

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】147号

天津保税区投资控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“天津保税区投资控股集团有限公司2020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，评定贵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。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年二月二十四日



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（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该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具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年2月24日

天津保税区投资控股集团有限公司2020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

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2020/2/24	王二娇	李默晗

主体概况

天津保税区投资控股集团有限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。天津港保税区管理委员会为其实际控制人。

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区 综合 实力	区域层级	20.00%	15.80	企业 经营 与 财务 实力	资产总额	36.00%	36.00
	GDP 总量	32.00%	32.00		净资产总额	36.00%	36.00
	GDP 增速	4.00%	1.36		资产负债率	9.00%	5.40
	人均 GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	3.60
	一般公共预算收入	32.00%	27.52		补助收入/利润总额	5.00%	4.00
	一般公共预算收入增 速	4.00%	0.00		(实收资本+资本公积) /资产总额	5.00%	1.00
	上级补助收入	4.00%	2.88				

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	1档	2档	3档	4档	5档	6档	7档	8档	9档	
企业 经营 与 财务 实力	1档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-
	2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA-
	3档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-
	4档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+
基础模型参考等级							AAA			

注:上表为不完整列示。

3.评级调整因素

基础模型参考等级	AAA
评级调整因素	无
4.主体信用等级	AAA
5.增信措施	无
6.本期债券信用等级	AAA

本期债券概况

发行规模:分为品种一和品种二,品种一不超过(含)18亿元,品种二不超过(含)18亿元,品种间设回拨选择权,总计发行规模不超过(含)18亿元

发行期限:品种一3年期,品种二5年期

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;公司从事的天津港保税区内基础设施建设、公用事业运营等业务具有很强的区域专营性,得到股东及相关各方的有力支持;公司的股权投资带来较大的投资收益。同时,东方金诚也关注到,公司代建项目建设资金回收周期及方式尚未明确;面临一定的集中偿债压力;资金来源对外部融资的依赖性加强。综合分析,公司的主体信用风险极低,偿债能力极强,本期债券到期不能偿还的风险极低。

同业对比

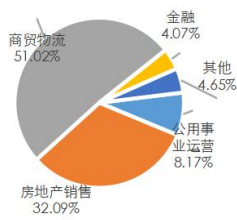
项目	天津保税区投资控股集团有限公司	上海外高桥资产管理 有限公司	上海金桥出口加工区 开发股份有限公司	重庆两江新区开发投 资集团有限公司	成都天府新区投资集团有 限公司
地区	滨海新区	浦东新区	浦东新区	两江新区	天府新区
GDP (亿元)	7038.00	10460.09	10460.09	2993.43	-
GDP 增速 (%)	4.4	7.9	7.9	10.2	12.1
人均 GDP (元)	-	186801	186801	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	463.7	1066.2	1066.2	153.8	63.3
一般公共预算支出 (亿元)	650.8	1305.5	1305.5	224.1	82.1
资产总额 (亿元)	1317.57	373.10	203.47	1852.49	1028.47
所有者权益 (亿元)	468.26	145.01	90.71	1120.86	348.80
营业收入 (亿元)	80.51	84.08	27.61	75.41	23.59
利润总额 (亿元)	17.57	13.04	12.90	26.30	9.04
资产负债率 (%)	64.46	61.13	55.42	39.49	66.09
全部债务资本化比率 (%)	62.79	50.80	37.66	29.86	48.04

注:对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AAA的同行业企业,表中数据均为2018年;滨海新区未公布2018年度GDP,此数据为估算数。

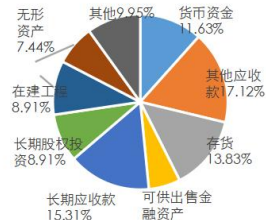
数据来源:东方金诚整理

主要指标及依据

2018年公司营业收入构成



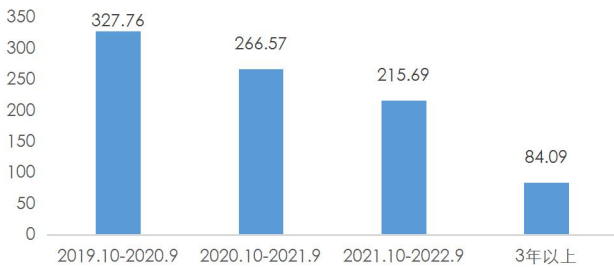
2018年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额	1175.51	1104.71	1317.57	1417.80
所有者权益	401.88	411.64	468.26	495.48
营业收入	66.80	71.16	80.51	62.55
利润总额	24.35	10.54	17.57	7.26
全部债务	694.62	620.08	790.07	851.40
资产负债率	65.81	62.74	64.46	65.05
全部债务资本化比率	63.35	60.10	62.79	63.21

2019年9月末公司全部债务结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2016年	2017年	2018年
地区	滨海新区		
GDP 总量	10002.31	-	-
GDP 增速	10.8	6.0	4.4
人均 GDP (元)	334056	-	-
一般公共预算收入	1338.1	529.0	463.7
一般公共预算收入增速	13.1	-19.9	-12.3
上级补助收入	128.83	112.73	132.79

优势

- 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相关部门的有力支持；
- 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，短期债务占比较高，面临一定的集中偿付压力；
- 公司经营获现能力有所下降，2018年经营活动和投资活动现金流均转为净流出，资金来源对外部融资的依赖性加强。

评级展望

预计天津港保税区经济将保持增长，公司基础设施建设、公用事业等业务保持很强的区域专营性，能够得到股东及相关部门的持续有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA	2019/12/25	王二娇 李默晗	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015年)》	阅读原文
AAA	AAA	2017/9/29	刘贵鹏 周丽君	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015年)》	阅读原文

