

信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0381 号

天津经济技术开发区国有资产经营公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；

维持“12津开债01/PR津开01”和“12津开债02/PR津开02”的信用等级为AAA；

维持“15津开MTN001”的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十七日



天津经济技术开发区国有资产经营公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 天津经济技术开发区国有资产经营公司
 本次主体信用等级 **AA+** 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 **AA+** 评级展望 稳定
 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
12 津开债 01 /PR 津开 01	18.50	2012.12.03~ 2019.12.03	AAA	AAA
12 津开债 02 /PR 津开 02	4.50	2012.12.03~ 2022.12.03	AAA	AAA
15 津开 MTN001	50.00	2015.10.27~ 2020.10.27	AA+	AA+

注：“12 津开债 01/PR 津开 01”和“12 津开债 02/PR 津开 02”均由天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；“12 津开债 01/PR 津开 01”已兑付 11.10 亿元，余额为 7.40 亿元，“12 津开债 02/PR 津开 02”已兑付 1.35 亿元，余额为 3.15 亿元。

概况数据

天津经开（合并口径）	2015	2016	2017	2018.
总资产（亿元）	967.20	870.37	860.57	864.25
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	300.63	304.16	313.69	315.09
总负债（亿元）	666.57	566.21	546.88	549.16
总债务（亿元）	597.67	480.28	461.89	482.21
主营业务收入（亿元）	69.25	54.99	13.29	2.42
营业利润（亿元）	-1.50	-1.28	-4.38	-1.19
净利润（亿元）	5.63	3.79	-0.96	-0.96
EBIT（亿元）	7.75	6.62	1.32	-0.55
EBITDA（亿元）	11.55	10.53	5.73	--
经营活动净现金流（亿元）	-19.91	136.50	5.08	-7.44
收现比（X）	0.82	2.53	2.39	3.34
总资产收益率（%）	0.83	0.72	0.15	-0.26
主营业务毛利率（%）	11.48	11.92	21.67	21.74
应收类款项/总资产（%）	53.38	55.16	60.31	60.36
资产负债率（%）	68.92	65.05	63.55	63.54
总资本化比率（%）	66.53	61.23	59.55	60.48
总债务/EBITDA（X）	51.76	45.60	80.64	--
EBITDA 利息倍数（X）	0.37	0.39	0.31	--

注：1、公司各期财务报表均按照旧会计准则编制；2、中诚信国际将公司提供的 2015-2016 年“长期应付款”科目中带息债务金额调至相关负债科目，2017 年及 2018 年 1-3 月的相关科目不具有可比性；3、公司长期债务中包含长期应付款中的带息债务；4、2018 年一季度财务报表未经审计；5、公司未提供 2018 年一季度现金流量补充表及利息支出情况，故相关指标无效。

泰达控股（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	2,983.17	3,067.03	3,199.48	3,197.98
所有者权益合计（亿元）	673.75	722.07	744.25	743.42
总负债（亿元）	2,309.42	2,344.96	2,455.24	2,454.57
总债务（亿元）	1,792.14	1,848.08	2,061.66	1,922.42
营业总收入（亿元）	522.91	510.38	606.30	114.15
净利润（亿元）	16.88	4.67	10.27	-0.79
EBIT（亿元）	94.65	80.65	77.74	16.66
EBITDA（亿元）	122.02	111.90	104.97	--
经营活动净现金流（亿元）	1.29	-70.09	-22.63	9.35
营业毛利率（%）	18.29	11.94	8.83	11.48

基本观点

中诚信国际维持天津经济技术开发区国有资产经营公司（以下简称“天津经开”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“12 津开债 01/PR 津开 01”和“12 津开债 02/PR 津开 02”的债项信用等级为 **AAA**，维持“15 津开 MTN001”的债项信用等级为 **AA+**。

2017 年以来，天津经济技术开发区（以下简称“经开区”）持续保持较强的区域经济实力，公司持续获得股东支持。同时，中诚信国际也关注到宏观政策对土地收入影响较大、债务偿还压力较大、资产流动性较弱以及对外担保金额较大等因素对公司未来经营以及整体信用状况的影响。

中诚信国际亦考虑了天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“12 津开债 01/PR 津开 01”和“12 津开债 02/PR 津开 02”还本付息的保障作用。

优势

- **区域经济实力较强。**经开区以汽车和零部件制造、电子信息、石油化工、装备制造和医药健康为主导产业，各主导产业持续发展，招商引资情况良好。2018 年初，中心商务区合并至经开区，协同能力有所增强。
- **持续获得股东支持。**作为经开区重要的投资建设主体，公司持续获得股东支持，2017 年，公司获得与日常活动相关的政府补贴收入 2.08 亿元，获得现金注入 11.70 亿元。
- **偿债保障措施。**泰达控股提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“12 津开债 01/PR 津开 01”和“12 津开债 02/PR 津开 02”还本付息起到了保障作用。

关注

- **宏观政策对土地收入影响较大。**受国家政策的影响，公司填海造地业务暂缓，2017 年公司土地收入大幅减少，且未来公司填海造地业务能否开展存在不确定性。
- **债务偿还压力较大。**由于公司前期业务累计投入较大，形成较大的资金垫付，公司各年偿债压力均较大；2017 年，公司相关偿债指标有所弱化，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排和资金到账情况。
- **资产流动性较弱。**公司资产主要系应收类款项，截至 2018 年 3 月末，公司应收类款项占公司总资产的 60.36%，流动性较弱。此外，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 310.17 亿元，占总资产比重为 35.89%，较高的受限资产比重进一步降低了公司资产流动性。
- **对外担保金额较大。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 111.42 亿元，占净资产比重为 35.52%，对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

