

# 信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]614 号

天津保税区投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“天津保税区投资控股集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第二期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月三十一日



# 信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]614 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对天津保税区投资控股集团有限公司和其拟发行的“天津保税区投资控股集团有限公司 2019 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第二期)”信用状况进行综合分析和评估,确定天津保税区投资控股集团有限公司主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定,本期债券信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月三十一日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与天津保税区投资控股集团有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与天津保税区投资控股集团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。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 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控股集团有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受天津保税区投资控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 天津保税区投资控股集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第二期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年7月31日



# 天津保税区投资控股集团有限公司 2019 年公开发行 公司债券（面向合格投资者）（第二期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】614 号

## 评级结果

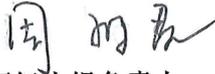
主体信用等级：AAA  
评级展望：稳定  
本期债券信用等级：AAA

## 债券概况

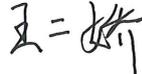
本期债券发行额：不超过  
（含）10 亿元  
本期债券期限：3 年  
资金用途：偿还公司借款  
偿还方式：每年付息一次，  
到期一次还本

## 评级时间

2019年7月31日

  
评级小组负责人  
周丽君

## 评级小组成员

王二娇 

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn  
电话：010-62299800  
传真：010-62299803  
地址：北京市朝阳区朝外西街3  
号兆泰国际中心C座12层  
100600

## 评级观点

东方金诚认为，天津港保税区紧邻天津港和天津滨海国际机场，产业聚集效应明显，经济实力很强；天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）从事的天津港保税区内的基础设施建设、公用事业运营等业务具有很强的区域专营性，在增资、资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持；近年来公司股权投资规模较大，所投资的天津银行、渤海证券等企业运营良好，持续为公司带来较大规模的投资收益。

同时，东方金诚也关注到，公司代建项目投资规模较大，建设资金回收周期及方式尚未明确，形成了相对较大的资金占用；公司债务率处于较高水平，短期债务占比较大；公司经营获现能力有所下降，随着 2018 年投资活动现金流转为净流出，公司资金来源对外部融资的依赖性加强。

东方金诚评定公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体信用及本期债券偿付保障措施的分析 and 评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

## 主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月 (未审计)
资产总额 (亿元)	1175.51	1104.71	1317.57	1356.43
所有者权益 (亿元)	401.88	411.64	468.26	464.17
全部债务 (亿元)	694.62	620.08	790.07	837.53
营业收入 (亿元)	66.80	71.16	81.82	15.55
利润总额 (亿元)	24.35	10.54	17.57	-0.52
EBITDA (亿元)	43.97	22.40	43.59	-
营业利润率 (%)	18.04	13.02	15.49	-
净资产收益率 (%)	4.45	1.71	3.12	-
资产负债率 (%)	65.81	62.74	64.46	65.78
全部债务资本化比率 (%)	63.35	60.10	62.79	64.34
流动比率 (%)	160.65	131.59	172.18	337.80
全部债务/EBITDA (倍)	15.80	27.69	18.13	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.24	0.78	1.12	-
EBITDA/本期债券发行额 (倍)	4.40	2.24	4.36	-

注：表中数据来源于公司 2016 年~2018 年经审计的合并财务报表及 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表；本期债券发行额按 10.00 亿元计算。

### 评级结果

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

### 债券概况

本期债券发行额：不超过  
(含) 10 亿元

本期债券期限：3 年

资金用途：偿还公司借款

偿还方式：每年付息一次，  
到期一次还本

### 评级时间

2019年7月31日

### 评级小组负责人

周丽君 

### 评级小组成员

王二娇 

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3  
号兆泰国际中心C座12层  
100600

### 优势

- 天津港保税区紧邻天津港和天津滨海国际机场，产业集聚效应明显，经济实力很强；
- 公司从事的天津港保税区内的基础设施建设、公用事业运营等业务具有很强的区域专营性，在增资、资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持；
- 近年来公司股权投资规模较大，所投资的天津银行、渤海证券等企业运营良好，持续为公司带来较大规模的投资收益。

### 关注

- 公司代建项目投资规模较大，建设资金回收周期及方式尚未明确，形成了相对较大的资金占用；
- 公司债务率处于较高水平，短期债务占比较大；
- 公司经营获现能力有所下降，随着 2018 年投资活动现金流转为净流出，公司资金来源对外部融资的依赖性加强。

## 主体概况

天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“天保投控”或“公司”）前身为天津保税区投资控股有限公司，系经天津港保税区管理委员会（以下简称“保税区管委会”）批准，由天津港保税区国有资产管理局（以下简称“保税区国资局”）于2008年12月出资组建的国有独资公司，初始注册资本为人民币2000.00万元。

2008年12月，根据保税区管委会《关于整合区属国有企业组建母公司的决定》文件，天津港保税区原两大国有企业天津天保控股有限公司<sup>1</sup>（以下简称“天保控股”）和天津保税区投资有限公司<sup>2</sup>（以下简称“天保投资”）100%的股权被无偿划转至公司，公司资本公积增至人民币200.16亿元，同时公司将资本公积中49.80亿元转增实收资本至50.00亿元。2009年9月，公司名称变更为现名。后经多次增资。截至2019年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币212.53亿元；保税区国资局持有公司100.00%的股权，保税区管委会是公司的实际控制人。

公司是天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要从事天津港保税区的基础设施建设及土地开发、公用事业运营等业务，以及房地产开发、商贸物流和金融等其他经营性业务。

截至2019年3月末，公司拥有11家二级子公司。

表 1：截至 2019 年 3 月末天保投控下属二级子公司情况

单位：万元、%

公司名称	主营业务	成立日期	注册资本	持股比例	取得方式
天津天保控股有限公司	基础设施建设及土地开发、公用事业运营、房地产开发、商贸物流等	1999.01.28	673053.15	100	划拨
天津保税区投资有限公司	基础设施建设及土地开发、房地产开发、航空业务、股权投资	2002.01.18	855000.00	100	划拨
天津天保财务有限公司	金融业务	2012.09.25	300000.00	100	设立
天津天保嘉顺投资有限公司	房地产开发	2011.05.31	10000.00	100	设立
天津天保嘉业投资有限公司	房地产开发	2009.08.25	111600.00	100	设立
天津天保嘉圆投资有限公司	房地产开发	2010.01.29	106310.00	100	设立
天津滨海新区天保小额贷款有限公司	金融业务	2009.03.25	100000.00	100	设立
天津天保租赁有限公司	金融业务	2011.10.26	100000.00	100	设立
天津天保财务管理有限公司	金融业务	2013.06.25	2000.00	100	设立
天津天保商业保理有限公司	金融业务	2013.12.16	50000.00	100	设立
天保控股香港有限公司	-	2013.12.24	51577.73	100	设立

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

<sup>1</sup> 天津天保控股有限公司于1999年1月经天津市人民政府批准，在天津港保税区开发服务总公司和天津港保税区建设服务总公司的基础上组建。其中，天津港保税区开发服务总公司和天津港保税区建设服务总公司成立于天津港保税区建设初期，为该区域的建设发展而服务。

<sup>2</sup> 天津保税区投资有限公司成立于2002年1月，成立初期主要负责天津港保税区的拓展区——天津空港物流加工区（天津空港经济区前身）的开发建设。

自 2017 年起，由于公司间接持有的空中客车（天津）总装有限公司（以下简称“空客总装公司”）的股权被稀释<sup>3</sup>，空客总装公司不再纳入公司合并报表范围，公司 2017 年开始不再实现航空业务收入。截至 2016 年末，空客总装公司资产总额为 12.41 亿元，所有者权益 10.48 亿元；2016 年，空客总装公司实现营业收入 4.98 亿元，净利润 1.01 亿元。

## 本期债券主要条款及募集资金用途

### 本期债券主要条款

公司拟公开发行不超过（含）10.00 亿元的 2019 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第二期）（以下简称“本期债券”）。期限方面，本期债券 3 年。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过（含）10.00 亿元，将全部用于偿还公司借款。

表 2：本期债券偿还债务明细

单位：万元

用款主体	借款简称	借款余额	本期债券募集资金拟使用金额	借款期限
天保投控	农业银行	30000.00	30000.00	2018.11.22-2019.11.21
天保投控	农业银行	20000.00	20000.00	2018.11.23-2019.11.22
天保投控	工商银行	117000.00	50000.00	2018.11.30-2019.11.29
<b>合计</b>	-	<b>167000.00</b>	<b>100000.00</b>	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 宏观经济与政策环境

### 宏观经济

2019 年上半年 GDP 增速降至 6.3%，经济增长展现较强韧性；下半年外部逆风有所加大，国内逆周期调节政策有望进一步发力，全年 GDP 增速将为 6.2%，继续处于目标区间

上半年经济下行压力有所显现。据初步核算，1~6 月国内生产总值累计 450933 亿元，同比实际增长 6.3%，增速较上年全年下滑 0.3 个百分点。其中，一季度 GDP 同比增速为 6.4%，二季度降至 6.2%。2019 年我国经济运行面临的环境更趋复杂严峻，特别是二季度以来，在中美经贸摩擦升级的同时，全球经济减速态势也愈加明显。但在国内逆周期政策适时预调微调作用下，上半年经济增长仍展现出较强韧性。

工业生产放缓，企业盈利承压。主要受需求走弱等因素影响，1~6 月规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速不及上年全年的 6.2%。下半年，在内外需求

<sup>3</sup> 详情见本报告“业务运营”部分。

同步放缓背景下，工业增速料将延续下行，预计全年累计增速将降至 5.8%。受高基数、PPI 涨幅收窄、汽车行业利润大幅下滑影响，1~5 月工业企业利润同比下降 2.3%，结束此前两年连续高增局面。不过，这一降幅较一季度收窄 1.0 个百分点，主因增值税减税政策带动企业盈利改善。

固定资产投资增速触底企稳。1~6 月固定资产投资同比增长 5.8%，增速较上年全年下滑 0.1 个百分点，已现触底企稳态势。具体来看，1~6 月基建投资同比增速小幅反弹至 4.1%，回升幅度不及预期，但随着专项债新规落地，下半年基建投资增速有望明显加快。受低库存和房企“快周转”模式带动，上半年房屋施工面积和建安投资明显加速，带动房地产开发投资同比增速加快至 10.9%，预计下半年形成 GDP 的建安投资仍将保持较高增长水平。在利润承压、投资信心不振等影响下，1~6 月制造业投资同比增速降至 3.0%，下半年料难现明显反弹。

商品消费整体偏弱。1~6 月社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比增速为 8.4%，不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速下滑是主要拖累。下半年汽车销量对社零增长的拖累有望缓和，但经济下行压力和市场不确定性会抑制居民消费信心，预计社零增速将维持在 8.5% 的低位附近。1~6 月 CPI 累计同比上涨 2.2%，其中 6 月同比增速保持在 2.7% 的近期较高水平，猪肉价格上涨引发普遍关注。下半年猪肉价格还有一定走高空间，但其他商品价格跟涨效应难以出现，全年通胀总体仍将处于 3.0% 以下，不会对货币政策形成明显掣肘。

上半年净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~6 月我国出口额同比增长 6.1%，进口额增长 1.4%，增速分别较上年全年下滑 1.0 和 11.5 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，1~6 月我国货物贸易顺差同比扩大 41.6%，带动净出口对经济增长的拉动明显提升。不过，在外部逆风加大背景下，下半年出口或将出现负增长，同时国内稳增长政策有望加码，进口增速较快下降局面将有所改观。由此，下半年净出口对经济增长的拉动力可能大幅收缩。

东方金诚预计，下半年宏观经济运行的外部环境更趋复杂，国内宏观政策会进一步向稳增长方向微调，基建提速可期，汽车销售对消费的拖累作用也有望缓和。预计下半年 GDP 增速将降至 6.1%，全年 GDP 增速将为 6.2%，继续处于年初设定的 6.0%~6.5% 的目标区间范围内。

## 政策环境

### M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，下半年货币政策将维持宽松基调

社会融资规模同比多增，货币供应量增速见底回升。1~6 月新增社融累计 13.21 万亿元，同比多增 3.14 万亿元，带动 6 月末社融存量同比增速回升至 10.9%，较上年末加快 1.1 个百分点。主要原因是上半年货币政策环境维持宽松，宽信用政策效果有所显现。除人民币贷款多增、表外融资少减外，1~6 月新增债券规模明显高于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债额度增加、发行前置带来的影响。6 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.5%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，表明银行体系派生资金能力有所增强；狭义货币（M1）余额同比增长 4.4%，仍处偏低

水平，显示实体经济活跃程度依然较低。

当前经济下行压力犹存，货币政策将维持宽松基调，预计下半年还将有 1~2 次降准，同时不排除降息的可能，但“大水漫灌”式的连续、全面降准降息的概率很小。预计央行将继续通过定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款再贴现等结构性货币政策工具，引导金融机构对民营、小微企业等薄弱环节“定向滴灌”。同时，旨在降低企业融资成本的利率并轨也有望在下半年取得实质性进展。

