



信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪007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公司已发行的“2008年天津泰达股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为A⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一一年四月十八日

天津泰达股份有限公司公司债券 2011 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	2010/6/17		
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	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	24.90	28.53	30.67
总资产(亿元)	64.56	77.91	93.60
总债务(亿元)	29.62	38.87	51.81
营业总收入(亿元)	28.91	45.72	69.55
营业毛利率(%)	15.07	14.68	15.58
EBITDA(亿元)	6.11	8.54	10.57
全面摊薄净资产收益率(%)	6.82	13.63	12.24
资产负债率(%)	61.43	63.38	67.23
总债务/EBITDA(X)	4.84	4.55	4.90
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	3.95	4.05
泰达控股	2008	2009	2010.Q3
所有者权益(亿元)	347.37	369.93	354.80
总资产(亿元)	1200.87	1462.88	1587.55
总债务(亿元)	644.08	862.92	991.39
主营业务收入(亿元)	449.21	435.38	436.17
主营业务毛利率(%)	17.41	10.57	6.98
EBITDA(亿元)	79.05	65.30	30.71
资产负债率(%)	71.07	74.71	77.65
总债务/EBITDA(X)	8.15	13.21	24.22
EBITDA 利息倍数(X)	2.06	1.22	1.39

注：泰达控股 2010.Q3 总债务/EBITDA 经过年化处理。

分析师

王文华 whwang@ccrx.com.cn

邵津宏 jhshao@ccrx.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2011 年 4 月 18 日

基本观点

2010 年天津泰达股份有限公司(以下简称“泰达股份”或“公司”)除清洁材料受疫情消减影响业务量大幅下滑以外,其余板块都实现稳定增长。其中,区域开发业务已进入较为稳定的经营期,并成功实现异地扩张;垃圾处理业务加快异地项目投资进程;绿化工程业务稳步增长;石油仓储销售业务增长迅速。但与此同时,业务扩张给公司也带来较大的资金压力,外部土地及房地产市场运行环境的变化也可能对公司业务发展产生一定的影响。此外,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起保障作用。

综上,中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 AA⁺,维持发行主体泰达股份主体信用等级 A⁺,评级展望为稳定。

正面

- 业务模式日渐成熟,异地扩张进程加快。广陵新城项目运作状况良好,其土地开发转让为公司带来可观的收益,且依赖品牌和经验公司于 2010 年在大连、镇江等地开始拓展新的区域开发项目。而公司于 2010 年新获 3 个垃圾处理项目,使得该业务总项目数量增加至 12 个,异地扩张进程加快。
- 参股企业利润贡献有望增大。2010 年公司实现投资收益 3.62 亿元,其中渤海证券等参股企业贡献了较大的投资收益。2010 年公司分别对泰达国际和渤海证券增资 6 亿元和 4.09 亿元,未来参股企业利润贡献有望进一步增大。
- 泰达控股担保对公司债券具有增级作用。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保证担保将对本次公司债券按期偿还提供有力的保障。

关注

- 房地产行业政策变动。为应对房价和地价的过快增长,2010 年以来国家颁布了一系列房地产调控政策,短期内可能对土地转让及房地产开

发市场产生不利影响。

- 资本支出压力大。随着区域开发项目的推进、垃圾处理业务的异地扩张以及石油仓储销售产业链的进一步完善，公司面临较大的资本支出压力。
- 债务水平较高。随着业务扩张，公司债务规模持续扩大，负债水平逐步走高。截至 2010 年末，公司总债务规模达到 51.81 亿元，资产负债率和总资本化比率分别达到 67.23% 和 62.82%。

特别关注

公司因筹划重大事项，股票于2010年11月22日起停牌，目前尚未复牌，中诚信评估对此保持持续关注。

基本分析

作为投资控股型企业，近年来通过不断调整产业布局，优化产业结构，目前泰达股份的业务板块已涉及区域开发、公共设施管理、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2010年末，公司资产总额93.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）为30.67亿元，资产负债率（合并报表口径）为67.23%。2010年，公司取得营业收入69.55亿元，归属于母公司所有者的净利润2.86亿元，经营活动现金净流量为-4.46亿元。

