跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]630 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公开发行的“15 天保 01”和“16 天保 01”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公开发行的“15 天保 01”和“16 天保 01”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月六日

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

天津天保基建股份有限公司
公司债券 2019 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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 天保 01	0.31 亿元	5（3+2）年	AA+	AA+	2018/5/18
16 天保 01	8.00 亿元	5（3+2）年	AA+	AA+	2018/5/18

跟踪评级时间：2019 年 5 月 6 日

主要财务数据：

发行人-天津天保基建股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	103.02	96.76	96.36
所有者权益（亿元）	51.22	52.19	51.99
长期债务（亿元）	20.47	12.07	12.26
全部债务（亿元）	20.47	17.80	17.70
营业收入（亿元）	18.46	22.90	0.51
净利润（亿元）	4.11	0.97	-0.20
EBITDA（亿元）	6.78	3.73	--
经营性净现金流（亿元）	-12.89	-19.72	-1.06
营业利润率（%）	36.54	31.00	11.16
净资产收益率（%）	8.38	1.88	--
资产负债率（%）	50.29	46.07	46.04
全部债务资本化比率（%）	28.56	25.43	25.40
流动比率（倍）	2.80	2.49	2.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.37	4.18	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.45	--

担保方-天津保税区投资控股集团有限公司

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,103.24	1,317.57
所有者权益（亿元）	411.64	468.26
营业收入（亿元）	71.16	81.82
净利润（亿元）	7.03	14.60
营业利润率（%）	13.02	16.16
资产负债率（%）	62.69	64.46
流动比率（倍）	1.32	1.72

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司 2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、天保投控长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务，其中一年内到期的融资租赁款计入短期债务。

评级观点

2018 年，天津天保基建股份有限公司（以下简称“公司”或“天保基建”）作为天津保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，仍具备一定的区域竞争优势。公司业务收入仍以房地产开发为主，收入规模保持增长，综合毛利率不断提升，且债务负担较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业受调控政策影响较大，公司土地储备规模较为一般、部分在建项目土地成本较高、部分商业物业去化率和出租率仍较低、货币资金规模下降显著及 2019 年面临一定偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司持续推进天津生态城项目、塘沽大连东道项目及天拖二期等项目建设，公司销售规模有望实现增长，经营现金流有望得到改善。

“15 天保 01”和“16 天保 01”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，其对本次债券的担保反映出天保投控对公司的信心和支持，对本次债券的信用提升有明显的积极作用。

综上，联合评级维持公司的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”和“16 天保 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．2018 年，受结转项目增加影响，公司房地产业务收入规模保持增长，综合毛利率不断提升。

2．2018 年，公司成功竞得天津市南开区天拖二期地块，开发项目区域由滨海新区扩展

至市区核心区，有助于公司品牌影响力的提升以及房地产业务的持续发展。

3．公司债务负担整体较轻，债务结构较为合理；担保方天保投控经营范围广、资产和权益规模较大，其担保对于“15 天保 01”和“16 天保 01”的信用水平有明显的积极作用。

关注

1．房地产行业处于持续调控中，对房地产行业景气度影响较大。

2．目前，公司房地产项目仍主要集中于天津滨海新区、空港经济区开发区，受区域经济发展状况影响较大；受市场因素影响，公司部分商业物业去化率和出租率仍较低；此外，作为房地产企业，公司向航空领域业务的拓展有一定不确定性。

3．公司现有土地储备规模较为一般，其房地产未来开发规模受到一定限制；公司部分项目土地成本相对较高，未来盈利空间受地产调控政策的影响较大，且存货存在一定跌价风险。

4．2018 年，受支付天拖二期土地款、偿还到期债务等因素影响，公司货币资金规模下降显著，经营现金净流出规模有所扩大；资产流动性有所下降；且 2019 年公司仍将面临一定的集中偿付压力。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

王　彦
电话：010-85172818
邮箱：wangyan@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

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”），天水股份于 2000 年 4 月 6 日在深圳证券交易所挂牌交易。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”。

公司经多次增发、配股、转增和重大资产重组后，截至 2018 年底，注册资本 11.10 亿元，总股本 11.10 亿股。其中，公司控股股东天保控股持股 51.45%，公司实际控制人为天津港保税区国有资产管理局（如下图）。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2018 年，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。

截至2018年底，公司拥有6家全资子公司，在职员工127人。

截至2018年底，公司合并资产总额96.76亿元，负债合计44.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计52.19亿元，其中归属于母公司所有者权益52.10亿元。2018年，公司实现合并营业收入22.90亿元，净利润（含少数股东损益）0.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.72亿元，现金及现金等价物净增加额为-23.45亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额96.36亿元，负债合计44.37亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计51.99亿元，其中归属于母公司所有者权益51.90亿元。2019年1~3月，公司实现合并营业收入0.51亿元，净利润（含少数股东损益）-0.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.06亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.33亿元。