### 减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，下半年积极财政政策仍有发力空间

受减税政策及经济活动放缓影响，1~6 月财政收入累计同比增长 3.4%，增速较上年同期下滑 7.2 个百分点，其中税收收入同比增长 0.9%，增速较上年同期下滑 13.5 个百分点。1~6 月财政支出累计同比增长 10.7%，增速高于上年同期的 7.8%，基建相关支出均有明显加速。

下半年经济增速料将稳中趋缓，PPI 涨势较弱，加之前期减税政策效应持续显现，预计财政收入增长将面临更大下行压力。支出方面，着眼于基建提速需求，下半年财政政策将保持积极取向，并将根据形势变化相机而动。如果经济下行压力继续加大，不排除通过扩大专项债额度、发行特别国债、适度上调财政赤字率等措施，拓宽财政发力空间。总体上看，下半年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 1. 基础设施建设

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；2018 年以来城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20 世纪 90 年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1995 年~2018 年，城镇化率由 29.04% 增加至 59.58%，平均每年增长 1.3 个百分点，意味着平均每年约 2000 万农村人口流入城镇。1995 年~2017 年，基础设施建设投资完成额由 0.41 万亿元增加至 17.31 万亿元，年均复合增长率为 18.52%；城市建成区面积由 19264.00 平方公里增加至 56225.38 平方公里，年均复合增长率为 4.99%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2018 年末 59.58% 的城镇化率与发达国家 80% 的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002 年~2017 年，城镇家庭平均每百户拥有的汽

车数量由 0.88 辆增加至 37.50 辆，而人均城市道路面积仅由 8.10 平方米增加至 16.05 平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施建设一直受到国家层面的高度关注，中央不断出台相关政策文件保障行业发展的健康有序。2014 年 3 月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016 年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2018 年又有《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》、《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等文件出台。

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发【2014】43 号文到新《预算法》，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体。2018 年以来，随着发改办财金【2018】194 号文和财金【2018】23 号文的发布，政府委托代建项目的融资难度不断增加，促使城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升。

城投公司的经营性业务涉及城市开发建设的方方面面，包括产业园区及厂房建设、商业综合体开发、教科文卫等公共设施、停车场、地下综合管廊、保障房建设、房地产开发、旅游景区开发等，以及水务、燃气、公交等公用事业。但与政府委托代建模式相比，经营性项目主要通过项目自身的收入和现金流来平衡项目投入，面临的不确定因素相对较多，城投公司面临的经营压力将有所上升。由于城投公司的经营性业务大多与城市开发建设相关，对于促进地区经济社会协调发展具有重要意义，地方政府对其仍保持很强的支持意愿，但具体的支持措施将通过股东支持或财政补贴等更加规范化的方式来实现。

## 2. 房地产开发

**2018 年，棚改货币化补偿政策、人才引进政策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业推动全国商品房销售继续增长；随着住房制度改革的深入、楼市调控政策从严，预计 2019 年全国商品房销售面积和销售额增速将有所回落**

2018 年全国商品房销售面积和商品房销售额分别为 17.17 亿平方米和 15.00 万亿元，同比分别增长 1.30% 和 12.20%，增速同比分别下降 6.40 个百分点和 1.50 个百分点。同期，住宅销售面积和住宅销售额同比分别增长 2.20% 和 14.70%，增速分别同比降低 3.10 个百分点和增长 3.40 个百分点。从城市分布来看，棚改货币化补偿政策、人才引进政策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业推动热点二线城市及三四线城市楼市发展，2018 年以来的销售增长主要来自热点二线城市及三四线城市的贡献。

图 1：2017 年~2018 年全国商品房销售面积及销售额增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2018 年，房地产市场依然面临严监管的环境，房地产政策依旧维持“房住不炒”定位，坚持因城施策，调控方式以限购、限贷、限售、限价、人才引进和棚改货币化安置为主，预计 2019 年房地产行业调控政策持续从严，但发展租赁市场为政策支持方向。

受住房改革制度深入、楼市调控政策继续从严、资金面紧张、棚改货币化安置支撑作用弱化等多重因素影响，预计 2019 年全国商品房销售额及销售面积增速将有所回落。

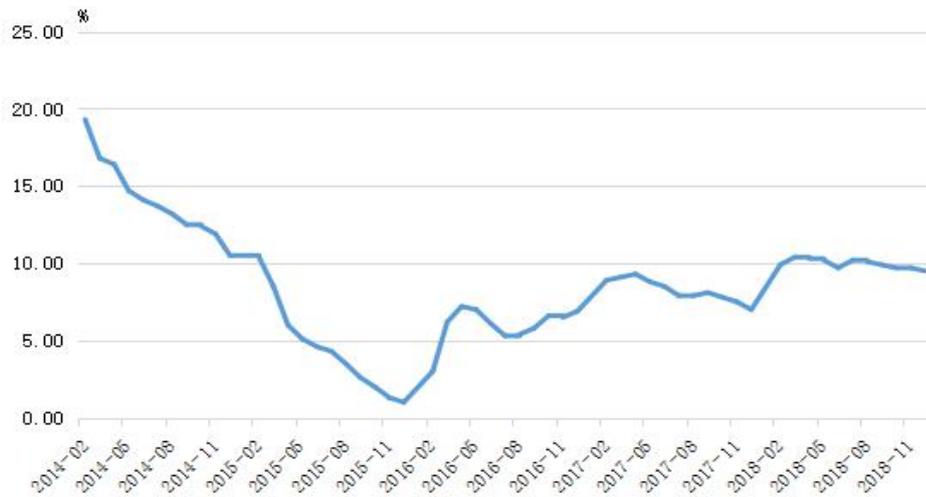
**受益于土地购置面积及新开工面积持续增长，2018 年房地产开发投资增速同比有所回升；但房地产企业融资渠道严格受限、行业调控政策持续从严，预计 2019 年房地产开发投资增速将有所下行**

2017 年以来热点二线城市及三四线城市的房地产销售增长，拉动了全国商品房去库存。2018 年末，全国商品房待售面积 52414.00 万平方米，比上年同期下降 11.05%。2018 年商品房库存去化 6509 万平方米，去化规模同比减少 38.69%，去化速度有所降低。2018 年以来，销售放缓及供给增速使得去化周期略有提升。

2018 年，全国房地产开发投资增速同比有所回升，但整体仍低于 2015 年以前水平。2018 年全国房地产开发投资 120263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速同比增长 2.50 个百分点，主要系土地购置面积及新开工面积增长所致；其中，住宅投资 85192.25 亿元，同比增长 13.40%，增速同比上升 4.00 个百分点；住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.84%。

同期，受商品房库存回落影响，房地产开发企业补库存意愿强烈，加大拿地力度；同时，融资环境趋紧，为了加快资金回笼，房地产企业加快推盘力度，全国房屋新开工面积增速持续上行。2018 年，房地产开发企业土地购置面积 29142 万平方米，同比增长 14.20%；土地成交价款 16102 亿元，同比增长 18.00%，增速较上一年回落 31.40 个百分点。2018 年全国房屋新开工面积 209341.79 万平方米，同比增长 17.20%，增速较上年同期提高 10.20 个百分点。

图2：2014~2018年全国房地产开发投资增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2018年1~4月，银行按揭贷款收紧、严控开发贷等货币政策趋紧，导致房地产到位资金持续降低；5月以来，随着销售回暖，房地产企业定金及预收账款持续提高，房地产企业到位资金整体提高。统计局数据显示，2018年，房地产开发企业到位资金165963亿元，同比增长6.4%，增速同比下降1.8个百分点。从资金来源看，2018年房地产资金来源中，自筹资金为55831亿元，同比增长9.7%，占比提升至33.64%；定金及预收款55418亿元，同比增长13.8%，占比提升至33.39%。

预计2019年，受制于房地产融资渠道严格受限和房地产政策调控不放松，土地购置对投资支撑力度将有所下滑，房地产开发投资增速将下行，但将与2016年以来基本持平。

### 2018年全国房价稳中有升，一线城市房价整体稳定，二线及三四线城市房价增速缓慢提高，预计2019年二三线城市房价涨幅将有所回落

2018年，全国商品房平均销售价格为8737元/平方米，同比增长10.7%，全国房价稳中有升，主要是热点二线城市及三线城市房价上涨带动所致。

受调控政策出台时序和力度不同，全国各区域房价明显分化。2018年末，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长10.60%；其中，一线城市新建商品住宅价格指数受限价政策影响整体较为稳定；二线城市和三线城市新建商品住宅价格指数受人才引进政策及人口逆向流动导致的潜在需求大幅上涨刺激阶段性上涨，同比分别增长11.30%和10.80%。

2018年12月，70个大中城市中，59个城市新建商品住宅价格指数环比上涨，上涨城市数较11月下降4个，平均涨幅有所下降。在“坚决遏制房价上涨”的基调下，预计2019年二三线城市房价涨幅将有所回落，全国房价保持稳定。

图3：2011年~2018年全国70个大中城市新建住宅价格指数当月同比变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2018年以来，在各城市持续加强的调控政策压力下，大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，呈现强者恒强趋势；在融资环境趋紧、行业调控政策不放松的情况下，未来行业分化加剧，小型房企经营风险或将加速暴露

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，但近年来集中度持续提升。据克而瑞地产研究发布的《2018年1~12月中国房地产企业销售TOP200》，2018年，在房地产调控政策持续收紧的背景下，受益于部分二线城市及三四线城市销售持续增长，TOP100房企整体销售规模达10万亿元，同比增长35%。规模房企凭借自身在品牌、城市布局以及融资能力等方面的优势，市场份额继续提高，与其他房企的规模差距进一步加大。

从金额门槛来看，2018年TOP100各梯队房企销售金额门槛均进一步提升。其中TOP10上榜门槛为2006.7亿元，同比增长32.7%；TOP20、TOP30和TOP50上榜门槛增幅均在40%以上，分别达到1303.4亿元、1005.1亿元和548.7亿元。从房企合同销售金额集中度看，TOP10房企集中度26.9%，较去年同期上升2.7个百分点；TOP50房企集中度占比55.1%，较去年同期上升9.3个百分点。

此外，房地产行业竞争具有一定的区域性特征，部分区域性房地产开发企业虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有差距，但在特定区域市场中具有一定的竞争优势。在融资环境趋紧、行业调控政策不放松的情况下，小型房企经营风险或将加速暴露。

## 地区经济

### 1. 天津市

天津市为我国四大中央直辖市之一，地处环渤海地区中心，是北方最大的国际现代化港口城市，也是北方十几个省、市（区）对外交往的重要通道。截至2018年末，天津市下辖16区，同时设有1个国家级高新技术产业开发区、6个国家级经济技术开发区和1个国家级新区，总面积11946平方公里，常住人口1559.60万人。

随着天津市经济进入平稳释放期，主要经济指标增速均明显放缓，但在良好的政策环境下，经济多元化程度不断提高，经济实力很强

近年来，天津市地区经济保持增长，但随着其经济进入平稳释放期，主要经济指标增速均明显放缓，并跌落至全国平均值以下水平。2016年~2018年，天津市地区生产总值分别为17885.4亿元、18595.4亿元和18809.6亿元，同比分别增长9.0%、3.6%和3.6%。2018年，天津市经济总量在全国四大中央直辖市中排名末位。

表 3：2018 年全国四大直辖市主要经济指标情况

单位：亿元、%

城市名称	地区生产总值		人均地区生产总值（万元）	工业增加值	固定资产投资增速	社会消费品零售总额
	金额	增速				
上海市	32678.9	6.6	13.5	8695.0	5.2	12668.7
北京市	30320.0	6.6	14.0	4464.6	-9.9	11747.7
重庆市	20363.2	6.0	6.59	5997.7	7.0	-
<b>天津市</b>	<b>18809.6</b>	<b>3.6</b>	-	<b>6962.7</b>	<b>-5.6</b>	<b>5533.0</b>

资料来源：公开资料，东方金诚整理

从产业结构来看，天津市三次产业结构由2016年的1.2：44.8：54.0调整为2018年的0.9：40.5：58.6，第一产业占比较低，第二产业占比逐年下降，第三产业占比逐年上升。

天津市工业经济基础良好，已形成汽车制造、航空航天、电气机械、专用设备、装备制造业，以及航空航天、新材料、生物医药等战略性新兴产业。2016年~2018年，天津市工业增加值分别为7238.70亿元、6863.98亿元和6962.7亿元，同比分别增长8.3%、2.3%和2.6%。2018年，天津市农副食品加工业增加值增长19.1%，电气机械和器材制造业增长18.5%，金属制品增长18.3%，专用设备制造业增长12.6%。