总资产收益率(%)	3.43	2.67	2.48	--
资产负债率(%)	77.41	76.46	76.74	76.75
总资本化比率(%)	72.68	71.91	73.48	72.11
总债务/EBITDA(X)	14.69	16.52	19.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.33	1.13	1.41	--

注：1、泰达控股各期财务报表均采用新会计准则编制；2、中诚信国际将泰达控股提供的 2015-2017 年及 2018 年一季度财务报表“其他流动负债”、“拆入资金”及“卖出回购金融资产款”科目中带息债务金额调入至有息债务（合并口径）；3、中诚信国际将泰达控股提供的 2016-2017 年及 2018 年一季度财务报表“其他应付款”科目中带息债务金额调入至有息债务（合并口径）；4、中诚信国际将泰达控股提供的 2017 年及 2018 年一季度财务报表“其他非流动负债”科目中带息债务金额调入至有息债务（合并口径）；5、中诚信国际将泰达控股提供的 2015-2017 年及 2018 年一季度财务报表中“长期应付款”科目中带息债务金额调入至有息债务；6、中诚信国际将泰达控股提供的 2015-2016 年“其他综合收益”调整至“资本公积”科目（合并口径）；7、2018 年一季度财务报表未经审计；8、泰达控股未提供 2018 年一季度现金流量补充表，故相关指标无效（合并口径）。

分析师

项目负责人：赵艳艳 yyzhao@ccxi.com.cn
项目组成员：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn
王紫薇 zwwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2018 年 6 月 27 日

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“12津开债 01/PR 津开 01”和“12津开债 02/PR 津开 02”共募集资金 23 亿元，全部用于天津南港工业区西港池南侧四区吹填及地基处理工程、天津南港工业区西港池南侧五区吹填工程项目，截至 2018 年 3 月末，以上两个项目均已基本完工，募集资金已全部使用完毕。

表 1：截至 2018 年 3 月末公司募投项目进展情况（亿元）

项目	项目总投资	已使用募集资金额度
天津南港工业区西港池南侧四区吹填及地基处理工程	32.50	18.00
天津南港工业区西港池南侧五区吹填工程	14.47	5.00
合计	46.97	23.00

资料来源：公司提供

基本分析

滨海新区及经开区经济实力较强，2018 年初，中央商务区合并至经开区，滨海新区功能区之间的协同能力有所增强

从经济指标来看，近年来滨海新区发展势头强劲，已经成为天津市经济发展的重点区域。2016 年，滨海新区实现地区生产总值 10,002.31 亿元，同比增长 10.80%，成为国内首个 GDP 过万亿元的国家级新区。其中，第一产业增加值 11.81 亿元，较 2015 年增长 2.30%；第二产业增加值 5,943.76 亿元，较 2015 年增长 11.4%；第三产业增加值 4,046.74 亿元，较 2015 年增长 10.1%。三次产业结构由上年的 0.1:62.5:37.4 调整为 0.1:59.4:40.5，第二产业占比较高，第三产业提升明显。

滨海新区自成立以来，形成了航空航天、汽车及装备制造、石油化工、电子信息、粮油轻纺、生物医药、新能源、新材料等八大优势产业。2016 年，八大优势产业总产值为 14,115.12 亿元，占全区规

模以上工业比重的 90.5%。

2016 年，滨海新区完成固定资产投资 4,609 亿元，比上年增长 9.6%。其中，租赁和商务服务业投资 2,334.22 亿元，较 2015 年增长 50.6%；水利环境和公共设施管理业投资 565.43 亿元，较 2015 年增长 12.3%；房地产开发投资 489.43 亿元，较 2015 年增长 10.6%。2016 年，实现第三产业投资 4,003.46 亿元，较 2015 年增长 24.80%，占总投资的 86.9%。

2016 年，滨海新区基础设施建设快速推进。寨上桥一期和塘汉路拓宽改造工程、塘汉快速路大辛口大修工程竣工通车；津汉高速、津汉联络线、津港高速二期、西外环高速（除海河大桥外）、疏港联络线完工；港塘路跨天津大道立交、北海路下穿进港二线地道、二大街跨津山铁路桥（一期）主体完工；滨铁 1 号线（B1 线）、滨铁 2 号线（Z4 线）、新区轨道控制中心开工建设。

在京津冀经济圈的辐射下，经开区经济发展继续保持较高增速。2016 年，经开区实现地区生产总值 3,049.83 亿元，同比增长 10.6%，占 2016 年滨海新区地区生产总值的比重约为 30.49%。从三次产业结构来看，经开区内没有第一产业，第二产业增加值完成 2,160.63 亿元，同比增长 8.9%；第三产业增加值完成 889.19 亿元，同比增长 15.4%。2016 年经开区固定资产投资额完成 430.72 亿元，其中，基础设施投资金额为 52.32 亿元。