公司注册地址：天津自贸试验区（空港经济区）西五道 35 号汇津广场 1 号楼-602；法定代表人：夏仲昊。

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，公司分别于 2015 年 7 月 21

日和 2016 年 10 月 24 日发行了“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”，债券代码：112256.SZ）和“天津天保基建股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“16 天保 01”，债券代码：112463.SZ），两期债券均已于深圳证券交易所挂牌交易。“15 天保 01”和“16 天保 01”发行规模均为 8.00 亿元，发行期限均为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，均为单利按年计息、不计复利，票面利率分别为 4.50%和 3.18%。两期债券均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。

表 1　截至 2018 年底公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

名称	证券代码	金额	剩余金额	发行日期	期限	票面利率
15 天保 01	112256.SZ	8.00	0.31	2015-07-21	5（3+2）	6.20
16 天保 01	112463.SZ	8.00	8.00	2016-10-24	5（3+2）	3.18

资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司“15 天保 01”和“16 天保 01”两期债券募集资金已全部使用完毕，按要求全部用于补充公司流动资金。公司已于 2018 年 7 月 23 日完成支付“15 天保 01”公司债券 2017 年 7 月 21 日至 2018 年 7 月 20 日期间的利息 3,600 万元，并完成支付“15 天保 01”公司债券回售本金金额共计 76,856.78 万元；2018 年 7 月 21 日至 2020 年 7 月 20 日，“15 天保 01”公司债券票面利率上调至 6.20%。公司于 2018 年 10 月 24 日完成支付“16 天保 01”公司债券 2017 年 10 月 24 日至 2018 年 10 月 23 日期间的利息 2,544 万元。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二

套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2018 年以来，公司组织结构和管理制度未发生重大变化。

2018 年 12 月 5 日，由于工作调动原因，公司董事长、总经理周广林先生向公司董事会提出辞职申请，辞去其公司董事长、董事及总经理职务，辞职后不再在公司担任任何职务，公司选举夏仲昊先生担任公司董事长、总经理职务；2018 年 12 月 29 日，公司法定代表人由周广林变更为夏仲昊，并于 2018 年 12 月 29 日完成工商变更登记备案。2018 年 12 月 21 日，由于工作调动原因，公司监事杨宝军先生离任，新任监事为董光沛女士；2018 年 8 月 20 日，由于工作调动原因，公司副总经理王卫先生离任。除公司其他董事会、管理层和监事会人员未发生变更。

公司董事长、总经理夏仲昊先生，1969 年 11 月出生，学士学位，高级会计师，注册会计师。

2002 年 2 月至 2007 年 7 月历任天津天保控股有限公司计划财务部高级主管、部长助理、副部长。2007 年 7 月至 2014 年 10 月历任公司财务总监、副总经理兼财务总监。2014 年 10 月至 2018 年 11 月历任天津天保商业保理有限公司执行董事、总经理。2015 年 6 月至 2018 年 11 月历任天津滨海新区天保小额贷款有限公司董事长、总经理。2018 年 12 月起，任公司董事长、总经理。

总体看，2018 年，公司董事、监事和高级管理人员有所变动，但对公司经营无重大影响；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括房地产开发、物业出租、物业管理业务。

2018 年，公司实现营业收入 22.90 亿元，同比增长 24.03%，主要系意境兰庭二期、天保金海岸 D07 项目满足收入结转条件所致。从营业收入结构来看，2018 年，公司房地产销售收入占 96.63%，为公司主要收入来源，占比较上年提高 24.47 个百分点；公司物业出租、物业管理收入占比分别为 2.32%和 1.04%，对公司营业收入影响不大。

从各业务板块收入来看，2018 年，公司房地产销售收入 22.13 亿元，同比增长 66.10%，主要系商品房项目结转收入增加所致；公司物业出租收入 0.53 亿元，同比增长 16.68%，主要系天保金海岸 C04 项目物业出租收入有所增加所致；公司物业管理收入 0.24 亿元，同比增长 28.14%，主要系当期增加了天成东轩、意境兰庭二期物业项目所致；其他业务收入 29.64 万元，同比大幅下降 99.93%，主要系 2017 年公司全资子公司天津滨海开元房地产开发有限公司（以下简称“滨海开元”）所持有的天保金海岸 E01 地块土地使用权有偿收回，当期确认土地补偿费用 4.50 亿元，2018 年未发生同类业务所致。