天津市人口聚集效应明显，贸易物流、金融等现代服务业较为发达。2016年~2018年，天津市社会消费品零售总额分别为5635.81亿元、5729.67亿元和5533.0亿元，同比分别增长7.2%、1.7%和1.7%；金融业增加值分别为1735.33亿元、1951.75亿元和1966.89亿元，同比分别增长9.1%、8.0%和7.2%。

总体来看，在京津冀协同发展、中国（天津）自由贸易试验区（以下简称“天津自贸区”）建设稳步推进的背景下，天津市经济多元化程度不断提高，为地区经济可持续发展提供了较好的保障，预计未来经济发展质量及效益有望进一步增强。

## 2. 天津港保税区

天津港保税区隶属于天津市滨海新区，是我国北方经济总量最大的保税区，紧邻天津港和天津滨海国际机场，产业聚集效应明显，近年来经济总量逐年下降，经济实力有待增强。

天津港保税区是天津滨海新区的重要经济功能区之一，于1991年5月12日经国务院批准设立。2002年10月15日，天津空港经济区（以下简称“空港经济区”）启动开发，天津港保税区成为全国第二大保税区。2017年12月22日，天津临港经济区（以下简称“临港经济区”）并入保税区。目前，天津港保税区辖空港经济

区、海港保税区和临港经济区三个片区，规划土地面积 287.4 平方公里，拥有 90 公里海岸线，规划港口岸线约 70 公里。

海港保税区系天津港保税区前身，于 1991 年 5 月经国务院批准设立，开发面积为 5 平方公里，区内设天津保税物流园区等海关特殊监管区域，重点发展进出口贸易、平行车进口等；空港经济区系天津港保税区的拓展区域，于 2002 年 10 月设立，地处天津滨海国际机场东北侧，区内包含天津港保税区（空港）、滨海新区综合保税区等海关特殊监管区域，中国（天津）自由贸易试验区机场片区位于天津港保税区（空港）内，重点发展以民用航空为核心的高端制造业；临港经济区系于 2009 年由原临港工业区及原临港产业区合并而成，成陆面积 200 平方公里，其中北部区域规划约 80 平方公里，南部区域规划 120 平方公里，重点发展装备制造业。

表 4：2016 年~2018 年天津港保税区主要经济指标情况

单位：亿元、%

各项经济指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1704.48	11.0	1737.70	6.4	1045.80	-5.8
工业总产值	2195.93	11.8	1511.80 <sup>4</sup>	11.5	1253.20	2.7
固定资产投资	335.72	-14.4	417.80	-40.0	261.20	-18.3

资料来源：公司提供，东方金诚整理

天津港保税区近年来经济总量保持较快增长。2016 年~2018 年，天津港保税区地区生产总值分别为 1704.48 亿元、1737.70 亿元和 1045.80 亿元，同比分别增长 11.0%、6.4%和-5.8%；固定资产投资为 335.72 亿元、417.80 亿元和 261.20 亿元，同比分别增长-14.4%、-40.0%和-18.3%。2018 年，天津港保税区实现进出口总额 1521.1 亿元，同比增长 18.8%。

天津港保税区的民用航空、海洋经济、高端装备制造、快速消费品，四大产业集聚效应明显；新一代信息技术、生命医药与健康、新能源等新兴产业链条不断延伸；现代物流、现代商贸、金融保险等服务业快速增长。另外，天津港保税区聚集了保税区、保税物流园区、综合保税区等多个海关特殊监管区域，具有国际贸易、现代物流、临港加工和商品展销等功能，享有海关、税收、外汇等优惠政策。经过多年发展，天津港保税区已聚集世界 500 强企业投资项目 160 余个，空中客车、中航直升机、美国卡特彼勒、阿尔斯通水电、GE 医疗、联合利华等是天津港保税区的代表企业。

**得益于滨海新区开发开放、自由贸易试验区建设、京津冀协同发展等国家战略，天津港保税区发展面临良好的政策机遇**

天津港保税区是天津滨海新区第二大经济体，也是其重要的经济功能区，随着滨海新区开发开放进度加快，发展机遇进一步凸显。天津滨海新区作为天津市下辖的副省级区、国家级新区和国家综合配套改革试验区，经济快速发展。2018 年，

<sup>4</sup> 2017 年公司提供数据为规模以上工业总产值，为天津港保税区统计快报披露数据。

滨海新区工业增加值可比增长 2.9%，在规模以上工业中，11 大优势产业<sup>5</sup>完成总产值 8694.54 亿元，同比增长 6.8%。其中，石油化工产业、生物医药产业和新能源产业分别增长 20.3%、16.7%和 11.2%。

2015 年 4 月，天津自贸区正式挂牌成立，总面积 119.90 平方公里，涵盖三个片区，其中天津机场片区 43.1 平方公里，位于天津港保税区内，由保税区管委会管理。天津自贸区设立首年，涉及金融、海关、商检、检验检疫等方面的一百余项创新举措陆续出台，平安、招商、汇丰等 21 家境内外银行在机场片区设立分行，我国第一个全民营金融租赁项目华运金融租赁入驻。天津自贸区的设立有益于加快制度创新及现代服务业发展。“十三五”时期，天津港保税区计划依托自贸区平台，加强与日、韩、蒙古国及台湾的经贸合作，参与东北亚自由贸易区建设，形成天津自贸区发展特色。

此外，“十三五”时期，天津港保税区还将利用京津冀协同发展的历史机遇，承接首都科技、人才等资源要素外溢，以加速促进天津港保税区区域自主创新体系的建立。

## 业务运营

### 经营概况

**公司营业收入主要来自于商贸物流、房地产销售和公用事业运营，近三年营业收入持续增长**

公司作为天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要从事天津港保税区内的基础设施建设及土地开发、公用事业运营，以及房地产开发、商贸物流和金融等其他经营性业务。

2016 年~2018 年，公司营业收入分别为 66.80 亿元、71.16 亿元和 81.82 亿元，持续增长。2018 年，公司营业收入主要来自商贸物流、房地产销售和公用事业运营。此外，金融和物业出租是公司营业收入的重要补充。

<sup>5</sup> 优势产业包括电子信息产业、航空航天产业、机械装备产业、汽车产业、新材料产业、生物医药产业、新能源产业、资源循环及环保产业、石油化工产业、冶金产业、轻纺工业。

表 5：公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>66.80</b>	<b>100.00</b>	<b>71.16</b>	<b>100.00</b>	<b>81.82</b>	<b>100.00</b>
公用事业运营	7.09	10.61	7.15	10.04	6.68	8.17
房地产销售	18.69	27.98	21.23	29.83	26.25	32.09
商贸物流	26.82	40.16	37.63	52.88	41.74	51.02
航空	4.98	7.46	-	-	-	-
金融	3.58	5.37	3.01	4.23	3.33	4.07
其他	5.63	8.42	2.15	3.02	3.81	4.65
<b>毛利润</b>	<b>14.51</b>	<b>100.00</b>	<b>13.61</b>	<b>100.00</b>	<b>20.90</b>	<b>100.00</b>
公用事业运营	1.17	8.03	0.55	4.04	0.24	1.15
房地产销售	6.32	43.59	10.94	80.37	14.24	68.10
商贸物流	1.52	10.48	1.64	12.05	1.29	6.16
航空	1.54	10.61	-	-	-	-
金融	2.60	17.92	-0.34	-2.47	2.91	13.94
其他	1.36	9.37	0.82	6.02	2.22	10.64
<b>综合毛利率</b>	<b>21.73</b>		<b>19.12</b>		<b>25.55</b>	
公用事业运营	16.44		7.69		3.60	
房地产销售	33.84		51.52		54.23	
商贸物流	5.67		4.36		3.08	
航空	30.92		-		-	
金融	72.56		-11.20		87.48	
其他	24.17		38.11		58.41	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从收入构成看，2016 年~2018 年，公司营业收入主要来自于商贸物流、房地产销售和公用事业运营，合计在营业收入中所占比重分别为 78.75%、92.75%和 91.28%。此外，航空、金融和物业出租等其他业务收入是公司近三年营业收入的重要补充。自 2017 年起，空客总装公司不再纳入公司合并报表范围，公司不再实现航空业务收入。由于公司基础设施建设及土地开发业务采取的代建管理费模式费率较低，故该业务收入金额较小，公司将其计入“其他收入”。

2016 年~2018 年，公司毛利润分别为 14.51 亿元、13.61 亿元和 20.90 亿元，其中房地产销售业务毛利润占比分别为 43.59%、80.37%和 68.10%，房地产销售业务对公司毛利润贡献最大。同期，公司综合毛利率分别为 21.73%、19.12%和 25.55%。2017 年，公司房地产销售业务毛利率增长较多系公司商品房项目的销售价格增长较快所致；金融业务毛利率为负，主要系从事金融业务自于集团内部的收入抵销，资金成本未抵销；且集团外部的业务因成本较高导致毛利率很低。2018 年，公司房地产销售业务毛利率略有增加；金融业务毛利率为 87.48%。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 15.55 亿元，毛利润为 3.00 亿元，综合毛利率为 19.27%。

## 市政建设及公用事业

### 1. 基础设施建设及土地开发

公司承担了天津港保税区内的基础设施建设及土地开发，该业务具有很强的区域专营性

公司承担了天津港保税区内的基础设施建设及土地开发，业务具有很强的区域专营性。公司基础设施建设及土地开发业务主要由二级子公司天保投资和三级子公司天津天保置业有限公司及天津天保建设发展有限公司负责。

近年来，公司主要投资建设了天津空港经济区一期工程<sup>6</sup>（以下简称“空港一期”）、天津空港经济区二期工程（以下简称“空港二期”）、天津空港经济区三期工程（以下简称“空港三期”）和空客 A320 总装线等项目。

公司建设的空港一期、空港二期、空港三期和空客 A320 总装线等四个项目均与保税区管委会签订了代建协议，项目建设资金主要由公司筹集。收益方面，根据空港一期和空客 A320 总装线项目的代建协议，公司每年按照项目当期实际投资额的 0.4%或 0.5%向天津港保税区财政局（以下简称“保税区财政局”）收取委托建设费，计入营业收入<sup>7</sup>；并在项目未移交前收取运营管养费<sup>8</sup>，作为政府补贴收入，计入营业外收入。对于空港二期和空港三期项目，其代建协议暂未明确约定公司收取的委托建设费及运营管养费用比例。

因公司收取的委托建设费比例较小，基础设施及土地开发业务对营业收入贡献很小。为保障项目的按期开发，保税区管委会通过政府补助、削减往来款和增加实收资本等方式给予公司持续的资金支持。其中，2016 年~2018 年，公司分别获得财政贴息 22.92 亿元、8.14 亿元和 25.00 亿元。

空港一期、空港二期和空港三期主要建设内容为空港经济区内土地开发及相关配套设施建设，上述项目的开展在开发天津港保税区的重要拓展区域——空港经济区，并在完善区内基础设施方面发挥了重要作用，有效推进了空港经济区的招商引资及产业发展。

此外，为落实滨海新区方针政策、促进天津港保税区建设发展，公司自 2007 年受保税区管委会委托承建了空客 A320 总装线项目的部分建设内容。空客 A320 总装线项目是空中客车 320 系列飞机在全球设立的第三条总装线，也是全亚洲第一条民用航空生产线，计划总投资 184.27 亿元，其中外方投资 72.67 亿元，中方投资 111.60 亿元。

<sup>6</sup> 原名为“天津空港物流加工区土地开发及相关配套设施建设”。

<sup>7</sup> 因规模较小，计入“其他收入”。此外，对于代建项目实际投资支出的账务处理，2015 年及以前，公司将其计入在建工程科目核算；自 2016 年起，公司将其纳入长期应收款科目核算。

<sup>8</sup> 运营管养费用具体收取方式为对于在建项目，每年按实际投资额期初余额的 4%或 5%收取；对于已完工但尚未移交的项目，按项目投资总额扣除已移交资产价值后净额的 1%收取。

表 6：截至 2018 年末公司主要完工及在建项目情况

单位：亿元

项目名称	建设周期	计划总投资	资金来源	工程进度	累计投资
天津空港经济区一期工程	-	59.00	自有/借款	完工	118.52
天津空港经济区二期工程	-	58.41	自有/借款	完工	
天津空港经济区三期工程	2009 年~2020 年	123.95	自有/借款	在建	64.63
空客 A320 总装线项目	2007 年~2010 年	111.60	自有/借款	完工	112.53
<b>合计</b>	-	<b>352.96</b>	-	-	<b>295.68</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司主要在建项目为天津空港经济区三期工程，项目计划总投资额 123.95 亿元，已完成投资 64.63 亿元，尚需投资 59.32 亿元。未来公司资本支出规模较大，面临较大的筹资压力。