注：以上为不完全列示。

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¹（以下简称“天保控股”）和天津保税区投资有限公司²（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，公司更为现名。后经多次增资，截至2019年9月末，公司注册资本为259.53亿元，实收资本为人民币241.53亿元；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9月末，公司拥有11家二级子公司。

图表1 截至2019年9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：公司提供，东方金诚整理

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³，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。

¹ 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。

² 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。

³ 详情见本报告“业务运营”部分。

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）18.00 亿元的“天津保税区投资控股集团有限公司 2020 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”），分为两个品种，品种一发行规模不超过（含）18 亿元，期限 3 年；品种二发行规模不超过（含）18 亿元，期限 5 年。本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权；本期债券品种一、品种二总计发行规模不超过（含）18 亿元。本期债券采用固定利率形式，通过簿记建档方式最终确定，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）18.00 亿元，全部用于偿还公司借款。

图表 2 公司拟偿还债务明细表（单位：万元）

用款主体	借款机构	借款本金	本期债券募集资金拟使用金额	借款期限
天保投控	上海银行	40000.00	40000.00	2017.4.26-2020.4.24
天保投控	渤海银行	50000.00	50000.00	2019.5.24-2020.5.23
天保投控	兴业银行	50000.00	50000.00	2018.5.30-2020.5.29
天保投控	上海银行	60000.00	40000.00	2017.6.15-2020.6.12
合计	-	200000.00	180000.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济与政策环境

2020 年宏观经济增速有望企稳，外部逆风仍需重点关注

预计 2020 年 GDP 同比增速在 6.1%左右，与 2019 年基本持平。2019 年四季度，受中美经贸摩擦缓和、逆周期政策调节力度加大等因素推动，经济下行势头已初步得到遏制，GDP 增速持平于 6.0%。2020 年是实现“十年 GDP 翻一番”目标的收官之年，稳增长刚性明显增强；此外，短期内全球经济也有望低位回暖，这些因素均将对 2020 年国内经济增长提供支撑。不过，未来美国大选将给中美经贸谈判带来新的不确定性，中东地区地缘政治风险也有可能对全球经济带来负面冲击，外部风险不容小觑。

宏观政策将进一步向稳增长方向倾斜，MLF 利率有望持续下调，积极财政政策将重点向基建提速方向发力

2020 年货币政策逆周期调节力度会进一步加大，预计为引导 LPR 报价下调，央行有可能继续下调 MLF 利率，降息周期已经启动；此外，资管新规过渡期延期将是大概率事件，金融严监管效应趋于缓和。财政政策方面，预计 2020 年财政赤字率将上调至 3.0%，新增专项债发行规模有望扩大至 3.15 万亿；加之专项债新规、资本金新政等效果逐步显现，基建投资增速有望从

2019年的3.8%回升至接近两位数。总体上看，2020年宏观政策在坚持不搞大水漫灌的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

行业及区域经济环境

行业分析

1. 基础设施建设

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

2. 房地产开发

预计2020年，房地产销售增速将稳中趋弱，受新冠疫情影响，一季度市场需求面临下行压力

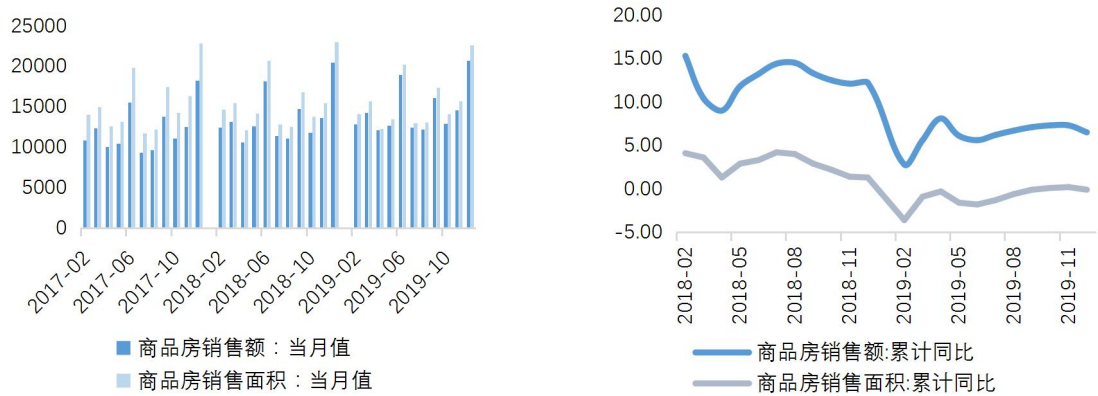
2019年房地产行业调控政策依旧从严，但下半年受融资收紧等因素影响，房企推盘积极同时“以价换量”，供给推动成交上升，叠加2018年同期销售基数逐步走低，销售仍表现出较强韧性，全年完成商品房销售额15.97万亿元，同比增长6.50%，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%。

预计2020年，房地产市场整体景气度将稳中趋弱。一方面，在政治局会议明确“不将房地产作为短期刺激经济手段”、经济工作会议重申“住房不炒”的背景下，房地产行业仍将维持“稳地价、稳房价、稳预期”以及“因城施策”的总体基调不变，加之按揭投放趋稳、降息周期启动、城镇化持续推进等因素，将共同决定房地产销售总量稳定。

另一方面，棚改货币化渐弱、置业人口触顶下滑对销售增速产生抑制，部分产业及人口支

撑力度较弱的三四线及以下城市将面临较大下行压力。此外，一季度受新冠疫情的影响，房企推盘节奏将有所放缓，售楼处和房屋中介暂停线下业务，房屋销售规模短期将有所回落，尤其是疫情相对严重的城市，房地产市场需求短期面临下行压力，但在“三稳”的政策背景下，随着疫情逐步得到控制，全年销售总体将稳中趋弱。