表 2　2017~2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	13.32	72.16	56.88	22.13	96.63	59.61
物业出租	0.45	2.46	16.72	0.53	2.32	19.76
物业管理	0.19	1.01	-60.62	0.24	1.04	-40.59
其他业务	4.50	24.38	59.66	0.00	0.01	41.78
合计	**18.46**	**100.00**	**55.39**	**22.90**	**100.00**	**57.65**

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：合计部分的金额尾数可能与各分项的尾数之和不符，此误差为四舍五入形成。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率 57.65%，较上年上升 2.26 个百分点，主要系房地产销售业务毛利率提升所致。其中，公司房地产销售毛利率 59.61%，较上年上升 2.73 个百分点，主要系结转的金海岸 D07 项目土地成本相对较低以及结转项目销售均价持续上升所致；公司物业出租毛利率 19.76%，较上年上升 3.04 个百分点，主要系天保金海岸 C04 项目收回欠缴租金所致；公司物业管理毛利率-40.59%，仍未盈利，主要系公司扣除天保基建所属子公司内部物业管理收入所致；公司其他业务毛利率 41.78%，较上年下降 17.88 个百分点，主要系 2017 年公司结转了 4.50 亿元土地补偿款，2018 年未发生同类业务所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.51 亿元，同比下降 94.67%，主要系当期满足结转收入条件的项目减少所致；实现净利润-0.20 亿元。

总体看，2018 年，公司业务收入仍以房地产开发为主，且受结转项目增加影响，收入及其占比显著提高；受益房地产销售业务毛利率上升，公司整体毛利率有所上升。

2. 房地产业务

（1）土地储备

土地储备方面，2018 年，公司成功竞得天津市南开区天拖二期地块，建筑面积总计约 10.35 万平方米，土地成交价格共计 27.00 亿元，土地用途为居住用地和体育场馆用地（体育场馆建筑面积较小）；其楼面均价约为 2.61 万元/平方米，由于该地块地处南开区较核心区域，其拿地成本尚可，但考虑到天津市限价政策的实施，该项目未来盈利空间或将受到一定限制。截至 2018 年底，公司拥有的待开发土地面积 13.71 万平方米，规划建筑面积 36.91 万平方米，按照公司目前开发规模，公司现有土地储备规模较为一般，未来房地产开发规模或将受到一定限制。

表 3　2018 年公司拿地情况（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	区位	权益比例	土地用途	总建筑面积	土地储备占地面积	购地支出	楼面均价
天拖二期地块项目	天津市南开区	100	居住用地、体育场馆用地	10.35	5.13	27.00	26,086.96
合计				**10.35**	**5.13**	**27.00**	**26,086.96**

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司获得南开天拖二期地块后，土地储备分布由滨海新区扩展至市区核心区，土地储备规模较为一般，在一定程度上限制了公司未来房地产业务开发规模；在天津“限价”等调控政策环境下，其土储项目未来盈利空间或将受到一定限制。

（2）项目开发建设情况

截至 2018 年底，公司历史开发项目主要有天保金海岸 D07 项目和天保金海岸 E03 等项目。

2018 年，公司新开工房地产项目 2 个，分别为天津生态城住宅项目和塘沽大连东道住宅项目；新开工面积 15.47 万平方米；同期公司竣工面积 7.34 万平方米，同比下降 48.69%，主要来自于天保金海岸 D07 项目；期末在建面积 23.45 万平方米，同比增长 53.07%。

表 4　2017~2018 年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年
当期新开工面积（万平方米）	0.00	15.47
当期新开工项目数量（个）	0.00	2.00
当期竣工面积（万平方米）	14.30	7.34
期末在建面积（万平方米）	15.32	23.45

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2018年底，公司共有3个在建房地产项目，占地面积合计11.89万平方米、建筑面积23.45万平方米；由于天津生态城地块项目和塘沽大连东道地块项目于2018年上半年进入基础施工阶段，公司期末在建项目规模较2017年显著扩大；其中塘沽大连东道地块项目楼面价较高（约为2.26万元/平方米），未来盈利空间易受限价等调控政策限制。投资规模方面，截至2018年底，公司在建项目计划总投资48.56亿元，已投资32.33亿元，尚需投资16.23亿元。

表 5　截至 2018 年底公司在建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目位置	占地面积	建筑面积	总投资规模	已投资规模	土地用途	开工时间	项目进度
1	天保金海岸 E03 项目	天津滨海新区	4.43	7.98	9.55	5.05	住宅	2016 年 10 月	主体及二次结构施工
2	天津生态城地块项目	天津滨海新区	6.35	12.70	30.79	20.70	住宅	2018 年 4 月	基础施工
3	塘沽大连东道地块项目	天津滨海新区	1.11	2.77	8.23	6.59	住宅	2018 年 5 月	基础施工
合计			**11.89**	**23.45**	**48.56**	**32.33**	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产项目开发规模显著增长，资金压力有所加大。