公司在建的空港三期区域规划面积 22 平方公里，建设内容包括土地整理和区内道路、立交桥、市政管线、交通、照明、绿化等附属工程。公司已开始进行区内“8+4+2”地块的征地拆迁工作，三个地块面积合计 12.76 平方公里，截至 2017 年末，公司已完成 6.7 公顷的土地整理工作。根据空港三期的代建协议，为确保空港三期的建设资金平衡，保税区管委会承诺以项目约定范围内土地出让所产生的土地出让金、城市基础设施配套费、保税区内企业税收等作为资金来源来覆盖项目的投资成本。

截至 2018 年末，公司暂无拟建项目。

**公司代建项目投资规模较大，建设资金回收周期及方式尚未明确，对公司占用的资金较大**

根据公司于 2008 年与保税区管委会、保税区财政局签订的移交协议，公司将空港一期已完工部分移交至保税区管委会，保税区财政局于 2008 年~2014 年向公司分期支付代建资金 51.00 亿元；项目移交后，公司继续受托对空港一期运营管养，每年按项目投资额的 1%收取运营管养费用，计入营业外收入。2018 年末，公司获得运营补贴 101.23 万元。截至 2018 年末，对于空客 A320 总装线项目、天津空港经济区二期和天津空港经济区三期 3 个项目，公司尚未与保税区管委会签订具体的移交协议或代建资金支付协议。

总体来看，公司代建项目投资规模较大，除空港一期项目部分建设内容外，其他项目均未与保税区管委会或保税区财政局签订移交协议，且建设资金回收周期及方式尚未明确，对公司占用的资金较大。

## 2. 公用事业运营

**公司从事的供热、供电、市政等业务具有较强的公益性，得到保税区管委会一定的补贴支持**

公司公用事业运营包括供热、供电和市政等业务，分别由下属子公司天津天保热电有限公司（以下简称“天保热电”）、天津天保能源股份有限公司（以下简称

“天保能源”）<sup>9</sup>和天津天保市政有限公司（以下简称“天保市政”）负责。

表 7：公用事业运营业务主要运营主体收入及成本情况

单位：万元

业务	2016 年		2017 年		2018 年	
	成本	收入	成本	收入	成本	收入
天保热电	20034.66	24265.36	23620.23	23771.78	22532.29	22978.40
天保能源	34074.62	43902.47	39308.01	45417.46	38862.98	43245.08
天保市政	5129.83	2726.12	3044.07	2277.41	3004.01	2134.90
<b>合计</b>	<b>59239.11</b>	<b>70893.95</b>	<b>65972.32</b>	<b>71466.65</b>	<b>64399.28</b>	<b>68358.38</b>

注：表中数据均为合并抵消后数据

资料来源：公司提供，东方金诚整理

（1）供热

天保热电主要对海港保税区和空港经济区内的工业、商业及居民用户集中供热，并将供热过程中产生的蒸汽供给区内企业，在以上供热区域内，天保热电的供热覆盖率基本达到 100%，以工业供热供汽为主。截至 2018 年末，天保热电管网长度为 237.45 公里，供热面积为 650.57 万平方米。

2016 年~2018 年，天保热电合并抵消后供热收入分别为 2.43 亿元、2.38 亿元和 2.16 亿元；毛利率分别为 17.44%、0.64%和 0.02%。2017 年以来，受煤炭价格上涨等因素影响，公司供热业务成本上升较快，毛利率较低。

表 8：2016 年~2018 年天保热电供热业务情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
管网长度（公里）	243.40	265.00	237.45	225.00
供热面积（万平方米）	868.34	798.18	650.57	645.51
蒸汽销售量（万吨）	48.26	42.73	41.45	13.19
获得补贴金额（亿元）	0.00	0.00	0.33	0.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

（2）供电

天保能源主要为海港保税区提供供电服务，业务模式为从国家电网购电通过变电站降压后利用自有电网对保税区内工业、商业及居民用户供电，售电价格由天津市物价部门制定。此外，天保能源也向天津港保税区的工商企业提供蒸汽、暖气及冷气。

截至 2018 年末，天保能源拥有两个 35kV 变电站、四个 10kV 开闭站和十个公用箱站，供电范围 7 平方公里，线路总长 120 多公里，系统总装机容量 97500KVA，年最大供电负荷为 58000KW。

2016 年~2018 年，天保能源收入（合并抵消后）分别为 4.39 亿元、4.53 亿元和 2.03 亿元，毛利率分别为 22.39%、13.45%和 4.01%。

<sup>9</sup> 天保能源于 2018 年 4 月 27 日在香港证券交易所主板上市，股票代码为 1671.HK，成为在香港主板上市的天津市首家以配售电和蒸汽供应为主的国有能源运营商。

表 9：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月天保能源供电业务情况

单位：KWH

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
购电量	26586.61	27350.36	28863.00	6215.76
售电量	26181.33	26597.85	27972.00	6141.68

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### （3）市政

天保市政主要从事区域供水、污水处理、绿化养护、道路管养和排水管网维护等，供水业务经营范围相对较小。

2018 年，天保市政完成供水 339 万吨，污水处理 237 万吨，绿化养护 425 万平方米，道路养管 324 万平方米，排水管网维护 632 公里。2018 年，天保市政收入（合并抵消后）0.21 亿元；毛利率-38.10%。天保市政为区域内配套建设类公司，并未实现盈利。

2016 年~2018 年，天保市政收入（合并抵消后）分别为 0.27 亿元、0.21 亿元和 0.21 亿元；毛利率分别为-88.17%、-33.66%和-38.10%。天保市政为区域内配套建设类公司，并未实现盈利。

表 10：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月天保市政业务情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
供水量（万吨）	418	343	339	65
污水处理量（万吨）	348	311	237	56
绿化养护（万平方米）	350	377	425	425
道路养管（万平方米）	319	319	324	348
排水管网维护（公里）	632	632	632	632

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 房地产开发

公司所开发项目主要位于天津滨海新区，具有区域性竞争优势，总体销售及现金回流情况良好

公司房地产业务包括商品房开发、保障房建设和物业管理及物业出租等，以商品房销售为主。公司房地产业务主要由三级子公司天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”）和二级子公司天保投资、天津天保嘉顺投资有限公司（以下简称“天保嘉顺”）、天津天保嘉业投资有限公司（以下简称“天保嘉业”）、天津天保嘉园投资有限公司（以下简称“天保嘉园”）负责。其中，天保基建是天津港保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，也是公司房地产业务的主要开发主体，股票代码为 000965.SZ。

公司开发的房地产项目类型以住宅和写字楼为主。其中，天保基建所开发项目主要分布在天津市滨海新区内，部分分布在天津自贸区，产品定位为中高端小区。天保嘉顺、天保嘉业和天保嘉园所开发项目主要位于天津市滨海新区北塘和临港区域。截至 2018 年末，公司开发的主要房地产项目包括金海岸、意境兰庭、智谷汇盈产业园、名居花园、汇津广场一期二期、揽涛轩和融汇商务园等，其中，仅名居

花园为保障房项目。

2016年~2018年2019年1~3月，公司房地产销售收入分别为18.69亿元、21.23亿元、26.25亿元和1.12亿元；毛利率分别为33.84%、51.52%、54.23%和24.75%；2016年~2018年，公司房地产销售业务毛利率持续增长，主要系公司开发的商品房项目销售价格增长较快所致。

**表 11：公司房地产开发业务总体情况**

单位：万平方米、亿元

项目	2016年	2017年	2018年
新开工面积	11.27	0.00	17.41
竣工面积	15.27	16.26	7.34
签约面积	15.29	10.77	-
签约金额	24.03	17.61	-
回笼资金	23.14	23.39	17.57

注：表中新开工面积系获得开工许可的面积，非实际开工面积  
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016年，公司天保金海岸-E03等项目获得开工许可，同期新开工面积为11.27万平方米，竣工面积为15.27万平方米。2017年，公司无获得开工许可证的新开工面积，竣工面积为16.26万平方米。2018年，公司新开工面积17.41万平方米，竣工面积7.34万平方米。

合同销售方面，2016年，随着天保金海岸D07部分楼盘、意境兰庭二期部分楼盘和汇盈产业园项目等达到预售条件，公司实现签约面积15.29万平方米，签约金额24.03亿元。2017年，公司签约面积为10.77万平方米。2016年~2018年，公司分别回笼资金23.14亿元、23.39亿元和17.57亿元，2018年回笼资金同比有所下降。

**公司在售的房地产开发项目待售面积较大，储备地块有所增长，未来收入有一定保障**

截至2018年末，公司主要已售及在售房地产项目主要包括天保金海岸-B01地块、B05地块、B08地块、D05地块、D06地块、意境兰庭二期和融汇商务园等，可租售面积合计122.15万平方米。截至2018年末，上述项目已销售面积85.34万平方米，已出租13.17万平方米，尚余可租售面积36.81万平方米，揽涛轩、融汇商务园、月湾花园、天保金海岸-D05地块、汇津广场和智谷汇盈产业园等部分在售房地产项目去化率较低，在售的房地产开发项目待售面积较大，未来收入有一定的保障。

表 12: 截至 2018 年末主要已售及在售房地产项目情况

单位: 万平方米、元/平方米、%

项目名称	可租售面积	已销售面积	已出租面积	平均售价	物业类型	销售进度
揽涛轩	5.34	3.60	-	12800	住宅	67.42
融汇商务园	18.90	3.50	8.94	11500	写字楼	18.00
月湾花园	12.09	3.09	0.30	8100	住宅	26.00
天保金海岸-B01 地块	18.30	18.30	-	10537	住宅、商业	100.00
天保金海岸-B05 地块	8.78	8.78	-	13959	住宅、商业	100.00
天保金海岸-B08 地块	13.22	13.22	-	9604	住宅	100.00
天保金海岸-D05 地块	3.36	1.26	-	13537	商业写字楼	37.88
天保金海岸-D06 地块	3.97	3.97	-	18463	住宅	100.00
天保金海岸-D07 地块	4.91	4.86	-	25041	住宅	98.98
汇津广场	5.92	3.18	1.41	10053	商业写字楼	53.72
智谷汇盈产业园	6.49	0.73	2.52	8300	写字楼	12.24
意境兰庭二期	10.71	10.69	-	20752	住宅	99.76
意境兰庭一期	10.16	10.16	-	11600	住宅	100.00
<b>合计</b>	<b>122.15</b>	<b>85.34</b>	<b>13.17</b>	-	-	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司在建房地产项目主要有天保金海岸-E03 地块, 项目计划总投资合计 12.50 亿元, 截至 2018 年末, 已完成投资 3.24 亿元。

天保金海岸-E03 位于滨海新区第三大街与太湖路交口以东, 处滨海新区核心地段、津滨轻轨沿线, 截至 2018 年末, 该项目可租销售面积 7.79 万平方米, 已售面积 5.63 万平方米, 实现回款 11.30 亿元。考虑到公司在建房地产项目的区位条件和逐步完善的配套设施, 预计未来销售情况较好, 售价保持较高水平。

土地储备方面, 截至 2018 年末, 公司储备土地共有 6 块, 面积合计 27.89 万平方米, 较 2018 年 3 月末增加 14.38 万平方米, 共支付土地出让金 58.94 亿元。其中, 津南保(挂)2018-063 号、天津金海岸 C03 商业项目暂未取得土地证。

表 13: 截至 2018 年末公司土地储备情况

单位: 万平方米、亿元

土地名称	位置	面积	土地总价	取得时间	预计开发项目类型
金海岸F地块	滨海新区第二大街以北	7.16	3.15	2008	商业、住宅
津滨生(挂2016-5号)	生态城玉林道	6.35	19.05	2017	住宅
津滨中(挂)2016-1号	塘沽大连东道	1.11	6.25	2017	住宅
津(2018)开发区1001626	开发区太湖路以东、第二大街以南	6.72	2.95	2018	住宅
天津金海岸C03商业项目	开发区太湖路以东, 第二大街以南	1.42	0.54	2008	商业
津南保(挂)2018-063号	南开区保泽道与规划岁丰路交口东北侧	5.13	27.00	2018	住宅
<b>合计</b>	-	<b>27.89</b>	<b>58.94</b>	-	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

总体来看, 公司所开发项目主要位于天津滨海新区, 具有区域性竞争优势, 主要项目区位较好, 总体销售及现金回流情况良好。

## 商贸物流

随着平行进口汽车业务逐渐成熟，公司商贸物流收入逐渐回升，对公司收入贡献较大，但盈利水平较低

公司商贸物流业务包括汽车贸易和物流服务。汽车贸易业务由天保控股参股公司天津空港国际汽车园发展有限公司（以下简称“汽车园公司”）<sup>10</sup>负责。天保控股持有汽车园公司 32.65% 的股权，但有实际控制权，故将其纳入合并报表范围。物流业务由天保控股下属子公司天津天保国际物流集团有限公司（以下简称“天保国际物流”）和天津空港国际物流股份有限公司负责，以天保国际物流为主。

