



信用等级通知书

信评委函字[2020]G068-X号

天津泰达股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其贵公司拟发行的“天津泰达股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA-，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零二零年二月十七日

天津泰达股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）（疫情防控）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA ⁻
评级展望	稳定
发行主体	天津泰达股份有限公司
申请规模	本期债券发行总规模不超过15亿元（含15亿元）
债券期限	本期债券期限为5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由发行人和主承销商根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
付息方式	本期债券采取单利按年付息，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
担保主体	天津泰达投资控股有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

泰达股份	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	43.34	48.38	51.58	56.25
总资产（亿元）	320.75	328.10	346.16	356.84
总债务（亿元）	223.59	218.02	222.71	189.90
营业总收入（亿元）	156.32	190.23	192.32	107.02
营业毛利率（%）	6.60	5.59	5.40	4.62
EBITDA（亿元）	10.11	10.82	12.86	-
所有者权益收益率（%）	9.87	11.28	8.71	1.58
资产负债率（%）	86.49	85.25	85.10	84.24
总债务/EBITDA（X）	22.13	20.15	17.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.69	0.71	0.88	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019年三季度所有者权益收益率指标经年化处理；
3、已将其他应付款中的有息部分调整至短期债务，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

泰达控股	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	722.07	745.59	680.59	685.18
总资产（亿元）	3,067.03	3,201.25	2,614.27	2,716.15
总债务（亿元）	1,797.98	2,061.66	1,565.40	1,528.64
营业总收入（亿元）	510.38	606.25	599.78	264.75
营业毛利率（%）	11.94	8.84	11.46	18.45
EBITDA（亿元）	111.90	105.13	106.55	-
所有者权益收益率（%）	0.65	1.41	1.49	0.89
资产负债率（%）	76.46	76.71	73.97	74.77
总债务/EBITDA（X）	16.07	19.61	14.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.13	1.42	1.22	-

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“天津泰达股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低，该级别充分考虑了天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

中诚信证评评定天津泰达股份有限公司（以下简称“泰达股份”或“公司”）主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，该级别反映了泰达股份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。中诚信证评肯定了较好的股东背景以及公司生态环保产业逐年扩张且收益稳定等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司在建和拟建项目为公司带来的资本支出压力、区域开发业务回款缓慢、目前债务负担较重且短期偿债压力大、受限资产规模较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 股东背景较好。公司控股股东泰达控股系天津市重要的国有企业之一，在天津市以及滨海新区战略地位突出，能为公司业务提供良好的支持和保障。同时，泰达控股为本期债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。
- 生态环保产业逐年扩张且收益稳定。生态环保系公司第一大主业，近年来大力拓展环保业务，积极在全国各地建设垃圾焚烧发电项目，且该项业务主要采用 BOT 的运营模式，项目所在地政府授予的特许经营权，保障该产业的持续稳定发展。

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019年三季度所有者权益收益率经年化处理；
3、已将衍生金融负债、其他应付款和其他流动负债中的有息部分调整至短期债务，将其他非流动负债和长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

➤ 担保方旗下金融资产质量优良。担保方子公司天津市泰达国际控股（集团）有限公司是承担市属国有金融资产出资人职责的金融控股集团公司，目前已形成包括银行、证券、保险、信托、资产管理、投资等较为全面的金融业务布局。金融资产质量优良、金融产业业务种类齐全，在滨海新区经济快速增长的大环境下，该板块为泰达控股带来了较好的投资收益。

分析师

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

赵北敏 mzhaob@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年2月17日

关注

- 公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定资本支出压力。公司在建的发电项目以及区域开发项目仍需投资额较大，公司面临一定的资本支出压力。
- 区域开发业务回款相对滞后。公司参与的扬州广陵新城一级开发项目近年来确认了较多区域开发收入，但实际回款情况相对滞后，需持续关注公司区域开发板块的资金回笼情况。
- 公司债务负担较重且短期偿债压力大。近年来，随着公司对各业务板块的不断投入，公司财务杠杆维持在较高水平，且公司有息债务规模较大，以短期债务为主的债务期限结构使得其短期偿债压力偏高。
- 受限资产规模较大。截至2019年9月末，公司受限资产包括货币资金、长期股权投资、固定资产、存货、无形资产等，受限资产合计90.82亿元，占公司总资产的25.45%，对公司资产的流动性产生一定的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

天津泰达股份有限公司（以下简称“泰达股份”或“公司”）原为天津美纶股份有限公司（以下简称“美纶股份”），于 1996 年 11 月 28 日在深圳证券交易所挂牌上市交易。1997 年 9 月 24 日，美纶股份的控股公司由天津市纺织工业总公司变更为天津泰达集团有限公司（“泰达集团”），公司亦更名为天津泰达股份有限公司。截至 2017 年 12 月 31 日，公司的总股本为 14.76 亿元，每股面值 1 元。公司控股股东为泰达集团，最终控制人为天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）。2018 年 3 月 2 日，泰达集团将其持有的公司的股权全部无偿划转给泰达控股，截至 2019 年 9 月 30 日，公司总股本仍为 14.76 亿元，公司控股股东变更为泰达控股，持股比例为 32.98%¹。

公司经营范围包括以自有资金对建筑业、房地产业、纺织业、化学纤维制造业、批发零售业、交通运输业、仓储业、电力生产和供应业、环境和公共设施管理业、住宿和餐饮业、科学研究和技术服务业、教育业、文化、体育和娱乐业等行业投资；资产经营管理（金融资产除外）；投资咨询服务；自有房屋租赁及管理服务（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件，在有效期内经营，国家有专项专营规定的按规定办理）。目前公司的主要业务集中在四大产业领域：生态环保、区域开发、能源贸易和股权投资。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司总资产为 346.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 51.58 亿元，资产负债率为 85.10%；2018 年，公司实现营业收入 192.32 亿元，净利润 4.49 亿元，经营活动净现金流 13.41 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司总资产为 356.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 56.25 亿元，资产负债率为 84.24%；2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 107.02 亿元，净利润 0.67 亿元，经

¹ 2019 年 5 月 7 日，泰达控股质押公司股权数量 24,000 万股，占公司总股本的比重为 16.26%，占泰达控股持股比例为 49.32%。

营活动净现金流 26.42 亿元。

本期债券概况

表 1：公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	天津泰达股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控）
发行规模	本期债券发行总规模不超过 15 亿元（含 15 亿元）
债券期限	本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
票面金额和发行价格	本期债券每张票面金额为 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由发行人和主承销商根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
偿还方式	本期债券采取单利按年计息，不计复利，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	扣除发行费用后全部用于偿还金融机构借款
担保主体	天津泰达投资控股有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业及区域经济分析

天津市经济概况

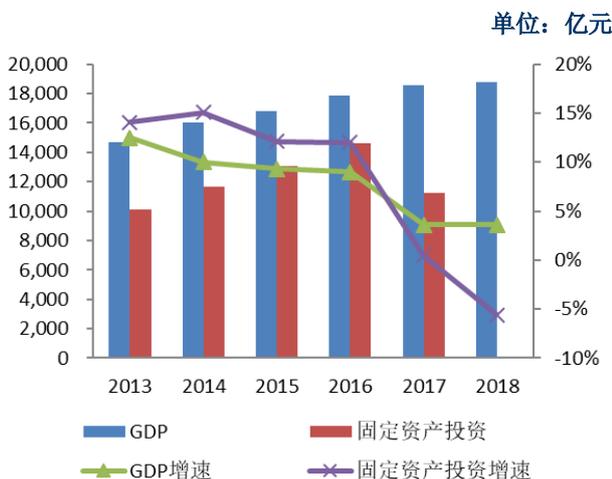
天津市是中华人民共和国省级行政区，直辖市、国家中心城市、超大城市，国务院批复确定的环渤海地区的经济中心，位于华北平原的东北部，海河流域下游，东临渤海，北依燕山，西靠首都北京，是中国北方十几个省市区对外交往的重要通道，是中国北方最大的港口城市。截至 2018 年末，天津市下辖 16 个区，总面积 11,916.85 平方千米，建成区面积 1,007.91 平方千米，常住人口 1,559.60 万人，城镇人口 1,296.81 万人，城镇化率 83.15%。

天津自然资源丰富。一是充足的油气资源。天津有渤海和大港两大油田，是国家重点开发的油气田。二是取之不尽的海盐资源。天津有约 153.3 公里的海岸线，中国最著名的海盐产区长芦盐场就位于这里，年产原盐 158.39 万吨。三是丰富的金属和非金属矿产资源。金属矿产主要有锰硼石、锰、金、钨、钼、铜等 20 多种，非金属矿产主要有水泥石灰岩、重晶石、叠层石等，都具有较高的开采价值。四是丰富的地热资源。具有埋藏浅、水质好的特点，

已发现的 10 个具有勘探和开发利用价值的地热异常区，热水总储藏量达 1,103.6 亿立方米，是国内最大的中低温地热田。五是土地资源丰富。天津市土地总面积 119.19 万公顷。其中耕地面积 44.55 万公顷，占全市土地总面积的 37.4%；居民点及工矿用地 26.25 万公顷；未利用地面积 13.82 万公顷。

区域经济方面，2016~2018 年，天津市分别实现 GDP 16,837.86 亿元、18,595.38 亿元和 18,809.64 亿元，比上年增长 12%、0.5% 和 3.6%。从产业结构看，天津市产业结构不断调整优化，2018 年天津市实现第一产业增加值 172.71 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 7,609.81 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 11,027.12 亿元，增长 5.9%。三次产业结构由 2017 年的 1.2:40.8:58.0 调整为 0.9:40.5:58.6，第三产业占比有所提升。2019 年 1~9 月，天津市实现地区生产总值 15,256.35 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.6%，增速与上半年持平，其中，第一产业增加值 111.85 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 5,941.47 亿元，增长 2.4%；第三产业增加值 9,203.03 亿元，增长 6.5%。

图 1：2013~2018 年天津市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：天津市统计公报，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2016~2017 年，天津市全社会固定资产投资（不含农户）分别为 14,629.22 亿元和 11,274.69 亿元，按可比口径计算，2016~2018 年，全社会固定资产投资（不含农户）分别比上年增长 12.0%、增长 0.1% 和下降 5.6%。分产业看，2018 年，天津市第一产业投资下降 9.1%；第二产业投资下降 6.3%，第三产业投资下降 5.3%。制造

业投资下降 22.0%，其中计算机通信和其他电子设备制造业增长 11.2%，汽车制造业增长 7.0%。2019 年 1~9 月，全市固定资产投资（不含农户）同比增长 15.4%。其中，第一产业投资增长 0.1%，第二产业投资增长 16.1%，第三产业投资增长 15.4%。

根据《京津冀协同发展规划纲要》以及《天津市贯彻落实〈京津冀协同发展〉实施方案（2015~2020 年）》，天津市定位为“全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开发先行区”；到 2020 年，将基本实现天津市功能定位；到 2030 年，京津冀区域一体化格局基本确立。

2014 年 12 月，中国（天津）自由贸易试验区（以下简称“天津自贸区”）获批，2015 年 4 月，天津自贸区正式挂牌。天津自贸区总面积 119.9 平方公里，涵盖天津港东疆片区 30 平方公里、天津机场片区 43.1 平方公里和滨海新区中心商务片区 46.8 平方公里的三个区域。天津自贸试验区的战略定位是，以制度创新为核心任务，以可复制可推广为基本要求，努力成为京津冀协同发展高水平对外开放平台、中国改革开放先行区和制度创新试验田、面向世界的高水平自由贸易园区。总体目标是，经过三至五年的改革探索，将天津自贸试验区建设成为贸易自由、投资便利、高端产业集聚、金融服务完善、法制环境规范、监管高效便捷、辐射带动效应明显的国际一流自由贸易园区，在京津冀协同发展和中国经济转型发展中发挥示范引领作用。

财力方面，2016~2018 年，天津市分别实现公共财政预算收入 2,723.50 亿元、2,310.36 亿元和 2,106.24 亿元，呈下降趋势，主要系 2017、2018 年非税收入大幅下降所致。2016~2018 年，天津市税收收入占比分别为 59.64%、69.77% 和 77.15%，税收收入占比逐年提高；同期，政府性基金收入分别为 918.80 亿元、1,229.50 亿元和 1,160.45 亿元，主要系土地出让金受宏观经济及土地政策影响有所波动所致。2019 年 1~9 月，天津市实现一般公共预算收入 1,644.8 亿元，较去年同期增长 0.1%，其中税收收入 1,239.5 亿元，增长 0.2%。同期，全市政府性基金收入 1,070.6 亿元，增长 19.7%。

财政支出方面，2016~2018 年，天津市公共财政预算支出分别为 3,699.43 亿元、3,282.54 亿元和 3,103.16 亿元，亦呈下降趋势。其中，2018 年，社会保障和就业支出 505.46 亿元，增长 10.0%；教育支出 448.19 亿元，增长 3.1%；医疗卫生支出 192.76 亿元，增长 5.9%；住房保障支出 92.21 亿元，增长 43.9%。同期，政府性基金支出分别为 697.14 亿元、1,291.12 亿元和 1,652.68 亿元。2019 年 1~9 月，天津市公共财政支出为 2,328.1 亿元，较去年同期增长 5.6%，其中，公共安全支出 151.9 亿元，下降 7.0%；教育支出 311.3 亿元，增长 12.7%。同期，政府性基金支出为 1,690.4 亿元，增长 42.9%。

财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，天津市财政平衡率分别为 73.62%、70.38%、67.87% 和 70.65%，财政平衡率尚可。

表 2：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月天津市财政收支状况

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.1~9
一般公共预算收入	2,723.50	2,310.36	2,106.24	1,644.8
其中：税收收入	1,624.22	1,611.96	1,624.89	1,239.5
中央税收返还收入	201.64	245.71	245.71	-
中央转移支付收入	284.28	297.98	304.11	-
政府性基金预算收入	918.80	1,229.50	1,160.45	1,070.6
一般公共预算支出	3,699.43	3,282.54	3,103.16	2,328.1
政府性基金预算支出	697.14	1,291.12	1,652.68	1,690.4
一般公共预算平衡率	73.62%	70.38%	67.87%	70.65%

资料来源：天津市历年财政决算报告，中诚信证评整理

整体看来，在去产能、去库存、去杠杆和降成本的背景下，天津市经济总量及固定资产投资增速下滑；受非税收入大幅减少影响，天津市一般公共预算收入逐年减少，财政平衡率逐年减弱，但税收收入占比逐年增加，财政收入质量结构持续优化，整体财政实力仍较为雄厚。

滨海新区经济概况

2006 年 5 月，国务院发布《国务院关于推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》（国发[2006]20 号文），将滨海新区纳入国家整体发展规划。2008 年 3 月，国务院正式批复天津滨海新区综

合配套改革试验方案，为滨海新区、天津市乃至环渤海经济圈再次注入新的成长动力。

滨海新区面积为 2,270 平方公里，天津市委、市政府在全市“双城双港、相向拓展、一轴两带、南北生态”的整体空间战略布局中，结合新区发展实际，制订了滨海新区“一城双港、九区支撑”的总体规划布局。“一城”就是滨海新区核心城区，“双港”就是南部港区和北部港区，“九区”就是九个产业功能区。每个功能区集中力量发展 3 到 4 个主导产业，努力形成“东港口、西高新、南重化、北旅游、中服务”五大产业板块。

2013 年底，滨海新区功能区和街镇管理体制改革全面启动。根据市委、市政府关于滨海新区整合部分功能区的决定和市民政局关于滨海新区调整部分街镇行政区划的批复，滨海新区将原有的功能区整合成 7 个，将 27 个街镇调整为 19 个。其中，7 个功能区分别为：开发区、保税区、东疆保税港区、中心商务区、滨海高新区、中新天津生态城和临港经济区。

国务院对滨海新区开发开放做出了全面部署，明确了功能定位：依托京津冀、服务环渤海、辐射“三北”、面向东北亚，努力建设成为我国北方对外开放的门户、高水平的现代制造业和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心，逐步成为经济繁荣、社会和谐、环境优美的宜居生态型新城区。

从经济指标来看，近年来滨海新区发展势头强劲，已经成为天津市经济发展的重点区域。“十二五”期间，滨海新区 GDP 年均增长 17.9%；公共财政预算收入年均增长 22%；五年完成固定资产投资 2.5 万亿元，是“十一五”时期的 2.6 倍；规模以上工业总产值 1.55 万亿元，工业增加值年均增长 19.9%，占地区生产总值比重 59.8%；建设 6 个国家新型工业化产业示范基地，形成 4 个千亿级龙头产业；五年累计实施重大工业项目 774 个，长城汽车二期、大众变速器等 553 个项目竣工投产。