凭借广陵新城项目开发经验及品牌效应，公司于大连、镇江等地拓展新的区域开发项目

南京新城发展股份有限公司（以下简称“新城股份”）为公司区域开发的主要运营主体，其通过与当地政府合作设立子公司运作具体的区域开发项目。扬州广陵新城项目（运营主体为扬州泰达发展建设有限公司）自2007年开发建设以来，已取得了初步的成效，公司积极推进区域开发项目的异地复制业务，于2010年设立大连泰达新城建设发展有限公司，从事大连市甘井子工业园区金龙寺土地整理项目。此外，当期公司还成立了江苏泰容建设发展有限公司、江苏金山湖旅游区发展有限公司和江苏西津湾度假区发展有限公司，以进行江苏镇江区域开发业务（目前尚处于规划阶段）。2010年公司区域一级开发共取得收入6.84亿元，同比增长145.12%，未来随着异地复制项目的逐步开发成熟，业务收入将有望保持增长。

二级开发业务方面，2010年公司房地产业务收入4.26亿元，同比增长3.22%。2010年国家针对房地产市场颁布了一系列的宏观调控政策，以保证行业健康稳健发展。根据国家政策导向以及自身资源调配需求，公司于2010年出售了所持有的控股公司南

京新城置业发展有限公司（托乐嘉项目运营主体）51%的股权和参股公司天津天马国际俱乐部有限公司（天马项目运营主体）25%的股权，从而集中力量从事区域一级开发、商业房产开发等项目建设。退出托乐嘉项目和天马项目后，公司尚有南京新城发展中心项目和汉沽经济适用房项目。其中，南京新城发展中心项目为商业地产，规划建造面积4.8万平方米，预计总投资2亿元，由南京泰基房地产开发有限公司建设，目前尚处于前期开发阶段。汉沽经济适用房项目原规划建筑面积25万平方米，分三期进行。其中，一期建筑面积7.25万平方米，全部为经济适用房，2010年已全部竣工并进入验收阶段，公司当年已取得政府回购款约8000万元（合同总金额约1.6亿元）。由于汉沽区政府将二期待建经济适用房改为商品房（三期改为预留土地），并将二期土地挂牌出让，公司董事会于2011年3月授权管理层在2亿元范围内参与竞拍（起拍价1.6亿元）二期土地。

扬州广陵新城项目

扬州广陵新城项目占地面积11平方公里，计划总投资约80亿元，已完成投资额约40亿元，其中道路等基础设施建设约10亿元，拆迁安置约15亿元，产业基地等功能性项目约15亿元。经过4年的开发建设，江苏信息服务产业基地一期已建设完成，并有50多家国际知名IT企业入驻，成为国内专业性信息服务产业集聚区。目前，信息产业基地二期也基本完成结构封顶，信息服务大厦已投入使用，功能性配套项目如商业水街、会议中心和五星级酒店等项目正开工建设。公司通过对广陵新城的设计规划和区域开发，促进产业集聚和发展，提升区域价值，从而获得开发收益和土地增值收益。

当地政府每年与公司结算项目开发成本，并支付开发成本约12%作为管理费和收益。此外，公司还可以与当地分享土地转让收益。2009年，公司与扬州政府就土地收益达成正式协议，通过462地块的转让（转让价格为371万/亩，面积约200亩，首付30%），首次实现了土地收益的结转，当年确认一级开发收入2.09亿元。而剩余70%地价款于2010年结转收入。

此外，2009年公司以3.00亿元的价格收购扬州泰达发展建设有限公司持有的扬州万运建设发展有限公司（以下简称“万运建设”）100%的股权。万运建设拥有广陵新城内375亩土地，未来公司将通过转让股权，间接实现土地转让增值收益。

大连泰达新城项目

大连泰达项目占地800亩，于2010年11月启动，预计总投资25亿元，目前已投资4.6亿元，主要为预付土地款。该项目目前已确定项目规划设计方案，正开展工程招标、招商引资洽谈和土地获取等事宜。预计2011年将完成综合楼、呼叫中心、研发中心等功能性项目的主体建设。该项目采用固定比例收益的方式，公司年收益为年开发成本的10%。

