

天津泰达股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

发行主体	天津泰达股份有限公司		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	2008/8/12~2013/8/11		
担保主体	天津泰达投资控股有限公司		
担保方式	不可撤销的连带责任保证担保		
上次评级时间	2011/4/18		
上次评级结果	债项级别	AA+	评级展望：稳定
	主体级别	A+	
跟踪评级结果	债项级别	AA+	评级展望：稳定
	主体级别	A+	

概况数据

泰达股份	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益 (亿元)	28.53	30.67	27.30	26.91
总资产 (亿元)	77.91	93.60	137.51	150.68
总债务 (亿元)	38.87	51.81	89.89	99.30
营业总收入 (亿元)	45.72	69.55	51.30	7.70
营业毛利率 (%)	14.68	15.58	12.01	6.31
EBITDA (亿元)	8.54	10.57	5.00	-
所有者权益收益率 (%)	18.45	19.67	1.89	-14.82
资产负债率 (%)	63.38	67.23	80.15	82.14
总债务/EBITDA (X)	4.55	4.90	17.97	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.95	4.05	1.17	-

泰达控股	2009	2010	2011
所有者权益 (亿元)	369.93	273.92	290.04
总资产 (亿元)	1462.88	1613.45	1807.57
总债务 (亿元)	862.92	966.73	1093.60
营业总收入 (亿元)	435.79	578.30	583.70
营业毛利率 (%)	10.65	9.97	9.02
EBITDA (亿元)	65.30	63.40	43.33
所有者权益收益率 (%)	1.42	0.18	0.12
资产负债率 (%)	74.71	76.73	77.30
总债务/EBITDA (X)	13.21	15.25	25.24
EBITDA 利息倍数 (X)	1.22	1.10	2.25

注：2012 年 1 季度泰达股份所有者权益收益率、总债务/EBITDA 经过年化处理。

分析师

刘子峰 zliu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

基本观点

2011 年以来, 天津泰达股份有限公司 (以下简称“泰达股份”或“公司”) 环境管理板块产能项目投资平稳推进并按计划投入商业运营, 环境管理收入规模大幅增长, 对整体业务的贡献度均稳步提升, 有助于改善公司业务结构, 提升整体经营的稳健性。

中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 关注到, 扬州广陵新城项目受房地产政策调控影响明显, 致使区域开发板块收入大幅下降。同时, 由于市场需求萎缩, 石油仓储销售业务与清洁材料业务量也出现较明显下滑。此外, 公司垃圾发电、区域开发及油品储运设施的在建项目投资规模巨大且建设期相对集中, 投资性现金支出较大, 因此公司还面临较大的建设资金筹集压力。

综上, 中诚信证评维持发行主体泰达股份主体信用等级 A+, 评级展望为稳定, 维持本次公司债券信用等级为 AA+。该级别考虑了天津泰达投资控股有限公司 (以下简称“泰达控股”) 提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 区域开发项目建设持续推进, 该业务增长空间仍较大。公司区域开发模式较为成熟, 广陵新城及大连慧谷等项目的投资开发持续推进, 未来业务增长空间较大。
- 垃圾处理及发电业务扩张迅速, 对整体业务收入与盈利的贡献度上升。目前公司在运营的垃圾处理、发电项目已增至 5 个, 另外 7 个垃圾填埋与发电在建项目将在未来几年内陆续投入运营, 公司环境管理业务将实现跨越式增长, 对整体业务收入与盈利的贡献度不断上升。
- 具有竞争力的多元化产业布局。近年来公司已形成颇具竞争力的区域开发、环境管理、油品贸易、金融板块等多元化产业布局, 有利于经营风险的分散。

2012年5月29日

- 泰达控股为天津滨海新区最大的国有独资企业，实力雄厚，其提供的不可撤销连带责任担保将对本次公司债券按期偿还提供有力的保障。

关 注

- 房地产行业政策的影响。从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对销售、投资造成的影响。
- 债务规模增长较快，短期债务压力上升。公司主要通过外部融资方式支撑区域开发、垃圾处理发电等在建项目的投资，致使债务水平上升较快。2011年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别增至80.15%和76.71%，同时长短期债务比升至4.00，短期债务压力上升。

