

跟踪评级公告

联合评字[2016]443 号

天津天保基建股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

天津天保基建股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

天津天保基建股份有限公司发行的“15 天保 01”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

天津天保基建股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项简称：15 天保 01

发行规模：8 亿元

债券期限：5 年（3+2）

债项信用等级

跟踪评级结果：AA+

上次评级结果：AA+

上次评级时间：2015 年 4 月 27 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 25 日

财务数据

天保基建

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	51.33	66.16	62.11
所有者权益（亿元）	42.52	44.08	44.87
长期债务（亿元）	0.00	7.97	7.97
全部债务（亿元）	0.00	8.00	8.00
营业收入（亿元）	15.80	13.06	5.25
净利润（亿元）	2.65	1.87	0.79
EBITDA（亿元）	3.84	2.89	--
经营性净现金流（亿元）	3.48	6.14	-0.93
营业利润率（%）	24.66	22.23	20.13
净资产收益率（%）	7.73	4.32	1.78
资产负债率（%）	17.16	33.38	27.76
全部债务资本化比率（%）	0.00	15.35	15.13
流动比率（倍）	4.78	4.04	5.63
EBITDA 全部债务比（倍）	--	0.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	269.22	17.43	--

天保投控

担保方	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	999.38	1,065.86	1,061.09
所有者权益（亿元）	317.41	347.06	358.65
营业收入（亿元）	91.04	72.98	14.95
净利润（亿元）	9.62	20.90	3.81
经营性净现金流（亿元）	6.72	20.31	2.99
资产负债率（%）	68.24	67.44	66.14

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

评级观点

跟踪期内，天津天保基建股份有限公司（以下简称“公司”或“天保基建”）作为天津港保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，房地产业务经营稳健，债务规模较小，债务负担较轻。同时，联合评级关注到公司房地产开发规模较小、土地储备规模不大且集中度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来随着公司对外投资增加，公司营业范围将相应扩大，业务抗风险能力、盈利能力也将相应提高。

本期债券由天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“天保投控”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天保投控业务范围广、资产和盈利规模较大，跟踪期内盈利水平大幅提高，经营现金流保持在较佳状况。其对本期债券的担保反映出天保投控对公司的信心和支持，对本期债券的信用提升仍有明显的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15天保01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司谨慎开发房地产项目，大力推进去库存，房地产签约销售金额得到增长。

2. 跟踪期内，公司调整了组织结构，改善了公司治理，以适应未来的业务布局变化。

3. 跟踪期内，公司债务规模较小，债务负担仍属较轻。

4. 天保投控跟踪期内盈利能力有所提高，经营现金流保持在较佳状况，其担保对提升本期债券的信用水平仍具有显著的积极作用。

关注

1. 跟踪期内，房地产行业下行明显，政策调整较大，公司经营或受政策调整影响。
2. 公司土地储备规模不大，对公司未来可持续经营带来一定影响。
3. 公司房地产项目主要分布于天津滨海新区、天津空港经济区，受区域经济发展状况影响较大，面临区域集中度较高的风险。

分析师

周 旭

电 话：010-85172818

邮 箱：zhouk@unitedratings.com.cn

孙林林

电 话：010-85172818

邮 箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：周旭 孙林林

联合信用评级有限公司



一、主体概况

天津天保基建股份有限公司（以下简称“公司”或“天保基建”），前身为天津水泥股份有限公司（以下简称“天水股份”），2007年9月，天水股份进行股权分置改革，天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”）将其独资公司天津天保房地产开发有限公司的全部股权与天水股份的资产进行置换，并更名为“天津天保基建股份有限公司”，股票名称变更为：“天保基建”，股票代码：000965.SZ。重组后，公司总股本为23,870.54万股。后经历次增发、配股、转增和重大资产重组，截至2015年底，公司注册资本10.09亿元，总股本10.09亿股，全部为无限售条件股份，其中，天保控股持股51.45%为公司控股股东，最终实际控制人为天津港保税区国有资产管理局。截至2015年底，公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2015 年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司设置投资发展部、产品管理部、营销策划部、成本管理部、综合管理部、计划财务部、企业管理部和证券事务部8个部门，拥有天津天保房地产开发有限公司（以下简称“天保房产”）、天津滨海开元房地产开发有限公司（以下简称“滨海开元”）、天津市百利建设工程有限公司（以下简称“百利建设”）、天津嘉创物业服务有限公司（以下简称“嘉创物业”）4家全资子公司（见附件1）。

截至2015年底，公司合并资产总额66.16亿元，负债合计22.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计44.08亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015年，公司实现合并营业收入13.06亿元，净利润（含少数股东损益）1.87亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额6.14亿元，现金及现金等价物净增加额为8.79亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额62.11亿元，负债合计17.24亿元，所有者权益含少数股东权益）44.87亿元，均为归属于母公司所有者权益。2016年1~3月，公司实现营业收入5.25亿元，净利润（含少数股东权益）0.79亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额-0.93亿元，现金及现金等价物净增加额为0.18亿元。

公司注册地址：天津空港经济区西五道 35 号汇津广场 1 号楼；法定代表人：孙亚宁。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2015】637号”文件核准，公司债券“天津天保基建股份有限公司2015年公司债券（第一期）”（以下简称“15天保01”或“本期债券”）于2015年7

月21日发行，票面利率4.50%，2020年7月20日到期。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息；到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付；首次付息日为2016年7月21日，截至本报告发布日，本期债券尚未到第一个付息日。本期债券发行规模为8.00亿元，截至2015年末，公司将扣除发行费用后的资金按照募集说明书承诺的用途已全部用于补充流动资金。本期债券已于2015年8月21日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易，债券简称“15天保01”，债券代码“112256.SZ”。