总体来看，公司扬州广陵新城项目开发已基本成熟，项目收益逐渐显现，收入及利润状况进一步改善。为进一步拓展区域开发业务，除继续推进广陵新城项目外，公司还在大连、镇江等地拓展区域一级开发业务，后续资金需求量较大。预计2011年区域开发业务需求量为19.30亿元。此外，2010年以来国家对房地产行业加强宏观调控政策，可能会波及一级土地开发转让，从而对公司区域开发业务产生影响，对此中诚信评估保持关注。

垃圾处理业务扩张迅速

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，公司近年来业务扩张迅速，目前已拥有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，垃圾日处理能力7130吨，秸秆日处理能力2100吨。目前已实现运营的项目有4个。2010年双港项目处理垃圾41.1万吨，上网电量1.21亿度；天津武清项目处理垃圾5.4万吨；天津宝坻项目处理垃圾9.24万吨；山东滕州处理垃圾9.5万吨。

在建项目方面，扬州项目主体工程已基本完工，预计2011年2月可进行垃圾焚烧调试；大连项目于2010年9月动工，预计于2011年底能够建成投产；天津贯庄项目已开始桩基施工；山东枣庄项目建设尚在推进；河北遵化秸秆焚烧项目已开始桩基施工。此外，2010年公司新获3个项目，其中山东曲阜垃圾填埋项目日处理量400吨，已签订特许经

营协议，正在推进前期设计等工作；河北平泉和故城两个秸秆焚烧发电项目年处理量均为20万吨/年，发电量为1.9亿度，目前已完成公司注册，正进行建设批报工作。

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	2010年处理量	设计发电量	2010年发电量
双港	焚烧	运营	43.8	41.1	1.23	1.43
贯庄	焚烧	在建	33.3	-	0.87	-
大连	焚烧	在建	54.75	-	1.5	-
扬州	焚烧	在建	43.80	-	1.00	-
武清	填埋	运营	7.3	5.4	-	-
滕州	填埋	运营	16.43	9.5	-	-
枣庄	填埋	在建	17.63	-	-	-
宝坻	填埋	运营	14.60	9.24	-	-
曲阜	填埋	在建	14.60	-	-	-
遵化	秸秆焚烧	在建	25	-	1.95	-
平泉	秸秆焚烧	在建	20	-	1.9	-
故城	秸秆焚烧	在建	20	-	1.9	-

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

公司垃圾处理业务通过收取垃圾处理费、获得上网电费等方式获取收益，2010年实现业务收入1.46亿元，同比增长4.31%。由于垃圾处理业务为国家政策扶持的环境保护业务，公司在该领域具有较强的技术实力（2010年新获授权专利16项），凭借技术优势及在天津双港等项目上的开发经验，公司近年来异地拓展及复制的步伐加快。随着在建项目的陆续投产运营，公司垃圾处理业务收入未来有望进一步扩大。而与此同时，扩张也带来较大的资金需求，预计2011年该业务资金需求量约为7.8亿元，给公司带来一定的资金压力。2010年7月，公司拟非公开发行股票，募集资金不超过11.50亿元，用于扬州项目、大连项目和贯庄项目的开发建设，目前申报材料尚在准备阶段。

绿化服务业务稳步增长

公司拥有世界级水平的盐碱地生态绿化技术，主要负责天津经济技术开发区日常绿地养护管理和实施基础设施绿化建设工程。其中，公司管养绿地面积为1350万平方米（该业务作为代管养业务，毛利率很低，不全额计入收入）。绿化工程方面，2010年公司承接天津津滨高速改扩建工程、北京密云新城滨河森林公园绿化工程、深圳龙翔大道绿化景观工程等216项绿化工程，实现绿化业务收入6.20

亿元，较上年同期增长6.54%。此外，公司还不断提高绿化业务科研水平，以提高竞争优势，2010年完成国家科技支撑项目-盐碱地绿化工程技术研究课题、滨海新区生态绿化暗管改碱关键技术研究示范；948项目-北方滨海重盐碱生态脆弱区植被恢复技术引进。

受需求萎缩的影响，2010年洁净材料业务大幅下滑

2009年全球爆发H1N1流感，高端口罩滤材的市场需求大幅增加，公司作为国内唯一一家生产NP级口罩滤材的厂家，业务量饱满。2010年3月，公司投资9500万元新增两条生产线，并建设西区分厂（目前进口主设备完成选型和合同签订，西区分厂动工）。投资完成后，公司产能将由原来的年产4500吨扩大至7500吨。但随着H1N1疫情消减，全球滤材市场逐渐低迷，直接影响到公司2010年的收入状况，当年营业收入0.97亿元，同比大幅下降65.17%。公司未来拟加快产品研发，丰富产品线，应对单一产品市场波动风险。