业务经营

作为投资控股型企业，近年来不断调整产业布局，优化产业结构，目前泰达股份的业务板块已涉及区域开发、环境管理、纺织服装和石油仓储销售等领域，并参股金融等诸多产业。

截至2011年12月31日，公司资产总额137.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）为27.30亿元，资产负债率（合并报表口径）为80.15%。2011年，公司取得营业收入51.30亿元，归属于母公司所有者的净利润356万元，经营活动现金净流量为-2.24亿元。

2011年，受“限购”、“限贷”房地产政策调控的影响，公司土地出让停滞，导致区域开发收入下降。但随着基础设施BT项目的推进，区域开发收入有望逐步回升。

一级土地开发方面，2011年，由南京新城发展股份有限公司（以下简称“新城股份”）与当地政府合作设立的扬州泰达发展建设有限公司负责开发的扬州广陵新城项目开发进度持续推进。2011年，广陵新城项目458亩土地已经具备上市条件，但受“限购”、“限贷”房地产政策调控的影响，区域内土地出让市场处于低谷，公司开发的土地未能顺利出让。2012年计划挂牌土地575亩，如全部顺利出让，将为公司收益带来贡献。

此外，扬州广陵新城基础设施建设方面，公司已经完成信息服务产业基地二期、京杭之心景观、京杭会议中心等项目，并已签约交通银行金融服务中心（扬州）、红星美凯龙城市综合体、运河明珠广场等项目，信息产业基地二期引进中国人寿、江苏仕德伟等企业入驻，上述重点企业的入驻一定程度上为开发区域环境的培育及后续的招商与土地出让奠定了基础。

大连北方慧谷项目系公司一级二级联动开发项目，2011年挂牌土地764.40亩，至2011年12月31日已经完成土地摘牌，目前正进行二级开发建设。产业招商方面，目前已签订战略合作框架的企业有8家，产业示范区签订入驻企业5家。

此外，二级开发业务还包括天津和和家园经济

适用房项目。2011年，天津和和家园经济适用房一期完成竣工验收，该项目建筑面积7.25万平方米，共计1026套，已完成签约711套，已收款662套；公司于2011年3月通过挂牌取得和和家园二期项目的国有建设用地使用权，目前正在着手二期项目的前期工作。

由于2011年土地出让进程不顺，致使区域开发收入降至3.88亿元，同比下降43.20%。但随着土地市场的回升，2012年推出的广陵新城575亩土地有望实现出让。截至2011年12月31日，公司应收开发项目的回购款已达到17.03亿元，较上年增加8.86亿元，随着土地款的回笼与基础设施项目的移交，公司区域开发业务的整体收益情况有望逐步提升。

在项目投资方面，预计2012年，公司将投资28.5亿元以继续推进区域开发项目的建设，项目资金的筹集情况需要关注。

总体来看，受房地产市场调控的影响，2011年公司区域开发收入下滑，但随着区域开发项目的推进，该板块业务仍将有望逐步提升。此外，区域开发业务的后续投资需求仍较大，资金状况需关注。

垃圾处理与发电业务扩张迅速，对整体业务收入与盈利的贡献度显著提升，有助于优化公司业务结构，提升整体业务的稳健性

自2005年公司首个垃圾处理项目-双港垃圾焚烧业务正式运营以来，近年来业务扩张迅速。截至目前，公司已拥有12个垃圾处理项目，包括4个大型垃圾焚烧发电项目、5个垃圾综合处理项目和3个秸秆发电项目，其中5个项目已相继实现运营，垃圾处理与发电能力逐步增长。2011年，公司完成生活垃圾无害化处理总量89.98万吨，同比增长38.00%，实现上网电量18408万度，同比增长52.10%。2011年公司环境管理产业收入同比大幅增长84.24%，达到2.69亿元。

在垃圾焚烧发电业务方面，天津双港项目全年处理生活垃圾42.30万吨，上网电量突破1.30亿度；扬州项目建设完成并于2011年5月进入商业试运行阶段，全年焚烧处理垃圾27.9万吨，发电5,490万度；大连项目设备采购和建安工程基本完成，预计2012年底2炉2机具备整套启动条件；天津贯庄项目主要

设备采购基本完成,2012年底土建工程可完成90%,设备安装工程可完成85%。预计2012年内大连和贯庄项目可建设完成并正式投入商业运行。

在垃圾综合填埋业务方面,天津武清项目全年共计接收生活垃圾5.34万吨;天津宝坻项目全年共计接收处理生活垃圾4.20万吨;山东滕州项目全年接收生活垃圾10.25万吨;山东枣庄和山东曲阜垃圾填埋项目设计日处理量达400吨,目前已签订特许经营协议,正在进行前期推进。