公司商贸物流业务对公司收入贡献很大，但盈利水平较低。2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司商贸物流收入分别为 26.82 亿元、37.63 亿元、41.74 亿元和 8.48 亿元，毛利率分别 5.67%、4.36%、3.08% 和 4.81%。

### 1. 汽车贸易

汽车园公司成立于 2003 年 6 月，成立之初主要从事汽车 4S 店零售，自 2015 年获批天津自贸区首批平行进口汽车试点平台以来，逐渐拓展平行车贸易业务。平行车贸易主要指“平行汽车进口”，即从国外进口汽车，与国内授权经销渠道“平行”，此类汽车一般市场售价较低，有利于打破行业垄断。公司的汽车 4S 店主要位于天津市，销售品牌涵盖大众、广汽传祺等，收益主要来源于购销差价和整车返利。

表 14：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月汽车园公司汽车销售情况

单位：辆、万元

车型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
广汽传祺	3497	35223	4122	44768	3333	36117	620	6580
进口大众	917	28231	809	22456	583	15520	144	3872
平行进口汽车	1904	89796	3152	164530	3911	166176	994	45032

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受盈利水平较低的平行贸易业务规模增加，公司汽车贸易业务整体毛利率有所下降。2016 年~2018 年，公司汽车贸易收入分别为 16.77 亿元、24.53 亿元、23.02 亿元；毛利率分别为 5.02%、3.88% 和 3.32%，近年来公司汽车贸易收入大幅增长主要系平行进口汽车销售规模大幅增长所致。

### 2. 物流

天保国际物流成立于 1993 年 2 月，成立初期主要从事仓储服务、报关检测、代理业务等传统物流服务，具有丰富的保税物流经验以及较完善的物流设施。公司在天津港保税区拥有 6 万平方米的堆场、专用铁路、130 万平方米土地和 1 千米码头岸线。2005 年以后，天保国际物流利用自身资金及融资优势开展物流金融业务，

<sup>10</sup> 该公司成立于 2003 年 6 月，由天保控股、中国进口汽车贸易有限公司、天津农垦集团总公司、天津一轻集团、天津物资集团联合组建。

即根据下游客户需求在市场上采购货物,收取其货款总额一定比例的保证金,通过出具银行承兑汇票等方式,为客户提供延迟付款的融资服务。2015年以来,考虑到物流金融业务,尤其煤炭、钢铁类产品的贸易服务具有较高的经营风险,天保国际物流逐步收缩该业务。同期,天保国际物流成功获批天津市首批平行进口车试点企业,公司积极拓展平行汽车进口和跨境电商贸易服务等新业务。

2016年~2018年,公司物流业务收入分别10.06亿元、13.10亿元和18.72亿元,毛利率分别为6.75%、5.25%和2.93%。2017年,随着公司平行汽车进口和跨境电商贸易服务等新业务逐步成熟,物流业务收入有所回升。

### 3. 航空

**公司航空业务具有较强的竞争优势,收入稳定,毛利率水平较高,自2017年起空客总装公司不再纳入公司合并报表范围,但公司仍可获得稳定的投资收益**

公司航空业务收入均来自于空客总装公司,该公司主要从事空客整机组装。空客总装公司成立之初是由空中客车公司和公司下属全资子公司天保投资原持有的子公司天津中天航空工业投资有限责任公司(以下简称“中天航空”)共同出资组建的合资企业。2016年及以前,公司全资子公司天保投资持有中天航空60%的股权,中天航空持有空客总装公司49%的股权。考虑到公司对空客总装公司具有实质控制权,公司将其纳入合并报表的合并范围。

2017年初,天保投资将其持有的中天航空60%的股权全部出售给天保基建(公司间接持有其51%股权)。上述股权变更后,公司间接持有空客总装公司的股权被稀释。自2017年起,公司不再将空客总装公司纳入合并范围,对空客总装公司的相关权益通过对外投资核算,仍可获得稳定的投资收益。

空客总装公司日常经营所使用的空中客车A320系列飞机(天津)总装线自2008年投产,是空中客车320系列飞机在全球设立的第三条总装线,也是全亚洲第一条民用航空生产线。

空客总装公司航空业务模式为根据订单完成整机组装并收取加工费,加工费按照每架飞机122万欧元收取。该业务成本主要由人工费用、能源、技术服务费、消耗品采购和租金构成。

空客总装公司所组装飞机主要销售给中国国内的航空公司。截至2016年末,由空客总装公司组装的空客320机型在国内航空公司同类机型中市场占有率近50%,竞争优势显著。2016年,空客总装公司飞机交付量为51架;营业收入为4.98亿元;毛利率为30.92%。自2017年起,空客总装公司不再纳入公司合并报表范围,公司不再实现航空业务收入。

## 金融及股权投资

### 1. 金融

**公司金融业务毛利率较高,是公司利润的重要构成,但收入规模相对较小**

公司金融业务主要运营主体为天津滨海新区天保小额贷款有限公司(以下简称“天保小贷”)、天津天保租赁有限公司(以下简称“天保租赁”)、天津天保商

业保理有限公司（以下简称“天保保理”）和天津天保财务有限公司（以下简称“天保财务”），主要经营小额贷款、融资租赁和商业保理等业务。2016年~2018年，公司金融业务收入分别为3.58亿元、3.01亿元、3.33亿元；毛利率分别为72.56%、-11.20%和87.48%。2016年金融业务收入有所下降系受信贷市场环境不稳定、业务风险较大等因素影响，业务规模有所收缩所致。2017年，天保租赁主要从事金融业务自于集团内部的收入抵销，资金成本未抵销；且集团外部的业务因成本较高导致毛利率很低。

截至2018年末，天保小贷贷款余额为87810.01万元（含集团内）；天保租赁未结束合同件数34件。天保保理近年来重点开展了中建六局与四川广安交通建设开发有限责任公司的应收账款保理业务、天津房地产集团有限公司与其全资子公司天泰置业的应收账款保理业务等，2018年融资规模为9.92亿元。天保财务成立于2012年，主营业务包括对内吸收成员单位存款并向成员单位发放贷款；对外从事银行理财、券商资管、债券、信托计划及银行间、交易所回购业务等产品投资。

表 15：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司金融业务主要运营主体情况

企业名称	主要经营指标	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
天保小贷	年末对外贷款余额（万元）	68830.05	69369.35	87810.01	102184.01
天保租赁	年末应收融资租赁款总额（万元）	684773.21	637942.81	637516.83	683133.57
	年末合同件数（件）	30	32	34	38
天保保理	融资规模（亿元）	7.50	9.77	9.92	0.00

注：表中“年末应收融资租赁款总额”及“年末合同件数”含对集团内融资业务；“年末合同件数”仅包括期末未结束项目数，不包括已完结项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 2. 股权投资

近年来公司股权投资规模较大，所投资的天津银行等企业运营良好，取得的投资收益较高，是公司利润的重要来源

除主营业务外，公司通过对天津银行、渤海证券、渤海人寿、天津城投创展租赁有限公司和鑫源融资租赁（天津）股份有限公司（以下简称“鑫源融资租赁”）等金融企业及中航直升机有限责任公司、天津航空有限责任公司等实体企业进行股权投资来获得投资收益。截至2018年末，公司持有天津银行等多家企业的优质股权，股权投资余额合计194.57亿元<sup>11</sup>。

公司主要参股的天津银行等企业经营情况良好，持续为公司带来较大规模的投资收益。公司是天津银行第一大股东，2018年末持有其15.92%的股权。天津银行成立于1996年，于2016年3月30日成功在香港联合交易所主板上市，2018年末资产总额为6593.40亿元，所有者权益为477.21亿元；2018年，天津银行实现营业收入121.38亿元，净利润42.30亿元。

2016年~2018年，公司投资收益分别为9.78亿元、9.39亿元和8.13亿元，占利润总额的比重分别为40.16%、89.11%和46.27%，是公司利润的重要组成部分。公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益及持有至到期投资在持有期

<sup>11</sup> 为期末长期股权投资与可供出售金融资产合计数。

间产生的投资收益。2019年1~3月，公司投资收益为2.88亿元。

### 外部支持

作为天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持

自成立以来，保税区国资局多次向公司增资，公司注册资本和实收资本由成立之初的0.20亿元均增加至2018年9月末的212.53亿元。其中，2015年，保税区国资局以现金及资本公积转增实收资本方式向公司增资8.50亿元；2017年，保税区国资局以货币资金向公司累计增资5.32亿元；2018年3月、8月，保税区国资局以货币资金方式合计向公司增资24.00亿元。

资产划拨方面，公司于2008年获得保税区管委会无偿划转的天保控股和天保投资100%的股权。天保控股和天保投资系天津港保税区原两大最主要的区域开发建设平台，目前系公司核心子公司。

作为天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司除在增资及资产划拨方面获得政府支持外，每年获得较大金额的政府补助。2016年~2018年，公司分别获得政府补贴24.25亿元、10.15亿元和25.40亿元，主要是财政贴息。

表 16：2016 年~2018 年公司获得政府补助情况

单位：亿元

政府补助类别	2016 年	2017 年	2018 年
财政贴息	22.92	8.14	25.00
日常经费、运营补贴、部分项目专项经费等其他补助	1.34	2.01	0.40
<b>合计</b>	<b>24.25</b>	<b>10.15</b>	<b>25.40</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

考虑到未来公司将继续在天津港保税区园区开发及服务领域中发挥重要作用，预计股东及相关各方仍将对公司提供有力支持。

## 企业管理

### 产权结构

截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为人民币212.53亿元；保税区国资局持有公司100.00%的股权，保税区管委会是公司的实际控制人。

### 治理结构

公司不设股东会，由保税区国资局履行出资人职责。公司设立了董事会、监事会和经理层。

公司董事会由7名董事组成，其中6名由保税区国资局委派，另1名由公司职工代表大会民主选举产生；公司董事每届任期3年，任期届满经保税区国资局委派可以连任。公司监事会由保税区国资局向公司派出的3名监事和2名职工代表组成，

监事会主席由保税区国资局指定，职工代表由公司职工民主选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；设副总经理若干名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或解聘。

### 内部管理

公司设立了风险控制部、企业管理部、办公室、计划财务部、人力资源部、招商发展部、建设管理部、资产管理部、党群工作部和信息管理中心等 10 个职能部门，并制订了各部门职责。

公司围绕公司治理、战略经营、建设管理、资产管理、财务管理、风险控制、组织人事等方面建立了内部管理制度和控制体系。

战略经营方面，公司从战略制订、战略实施与控制、战略评估等方面明确部门职责。项目建设方面，公司制度明确了前期方案设计及后期施工管理的主要职责，并在进度控制、安全管理方面提出特别说明。财务管理方面，公司从预算管理、资金管理、财务支出审批管理及涉税工作管理等开展内部控制。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月合并财务报表。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年~2017 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 11 家（详见表 1）。自 2017 年起，公司不再将空客总装公司纳入合并报表合并范围，对空客总装公司的相关权益通过对外投资核算。上述变化未对公司财务质量造成重大影响。

### 资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模总体增长，资产中流动性较好的货币资金占比较大；但公司应收保税区管委会代建款回收周期较长，形成了相对较大的资金占用

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产总额略有波动。同期末，公司资产总额中非流动资产占比分别为 57.99%、60.45%、54.87%和 54.83%。

表 17：2016 年~2018 年末和 2019 年 3 月末公司资产构成情况

单位：亿元

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
<b>流动资产总计</b>	<b>493.79</b>	<b>436.89</b>	<b>594.57</b>	<b>612.71</b>
货币资金	149.62	124.57	153.22	148.68
其他应收款	140.54	103.39	225.59	232.47
存货	129.27	156.89	182.20	181.77
<b>非流动资产总计</b>	<b>681.72</b>	<b>667.83</b>	<b>723.00</b>	<b>743.72</b>
可供出售金融资产	58.22	68.98	77.15	81.76
长期应收款	171.15	184.13	201.78	213.66
长期股权投资	100.94	109.71	117.42	120.01
在建工程	128.68	138.23	131.07	130.72
无形资产	97.90	97.87	98.05	98.03
<b>资产总额</b>	<b>1175.51</b>	<b>1104.71</b>	<b>1317.57</b>	<b>1356.43</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 1. 流动资产

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动资产分略有波动，其中货币资金、其他应收款和存货占流动资产的比重分别为 84.94%、88.09%、94.34%和 91.87%。

近年来，公司货币资金略有波动。2018 年末，公司货币资金 153.22 亿元，同比增长 23.00%；公司货币资金中使用受限制的金额为 4.51 亿元，占货币资金的 2.94%。