2018 年 1 月，根据《关于天津滨海新区 GDP 统计口径变化的说明》，滨海新区地区生产总值更改统计口径，由注册统计口径调整为在地统计口

径，2016年GDP由原来的10,002.31亿元，调整为6,654亿元。2018年，经初步核算，地区生产总值可比增长4.4%。其中，第一产业增长1.5%，第二产业增长2.1%，第三产业增长7.9%。三次产业结构为0.2:54.0:45.8。

滨海新区自成立以来，形成了电子信息产业、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、轻纺工业等十一大优势产业。2018年全年工业增加值可比增长2.9%。在规模以上工业中，十一大优势产业总产值为8,694.54亿元，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%。

财政收入方面，2016~2018年，滨海新区分别实现一般公共预算收入660.39亿元、528.97亿元和463.72亿元，其中，税收收入分别为348.80亿元、398.91亿元和408.94亿元，占比分别为52.80%、75.41%和88.19%，财政收入构成逐年优化；非税收入311.89亿元、130.06亿元和54.78亿元。从主要税种看，2018年增值税138.86亿元，增长9.9%；个人所得税29.30亿元，增长11.5%；企业所得税105.70亿元，增长8.2%。2017~2018年，滨海新区分别实现政府性基金收入177.55亿元和212.10亿元。

财政支出方面，2016~2018年，滨海新区一般公共预算支出905.53亿元、746.69亿元和650.80亿元。具体看来，2018年，滨海新区实现教育支出72亿元，增长10.1%；一般公共服务支出53.97亿元，增长8.6%；公共安全支出26.55亿元，增长11.3%；社会保障与就业支出22.29亿元，增长7.9%。2017~2018年，滨海新区分别实现政府性基金支出190.11亿元和305.80亿元。

表3：2016~2018年滨海新区财政情况

	2016	2017	2018
公共财政预算收入(亿元)	660.39	528.97	463.72
税收收入(亿元)	348.70	398.91	408.94
非税收入(亿元)	311.89	130.06	54.78
政府性基金收入(亿元)	-	177.55	212.10
公共财政预算支出(亿元)	905.53	746.69	650.80
政府性基金支出(亿元)	-	190.11	305.80
财政平衡率(%)	72.96	70.84	71.25

注：2016年财政数据根据2017年财政数据及其同比变动比例推算
资料来源：滨海新区财政局，中诚信证评整理

财政平衡率(公共财政预算收入/公共财政预算支出)方面，2016~2018年滨海新区财政平衡率分别为72.93%、70.84%和71.25%，近年来维持在稳定水平。

总体来看，受统计口径调整影响，滨海新区经济规模大幅下降，但仍处于较高水平；2018年滨海新区财力受经济下行和减税政策叠加影响而大幅下降，但税收收入占比提升，收入质量有所改善。

固废处理行业概况

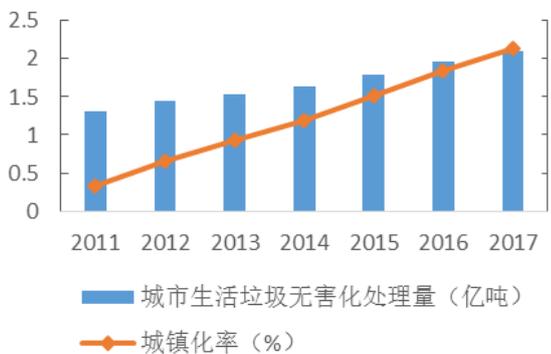
根据《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，固体废物是指在生产、生活和其他活动中产生的丧失原有利用价值或者虽未丧失利用价值但被抛弃或者放弃的固态、半固态和置于容器中的气态的物品、物质以及法律、行政法规规定纳入固体废物管理的物品、物质。城市生活垃圾是指在日常生活中或者为日常生活提供服务的活动中产生的固体废物以及法律、行政法规规定视为生活垃圾的固体废物。我国城市生活垃圾的基本特点包括热值低、含水量高、成分复杂等。

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了促进环境改善与经济发展，国家加大对环境保护方面的投资。据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年2万亿元左右，“十三五”期间社会环保总投资有望超过17万亿元。根据行业发展，未来几年固废市场规模将占环保投资总额的30%左右。根据测算，“十三五”期间固废处理行业投资区间在4.25~5.10万亿元之间，到2020年末，我国固废处理行业市场规模有望达到一万亿元的规模。同时，

固废板块总收入维持 25~35% 的增长率,从“十三五”来看,收益于垃圾焚烧业务规模提升以及行业整合,固废行业仍存在较大增量空间。

随着我国城镇化的不断推进,生活垃圾无害处理量也不断增长,截至 2017 年末,我国城镇人口为 8.13 亿人,城镇化率达到 58.52%,较 2011 年末的 51.3%,增加了 7.22 个百分点;2017 年城市生活垃圾无害化处理量为 2.10 亿吨,较 2011 年 1.31 亿吨,增加 0.79 亿吨,增长幅度较大。此外,城市生活垃圾无害化处理率也随着城镇化进程的加快逐年增加,由 2011 年的 79.70%,增长至 2017 年的 97.74%,增长幅度明显。

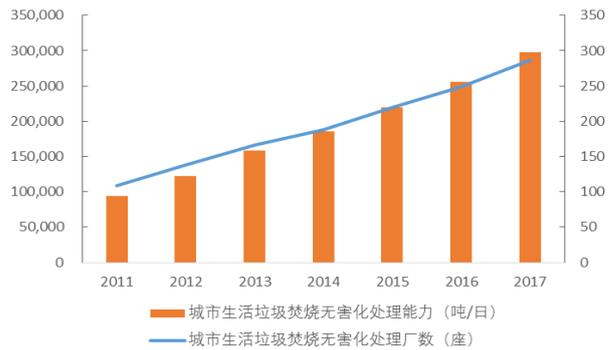
图 2: 2011~2017 年城市生活垃圾无害处理量及城镇化率



资料来源:统计局,中诚信证评整理

随着城市生活垃圾处理“减量化、资源化、无害化”日益受到各级政府的重视,我国垃圾焚烧处理近年来发展迅速。截至 2017 年末,我国城市拥有生活垃圾焚烧无害化处理厂 286 座,生活垃圾焚烧无害化处理能力为 29.81 万吨/日,较 2011 年的 109 座生活垃圾焚烧无害化处理厂及处理能力 9.41 万吨/日,增长幅度均较大。同时,城市生活垃圾焚烧无害化处理量由 2011 年的 2,599.3 万吨,增加到 2016 年的 8,463.32 万吨,年均复合增长率为 21.74%。

图 3: 2011~2017 年城市生活焚烧垃圾处理厂及处理能力



资料来源:统计局,中诚信证评整理

城市生活垃圾处理的目标是实现垃圾的“减量化、资源化、无害化”,目前主要的垃圾处理方式有填埋、堆肥和焚烧等。焚烧法是将垃圾进行高温热处理,在 850 度以上的焚烧炉炉膛内,通过燃烧,使垃圾中的化学活性成分充分氧化,释放热量,转化为高温烟气和少量性质稳定的残渣,其中高温烟气可以作为热能回收,用于发电或发热。垃圾经焚烧处理后,垃圾中的细菌、病毒被消灭、带恶臭的氨气和有机质废气被高温分解,燃烧过程中产生的有害气体和烟尘经环保处理后达到排放要求。垃圾焚烧相对于其他的几种垃圾处理方式有独特的优点,垃圾焚烧占比面积小,处理相同规模的垃圾占地只需填埋方式的十分之一,在目前高昂的地价面前,很多地区的垃圾填埋场库容已经接近极限,而开设新的垃圾填埋场又要耗费大量的土地资源,焚烧方式更容易得到地方政府青睐。另外,我国环保方向在由“无害化”向“资源化”发展的过程中,焚烧之后产生的热能可以供暖,也可以发电,更加符合未来发展的需求。

近年来,垃圾焚烧项目发展迅速,城市生活垃圾焚烧无害化处理量占城市生活垃圾无害化处理量的比重逐渐提高,从 2011 年的 19.86% 增长到 2017 年的 40.24%,其中 2017 年的城市生活垃圾焚烧无害化处理量占城市生活垃圾无害化处理量的比重为 40.24%,较上年增加 2.73 个百分点。

图 4: 2011~2017 年城市生活垃圾无害化处理量及焚烧无害化处理情况



资料来源: 统计局, 中诚信证评整理

政策方面, 国家发改委、住建部联合发文《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划》提出要加快推进城镇生活垃圾无害化处理设施建设, 到 2020 年底, 直辖市、计划单列市和省会城市(建成区)生活垃圾无害化处理率达到 100%。其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上(新疆、西藏除外), 县城(建成区)生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上, 建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70% 以上, 特殊苦难地区可适当放宽。十三五期间, 全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日(包含“十二五”续建 12.9 万吨/日), 设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例达到 50%, 东部地区达到 60%。不鼓励建设处理规模小于 300 吨/日的焚烧设施和库容小于 50 万立方米的填埋设施。2016 年 12 月, 国家能源局颁发《生物质能发展“十三五”规划》(国能新能【2016】291 号), 提出“鼓励建设垃圾焚烧热电联产项目。加快应用现代垃圾焚烧处理及污染防治技术, 提高垃圾焚烧发电环保水平。”

综合以上分析, 随着我国城镇化的推进及环保

要求的加强, 生活垃圾无害处理量将保持稳定增长, 同时, 垃圾焚烧技术具有相应优点, 垃圾焚烧项目获得地方政府的青睐, 垃圾焚烧将会在垃圾处理总量中占比愈发增大。

业务运营

目前公司的主营业务主要集中在生态环保、区域开发、能源贸易和股权投资四大产业领域。近年来公司主营业务收入主要来源于贸易、区域开发、生态环保以及其他业务。近年来得益于公司能源贸易业务规模的持续扩张, 公司营业收入呈逐年增长态势, 2016~2018 年公司分别实现营业收入 156.32 亿元、190.23 亿元和 192.32 亿元。具体分行业来看, 2016~2018 年公司贸易业务收入分别为 119.93 亿元、161.65 亿元和 167.41 亿元, 占当期营业收入比重分别为 76.72%、84.97%和 87.05%, 为公司最主要的收入来源; 公司区域开发业务收入主要系广陵新城项目的土地一级开发、二级代建收入以及房地产开发业务收入, 分别为 30.81 亿元、22.72 亿元和 18.52 亿元, 呈下降态势, 其中 2016 年结转收入较多主要系广陵新城项目当年实现土地挂牌出让地块较多以及 Y-MSD 项目政府回购较多所致; 生态环保收入主要系垃圾处理及发电收入, 近年来呈稳步增长趋势, 分别为 4.63 亿元、4.92 亿元和 5.38 亿元; 其他业务主要系子公司天津泰达洁净材料有限公司(以下简称“泰达洁净”)产生的洁净材料收入, 收入占比相对较小, 近年来维持在相对稳定状态。2019 年 1~9 月, 公司实现营业收入 107.02 亿元, 其中批发业收入仍是公司收入最主要来源, 占营业收入比重 90.12%。

表 4: 2016~2019.Q3 公司业务收入结构

	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
贸易业务	119.93	76.72	161.65	84.97	167.41	87.05	96.45	90.12
区域开发业务	30.81	19.71	22.72	11.94	18.52	9.63	4.57	4.27
生态环保业务	4.63	2.96	4.92	2.58	5.38	2.80	5.36	5.01
其他业务	0.95	0.60	0.94	0.51	1.01	0.52	0.64	0.60
合计	156.32	100.00	190.23	100.00	192.32	100.00	107.02	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

生态环保

生态环保产业系公司第一主业，主要由子公司天津泰达环保有限公司（以下简称“泰达环保”）负责运营。泰达环保作为专业的固体废物管理商和环境解决方案的提供商，主要开展城市生活垃圾焚烧发电及卫生填埋、生物质能发电等可再生能源开发利用业务，业务覆盖国内华北、华东、东北等区域。公司环保项目运营模式主要采用 BOT，按照国家相关政策和地方相关规划，通过参与招投标竞标等方式获得项目的特许经营权（20-30 年），在约定期限

内，提供无害化处理生活垃圾服务，同时利用焚烧垃圾的余热发电上网，获得垃圾处理费和电费收入。

目前泰达环保拥有天津双港、天津贯庄、辽宁大连、江苏扬州、江苏高邮、安徽黄山、河北遵化、天津宝坻、天津武清等 9 个生活垃圾焚烧发电项目，天津武清和天津宝坻 2 个生活垃圾卫生填埋项目，河北故城和河北遵化 2 个生物质秸秆发电项目及 1 个研发中心（渤海环保），业务覆盖国内津、冀、辽、苏、皖等主要省市。

表 5：截至 2019 年 9 月末，泰达环保项目情况

项目名称	运营模式	特许经营权期限	协议签订日期	项目状态	垃圾处理能力（吨/日）	装机容量（千瓦）	环评是否通过	整改措施
生活垃圾焚烧发电项目								
天津双港	BOT	30 年	2013.07	运营	1,200	24,000	是	-
辽宁大连	BOT	27 年 (含建设期)	2010.03	运营	1,500	24,000	是	-
扬州一期	BOT	28 年	2011.08	运营	1,000	18,000	是	-
扬州二期	BOT	23 年	2018.06	运营	610	12,000	是	-
江苏高邮	PPP	30 年	2016.02	运营	700	15,000	是	-
安徽黄山	PPP	30 年 (含建设期)	2016.04	运营	900	12,000	是	-
天津贯庄	BOT	30 年	2011.03	运营	1,000	20,000	是	-
河北遵化	PPP	30 年	2017.08	在建	600	-	是	-
天津宝坻	BOT	30 年 (含建设期)	2016.10	在建	700	-	是	-
天津武清	BOT	30 年	2017.09	在建	1,000	-	是	-
扬州三期	BOT	26 年	2018.06	在建	800	-	是	-
生活垃圾卫生填埋项目								
天津宝坻	BOT	20 年	2009.06	运营	350	-	是	-
天津武清	BOT	20 年	2006.05	运营	200	-	是	-
生物质秸秆发电项目								
河北故城	-	-	-	运营	-	30,000	是	-
河北遵化	-	-	-	在建	-	-	否	目前新项目限批已经解除，正在准备上报相关材料。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 9 月末，泰达环保已投产项目包括天津双港、辽宁大连、江苏扬州一期和二期、江苏高邮、安徽黄山及天津贯庄等 7 个生活垃圾焚烧发电项目，合计垃圾处理能力 6,910 吨/日，装机容量 125,000 千瓦；2 个生活垃圾卫生填埋项目合计垃圾处理能力 550 吨/日，1 个在运营生物质秸秆发电项目，装机容量 30,000 千瓦。

垃圾处置业务，公司按照与当地政府及其授权

机构签订的协议，根据垃圾处理量与垃圾处置单价确认收入。2016~2018 年以及 2019 年 1-9 月，公司生活垃圾实际处理量分别为 199.40 万吨、186.16 万吨、219.72 万吨和 209.36 万吨，近年来公司垃圾处置项目运营平稳，2017 年公司垃圾处理量较 2016 年小幅下降主要系滕州垃圾填埋项目受当地政府规划调整原因停运并移交所致。公司垃圾处置单价 27-145 元/吨不等，价格差异主要受项目边界条件、

公司与政府议价能力影响。

表 6: 2016~2019.Q3, 泰达环保生活垃圾处置情况

项目名称	垃圾处置单价 (元/吨)	2016 处理量 (万吨)	2017 处理量 (万吨)	2018 处理量 (万吨)	2019.Q3 处理量 (万吨)
天津双港	145	35.72	33.64	41.19	32.18
辽宁大连	51	58.35	57.31	59.00	41.46
扬州一期	68	43.10	42.33	40.19	28.18
扬州二期	68	23.33	27.07	21.64	19.86
江苏高邮	27	-	-	21.58	25.54
天津宝坻垃圾填埋	65	16.47	25.81	27.40	23.20
天津武清垃圾填埋	100	-	-	8.72	16.88
天津贯庄	145	-	-	-	3.50
安徽黄山	57.5	-	-	-	18.65
滕州垃圾填埋	68	22.43	-	-	-
合计	-	199.40	186.16	219.72	209.36