图表 3 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）

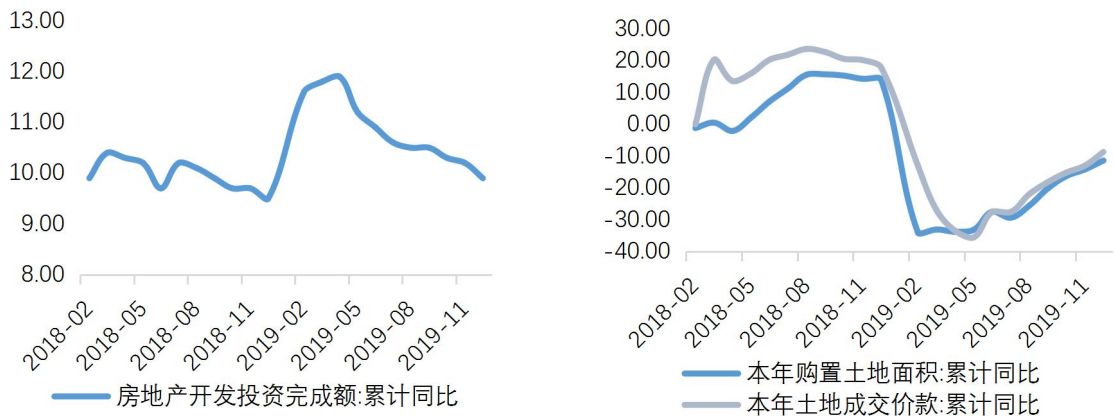


数据来源：Wind

预计 2020 年，前期高位新开工对房地产投资形成支撑，但低位购地及开工对投资形成拖累，叠加新冠疫情对短期投资的制约，预计全年增速高位趋缓

新开工及施工支撑房地产开发投资增速维持高位，但 2019 年房地产开发投资累计增速总体呈下降趋势，全年完成投资额 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，一方面在房地产调控政策持续从严、融资环境不断收紧的背景下，房企拿地意愿和新开工意愿受到抑制，土地购置减弱；另一方面，施工进度放缓，竣工节奏有所延长，同时安装工程增速为负，共同导致增速回落。

图表 4 全国房地产开发投资及土地购置情况（%）



数据来源：Wind

预计 2020 年，棚改收官、前期高位新开工将对施工韧性形成一定支撑，同时购地款支付相对滞后，房地产投资增速仍将维持高位，但房企在外部融资受限及调控政策从严的背景下，叠加债务到期偿付压力较大，资金面依然紧张，土地购置和新开工意愿难有显著改善，对房地产投资产生负面影响；同时，受疫情影响，预计短期内房企施工进度及土地获取均受到一定制约，

将进一步拖累投资增速，预计全年房地产开发投资完成额增速将高位趋缓，但降幅有限。

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。

天津市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。2018年，天津市经济总量在全国四大中央直辖市中排名末位，工业增加值位居第二。2019年1~9月，天津市地区生产总值15256.35亿元，同比增长4.6%。

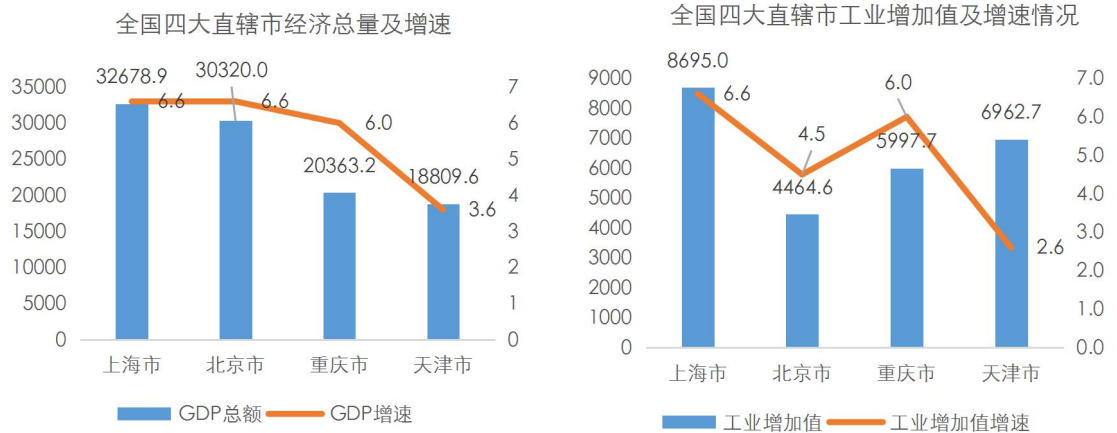
从产业结构来看，天津市第一产业占比较低，第二产业占比逐年下降，第三产业占比逐年上升。

天津市工业经济基础雄厚，已形成汽车制造、航空航天、电气机械、专用设备、专用设备制造业，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，天津市工业增加值略有波动。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，天津市第三产业增加值持续增长。天津市社会消费品零售总额略有波动，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。

图表5 2016年~2018年天津市主要经济指标及对比情况(单位:亿元、%)



项目	2016年		2017年		2018年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	17885.39	9.0	18595.38	3.6	18809.64	3.6
人均地区生产总值(元)	114494	-	119441	-	120606	-
工业增加值	7238.70	8.3	6863.98	2.3	6962.7	2.6
第三产业增加值	9661.30	10.0	10786.74	6.0	11027.12	5.9
三次产业结构	1.2: 44.8: 54.0		1.2: 40.8: 58.0		0.9: 40.5: 58.6	
全社会固定资产投资	14629.22	12.0	11274.69	0.5	-	-5.6
社会消费品零售总额	5635.81	7.2	5729.67	1.7	5533.0	1.7
进出口总额	1026.51	-10.0	7646.85	12.8	8077.01	5.6
房地产开发投资	2300.01	22.9	2233.39	-2.9	-	8.6
商品房销售面积(万平方米)	2711.08	53.1	1482.12	-45.3	1249.87	-15.7
国内旅游收入	-	12.7	-	12.8	3840.89	16.7