其他应收款主要是天津港保税区财政局补贴款项和与其他建设单位的往来款。其中补贴款项含财政贴息、运营管养费、企业发展金、税费返还和往来款。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他应收款呈波动态势。2018 年末其他应收款主要是应收天津港保税区财政局的补贴、土地出让金和往来款等 113.96 亿元，应收天津港保税区管委会的往来款 107.42 亿元；其他应收账款前五名合计 229.22 亿元，占比 98.42%。2019 年 3 月末，其他应收款 232.47 亿元，较 2018 年末略有增长。

表 18：2018 年末公司其他应收款前五名对象情况

单位：亿元、%

单位名称	款项性质	应收金额	占总额的比例	坏账准备
天津港保税区财政局	补贴、土地出让金、往来款等	113.96	48.93	-
天津港保税区管理委员会	往来款、折旧补贴	107.42	46.46	-
天津港保税区建设服务总公司	往来款	4.04	1.74	4.04
天津市滨海新区财务管理中心	垫付款	2.00	0.86	2.00
天津经济技术开发区土地整理中心	应收土地收储款	1.00	0.43	0.06
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>229.22</b>	<b>98.42</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司存货主要为完工及在建的房地产项目。2016 年~2018 年末，公司存货规

模持续增长，2017 年末公司存货增加主要系招拍挂获得土地使用权所致。2018 年末，公司存货主要为天保控股、天保投资、天保嘉顺等子公司的房地产投资成本。

## 2. 非流动资产

近年来，公司非流动资产略有波动。其中，可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、在建工程和无形资产合计占非流动资产的比重分别为 81.69%、89.68%、86.51%和 86.62%。

近年来，公司可供出售金融资产持续增长。2018 年末，可供出售金融资产同比增长 9.63%，主要是新增中金海河产业发展基金（天津）合伙企业（有限合伙）8.00 亿元、中电电子信息产业投资基金（天津）合伙企业 2.00 亿元和和谐成长二期（义乌）投资中心（有限合伙）2.76 亿元。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期应收款持续增长，2017 年末，公司长期应收款包括应收融资租赁款 13.64 亿元和应收保税区财政局的代建款 170.48 亿元，由于保税区财政局无法将全部代建项目款拨付公司，故公司支付的代建项目借款利息及债券利息均由保税区财政局承担，截至 2017 年末已累计计提利息费用 79.84 亿元；2018 年末长期应收款主要由应收融资租赁款 10.95 亿元和应收保税区财政局的代建款 190.83 亿元构成。

近年来，公司长期股权投资逐年增长。2017 年末，公司长期股权投资中持有天津银行股份有限公司股权的账面价值为 89.35 亿元，持有中航直升机有限责任公司的股权价值 7.73 亿元。2018 年末，长期股权投资主要是投资天津银行股份有限公司，账面价值 95.42 亿元。

公司在建工程主要是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 总装项目土地开发及相关配套设施建设代建项目等。2017 年末，公司在建工程同比略有增长；2018 年末，公司在建工程略有下降。

公司无形资产主要为土地使用权，近年来无明显变动。2018 年末，公司无形资产账面价值 98.05 亿元，其中土地使用权账面价值 97.83 亿元，主要为保税区管委会于 2006 年~2007 年向天保投资无偿划转，用途为蓄水湖、环区防护林及河道、道路、森林公园等土地，具有公益性质。

截至 2018 年末，公司受限资产为 261.69 亿元，占资产总额的比重为 19.86%。其中，货币资金中受限的资产余额为 4.51 亿元，主要是法定存款准备金、监管资金；长期应收款 153.54 亿元、受限的可供出售金融资产 23.92 亿元等。

表 19：截至 2018 年末公司所有权或使用权收到限制的资产

单位：亿元、%

项目	账面价值	受限原因
货币资金	4.51	央行法定存款准备金、质押保证金等
应收账款	13.50	质押
存货	43.14	抵押、融资租赁、质押等
一年内到期的非流动资产	13.54	长期应收款保理融资
长期应收款	153.54	长期应收款保理融资
投资性房地产	4.56	融资租赁、抵押担保
固定资产	0.49	融资租赁、抵押担保
在建工程	4.48	融资租赁
无形资产	0.02	抵押担保
可供出售金融资产	23.92	股权质押
<b>合计</b>	<b>261.69</b>	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

#### 受益于增资及永续中票的发行，公司近年来所有者权益有所增长

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 401.88 亿元、411.64 亿元、468.26 亿元和 464.17 亿元。其中，公司实收资本分别为 183.21 亿元、188.53 亿元、212.53 和 212.53 亿元。

2018 年末，公司其他权益工具为 81.50 亿元，同比增加 16.50 亿元，系公司于 2018 年发行的可续期公司债；资本公积为 117.35 亿元，保税区管委会及保税区财政局对公司的土地使用权注入、专项拨款、无偿调入调出固定资产及所致；盈余公积为 8.82 亿元；未分配利润为 17.17 亿元。

表 20：截至 2018 年末公司其他权益工具构成概况

单位：亿元、%

证券简称	发行规模	期限（年）	特殊条款	起息日	发行利率
15 津保税 MTN001	20.00	5 (5+N)	赎回，调整票面利率，延期	2015.05.04	6.00
16 津保税 MTN001	20.00	5 (5+N)	赎回，调整票面利率，延期	2016.03.30	4.56
16 津保税 MTN002	20.00	5 (5+N)	延期，调整票面利率，赎回	2016.04.20	5.00
17 津保税 MTN001	5.00	5 (5+N)	赎回，延期，调整票面利率	2017.05.04	6.50
18 津保 Y1	6.50	2 (2+N)	利息递延权，延期，调整票面利率	2018.11.30	6.55
18 津保 Y3	10.00	3 (3+N)	延期，调整票面利率，利息递延权	2018.12.18	6.74

资料来源：公开资料，东方金诚整理

#### 公司全部债务规模较大，债务率处于较高水平；以债券融资为主的直接融资规模快速增加；短期债务规模较大

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额略有波动。其中，非流动负债占比分别为 60.27%、52.10%、59.34%和 79.67%。

表 21：2016 年末~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债构成情况

单位：亿元

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
<b>所有者权益</b>	<b>401.88</b>	<b>411.64</b>	<b>468.26</b>	<b>464.17</b>
实收资本	183.21	188.53	212.53	212.53
资本公积	116.03	116.99	117.35	117.35
未分配利润	1.68	5.48	17.17	13.31
<b>流动负债合计</b>	<b>307.37</b>	<b>332.01</b>	<b>345.31</b>	<b>181.38</b>
短期借款	140.62	93.53	103.20	117.60
预收款项	26.58	29.43	16.55	26.69
一年内到期的非流动负债	99.57	169.92	182.76	0.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>466.27</b>	<b>361.07</b>	<b>503.99</b>	<b>710.88</b>
长期借款	347.24	280.68	294.43	468.06
应付债券	72.55	38.38	183.89	207.84
<b>负债总额</b>	<b>773.64</b>	<b>693.08</b>	<b>849.30</b>	<b>892.26</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年末，公司流动负债快速增加，主要由短期借款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

近年来，公司短期借款呈波动态势。2018 年末，公司短期借款主要是信用借款 91.10 亿元、保证借款 8.74 亿元和质押借款 3.00 亿元；2018 年末同比增长 19.27%，主要是信用借款的增加。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司预收款项呈波动态势，2018 年末公司预收款项账龄在一年以内的占比为 85.66%。

2016 年~2018 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长。2018 年末，公司一年内到期的非流动负债同比增加 7.56%，其中一年内到期的长期借款增加 36.26 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。近年来，公司非流动负债呈波动态势。2018 年末，公司长期借款和应付债券占非流动负债的比重分别为 65.84% 和 29.24%。

公司长期借款以信用借款、保证借款和质押借款为主，2018 年末，公司长期借款以信用借款、保证借款和质押借款为主，占比达 90% 以上。2019 年 3 月末，公司长期借款较 2018 年末大幅增加，系公司将部分一年内到期的长期借款于长期借款科目核算所致。

公司应付债券主要是应付中期票据及公司债。2018 年末，公司应付债券规模同比大幅增加，主要系公司增加直接融资规模所致。截至 2019 年 3 月末，公司应付债券构成情况见表 22。

表 22：截至 2019 年 3 月末公司应付债券构成概况

单位：亿元、%

债项简称	发行规模	期限	起息日	到期日	票面利率
10 天保投资债	20.00	10 年	2010.03.15	2020.03.15	5.60
15 津保税 MTN001	20.00	(5+N) 年	2015.05.04	2020.05.04	6.00
15 天保 01	8.00	5 年(3+2)	2015.07.21	2020.07.21	6.20
16 天保 01	8.00	5 年(3+2)	2016.10.24	2021.10.24	3.18
16 津保税 MTN001	20.00	(5+N) 年	2016.03.30	2021.03.30	4.56
16 津保税 MTN002	20.00	(5+N) 年	2016.04.20	2021.04.20	5.00
17 津保税 MTN001	5.00	(5+N) 年	2017.05.04	2022.05.04	6.50
18 津保投 MTN001	15.00	5 年	2018.02.05	2023.02.05	6.46
18 津保投 MTN002	10.00	3 年	2018.04.16	2021.04.16	5.07
18 津保投 MTN003	10.00	3 年	2018.04.23	2021.04.23	4.87
18 津保投 MTN004	5.00	3 年	2018.06.14	2021.06.14	5.96
18 津保投 MTN006	10.00	5 年	2018.06.14	2023.06.14	6.50
18 津保投 MTN007	5.00	5 年	2018.06.26	2023.06.26	6.50
18 津保投 MTN009	10.00	3 年	2018.09.14	2021.09.14	5.55
18 津保投 MTN008	10.00	3 年	2018.10.11	2021.10.15	5.39
18 津保投 MTN010	10.00	3 年	2018.10.18	2021.10.22	5.30
18 津保投 MTN011	10.00	3 年	2018.10.26	2021.10.30	5.58
18 津保投 MTN012	10.00	3 年	2018.11.19	2021.11.21	4.89
18 津保 Y1	6.50	(2+N) 年	2018.11.28	2020.11.30	6.55
18 津保投 MTN014	10.00	3 年	2018.11.29	2021.12.03	4.97
18 津保投 MTN013	10.00	3 年	2018.12.10	2021.12.12	4.96
18 津保 Y3	10.00	(3+N) 年	2018.12.14	2021.12.18	6.74
18 津保投 MTN015	10.00	3 年	2018.12.18	2021.12.20	5.16
19 津保投 MTN001	5.00	5 年	2019.01.18	2024.01.21	5.50
19 津保投 SCP001	18.00	0.49 年	2019.01.29	2019.07.29	3.40
19 天保 01	30.40	5 年	2019.03.27	2021.04.02	5.96
境外债-宝盈项目	2.30	3 年	2018.12.04	2021.12.04	6.25

资料来源：公司提供，东方金诚整理

随着净融资规模的快速增长，公司的全部债务规模及资产负债率均处于较高水平。

表 23：2016 年末~2018 年末及 2019 年 3 月末公司全部负债情况

单位：亿元、%

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
全部债务	694.62	620.08	790.07	837.53
长期有息债务	450.62	345.02	493.18	708.95
短期有息债务	244.01	275.07	296.89	128.58
资产负债率	65.81	62.74	64.46	65.78
全部债务资本化比率	63.35	60.10	62.79	64.34

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年及 2019 年 3 月末，公司全部债务<sup>12</sup>占负债总额的比重分别为 89.79%、89.47%、93.03%和 93.87%；资产负债率、全部债务资本化比率均处于较高水平。

从期限看，公司面临一定的短期偿付压力。2016 年~2018 年及 2019 年 3 月末，公司短期债务分别占全部债务的比重分别为 35.13%、44.36%、37.58%和 15.35%。

表 24：截至 2018 年末公司对外担保情况

单位：亿元

担保人	被担保人	贷款银行	担保期限	担保金额	担保余额
天保投控	鑫源融资租赁	天津银行自贸区分行	2016.06.30-2019.06.29	3.00	2.00
天保投控	鑫源融资租赁	浦发银行天津分行	2016.02.22-2022.02.21	0.50	0.44
天保投控	鑫源融资租赁	浦发银行天津分行	2016.03.07-2022.03.04	0.98	0.89
天保投控	鑫源融资租赁	华夏银行滨海分行	2016.09.29-2019.09.28	0.90	0.70
天保投控	鑫源融资租赁	东亚银行天津分行	2016.11.15-2019.11.15	3.00	2.80
天保投控	鑫源融资租赁	进出口银行	2017.09.04-2022.09.03	5.00	4.15
天保控股	天津临港投资控股有限公司	中国银行	2018.12.28-2018.12.28	4.89	4.89
<b>合计</b>	-	-	-	<b>18.27</b>	<b>15.87</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 15.87 亿元，其中公司本部对外担保余额为 10.98 亿元，担保企业为鑫源融资租赁。鑫源融资租赁是公司重要的参股企业，成立于 2014 年 10 月，由公司和天津津融投资服务集团<sup>13</sup>、渤海钢铁集团、天津建工集团共同出资设立，截至 2018 年末注册资本为 16.67 亿元人民币。子公司天津天保控股有限公司对天津临港投资控股有限公司提供担保，担保余额为 4.89 亿元。天津临港投资控股有限公司成立于 2007 年，股东和实际控制人为天津市滨海新区国有资产监督管理委员会。截至 2018 年末注册资本为 93.12 亿元。