石油仓储销售业务快速发展

公司依托滨海新区国家级生态石油化工基地的优势，通过股权收购不断完善仓储、生产、批发和零售为一体的石油化工产业链。自2009年6月控股天津泰达蓝盾集团发展有限责任公司（以下简称“蓝盾集团”）以来，公司石油仓储销售业务迅速发展。2010年公司共销售各类油品77万吨，实现销售收入49.66亿元，较上年同期增长63.67%。2010年11月，因预计未来难以实现控股以及业绩预期差异等原因，公司将2009年12月收购的南京蓝燕石化储运实业有限公司（以下简称“南京蓝燕”）40%的股权以10.97%的价格溢价予以出售，但这不改变公司未来通过股权收购加大对下游加油站控制力度的战略规划。在上游油库建设方面，公司南港工业区80万立方米油库项目已完成3万立罐区的施工建设，预计于2011年底前完成一期工程的主体建设。在完善石油仓储销售产业的同时，也增大了公司的资金压力，2011年该业务预计资本支出约6亿元。

增大对参股金融企业的投资力度

2010年6月，公司修改原计划向渤海财产保险

股份有限公司（以下简称“渤海财险”）出资4亿元为向天津市泰达国际控股（集团）有限公司（以下简称“泰达国际”）增资6亿元，然后由泰达国际统一向渤海财险增资。本次增资完成后，公司持股5.65%，成为泰达国际第三大股东。另外，2010年公司决定向渤海证券股份有限公司（以下简称“渤海证券”）增资4.09亿元，持股比例为27.04%，该笔增资款已于2011年1月到位。

总体来看，2010年公司业务扩张速度加快，收入保持稳定增长，未来随着在建项目的投产公司业绩有望进一步提升。但与此同时，扩张带来的资金压力以及外部房地产行业环境变动可能对公司业务带来的影响需保持关注。

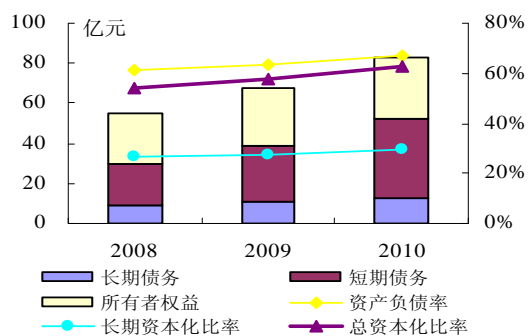
财务分析

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 2008~2010年合并财务报告。

资本结构

2010年公司进一步加大在区域开发、环保领域的投资力度，并增资泰达国际、渤海证券等参股公司，使得公司总资产及总负债规模扩张迅速。截至2010年末，公司总资产93.60亿元，总负债62.93亿元，较上年末分别同比增长20.14%和27.44%。与此同时，随着利润累积，公司自有资本实力也逐步增强，但由于业务规模的扩张更多的依赖外部资金，公司债务水平呈现逐年上升态势。2010年末，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至67.23%和62.82%。

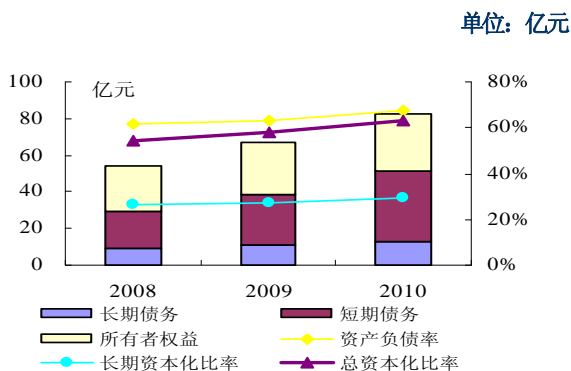
图 1：2008~2010 年公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

从负债结构来看，公司主要以短期债务为主。2010年末公司总债务51.81亿元，其中短期债务39.15亿元，长期债务12.67亿元，长短期债务比进一步提高至3.09。