数据来源:公开资料,东方金诚整理

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,经济实力很强。

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。截至2018年末,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)自由贸易实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。

图表 6 2016~2018 年天津港保税区主要经济指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	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 ⁴	11.5	1253.20	2.7
第三产业增加值	1092.28	7.6	975.35	5.0	641.30	-9.9
固定资产投资	335.72	-14.4	417.80	-40.0	261.20	-18.3
进出口总额	157.00 ⁵	-2.4	1276.97	14.7	1521.1	18.8
实际利用外资 (亿美元)	20.1	-	23.1	-	5.70	-

数据来源: 公开资料, 东方金诚整理

天津港保税区近年来经济总量有所波动。2016 年~2018 年, 天津港保税区地区生产总值增速波动较大, 固定资产投资持续下降, 进出口总额增速持续上升。

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。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, 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⁶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%。随着滨海新区开发开放进度加快, 天津港保税区的发展机遇进一步凸显。

天津港保税区内的天津机场片区面积 43.1 平方公里, 是天津自贸区三个片区之一, 由保税区管委会管理。2015 年天津自贸区设立后, 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。

⁴ 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。

⁵ 亿美元。

⁶ 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。

财政状况

1.天津市

天津市一般公共预算收入逐年下降，政府性基金收入有所波动，财政实力依然很强

2016年~2018年，受财政数据“挤水分”等因素影响，天津市一般公共预算收入有所下降。同期，天津市税收收入占一般公共预算收入的比重分别为59.64%、69.78%和77.20%。

图表7 2016年~2018年天津市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
一般公共预算收入	2723	2310	2106
政府性基金收入	919	1230	1160
一般公共预算支出	3701	3282	3105
政府性基金支出	697	1291	1647
财政自给率 ⁷	73.57	70.38	67.83

数据来源：公开资料，东方金诚整理

政府性基金收入为天津市财政收入的重要补充，但近年来有所波动。天津市政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入，易受房地产市场波动等因素影响而存在不确定性。

2016年~2018年，天津市一般公共预算支出持续下降；财政自给率分别为73.57%、70.38%和67.83%。

截至2018年末，天津市政府债务余额4079亿元，其中市级政府债务余额为1532亿元。

2.滨海新区

滨海新区一般公共预算收入持续下降，政府性基金收入有所增长，财政实力有待增强

2016年~2018年，滨海新区一般公共预算收入同比分别增长13.1%、-19.9%和-12.3%；同期，一般公共预算支出持续下降，同比分别增长19.1%、-17.5%和-8.1%；地方财政自给率分别为147.76%、70.85%和71.25%。

图表8 2016年~2018年滨海新区财政收入、支出情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
一般公共预算收入	1338.05	528.97	463.72
其中：税收收入	758.44	398.91	408.34
非税收入	579.61	130.06	55.38
政府性基金收入	138.52	177.55	212.14
一般公共预算支出	905.53	746.70	650.80
政府性基金支出	118.96	190.11	305.78
财政自给率	147.76	70.85	71.25

资料来源：公开资料，东方金诚整理

政府性基金收入为滨海新区财政收入的重要补充，近年来有所增长。天津市政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入，易受房地产市场波动等因素影响而存在不确定性。

⁷ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

截至 2018 年末，滨海新区政府债务余额 1278.97 亿元，其中一般债务余额为 543.85 亿元，专项债务 735.13 亿元。

业务运营

经营概况

公司营业收入持续增长，主要来自于商贸物流、房地产销售和公用事业运营

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，公司营业收入持续增长，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且费率较低，故该业务收入规模较小，计入“其他收入”。

2016 年~2018 年，公司毛利润有所波动，其中房地产销售业务毛利润占比分别为 43.59%、80.37%和 68.10%，对公司毛利润贡献最大。同期，公司综合毛利率有所波动。2017 年，公司房地产销售业务毛利率增长较多系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；金融业务毛利率大幅回升。

2019 年 1~9 月，公司营业收入为 62.55 亿元，毛利润为 8.16 亿元，综合毛利率为 13.05%。其中，房地产销售收入同比下降 84.08%，主要是房地产板块的商品房项目于 2018 年末已基本销售完毕，无新增房地产销售项目。商贸物流收入同比增长 49.70%，主要是天保物流主要运输煤炭钢铁等，因市场回暖业务收入同比提升，另外，在平行车进口业务规模增长的带动下，汽车贸易的物流收入整体有所上升。其他业务板块同比大幅增加，主要是公司依托滨海新区综合配套改革等政策优势，子公司天保投资主要对银行、信托和基金等金融产业进行股权投资的投资收益增加所致。

图表9 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		2019年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	66.80	100.00	71.16	100.00	80.51	100.00	62.55	100.00
公用事业运营	7.09	10.61	7.15	10.04	6.68	8.17	4.70	7.51
房地产销售	18.69	27.98	21.23	29.83	26.25	32.09	3.94	6.30
商贸物流	26.82	40.16	37.63	52.88	41.74	51.02	44.85	71.69
航空	4.98	7.46	-	-	-	-	-	-
金融	3.58	5.37	3.01	4.23	3.33	4.07	2.48	3.96
其他	5.63	8.42	2.15	3.02	3.81	4.65	6.59	10.54
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	14.51	21.73	13.61	19.12	20.90	25.55	8.16	13.05
公用事业运营	1.17	16.44	0.55	7.69	0.24	3.60	-0.28	-5.96
房地产销售	6.32	33.84	10.94	51.52	14.24	54.23	1.38	35.03
商贸物流	1.52	5.67	1.64	4.36	1.29	3.08	1.30	2.90
航空	1.54	30.92	-	-	-	-	-	-
金融	2.60	72.56	-0.34	-11.20	2.91	87.48	0.62	25.00
其他	1.36	24.17	0.82	38.11	2.22	58.41	5.14	78.00

