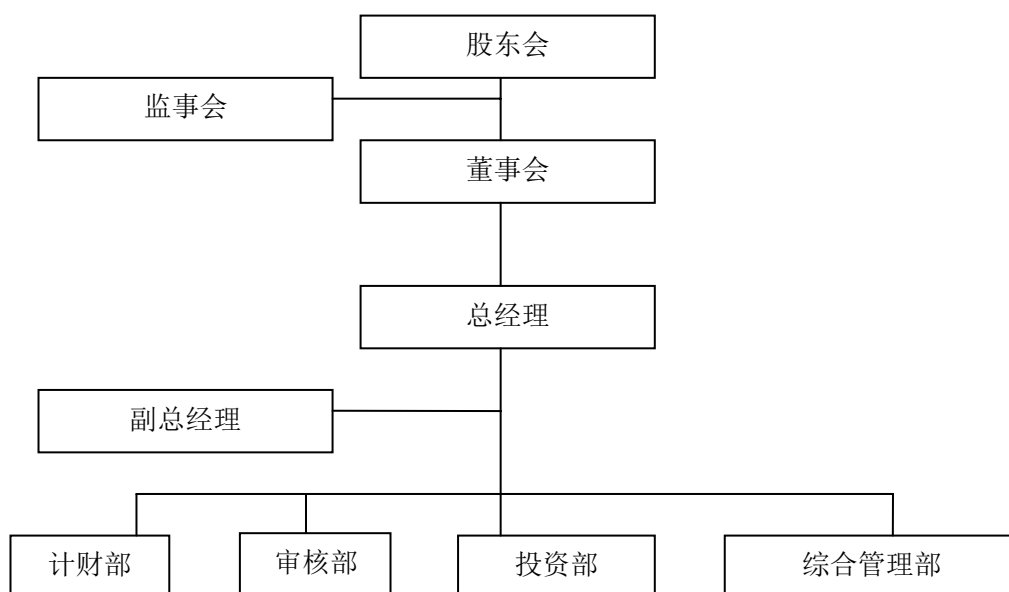
十、结论

综合考虑，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”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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	28.38	18.58	7.06
资产总额(亿元)	489.69	507.02	526.99
所有者权益(亿元)	181.53	185.17	209.71
短期债务(亿元)	44.26	61.70	106.89
长期债务(亿元)	222.83	212.76	179.10
全部债务(亿元)	267.08	274.46	285.98
营业收入(亿元)	11.52	3.35	2.99
利润总额(亿元)	3.78	7.58	8.82
EBITDA(亿元)	8.45	8.22	9.42
经营性净现金流(亿元)	-7.58	8.63	-5.45
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.22	2.31	3.10
存货周转次数(次)	0.47	0.07	0.07
总资产周转次数(次)	0.05	0.01	0.01
现金收入比(%)	32.20	76.19	70.44
营业利润率(%)	7.86	12.23	14.15
总资本收益率(%)	1.86	1.70	1.80
净资产收益率(%)	2.11	4.08	4.25
长期债务资本化比率(%)	55.11	53.47	46.06
全部债务资本化比率(%)	59.54	59.71	57.69
资产负债率(%)	62.93	63.48	60.21
流动比率(%)	141.52	98.12	86.41
速动比率(%)	91.49	63.17	59.25
经营现金流动负债比(%)	-9.07	8.05	-5.06
全部债务/EBITDA(倍)	31.61	33.41	30.37

注：1、已将长期应付款调至长期债务核算；

2、已将 2014 年底应付债券中于 2015 年 9 月到期的 28 亿元债券调整至短期债务核算。

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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 中长期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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。