经开区以汽车和零部件制造、电子信息、石油化工、装备制造和医药健康为主导产业。2017 年，经初步核算，2017 年经开区实现税收收入¹504.76 亿元，入驻企业包括大众、奥迪、三星、IBM、中国石油和修正药业等知名品牌。2017 年，经开区现代服务业实现增加值 846.7 亿元。经开区引进外资 564 美元，投资 1,000 万美元的项目有 1,415 个，截至 2017 年末，经开区累计引进 55 个国家和地区的外资项目共计 5,613 个，内资企业累计注册 33,806 个，注册资本合计达 15,721 亿元。2017 年，经开区进出口总额达 273.5 亿美元。

2018 年，天津市滨海新区进行功能区整合，将

¹ 资料来源：企业提供

原中央商务区和经开区合并成立新的经开区，经开区的经济实力和招商引资情况或进一步提升。

总体来看，滨海新区和经开区区域经济实力较强，2018年初，中央商务区合并至经开区，滨海新区功能区之间的协同能力有所增强。

受国家政策及经开区招商引资需求的影响，公司填海造地业务暂缓

公司填海造地业务主要由全资子公司天津南港工业区开发有限公司（以下简称“南港公司”）负责。南港工业区位于滨海新区南部，规划面积 200 平方公里，是滨海新区重点发展的港口工业基地之一。

2017 年以前，南港公司与经开区管委会签订《天津南港工业区土地出让补偿协议》，经开区管委会对南港公司前期土地整理成本进行补偿并给予一定投资利润，同时收回南港公司相应地块的土地使用权。2017 年，南港公司按照与天津经济技术开发区土地整理中心（以下简称“经开区土储中心”）签订的《天津市土地整理储备项目补偿合同》，以和经开区土储中心约定的 107.43 万元/亩的价格交付 203.74 亩的土地，在完成整理储备地块交付手续后确认土地收入 2.19 亿元，毛利率为 0.00%。

2018 年 1 月 21 日召开的全国海洋工作会议中提出我国将取消区域建设用海、养殖用海规划制度，对于已批准的，要求停止执行。我国将强化围填海年度计划指标硬约束，原则上不再审批一般性填海项目，年度计划指标主要用于保障党中央国务院批准同意的重大建设项目、公共基础设施、公益事业和国防建设四类用海，且不再分省下达。同时，由于公司已完工的填海项目已能满足目前的招商引资需求，公司填海造地业务暂缓。2018 年 1~3 月，公司未确认土地收入。

总体来看，受政策影响，目前南港公司填海造地业务暂缓，中诚信国际将持续关注南港公司未来业务的可持续性及其稳定性。

随着在建项目的完工且用于出租或出售，公司租赁收入有所增长，但房产销售收入有所下降

公司资产出售和出租业务的主要运营主体为公司本部及天津泰达发展有限公司（以下简称“泰达发展”）。目前，公司持有物业资产主要包括投资服务中心、金融街二期、泰达 MSD 等商业及办公物业项目；天滨公寓、天润公寓、瑞馨公寓、瑞达公寓、天渤公寓等公寓；以及西区厂房、丰华园二期厂房、西青厂房和其他独立厂房等。截至 2018 年 3 月末，公司可供出租的物业资产面积达 146.09 万平方米。2017 年，公司实现租赁收入 4.76 亿元，主要为物业资产租赁所带来的收入，较 2016 年有所上升；2017 年，公司实现房产销售收入 1.25 亿元，较 2016 年有所下降，主要系 2017 年公司仅有部分写字楼在售且销售数量较少。2018 年 1~3 月，公司实现租赁收入 1.29 亿元，未实现房产销售收入。

表 2：截至 2018 年 3 月末公司持有主要物业情况

物业名称	可用于出租面积 (平方米)	收入 (万元)	
		2017	2018.1~3
天滨公寓	129,077.86	648.97	274.53
天润公寓	72,975.49	766.62	269.60
瑞馨公寓	55,827.39	973.21	299.35
丰华园二期厂房	33,123.24	586.11	187.64
西区厂房	73,695.25	1,251.52	405.62
西青厂房	6,258.70	76.52	23.53
大陆汽车电子厂房	30,192.45	1,557.00	389.25
汤浅实业厂房	23,119.88	0.00	0.00
霍尼韦尔厂房	19,316.72	637.70	159.42
投资服务中心	65,400.00	8,228.57	2,057.14
SGS 厂房	3,774.48	444.67	184.04
瑞达公寓	22,763.13	1,844.87	1,136.05
天渤公寓	43,376.00	455.81	165.14
海云街厂房	97,813.88	1,154.81	322.43
天渤公寓二期	57,975.00	795.77	195.34
现代纺织厂房	8,101.87	52.61	17.06
福瑞家园	105,105.00	658.23	247.49
金融街二期	17,000.00	1,361.59	241.32
泰达 MSD-C 区	137,000.00	6,554.89	1,927.91
泰达 MSD-AB 区及 EA、EB	340,000.00	7,303.73	1,847.69

物业名称	可用于出租面积 (平方米)	收入 (万元)	
		2017	2018.1~3
开发区西区商业综合体	16,000.00	63.11	22.82
泰达 MSD-GH 区	74,000.00	3,742.97	890.67
雅诗阁公寓	29,000.00	1,588.50	351.32
合计	1,460,896.34	40,747.78	11,615.36

注：泰达 MSD-C 区建筑面积为 165,000 平方米，但实际可供出租面积为 137,000 平方米。

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，公司主要在建的物业项目包括泰达 MSD-A、B 区及中央广场、南港工业区投资服务中心及高管公寓等项目，建成后将成为公司稳定的物业收入来源。