在秸秆焚烧发电业务方面,河北遵化项目桩基施工已完成,电力接入系统方案已基本确定;河北故城项目设计年处理量均为20万吨/年,发电量为1.90亿度,目前已完成围墙施工、地质详勘等工作;河北平泉项目已完成项目核准,土地使用证办理完成,并签订工程项目招标代理合同。

表1: 公司垃圾处理项目运行情况

单位: 万吨/年、亿度

项目	处理方式	状态	设计处理量	2011年处理量	设计发电量	2011年发电量
双港	焚烧	运营	43.8	42.30	1.23	1.30
贯庄	焚烧	在建	33.30	-	0.87	-
大连	焚烧	在建	54.75	-	1.50	-
扬州	焚烧	运营	43.80	27.90	1.00	0.55
武清	填埋	运营	7.30	5.34	-	-
滕州	填埋	运营	16.43	10.25	-	-
枣庄	填埋	在建	17.63	-	-	-
宝坻	填埋	运营	14.60	4.20	-	-
曲阜	填埋	在建	14.60	-	-	-
遵化	秸秆焚烧	在建	25.00	-	1.95	-
平泉	秸秆焚烧	在建	20.00	-	1.90	-
故城	秸秆焚烧	在建	20.00	-	1.90	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2011年5月扬州焚烧发电项目的投入运营,推动公司垃圾处理发电业务大幅增长,当年实现业务收入2.69亿元,同比增长84.24%。2012年,随着大连和贯庄项目投入商业运行,公司垃圾处理能力和设计发电能力将分别增加131.85万吨与4.60亿度,增幅将分别达到160.54%与78.90%。

公司凭借在该领域的技术优势和运营经验,近年来不断加大异地复制拓展的步伐,2012年项目投资预计达3.77亿元。

由于垃圾处理业务得到国家环保政策的扶持,业务稳定性与成长空间较大,随着后续在建项目的建成与投产,公司垃圾处理与发电业务将获得跨越

式增长,同时鉴于垃圾处理、垃圾发电产业经营效益较佳且能够得到较高额的政府补贴,预计未来几年内,公司环境管理业务对整体业务收入与盈利的贡献度将显著提升。

总的来看,环境管理产业具有经营受外部市场环境影响小、盈利空间及可持续发展空间大等优势,环境管理业务的快速成长有助于改善公司业务结构、提升整体业务的稳健性。而与此同时,由于项目扩张所带来的资金压力与运营管理压力还需关注。

由于需求萎缩,2011年洁净材料业务下滑明显

2011年,全球滤材市场仍处于H1N1疫情后的低迷时期,流通环节库存较充足,市场需求呈现萎缩态势,与此同时,军品市场竞争更趋激烈,公司市场份额出现下滑,洁净材料销售额仅为9,115.08万元,同比下降10.44%。2010年3月,公司启动的扩产项目总投资9,500万元,目前主体设备已经安装完毕,2012年4月将完成验收,届时公司产能将由原来的年产4,500吨增至7,500吨。鉴于当前的市场需求不足态势,公司未来可能面临产能过剩压力。

受中国石油、中国石化限制外采油品政策的影响,公司油品贸易业务大幅下降

2011年中国石油、中国石化限制外采油品政策的出台,导致市场交易量大幅下降,给两大集团以外的石油企业经营造成较大困难。受此影响,2011年公司完成油品销售40.25万吨,其中成品油11.68万吨,化工产品20.35万吨,合并销量同比下降47.72%;为了提高自身可控的终端销售能力,公司致力于完善仓储、生产、零售终端等环节。在仓储业务方面,目前南港80万立油库项目的前期行政手续基本办理完毕,一期工程桩基工程累计已完成工程总量的44.00%。

继续加大对参股金融企业的投资力度,有利于改善投资结构,提升投资收益水平

公司在2011年进一步加大对金融股权的投资力度,全年对金融及类金融企业的投资金额新增近5亿元。2011年,公司完成对渤海证券第一轮增资4.09亿元,持股比例为27.04%。对于渤海证券第二