数据来源:公司审计报告及财务报表,东方金诚整理

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⁸(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⁹;并在项目未移交前收取运营管养费¹⁰,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

⁸ 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”。

⁹ 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。

¹⁰ 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。

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。

图表 10 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	累计投资额
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
合计	-	352.96	-	-	295.68

数据来源：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，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2019年9月末，公司已完成650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2019年9月末，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，公司已签订委托代建协议，但尚未与保税区管委会签订具体的移交协议。

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”）¹¹和天津天保市政有限公司（以下简称“天保市政”）负责。

图表 11 公司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
合计	59239.11	70893.95	65972.32	71466.65	64399.28	68358.38

注：表中数据均为合并抵消后数据

数据来源：公司审计报告及财务报表，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。

图表 12 2016 年~2018 年天保热电供热业务情况

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

数据来源：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。

¹¹ 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。

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%。

图表 13 2016年~2018年及2019年1~9月天保能源供电业务情况（单位：KWH）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~9月
购电量	26586.61	27350.36	28863.00	19461.57
售电量	26181.33	26597.85	27972.00	18811.59

数据来源：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。

图表 14 2016年~2018年及2019年1~9月天保市政业务情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~9月
供水量（万吨）	418	343	339	232
污水处理量（万吨）	348	311	237	194
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

数据来源：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，公司房地产销售收入分别为18.69亿元、21.23亿元和26.25亿元；毛利率分别为33.84%、51.52%和54.23%。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。

图表 15 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
数据来源：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小，未来收入的增长存在不确定性

截至2019年9月末，公司主要已售及在售房地产项目主要包括天保金海岸-D05地块和融汇商务园等，可租售面积合计122.15万平方米。截至2019年9月末，上述项目已销售面积86.33万平方米，已出租15.98万平方米，尚余可租售面积19.84万平方米，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小，未来收入的增长存在不确定性。

图表 16 截至 2019 年 9 月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	3.68	9.42	11730	写字楼	19.47
月湾花园	12.09	3.60	1.56	8165	住宅	27.90
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	1.39	-	13627	商业写字楼	41.86
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	4.91	-	25041	住宅	100.00
汇津广场	5.92	3.19	1.44	10049	商业写字楼	53.89
智谷汇盈产业园	6.49	0.82	3.56	8172	写字楼	12.63
意境兰庭二期	10.71	10.71	-	20776	住宅	100.00
意境兰庭一期	10.16	10.16	-	11648	住宅	100.00
合计	122.15	86.33	15.98	-	-	-

数据来源: 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。

图表 17 截至 2018 年末公司土地储备情况 (单位: 万平方米、亿元、年)

土地名称	位置	面积	土地总价	取得时间	预计项目开发类型
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
合计		-	27.89	58.94	-

数据来源: 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”）¹²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 1~9 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 44.85 亿元，毛利率分别 5.67%、4.36%、3.08%和 2.90%。

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。

图表 18 2016 年~2018 年及 2019 年 1~9 月汽车园公司汽车销售情况（单位：辆、万元）

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~9 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	1555	16588
进口大众	917	28231	809	22456	583	15520	367	11438
平行进口汽车	1904	89796	3152	164530	3911	166176	4623	221254

数据来源：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，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

¹² 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。

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 2019 年 9 月末，天保小贷贷款余额为 111753.76 万元（含集团内）；天保租赁未结束合同件数 39 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，2019 年 9 月末融资规模为 5.62 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。

图表 19 2016 年~2018 年及 2019 年 1~9 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 1~9 月
天保小贷	年末对外贷款余额（万元）	68830.05	69369.35	87810.01	111753.76
天保租赁	年末应收融资租赁款总额（万元）	684773.21	637942.81	637516.83	704760.53
	年末合同件数（件）	30	32	34	39
天保保理	融资规模（亿元）	7.50	9.77	9.92	5.62

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

数据来源：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¹³。

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间产生的投资收益。2019 年 1~9 月，公司投资收益为 7.94 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 亿元分别增加至 2019 年 9 月末的 259.53 亿元和 241.53 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

¹³ 为期末长期股权投资与可供出售金融资产合计数。

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。2019 年，保税区国资局以货币资金方式向公司增资 29.00 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。

图表 20 2016 年~2018 年公司获得政府补助情况（单位：亿元）

项目	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
合计	24.25	10.15	25.40

数据来源：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，预计股东及各方仍将对公司提供有力支持。

企业管理

产权结构

截至 2019 年 9 月末，公司注册资本为人民币 259.53 亿元，实收资本为 241.53 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。

管理水平

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以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1~9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1~9月合并财务报表未经审计。

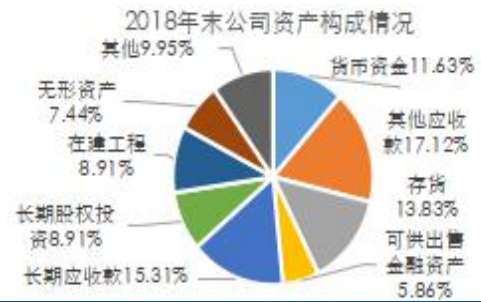
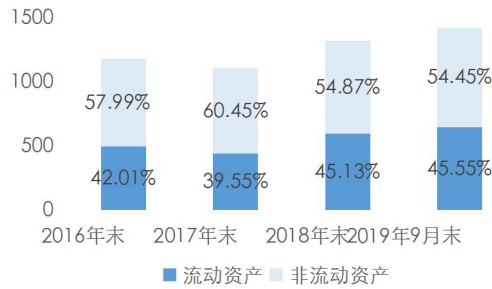
截至2019年9月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共11家（详见图表1）。自2017年起，公司不再将空客总装公司纳入合并报表合并范围，对空客总装公司的相关权益通过对外投资核算。上述变化未对公司财务质量造成重大影响。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模略有波动，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9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54.45%。