表 3：截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
泰达 MSD-A、B 区及中央广场	40.00	37.46
高管公寓	13.56	12.47
泰达 MSD-F 区	10.25	10.02
泰达 MSD-I 区	13.65	3.47
南港工业区投资服务中心	7.00	4.20
合计	84.46	67.62

注：泰达广场项目和高管公寓项目总投资额有所调整

资料来源：公司提供

总体来看，2017 年公司租赁收入有所上升，是公司收入的重要来源，预计未来随着在建物业项目

表 4：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入与毛利率（亿元；%）

项目	2015		2016		2017		2018.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地收入	55.49	9.09	44.00	9.03	2.19	0.00	--	--
租赁收入	4.90	47.70	2.65	33.69	4.76	44.11	1.29	58.14
房产销售收入	5.28	9.26	3.40	34.15	1.25	39.77	--	--
其他收入	3.59	2.24	4.94	10.70	5.08	5.50	1.13	-2.65
合计/综合	69.25	11.48	54.99	11.92	13.29	21.67	2.42	21.74

注：2016 年，公司部分物业出租收入未计入租赁收入。

资料来源：公司财务报表

期间费用方面，2017 年，公司的三费合计为 6.12 亿元，主要系管理费用和财务费用，分别为 2.97 亿元和 2.43 亿元。2017 年，公司收入规模的进一步下降使得公司三费收入占比上升至 46.03%，较高的三费支出侵蚀了公司的利润。2018 年一季度公司收入规模较小，三费收入占比很高，为 70.23%。

的陆续完工，公司租赁收入有望进一步上升。

财务分析

以下分析基于经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司各期财务报表均使用旧会计准则。

盈利能力

2017 年，公司的主营业务收入下降至 13.28 亿元，主要系土地收入大幅下滑，2017 年，公司确认土地收入 2.19 亿元，且根据公司签订的《天津市土地整理储备各项目补偿合同》，公司确认的土地收入和成本均为 2.19 亿元，毛利率为 0.00%；2017 年，公司租赁收入 4.76 亿元，较 2016 年有所回升；2017 年，公司房产销售均价上升，公司房产销售毛利率随之上升，但由于销售数量较少，公司房产销售收入下降至 1.25 亿元，当期销售以写字楼为主。2018 年 1~3 月，公司主营业务收入 2.42 亿元，较去年同期有所增长。

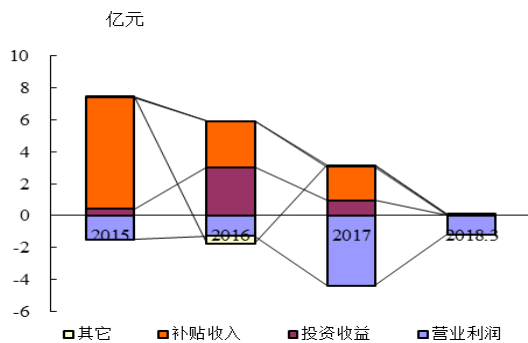
表 5：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月期间费用分析

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
营业费用（亿元）	0.54	0.63	0.72	0.16
管理费用（亿元）	3.54	3.46	2.97	0.80
财务费用（亿元）	1.83	2.01	2.43	0.74
三费合计（亿元）	5.91	6.10	6.12	1.70
营业总收入（亿元）	69.25	54.99	13.29	2.42
三费收入占比（%）	8.53	11.09	46.03	70.23

资料来源：公司财务报表

利润总额方面，2017 年公司利润总额为-1.22 亿元，由于土地收入大幅减少且毛利率为零，公司利润总额下降为负；同期，财政补贴由 2016 年的 2.89 亿元下降至 2.08 亿元。2017 年，公司实现投资收益 0.97 亿元，由于公司获得的股权投资的分红减少，公司投资收益较 2016 年大幅下降。2018 年 1~3 月，公司利润总额为-1.08 亿元，其中，营业利润和补贴收入分别为-1.19 亿元和 0.00 亿元。

图 1：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表

总体来看，公司租赁业务收入有所增加且毛利率较高，公司其他收入对公司的主营业务收入形成了一定的补充，整体毛利率水平有所上升。2017 年，土地收入的减少使得公司主营业务收入大幅下降，较大的三费支出侵蚀了公司的利润，同时投资收益和政府补助金额有所下降，公司利润总额下降为负。

偿债能力

截至 2017 年末，公司资产规模由 2016 年末的 870.37 亿下降至 2017 年末的 860.57 亿元。由于公司新增房地产及工程项目投资，公司存货上升至 77.13 亿元，同期，由于公司新增对联营企业的股权投资及偿还部分长期借款，公司货币资金下降至 30.00 亿元。截至 2017 年末，公司负债规模有所下降，总负债由 2016 年末的 566.21 亿元下降为 546.88 亿元，主要系公司其他应付款大幅下降所致，同时，公司一年内到期的长期负债大幅上升至 76.96 亿元，公司面临一定流动性压力。截至 2017 年末，

公司所有者权益(含少数股东权益)为 313.69 亿元，有所增长，主要系经开区管委会新增注资 11.70 亿元，其中 10.00 亿元计入实收资本，1.70 亿元计入资本公积。另外，2017 年公司有 20.00 亿元资本公积转增实收资本，截至 2017 年末，公司实收资本上升至 158.00 亿元。截至 2017 年末，公司资产负债率有所和总资本化比率分别下降至 63.55% 和 59.55%。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益(含少数股东权益)为 315.09 亿元，资产负债率和总资本化比率分别下降至 63.54% 和 60.48%，与 2017 年末相比基本保持稳定。