轮增资，公司拟以现金方式直接认购渤海证券增发股份1.78亿股，增资金额2.67亿元。此外，公司对北方信托增资3,198万元已获董事会审议通过，尚待监管部门批复。

公司作为专业的投资控股型企业，增加对渤海证券、北方信托等优质金融企业的股权投资，对于优化其投资结构、提高投资收益水平具有重要意义。

财务分析

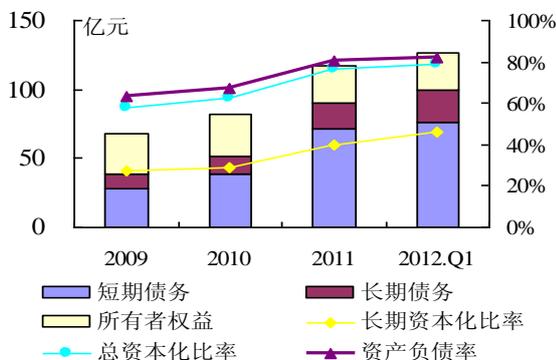
以下分析基于经五州松德联合会计师事务所审计并出具标准无保留意见的泰达股份 2009~2011 年合并财务报告。

资本结构

近年来，公司在区域开发与环保领域的投入持续增加，以及增资渤海证券北方信托等金融公司，使得公司总资产规模扩张迅速，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产较上年末增长 46.91% 至 137.51 亿元。

同时，由于公司主要系通过外部融资支撑业务扩张，致使总债务水平不断上升。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总负债 110.21 亿元，较上年增长 75.14%，资产负债率、总资本化比率分别增至 80.15%、76.71%，分别比上年增长 12.92、13.89 个百分点。2012 年 1 季度，公司资产负债率、总资本化率等负债指标延续上升趋势。

图 1: 2009~2012.Q1 公司资本结构情况

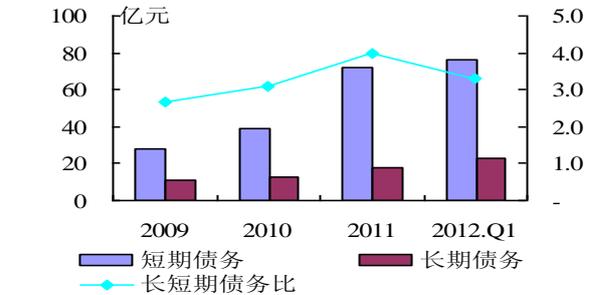


资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

从负债结构来看，随着 2011 年银行信贷收紧，公司融资难度增加，使得短期借款、应付票据及一年内到期的长期负债等短期融资占比较大且呈现逐年上升态势。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总

债务 89.89 亿元，其中短期债务 71.91 亿元，长期债务 17.98 亿元，长短期债务比由上年的 3.09 增至 4.00。2012 年 1 季度，长短期债务比虽有所回落，但长短期债务额均增加，由此短期内公司借款到期还本与应付票据兑付所带来的资金压力仍较大。

图 2: 2009~2012.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

未来几年，随着公司在区域开发、环境管理及金融业务等方面投资的增加，未来资金需求量依旧较大，而鉴于公司经营盈余积累有限，且尚无股权融资计划，其未来债务规模及负债比率或将进一步走高，债务压力呈现上升趋势。

盈利能力

2011 年公司环境管理业务扩张较快，但由于区域开发、洁净材料及油品贸易业务收入下滑，导致营业收入规模整体缩减，2011 年公司实现营业收入 51.30 亿元，同比下降 26.24%。

表 2: 2009~2011 年公司主要业务变化情况

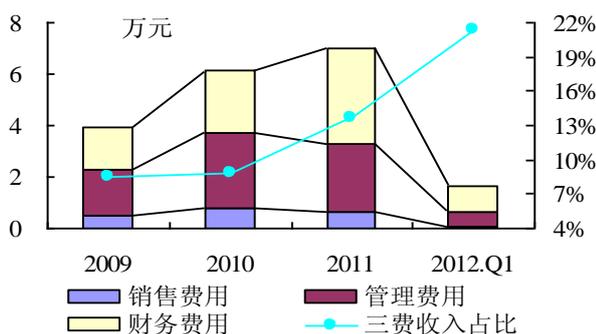
	收入 (亿元)			毛利率 (%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
批发业	30.34	49.66	33.67	3.57	4.00	4.85
房地产开发	4.12	4.26	0.00	43.26	63.85	0.00
建筑业	2.38	6.84	3.88	68.54	59.20	50.20
公共设施管理	5.79	6.20	10.03	14.47	17.83	17.52
环境管理	1.40	1.46	2.69	36.99	33.84	36.70
纺织服装	1.60	0.97	0.84	48.54	37.57	38.52
其它	0.01	0.02	0.06	84.19	67.64	25.13
合计	45.64	69.40	51.17	14.54	15.46	11.89