图表 21 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)



科目	2016年末	2017年末	2018年末	2019年9月末
资产总计	1175.51	1104.71	1317.57	1417.80
流动资产	493.79	436.89	594.57	645.77
货币资金	149.62	124.57	153.22	146.26
其他应收款 ¹⁴	140.54	103.39	225.59	242.86
存货	129.27	156.89	182.20	200.07
非流动资产	681.72	667.83	723.00	772.03
可供出售金融资产	58.22	68.98	77.15	81.85
长期应收款	171.15	184.13	201.78	234.44
长期股权投资	100.94	109.71	117.42	122.35
在建工程	128.68	138.23	131.07	125.36
无形资产	97.90	97.87	98.05	97.99

数据来源: 公司审计报告及财务报表, 东方金诚整理

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9月末, 公司流动资产略有波动, 其中公司货币资金、其他应收款和存货三者合计占流动资产的比重分别为84.94%、88.09%、94.34%和91.24%。

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9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9月末, 其他应收款242.86亿元, 较2018年末略有增长。

¹⁴ 不含应收利息。

图表 22 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
合计	-	229.22	98.42	6.10

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。

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 85.75%。

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 9 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, 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。

图表 23 2018 年末公司所有权或使用权受到限制的资产情况 (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
合计	261.69	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

受益于增资及永续债券的发行, 公司近年来所有者权益有所增长

2016 年~2018 年末及 2019 年 9 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 495.48 亿元。其中, 公司实收资本分别为 183.21 亿元、188.53 亿元、212.53 和 241.53 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。

图表 24 2018 年末公司其他权益工具构成情况 (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: 公司提供, 东方金诚整理

公司全部债务规模有所波动, 以债券融资为主的直接融资规模快速增加, 债务率处于较高水平

2016 年~2018 年末及 2019 年 9 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 78.11%。

图表 25 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
负债总计	773.64	693.08	849.30	922.32
流动负债	307.37	332.01	345.31	201.85
短期借款	140.62	93.53	103.20	129.70
预收款项	26.58	29.43	16.55	27.64
一年内到期的非流动负债	99.57	169.92	182.76	0.15
非流动负债	466.27	361.07	503.99	720.47
长期借款	347.24	280.68	294.43	391.78
应付债券	72.55	38.38	183.89	297.14
全部债务	694.62	620.08	790.07	851.40
短期有息债务	244.01	275.07	296.89	145.19
长期有息债务	450.62	345.02	493.18	706.21
资产负债率	65.81	62.74	64.46	65.05
全部债务资本化比率	63.35	60.10	62.79	63.21

数据来源：公司审计报告及财务报表，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 9 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。2019 年 9 月末，公司一年内到期的非流动负债大幅减少，系公司未将一年内到期的债务分类所致。

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 9 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等。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 9 月末，公司应付债券构成情况见附件二。

公司的全部债务规模有所波动，2018 年增长较快。2016 年~2018 年及 2019 年 9 月末，公司全部债务¹⁵占负债总额的比重分别为 89.79%、89.47%、93.03%和 92.31%；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 9 月末，公司短期

¹⁵ 未考虑公司发行的永续债券（计入权益科目“其他权益工具”核算）；截至 2018 年末，公司发行的永续债券余额合计 81.50 亿元。

债务分别占全部债务的比重分别为 35.13%、44.36%、37.58%和 17.05%。

图表 26 截至 2019 年 9 月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	浦发银行天津分行	2016.02.22-2022.02.21	0.50	0.44	
			2016.03.07-2022.03.04	0.98	0.89	
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	2.75	
天保投控	鑫源融资租赁	进出口银行	2017.09.04-2022.09.03	5.00	3.30	
天保投控	天津临港投资控股有限公司	渤海银行	2019.06.28-2022.06.27	5.00	5.00	
			中融国际	2019.09.18-2021.09.18		5.44
			中融国际	2019.09.20-2021.09.20		4.37
			中融国际	2019.09.25-2021.09.25	14.00	2.42
			中融国际	2019.09.27-2021.09.27		1.21
			中融国际	2019.09.30-2021.09.30		0.25
天保投控	天津临港建设开发有限	南京银行北京分行	2019.01.25-2020.01.24	5.00	5.00	
天保投控	公司	PPN	2019.08.27-2022.08.26	10.00	10.00	
天保控股	天津临港投资控股有限	中国银行天津滨海分	2018.12.28-2033.12.28	4.89	4.89	
天保投资	公司	建信资本	2019.3.15-2022.11.26	50.00	50.00	
合计	-	-	-	98.37	95.96	

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2019 年 9 月末, 公司对外担保余额为 95.96 亿元, 担保比率 19.37%。其中被担保企业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¹⁶、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。天津临港建设开发有限公司成立于 2003 年, 控股股东天津临港投资控股有限公司, 实际控制人为天津市滨海新区国有资产监督管理委员会。

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, 总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平

2016 年~2018 年, 公司营业收入分别 66.80 亿元、71.16 亿元和 80.51 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

¹⁶ 系天津市人民政府国有资产监督管理委员会控股企业。

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。

图表 27 公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年	2018年	2019年1~9月
营业收入	66.80	71.16	80.51	62.55
营业利润率	18.04	13.02	15.49	10.28
期间费用	20.61	9.65	25.61	19.01
利润总额	24.35	10.54	17.57	7.26
其中：财政补贴	24.25	10.15	25.40	-
总资本收益率	2.97	1.48	2.79	2.03
净资产收益率	4.45	1.71	3.12	1.00