2017 年，由于公司主营业务收入大幅下降，公司经营活动现金流入大幅减少，公司经营活动净现金流为 5.08 亿元，较 2016 年大幅下降；2017 年公司投资活动现金流入规模有所下降，同时，公司增加联营企业的股权投资，投资活动现金流出增加，公司投资活动净现金流为-14.24 亿元；2017 年，公司吸收投资收到的现金大幅上升，主要为收到经开区管委会的注资，同期公司取得借款收到的现金大幅下降，故当年公司筹资活动流入规模较 2016 年有所下降，同时，公司偿还债务支付的现金大幅下降，筹资活动现金流缺口较 2016 年有所减小，2017 年，公司筹资活动净现金流为-14.00 亿元。

截至 2017 年末，公司总债务下降至 461.89 亿元。从偿债能力指标来看，由于公司经营活动净现金流大幅下降，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力下降，经营活动净现金流利息保障倍数和经营活动净现金流/总债务分别为 0.28 倍和 0.01 倍。同时，受土地业务影响，公司 EBITDA 大幅下滑，对债务本息的覆盖能力有所减弱，2017 年，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 80.64 倍和 0.31 倍。

表 6：2015 年~2018 年 3 月公司偿债能力指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.3
短期债务(亿元)	65.92	40.20	76.96	62.40
总债务(亿元)	597.67	480.28	461.89	482.21
EBITDA(亿元)	11.55	10.53	5.73	--
经营活动净现金流(亿元)	-19.91	136.50	5.08	-7.44

资产负债率 (%)	68.92	65.05	63.55	63.54
总资本化比率 (%)	77.59	73.16	59.55	60.48
总债务/EBITDA (X)	51.76	45.60	80.64	--
EBITDA 利息倍数 (X)	0.37	0.39	0.31	--
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.03	0.28	0.01	--
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-0.64	5.12	0.28	--

资料来源：公司财务报表

从债务到期分布来看，公司未来各年偿债压力均较大，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排和资金到账情况。2017年，公司完成地方政府债务置换 12.5 亿元，已全部置换完毕。

表 7：截至 2018 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目名称	2018.4-12	2019	2020	2021	2022 及以后
到期债务	62.40	84.51	150.42	77.57	107.31

资料来源：公司提供

或有负债方面，根据公司年报披露信息所示，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 111.42 亿元，占净资产比重为 35.52%，被担保单位均为经开区内国有控股企业。

截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计²为 310.17 亿元，占总资产比重为 35.89%，主要系公司持有的物业资产。

截至 2018 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 576.07 亿元，未使用银行授信额度为 47.09 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 6 月 8 日，公司及其子公司无逾期借款或其他不良信用记录。

担保实力

泰达控股为天津经开发行的 23.00 亿元债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保的范围包括债券的本金和利息、违约金、损害

² 资料来源：公司提供

赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

泰达控股成立于 2001 年，以原天津经济技术开发区总公司为基础框架，将天津市泰达集团有限公司、天津经济技术开发区建设集团公司纳入其中，经统筹组合设立。天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）代表天津市人民政府（以下简称“市政府”）对公司履行出资人职责，依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等出资人权利。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 100.77 亿元，市国资委是公司的唯一股东及实际控制人。

经过多年发展，泰达控股经营范围涉及实业投资、金融、房地产、滨海新区内的区域开发和公用事业等多个领域。截至 2018 年 3 月末，泰达控股纳入合并报表的二级子公司共计 43 家。公司子公司天津市泰达国际控股（集团）有限公司（以下简称“泰达国际”）是承担市属国有金融资产出资人职责的金融控股集团，目前已形成包括银行、证券、保险、信托、资产管理、投资等较为全面的金融业务布局。

截至 2017 年末，泰达控股总资产 3,199.48 亿元，所有者权益合计 744.25 亿元，资产负债率 76.74%；2017 年，泰达控股实现营业总收入 606.30 亿元，净利润 10.27 亿元，经营活动净现金流-22.63 亿元。截至 2018 年 3 月末，泰达控股总资产 3,197.98 亿元，所有者权益合计 743.42 亿元，资产负债率 76.75%；2018 年 1~3 月，泰达控股实现营业总收入 114.15 亿元，净利润-0.79 亿元，经营活动净现金流 9.35 亿元。

泰达控股主营业务包括商品销售、房地产、公共事业、物流等多个领域，其中商品销售业务收入对泰达控股收入贡献度较大，商品销售收入主要为钢管销售收入，此外还包含铜材、批发及贸易、天然气等商品销售收入。商品销售业务经营主体为天津钢管集团股份有限公司（以下简称“天津钢管”），天津钢管是国内最大的无缝钢管生产企业之一，主营石油管套、热轧管等专用管材的生产和销售。泰达控股是天津钢管第一大股

东，持有天津钢管57%的股份。

整体来看，泰达控股拥有很强的综合实力和业务持续发展能力，中诚信国际评定泰达控股主体信用等级为 **AAA**，能够为“12 津开债 01/PR 津开 01”及“12 津开债 02/PR 津开 02”提供极有力担保。