注:因当地政府发展规划原因,自 2017 年 1 月 1 日起子公司滕州市泰达环保垃圾处理有限公司停运并移交滕州生活垃圾填埋特许经营项目。
资料来源:公司提供,中诚信证评整理

发电业务方面,公司生活垃圾发电和生物质发电由国家电网收购,其中生活垃圾发电执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元(含税)、生物质发电上网电价每千瓦时 0.75 元(含税),按月结算。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月,公司的发电量分别为 70,232.11 万千瓦时、78,507.31 万千瓦时、

88,153.86 万千瓦时和 79,337.54 万千瓦时;同期上网电量分别为 60,318.66 万千瓦时、68,027.37 万千瓦时、75,997.34 万千瓦时和 68,162.85 万千瓦时,公司上网电量占总发电量的比例维持在 85%以上,处于基本稳定状态,上网电量随各投资项目并网发电呈稳步上升趋势。

表 7: 2016~2019.Q3, 泰达环保运营项目发电情况

单位:元/千瓦时、万千瓦时

项目名称	上网电价	2016		2017		2018		2019.Q3	
		发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
天津双港	0.65	12,285.47	10,185.91	13,707.38	11,535.86	16,425.95	14,152.60	13,174.82	11,413.78
辽宁大连	0.65	19,185.30	16,107.06	20,173.50	17,048.33	20,621.25	17,354.15	15,009.15	12,649.72
扬州一期	0.65	13,275.50	11,213.30	14,880.40	12,558.36	13,620.75	11,332.23	10,119.48	8,471.84
扬州二期	0.65	9,245.60	7,809.40	9,489.75	8,008.89	8,678.70	7,231.32	7,422.09	6,215.14
江苏高邮	0.65	-	-	-	-	6,013.27	5,031.18	8,863.38	7,408.94
河北故城	0.75	16,240.24	15,002.99	20,256.28	18,875.93	22,793.94	20,895.86	17,043.37	15,572.83
天津贯庄	0.65	-	-	-	-	-	-	1,265.91	1,058.05
安徽黄山	0.65	-	-	-	-	-	-	6,539.35	5,372.55
合计	-	70,232.11	60,318.66	78,507.31	68,027.37	88,153.86	75,997.34	79,337.54	68,162.85

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

截至 2019 年 9 月末,公司在建的环保项目共计 5 个,计划总投资规模 20.11 亿元,已累计投资 3.63 亿元,在建环保项目将于 2020 年陆续投产运营,预计可新增公司垃圾处理能力 2,750 吨/日,新增发电量 57,443 万千瓦时、上网电量 46,987 万千瓦时。

表8: 截至2019年9月末, 公司在建环保项目情况

项目名称	计划总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设周期	预计垃圾处理能力 (吨/日)	预计发电量 (万千瓦时)	预计上网电量 (万千瓦时)	预计投产时间
生活垃圾焚烧发电项目							
扬州三期	4.60	0.65	2年	800	8,176	6,540	2020.09
河北遵化	2.80	0.33	18个月	600	7,504	5,958	2020.12
天津宝坻	3.49	1.14	16个月	350	9,563	7,889	2020.04
天津武清	6.03	1.23	2年	1,000	14,200	10,100	2020.03
生物质秸秆发电项目							
河北遵化	3.19	0.28	18个月	-	18,000	16,500	2020.12
合计	20.11	3.63	-	2,750	57,443	46,987	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至2019年9月末, 公司拟建的环保项目共计2个, 分别为山东安丘项目和衡水冀州项目, 拟建环保项目计划总投资规模7.66亿元, 预计垃圾处

理能力共计1,300吨/日, 预计发电量17,575万千瓦时、上网电量14,385万千瓦时。

表9: 截至2019年9月末, 公司拟建环保项目情况

项目名称	计划总投资 (亿元)	建设周期	预计垃圾处理能力 (吨/日)	预计发电量 (万千瓦时)	预计上网电量 (万千瓦时)	预计投产时间
山东安丘	4.96	14个月	800	11,575	9,585	2020.12
衡水冀州	2.70	24个月	500	6,000	4,800	2021.08
合计	7.66	-	1,300	17,575	14,385	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司投入运营的项目逐年增多, 年垃圾处理量和焚烧发电量稳中有升, 且公司在、拟建项目较多, 为公司未来的项目运营收入增长提供了良好的保障。

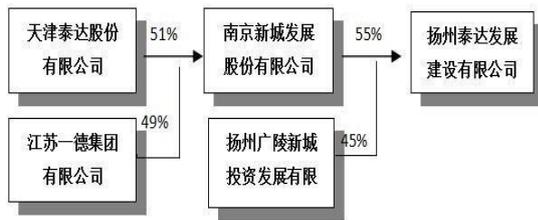
区域开发

区域开发产业系公司第二主业。公司区域开发产业坚持一二级联动开发模式, 一级开发为土地整理及市政配套建设, 二级开发包括住宅、商业综合体和保障房等项目开发。

一级开发方面, 公司主要参与扬州广陵新城一级开发项目, 由子公司扬州泰达发展建设有限公司(以下简称“扬州泰达”)负责该项目运营, 自2007年起承担扬州市广陵区约8.5平方公里范围内的一级开发和市政配套项目代建工作。具体业务模式为扬州泰达在8.5平方公里范围内进行统一的征地、拆迁、安置、补偿, 并进行市政配套设施建设, 使该区域范围内的土地达到“三通一平”的建设条件(熟地), 将熟地移交给国土局, 国土局挂牌出让土地后, 依据财政局提供的市、区两级出让地块土地收益分成结算单测算, 扣除被征地农民保障金、

土地收益基金、农田水利建设基金、印花税等计算土地出让金返还金额, 由市财政局返还土地出让金给广陵区财政局, 广陵区财政局将土地出让金返还给扬州广陵新城投资发展有限公司(以下简称“新城投资”), 新城投资再返还土地出让金给扬州泰达。泰达股份按照持股比例享有一级开发业务收益, 根据政府出具的土地分成收益确认单, 公司可获得的土地出让收入分成比例为67%。市政配套项目代建方面, 主要由扬州市广陵新城建设指挥部委托扬州泰达实施8.5平方公里内的代建专项工程项目, 代建项目收入包括: (1) 直接开发成本(征地拆迁成本、建设成本及移交工程的运营费用等); (2) 项目管理费用(按直接开发成本之和的4%计算); (3) 项目全部基本收益(按直接开发成本之和的8%计算)。上述三笔费用按季度确认, 扬州市广陵新城建设指挥部在年度内累计支付总额不低于年度内扬州泰达实际支付成本的50%, 剩余未支付部分在次年付清。

图 5: 扬州泰达股权结构图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 9 月末，广陵新城项目累计征地 7,102 亩，累计平整土地 4,508 亩；拆迁居民 4,023 户、企业 271 家，完成土地上市 2,375 亩；累计实现项目收入 66.44 亿元。2016~2018 年及 2019 年 1-9

月，公司分别确认广陵新城项目土地出让收入 9.92 亿元、4.62 亿元、1.06 亿元和 0 亿元，代建收入 0 亿元、1.62 亿元和 1.82 亿元和 0 亿元，公司实际收到的土地出让收入为 4.92 亿元、2.60 亿元、0 亿元和 0 亿元，代建收入 0 亿元、1.62 亿元和 0 亿元，2019 年 1-9 月公司尚未产生土地出让收入以及委托代建收入主要系当年挂牌出让土地尚未与政府签订结算协议所致。自 2018 年以来项目回款情况较差，主要系受土地上市情况以及政府结算周期的影响所致，中诚信将对项目回款情况保持持续关注。

表10: 2016~2019.Q3, 广陵新城项目情况

项目名称	2016	2017	2018	2019.Q3
整理土地面积（亩）	531	216	100	0
出让土地面积（亩）	355	109	50	85
公司确认的土地出让收入（亿元）	9.67	4.23	1.06	0
公司实际收到的土地出让收入返还（亿元）	4.92	2.60	0	0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 9 月末，公司广陵新城项目主要在整理地块计划总投资 85.00 亿元，已投资 44.00 亿元，尚需投资 41.00 亿元。由于公司以前年度土地整理投资较大，尚有大量整理完成但未出让的土地，因此 2019 年公司未进行土地整理，2019~2021 年，公司计划开发土地面积分别为 0 亩、545 亩和 481 亩，预计总投资规模 17.67 亿元；公司计划出让土地面积分别为 321 亩、781 亩和 481 亩，预计可获得土地出让收入 60.85 亿元。

表 11: 广陵新城项目未来三年土地开发及出让计划

单位：万元、亩

时间	计划开发面积	预计投资	计划出让面积	预计出让收入
2019	0	0	321	61,499
2020	545	19,644	781	289,212
2021	481	157,059	481	257,816
合计	1,026	176,703	1,583	608,527

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

二级开发方面，泰达股份二级开发业务主要分布于江苏、辽宁、天津等地。目前公司运营的主要项目包括大连北方生态慧谷、句容泰达青筑、句容宝华山门下、扬州 Y-MSD 以及泰达美源项目等 5 个项目，其中大连北方生态慧谷、句容泰达青筑、句容宝华山门下由子公司南京新城发展股份有限

公司（以下简称“南京新城”）开发运营，扬州 Y-MSD 由子公司扬州万运建设发展有限公司（以下简称“扬州万运”）负责运营、泰达美源由子公司天津泰达都市开发建设有限公司（以下简称“泰达都市”）开发运营。目前上述项目中泰达美源项目已完工，其余四个项目仅有部分已完工，剩余部分仍在建。

泰达美源项目项目位于天津市滨海新区，系控股子公司泰达都市于 2013 年开发的住宅项目，项目总投资 5.60 亿元，占地面积 4.7 万平方米、建筑面积 9.2 万平方米，截至目前已完工。该项目采用租售结合的模式运营，截至 2019 年 9 月末，项目可供出售面积 8.57 万平方米，预售面积 8.57 万平方米，已交付结算面积 8.12 万平方米；可租楼面面积 0.20 万平方米，目前尚未出租。

大连北方生态慧谷项目位于辽宁省大连市甘井子区，项目计划总投资 52.00 亿元，项目包括产业用地 1 宗、商业用地 2 宗、住宅用地 2 宗，总占地面积 50.8 万平方米、建筑面积 71.5 万平方米。截至 2019 年 9 月末，已开发面积 31.7 万平方米，项目预计于 2020 年 12 月竣工。该项目住宅和商业部分全部用于出售，产业部分采用租售结合的模式运作，截至 2019 年 9 月末，项目可供出售面积 26.08

万平方米，预售面积 26.08 万平方米，已交付结算面积 9.26 万平方米；可租楼面面积 5.39 万平方米，累计出租率 79.00%。

句容泰达青筑项目位于江苏省句容市宝华镇，项目计划总投资 21.00 亿元，为住宅项目，总占地面积 12.6 万平方米、建筑面积 27.4 万平方米，项目预计于 2020 年底竣工。该项目采用租售结合的模式运营，截至 2019 年 9 月末，项目可供出售面积 26.12 万平方米，预售面积 23.10 万平方米，已交付结算面积 17.50 万平方米；可租楼面面积 0.12 万平方米，累计出租率 49.50%。

句容宝华山门下项目位于江苏省句容市宝华镇，项目计划总投资 4.50 亿元，分三期开发建设，一期商业街、二期慈悲喜舍、三期别墅区，总占地面积 4.6 万平方米、建筑面积 3.0 万平方米，目前项目一期和二期已竣工，三期别墅区目前与当地沟通中，开工时间待定。截至 2019 年 9 月末，已开发面积 1.4 万平方米，该项目在租，其中项目一期商业街可租面积 0.67 万平方米，出租率 29.4%；二期慈悲喜舍可租面积 0.59 万平方米，出租率

5.7%。

扬州 Y-MSD 系与扬州市政府协商确定的重大项目，项目位于扬州市广陵新城核心地段，总用地面积约 17 万平方米，性质为商业、金融、办公等用地，采取市场化经营和政府部分回购的建设运营模式。项目分期建设，一期用地于 2014 年通过招拍挂取得，用地面积 7.7 万平方米，建筑面积 37.8 万平方米，一期产品包括办公、商业、酒店、公寓等产品，二期尚未启动。市场化经营部分，截至 2019 年 9 月末，项目可供出售面积 6.68 万平方米，预售面积 6.68 万平方米，已交付结算面积 4.85 万平方米；可租楼面面积 5.15 万平方米，累计出租率 100.00%。政府回购部分，扬州万运与扬州市广江资产经营管理有限公司（以下简称“广江资产”）签订委托投资建设运营协议，广江资产委托扬州万运在项目一期中建设 15 万平方米总部办公写字楼、7.5 万平方米文创信息 SOHO 工作室及所有地下建筑，广江资产按照项目开发成本加成 16% 进行项目回购，截至 2019 年 9 月末，广江资产已支付回购款 8.78 亿元。

表12: 截至2019年9月末, 公司在建房地产开发项目情况

单位: 万平方米、亿元

项目名称	项目类型	占地面积	总建筑面积	计划总投资	已投资	已开发面积	可供出售面积	已交付结算面积	预计收益
大连北方生态慧谷	住宅	30.4	53.3			19.7	14.7	7.67	
	产业	15.8	14.9	52.0	35.72	10.0	8.6	1.6	10.77
	商业	4.7	3.3			1.9	2.8	0	
句容泰达青筑	住宅	12.6	33	21.0	17.45	33.0	26.1	17.5	4.90
句容宝华山门下	商业	4.6	2.9	4.5	2.10	1.4	1.3	0	0.55
扬州 Y-MSD	商业综合体	7.7	51.7	39.4	30.79	51.7	6.7	4.9	10.29
合计	-	79.18	159.1	116.9	86.06	117.7	60.2	31.6	26.51

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

未来, 公司将重点把握泰达青筑、大连项目、美源项目的招商及销售回款工作; Y-MSD 实现一期工程的竣工, 加快公寓部分的销售, 同时积极协调政府回购; 另外, 公司将打造“小而美”的区域开发项目, 实现房地产开发业务布局。

总体来看, 公司区域开发项目采用一、二级联动开发的模式, 项目收益稳定, 但项目回款欠佳, 需关注项目后续回款进度情况; 房地产开发项目稳

步推进, 能为公司收入形成良好支撑。

能源贸易

公司能源贸易产业由下属子公司天津泰达能源集团有限公司（以下简称“泰达能源”）负责运营, 目前主要涉及石化产品贸易和有色金属贸易两部分, 主营产品涵盖成品油、化工产品、有色金属和原木等, 其中石化产品贸易模式为: 公司从炼化企业购入石油化工产品, 通过仓储中转或直接销售给

石油批发企业、加油站终端或其它客户进行销售，从中获取差价利润；有色金属贸易模式为：公司从生产企业或大型贸易企业处购入有色金属产品，通过仓储中转后销售给生产加工型客户作为原材料使用，从中获取差价利润。公司与供应商以及下游客户的结算一般采用现款现货的模式，少许订单会给予 3-6 个月账期。2016~2018 年以及 2019 年 1-9 月，公司分别实现贸易收入 119.93 亿元、161.65 亿元、167.41 亿元和 96.45 亿元，毛利率分别为 0.83%、0.92%、0.56% 和 0.37%，受市场行情影响，公司能源贸易业务毛利率有所波动，但盈利空间很低。

上下游客户方面，公司主要供应商及客户系国有企业，上下游客户资质良好。2018 年及 2019 年 1-9 月，公司前五大供应商采购金额占比分别为 46.00% 和 33.77%；公司前五大客户销售占比分别为 74.00% 和 69.70%，下游客户集中度较高。

表 13：2018~2019.Q3 公司贸易业务主要供应商采购情况

单位：亿元

供应商	采购品种	2018 年 采购金额	占比
江苏沛泽金属材料有限公司	大宗金属	30.93	20%
江苏泓泽贸易有限公司	大宗金属	13.98	9%
如皋市泓泽贸易有限公司	大宗金属	10.69	6%
四川省新能源动力股份有限公司	石油化工	9.12	6%
陕西延长石油矿业有限责任公司煤炭运销分公司	石油化工	8.26	5%
合计	-	72.98	46.00%
供应商	采购品种	2019.Q3 采购金额	占比
宁波铜普供应链管理有限公司	大宗金属	12.78	13.58%
南京佳韵物资贸易有限公司	石油化工	7.25	7.7%
上海鸿磐有限公司	大宗金属	4.09	4.34%
上海炬光金属材料有限公司	大宗金属	4.04	4.23%
陕西延长石油矿业有限责任公司煤炭运销分公司	石油化工	3.69	3.92%
合计	-	31.85	33.77%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 14：2018~2019.Q3 公司贸易业务主要客户销售情况