图2：2008~2010年公司长短期债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

总体来看，随着公司在大连、镇江等地拓展区域开发，并增大在环保、金融等业务方面的投资力度，公司未来资金需求量增大，将可能导致其债务规模及负债比率的进一步走高。

盈利能力

受油品销售规模扩大和区域开发收益增大等因素的影响，2010年公司实现营业收入69.55亿元，同比增长52.13%。

表2：2008~2010年公司主要业务变化情况

	收入 (亿元)			毛利率 (%)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
批发业	18.19	30.34	49.66	1.52	3.57	4.00
房地产	3.98	4.12	4.26	51.17	43.26	63.85
建筑业	0.92	2.38	6.84	48.39	68.54	59.20
公共设施管理	3.83	5.79	6.20	25.64	14.47	17.83
环境管理	1.20	1.40	1.46	35.95	36.99	33.84
纺织服装	0.61	1.60	0.97	23.92	48.54	37.57
其它	0.01	0.01	0.02	78.06	84.19	67.64
合计	28.74	45.64	69.40	15.04	14.54	15.46

数据来源：公司提供，中诚信评估整理

近年来，公司毛利率水平基本保持稳定。2010年综合毛利率15.46%，较上年增加0.92个百分点。其中，房地产受结转项目差异影响，毛利率提高至63.85%；建筑业因区域开发中土地转让收入比例差异，毛利率下滑至59.20%；纺织服装则因为产能利用率的降低，毛利率下滑至37.57%。

2010年随着业务规模的扩张，尤其在区域开发

和环保业务方面加快在各地投资设立子公司，公司各项销售及管理费用增长迅速。与此同时，业务扩张带来债务规模的扩大也使得财务费用支出增大。2010年公司三费支出合计6.15亿元，占当年营业收入的8.85%，占比较上年增加0.29个百分点。

表3：2008~2010年公司三项费用情况

	2008	2009	2010
销售费用 (亿元)	0.28	0.47	0.77
管理费用 (亿元)	1.88	1.82	2.95
财务费用 (亿元)	1.71	1.63	2.43
三费合计 (亿元)	3.87	3.91	6.15
三费收入占比	13.38%	8.56%	8.85%

资料来源：公司定期报告

2010年公司实现投资收益3.62亿元。其中，转让托乐嘉项目和天马项目运营主体的股权分别取得收益0.41亿元和0.90亿元；出售国泰君安证券股份有限公司和国泰君安投资管理股份有限公司股权取得收益0.24亿元；出售南京蓝燕股权取得收益0.13亿元。而受经纪业务竞争激烈，佣金率下降等因素影响，渤海证券当年贡献的投资收益下降至0.64亿元（2009年为0.97亿元），从而使得权益法核算股权投资收益有所减少。

表4：近三年公司投资收益构成情况

单位：亿元

	2008	2009	2010
股权转让收益	2.86	1.86	1.71
交易性金融资产投资收益	0.08	0.18	0.04
成本法核算股权投资收益	0.00	0.03	0.59
权益法核算股权投资收益	0.39	1.13	0.74
委托贷款收益	0.53	0.93	0.54
可供出售金融资产投资收益	0.15	0.34	0.00
持有至到期投资收益	0.01	-	0.00
其他	0.00	0.02	0.00
合计	4.02	4.49	3.62

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2010年公司实现利润总额7.65亿元，归属于母公司所有者的净利润2.86亿元，全面摊薄净资产收益率为12.24%，总体盈利状况良好。

综合来看，公司区域开发日益成熟，收益状况进一步改善，加上石油仓储、垃圾处理业务等也保持稳步增长，整体收入规模逐年扩大。虽然三费支出也随之增加，但整体经营效益状况仍然良好。

偿债能力

随着业务规模的扩大,近三年经营活动现金持续呈现净流出状况,公司对外部资金的依赖程度加大,总债务规模持续增加,2008年~2010年分别为29.16亿元、38.87亿元和51.81亿元。随着区域开发的进一步推进和环保等业务的进一步扩张,公司未来资金需求量将进一步增大,从而可能加大公司的债务负担。由于盈利状况良好,2010年公司EBITDA为10.57亿元,EBITDA利息倍数提高至4.05倍,较强的盈利能力能够在一定程度上保障公司的债务偿还。