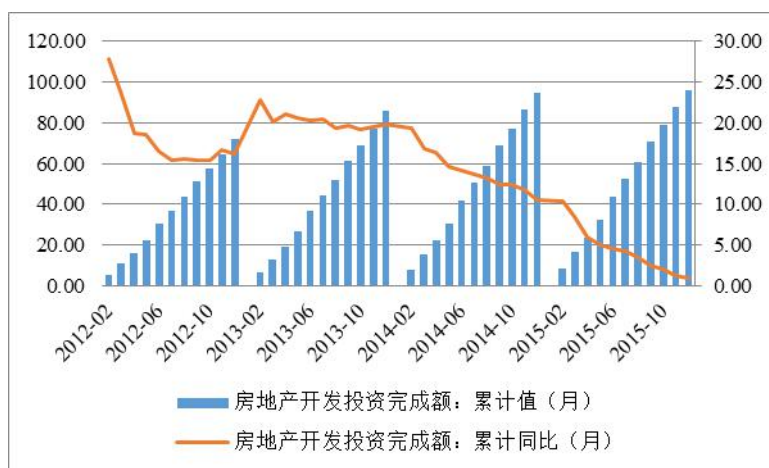
本期债券由天津保税区投资控股集团有限公司提供全额的无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

1. 行业概况

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图2 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

从土地供应量来看，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

表1 100大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

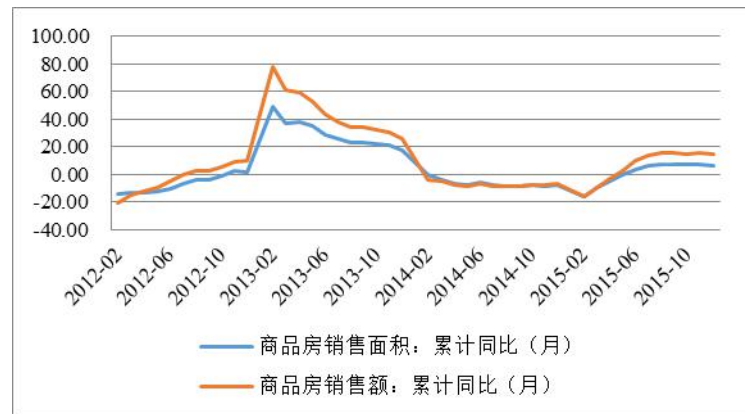
项 目	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	6.56	5.79
成交土地占地面积	5.71	4.68
成交土地占比	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	11.75%	16.81%

资料来源：Wind资讯

开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中长期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

从商品房市场供求情况看，2015 年，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速高于 2014 年的-7.60%；商品房销售额 87,280.84 亿元，同比增长 14.4%，增速高于 2014 年的-6.30%。

图 3 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



数据来源: wind 资讯

从商品房销售价格看，2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

2. 行业政策

针对我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，以及我国房地产去库存压力较大等因素，2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税

费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

房地产库存量过大

国家统计局的数据显示，截至2015年12月底，商品房待售面积累计71,853万平方米，比11月底增加2,217万平方米。房屋施工面积为735,693.37万平方米，较11月底增加11,703.45万平方米；其中住宅施工面积为511,570万平方米，下降0.7%。高库存使房企继续加大房地产投资的能力和意愿下降，房地产带动经济增长的作用明显下降。2015年12月底，全国房地产开发投资95,979亿元，增速比1~11月回落0.3个百分点，连续下行23个月。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化：三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率呈下降趋势

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价，尤其在一线城市较高的拆迁成本和拆迁难度直接推高了地价，土地市场上2015年以来一线城市地王频出，多次出现“面粉贵过面包”的情形；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基

于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

房企拓展第二主业意愿加强

受房地产企业毛利率逐渐下滑以及房地产行业库存量高企因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。近几年，房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、资源能源、军工、材料、TMT等。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业会呈缓慢增长的趋势，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时房地产企业转型趋势会更加明显未来房地产企业中会出现较为成功的转型案例。

四、管理分析

2015年公司对组织架构进行了调整，增设“产品管理部”行使原“项目管理部”和“规划设计部”的业务和管理职能，将“招商管理部”和“客户服务部”合并至“营销策划部”，增设“企业管理部”，同时进行了部门职能的梳理调整，调整结果如附件1所示。公司此次组织架构调整，强化了总部投资管控职能，并对现有总部职能从房地产开发、建设、营销、运营与经营的业务链条清晰化角度再次进行了合理规划和完善，以满足公司未来战略转型布局的组织结构需要。

2015年，公司2名独立董事、1名董事、1名监事离任，不再担任公司任何职务；同时，公司补充了相应人员。

总体看，公司组织架构调整有助于加强公司总部管控，满足公司未来业务发展的需要；公司董事及监事变动未对公司管理制度、经营及财务状况产生影响；目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事房地产开发、物业出租和物业管理业务。

2015年，公司实现营业收入13.06亿元，较2014年减少17.30%，主要系房地产销售收入减少所致。从营业收入结构来看，2015年公司超过96%的收入来自房地产销售，与2014年相比变化不大。分项来看，2015年，公司实现房地产销售收入12.55亿元，较2014年减少17.43%，主要系公司子公司部分商品房未满足收入确认条件，结转收入较少所致。2015年，公司实现物业出租收入0.39亿元，较2014年减少21.11%，主要系2015年度空港经济区区域产业结构调整导致公司公寓物业承租人数减少、收入下降所致；公司物业管理收入0.13亿元，较2014年增加20.94%，主要系公司住宅、办公楼等房地产销售增加带来物业管理服务相应增加所致；公司物业出租和物业管理收入相对较少，对公司营业收入影响不大。具体如下表所示。

表2 公司2014~2015年主营业务收入及利润率情况（单位：亿元、%）

产品种类	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产销售	15.20	96.24	37.51	12.55	96.08	33.82	5.08	96.67	26.60
物业出租	0.49	3.09	23.56	0.39	2.95	-15.24	0.11	2.08	34.82
物业管理	0.10	0.66	-18.95	0.13	0.97	-53.92	0.07	1.24	-3.00
其他服务	微小	0.01	100.00	0	0	--	--	--	--
合计	15.80	100.00	36.71	13.06	100.00	31.53	5.25	100.00	26.40