单位：亿元

销售客户	销售品种	2018 年 销售金额	占比
招商物产（天津）有限公司	大宗金属	90.93	58%
南京昌昊国际贸易有限公司	大宗金属	10.23	7%
公航旅兰州新区国际贸易有限公司	大宗金属	5.97	4%
南通海沂金属制品有限公司	大宗金属	4.3	3%
上海商周国际贸易有限公司	石油化工	3.36	2%
合计	-	114.79	74.00%
销售客户	销售品种	2019.Q3 销售金额	占比
招商物产有限公司	大宗金属	47.27	50%
南京昌昊国际贸易有限公司	大宗金属	6.47	6.85%
上海晋泉经贸有限公司	大宗金属	4.85	5.14%
东方电气集团（四川）贸易有限公司	石油化工	4.43	4.69%
上海壹宇能源有限公司	石油化工	2.85	3.02%
合计	-	65.87	69.70%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，公司能源贸易产业系公司收入第一大来源，近年来贸易规模不断扩张，且主要上下游客户资质良好，能够为公司收入提供良好保障，但目前公司客户集中度偏高，且石油化工市场价格波动剧烈，中诚信证评将持续关注贸易业务带来的经营风险。

其他业务

公司其他业务主要系洁净材料业务，由子公司泰达洁净负责运营。泰达洁净是国内最早涉足洁净过滤材料生产厂家之一，专业从事高科技化学纤维材料生产近 30 年。目前主要生产销售保暖材料、空气液体过滤材料、吸油材料、汽车吸音隔热材料等，可广泛用于食品饮料、酿酒、医药卫生、化工及电子工业以及军需等各领域。

生产方面，目前公司拥有熔喷生产线 5 条；熔喷插棉生产线 2 条；压光机 4 台；压花机 2 台；制袋机 4 台；喷胶复合机 3 台；熔喷复合分切机 1 台；口罩机 1 台；SM 棉复合机 1 台；军品棉复合机 2 台，合计产能约 5,000 吨。2016~2018 年以及 2019 年 1-9 月，公司主要产品产量分别为 3,807 吨、4,078

吨、3,974 吨和 3,003 吨。

销售方面，目前公司销售区域以国际为主，国际销售占比维持在 70% 以上，主要出口欧洲。2016~2018 年以及 2019 年 1-9 月，公司产品销量分别为 2,387 吨、2,667 吨、2,659 吨和 2,215 吨，产销率维持在 60% 以上；产品销售均价分别为 35,199 元/吨、34,285 元/吨、35,119 元/吨和 29,015 元/吨。2016~2018 年以及 2019 年 1-9 月，公司分别实现洁净材料销售收入 0.92 亿元、0.94 亿元、0.93 亿元和 0.64 亿元。

表 15：2016~2019.Q3 泰达洁净产品产销情况

	2016	2017	2018	2019.Q3
产量（吨）	3,807	4,087	3,974	3,003
销量（吨）	2,387	2,667	2,659	2,215
价格（元/吨）	35,199	34,285	35,119	29,015
产销率（%）	62.71	65.26	66.91	73.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，近年来公司洁净材料业务平稳运行，但收入规模偏小，对公司整体业务经营影响不大。

股权投资

公司主要投资参股了渤海证券股份有限公司、北方国际信托股份有限公司、天津市泰达国际控股（集团）有限公司、天津银行股份有限公司、天津泰信资产管理有限责任公司、北京和谐天成投资管理中心、天津泰达股权投资基金管理有限公司等。

表 16：公司主要投资参股企业情况

投资企业	持股比例	单位：万元	
		2018 年获得	投资收益
天津市泰达国际控股（集团）有限公司	5.78%	-	-
北京和谐天成投资管理中心（有限合伙）	2.91%	3,384.42	-
北方国际信托股份有限公司	5.43%	1,354.44	-
戈德集团有限公司	4.42%	-	-
天津蓝德典当行有限公司	15.64%	-	-
天津泰信资产管理有限责任公司	5.25%	-	-
浙江永利实业集团公司	6.50%	-	-
天津克瑞思房地产开发有限公司	18.00%	-	-
天津银行股份有限公司	不足 1.00%	4.57	-
上海中城联盟投资管理有限公司	1.83%	300.00	-
江苏省软件产业股份有限公司	10.00%	-	-

渤海证券股份有限公司	13.07%	6,163.60
上海泰达投资有限公司	36.51%	-164.80
天津泰达股权投资基金管理有限公司	20.00%	-681.01
天津安玖石油仓储有限公司	25.00%	-
天津生态城市景观有限公司	35.00%	109.10
北京蓝禾国际拍卖有限公司	25.00%	-1.09
天津滨海南港石油仓储有限公司	47.00%	10.29

注：2019 年 9 月，公司以 10.72 亿元的价格将所持参股子公司天津市泰达国际控股（集团）有限公司 5.7844% 的股权出售给泰达控股。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017~2018 年及 2019 年 1-9 月，泰达股份股权投资回报稳步增长，获得分红金额分别为 9,347.00 万元、10,479.52 万元和 13,917.32 万元，其中 2018 年主要分红收益包括渤海证券股份有限公司分红金额 6,163.60 万元、北方国际信托投资股份有限公司 1,354.44 万元、北京和谐天成投资管理中心 3,384.42 万元等。

整体来看，公司参股投资了部分金融企业，投资企业资质优良能为公司带来稳定分红收益。

战略规划

公司根据自身业务经营制定了清晰的战略方针及经营计划，公司将坚持“一四二九”战略方针，即一个主要任务、四个转变、两大主业和九项措施。

一个主要任务即：实现新时代泰达股份的二次创业；四个转变即：一是各项工作要按既定计划加速实施推进，特别是南京新城和泰达环保；二是加快项目的建设、销售和结转，持续增加收入；三是加大经营力度，确保持有型物业租金收入不断提升；四是严格控制成本；两大主业即：泰达股份未来将在生态环保和区域开发两大主业上持续发力，生态环保产业作为泰达股份的第一主业，做到“大而强”，区域开发产业作为传统老牌产业，要加快转型，努力做到“小而美”；执行九项措施，基础管理提升升级。

公司治理

作为上市公司，公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会、深圳证券交易所有关要求，不断健全和完善公司的法人治理结构，规范运作。公司已经制定了《公司章程》、《公司股东大会议事规则》；

梳理内部控制制度近百余项，修订了《合同管理制度》《对外担保管理制度》等管理制度 12 项。

根据公司章程，公司按照现代企业制度建立了法人治理结构，设立了股东大会、董事会和监事会等。《股东大会议事规则》对股东大会的召集、提案和通知、召开方式、召开条件、表决方式等作出了明确的规定，进一步规范了股东大会运作机制。公司股东按其所持有股份的种类享有权利、承担义务；持有同意种类股份的股东、享有同等权利、承担同种义务。股东大会为公司的权力机构，主要决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；修改公司章程等。公司设董事会，对股东大会负责，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。董事会由 9 名董事组成，其中包括 3 名独立董事。董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 名，可以设副主席，监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事由股东大会选举产生，其中监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，公司设副总经理 3-5 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任，对董事会负责，主要主持公司的生产经营管理工作，拟订公司战略规划和重大经营策略等。

总体来看，公司的各项法人治理结构和管理制度较为健全，有效地协调了各部门和下属各公司业务运行，提高了公司的运营效率，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准

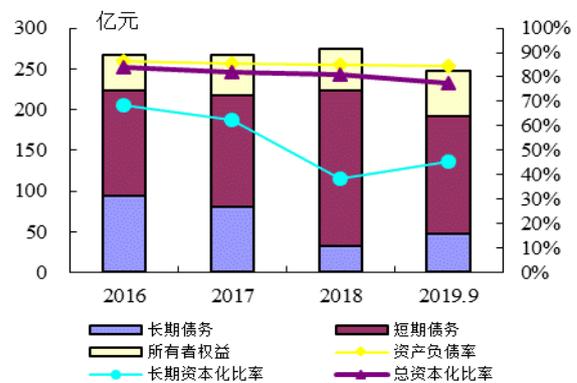
无保留意见的 2016~2018 年度合并财务报告及 2019 年 1~9 月未经审计的财务报表。

资本结构

近年来，公司各板块业务的平稳发展，融资需求不断加大，公司资产以及负债规模均呈逐年增长趋势，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总资产分别为 320.75 亿元、328.10 亿元、346.16 亿元和 356.84 亿元；同期末，公司负债总额分别为 277.41 亿元、279.71 亿元、294.58 亿元和 300.60 亿元。所有者权益方面，得益于利润的留存，公司所有者权益规模逐步增加，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司所有者权益分别为 43.34 亿元、48.38 亿元、51.58 亿元和 56.25 亿元。

财务杠杆方面，近年来公司资产负债率有所下降但仍维持在较高水平，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 86.49%、85.25%、85.10% 和 84.24%；同期末，总资本化比率分别为 83.76%、81.84%、81.20% 和 77.15%。

图 6：2016~2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司流动资产分别为 248.48 亿元、251.92 亿元、262.56 亿元和 264.21 亿元，占同期末总资产的比重分别为 77.47%、76.78%、75.85% 和 74.04%。截至 2018 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，上述科目占当期总流动资产的比重分别为 15.22%、18.88% 和 54.54%。货币资金为 39.95 亿元，主要系银行存款 16.16 亿元和其他货币资金 23.79 亿元，使用权受限货币资金总计 36.42 亿元，其他货币资金主要为银行承兑汇票、信用证、保函等的保证金

存款；应收账款价值为 49.58 亿元，账龄主要分布在一年以内和两年以上，应收账款前五名占总应收账款总额的 95%，主要系应收广江资产的 Y-MSD 项目政府回购款以及应收新城投资的土地款项等；存货为 143.19 亿元，主要由房地产开发成本 13.06 亿元、开发产品 23.03 亿元、土地开发成本 91.53 亿元、已完工未结算建造合同 3.67 亿元和库存商品 11.64 亿元构成，其中受限的土地使用权和房地产存货共计 18.38 亿元。

非流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司非流动资产分别为 72.27 亿元、76.18 亿元、83.60 亿元和 92.93 亿元，占同期末总资产的比重分别为 22.53%、23.22%、24.15%和 25.96%。截至 2018 年末，公司非流动资产主要由长期股权投资、在建工程 and 无形资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为 35.45%、19.42%和 19.06%。长期股权投资 29.64 亿元，主要系对渤海证券股份有限公司等联营企业的投资；在建工程为 16.23 亿元，主要系公司在建的垃圾焚烧综合处理项目；无形资产为 15.94 亿元，主要系环保项目特许经营权等。

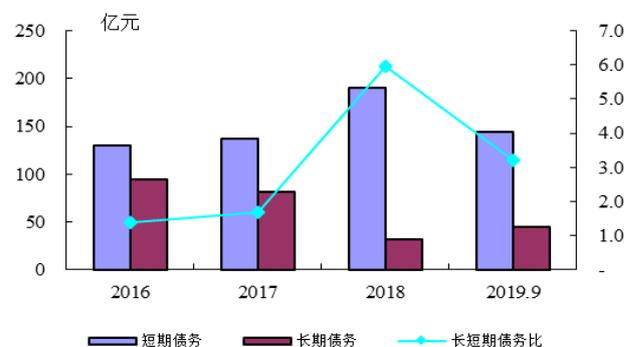
负债结构方面，公司负债以流动负债为主。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司流动负债分别为 180.52 亿元、195.14 亿元、254.91 亿元和 249.89 亿元，占同期末负债总额的比重分别为 65.07%、69.76%、86.54%和 83.13%。截至 2018 年末，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 34.01%、10.93%、10.45%、11.01%和 28.20%。短期借款 86.69 亿元，其中质押借款 30.99 亿元、抵押借款 2.06 亿元、保证借款 10.39 亿元、信用借款 43.25 亿元，短期借款的利率区间为 3.75%至 15.00%；应付票据 27.86 亿元，系银行承兑汇票；应付账款余额为 26.64 亿元，由应付工程款 23.92 亿元和应付采购材料款 2.72 亿元构成，账款超过一年重要应付款为 4.11 亿元，主要系代建项目应付工程款；其他应付款 21.73 亿元，其中资金往来款 15.76 亿元（主要系应付新城投资和股东方泰达控股的往来款项）、非银行金

融机构借款 2.95 亿元、应付工程款 2.36 亿元；一年内到期的非流动负债 71.88 亿元，包括一年内到期的长期借款 52.28 亿元、一年内到期的应付债券 9.93 亿元和一年内到期的长期应付款 9.67 亿元。

非流动负债方面，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司非流动负债分别为 96.89 亿元、84.58 亿元、39.66 亿元和 50.71 亿元，占同期末负债总额的比重为 34.93%、30.24%、13.46%和 16.87%，其中 2018 年末较上年大幅下降主要系当年部分长期债务转为一年内到期所致。截至 2018 年末，公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成，上述科目占当期非流动负债的比重分别为 66.64%和 23.20%。长期借款为 26.43 亿元，主要系抵押借款 13.07 亿元、保证借款 1.77 亿元和信用借款 11.59 亿元，借款利率区间为 1.80%~11.00%；长期应付款为 9.20 亿元，主要系非银行金融机构借款和子公司泰达环保的垃圾焚烧发电收费收益权资产支持专项计划。

债务期限结构方面，近年来，公司债务总额呈现波动态势，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总债务分别为 223.59 亿元、218.02 亿元、222.71 亿元和 189.90 亿元。同期，公司短期债务分别为 129.55 亿元、137.10 亿元、190.62 亿元和 144.66 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.38 倍、1.69 倍、5.94 倍和 3.20 倍，公司债务以短期债务为主，且短期债务占比上升较快，债务结构有待优化。公司总体债务规模偏高，且短期偿债压力较大，公司债务负担较重。

图 7：2016~2019 年 9 月末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务到期分布方面，2019 年 10-12 月及 2020 年、2021 年、2022 年、2023 年及以后，公司到期债务金额分别为 57.33 亿元、95.63 亿元、19.51 亿

元、4.81 亿元和 12.61 亿元，其中 2019 年 10-12 月以及 2020 年到期金额较大，公司面临一定的短期债务压力。偿债资金安排方面，公司拟发行本期公司债券、绿色债券以及环保项目 ABS 等，用于置换公司短期债务，改善公司债务结构，另外，公司与天津市各大金融机构合作多年，银行等金融机构只能发放 1 年期或者半年期流贷，在授信到期前均可完成新一轮授信。

表 17：截至 2019 年 9 月末公司到期债务分布情况

单位：亿元

	2019.10-12	2020	2021	2022	2023 及以后
到期债务	57.33	95.63	19.51	4.81	12.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着公司对各板块业务的不断投入，公司资产和负债规模逐年增长；公司总体债务

规模偏高，且债务期限结构以短期债务为主，公司短期偿债压力较大，需进一步调整并优化债务结构。

盈利能力

近年来，主要得益于公司能源贸易业务的扩张，公司的营业收入增长迅速，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司主营业务收入分别为 156.32 亿元、190.23 亿元、192.32 亿元和 107.02 亿元，其中公司能源贸易业务和区域开发业务对公司整体收入贡献较大。毛利率方面，由于利润空间较低的贸易业务收入占比持续增加，导致公司综合毛利率呈下降趋势，2016~2018 年以及 2019 年 1-9 月分别为 6.60%、5.59%、5.40% 和 4.62%。

表 18：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司主营业务收入结构及毛利率情况

单位：亿元、%

	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
能源贸易	119.93	0.83	161.65	0.92	167.41	0.56	96.45	0.37
区域开发	30.81	23.88	22.72	30.9	18.52	36.96	4.57	40.70
生态环保	4.63	37.85	4.92	38.88	5.38	36.96	5.36	47.76
其他	0.95	21.93	0.94	22.34	1.01	40.19	0.64	25.00
合计	156.32	6.60	190.23	5.59	192.32	5.40	107.02	4.62