<sup>12</sup> 未考虑公司发行的永续中票（计入权益科目“其他权益工具”核算）；截至 2018 年末，公司发行的永续中票余额合计 81.50 亿元。

<sup>13</sup> 系天津市人民政府国有资产监督管理委员会控股企业。

## 盈利能力

近年来公司持续获得财政贴息等政府补助，所持有股权较为优质，投资收益规模较大，但是公司利润对财政贴息有一定的依赖，未来存在一定的不确定性

2016年~2018年，公司营业收入分别66.80亿元、71.16亿元和81.82亿元，主要来自于商贸物流、房地产销售和公用事业运营业务。同期，公司营业利润率分别为18.04%、13.02%和15.49%。

2016年~2018年，公司期间费用分别为20.61亿元、9.65亿元和25.61亿元，占营业收入的比例分别为30.85%、13.56%和31.30%，其中财务费用占营业收入的比重分别为23.63%、7.49%和26.29%。2017年公司财务费用较低，主要系公司将收到的财政贴息直接冲减当期“财务费用-利息支出”所致。

2016年~2018年，公司投资收益分别为9.78亿元、9.39亿元和8.13亿元，占利润总额的比重分别为40.16%、89.11%和46.28%，公司所投资的天津银行等企业运营良好，持续为公司带来投资收益。

表 25：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司盈利情况

单位：亿元、%

科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
营业收入	66.80	71.16	81.82	15.55
营业利润率	18.04	13.02	15.49	-
期间费用	20.61	9.65	25.61	1.01
利润总额	24.35	10.54	17.57	-0.52
其中：财政补贴	24.25	10.15	25.40	-
总资本收益率	2.97	1.48	2.79	-0.07
净资产收益率	4.45	1.71	3.12	-0.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司基础设施建设及土地开发业务收入规模虽然很小，但规模较大的财政贴息对公司利润贡献较大。2016年~2018年，公司收到的政府补助分别为24.25亿元、10.15亿元和25.40亿元，以财政贴息为主。2016年，政府补助均计入营业外收入；2017年，政府补助中1.86亿元计入其他收益、0.15亿元计入营业外收入、财政贴息8.14亿元冲减财务费用-利息支出<sup>14</sup>；政府补助25.40亿元，其中1.84亿元计入其他收益，23.56亿元计入营业外收入。2016年~2018年，公司政府补助占利润总额的比重分别为99.58%、96.29%和144.56%。

2016年~2018年，公司利润总额分别为略有波动；净利润分别为17.88亿元、7.03亿元和14.60亿元。同期，公司总资本收益率、净资产收益率均处于较低水平。

2019年1~3月，公司营业收入为15.55亿元，投资收益2.88亿元，利润总额为-0.52亿元，净利润为-0.93亿元。2019年1~3月，公司因财务费用和营业税金及附加大幅增加导致出现亏损。

<sup>14</sup> 2017年公司按照《企业会计准则第16号-政府补助》的相关规定，调整了政府补贴的相关会计处理，采用未来适用法确认本年度与经营有关的政府补助，并未对可比期间的比较数据进行调整。2017年公司将政府补助计入损益表其他收益、营业外收入以及财务费用（冲减利息支出）科目。

## 现金流

公司经营获现能力逐年下降，随着 2018 年投资活动现金流转为净流出，资金来源对外部融资的依赖性加强

经营活动方面，2016 年~2018 年，公司经营活动现金流入金额主要为营业业务所收到的现金及收到的往来款；经营活动现金流出金额主要为营业业务支付的现金流及支付的往来款；经营性净现金流波动较大。2016 年~2018 年，公司现金收入比分别为 136.10%、123.42%和 85.53%，主营业务的经营获现能力逐年下降。

表 26：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况

单位：亿元

科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
经营活动现金流入	141.37	164.80	112.05	6.74
经营活动现金流出	116.21	134.28	135.91	41.03
<b>经营活动净现金流</b>	<b>25.16</b>	<b>30.53</b>	<b>-23.86</b>	<b>-34.28</b>
投资活动现金流入	136.63	217.53	59.79	26.71
投资活动现金流出	177.20	165.30	183.58	20.91
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-40.57</b>	<b>52.23</b>	<b>-123.79</b>	<b>5.80</b>
筹资活动现金流入	572.83	388.09	455.13	93.45
筹资活动现金流出	515.19	496.30	279.95	70.18
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>57.64</b>	<b>-108.21</b>	<b>175.18</b>	<b>23.27</b>
现金及现金等价物净增加额	42.52	-25.57	27.77	-5.41

资料来源：公司提供，东方金诚整理

投资活动方面，2016 年~2018 年，公司投资活动现金流入金额主要为收回投资所收到的现金；现金流出金额主要为投资所支付的现金；投资性净现金流大幅波动。

筹资活动方面，2016 年~2018 年，公司筹资活动产生的现金流入主要来自于借款、发行债券及吸收投资所收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务、利息所支付的现金；筹资性净现金流波动较大，2017 年公司筹资性净现金流为负主要系公司当年融资规模减小所致；2018 年公司筹资性净现金流大幅增加 283.39 亿元，主要系公司扩大融资规模所致。

2016 年~2018 年，公司现金及现金等价物净增加额分别 42.52 亿元、-25.57 亿元和 27.77 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-34.28 亿元；投资性净现金流为 5.80 亿元；筹资性净现金流为 23.27 亿元；现金及现金等价物净增加额为-5.41 亿元。

## 偿债能力

公司作为天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，拥有股东及相关各方的有力支持及顺畅的融资渠道，综合偿债能力极强

从短期偿债指标来看，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动比率、速动比率较高，但考虑到流动资产中存货、其他应收款占比较大，流动性较差，现金比率一般，流动资产对流动负债的保障能力一般。

表 27：2016 年~2018 年（末）及 2019 年 3 月（末）公司偿债能力情况

单位：%、倍

科目	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年 3 月（末）
流动比率	160.65	131.59	172.18	337.80
速动比率	118.60	84.33	119.42	237.59
现金比率	48.68	37.52	44.37	81.97
长期债务资本化比率	52.86	45.60	51.30	60.43
全部债务/EBITDA	15.80	27.69	18.13	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债指标来看，近年来，公司长期债务资本化比率、全部债务/EBITDA 均处于较高水平，长期偿债压力较大，EBITDA 利息倍数分别为 1.24 倍、0.78 倍和 1.12 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较低。

从债务期限结构看，2019 年到期的债务占全部债务的 35.63%，短期债务占比较大，2020 年~2021 年需要偿还债务合计 470.28 亿元，占全部债务的 56.53%，公司面临的集中偿付压力较大。

表 28：2018 年末公司全部债务<sup>15</sup>期限结构情况

单位：亿元、%

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后	合计
分期偿还金额	296.42	181.30	288.98	65.18	831.88
占比	35.63	21.79	34.74	7.84	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为顺畅，可在一定程度上缓解公司的集中偿付压力。截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信 1309.41 亿元（包括银行借款和银行承兑汇票），已使用 854.50 亿元，未使用授信额度为 454.92 亿元。

本期债券拟发行总额不超过（含）10.00 亿元，是公司 2018 年末全部债务和负债总额的 0.01 倍和 0.01 倍，以公司 2018 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司的负债总额、资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 859.30 亿元、64.73%和 63.08%，资产负债率较 2018 年末上升 0.27 个百分点，全部债务资本比率较 2018 年末上升 0.29 个百分点，对公司现有资本结构影响较小。

综合来看，公司作为天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，拥有股东及相关各方的有力支持及顺畅的融资渠道，东方金诚认为，公司综合偿债能力极强。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2019 年 5 月 24

<sup>15</sup> 全部债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和其他权益工具构成，应付债券只含应付债券本金，不含利息。

日，公司本部已结清及未结清信贷中无关注类和不良/违约类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司在资本市场公开发行的“10 津保税 MTN1”、“11 津保税 MTN1”等多只证券已到期，到期本息均已按期支付；公司尚有“10 天保投资债”、“15 天保 01”、“16 天保 01”等多只存续证券，到期本息均已按期支付。

## 抗风险能力

基于天津港保税区的综合竞争优势和良好发展前景，同时考虑到公司获得保税区管委会的有力支持、基础设施建设及土地开发业务区域专营性很强、房地产及金融业务盈利能力良好、股权投资较为优质等有力因素对公司信用的支持，并结合公司自身财务风险综合判断，东方金诚认为，公司抗风险能力极强。

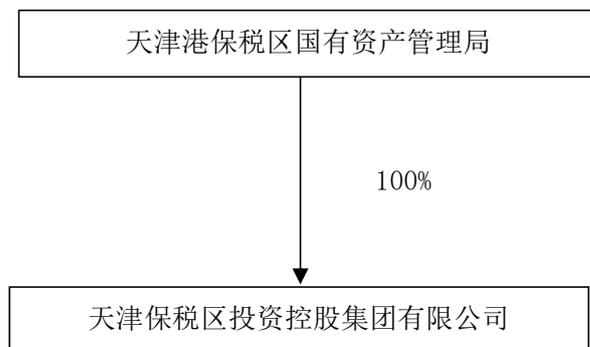
## 结论

东方金诚认为，天津港保税区紧邻天津港和天津滨海国际机场，产业聚集效应明显，经济实力很强；公司从事的天津港保税区内的基础设施建设、公用事业运营等业务具有很强的区域专营性，在增资、资产划拨和财政补贴等方面获得股东及各方有力支持；近年来公司股权投资规模较大，所投资的天津银行、渤海证券等企业运营良好，持续为公司带来较大规模的投资收益。

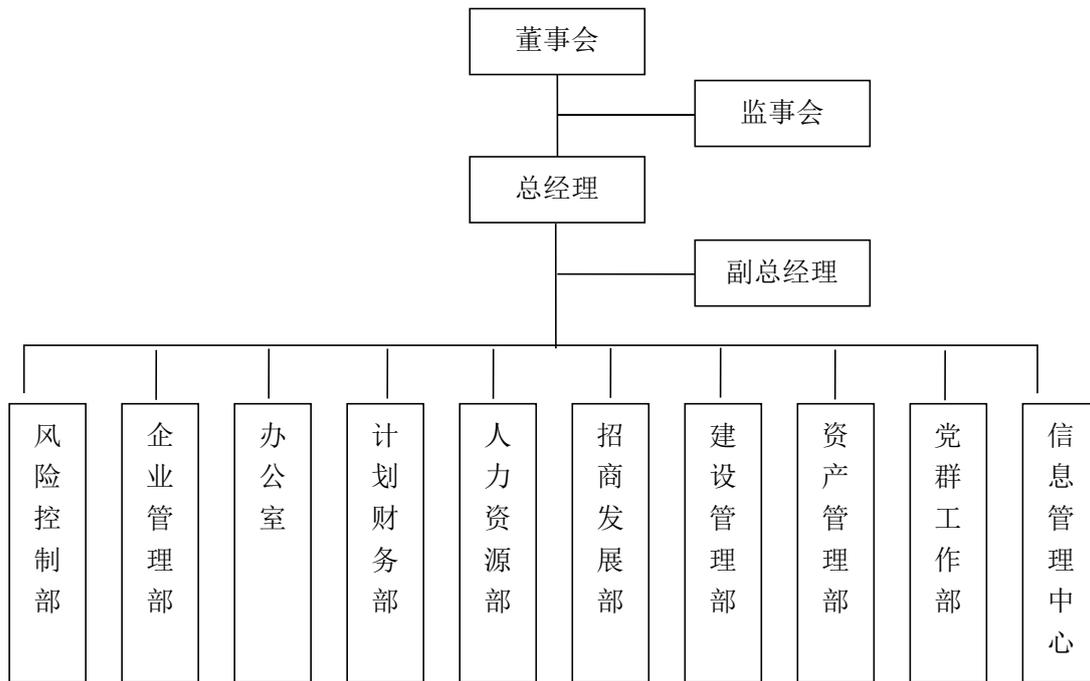
同时，东方金诚也关注到，公司代建项目投资规模较大，建设资金回收周期及方式尚未明确，形成了相对较大的资金占用；公司债务率处于较高水平，短期债务占比较大；公司经营获现能力有所下降，随着 2018 年投资活动现金流转为净流出，资金来源对外部融资的依赖性加强。