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015年公司综合毛利率31.53%，较2014年下降5.19个百分点。其中，房地产销售毛利率33.82%，较2014年下降3.69个百分点，主要系2015年结转房地产项目购地成本较上年有所增长所致；物业出租毛利率-15.24%，主要系物业出租收入减少相对较大所致；公司物业管理毛利率-53.92%，主要是成本上升所致。

2016年1~3月，公司实现营业收入5.25亿元，同比增长238.81%，主要系公司2015年房地产销售较好、结转收入较多所致；公司实现房地产销售收入5.08亿元、占比96.67%，是公司收入的主要来源；公司毛利率为26.40%，较2015年同期下降11.83个百分点，主要系结转房地产项目毛利率进一步下降所致。

总体看，2015年受结转条件影响，公司营业收入同比下降较多；受房地产项目毛利率下降的影响，公司毛利率较2014年小幅下降。

2. 房地产业务

房地产业务是公司的主业，目前公司主要开发的房地产项目和土地储备位于天津滨海新区和天津空港经济区其中多数位于天津自贸区。

土地储备情况

2015年，公司未获取新的土地储备。截至2015年末，公司拥有的土地储备规划建筑面积71.20万平方米，其中在建面积30.50万平方米、待开发面积40.70万平方米。

公司主要开发天津滨海新区、空港经济区的房地产项目，整体土地储备规模较少；公司面临土地储备不足风险，未来房地产开发规模或受到一定限制。

项目开发建设情况

考虑到当前国内房地产行业下行趋势明显、整体面临去库存压力，2015年公司仅新开工“意境兰庭”二期一个房地产项目，新开工面积58,900平方米，与2014年相比变化不大。2015年公司房地产竣工面积14.24万平方米，全部来自“意境兰庭”一期项目；该项目位于天津空港经济区东六道以南、环河北路以西，占地面积63,924.5平方米、建筑面积14.24万平方米，属于居住用地，于2013年11月开工，并已开盘销售。

截至2016年3月末，公司共有4个在建房地产项目，占地面积合计11.63万平方米、建筑面积31.84万平方米。其中，“意境兰庭二期”是2015年10月新开工项目，目前处于基础施工阶段；“天保金海岸D07项目”是2016年2月新开工项目，目前尚处于打桩阶段；“天保金海岸D06项目”和“天保金海岸D05项目”开工时间较早，分别处于封顶和竣工验收阶段。公司在建房地产项目规模较小。

表3 截至2016年3月末公司在建项目投资情况（单位：平方米）

序号	项目名称	项目位置	占地面积	建筑面积	土地用途	开工时间	项目进度
1	天保金海岸D06项目	滨海新区开发区第三大街与太湖路交口西北角	19,338.50	56,728.41	居住用地	2014.12	主体结构封顶
2	天保金海岸D07项目	滨海新区开发区第三大街与太湖路交口东北角	27,386.30	73,408.37	居住用地	2016.02	桩基施工
3	天保金海岸D05项目	滨海新区开发区发大街以南、第二大街以北	10,718.5	45,451.16	其他商服用地	2014.04	竣工验收
4	意境兰庭二期	空港经济区东六道以南，环河北路以西	58,900	142,791.18	居民用地	2015.10	基础施工
合计			116,343.30	318,379.12			

资料来源：公司提供

房地产销售情况

2015年，公司没有新达预售项目。对已有的可售房地产项目，公司加强了去库存的力度，签约销售面积、销售金额较2014年均大幅上涨，签约销售均价也有所上涨，具体如下表所示。受结转条件限制，2015年公司房地产结转收入较少。具体如下表所示。

表4 2014~2016年1季度公司销售概况

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
签约销售面积（万平方米）	6.67	13.92	1.03
签约销售金额（亿元）	7.43	17.25	1.36
签约销售均价（元/平方米）	11,132.11	12,392.00	13,274.66
结转收入（亿元）	15.20	12.55	5.08

资料来源：公司提供

考虑到公司房地产开发稳健，房地产开发项目均位于天津滨海新区、空港经济区等经济增长较快区域，并且公司不断加大去库存力度，预期公司未来房地产销售持续增长；随着公司预售房地产项目达到结转条件，公司结转收入也将相应增长。

整体看，2015年，公司未增加土地储备规模，未来房地产开发规模或受到一定的限制；公司房地产项目开发相对稳健，在建项目规模较小；2015年公司加大了在售项目的销售力度，销售收入大幅增长，但受结转条件限制结转收入规模较少；2016年以来，公司加大了土地资源拓展的力度，根据公司转型战略重点关注园区土地资源开发、天津市区住宅和商业土地拓展，取得了一定进展，未来将根据市场形势、政府宏观政策、公司经营需要进行决策。

3. 物业出租

公司投资并持有一定的投资型物业，以获取稳定的租金回报。公司持有的物业业态包括公寓、写字楼、底商等。2015年公司可租面积较2014年增长4.85%，主要系汇津广场一期可租面积增加所致；天保公寓2015年出租率较2014年下降10%，其余楼宇出租率保持不变。

公司持有的天保公寓承担了部分区域配套职能，主要为驻区企业外来务工人员解决住宿。天保公寓可租面积较大，运营时以租赁单位承租的房间数量收取费用。2015年，面对经济下行，天

保公寓虽然面积出租率下降较小，但租房人数减少较多，导致公司物业出租收入减少较大。

总体看，公司持有的物业主要位于天津滨海新区和空港经济区，受区域经济发展状态影响较大；2015年公司可租面积和年出租率较2014年略有变化；公司物业收入总量较小，对公司营业收入影响不大。

4. 重大事项

拟收购天津航空产业开发有限公司 49.23%股权

2015年10月26日，公司发布六届二十次董事会决议公告（公告编号：2015-62），为拓宽经营领域，打造新的盈利增长点，公司拟收购天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资公司”）持有的天津航空产业开发有限公司（以下简称“航空产业公司”）49.23%股权。