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司的期间费用中管理费用和财务费用占比较高，其中管理费用主要系工薪支出、折旧摊销费和其他费用等，财务费用则主要系利息支出。近年来，公司期间费用控制情况良好，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，期间费用分别为 5.83 亿元、4.38 亿元、7.19 亿元和 6.57 亿元，其中 2018 年和 2019 年 1-9 月期间费用大幅增长主要系公司房地产项目陆续竣工，财务费用由资本化调整为费用化导致本年确认利息支出增加，同期费用收入占比分别为 3.73%、2.30%、3.78% 和 6.14%，期间费用占营业收入比重有所上升。

表 19：2016~2019 年 1-9 月公司期间费用分析

单位：亿元、%

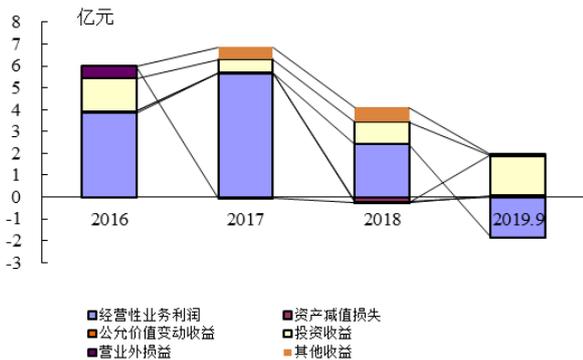
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
销售费用	0.60	0.62	0.71	0.55
管理费用	2.27	1.77	1.84	1.74
研发费用	-	0.07	0.07	0.03
财务费用	2.97	1.91	4.64	4.25
费用合计	5.83	4.38	7.19	6.57
营业总收入	156.32	190.23	192.32	107.02
费用收入占比	3.73	2.30	3.78	6.14

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司利润总额分别为 6.01 亿元、6.82 亿元、6.57 亿元和 0.58 亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司经营性业务利润分别为 3.85 亿元、5.76 亿元、2.42 亿元和 -1.85 亿元，自 2018 年公司经营性利润大幅下降，

主要系当期财务费用增长对利润造成一定稀释；投资收益方面，2016~2018年及2019年1-9月，公司实现投资收益分别为1.51亿元、0.60亿元、1.02亿元和1.82亿元，主要系公司参股渤海证券获得的投资收益，受证券市场波动影响，投资收益有所波动。

图 8：2016~2019 年 1-9 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

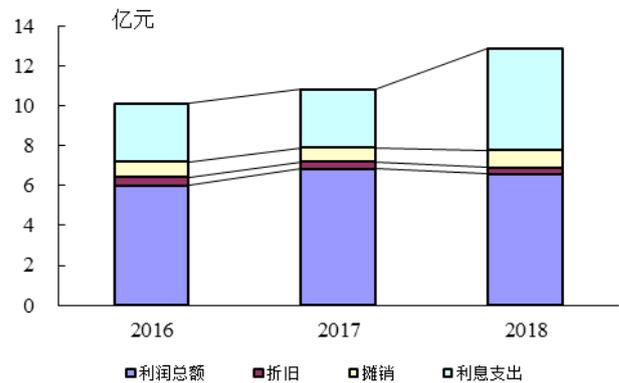
总体来看，公司收入规模持续扩张，但收入占比较大的贸易业务毛利水平较低，导致公司毛利率逐年下降；财务费用的增长对公司经营性业务利润造成一定稀释，投资收益对公司利润形成良好补充。

偿债能力

从偿债规模来看，公司有息债务规模较大，呈现波动态势，2016~2018年末及2019年9月末，公司总债务分别为223.59亿元、218.02亿元、222.71亿元和189.90亿元，其中短期债务分别为129.55亿元、137.10亿元、190.62亿元和144.66亿元；同期末长期债务分别为94.04亿元、80.92亿元、32.09亿元和45.24亿元，公司短期债务规模持续增长，短期偿债压力较大。

获现能力方面，2016~2018年及2019年1-9月，公司EBITDA分别为10.11亿元、10.82亿元、12.86亿元和0.58亿元，主要由利润总额和利息支出构成。偿债指标方面，2016~2018年，公司总债务/EBITDA分别为22.13倍、20.15倍和17.32倍；同期，EBITDA利息倍数分别为0.69倍、0.71倍和0.88倍，由于公司债务规模偏高，导致其EBITDA对债务本息的保障能力较弱。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从经营活动现金流方面来看，2016~2018年及2019年1-9月，公司经营性净现金流分别为-10.59亿元、7.81亿元、13.41亿元和26.42亿元，2016年公司经营性净现金流为负，无法对债务本息进行覆盖，2017~2019年9月，得益于公司贸易业务以及房地产业务销售回笼资金增加，公司经营性净现金流由负转正。2017~2018年，公司经营性净现金流/总债务分别为0.04倍和0.06倍，同期公司经营性净现金流/利息支出分别为0.52倍和0.91倍，对债务本息的保障能力偏弱。

表 20：2016~2019 年 1-9 月公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
总资产 (亿元)	320.75	328.10	346.16	356.84
总债务 (亿元)	223.59	218.02	222.71	189.90
资产负债率 (%)	86.49	85.25	85.10	84.24
总资本化比率 (%)	83.76	81.84	81.20	77.15
经营活动净现金流 (亿元)	-10.59	7.81	13.41	26.42
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.05	0.04	0.06	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.72	0.52	0.91	-
EBITDA (亿元)	10.11	10.82	12.86	-
总债务/EBITDA (X)	22.13	20.15	17.32	-
EBITDA 利息倍数 (X)	0.69	0.71	0.88	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至2019年9月末，公司获得银行授信总额为114.72亿元，已使用97.46亿元，尚未使用金额17.26亿元。

受限资产方面，截至2019年9月末，公司受限资产包括货币资金、长期股权投资、固定资产、

存货、无形资产等，受限资产合计 90.82 亿元，占公司总资产 25.45%，对公司资产的流动性产生一定的影响。

或有负债方面，截至 2019 年 9 月末，公司无对外担保。

总体来看，公司四大产业板块近年来平稳运行，但随着公司对各板块业务的不断投入，公司融资需求上升，以致其财务杠杆及债务规模一直维持在较高水平，EBITDA 以及经营性净现金流对公司债务本息的保障能力较弱，且中诚信证评关注到公司债务以短期债务为主，公司短期偿债压力偏高。

担保实力

天津泰达投资控股有限公司（本节或简称“公司”）为本期债券本息兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

担保主体概况

天津泰达投资控股有限公司成立于 1985 年，以原天津经济技术开发区总公司为基础框架，将天津市泰达集团有限公司、天津经济技术开发区建设集团公司纳入其中，经统筹组合设立。公司由天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）根据市政府授权，代表天津市人民政府（以下简称“市政府”）对公司履行出资人职责，依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等出资人权利。2019 年 12 月 25 日，经公司 2019 年第一次会议通过决议，同意天津市财政投资管理中心和天津市国有资产经营有限责任公司分别将所持 20.41% 和 1.47% 天津市泰达国际控股（集团）有限公司股权转让至泰达控股，天津市国资委将所持公司 6.21% 股权（625,778,595 元）和 0.45% 股权（45,346,275 元）分别转让至天津市财政投资管理中心和天津市国有资产经营有限责任公司，泰达控股由有限公司（国有独资）变更为有限公司，上述股权变更已于 2019 年 12 月 31 日完成工商登记。截至 2019 年 12 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.77 亿元，市国资委是公司的控股股东及实际控制人。

经过多年发展，公司投资经营范围涉及实业投

资、金融、房地产、滨海新区内的区域开发和公用事业等多个领域。公司拥有全资、控股、参股企业 100 余家，拥有天津市 80% 的金融资产，是泰达股份（股票代码：000652）等多家上市公司的第一大股东。根据市国资委关于国有经济布局和产业结构调整总部署的安排，公司与天津渤海国有资本投资有限公司（以下简称“渤海投资公司”）签订了股份托管协议，并将公司持有的天津钢管集团股份有限公司（以下简称“天津钢管”）57% 的股权份额采取先托管、后无偿划转的方式移交至渤海投资公司，2018 年 11 月 30 日，公司已丧失对天津钢管的控制权，上述方案于 2019 年 4 月 8 号经天津市国资委批准，故 2018 年 11 月 30 日不再将天津钢管纳入合并范围。

截至 2018 年末，公司总资产 2,614.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）680.59 亿元，资产负债率 73.97%；2018 年，公司实现营业总收入 599.78 亿元，净利润 10.12 亿元，经营活动净现金流 46.92 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 2,716.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）685.18 亿元，资产负债率 74.77%；2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 264.75 亿元，净利润 4.60 亿元，经营活动净现金流 73.81 亿元。

业务运营

泰达控股主营业务包含商品销售、区域开发及房地产、公用事业、金融和现代服务业等领域。在商品销售领域，公司商品销售收入主要来源于天津钢管的钢管销售收入，如前文所述，公司已于 2018 年 11 月 30 日失去对天津钢管的控制权，因此当年钢管销售收入仅包含天津钢管 2018 年 1~11 月的收入。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现营业收入 510.38 亿元、606.25 亿元、599.78 亿元和 264.75 亿元，其中，商品销售收入分别为 336.24 亿元、397.38 亿元、422.65 亿元和 144.85 亿元，房地产收入分别为 60.86 亿元、69.75 亿元、34.32 亿元和 19.87 亿元，物流收入分别为 27.72 亿元、23.97 亿元、26.13 亿元和 20.21 亿元，公共事业收入分别为 20.43 亿元、21.70 亿元、21.95 亿元和 21.61 亿

元,服务业收入分别为 20.52 亿元、21.86 亿元、20.87 亿元和 7.13 亿元,金融服务业收入分别为 31.83 亿元、25.89 亿元、25.89 亿元和 46.57 亿元,循环经济收入分别为 0.98 亿元、1.31 亿元、1.47 亿元和 1.14 亿元,其他收入分别为 11.80 亿元、44.40 亿元、48.12 亿元和 3.37 亿元。

2017 年公司营业收入较 2016 年同比增长 18.78%,除物流业务收入、手续费及佣金收入有所下降外,其他板块收入均稳步上升。公司营业收入仍以商品销售收入为主,占比为 65.54%,商品销售收入较 2016 年同比增长 18.18%,主要系受钢铁行业下游需求回暖,钢管价格上涨以及批发业务规模上升所致。

2018 年,公司营业收入较 2017 年同比小幅下

降 1.07%,其中房地产业务销售收入降幅明显,主要系 2018 年销售结转项目较上年减少所致;服务业收入及金融服务业收入小幅下降;其他主要业务板块收入均呈平稳增长态势。公司营业收入仍以商品销售收入为主,占比为 70.47%,商品销售收入较 2017 年同比增长 18.18%,主要系受钢铁行业下游需求回暖,钢管价格上涨以及批发业务规模上升所致。

2019 年 1~9 月,公司营业收入较上年同期大幅下降 39.22%,主要系天津钢管不再纳入公司合并范围、商品销售收入大幅下降所致;受房地产结转周期及结转项目减少等因素影响,房地产销售收入继续降低。

表 21: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业总收入构成情况

单位: 亿元、%

	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商品销售	336.24	65.88	397.38	65.54	422.65	70.47	144.85	54.71
房地产	60.86	11.93	69.75	11.5	34.32	5.72	19.87	7.51
物流	27.72	5.43	23.97	3.95	26.13	4.36	20.21	7.63
公共事业	20.43	4.00	21.70	3.58	21.95	3.66	21.61	8.16
服务业	20.52	4.02	21.86	3.61	20.87	3.48	7.13	2.69
金融服务业	31.83	6.24	25.89	4.27	25.89	4.05	46.57	17.59
循环经济	0.98	0.19	1.31	0.22	1.47	0.24	1.14	0.43
其他业务	11.80	2.31	44.40	7.32	48.12	8.02	3.37	1.27
合计	510.38	100.00	606.25	100.00	599.78	100.00	264.75	100.00

注: 上表将公司“利息收入”和“手续费及佣金收入”调整至“金融服务业”收入板块。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

钢管销售业务

公司无缝钢管业务的主要经营主体是原控股子公司天津钢管,天津钢管是国内最大的无缝钢管生产企业之一,主营石油管套、热轧管等专用管材的生产和销售。鉴于 2018 年 11 月 30 日,公司对天津钢管已失去控制权,下文关于天津钢管的相关分析数据的报告期均为 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月。

截至 2018 年 9 月末,天津钢管炼钢系统拥有 3 座超高功率电弧炉(其中 3#电炉已停产封存),轧管系统拥有 MPM、PQF、ASSEL 和 REM 四种机型、六套轧机,管加工系统拥有 32 条生产线,无缝钢

管生产能力 350 万吨/年,其中石油套管产能 150 万吨/年,热轧管及其他钢管产能 200 万吨/年;此外,铜材及其他的生产能力 50 万吨/年。天津钢管是世界单厂规模最大的无缝钢管生产厂,国内市场占有率在 12%左右。其中,国内油井管市场占有率始终保持在 40%左右,高端油井管市场占比达到 70%。2017 年及 2018 年 1~9 月,天津钢管的无缝钢管产量分别为 251.71 万吨和 183.67 万吨。

销售方面,2017 年及 2018 年 1~9 月,天津钢管无缝钢管销量分别为 252.94 万吨和 179.21 万吨,分别实现销售收入 116.50 亿元和 91.54 亿元。天津钢管生产的无缝钢管产品主要供应给中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司等

国内大型石油开采企业及其子公司或分公司，并出口世界 90 多个国家和地区。

表 22: 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月天津钢管无缝钢管产销情况

项目名称	2015	2016	2017	2018.1~9
产能(万吨/年)	350	350	350	350
产量(万吨)	286.63	236.14	251.71	183.67
销量(万吨)	278.69	247.89	252.94	179.21
销售均价(元/吨)	4,246	3,682	4,606	5,108

注: 销售均价为不含税

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 23: 2017 年无缝钢管产品前五大客户销售情况(万元)

销售客户	结算金额	占比
中国石化国际事业有限公司	106,304	10.31%
天津宝仓物流有限公司	97,244	9.43%
天津腾飞钢管有限公司	66,944	6.49%
中国石油物资天津公司	57,624	5.59%
沈阳腾飞钢铁经销有限公司	54,590	5.30%
合计	382,705	37.12%

资料来源: 公司提供

表 24: 2018 年 1~9 月无缝钢管产品前五大客户销售情况

单位: 万元

销售客户	结算金额	占比
天津腾飞钢管有限公司	88,986	4.91%
新疆石油管理局物资供应总公司	88,334	4.88%
天津宝仓物流有限公司	74,793	4.13%
中国石油天然气股份有限公司塔里木油田分公司	65,921	3.64%
中国石油天然气股份有限公司长庆油田分公司	59,308	3.27%
合计	377,342	20.83%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年 9 月末, 天津钢管总资产 546.80 亿元, 总债务为 483.42 亿元, 资产负债率为 88.41%。2017 年, 天津钢管实现营业总收入 221.86 亿元, 同比增长 9.84%, 营业毛利率为 9.13%, 较上年同期有所增长, 主要系下游需求回暖, 钢管价格上涨所致, 2017 年天津钢管净亏损 6.27 亿元, 较 2016 年同期减亏 11.98 亿元。2018 年 1~9 月, 天津钢管实现营业总收入 168.78 亿元, 营业毛利率为 8.93%, 净亏损 3.26 亿元。

在扩大出口方面, 天津钢管在美国设立泰达 TPCO 项目公司, 投资的无缝钢管项目分四期建设: 项目一期建设一条 15 万吨热处理线和一条管加工

线; 项目二期建设一套年产 50 万吨的全流程热轧管工艺线和钢管预精整线; 项目三期建设一条 22 万吨热处理线和 3 条管加工线; 项目四期建设一套年产 60 万吨钢坯的炼钢连铸生产线。目前, 项目建设预算投资为 14.55 亿美元, 内容包括: 项目一到三期的建设费用和四期已订设备费用(未含炼钢建安部分费用), 截至 2019 年 9 月末完成投资 10.15 亿美元。其中项目一期投资 1.03 亿美元, 已完成建设, 转为固定资产, 投入生产运营; 项目二期预算投资 10.93 亿美元, 已完成投资 7.69 亿美元; 项目三期预算投资 1.75 亿美元, 已完成投资 0.72 亿美元; 项目四期暂未开工建设但已完成设备采购。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 美国项目一期分别生产无缝钢管 3,860.00 吨、15,159 吨、21,248.56 吨和 7,696.45 吨, 分别实现销售收入 289.17 万美元、1,962.34 万美元、2,406.45 万美元和 1,032.66 万美元, 从 2016 年底开始, 美国活动钻机数量止跌企稳, 公司收到订单量增加, 因此 2017 年美国公司无缝钢管生产量和销售量均较 2016 年大幅提升。2018 年 8 月 7 日, 泰达 TPCO 项目公司 100% 股权经由天津钢管转让给泰达控股, 泰达控股将完成年产 50 万吨无缝钢管厂和特殊扣套管生产线项目的后续投资。