数据来源：公司审计报告及财务报表，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¹⁷；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1~9月，公司营业收入为62.55亿元，投资收益7.94亿元，利润总额为7.26亿元，净利润为14.60亿元。

现金流

公司经营获现能力逐年下降，整体现金流状况波动很大；2018年经营活动和投资活动现金流均转为净流出，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主营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主营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，公司现金收入比持续减少，主营业务的经营获现能力逐年下降，但保持在较高水平。

¹⁷ 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。

图表 28 公司现金流情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司审计报告及财务报表, 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 1~9 月, 公司经营性净现金流为-10.96 亿元; 投资性净现金流为-42.13 亿元; 筹资性净现金流为 47.13 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 9 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。

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, EBITDA 对债务的保障程度较低。

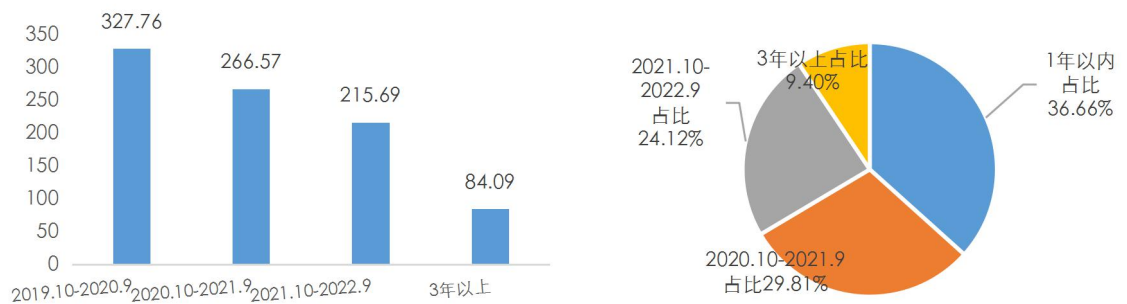
图表 29 公司偿债能力情况

科目	2016年(末)	2017年(末)	2018年(末)	2019年9月(末)
流动比率 (%)	160.65	131.59	172.18	319.93
速动比率 (%)	118.60	84.33	119.42	220.81
现金比率 (%)	48.68	37.52	44.37	72.46
经营现金流负债比 (%)	8.46	10.00	-7.17	-
长期有息债务资本化比率 (%)	52.86	45.60	51.30	58.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.82	1.49	1.60	-
全部债务/EBITDA (倍)	10.70	14.45	12.77	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从债务期限结构看,短期债务 327.76 亿元,占比 36.66%,1~3 年需要偿还债务合计 482.26 亿元, 占全部债务的 53.94%, 公司面临的集中偿付压力较大。

图表 30 截至 2019 年 9 月末公司债务期限结构 (单位: 亿元)



数据来源：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 9 月末,公司共获得银行授信 1330.10 亿元(包括银行借款和银行承兑汇票),已使用 894.11 亿元,未使用授信额度为 435.99 亿元。

本期债券拟发行总额不超过(含)18.00 亿元,是公司 2018 年末全部债务和负债总额的 0.02 倍和 0.02 倍,因募集资金全部用于偿还借款,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。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AAA 的国家级新区开发建设主体,对 2018 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

图表 31 同业对比情况

项目	天津保税区投资控股集团有限公司	上海外高桥资产管理有限公司	上海金桥进出口加工区开发股份有限公司	重庆两江新区开发投资集团有限公司	成都天府新区投资集团有限公司
地区	滨海新区	浦东新区	浦东新区	两江新区	天府新区
GDP (亿元)	7038.00 ¹⁸	10460.09	10460.09	2993.43	-
GDP 增速 (%)	4.4	7.9	7.9	10.2	12.1
人均 GDP (元)	-	186801	186801	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	463.7	1066.2	1066.2	153.8	63.3
一般公共预算支出 (亿元)	650.8	1305.5	1305.5	224.1	82.1
资产总额 (亿元)	1317.57	373.10	203.47	1852.49	1028.47
所有者权益 (亿元)	468.26	145.01	90.71	1120.86	348.80
营业收入 (亿元)	80.51	84.08	27.61	75.41	23.59
利润总额 (亿元)	17.57	13.04	12.90	26.30	9.04
资产负债率 (%)	64.46	61.13	55.42	39.49	66.09
全部债务资本化比率 (%)	62.79	50.80	37.66	29.86	48.04

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来自各企业公开披露的 2018 年数据，东方金诚整理。

与行业对比组企业相比，公司所在地区滨海新区的经济总量中等，经济增速最低；一般公共预算收入及一般公共预算支出均仅次于浦东新区，位居第二。总体来看，天津市滨海新区经济财政实力在对比组中处于中等水平。

公司自身资产规模较大，仅次于重庆两江新区开发投资集团有限公司；公司营业收入及利润总额均位居第二，债务率水平偏高。

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，截至 2020 年 2 月 12 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

公司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

¹⁸ 滨海新区未公布 2018 年度 GDP，此数据为估算数。

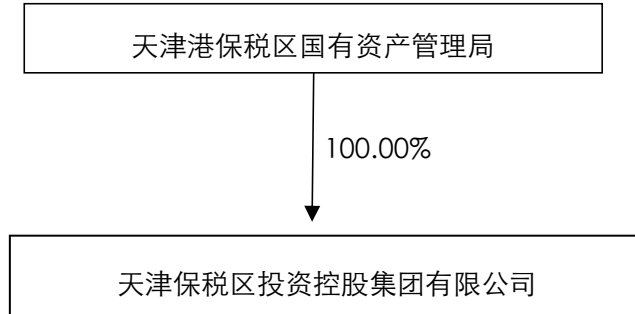
专营性，在增资、资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持；近年来公司股权投资规模较大，所投资的天津银行、渤海证券等企业运营良好，持续为公司带来较大规模的投资收益。