综合分析，东方金诚评定公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织架构图



附件三：公司合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未审计)
流动资产：				
货币资金	1496193.87	1245664.92	1532220.94	1486801.09
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	120147.45	112236.85	0.00	500.00
应收票据	112.00	94.72	374.05	983.34
应收账款	223093.39	82207.71	48892.06	240396.19
预付款项	90502.72	89030.09	76473.13	93320.01
应收利息	1239.51	1231.12	256.70	293.85
应收股利	934.02	640.63	728.80	728.80
其他应收款	1405364.58	1033934.11	2254852.33	2324688.19
买入返售金融资产	89659.00	37705.33	0.00	159449.80
存货	1292664.03	1568906.16	1822036.63	1817708.19
一年内到期的非流动资产	107490.81	81165.75	98656.75	0.00
其他流动资产	110520.02	116039.22	111181.77	2267.84
流动资产合计	4937921.39	4368856.61	5945673.15	6127137.30
非流动资产：				
发放贷款及垫款	26945.44	36210.29	56055.06	70429.06
可供出售金融资产	582214.72	689786.16	771531.44	817576.68
持有至到期投资	660004.77	139234.66	166534.66	166534.66
长期应收款	1711502.02	1841265.62	2017769.29	2136594.21
长期股权投资	1009399.39	1097061.67	1174168.66	1200073.51
投资性房地产	202704.40	192318.12	472020.10	469067.43
固定资产	316864.72	281397.02	231355.33	235028.49
在建工程	1286768.44	1382261.54	1310706.77	1307174.64
工程物资	496.55	445.46	379.51	378.98
固定资产清理	4625.92	0.00	0.00	0.00
无形资产	979015.26	978666.07	980489.74	980309.02
商誉	3940.74	3940.74	1251.32	1251.32
长期待摊费用	1941.36	2076.32	2566.99	2360.64
递延所得税资产	25572.75	33628.57	37637.63	37943.67
其他非流动资产	5226.14	0.00	7531.90	0.00
非流动资产合计	6817222.64	6678292.23	7229998.41	7437175.54
资产合计	11755144.03	11047148.84	13175671.56	13564312.84

附件四：公司合并资产负债表续表（单位：万元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未审计)
流动负债：				
短期借款	1406195.71	935253.68	1031982.67	1175958.66
卖出回购金融资产款	0.00	9800.00	0.00	0.00
吸收存款及同业存放	7107.16	102382.39	109277.33	106818.12
应付票据	31106.20	4067.45	7911.05	0.00
应付账款	130207.36	95170.96	113846.86	0.00
预收账款	265769.88	294257.73	165512.15	266899.88
应付职工薪酬	4681.61	2947.24	3116.50	2136.73
应交税费	65795.78	36013.60	16961.22	-1638.55
应付利息	18011.86	15323.41	13910.22	9320.00
应付股利	130.83	175.83	175.83	175.83
其他应付款	134718.31	79972.91	67273.98	71137.77
一年内到期的非流动负债	995666.67	1699167.23	1827615.02	3000.00
其他流动负债	14309.75	45545.56	92549.01	91475.35
流动负债合计	3073701.11	3320077.99	3453129.77	1813827.23
非流动负债：				
长期借款	3472363.93	2806794.60	2944272.76	4680595.72
应付债券	725504.22	383776.68	1838912.78	2078439.08
长期应付款	372733.77	316104.81	148613.65	226923.11
专项应付款	53975.94	66552.76	85176.07	103555.09
递延收益	30160.85	32201.97	18300.46	14683.02
递延所得税负债	7926.33	5259.48	4619.45	4619.45
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	14683.02
非流动负债合计	4662665.04	3610690.30	5039895.17	7108815.47
负债合计	7736366.15	6930768.29	8493024.94	8922642.71
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本	1832100.00	1885303.15	2125303.15	2125303.15
其他权益工具	600000.00	650000.00	815000.00	815000.00
资本公积	1160308.61	1169913.77	1173486.97	1173486.97
其他综合收益	7562.59	462.52	10109.12	8833.27
盈余公积	78585.34	86484.01	88177.09	88177.09
未分配利润	16828.72	54802.53	171734.22	133070.07
归属于母公司所有者权益	3695385.26	3846965.98	4398058.99	4358118.99
少数股东权益	323392.62	269414.57	284587.63	283551.14
所有者权益合计	4018777.88	4116380.55	4682646.62	4641670.14
负债和所有者权益合计	11755144.03	11047148.84	13175671.56	13564312.84

附件五：公司合并利润表（单位：万元）

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未审计)
一、营业总收入	667970.99	711641.67	818154.01	155463.13
其中：营业收入	667970.99	711641.67	805132.86	155463.13
二、营业总成本	761075.89	722737.62	976149.41	190693.40
其中：营业成本	522853.67	575546.18	603660.28	125508.58
税金及附加	24621.32	43460.71	76788.28	2145.21
销售费用	13769.82	11367.50	11257.63	2332.01
管理费用	34445.27	31840.16	33104.66	7762.98
财务费用	157871.65	53315.23	211707.20	2.75
资产减值损失	7514.16	7207.84	33168.17	52978.83
加：公允价值变动收益	124.25	-20.71	-103.54	0.00
投资收益	97794.81	93931.76	81325.37	28837.21
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	1856.08	11.47	1.28
其他收益	0.00	18643.96	18413.59	809.90
三、营业利润	4814.15	103315.15	81325.37	28837.21
加：营业外收入	243332.98	2542.00	236014.21	536.74
减：营业外支出	4632.57	443.96	1922.85	145.38
四、利润总额	243514.56	105413.19	175742.85	-5190.52
减：所得税费用	64690.84	35132.57	29792.75	4077.20
五、净利润	178823.72	70280.62	145950.10	-9267.72
归属于母公司所有者的净利润	155905.23	48067.33	140099.95	-8523.13
少数股东损益	22918.49	22213.29	5850.15	-744.59
六、其他综合收益的税后净额	-3382.08	-7100.08	9646.61	-8523.13
七、综合收益总额	175441.64	63180.54	155596.71	-10543.58
归属于母公司所有者的综合收益总额	152523.15	40967.25	149746.56	-9798.99
归属于少数股东的综合收益总额	22918.49	22213.29	5850.15	-744.59

附件六：公司合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未审计)
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	909132.74	878329.88	688620.05	189844.43
客户存款和同业存放款项净增加额	-183.70	10575.23	0.00	0.00
收到原保险合同保费取得的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到利息、手续费及佣金的现金	20193.82	20569.76	0.00	0.00
回购业务资金净增加额	0.00	-27905.33	0.00	0.00
收到的税费返还	2854.32	897.26	119.86	1.23
收到的其他与经营活动有关的现金	481686.42	765564.78	396340.63	54464.38
经营活动现金流入小计	1413683.61	1648031.58	1120520.12	67436.41
购买商品、接受劳务支付的现金	626444.57	952867.45	916301.31	191201.47
客户贷款及垫款净增加额	-46313.30	-9816.66	0.00	0.00
存放中央银行和同业款项净增加额	8137.04	9260.67	0.00	0.00
支付利息、手续费及佣金的现金	2572.36	3957.81	0.00	0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	41786.51	29857.43	29653.63	7413.02
支付的各项税费	87812.82	132235.62	95765.34	10060.41
支付的其他与经营活动有关的现金	441663.40	224396.86	291041.63	179289.33
经营活动现金流出小计	1162103.40	1342759.17	1359096.65	410272.62
经营活动产生的现金流净额	251580.20	305272.41	-238576.53	-342836.21
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	1306865.69	2000318.21	-238576.53	-342836.21
取得投资收益所收到的现金	45057.09	49975.73	-238576.53	-342836.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	1300.67	2894.27	-238576.53	-342836.21
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	1804.17	-238576.53	-342836.21
收到的其他与投资活动有关的现金	13058.35	120293.94	-238576.53	-342836.21
投资活动现金流入小计	1366281.80	2175286.31	-238576.53	-342836.21
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	141357.83	98075.95	206469.01	-9297.39
投资所支付的现金	1615629.08	1525966.40	1572309.68	355488.46
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	1661.83	0.00
支付的其他与投资活动有关的现金	15008.09	28949.84	55344.74	-137136.15
投资活动现金流出小计	1771995.00	1652992.19	1835785.27	209054.92
投资活动产生的现金流量净额	-405713.19	522294.12	-1237932.48	58004.96
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	0.00	53203.15	247772.02	0.00
借款所收到的现金	4448592.63	3777661.40	2616011.21	704547.98

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未审计)
发行债券收到的现金	1279677.50	50000.00	15903.63	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	10.00	1671564.11	230000.00
筹资活动现金流入小计	5728270.13	3880874.55	4551250.97	934547.98
偿还债务所支付的现金	4627861.76	4564018.21	2480340.00	554366.32
分配股利或利润、偿付利息所支付的现金	523954.64	372296.23	218466.25	137301.35
支付的其他与筹资活动有关的现金	73.63	26698.78	100673.36	10178.84
筹资活动现金流出小计	5151890.03	4963013.23	2799479.60	701846.52
筹资活动产生的现金流量净额	576380.10	-1082138.68	1751771.37	232701.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	2966.83	-1128.80	2399.67	-2014.87
五、现金及现金等价物净增加额	425213.94	-255700.95	277662.04	-54144.65
加：年初现金等价物余额	1039974.52	1465188.47	1209487.52	1487149.56
六、期末现金及现金等价物余额	1465188.47	1209487.52	1487149.56	1433004.90

附件七：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

项目名称	2016年	2017年	2018年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	178823.72	70280.62	145950.10
加：资产减值准备	7514.16	7207.84	33168.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	48440.38	34779.49	51334.32
无形资产摊销	748.80	686.55	3364.21
长期待摊费用的摊销	518.86	533.47	786.13
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3760.17	-1856.08	-11.47
固定资产报废损失	4.19	-65.01	93.03
公允价值变动损失	0.00	20.71	103.54
财务费用	165916.44	148718.94	220738.65
投资损失	-97794.81	-93931.76	-81325.37
递延所得税资产减少	-2157.61	-59201.31	-4009.06
递延所得税负债增加	-2239.71	-2666.86	-640.03
存货的减少	33837.18	-276242.13	-253130.47
经营性应收项目的减少	38506.83	299900.60	-246695.69
经营性应付项目的增加	-124298.39	181856.23	-108302.59
其他	0.00	-4748.89	0.00
经营活动产生的现金流量净额	251580.20	305272.41	-238576.53
2、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	1465188.47	1209487.52	1483826.97
减：现金的期初余额	1008224.52	1465188.47	1206733.98
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	3322.59
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	2753.54
现金及现金等价物净增加额	456963.94	-255700.95	277662.04

附件八：公司主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月 (未审计)
<b>盈利能力</b>				
营业利润率 (%)	18.04	13.02	15.49	-
总资本收益率 (%)	2.97	1.48	2.79	-
净资产收益率 (%)	4.45	1.71	3.12	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	65.81	62.74	64.46	65.78
长期债务资本化比率 (%)	52.86	45.60	51.30	60.43
全部债务资本化比率 (%)	63.35	60.10	62.79	64.34
流动比率 (%)	160.65	131.59	172.18	337.80
速动比率 (%)	118.60	84.33	119.42	237.59
经营现金流流动负债比 (%)	8.18	9.19	-6.91	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.24	0.78	1.12	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.80	27.69	18.13	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.02	0.13	-0.19	-0.03
筹资前现金流量净额利息保障倍数 (倍)	-0.43	2.88	-3.81	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数 (次)	-	4.66	12.24	-
存货周转次数 (次)	-	0.40	0.36	-
总资产周转次数 (次)	-	0.06	0.07	-
现金收入比 (%)		123.42	85.53	122.12
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率 (%)	-	1.81	5.87	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	-1.25	10.67	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	-34.77	-100.00	-
<b>本期债券偿债能力</b>				
EBITDA/本期债券发行额 (倍)	4.40	2.24	4.36	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	14.14	16.48	11.21	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	2.52	3.05	-2.39	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-1.54	8.28	-14.77	-

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率 = $(\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n 年数据：增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 n 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期债券发行额	$\text{EBITDA} / \text{本期债券发行额}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券发行额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券发行额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券发行额}$

注：长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款（付息项）

短期债务=短期借款+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他应付款（付息项）

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

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

## 附件十：企业主体及长期债券信用等级符号和定义

符号	定义
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。

注：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。

## 关于天津保税区投资控股集团有限公司2019年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第二期）跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“天津保税区投资控股集团有限公司2019年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第二期）”的存续期内密切关注天津保税区投资控股集团有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在天津保税区投资控股集团有限公司公布年报后两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向天津保税区投资控股集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，天津保税区投资控股集团有限公司应严格按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如天津保税区投资控股集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年7月31日