航空产业公司由天保投资公司与中国民航大学所属的天津航大中天科技发展有限公司（以下简称“航大中天公司”）共同出资，注册资本金 10,156 万元，其中天保投资公司持股 49.23%，航大中天公司持股 50.77%。经营范围为民用航空产业投资、民用航空基础设施及厂房的开发建设、物业管理、自有房屋租赁；高科技产品的研究、开发、生产、技术转让、技术服务；科技企业孵化服务；会议服务；及以上相关咨询服务。

航空产业公司 2014 年被认定为国家级科技企业孵化器和市级科技企业孵化器；2015 年被认定为天津市首批众创空间，由此吸引了一批民航局系统的项目进驻并开展研究，如民用机场气象设备生产及检测系统、航空旅客自助行李托运系统、民用机场围界智能安全检测系统等，具有一定的产业优势和优质资产。

此次股权收购有利于公司经营业务向航空领域扩展，打造新的盈利增长点，进一步提升公司可持续发展能力。本次股权收购事项尚处于项目可研阶段，收购事项能否完成存在不确定性。

竞购渤海证券 0.8646%股权

2016 年 1 月 19 日，公司经过天津产权交易中心网络竞价系统，以 12,281.3 万元竞得渤海证券 0.8646%股权、共 34,906,146 股。目前公司已经办理完股权收购全部手续。

公司收购渤海证券部分股权，有利于未来增加股权投资收益。

5. 经营关注

宏观调控政策变化的风险

房地产行业与国民经济联系极为密切，受国家宏观政策影响较大。为促进房地产行业的健康发展，2015 年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

土地储备不足

2015 年，公司未增加土地储备，公司面临未来发展土地不足的问题。土地储备影响了公司的可持续发展能力。

房地产项目分布集中

公司持有的土地资源、开发的房地产项目以及持有的出租物业主要集中在天津滨海新区和空港经济区，公司发展受区域经济发展状况影响明显。需要注意区域环境变化对公司经营产生的影响。

6. 未来发展

公司将立足空港经济区，在做好房地产开发主业的同时，不断挖掘区域资源，以资本运营手段整合区域优质资源，以市场化方式参与区域开发建设，充分利用资本市场平台，创新机制，发挥公司资源优势和经验优势，拓展园区开发、众创空间、优质股权投资等新的业务领域，进一步提升利润空间，按照投资与产业经营结合，围绕投资、运营两大核心能力，促进公司快速增长，实现股东价值的最大化。

总体看，公司未来发展战略思路清晰，可实施性较强。

六、财务分析

公司2015年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司审计报告按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。与2014年相比，2015年公司合并财务报表范围未发生变化，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据具有可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额66.16亿元，负债合计22.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计44.08亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015年，公司实现合并营业收入13.06亿元，净利润（含少数股东损益）1.87亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额6.14亿元，现金及现金等价物净增加额为8.79亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额62.11亿元，负债合计17.24亿元，所有者权益44.87亿元，均为归属于母公司所有者权益。2016年1~3月，公司实现营业收入5.25亿元，净利润0.79亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额-0.93亿元，现金及现金等价物净增加额为0.18亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至2015年末，公司资产总额66.16亿元，较年初增长28.89%，主要系货币资金、其他流动资产等流动资产增长所致。其中，流动资产占85.64%，非流动资产占14.36%，流动资产占比较年初上升3.63个百分点，公司资产以流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年末，公司流动资产合计56.66亿元，较年初增长34.60%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致；流动资产中占比较大的项目为货币资金（占比42.81%）、存货（占比47.14%）和其他流动资产（占比8.83%）。截至2015年末，公司货币资金24.26亿元，较年初增长61.29%，主要系公司房地产签约销售金额显著增加所致及2015年发行8.00亿元公司债所示；其中因开具银行付款保函导致0.43亿元受限，占比1.78%，受限资金占比较低。截至2015年末，公司存货账面价值26.71亿元，较年初减少1.13%，系结转营业成本所致；其中，开发成本占比69.88%，开发产品占比30.12%，公司未计提跌价准备。2015年，公司新增其他流动资产5.00亿元，全部是公司购买的银行理财产品。

非流动资产方面，截至2015年末，公司非流动资产9.50亿元，较年初增长2.87%，主要系递延所得税资产增加所致；非流动资产中占比较大的项目有投资性房地产（占比74.17%）、固定资产（占比11.99%）和递延所得税资产（占比8.21%）。截至2015年末，公司投资性房地产7.05亿元，较年初增长0.03%，全部为房屋及建筑物；公司投资性房地产采用成本计量模式，累计折旧和累计

摊销1.01亿元。截至2015年末，公司固定资产1.14亿元，较年初减少6.85%，主要系转入投资性房地产及计提折旧所致；公司固定资产主要为房屋建筑物，占比93.32%，其余为机器设备、运输设备等。截至2015年末，公司递延所得税资产0.78亿元，较年初增长57.51%，主要系销售项目预缴企业所得税增加所致。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产占比较年初进一步上升；公司流动资产中货币资金占比较高，公司资产流动性较好。

负债及所有者权益

截至2015年末，公司负债合计22.08亿元，较年初大幅增长150.68%，主要系公司应付账款、预收款项增加及2015年发行债券所致。公司流动负债与非流动负债分别占63.51%和36.49%，其中非流动负债占比较年初大幅上升36.39个百分点，公司负债结构变化较大。

截至2015年末，公司流动负债合计14.02亿元，较年初增长59.35%，主要系公司应付账款和预收款项增加所致，其构成以应付账款（占34.90%）、预收款项（占50.95%）和其他流动负债（占10.14%）为主。截至2015年末，公司应付账款4.89亿元，较年初增长47.11%，系应付工程款增加所致。截至2015年末，公司预收款项7.14亿元，较年初增长62.11%，系售房回款增加所致。截至2015年末，公司其他流动负债1.42亿元，较年初增长46.67%，主要系公司预提土地增值税增加及获得政府补助所致；公司其他流动负债以预提土地增值税为主，占比99.22%。

截至2015年末，公司非流动负债8.06亿元，较年初增长936.38倍，其中应付债券7.97亿元、占比98.93%，主要系公司2015年公开发行公司债“15天保01”所致。