评级展望

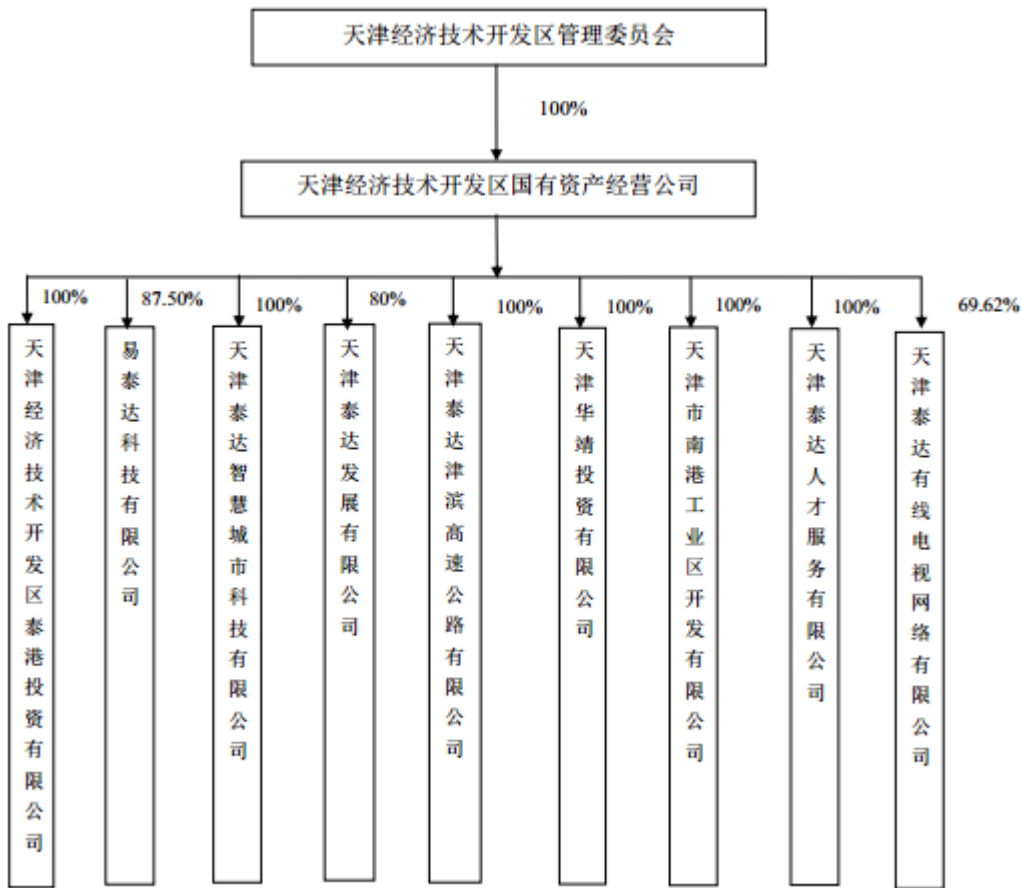
经开区主导产业持续发展，中央商务区与经开区合并，协同能力有所增强；公司作为经开区最大的开发主体，在经开区建设发展过程中具有重要的地位；公司在资金方面持续获得股东支持。同时，中诚信国际也关注到公司填海造地业务未来能否开展具有不确定性、公司未来各年偿债压力均较大、公司应收类款项占比较高以及公司存在或有负债风险等因素对公司未来经营以及整体信用状况的影响