数据来源：公司定期报告

近年来，主要受土地开发及房地产结转项目的差异与结转周期的影响，公司毛利率水平波动较明显。2011 年，土地开发业务未能结转收入，导致综合毛利率同比下降 3.57 个百分点至 11.89%，而其他业务板块的毛利率波动幅度相对较小，对公司整体盈利水平的影响相对有限。

公司销售费用与管理费用随业务收入规模增减而有所波动,整体保持较适中水平。2011年以来,公司借款规模增加,借款利率上提,导致利息支出上升较快,推动三费支出规模大幅增长。2011年公司三费支出合计达6.98亿元,占当年营业收入比重达到13.60%,同比增长4.76个百分点。2012年1季度,主要由于借款规模增长以及银行利率提升,公司三费支出延续上年的上升趋势。

表3: 2009~2012.Q1 公司三项费用情况



资料来源: 公司定期报告

2011年投资收益2.09亿元,较上年减少1.53亿元。其中,当年渤海证券权益法核算收益减少,致使股权投资收益较上年下降1.31亿元。同时由于2011年12月公司将所持有的天津泰达园林建设有限公司100%的股权出售给泰达控股,当年实现股权转让收益2.06亿元。

表3: 近三年公司投资收益构成情况

	单位: 亿元		
	2009	2010	2011
股权转让收益	1.86	1.71	2.06
交易性金融资产投资收益	0.18	0.04	0.00
成本法核算股权投资收益	0.03	0.59	-0.02
权益法核算股权投资收益	1.13	0.74	0.04
委托贷款收益	0.93	0.54	0.01
可供出售金融资产投资收益	0.34	0.00	0.00
持有至到期投资收益	-	0.00	0.00
其他	0.02	0.00	0.00
合计	4.49	3.62	2.09

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2011年归属于母公司所有者的净利润为356万元,较上年下降2.82亿元,所有者权益收益率为1.89%,较上年下降17.78个百分点。2012年1季度,由于土地出让尚无进展,且银行贷款利率提高,财务成本同比增加,致使1季度营业收入同比下滑31.19%,为7.70亿元,净利润亏损9970万元。

此外,泰达园林原为公司重要盈利来源之一,2011年度营业收入与营业毛利占比分别达到19.60%与16.22%。2011年12月28日,公司将所持股权全部出让,园林绿化业务的终止短期之内将增加公司的盈利压力。

中诚信证评关注到,虽然市场环境的波动导致公司经营业绩的短期回落,但中长期来看,随着环保项目相继建成与投入运营及广陵新城与大连慧谷项目的持续推进,公司业务结构将进一步优化,可结算区域开发项目储备也更为充足,公司整体经营能力与盈利能力将提升。

偿债能力

近两年来,公司区域开发与环境管理业务的投资扩张较快,项目投资与业务运营对外部资金的依赖程度加大,总债务规模持续增加。2011年12月31日,公司总负债合计110.21亿元,资产负债率增至80.15%,总资本化比率增至76.71%。

2011年,由于公司盈利能力下降,EBITDA降至5.00亿元,总债务/EBITDA与EBITDA利息倍数指标分别为17.97倍与1.17倍,EBITDA对总负债的支撑能力及对利息支付的保障程度均下降。

表4: 2009~2012.Q1 年公司偿债能力指标

	2009	2010	2011	2012.Q1
资产负债率(%)	63.38	67.23	80.15	82.14
长期资本化比率(%)	27.11	29.23	39.70	46.15
EBITDA(亿元)	8.54	10.57	5.00	-
EBITDA利息倍数(X)	3.95	4.05	1.17	-
总债务/EBITDA(X)	4.55	4.90	17.97	-
经营活动净现金流量(亿元)	-3.72	-4.47	-2.24	4.70
经营活动净现金流/总债务(X)	-1.03	-0.09	-0.02	0.05
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	-1.72	-1.71	-0.53	29.65