表 5: 2008~2010 年公司偿债能力指标

	2008	2009	2010
资产负债率 (%)	61.43	63.38	67.23
长期资本化比率 (%)	26.78	27.11	29.23
EBITDA (亿元)	6.11	8.54	10.57
EBITDA 利息倍数 (X)	2.57	3.95	4.05
总债务/EBITDA (X)	4.84	4.55	4.90
经营活动净现金流量 (亿元)	-4.37	-3.72	-4.46
经营活动净现金流/总债务 (X)	-1.84	-1.03	-0.09
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-1.84	-1.72	-1.71

资料来源:公司定期报告,中诚信评估整理

凭借较强的股东背景以及稳定的经营业绩,公司与银行保持良好的合作关系。截至2011年2月末,公司银行授信额度为37.81亿元,尚未使用额度为8.57亿元。

或有事项方面,截至2010年末,公司担保金额合计14.75亿元,占期末归属于母公司所有者权益的63.03%。其中,对控股子公司担保10.19亿元,对扬州泰达环保有限公司提供担保2亿元,为蓝盾蓝燕提供担保2.56亿元(公司出售了蓝盾蓝燕股权后由受让方提供等值资产作为反担保资产)。中诚信评估对担保可能给公司带来的或有债务保持持续关注。

总体来看,公司业务扩张迅速使得债务规模增加较快,而随着后续项目的推进,其对外部债务的依赖程度可能进一步加大,公司面临一定的债务压力。但受益于良好的业务发展态势,较强的股东背景以及通畅的融资渠道,公司债务违约风险较小。

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100余家。截至2010年9月末,泰达控股总资产1587.55亿元,所有者权益(含少数股东权益)354.80亿元,资产负债率77.65%。2009年泰达控股实现主营业务收入435.38亿元,净利润1076万元;2010年前三季度实现主营业务收入436.17亿元,净利润4635万元。

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2010年9月末泰达控股股东仍未发生变更,中诚信评估将对此保持关注。

业务运营方面,2009年泰达控股实现主营业务收入435.38亿元,其中商品销售、房地产、公共事业和服务业占比分别为77.81%、10.83%、2.94%和1.61%。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,2009年实现收入47.15亿元,比上年减少20.36亿元。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。2009年泰达控股获得补贴收入16.78亿元,较上年增加了10.77亿元,成为当年最重要的利润贡献。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、北方信托、渤海证券等金融机构。

财务表现来看,受房地产业务收入下降的影

响, 2009 年泰达控股实现主营业务收入 435.38 亿元, 同比下降 3.08%。而无缝钢管的毛利率大幅下降使得当年主营业务毛利率为 10.57%, 较上年下降 6.84 个百分点。扣除期间费用后, 泰达控股当年营业利润为-16.54 亿元。加上 9.55 亿元的投资收益和 16.78 亿元的补贴收入等, 泰达控股实现利润总额 9.62 亿元, 净利润 1076 万元。

表 6: 2009 年泰达控股主要业务变化情况

	2009	
	收入(亿元)	毛利率
商品销售	338.74	5.15%
房地产销售	47.15	43.01%
公共事业	12.79	6.57%
服务业	7.02	59.83%
其他	29.68	10.97%
合计	435.38	10.57%

数据来源: 公司提供, 中诚信评估整理

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 2010 年 9 月末总债务规模已达到 991.39 亿元, 资产负债率和总资本化比率分别提高至 77.65% 和 73.64%。债务规模的扩大使得泰达控股的偿债指标有所恶化, EBITDA 利息保障倍数为 1.39 倍, 总债务/EBITDA 为 24.22 倍。未来随着资本支出规模的进一步扩大, 泰达控股的债务压力将进一步增加。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。2010 年 9 月末, 泰达控股未使用授信余额为 400 亿元, 财务弹性良好。

表 7: 2008~2010.Q3 年泰达控股偿债能力分析

	2008	2009	2010.Q3
长期债务 (亿元)	209.70	382.41	522.41
总债务 (亿元)	644.08	862.92	991.39
EBITDA (亿元)	79.05	65.30	30.71
资产负债率 (%)	71.07	74.71	77.65
总资本化比率 (%)	64.96	69.99	73.64
EBITDA 利息倍数 (X)	2.06	1.22	1.39
总债务/EBITDA (X)	8.15	13.21	24.22
经营活动净现金流 (亿元)	-2.14	12.58	3.55
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.06	0.23	0.16