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

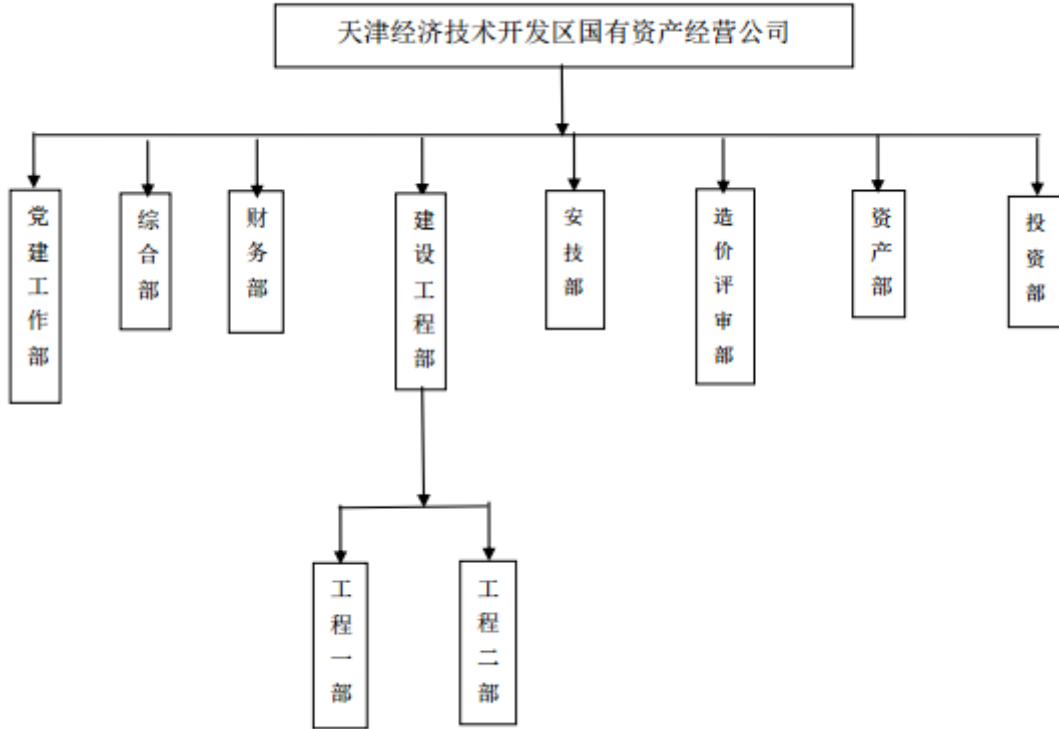
综上，中诚信国际维持天津经济技术开发区国有资产经营公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“12 津开债 01/PR 津开 01”和“12 津开债 02/PR 津开 02”的债项信用等级为 **AAA**；维持“15 津开 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：天津经济技术开发区国有资产经营公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：天津经济技术开发区国有资产经营公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：天津经济技术开发区国有资产经营公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	570,304.57	532,449.11	300,031.03	327,237.65
应收账款净额	2,861,121.72	2,296,177.02	2,181,437.38	2,123,535.45
其他应收款	2,301,959.15	2,504,925.39	3,008,979.46	3,093,373.01
存货净额	959,181.48	529,569.72	771,303.57	775,272.20
长期股权投资	155,656.39	216,432.55	331,549.80	329,101.24
在建工程	750,079.02	656,776.86	695,908.69	707,046.01
无形资产	49,999.70	45,481.88	57,131.78	58,589.91
总资产	9,672,005.54	8,703,676.08	8,605,650.86	8,642,520.33
其他应付款	330,748.89	415,168.54	315,241.47	257,847.73
短期债务	659,155.07	401,963.28	769,570.33	624,032.46
长期债务	5,317,567.87	4,400,846.28	3,849,286.04	4,198,091.83
总债务	5,976,722.94	4,802,809.57	4,618,856.36	4,822,124.28
总负债	6,665,727.24	5,662,050.28	5,468,758.68	5,491,636.53
费用化利息支出	18,029.77	24,618.84	25,364.34	5,308.72
资本化利息支出	295,513.59	242,155.59	156,829.85	33,036.51
实收资本	1,280,000.00	1,280,000.00	1,580,000.00	1,580,000.00
少数股东权益	81,447.06	78,645.71	75,706.18	74,456.83
所有者权益(含少数股东权益)	3,006,278.30	3,041,625.79	3,136,892.18	3,150,883.80
主营业务收入	692,518.66	549,878.26	132,857.08	24,240.48
营业利润	-15,035.24	-12,847.07	-43,816.66	-11,881.86
投资收益	4,248.52	30,186.19	9,652.45	252.74
营业外收入(含补贴收入)	70,468.81	29,503.27	22,292.92	951.65
净利润	56,285.60	37,917.87	-9,567.58	-9,630.26
EBIT	77,532.41	66,232.86	13,172.47	-5,501.70
EBITDA	115,480.93	105,328.39	57,280.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金	570,275.83	1,390,026.69	316,949.04	81,053.98
收到其他与经营活动有关的现	1,814,572.74	1,320,178.61	348,951.89	109,089.11
购买商品、接受劳务支付的现金	326,603.58	301,211.87	127,074.75	45,341.16
支付其他与经营活动有关的现	2,119,208.53	903,235.53	444,800.45	209,527.59
吸收投资收到的现金	77,848.60	11,428.50	129,996.04	50,000.00
资本支出	62,797.92	14,984.11	47,798.82	12,586.39
经营活动产生现金净流量	-199,101.86	1,365,021.00	50,831.95	-74,430.98
投资活动产生现金净流量	-45,995.77	-55,643.55	-142,446.04	-10,595.70
筹资活动产生现金净流量	299,578.29	-1,348,043.88	-140,020.90	112,258.23
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
主营业务毛利率(%)	11.48	11.92	21.67	21.74
三费收入比(%)	8.53	11.09	46.03	70.23
应收类款项/总资产(%)	53.38	55.16	60.31	60.36
收现比(X)	0.82	2.53	2.39	3.34
总资产收益率(%)	0.83	0.72	0.15	-0.06
流动比率(X)	6.42	5.88	4.49	5.57
速动比率(X)	5.63	5.41	3.96	4.91
资产负债率(%)	68.92	65.05	63.55	63.54
总资本化比率(%)	66.53	61.23	59.55	60.48
长短期债务比(X)	0.12	0.09	0.20	0.15
经营活动净现金/总债务(X)	-0.03	0.28	0.01	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.30	3.40	0.07	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.64	5.12	0.28	-1.94
总债务/EBITDA(X)	51.76	45.60	80.64	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.26	0.07	--
货币资金/短期债务(X)	0.87	1.32	0.39	0.52
EBITDA 利息倍数(X)	0.37	0.39	0.31	--

注：1、公司各期财务报表均按照旧会计准则编制；2、中诚信国际将公司提供的 2015-2016 年“长期应付款”科目中带息债务金额调至“长期借款”科目，2017；及 2018 年 1-3 月，相关科目不具有可比性；3、长期债务中包含长期应付款中的带息债务；4、2018 年一季度财务报表未经审计；5、公司未提供 2018 年一季度现金流量补充表及利息支出情况，故相关指标无效。