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，短期债务占比较高，面临一定的集中偿付压力；公司经营获现能力有所下降，2018年经营活动和投资活动现金流均转为净流出，资金来源对外部融资的依赖性加强。

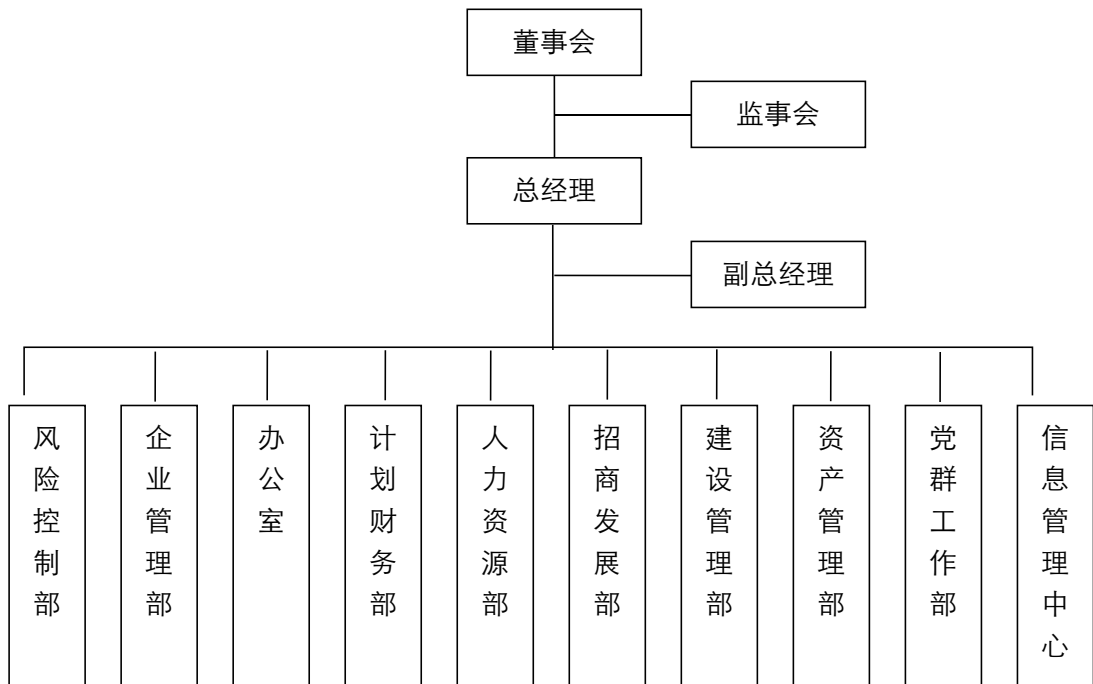
综合分析，公司主体信用主体信用风险极低，偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年 9 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2019 年 9 月末公司应付债券构成情况（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 天保 01	30.40	5 年	2019.03.27	2021.04.02	5.96
境外债-宝盈项目	2.30 ¹⁹	3 年	2018.12.04	2021.12.04	6.25
19 天保 02	10.00	3 年	2019.05.16	2022.05.16	5.86
19 天保 03	6.00	3 年	2019.06.04	2022.06.06	5.99
19 津保投 SCP002	10.00	0.49 年	2019.06.14	2019.12.09	3.60
19 津保投 SCP003	10.00	0.49 年	2019.07.16	2020.01.10	3.90
19 津保投 SCP004	18.00	0.49 年	2019.07.04	2019.12.27	3.60
19 津保 01	12.00	3 年	2019.07.19	2022.07.19	4.90
19 津保 02	10.00	3 年	2019.08.23	2022.08.23	4.20

¹⁹ 单位是亿美元。

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年9月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1175.51	1104.71	1317.57	1417.80
其中：货币资金	149.62	124.57	153.22	146.26
其他应收款	140.54	103.39	225.49	242.86
存货	129.27	156.89	182.20	200.07
可供出售金融资产	58.22	68.98	77.15	81.85
长期应收款	171.15	184.13	201.78	234.44
长期股权投资	100.94	109.71	117.42	122.35
在建工程	128.68	138.23	131.07	125.36
无形资产	97.90	97.87	98.05	97.99
负债总额	773.64	693.08	849.30	922.32
全部债务	694.62	620.08	790.07	851.40
其中：短期债务	244.01	275.07	296.89	145.19
所有者权益	401.88	411.64	468.26	495.48
营业收入	66.80	71.16	80.51	62.55
利润总额	24.35	10.54	17.57	7.26
经营活动产生的现金流量净额	25.99	33.19	-24.77	-10.96
投资活动产生的现金流量净额	-40.57	52.23	-123.79	-42.13
筹资活动产生的现金流量净额	57.64	-108.21	175.18	47.13
主要财务指标				
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	-
现金收入比率（%）	136.10	123.42	85.53	-
资产负债率（%）	65.81	62.74	64.46	65.05
长期债务资本化比率（%）	52.86	45.60	51.30	58.77
全部债务资本化比率（%）	63.35	60.10	62.79	63.21
流动比率（%）	160.65	131.59	172.18	319.93
速动比率（%）	118.60	84.33	119.42	220.81
现金比率（%）	48.68	37.52	44.37	72.46
经营现金流流动负债比率（%）	8.46	10.00	-7.17	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.49	1.60	-
全部债务/EBITDA（倍）	10.70	14.45	12.77	-

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
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 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“天津保税区投资控股集团有限公司2020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、财务状况及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的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

2020年2月24日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。