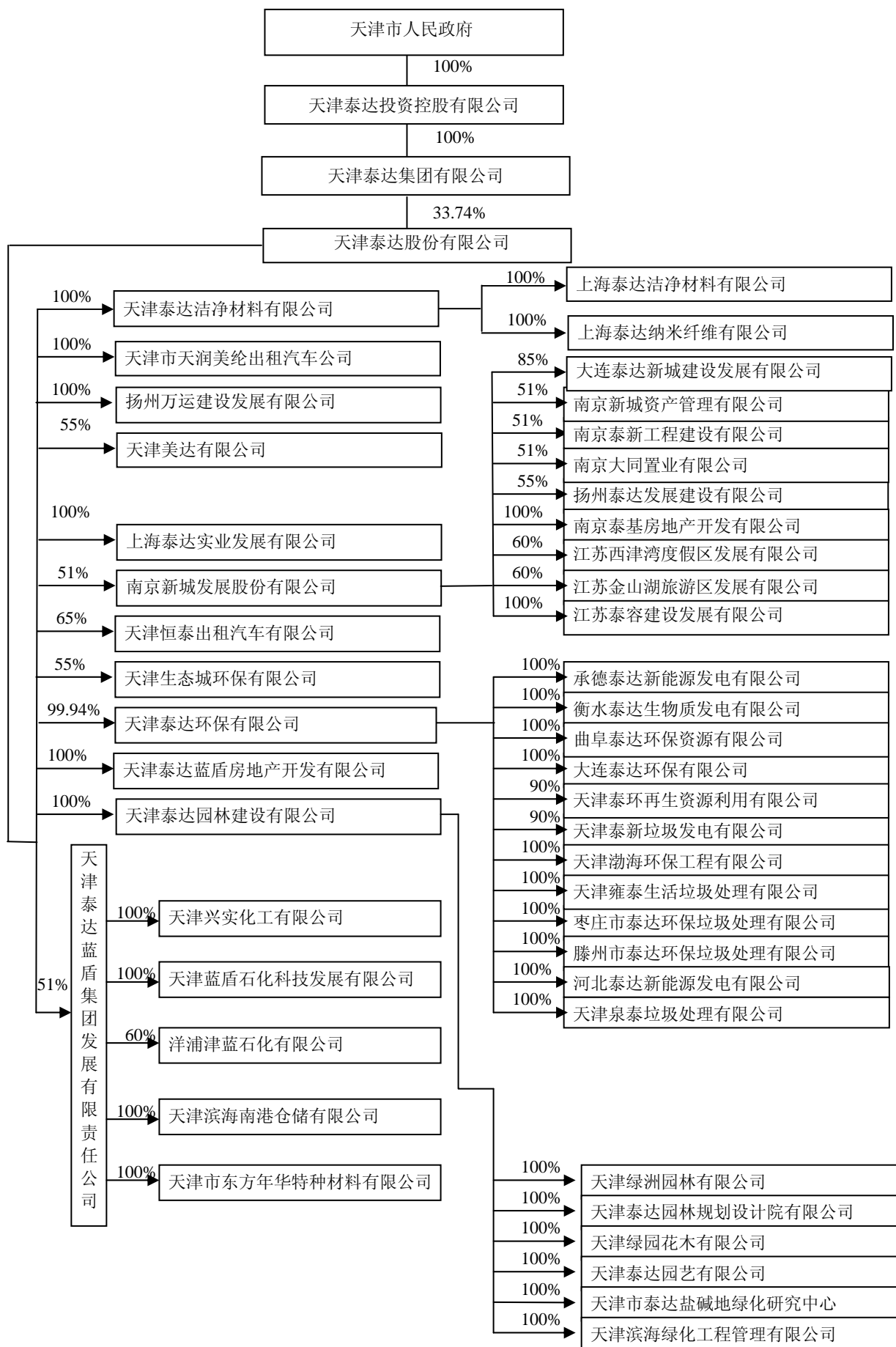
资料来源: 公司提供, 中诚信评估计算

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对本次债券到期偿还提供有力保障。

结论

中诚信评估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 2010 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)	2008	2009	2010
货币资金	119,424.47	179,826.69	167,684.61
应收账款净额	22,455.95	47,588.58	24,163.74
存货净额	113,912.62	153,133.61	113,015.87
流动资产	340,432.01	448,481.79	472,154.00
长期投资	174,529.93	181,634.53	216,334.51
固定资产合计	102,681.84	91,771.83	107,544.42
总资产	645,594.56	779,069.13	935,988.91
短期债务	205,100.00	282,665.00	391,482.60
长期债务	91,073.60	106,083.74	126,658.14
总债务（短期债务+长期债务）	296,173.60	388,748.74	518,140.74
总负债	396,558.65	493,787.92	629,280.52
所有者权益（含少数股东权益）	249,035.91	285,281.21	306,708.40
营业总收入	289,071.75	457,163.46	695,477.54
三费前利润	36,020.17	60,476.36	101,980.55
投资收益	40,208.62	44,939.72	36,182.40
净利润（含少数股东损益）	28,816.89	52,630.21	60,334.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	61,135.77	85,410.01	105,658.28
经营活动产生现金净流量	-43,698.53	-37,157.47	-44,622.77
投资活动产生现金净流量	7,562.77	42,722.12	-52,276.12
筹资活动产生现金净流量	11,716.92	51,824.36	95,715.49
现金及现金等价物净增加额	-24,516.81	57,379.73	-1,240.75
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	15.07	14.68	15.58
全面摊薄净资产收益率（%）	6.82	13.63	12.24
EBITDA/营业总收入（%）	21.15	18.68	15.19
速动比率（X）	0.76	0.77	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	-0.15	-0.10	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.21	-0.13	-0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.84	-1.72	-1.71
EBITDA 利息倍数（X）	2.57	3.95	4.05
总债务/EBITDA（X）	4.84	4.55	4.90
资产负债率（%）	61.43	63.38	67.23
总债务/总资本（%）	54.32	57.68	62.82
长期资本化比率（%）	26.78	27.11	29.23