表 25: 2016~2019 年 1~9 月美国公司无缝钢管厂产销情况

项目名称	2016	2017	2018	2019.1~9
产量(吨)	3,860.00	15,159.00	21,248.56	7,696.45
销量(吨)	2,848.96	13,938.69	18,257.24	7,813.56
销售金额(万美元)	289.17	1,962.34	2,406.45	1,032.66

注: 销售均价为不含税价

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 天津钢管具有较稳定的客户资源和较高的市场占有率, 2017 年受下游市场回暖的影响, 天津钢管收入和净利润均有所回升, 但仍处于亏损状态, 2018 年 11 月 30 日, 公司失去对天津钢管的实际控制权, 不再将天津钢管纳入合并范围, 公司业务将不再包含天津钢管的商品销售收入。

房地产开发业务

公司房地产开发业务主要包括小城镇开发和商品房开发业务。小城镇开发尚未确认收入, 房地产开发业务收入均来源于商品房开发, 2016~2018

年及 2019 年 1~9 月，公司房地产业务收入分别为 60.86 亿元、69.75 亿元、34.32 亿元和 19.87 亿元，2018 年公司房地产收入较 2017 年同比下降 50.80%，主要系当年销售结转项目较 2017 年减少所致。

小城镇开发方面，天津星城投资发展有限公司（以下简称“星城公司”，公司持股比例 50%）和公司全资子公司天津泰达中塘投资开发有限公司（以下简称“中塘公司”）是滨海新区小城镇开发的主要建设主体。星城公司为津南区政府与公司合作成立的有限责任公司，主要负责八里台示范小城镇建设项目。中塘公司主要负责中塘示范镇的开发。

小城镇建设主要采取镇政府与公司合作的形式进行开发，各方按照出资比例进行投资与收益分成，若出现亏损，可向相关部门申请亏损补贴，补贴标准按照覆盖亏损并加上一定的利润水平拨付。小城镇开发项目的收入主要来源于相关土地的出让收入政府返还，安置房系无偿分配给被拆迁户。根据公司开发经验，小城镇开发项目基本可以自负盈亏，并且平均投资回报率可达到 8% 左右。

天津市津南区八里台镇示范小城镇建设项目（以下简称“八里台示范镇项目”）是经市政府批注的“以宅基地换房”建设示范小城镇试点项目。根据天津市示范镇项目审批及建设进度，八里台示范镇项目立项批复计划总投资 159.10 亿元，项目安置总人口 4.75 万人，总户数 1.32 万户，规划总用地面积 1,217.98 公顷，其中安置居民区 133.84 公顷，出让区 679.48 公顷，复垦区 360.43 公顷，二期（巨葛庄）44.23 公顷。建设内容主要包括：建设农民还迁居民楼，建设配套公建，水、电、气、暖等基础设施配套工程以及土地整理、复垦等。截至 2019 年 9 月末，一期项目建设已全部完成，已入住安居房面积约 60.4 万平方米；二期项目安置区的土地征转办件、拆迁安置已经完成，已入住安居房面积约 56 万平方米，安置房建设已封顶面积 116.41 万平方米；安置区配套公建除幼儿园工程外，已基本完成，出让区基础设施配套工程已完成约 60%。星城公司完成土地出让面积 2,500 亩，剩余 2,500 亩土地正在办理相关征转手续；巨葛庄项目于 2015 年 8

月正式启动，总用地面积 44.23 公顷，该项目总投资 54.65 亿元，其中自有资金 16.43 亿元，银行贷款 38.22 亿元，截至 2019 年 9 月末已完成投资 18 亿元，安置区已基本完成拆迁及土地征转和平整工作，1 号地已开工建设，现已完成进行桩基施工；3 号地已完成消防审查、施工招标等开工前期准备工作；6 号地首期已基本完成主体施工，剩余楼座已完成项目招标。截至 2019 年 9 月末，八里台示范镇项目可研计划总投资 165.82 亿元，计划调增总投资至 277 亿元。

中塘示范镇工程占地 5.85 平方公里，安置涉及 24 个自然村、4.73 万人口，建设面积 188 万平方米，该项目是滨海新区面积最大、安置人口最多的示范小城镇。天津市滨海新区中塘示范小城镇农民安置房建设项目安置区共有 16.50 万平方米土地获得划拨决定书、13.01 万平方米取得土地证。项目总投资约 23.48 亿元。2019 年 6 月，公司将中塘公司 100.00% 的股权划转给滨海新区国资委，股权转让款 1.26 亿元以及中塘公司欠公司的债务 19.39 亿元由滨海新区中塘镇人民政府偿还。

商品房开发建设方面，公司商品房经营主体主要包括天津泰达建设集团有限公司、天津泰达集团有限公司、天津津滨发展股份有限公司、天津泰丰工业园投资开发有限公司等，在天津地区占有较高，并不断向异地进行业务拓展。

在建项目方面，公司目前主要的在建房地产项目主要有红树湾、格调松间南里（西青 10 号地）、逸洲园项目等，截至 2019 年 9 月末，在建房地产项目计划总投资 128.71 亿元，已完成投资 67.41 亿元，未来尚需投资 61.30 亿元，有一定的投资压力。

表 26: 截至 2019 年 9 月末公司主要在建房地产项目

单位: 亿元

项目名称	总投资	已完成投资	工期	项目所在地
格调林泉 B 地块	2.35	0.50	2015.12-2021.7	天津
红树湾	19.19	15.81	2013.6-2020.8	福建
银石大厦	1.76	1.01	2015.2-2020.10	天津
泰丰七号	5.30	0.67	2019.3-2021.5	天津
金龙寺土羊高速公路北侧地块改造项目 (B 地块)	5.80	4.71	2018.9-2020.9	大连
泰达青筑	3.07	1.07	2018.9-2019.12	镇江句容
格调松间南里 (西青 10 号地)	36.44	22.99	2016.6-2020.11	天津
逸洲园项目	54.80	20.65	2018.11-2021.3	天津
合计	128.71	67.41	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

商品房销售方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司在售项目主要包括御海西苑一期、御海西苑二期、御海东苑、总部基地东区、金龙寺土羊高速公路南侧科技研发项目、金龙寺土羊高速公路南侧酒店和商业等公建项目、金龙寺土羊高速公路北侧地块改

造项目 (B 地块)、Y-MSD 项目、和和家园、泰达美源、格调林泉和清谷等, 上述项目累计确认销售额 67.53 亿元, 完成回款 66.04 亿元。2018 年和 2019 年 1~9 月分别实现商品房销售收入分别为 10.77 亿元和 19.24 亿元。

表 27: 截至 2019 年 9 月末公司主要在售房地产项目

单位: 亿元

项目名称	项目类别	项目所在地	已累计销售额	销售进度	回款金额
御海西苑一期	住宅	北塘	2.16	83.17%	2.12
御海西苑二期	住宅	北塘	8.8	31.53%	8.8
御海东苑	住宅	北塘	7.35	97.24%	7.33
总部基地东区	商业	北塘	2.25	30.71%	1.42
金龙寺土羊高速公路南侧科技研发项目	商业	大连市	1.34	11.44%	1.34
金龙寺土羊高速公路南侧酒店、商业等公建项目	商业	大连市	0.15	2.50%	0.15
金龙寺土羊高速公路北侧地块改造项目 (B 地块)	住宅	大连市	6.48	88.00%	6.16
Y-MSD 项目	商业/办公	扬州	12.26	42.00%	12.26
和和家园	住宅	天津汉沽	3.08	98.84%	2.87
泰达美源	住宅	天津滨海新区	5.34	98.13%	5.27
格调林泉	住宅	天津开发区	9.73	69.49%	9.73
清谷	住宅	天津开发区	8.58	润枫广场 D3 余 13 套, D2 公寓 624 套全部未出售	8.58
合计	-	-	67.53	-	66.04

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司小城镇开发业务稳步推进, 较大规模的投入给公司带来一定资本支出压力; 商品房开发板块受房地产调控政策影响较大, 收入有所波动, 中诚信证评将持续关注公司房地产板块未来收入的稳定性。

公共事业及服务业务

作为一家坐落在天津滨海新区内的市属国有驻区企业, 公司承担着天津滨海新区部分基础建设和公共服务等职能, 为天津滨海新区未来可持续发展提供保障, 业务范围涵盖轨道交通、热电、燃气、水务、绿化工程、公共交通等公共事业的建设和运

营，同时其基础设施建设领域已经扩展到滨海新区其他区域。

随着城市经济的发展，滨海新区范围的逐渐扩大，城市交通问题日益突出。根据《天津市城市轨道交通建设规划（2015~2020年）》，由泰达控股负责规划建设滨海新区城市轨道交通 Z4 线（以下简称“Z4 线工程”），该项目由子公司天津泰达城市轨道交通投资发展有限公司（以下简称“城轨公司”）负责。Z4 线工程起自中部新城，经中央大道、东盐路、堡东路、黄海路、中央大道、海云路，止于汉蔡路，全线长约 43.7 公里，总投资 319.44 亿元，计划建设周期为 4 年，截至 2019 年 9 月末已完成投资 46.22 亿元。资金平衡方面，项目资本金占比 40%，其余 60% 通过银团贷款解决。其中，项目资本金方面，泰达控股注入一定资本金，其他资本金通过金融机构组成的股权基金团筹集。

此外，公司子公司天津泰达滨海站建设开发有限公司（以下简称“滨海站建设公司”）还负责代建津秦客专滨海站配套工程。该项目总占地面积 43.29 万平方米，一二期合计投资 61.72 亿元，该项目已于 2013 年 12 月投入运营，累计投资 49.76 亿元。2011 年 9 月 28 日，滨海站建设公司与滨海新区建设和交通局签订了《津秦客专滨海站配套工程融资建设协议》，协议约定：“截至 2014 年末，滨海新区建设和交通局向滨海站建设公司支付回购款总额 44.41 亿元。”但 2016 年 4 月，泰达控股与滨海新区建设和交通局签订了《滨海站市政配套项目公共服务采购 PPP 合同》，该项目的资金平衡模式调整为政府购买公共服务的建设运营管理模式。合同约定自 2016 年 1 月 1 日至 2045 年 12 月 31 日，滨海新区建设和交通局向泰达控股购买津秦高铁滨海站交通枢纽配套市政工程的使用权以及运营管理服务。其中，工程使用权服务费按年支付，运营管理服务通过补贴以及一定服务费的方式结算。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别获得运营补贴资金 0.50 亿元和 0.25 亿元，收到工程使用权服务费 5.00 亿元和 0 亿元，实际回款情况良好。

除轨道交通外，公司还经营热电、燃气等公用事业。公司热电业务由全资子公司天津泰达热电公

司负责，公司的供气、供热区域包括滨海新区西区等。2018 年及 2019 年 1~9 月，滨海新区西区蒸汽销售量分别为 70.99 万吨和 49.79 万吨，分别完成全年计划的 103% 和 68.53%，网损率分别为 23.91% 和 23.96%。

公司燃气业务由天津泰达燃气公司（以下简称“泰达燃气”）负责。公司是天津经济技术开发区内唯一的燃气生产、供应、服务的专业化企业，以经营管道天然气为主。2018 年及 2019 年 1~9 月，泰达燃气购入天然气总量分别为 14,590 万立方米和 10,560 万立方米，分别完成年计划的 93% 和 70.26%，销售量分别为 14,165 万立方米和 10,856 万立方米，分别完成年计划的 93% 和 74.91%。截至 2019 年 9 月末，公司共拥有居民用户 4.56 万户，非居民用户 623 户。由于燃气业务具有一定的公益性，业务处于亏损状态，政府针对业务亏损进行一定的补贴。2018 年，泰达燃气营业收入 37,218.38 万元，净利润-444.29 万元，取得政府补贴收入 8,637.88 万元。

公用事业收入主要包括供热收入、蒸汽及燃气收入和绿化工程及租摆收入，2018 年，公司实现公用事业收入 21.95 亿元，主要包括供热收入 1.91 亿元，蒸汽及燃气收入 2.40 亿元，绿化工程及租摆收入 12.52 亿元；2019 年 1~9 月，公司实现公用事业收入 21.61 亿元，主要包括供热收入 6.89 亿元，绿化工程及租摆收入 5.98 亿元，其中供热收入大幅增长，主要系合并范围扩大、新增供热范围所致。由于公用事业具有公益性和准公益性特征，公司公用事业板块盈利能力偏弱。

总体来看，公司作为滨海新区重要的开发主体之一，承担着滨海新区公共服务职能，业务范围涵盖轨道交通、热电、燃气等公共事业的建设和运营。未来 Z4 线工程投资压力依然较大，公用事业的公益性特征决定其盈利能力偏弱。

物流业务

公司物流板块的经营主体为泰达物流，泰达物流是一家专业化的综合性物流集团公司，主要经营汽车整车及零部件物流供应链服务业务、电子零部件供应链物流服务业务、物资采购及相关物流服务

业务、冷链物流服务业务及保税仓储服务、集装箱堆场服务、监管、代理、运输等其他服务业务，与众多世界 500 强企业、金融机构及钢材供应商保持良好的合作关系。其中，冷链物流业务近年来面临较好发展契机，公司运输产品种类主要有冷冻猪肉、冷冻羊肉和冷冻牛肉，以及少量的海鲜。

泰达物流是国家 5A 级综合服务型物流企业，旗下拥有两个期货交割仓库（大连商品交易所线型低密度聚乙烯材料制定交割仓库和上海期货交易所首批指定的钢材期货品种螺纹钢、线材交割库）以及三个国家级高新技术企业，同时，泰达物流在天津港集装箱物流中心拥有 17 万平方米堆场，用于发展集装箱综合物流。

2017 年以来，社会物流需求增速有所回落，物流服务价格持续低迷，企业成本压力整体较大、效益偏弱，泰达物流积极创新商业模式、整合资源、调整结构、推进集团统合经营，并积极开拓有特色的进出口贸易以及新型汽车线路运输等业务。2018 年以及 2019 年 1~9 月，泰达商品车国际联运中心所有汽车运输 6,896 车皮和 5,272 车皮，共计商品车 67,290 台和 51,520 台。2018 年，公司实现物流业务收入 26.13 亿元，同比增长 9.01%，主要系进口车经营业绩大幅提升所致；2019 年 1~9 月，公司实现物流业务收入 20.21 亿元。

表 28：2019 年 1~9 月泰达物流前五大客户销售情况（万元）

销售客户	结算金额	占比
天津腾飞钢管有限公司	8,568.14	4.26%
天津百森国际贸易有限公司	27,277.18	13.51%
天津市安利金属制造有限公司	13,480.10	6.68%
天津滨海腾飞物流有限公司	23,121.70	11.43%
同方环球（天津）物流有限公司	88,496.45	44.79%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，在国家产业结构调整及去产能化的政策背景下，公司调整大宗商品物资采购业务结构，压缩业务规模，导致物资采购及相关物流业务收入下降，但公司物流业务积极整合资源，调整发展战略，积极开拓有特色的进出口贸易以及新型汽车线路运输等业务，发展前景良好。

金融业务

泰达控股金融板块集中了天津市政府 80% 左

右的金融资产。公司子公司泰达国际（持股 73.07%）是经天津市委市政府批准、承担市属国有金融资产出资人职责的金融控股集团公司，注册资本 103.73 亿元，目前，泰达国际已形成包括银行、证券、保险、信托、资产管理、投资等较为全面的金融业务布局，形成了较为完整的金融体系。2019 年 4 月 4 日，经公司董事会审议和天津市人民政府国有资产监督管理委员会批准通过，将天津市财政投资管理中心、天津市国有资产经营有限责任公司、天津经济技术开发区财政局、天津渤海国有资产经营管理有限公司以及天津市津能投资有限公司合计持有控股之子公司天津市泰达国际控股（集团）有限公司的 26.93% 股权无偿划入至公司，至此公司持有泰达国际 100% 股权。2016~2018 年和 2019 年 1~9 月，金融板块收入分别为 31.83 亿元、25.89 亿元、24.27 亿元和 46.57 亿元。