截至2015年末，公司所有者权益合计44.08亿元，较年初增长3.66%，全部为归属于母公司的所有者权益。其中，股本占比22.89%、资本公积占比42.97%、盈余公积占比2.61%、未分配利润占比31.53%；公司所有者权益结构较年初变化不大。公司所有者权益以股本和资本公积为主，权益稳定性较好。

截至2015年末，公司全部债务合计8.00亿元，全部为新增债务，其中短期债务237.69万元，系公司于2015年6月从天津滨海农村商业银行股份有限公司获取抵押借款所致，长期债务7.97亿元，主要系公司2015年发行债券所致。截至2015年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为33.38%、15.35%和15.32%，均较年初明显提升，公司负债水平上升较快，但仍处于较低水平。

截至2016年3月底，公司资产总额达到62.11亿元，较2015年末减少6.12%，资产结构较年初变化不大；负债规模为17.24亿元，较年初下降21.92%，主要系公司应付账款、预收款项大幅减少所致，其中流动负债占比较年初下降10.31个百分点至53.20%；公司全部债务总额及结构较年初未发生变化；所有者权益达到44.87亿元，较年初小幅增长1.79%。

总体看，受2015年发行公司债的影响，公司负债规模大幅增加，负债结构仍以流动负债为主；债务负担上升，但仍处于较低水平。

2. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入13.06亿元，主要来自房地产销售收入（占比96.08%）；公司营业收入较2014年减少17.30%，主要系公司部分商品房未满足收入确认条件导致主营业务收入同比减少所致。2015年，公司营业成本8.94亿元，较2014年减少10.52%。受营业收入下降的影响，2015年公司实现营业利润2.44亿元，较2014年减少29.73%；实现净利润1.87亿元，较2014年减少29.52%，全部为归属于母公司所有者的净利润。

期间费用方面，2015年，公司三项费用合计0.46亿元，较2014年减少7.96%，主要系销售费用和财务费用减少所致，公司费用总额中，销售费用、管理费用、财务费用分别占比58.80%、112.54%、-71.34%。2015年，公司销售费用2,707.72万元，较2014年减少16.32%，主要系广告宣传费减少所致；公司管理费用5,182.40万元，较2014年增长21.67%，主要系公司计提应付职工薪酬、聘请中介机构费用增加所致；公司财务费用-3,285.16万元，主要是公司利息收入增加所致；随着公司2015年发行公司债券，预计未来公司财务费用将大幅提高。2015年，公司费用收入比3.53%，较2014年上升0.36个百分点，公司费用控制能力良好。

因部分商品房未满足收入确认条件，公司2015年营业收入增速低于营业成本，公司2015年盈利能力指标有所下降。2015年，公司主营业务毛利率为31.53%，营业利润率为22.23%，分别较2014年下降5.19、2.43个百分点。受净利润降低的影响，2015年公司净资产收益率4.32%，较2014年下降3.42个百分点。

2016年一季度，公司实现营业收入5.25亿元，较2015年同期大幅增长238.81%，主要系公司达到结转条件的预收房款数量增加所致；公司实现净利润0.79亿元，较2015年同期增长169.63%。

总体看，2015年公司受结转条件限制，公司实现营业收入规模减少；公司管理费用增长较快，但公司综合费用控制能力仍较好；受公司净利润下降的影响，公司盈利指标略有下降，整体盈利能力尚可。

3. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动产生的现金流量净额6.14亿元，较2014年增长76.21%，主要系公司销售情况较好，新签约销售金额增加所致。其中，经营活动现金流入16.26亿元，较2014年增长48.75%，主要来自商品房销售收入和利息收入；经营活动现金流出10.12亿元，较2014年增长35.91%，主要用于支付工程款、支付职工薪酬与各项税费。从收入实现质量来看，2015年公司现金收入比率为120.45%，较2014年上升53.98个百分点，主要系公司部分商品房销售未结转营业收入所致。

投资活动方面，2015年，公司投资活动产生的现金净流出5.03亿元，较2014年大幅减少49.29%，主要系公司2014年支付控股股东股权投资款导致2014年投资活动现金大幅流出，而2015年无此项现金流出所致。其中，公司投资活动现金流入33.45万元，较2014年减少99.52%，主要来自投资收益；投资活动现金流出5.03亿元，主要是公司购买5.00亿元银行理财所致。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金净流入7.68亿元，较2014年减少34.51%，主要是2014年公司定向增发收到募集资金13.94亿元，2015年公司发行公司债券获得募集资金8.00亿元所致。其中，公司筹资活动现金流入8.01亿元，较2014年减少42.56%，全部来自发行公司债券和长期借款；公司筹资活动现金流出0.33亿元，较2014年减少84.99%，主要用于偿还贷款、支付股利和利息。

2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净流出0.93亿元；投资活动产生的现金流量为净流入状态，流入净额为1.11亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-3.14万元。

总体看，受益于房地产销售情况较好的影响，2015年公司经营活动现金流量规模增长较快；公司投资和筹资现金流量大幅减少，主要系2014年公司投资活动和筹资活动规模较大所致。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2015年底，公司流动比率为4.04倍，较2014年的4.78倍略有下降，主要

系公司预收房款、工程款等增加导致流动负债增速较高所致；公司速动比率2.14倍，较2014年的1.71倍略有上升，主要系公司开发成本下降导致存货减少所致。2014年公司不存在短期债务，2015年新增一年内到期的长期借款237.69万元，公司现金短期债务比为1,020.53倍；公司经营现金流动负债比率为43.77%，较2014年的39.58%上升，主要系公司商品房销售回款增加导致经营现金净流量增长所致。整体看，公司短期偿债能力较2014年略有上升，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力来看，2015年，公司 EBITDA 合计2.89亿元，较2014年减少24.90%，主要系公司部分预收房款未达到结转条件导致利润总额减少所致；其中折旧占比9.33%、摊销占比0.13%、计入财务费用的利息支出占比5.74%、利润总额占比84.80%。2015年，公司 EBITDA 利息倍数为17.43倍，大幅低于2014年的269.22倍，主要系公司对2015年发行的公司债券计提利息导致利息规模大幅增长所致，但 EBITDA 对利息的保护程度仍属较高；公司 EBITDA 全部债务比为0.36倍，经营现金债务保护倍数为0.77，均处于较高水平。整体看，公司长期偿债能力有所下降，但仍呈较高水平。