附四：天津泰达投资控股有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	4,171,734.39	2,918,673.06	3,412,578.03	3,668,026.62
交易性金融资产	1,955,736.46	2,888,099.51	3,152,586.56	2,680,535.11
应收账款净额	844,006.96	988,242.23	1,252,856.00	1,220,752.05
其他应收款	1,779,410.38	1,805,273.02	1,860,612.32	1,595,236.83
存货净额	6,960,801.80	7,462,946.30	7,491,325.07	7,530,028.42
可供出售金融资产	2,580,132.37	2,382,693.39	2,218,175.17	2,493,952.48
长期股权投资	2,253,944.83	2,404,131.70	2,579,529.25	2,653,919.22
固定资产	2,843,457.38	2,838,830.57	3,629,066.25	3,588,496.34
在建工程	1,662,145.32	1,608,654.43	1,134,468.89	1,111,301.45
无形资产	633,575.75	694,280.19	681,162.12	670,656.99
总资产	29,831,698.80	30,670,333.24	31,994,849.72	31,979,816.93
其他应付款	1,258,997.92	1,043,938.41	1,119,571.71	1,013,919.43
短期债务	9,742,709.08	10,656,179.83	13,017,205.41	9,589,318.52
长期债务	8,178,680.31	7,824,636.25	7,599,443.88	9,634,875.62
总债务	17,921,389.39	18,480,816.08	20,616,649.29	19,224,194.15
净债务	13,749,655.01	15,562,143.02	17,204,071.26	15,556,167.52
总负债	23,094,199.37	23,449,594.59	24,552,383.43	24,545,666.29
费用化利息支出	693,389.72	655,804.34	575,949.32	164,253.06
资本化利息支出	222,549.17	332,479.21	166,131.91	49,893.18
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,007,695.00	1,007,695.00
少数股东权益	2,396,196.73	2,834,061.64	2,852,690.15	2,862,234.64
所有者权益合计	6,737,499.43	7,220,738.64	7,442,466.29	7,434,150.63
营业总收入	5,229,091.57	5,103,809.90	6,062,983.01	1,141,452.59
三费前利润	813,657.33	542,971.40	453,140.41	125,502.82
营业利润	-11,184.17	-110,214.53	175,908.68	-14,117.44
投资收益	499,212.66	684,808.13	528,979.12	91,383.71
营业外收入	281,161.06	286,074.87	38,799.67	18,746.78
净利润	168,803.79	46,743.92	102,671.20	-7,853.37
EBIT	946,513.23	806,459.22	777,448.66	166,600.32
EBITDA	1,220,216.01	1,118,974.86	1,049,657.65	--
销售商品、提供劳务收到的现金	6,258,405.10	6,746,408.70	7,369,956.29	1,393,261.90
收到其他与经营活动有关的现金	2,382,314.62	1,921,153.46	1,681,155.09	1,553,551.69
购买商品、接受劳务支付的现金	5,644,817.95	5,895,445.57	6,625,102.83	946,560.31
支付其他与经营活动有关的现金	3,056,242.62	3,126,010.87	1,355,686.51	1,707,223.14
吸收投资收到的现金	1,134,746.40	721,990.79	150,000.00	0.00
资本支出	300,780.35	469,037.42	374,842.99	73,176.03
经营活动产生现金净流量	12,884.87	-700,873.74	-226,254.21	93,453.34
投资活动产生现金净流量	-586,162.98	-163,154.92	302,867.96	-174,443.60
筹资活动产生现金净流量	1,745,292.52	-167,356.24	211,224.42	-86,309.54
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	18.29	11.94	8.83	11.48
三费收入比(%)	25.74	23.05	18.25	20.75
总资产收益率(%)	3.43	2.67	2.48	--
流动比率(X)	1.20	1.17	1.16	1.30
速动比率(X)	0.72	0.69	0.71	0.78
资产负债率(%)	77.41	76.46	76.74	76.75
总资本化比率(%)	72.68	71.91	73.48	72.11
长短期债务比(X)	1.19	1.36	1.71	1.00
经营活动净现金流/总债务(X)	0.001	-0.04	-0.01	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.001	-0.07	-0.02	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.01	-0.71	-0.30	0.44
总债务/EBITDA(X)	14.69	16.52	19.64	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.11	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.43	0.27	0.26	0.38
EBITDA 利息倍数(X)	1.33	1.13	1.41	--

注：1、泰达控股各期财务报表均采用新会计准则编制；2、中诚信国际将泰达控股提供的 2015~2017 年及 2018 年一季度财务报表“其他流动负债”、“拆入资金”及“卖出回购金融资产款”科目中带息债务金额调入至有息债务（合并口径）；3、中诚信国际将泰达控股提供的 2016~2017 年及 2018 年一季度财务报表“其他应付款”科目中带息债务金额调入至有息债务（合并口径）；4、中诚信国际将泰达控股提供的 2017 年及 2018 年一季度财务报表“其他非流动负债”科目中带息债务金额调入至有息债务（合并口径）；5、中诚信国际将泰达控股提供的 2015~2017 年及 2018 年一季度财务报表中“长期应付款”科目中带息债务金额调入至有息债务；6、中诚信国际将泰达控股提供的 2015~2016 年“其他综合收益”调整至“资本公积”科目（合并口径）；7、2018 年一季度财务报表未经审计；8、泰达控股未提供 2018 年一季度现金流量补充表，故相关指标无效（合并口径）。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 应付短期融资券 + 一年内到期的长期借款 + 债务调整

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 债务调整

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 营业费用) / 主营业务收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

长短期债务比 = 短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附七：债项信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券/票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券/票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券/票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券/票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券/票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券/票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券/票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券/票据。
C	不能偿还债券/票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。