泰达控股金融板块业务主要以泰达国际业务为基础，同时公司直接持有北方国际信托股份有限公司 32.33% 股权、天津蓝德典当行有限公司 72.63% 股权、渤海银行股份有限公司 25% 股权、渤海产业投资基金管理有限公司 22% 股权等。其中公司控股的金融企业包括北方国际信托股份有限公司、天津蓝德典当行有限公司、渤海证券股份有限公司、渤海财产保险股份有限公司²和泰达宏利基金管理有限公司，其余为参股企业。北方国际信托股份有限公司目前业务主要包括资金信托、动产信托、公司理财、财务顾问等，2018 年实现收入 6.26 亿元，净利润 4.19 亿元。天津蓝德典当行有限公司目前业务主要包括动产财产权利质押典当、房地产抵押典当业务以及限额内绝当物品的变卖等，2018 年实现收入 0.08 亿元，净利润-0.03 亿元。渤海证券股份有限公司目前主营业务包括证券经纪、投资咨询、证券承销与保荐、财务顾问、证券自营、资产管理、融资融券等。截至 2018 年末，公司共设立 47 家证券营业部和 10 家分公司，营业网点分布于 14 个省级行政区。截至 2018 年末，渤海证券注册资本 80.37 亿元，总资产 489.83 亿元，净资产 199.04 亿元；2018 年渤海证券实现营业收入 15.97 亿元，净利润

² 渤海财产保险股份有限公司自 2019 年起纳入并表。

4.72 亿元。

2018 年和 2019 年 1~9 月，公司分别获得投资收益 57.94 亿元和 28.44 亿元。其中来自金融板块

主要参股子公司的投资收益分别为 21.24 亿元和 19.38 亿元，该板块为公司带来了较好的投资收益。

表 29：截至 2019 年 9 月末公司金融板块主要控参股企业情况

投资企业	直接持股比例 (%)	通过泰达国际持股比例 (%)	2018 年获得投资收益/净利润 (万元)	2019 年 1~9 月获得投资收益/净利润 (万元)
控股企业				
北方国际信托股份有限公司	32.33	-	21,828.17	8,910.63
天津蓝德典当行有限公司	72.63	-	-284.66	90.94
渤海财产保险股份有限公司	-	40.62	-4,551.22	-6,723.03
渤海证券股份有限公司	-	26.96	18,872.85	37,036.07
参股企业				
渤海银行股份有限公司	25	-	177,003.88	165,654.72
渤海产业投资基金管理公司	22	-	192.51	0
天津信托有限责任公司	-	42.11	24,600.21	12,712.89
天津津融投资服务集团有限公司	-	34.28	2,983.16	0
联合信用管理有限公司	-	45.96	4,631.52	2,472.10
恒安标准人寿保险有限公司	-	50	7,773.21	12,976.89
天津滨海柜台交易市场股份有限公司	-	13.66	-243.12	0

注：1、控股企业提供数据为净利润乘以持股比例；参股企业提供数据为投资收益；

2、2019 年 1~9 月，部分投资收益情况未获取，故将其略去。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体而言，泰达控股的金融资产质量优良、金融产业业务种类齐全、发展初具规模，为公司带来可观的投资收益，成为利润增长点。

土地整理业务

2006 年以来，公司受中新天津生态城管委会（以下简称“生态城管委会”）负责生态城土地整理业务。土地开发业务是泰达控股与生态城管委会合作土地一级开发项目，合作开发的目标是有利于开发海洋资源，有利于滨海新区开发开放建设。

运营模式方面，泰达控股组织申请海域使用权，开展围海造陆项目建设，依据生态城管委会土地出让及相关建设管理要求有序开展海域验收，通过滨海新区土地交易管理部门完成土地出让。

为加快开发建设进度，土地整理和开发建设工作采取“分步实施、滚动开发”的模式进行。公司进行填海造陆和土地整理形成的可出让经营性建设用地，在达到协议约定的土地出让条件后，原则上应立即纳入供地计划，以便尽快回收土地出让金和各项配套费及税费，用于滚动开发建设。

政策支持方面，在委托期限内，土地整理项目的土地出让金、城市市政基础设施大配套工程费、

住宅建设非营业性公建配套费、海域使用金补贴，以及在区域内与土地交易和建设开发相关的税费（上述政策均限于生态城管委会留成部分）统称“项目收入”，在资金到账后按照“即收即付”的原则通过土地出让成本返还、项目回购等可行方式全部支付给公司。

协议中约定的经营性建设用地在完成全部出让后，泰达控股与生态城管委会进行总体核算。若公司获得的“项目收入”不足以弥补其投资建设成本，差额部分生态城管委会予以平衡，并给予公司差额部分 8% 的年投资收益，泰达控股的投资收益是按完全成本的 3% 计算投资收益。

已完工项目方面，根据生态城管委会与公司签订的《移交土地协议》，公司将持有的位于原旅游区内八一盐场、青坨子、富裕之路以及蛭头沽的土地移交给生态城管委会，经双方协商一致，公司可获取对价共计 47.87 亿元，公司已确认相应的收入。

未来，公司土地整理业务将集中于临海新城项目，临海新城项目位于天津市塘沽区和汉沽区的交界处，是天津市长达 153km 海岸线上唯一的一段生活岸线，为滨海新区的一个亮点。该项目规划围海

造陆28平方公里，该批文已经获取，实施范围为：东至现状东围堤，西至现状海挡（海滨大道西侧），南至永定新河北治导线，北至北围堤（规划海月道），该项目计划总投资300亿元。临海新城是滨海新区中心城区和海滨休闲旅游区的重要组成部分，要努力建设成为鲜明体现滨海新区作为我国北方对外开放门户和经济繁荣、社会和谐、环境优美的宜居生态型新城区形象和特色的标志区，成为分担滨海新区对内对外多种区域经济服务功能，以突出亲海临港优势和特色的高水平现代生产性服务业和新兴生活性服务业为主体的综合服务区，成为海滨休闲旅游区的客源集散地和高品位的休闲度假目的地，也是滨海新区综合配套改革试验的先行示范区。

截至2019年9月末，该项目已累计投资133亿元，已完成造陆面积约23.5平方公里，完成道路建设53.5公里（约100.3万平方米），完成绿化建设217万平米，完成市政场站建设2座，已建设完成给水、燃气和供热管网68.7公里，建设完成能源站1座。截至2019年9月末，公司向生态城管委会移交土地面积共计194.67万平方米，合计确认项目收入约37.74亿元，其中收到海域使用金返还7.71亿元，收到土地补偿20.22亿元，已完成土地移交未收到土地补偿9.81亿元，公司未来三年计划出让土地1,192亩。

总体来看，该业务未来具有一定的可持续，随着临海新城的投资建设的推进，公司未来将陆续收到土地相关的业务收入。

财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年、2017年审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告以及未经审计的2019年三季度财务报告。其中2016年和2017年数据分别采用2017年和2018年审计报告期初数。

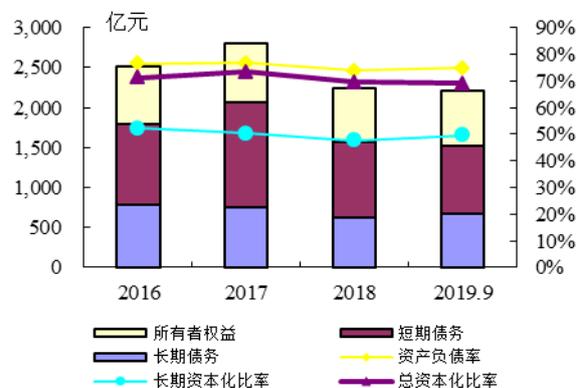
资本结构

近年来，随着业务持续推进及业务范围调整，公司总资产呈波动态势，其中，随着2018年11月天津钢管剥离，当年资产规模大幅下降，2016~2018

年及2019年9月末，公司总资产分别为3,067.03亿元、3,201.25亿元、2,614.27亿元和2,716.15亿元；同期，公司负债总额分别为2,344.96亿元、2,455.66亿元、1,933.68亿元和2,030.97亿元，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为722.07亿元、745.59亿元、680.59亿元和685.18亿元。

财务杠杆方面，近年来公司财务杠杆维持在较高水平，2016~2018年及2019年9月末，公司资产负债率分别为76.46%、76.71%、73.97%和74.77%；总资本化比率为71.35%、73.44%、69.70%和69.05%，其中2018年末公司财务杠杆水平较2017年末下降主要系天津钢管剥离所致。

图 10：2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，2016~2018年及2019年9月末，公司流动资产规模分别为1,794.69亿元、1,916.03亿元、1,543.65亿元和1,613.13亿元，流动资产占当期总资产的比重分别为58.52%、59.85%、59.05%和59.39%。公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款和存货构成，上述科目占2018年末流动资产的比重分别为13.79%、16.09%、11.27%和40.11%。2016~2018年及2019年9月末，公司货币资金余额分别为291.87亿元、341.26亿元、212.93亿元和228.71亿元，其中2019年9月末受限货币资金金额为43.85亿元，主要系银行承兑汇票保证金、履约保证金、用于担保的定期存款及房屋维修基金等；同期，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为288.73亿元、315.26亿元、285.97亿元和348.96亿元，主要系公司持有的部分上市公司股票资产及下

属子公司渤海证券自营盘持有的股票及债券资产；同期，公司其他应收款账面净额分别为 180.53 亿元、186.06 亿元、173.90 亿元和 162.16 亿元，账龄主要集中在 1 年以上，有回收风险的其他应收款均已按照风险程度按比例计提坏账准备，2018 年公司其他应收款前五名对象分别为天津泰达足球俱乐部有限公司、星城公司、天津钢管、中国信托业保障基金有限公司和涤纶厂转入款项等国有企业，账龄主要分布在 1 年以内、1~3 年以及 3 年以上；公司存货主要系开发成本，同期，公司存货规模分别为 746.29 亿元、749.13 亿元、619.20 亿元和 640.63 亿元，主要包括区域开发涉及的土地开发成本以及房地产项目开发成本等，其中 2018 年由于天津钢管的剥离，公司商品存货大幅下降，以致于公司 2018 年末存货规模较 2017 年末有所下降。

2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司非流动资产规模分别为 1,272.35 亿元、1,285.23 亿元、1,070.62 亿元和 1,103.03 亿元，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产及在建工程等组成。具体看来，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司可供出售金融资产规模分别为 238.27 亿元、221.82 亿元、217.64 亿元和 205.06 亿元，主要系公司持有的股权及债权投资，公司主要的可供出售金融资产包括对天津轨道交通集团有限公司、天津滨海旅游区投资控股有限公司、天津海滨大道建设发展有限公司、渤海水业股份有限公司等公司的股权及债权投资；同期，公司长期应收款余额分别为 105.65 亿元、113.00 亿元、116.07 亿元和 109.76 亿元，主要系融资租赁款和中塘示范镇项目应收滨海新区政府工程款；同期，公司长期股权投资分别为 240.41 亿元、257.95 亿元、263.78 亿元和 269.08 亿元，主要系对联营企业投资，截至 2019 年 9 月末，公司重要联营企业包括渤海银行股份有限公司、星城公司、天津生态城投资开发有限公司、天津信托投资有限责任公司等；同期，公司固定资产规模分别为 283.88 亿元、362.91 亿元、182.17 亿元和 179.21 亿元，主要由房屋建筑物、机器设备及办公设备等构成，其中 2017 年末余额较 2016 年末增加 79.03 亿元，主要系炼钢系统节能环保

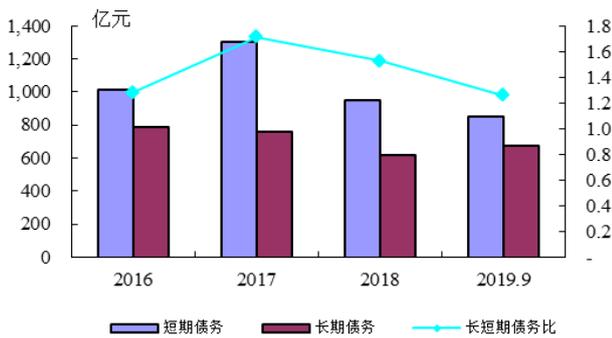
技术改造项目、天准项目等在建工程转固使得房屋及建筑物及器设备增加，2018 年末较 2017 年末大幅下降主要系天津钢管剥离导致厂房及机器设备等固定资产下降较多；同期，公司在建工程 160.87 亿元、113.45 亿元、104.17 亿元和 131.80 亿元，主要包括钢管美国项目、滨海新区轨道交通 Z4 线工程以及其他零星工程等，由于部分在建工程转固，2016~2018 年末在建工程呈逐年递减的态势。

负债方面，公司负债以流动负债为主，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司流动负债规模分别为 1,528.51 亿元、1,652.60 亿元、1,278.20 亿元和 1,305.17 亿元，占当期总负债的比重分别为 65.18%、67.30%、66.10% 和 64.26%。流动负债主要系短期借款和一年内到期的非流动负债。其中，公司短期借款主要系保证借款和信用借款 2016~2018 年及 2019 年 9 月末，短期借款规模分别为 480.47 亿元、540.13 亿元、403.74 亿元和 467.23 亿元；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券，同期，余额分别为 207.01 亿元、268.56 亿元、286.25 亿元和 185.07 亿元。

2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司非流动负债规模分别为 816.45 亿元、803.07 亿元、655.48 亿元和 725.80 亿元，非流动负债主要包括长期借款和应付债券。具体看来，长期借款主要系保证借款和信用借款，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司长期借款余额分别为 484.02 亿元、440.91 亿元、343.19 亿元和 380.42 亿元；应付债券主要系公司发行的各类融资工具，同期，应付债券余额分别为 239.48 亿元、257.79 亿元、208.94 亿元和 231.02 亿元。

2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司总债务亦呈现波动态势，分别为 1,797.98 亿元、2,061.66 亿元、1,565.40 亿元和 1,528.64 亿元，其中短期债务分别为 1,010.49 亿元、1,301.72 亿元、946.55 亿元和 852.77 亿元。从债务结构来看，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.28 倍、1.71 倍、1.53 倍和 1.26 倍，公司债务以短期债务为主，债务期限结构需要进一步优化。

图 11: 2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司债务结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

债务到期分布方面, 2019 年 10~12 月及 2020 年, 公司到期债务金额分别为 167.37 亿元和 726.54 亿元, 公司面临的短期债务压力较大, 2020 年公司到期债务主要通过借新还旧方式偿还; 2021 年、2022 年、2023 年、2024 年及以后, 公司到期债务金额分别为 184.32 亿元、132.79 亿元、12.65 亿元和 185.80 亿元, 未来偿债安排需关注。

表 30: 截至 2019 年 9 月末公司到期债务分布情况

	单位: 亿元					
	2019.10~12	2020	2021	2022	2023	2024 及以后
到期债务	167.37	726.54	184.32	132.79	12.65	185.80

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体上看, 2018 年受天津钢管整体划出影响, 公司资产、负债规模均有所下降, 财务杠杆水平有所回落, 但仍处于较高水平, 以短期债务为主的债务结构致使公司面临较大的短期偿债压力, 债务结构需进一步优化。同时, 公司作为滨海新区多个项目的主要建设主体, 其投资规模将随滨海新区建设

表 31: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业总收入及毛利情况

	单位: 亿元、%							
	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品销售	336.24	6.03	397.38	6.33	422.65	4.43	144.85	5.05
房地产	60.86	28.07	69.75	27.37	34.32	37.62	19.87	33.92
物流	27.72	11.35	23.97	13.89	26.13	13.09	20.21	6.33
公共事业	20.43	-14.96	21.70	-16.51	21.95	-9.02	21.61	6.76
服务业	20.52	5.98	21.86	-1.48	20.87	39.29	7.13	23.84
金融服务业	31.83	63.90	25.89	40.71	25.89	40.71	46.57	58.33
循环经济	0.98	6.49	1.31	22.87	1.47	19.05	1.14	21.93
其他业务	11.80	15.93	44.40	-2.05	48.12	30.59	3.37	40.36
合计	510.38	11.94	606.25	8.84	599.78	11.46	264.75	17.85