截至2015年底，公司无对外担保。

截至2015年底，公司共获得银行授信额度5.50亿元，其中尚未使用的银行授信额度达到5.45亿元；公司间接融资渠道畅通。考虑到公司作为上市公司，可以进行直接融资，整体看公司融资渠道便利。

截至2015年底，公司无重大诉讼。

总体看，公司偿债能力强。

5. 过往债务履约情况

根据机构信用代码为 G10120116018760309的人民银行征信报告，截至2016年5月3日，公司已结清信贷信息中存在4笔“不良/违约类”贷款；公司2007年重组天水股份，上述4笔贷款均为原天水股份的贷款，并分别已于2006年结清。公司重组后未发生不良贷款。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达24.26亿元，约为“15天保01”公司债本金（8亿元）的3.03倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；净资产达44.08亿元，约为本次债券本金（8亿元）的5.51倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15天保01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为2.89亿元，约为债券本金合计（8亿元）的0.36倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入16.26亿元，约为债券本金合计（8亿元）的2.03倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为天津港保税区唯一的房地产开发企业，房地产业务经营稳健，债务负担较轻等方面具有优势等因素，联合评级认为，公司对“15天保01”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“天保投控”或“担保人”）与天保基建签署

了《担保协议书》，并出具了《担保函》，天津保税区投资控股集团有限公司为天保基建发行本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保人保证的范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保人承担保证责任的期间自该期发行的本次债券发行首日至发行的本次债券到期日后六个月止。

2. 担保人分析

(1) 天保投控概况

天保投控成立于 2008 年 12 月，是经天津港保税区管理委员会（简称“保税区管委会”）以津保管发（2008）40 号文件批准，由天津港保税区国有资产管理局（简称“保税区国资局”）作为出资人出资组建的国有独资公司，初始注册资本为 2,000 万元。天保投控成立后，保税区国资局以津保国资发（2008）1 号文将下属国有企业天津天保控股有限公司（简称“天保控股”）和天津保税区投资有限公司（简称“天保投资”）全部所有者权益无偿划转至天保投控，划转完成后天保投控资本公积增至 200.16 亿元；天保投控随后将 49.80 亿元的资本公积转增资本金，注册资本增至 50 亿元。后经多次增资，截至 2015 年末天保投控注册资本为 183.21 亿元，实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2015 年末，天保投控合并资产总额为 1,065.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 347.06 亿元；2015 年，天保投控实现营业收入 72.98 亿元，净利润（含少数股东损益）20.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.31 亿元，现金及现金等价物净增加额-20.39 亿元。

截至 2016 年 3 月末，天保投控合并资产总额为 1,061.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 358.65 亿元；2016 年 1~3 月，天保投控实现营业收入 14.95 亿元，净利润（含少数股东损益）3.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.88 亿元。

天保投控注册地址：天津自贸区（空港经济区）西三道 166 号；法定代表人：邢国友。

(2) 经营概况

天保投控属于综合性经营的企业，在天津港保税区快速发展的背景下，近几年天保投控下属各子公司通过资产整合、企业兼并重组等方式实现了较快发展，业务渐趋多元化。目前天保投控业务主要集中在交通运输业务、房地产开发业务和市政公用业务，并投入较大资金参股金融机构和投资企业，获取投资收益。2014~2015 年，公司主要业务板块收入如下表所示。

表5 2014~2016年一季度公司营业收入及利润率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
交通运输业务板块	56.78	62.36	8.78	42.47	58.20	9.62	5.95	39.82	13.99
房地产业务板块	19.69	21.62	33.52	15.77	21.60	29.45	5.44	36.40	26.35
市政公用业务板块	7.75	8.51	9.70	7.54	10.33	16.12	2.07	13.82	13.97
金融业务板块	4.22	4.63	34.64	4.85	6.64	73.79	0.99	6.60	30.00
其他业务板块	2.61	2.87	79.68	2.35	3.22	64.48	0.50	3.36	57.67
合计	91.04	100.00	17.44	72.98	100.00	20.60	14.95	100.00	21.01

资料来源：公司提供

2015 年，天保投控实现营业收入 72.98 亿元，较 2014 年减少 19.84%，实现净利润 20.90 亿元，较 2014 年大幅增长 117.15%，主要系政府补助等营业外收入大幅增加所致。从营业收入构成来看，

天保投控营业收入中交通运输业务收入占比下降，市政公用业务收入和金融业务收入占比上升，其他业务收入主要是租赁收入、工程收入、服务收入、自营项目收入和销售收入等，在营业收入中占比不大。2015 年，天保投控总体毛利率 20.60%，较 2014 年有所提升。

天保投控交通运输业务板块主要涉及汽车贸易业、航空服务业、物流业，2015 年三者收入占交通运输业务板块比重分别为 24.67%、9.97%和 65.36%。公司汽车贸易业主要为 4S 店汽车销售，以零售为主；2015 年天保基建销售整车 3,311 台，其中进口大众汽车 1,078 台、传祺汽车 2,031 台、菲亚特 202 台，同比增加 10.4%。天保投控航空服务业全部收入均来自于空中客车（天津）总装有限公司，主要经营空中客车 A320 系列飞机的总装业务，产品主要销售给中国国内的航空公司使用；截至 2015 年底，累计完成总装并交付飞机 253 架，其中 2015 年交付量为 49 架。物流业务主要为从事代理、仓储、开证、物流金融等第三方物流业务，主要由天津天保国际物流集团有限公司经营，2015 年实现营业收入 27.76 亿元，同比减少 34.44%，2015 年该业务毛利率 3.88%，同比上升 1.18 个百分点。

天保投控房地产业务板块营业收入主要集中在天保基建、天津天保嘉顺投资有限公司和天津保税区投资有限公司。2015 年实现营业收入 15.77 亿元，其中天保基建占比 82.82%。