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

受益于泰达控股的支持,公司与各大银行保持长期稳定的合作关系,金融机构授信支持,在趋紧的信贷环境下,公司仍保持较为通畅的银行融资渠道,融资弹性较强。

或有事项方面,截至2011年12月31日,公司担保金额合计34.61亿元,其中对子公司担保余

额为 32.06 亿元，期末担保余额占期末归属于母公司所有者权益的 158.91%，中诚信证评对上述担保可能给公司带来的或有债务保持持续关注。

总体来看，公司项目投资的扩张推动债务规模快速上升，且随着后续项目的推进，其对外部债务的依赖程度可能增加，而导致债务压力上升。但随着公司业务规模的扩展与业务结构的优化，其总体经营能力与抗风险能力不断得到加强，且公司融资渠道较为通畅，其总体偿债能力仍较强。

担保实力

本次债券由天津泰达投资控股有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。泰达控股是天津市经济技术开发区国有资产的授权经营单位，下属全资、控股、参股企业 106 家。截至 2011 年 12 月 31 日，泰达控股总资产 1807.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）290.04 亿元，资产负债率 77.30%。2011 年泰达控股实现主营业务收入 583.70 亿元、净利润 5019 万元。

根据天津市政府 2008 年 9 月 17 日津政发（2008）72 号文件，泰达控股将在两年内纳入天津市国资委直接监管范围，股东将由目前天津市经济开发区管委会变更为天津市国资委。但截至 2011 年 12 月 31 日，泰达控股股东仍未发生变更，中诚信证评将对此保持关注。

业务运营方面，2011 年泰达控股实现营业收入 583.70 亿元，其中商品销售、房地产、公共事业和服务业占比分别为 80.51%、10.60%、3.59% 与 1.54%。控股子公司天津钢管集团有限公司（以下简称“天津钢管”）的无缝钢管、铜材等销售收入是泰达控股商品销售的主要收入构成。2010 年 7 月，天津市国资委出资整合天津钢管、天津钢铁集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团，四家国有钢铁企业联合组建成立了国有独资公司渤海钢铁集团有限公司，未来若天津钢管股权变更，将给泰达控股的收入和利润带来一定的影响。

房地产开发方面，受外部环境以及开发结算周期等因素影响，2011 年实现收入 61.88 亿元，比上年下降 21.43%。而由于泰达控股承担着天津经济技术开发区全部基础建设和公共服务职能，包括水、

电、气、热等，开发区财政给予一定的补贴，2011 年泰达控股获得补贴收入 20.59 亿元。此外，泰达控股还集中了天津市 80% 左右的金融资产，拥有包括银行、基金、保险、信托等在内的较为完整的金融机构体系，具体包括渤海银行、渤海财险、渤海证券、北方国际信托等金融企业。

财务表现来看，受房地产业务收入下降的影响，2011 年泰达控股实现主营业务收入 583.70 亿元，同比下降 0.93%，主营业务毛利率为 9.02%。扣除期间费用后，泰达控股当年营业利润为 -33.41 亿元，但加上 17.42 亿元的投资收益和 20.59 亿元的补贴收入等，泰达控股实现利润总额 4.61 亿元，净利润 5019 万元。

表 5：2011 年泰达控股主要业务变化情况

	2011	
	收入(亿元)	毛利率(%)
商品销售	469.92	5.24
房地产销售	61.88	35.00
公共事业	20.97	-4.72
服务业	8.93	63.72
其他	22.00	7.59
合计	583.70	9.02

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来泰达控股投资开发规模逐年扩大，债务规模上升，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务规模已达到 996.11 亿元，资产负债率和总资本化比率分别达到 77.30%、79.04%，分别较 2010 年末增加 0.57 和 1.12 个百分点。

2011 年泰达控股 EBITDA 利息保障倍数为 2.25 倍，总债务/EBITDA 为 25.24 倍。未来随着资本支出规模的扩大，泰达控股的债务压力可能增加。由于泰达控股是天津资产规模最大的国有企业之一，得到金融支持的力度较大。2011 年 12 月 31 日，泰达控股银行授信额度为 503.26 亿元，未使用授信余额为 120.9 亿元，财务弹性良好。

表 6：2009~2011 年泰达控股偿债能力分析

	2009	2010	2011
长期债务(亿元)	382.41	422.71	446.17
总债务(亿元)	862.92	966.73	1093.60
EBITDA(亿元)	65.30	63.40	43.33
资产负债率(%)	74.71	76.73	77.30
总资本化比率(%)	69.99	77.92	79.04

EBITDA 利息倍数 (X)	1.22	1.10	2.25
总债务/EBITDA (X)	13.21	15.25	25.24
经营活动净现金流 (亿元)	12.58	-4.02	27.23
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.23	-0.07	1.41