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

的逐步推进而加大, 未来资金压力仍然较大。

盈利能力

公司主营业务包括商品销售、房地产、公共事业、物流等多个领域, 其中商品销售业务收入对公司收入贡献度较大, 商品销售收入主要为钢管销售, 此外还包含铜材、批发及贸易、天然气等商品销售收入。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司分别实现营业总收入 510.38 亿元、606.25 亿元、599.78 亿元和 264.75 亿元, 其中 2017 年营业收入较 2016 年有所增加主要是天津钢管销售收入受整体市场回暖影响收入增长、批发业务规模扩张以及新增土地补偿收入所致; 2019 年 1~9 月公司营业总收入较 2018 年同期下降 60.77%, 主要系天津钢管剥离后, 公司商品销售收入大幅缩减所致。

2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司营业毛利率分别为 11.94%、8.84%、11.46%和 17.85%, 呈现波动态势。2017 年公司毛利率较 2016 年下降主要是由于收入占比较大的商品销售业务毛利水平较低所致。另外, 2017 年公司服务业毛利率下降至 -1.48%, 主要系该板块中酒店业务经营亏损所致。2018 年公司毛利率较 2017 年有所回升主要系公共事业板块减亏、服务业板块和其他业务板块的毛利提高所致, 其中服务业板块毛利率由负转正主要系公司旗下泰达酒店等服务行业子公司在 2018 年股权转让所致。2019 年前三季度, 由于天津钢管收入剥离, 公司整体毛利水平大幅提升。

2016~2018年及2019年1~9月,公司期间费用分别为117.63亿元、110.63亿元、105.90亿元和68.78亿元,呈逐年下降趋势,公司对期间费用的控制有所加强。公司销售费用主要包括职工新城和运费包装费等,2018年下降主要系公司部分服务行业子公司股权转让出表所致,管理费用下降主要系职工薪酬下降,财务费用下降主要系融资成本降低以及融资规模下降使得利息支出减少的原因。2016~2018年及2019年1~9月,由于期间费用逐年下降,加之营业收入波动上升,公司期间费用占营业收入比重逐年下降,分别为23.05%、18.25%、17.66%和25.98%。

表 32: 2016~2018年及2019年1~9月公司期间费用分析

单位: 亿元、%

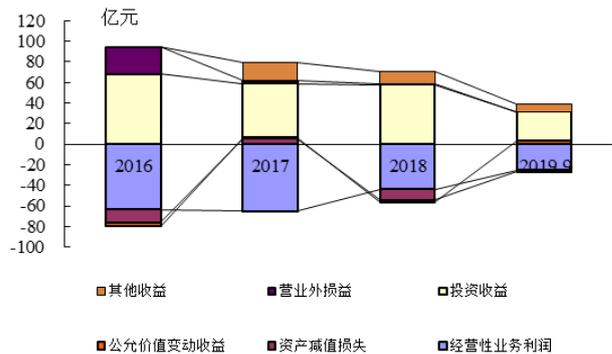
项目名称	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	9.97	10.02	8.15	3.29
管理费用	40.97	36.57	34.28	28.23
研发费用	-	0.90	1.01	-
财务费用	66.70	63.13	62.46	37.25
期间费用合计	117.63	110.63	105.90	68.78
营业总收入	510.38	606.25	599.78	264.75
费用收入占比	23.05	18.25	17.66	25.98

注: 2016年、2019年三季度研发费用未单独核算,并入管理费用。
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

2016~2018年,公司利润总额分别为15.07亿元、20.41亿元和17.55亿元,呈波动态势。由于公司钢管、铜材等商品销售业务毛利率偏低,管理费用和财务费用规模较大,使得公司经营性利润持续为负,2016~2018年分别为-63.33亿元、-65.28亿元和-43.74亿元。近年来,投资收益和其他收益为公司利润总额的重要组成部分,2018年公司投资收益和其他收益分别为57.94亿元和11.86亿元,2018年公司投资收益主要系金融板块参股企业贡献的投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益以及子公司渤海证券自营盘中持有的股票及债券资产产生的投资收益;公司其他收益主要系公共事业板块补贴收入以及公司负责的区域开发业务根据承接项目情况申请到相关项目补贴。此外,2016~2018年,公司资产减值损失分别为12.43亿元、-5.33亿元和10.50亿元,主要系公司计提的存货跌价准备及在建工程的减值损失,其中2017年由于公司对

存货跌价损失转回使得当年资产减值损失为负,得益于此公司当年利润总额较上年有所增加。2019年1~9月,公司实现利润总额9.85亿元,其中经营性利润-25.39亿元、投资收益28.44亿元、公允价值变动收益3.39亿元,投资收益主要来源于金融板块参股企业的投资收益。

图 12: 2016~2018年及2019年1~9月公司利润总额构成



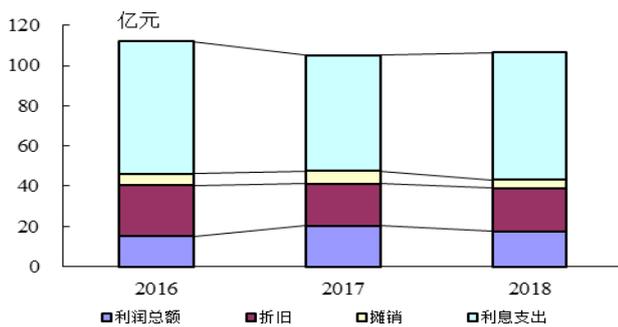
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

综上,近年来,由于收入占比较高的商品销售板块毛利水平低,使得公司整体利润空间较窄,加之公司期间费用规模较大,经营性业务呈现持续亏损状态,公司利润总额主要依赖投资收益和其他收益。2018年11月,随着天津钢管的剥离,公司商品销售收入规模大幅下降,因此2019年三季度毛利水平有所回升,公司盈利能力得到加强,但仍需要进一步提高。

偿债能力

获现能力方面,公司EBITDA主要是由利息支出、折旧和利润总额构成,近年来公司EBITDA规模持续增资,2016~2018年,公司EBITDA分别为111.90亿元、105.13亿元和106.55亿元,其中利息支出分别为65.58亿元、57.59亿元和63.32亿元,折旧分别为25.40亿元、20.80亿元和21.50亿元。

图 13: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

偿债指标方面, 2016~2018 年末, 总债务/EBITDA 分别为 16.07 倍、19.61 倍和 14.69 倍, 同期, EBITDA 利息保障倍数分别为 1.13 倍、1.42 倍和 1.22 倍。总体来看, 由于债务规模较大, EBITDA 无法覆盖债务本金, 但可以对债务利息进行覆盖。且中诚信证评也注意到, 公司于 2015 年、2016 年以及 2017 年发行的 40 亿元、20 亿元和 15 亿元永续债计入权益, 公司实际应偿还债务大于账面数据, 偿债指标亦相应弱化。

经营活动现金流方面, 2016~2018 年, 公司经营活动净现金流分别为-70.09 亿元、-22.63 亿元和 46.92 亿元, 持续增长, 且于 2018 年由负转正, 主要系子公司渤海证券经营性净现金流有所好转所致。2016~2017 年, 公司经营性活动净现金流表现为负, 当期无法对公司债务本息进行覆盖, 2016~2018 年公司经营活动净现金/总债务分别为 -0.04 倍、-0.01 倍和 0.03 倍, 经营活动净现金/利息支出分别为-0.71 倍、-0.30 倍和 0.54 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障能力较弱。2019 年 1~9 月, 公司经营活动净现金流为 73.81 亿元。

表 33: 2016~2019.Q3 公司长期偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.09
总债务 (亿元)	1,797.98	2,061.66	1,565.40	1,528.64
资产负债率 (%)	76.46	76.71	73.97	74.77
总资本化比率 (%)	71.35	73.44	69.70	69.05
经营活动净现金流 (亿元)	-70.09	-22.63	46.92	73.81
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.04	-0.01	0.03	0.08
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.71	-0.30	0.54	-
EBITDA (亿元)	111.90	105.13	106.55	-
总债务/EBITDA (X)	16.07	19.61	14.69	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.13	1.42	1.22	-

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从外部融资渠道来看, 作为天津资产规模最大的国有企业之一和当地金融机构的优质客户, 公司得到的金融支持力度较大。截至 2019 年 9 月末, 公司获得银行授信总额 2,393.83 亿元, 其中未使用授信余额 1,052.76 亿元, 这在一定程度上增加了公司的财务弹性。

对外担保方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司对外担保余额 152.47 亿元, 占公司净资产的 22.25%, 主要担保对象为天津钢管、星城公司、滨海快速公司等国有企业。公司对外担保金额较大, 存在一定的或有风险。

截至 2019 年 9 月末, 公司所有权受到限制的资产账面价值共计 507.49 亿元, 主要系受限的货币资金、存货、固定资产、长期股权投资、在建工程等, 占当期末总资产 18.68%, 公司再融资能力受到一定影响。

整体来看, 近年来公司整体业务收入规模虽有所上升, 但综合毛利率不高, 加之期间费用规模较大, 公司经营性业务利润呈持续亏损状态, 且公司有息债务以短期债务为主, 公司面临的债务负担较重; 但考虑到滨海新区较强经济实力能够为公司带来的良好的外部环境、公司旗下优质金融资产带来的良好投资收益等因素, 中诚信证评认为公司整体信用风险可控, 偿债能力仍具有一定的保障。

结论

综上, 中诚信证评评定泰达股份主体信用等级为 **AA⁻**, 评级展望为稳定; 评定“天津泰达股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(疫情防控)”信用等级为 **AAA**。

关于天津泰达股份有限公司2020年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）（疫情防控）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

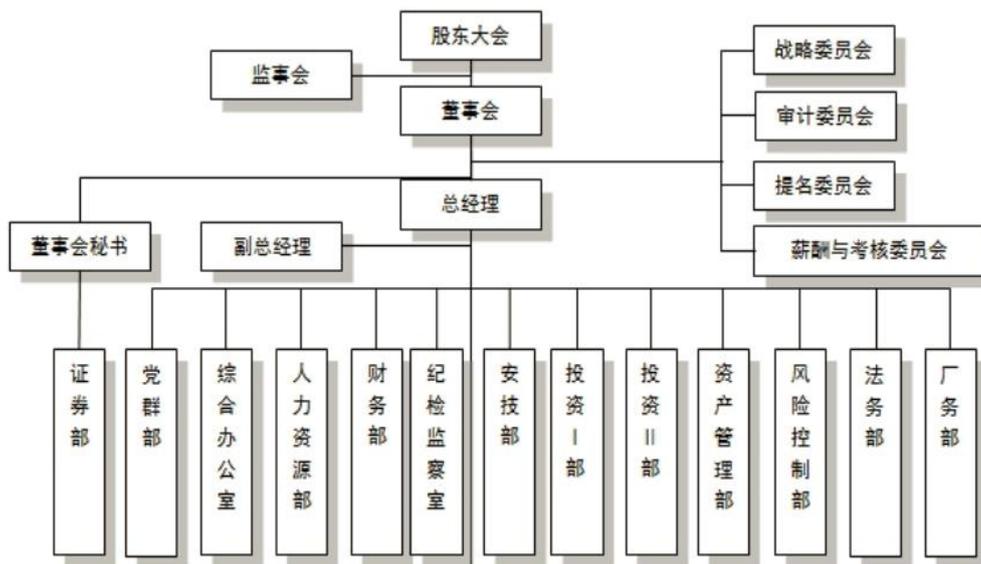
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：天津泰达股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



附二：天津泰达股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



附三：天津泰达股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	493,255.85	389,942.99	399,517.47	276,896.35
应收账款净额	294,608.20	376,113.11	495,784.44	531,929.56
存货净额	1,352,309.29	1,443,780.61	1,431,940.03	1,527,940.93
流动资产	2,484,825.49	2,519,172.93	2,625,553.60	2,642,143.32
长期投资	393,203.94	387,547.84	381,175.86	297,621.93
固定资产合计	134,592.44	164,519.90	214,429.59	123,050.40
总资产	3,207,500.57	3,280,976.09	3,461,568.60	3,568,421.49
短期债务	1,295,522.72	1,371,032.23	1,906,220.97	1,446,637.53
长期债务	940,384.39	809,163.49	320,911.85	452,390.65
总债务（短期债务+长期债务）	2,235,907.11	2,180,195.72	2,227,132.81	1,899,028.19
总负债	2,774,085.88	2,797,139.49	2,945,763.36	3,005,958.50
所有者权益合计	433,414.70	483,836.61	515,805.24	562,462.99
营业总收入	1,563,180.63	1,902,344.80	1,923,155.39	1,070,240.14
费用前利润	96,814.12	100,517.05	96,792.49	47,223.47
投资收益	15,072.58	6,043.54	10,204.62	18,214.91
净利润	42,792.68	54,562.93	44,937.38	6,653.71
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	101,052.11	108,189.08	128,611.67	-
经营活动产生现金净流量	-105,880.68	78,101.18	134,076.10	264,208.12
投资活动产生现金净流量	-27,735.61	116,994.91	-74,642.96	18,605.17
筹资活动产生现金净流量	135,664.94	-200,840.62	-136,531.30	-281,574.35
现金及现金等价物净增加额	2,057.83	-5,773.79	-77,080.31	1,233.79
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	6.60	5.59	5.40	4.62
所有者权益收益率（%）	9.87	11.28	8.71	1.58
EBITDA/营业总收入（%）	6.46	5.69	6.69	-
速动比率（X）	0.63	0.55	0.47	0.45
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	0.04	0.06	0.20
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.08	0.06	0.07	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.72	0.52	0.91	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.69	0.71	0.88	-
总债务/EBITDA（X）	22.13	20.15	17.32	-
资产负债率（%）	86.49	85.25	85.10	84.24
总资本化比率（%）	83.76	81.84	81.20	77.15
长期资本化比率（%）	68.45	62.58	38.35	44.58

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2019年三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理；

3、将泰达股份“其他应付款”中的有息项调整至“短期债务”、“长期应付款”中的有息项调整至“长期债务”。

附四：天津泰达投资控股有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	2,918,673.06	3,412,578.03	2,129,332.30	2,287,091.73
应收账款净额	988,242.23	1,252,856.00	1,178,535.25	1,131,401.49
存货净额	7,462,946.30	7,491,325.07	6,191,994.38	6,406,326.12
流动资产	17,946,868.42	19,160,270.07	15,436,510.55	16,131,276.35
长期投资	5,088,818.07	4,804,494.39	4,820,420.06	4,762,582.95
固定资产合计	5,313,476.82	5,664,498.31	3,747,405.28	3,994,561.19
总资产	30,670,333.24	32,012,541.09	26,142,683.29	27,161,541.19
短期债务	10,104,943.68	13,017,205.41	9,465,542.97	8,527,732.89
长期债务	7,874,906.31	7,599,443.88	6,188,485.25	6,758,651.60
总债务（短期债务+长期债务）	17,979,849.99	20,616,649.29	15,654,028.22	15,286,384.49
总负债	23,449,594.59	24,556,643.77	19,336,793.49	20,309,696.70
所有者权益合计	7,220,738.64	7,455,897.31	6,805,889.80	6,851,844.50
营业总收入	5,103,809.90	6,062,502.94	5,997,826.27	2,647,546.05
费用前利润	542,971.40	453,487.57	621,588.01	433,917.03
投资收益	684,808.13	528,979.12	579,404.83	284,365.88
净利润	46,743.92	104,802.84	101,166.62	45,954.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,118,974.86	1,051,313.01	1,065,540.37	-
经营活动产生现金净流量	-700,873.74	-226,254.21	469,231.95	738,097.36
投资活动产生现金净流量	-163,154.92	302,867.96	-413,289.79	-262,066.55
筹资活动产生现金净流量	-167,356.24	211,224.42	-1,337,598.24	-316,078.59
现金及现金等价物净增加额	-1,027,875.43	285,422.16	-1,273,853.91	158,668.93
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	11.94	8.84	11.46	18.45
所有者权益收益率（%）	0.65	1.41	1.49	0.89
EBITDA/营业总收入（%）	21.92	17.34	17.77	-
速动比率（X）	0.69	0.71	0.72	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	-0.01	0.03	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.07	-0.02	0.05	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.71	-0.30	0.54	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.13	1.42	1.22	-
总债务/EBITDA（X）	16.07	19.61	14.69	-
资产负债率（%）	76.46	76.71	73.97	74.77
总资本化比率（%）	71.35	73.44	69.70	69.05
长期资本化比率（%）	52.17	50.48	47.62	49.66

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理；

3、已将衍生金融负债、其他应付款和其他流动负债中的有息部分调整至短期债务，将其他非流动负债和长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 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

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

附六：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	含义
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

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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。