天保投控市政公用业务板块主要是承担天津港保税区（海港）、天津空港经济区和天津空港国际物流区的区域服务职能，业务范围涵盖区域基础设施建设、运营管理、市政公用服务、能源供应等多项业务。该板块业务具有较强的公益性，对天保投控营业收入和经营性现金流的贡献度不高，利润的实现主要依赖天津港保税区管委会的财政补贴收入；2014 年，天津港保税区完成财政一般预算收入 73.10 亿元。由于保税区内产业聚集效应明显，财政收入逐年持续稳定增长，保税区财政对于天保投控的补贴的强度和持续性可以得到保障。天保投控市政业务具体包括代建和一级土地开发业务、供热业务、供电业务和市政业务，2015 年天保投控市政公用业务板块营业收入 7.54 亿元，其中代建和一级土地开发业务未结转收入、供热业务收入 4.40 亿元、供电业务收入 2.81 亿元、市政业务收入 0.32 亿元。

天保投控金融服务和其他业务的主要经营主体是天津天保租赁有限公司、天津滨海新区天保小额贷款有限公司、天津天保财务管理公司和天津天保商业保理有限公司，主要经营各类租赁、小额贷款等业务，2015 年金融业务板块实现收入 4.85 亿元，同比增长 14.93%，毛利率 73.79%，同比增长 39.15 个百分点，主要是受天津滨海新区经济迅速增长以及综合配套改革政策支持等因素推动所致；其他业务板块实现收入 2.35 亿元，毛利率 64.48%。

2016 年 1~3 月，天保投控实现营业收入 14.95 亿元，同比减少 3.97%；营业构成中房地产业务收入占比上升，达到 36.40%，主要系房地产结转收入增加所致；实现毛利率 21.01%，主要系交通运输板块毛利率上升所致。

总体看，天保投控整体经营规模较大，业务板块众多，其中交通运输业务板块、房地产业务板块、市政公用业务板块收入占比较大；2015 年营业收入较 2014 年有所下降，但毛利率水平略有上升；天保投控主要服务于天津港保税区，受到政府补助等支持的力度较大。

（3）财务状况

天保投控提供的 2015 年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

截至 2015 年末，天保投控合并资产总额为 1,065.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 347.06 亿元；2015 年，天保投控实现营业收入 72.98 亿元，净利润（含少数股东损益）20.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.31 亿元，现金及现金等价物净增加额-20.39 亿元。

截至 2016 年 3 月末，天保投控合并资产总额为 1,061.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 358.65 亿元；2016 年 1~3 月，天保投控实现营业收入 14.95 亿元，净利润（含少数股东损益）3.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.88 亿元。

现金流量方面，2015 年，天保投控实现经营活动现金净流入 20.31 亿元，较 2014 年大幅增长 202.41%；实现投资活动现金净流出 37.75 亿元，较 2014 年净流出规模大幅增长；实现筹资活动现金净流出 3.34 亿元。

盈利能力方面，从盈利指标来看，2015 年，天保投控主营业务毛利率为 17.56%，营业利润率为 17.21%，均高于 2014 年；天保投控总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.86%、3.97% 和 6.29%，高于 2014 年的 2.36%、2.58% 和 3.19%。2016 年一季度，天保投控营业利润率为 17.36%。2015 年天保投控盈利能力较 2014 年得到较大提高。

偿债能力方面，截至 2015 年末，天保投控全部债务合计 635.64 亿元，较年初增长 1.68%，其中短期债务占比 17.19%、长期债务占比 82.81%；天保投控资产负债率为 67.44%，较 2014 年下降 0.80 个百分点，流动比率和速动比率分别为 2.51 倍和 1.70 倍，EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，EBITDA 利息倍数为 2.72 倍，均明显高于年初水平。截至 2016 年 3 月底，天保投控资产负债率进一步下降至 66.14%，流动比率和速动比率分别为 2.67 倍和 1.77 倍，偿债能力进一步提高。

总体看，跟踪期内，天保投控盈利能力、债务偿还能力明显提高。

（4）担保效果评价

以 2015 年底财务数据测算，本次债券 8 亿元的发行规模占天保投控所有者权益总额的 2.31%，占天保投控净资产比重很低；天保投控 2015 年经营活动现金净流量是本次债券的 2.54 倍，对本次债券的覆盖能力较好。天保投控的担保对债券的保护程度很高。