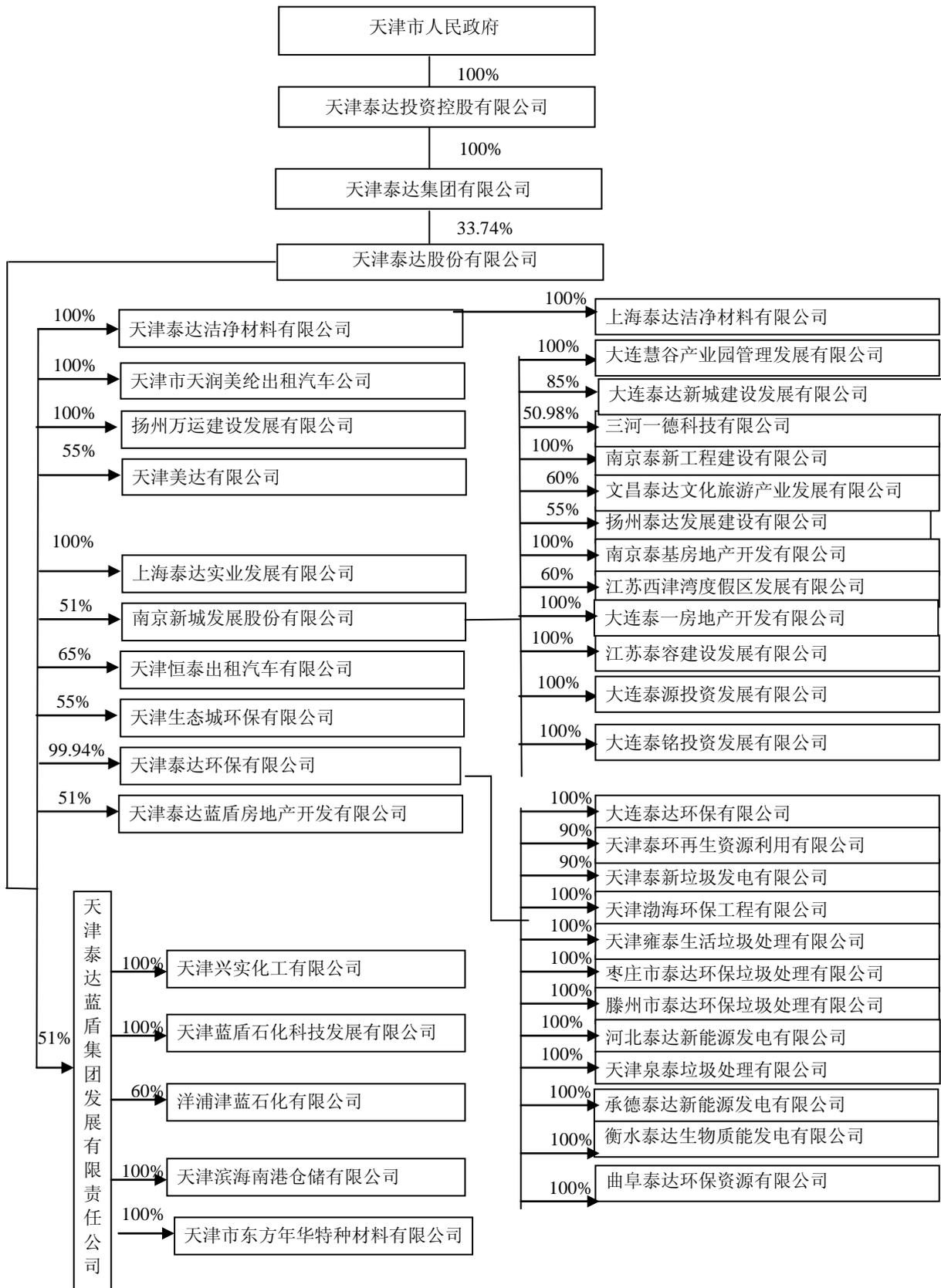
资料来源：公司提供，中诚信证评计算

总体来说，随着滨海新区的不断发展，泰达控股承担的开发建设任务持续增加，业务规模将有望扩大，但同时较大的资本支出压力也增加了其债务负担。考虑到强有力的股东背景、天津市政府的持续支持以及良好的财务弹性，我们认为泰达控股提供的无条件的不可撤销担保能对本次债券到期偿还提供有力保障。