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)	2008	2009	2010.Q3
货币资金	747,980.62	1,737,137.96	1,566,183.07
应收账款净额	321,749.16	326,245.85	526,118.28
存货净额	3,404,983.02	4,334,294.85	4,496,084.65
流动资产	6,318,538.32	8,215,914.87	9,028,361.09
长期投资	1,780,010.60	1,989,085.35	2,380,609.34
固定资产合计	3,763,376.04	4,092,619.98	4,154,533.29
总资产	12,008,726.38	14,628,840.46	15,875,544.51
短期债务	4,343,787.60	4,805,100.05	4,689,814.85
长期债务	2,096,966.72	3,824,140.50	5,224,108.26
总债务（短期债务+长期债务）	6,440,754.32	8,629,240.55	9,913,923.10
总负债	8,535,050.20	10,929,544.59	12,327,587.87
所有者权益（含少数股东权益）	3,473,676.18	3,699,295.87	3,547,956.64
主营业务收入	4,492,148.92	4,353,839.56	4,361,697.63
主营业务利润	669,165.16	403,649.66	268,085.28
投资收益	82,529.37	95,511.90	181,224.90
利润总额	171,915.51	96,227.39	53,196.55
净利润	1,337.88	1,076.17	4,634.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	790,521.01	653,043.82	307,050.17
经营活动产生现金净流量	-21,413.12	125,814.15	35,477.38
投资活动产生现金净流量	-263,738.54	-505,453.11	-891,380.82
筹资活动产生现金净流量	79,413.68	1,308,189.03	685,824.22
现金及现金等价物净增加额	-210,876.78	929,000.84	-170,954.89
财务指标	2008	2009	2010.Q3
主营业务毛利率（%）	17.41	10.57	6.98
EBITDA/主营业务收入（%）	17.60	15.00	7.04
速动比率（X）	0.46	0.55	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	-0.00	0.01	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.01	0.03	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.06	0.23	0.16
EBITDA 利息倍数（X）	2.06	1.22	1.39
总债务/EBITDA（X）	8.15	13.21	24.22
资产负债率（%）	71.07	74.71	77.65
总债务/总资本（%）	64.96	69.99	73.64
长期资本化比率（%）	37.64	50.83	59.55

注：泰达控股使用旧会计准则；2010 年前 3 季度总债务/EBITDA 经过年化处理

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，中诚信评估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