总体看，天保投控权益规模和经营活动现金流入量较大，本次债券发行规模占其中的比重不高，其担保对于本次债券的到期还本付息具有积极的保护作用。

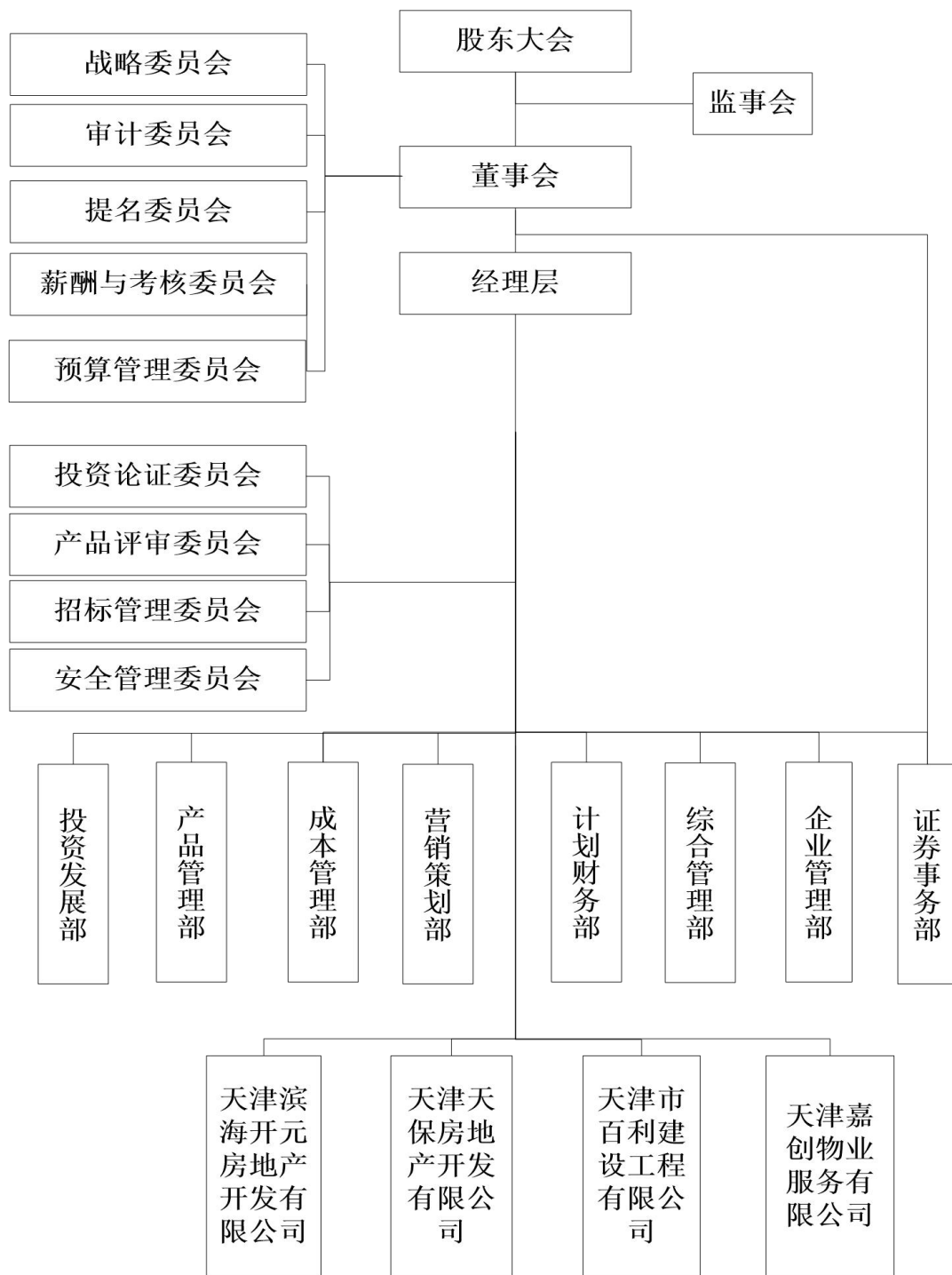
九、综合评价

跟踪期内，天津天保基建股份有限公司作为天津港保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，房地产业务经营稳健，债务规模较小，债务负担较轻。同时，联合评级关注到公司房地产开发规模较小、土地储备规模不大且集中度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来随着公司对外投资增加，公司营业范围将相应扩大，业务抗风险能力、盈利能力也将相应提高。

本期债券由天津保税区投资控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天保投控业务范围广、资产和盈利规模较大，跟踪期内盈利水平大幅提高，经营现金流保持在较佳状况。其对本期债券的担保反映出天保投控对公司的信心和支持，对本期债券的信用提升仍有明显的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 天保 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 天津天保基建股份有限公司组织结构图



附件2 天津天保基建股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	51.33	66.16	62.11
所有者权益（亿元）	42.52	44.08	44.87
短期债务（亿元）	0.00	237.69	237.69
长期债务（亿元）	0.00	7.97	7.97
全部债务（亿元）	0.00	8.00	8.00
营业收入（亿元）	15.80	13.06	5.25
净利润（亿元）	2.65	1.87	0.79
EBITDA（亿元）	3.84	2.89	--
经营性净现金流（亿元）	3.48	6.14	-0.93
应收账款周转次数(次)	887.77	408.44	--
存货周转次数（次）	0.33	0.33	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.22	0.08
现金收入比率（%）	66.47	120.45	29.95
总资本收益率（%）	7.56	4.30	1.51
总资产报酬率（%）	6.86	4.45	1.67
净资产收益率（%）	7.73	4.32	1.78
营业利润率（%）	24.66	22.23	20.13
费用收入比（%）	3.17	3.53	2.49
资产负债率（%）	17.16	33.38	27.76
全部债务资本化比率（%）	0.00	15.35	15.13
长期债务资本化比率（%）	0.00	15.32	15.09
EBITDA 利息倍数（倍）	269.22	17.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	0.36	--
流动比率（倍）	4.78	4.04	5.63
速动比率（倍）	1.71	2.14	3.07
现金短期债务比（倍）	--	1,020.53	1,028.11
经营现金流动负债比率（%）	39.58	43.77	-10.14
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.48	0.36	--

附件3 天津保税区投资控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	999.38	1,065.86	1,061.09
所有者权益（亿元）	317.41	347.06	358.65
短期债务（亿元）	160.38	109.26	107.32
长期债务（亿元）	464.76	526.38	526.69
全部债务（亿元）	625.13	635.64	634.01
营业收入（亿元）	91.04	72.98	14.95
净利润（亿元）	9.62	20.90	3.81
EBITDA（亿元）	27.85	44.18	--
经营性净现金流（亿元）	6.72	20.31	2.99
应收账款周转次数(次)	8.47	5.34	--
存货周转次数（次）	0.59	0.45	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.07	0.01
现金收入比率（%）	112.54	132.92	137.79
总资本收益率（%）	2.36	3.86	0.39
总资产报酬率（%）	2.58	3.97	0.44
净资产收益率（%）	3.19	6.29	1.08
营业利润率（%）	13.72	17.21	17.36
费用收入比（%）	19.32	29.54	26.44
资产负债率（%）	68.24	67.44	66.14
全部债务资本化比率（%）	66.32	64.68	63.87
长期债务资本化比率（%）	59.42	60.27	59.49
EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	2.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.07	--
流动比率（倍）	1.96	2.51	2.67
速动比率（倍）	1.37	1.70	1.77
现金短期债务比（倍）	0.81	0.97	1.04
经营现金流动负债比率（%）	3.24	12.43	2.07
EBITDA/本次发债额度(倍)	3.48	5.52	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=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+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。