结 论

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA+，维持公司主体信用等级 A+，评级展望为稳定。

附一：天津泰达股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



附二：天津泰达股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	179,826.69	167,684.61	218,937.57
应收账款净额	47,588.58	24,163.74	20,794.01
存货净额	153,133.61	113,015.87	253,948.38
流动资产	448,481.79	472,154.00	695,480.85
长期投资	181,634.53	216,334.51	246,617.41
固定资产合计	91,771.83	107,544.42	160,336.21
总资产	779,069.13	935,988.91	1,375,083.58
短期债务	282,665.00	391,482.60	719,118.20
长期债务	106,083.74	126,658.14	179,748.53
总债务（短期债务+长期债务）	388,748.74	518,140.74	898,866.73
总负债	493,787.92	629,280.52	1,102,106.32
所有者权益（含少数股东权益）	285,281.21	306,708.40	272,977.26
营业总收入	457,163.46	695,477.54	512,967.64
三费前利润	60,476.36	101,980.55	56,139.20
投资收益	44,939.72	36,182.40	20,878.77
净利润（含少数股东损益）	52,630.21	60,334.31	5,150.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,410.01	105,658.28	50,006.67
经营活动产生现金净流量	-37,157.47	-44,622.77	-22,427.42
投资活动产生现金净流量	42,722.12	-52,276.12	-114,104.73
筹资活动产生现金净流量	51,824.36	95,715.49	100,057.64
现金及现金等价物净增加额	57,379.73	-1,240.75	-36,549.84
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率（%）	14.68	15.58	12.01
所有者权益收益率（%）	18.45	19.67	1.89
EBITDA/营业总收入（%）	18.68	15.19	9.75
速动比率（X）	0.77	0.72	0.49
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	-0.09	-0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.13	-0.11	-0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.72	-1.71	-0.53
EBITDA 利息倍数（X）	3.95	4.05	1.17
总债务/EBITDA（X）	4.55	4.90	17.97
资产负债率（%）	63.38	67.23	80.15
总债务/总资本（%）	57.68	62.82	76.71
长期资本化比率（%）	27.11	29.23	39.70

附三：天津泰达投资控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	1,737,137.96	1,840,187.55	2,015,073.54
应收账款净额	326,245.85	396,918.28	685,883.87
存货净额	4,334,294.85	5,193,823.28	5,545,835.42
流动资产	8,215,914.87	9,404,338.92	10,256,671.16
长期投资	1,989,085.35	2,103,039.37	2,214,445.42
固定资产合计	4,092,619.98	4,285,400.55	5,160,973.88
总资产	14,628,840.46	16,134,460.87	18,075,721.94
短期债务	4,805,100.05	5,440,230.26	6,474,285.60
长期债务	3,824,140.50	4,227,074.09	4,461,679.75
总债务（短期债务+长期债务）	8,629,240.55	9,667,304.35	10,935,965.36
总负债	10,929,544.59	12,380,158.52	13,973,327.52
所有者权益（含少数股东权益）	3,699,295.87	2,739,189.60	2,900,381.98
主营业务收入	4,353,839.56	5,783,046.21	5,837,038.42
主营业务利润	403,649.66	576,317.51	526,612.32
投资收益	95,511.90	205,882.80	174,213.35
利润总额	96,227.39	5,019.50	3,564.91
净利润	1,076.17	5,019.50	433,312.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	653,043.82	633,951.29	272,319.02
经营活动产生现金净流量	125,814.15	-40,193.11	-516,730.42
投资活动产生现金净流量	-505,453.11	-331,972.88	318,234.52
筹资活动产生现金净流量	1,308,189.03	480,809.09	69,581.32
现金及现金等价物净增加额	929,000.84	103,049.58	2,015,073.54
财务指标	2009	2010	2011
主营业务毛利率（%）	10.65	9.97	9.02
EBITDA/主营业务收入（%）	14.99	10.96	7.42
速动比率（X）	0.55	0.54	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.00	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	-0.01	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	0.23	-0.07	1.41
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	1.10	2.25
总债务/EBITDA（X）	13.21	15.25	25.24
资产负债率（%）	74.71	76.73	77.30
总债务/总资本（%）	69.99	77.92	79.04
长期资本化比率（%）	50.83	60.68	60.60

注：泰达控股使用旧会计准则

附三：基本财务指标的计算公式

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

全面摊薄净资产收益率 = 归属于母公司的净利润 / 期末归属于母公司的所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定