（3）房地产销售情况

2018 年，公司签约销售面积为 6.37 万平方米，同比下降 18.85%；销售金额 14.53 亿元，同比下降 12.36%，公司销售面积和销售金额均有所下降主要系新达预售项目规模下降所致。在签约销售均价方面，2018 年，公司房产销售均价为 22,806 元/平方米，较上年增长 7.94%，主要系当期公司销售的开发区金海岸项目所在区域市场价格相对较高所致。

2018 年，公司已售项目结转面积 9.81 万平方米，结转收入 21.22 亿元，同比增长 65.14%，当年结转的主要为意境兰庭二期和天保金海岸 D07 项目。

表 6　2017~2018 年公司房地产销售概况

项目	2017 年	2018 年
预售项目（个）	6	4
签约销售面积（万平方米）	7.85	6.37
签约销售金额（亿元）	16.58	14.53
签约销售均价（元/平方米）	21,129	22,806
结转收入面积（万平方米）	7.25	9.81
结转收入（亿元）	12.85	21.22
结转均价（元/平方米）	17,724.14	21,630.99

资料来源：公司提供
注：上表中结转收入金额与表 2 中销售收入有所差异，主要系结转收入中未包含车位销售收入。

截至 2018 年底，公司在售项目 4 个，剩余可售面积为 12.10 万平方米，按 2017 年和 2018 年签约销售面积的平均值 7.11 万平方米计算，可满足公司未来 20 个月左右的销售（具体销售情况如下表所示）。公司汇川大厦、汇津广场一期以及汇盈产业园等项目去化较慢，主要系天津空港经济区写字楼及商业项目市场存量较大所致。

表 7　截至 2018 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	位置	业态	开盘时间	建筑面积	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	去化率
天保金海岸 E03 项目	天津经济技术开发区	住宅	2018.7	7.98	7.61	6.08	1.53	79.89
汇川大厦	天津经济技术开发区	商业	2015.8	4.55	3.34	1.27	2.07	38.02
汇津广场一期	天津空港经济区	商业	2011.12	5.92	5.92	3.18	2.74	53.72
汇盈产业园	天津空港经济区	商业	2016.12	6.46	5.93	0.17	5.76	2.87
合计	--	--	--	**24.91**	**22.80**	**10.70**	**12.10**	**46.93**

资料来源：公司提供

总体看，由于新达预售项目较少，公司签约销售面积和销售金额均有所下降，但受益于区域房地产行情的发展，销售价格略有上涨；同时受前期销售项目陆续竣工，公司当期结转收入大幅增加，结转均价持续上升。公司在售项目主要为商业地产项目，开盘时间较早，去化较慢，如果后续在建项目不能及时获取预售证，公司销售规模或将进一步下降。

3. 物业出租

2018 年，公司物业出租收入 0.53 亿元，对公司营业收入影响较小；公司物业出租收入主要来源于公司及其子公司开发的公寓、办公楼和商业项目。2018 年，公司主要商业物业项目包括天保公寓、名居花园底商、汇津广场一期、天保金海岸 C04 项目和汇盈产业园，其合计可租面积为 19.65 万平方米，同比变化不大；出租率方面，天保公寓和汇津广场一期出租率不高，主要系天津空港经济区写字楼及商业项目市场存量相对较大所致，其中天保公寓出租率有所下降主要系当期部分企业退租所致，汇盈产业园出租率大幅提高主要系公司加大招商力度所致；上述主要商业物业项目 2018 年合计租金收入为 0.49 亿元，同比增长 18.52%，主要系汇津广场一期、天保金海岸 C04 等项目租金水平有所提升所致。

表 8　2017~2018 年公司主要物业出租项目情况（单位：万平方米、%、万元、元/平方米/年）

楼宇名称	分类	可租面积		年出租率		租金收入		单位租金水平	
		2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
天保公寓	公寓	7.89	7.89	50.76	46.61	2,046.29	1,751.20	510.94	476.19
名居花园底商	商业	0.73	0.73	100.00	94.96	355.14	378.44	486.49	545.93
汇津广场一期	商业	2.83	2.74	49.67	51.47	866.56	1,223.76	616.48	867.74
天保金海岸 C04 项目	商业	2.41	2.41	100.00	100.00	552.44	972.63	229.23	403.58
汇盈产业园	商业	5.99	5.88	11.20	41.30	288.70	543.97	430.33	224.00
合计		**19.84**	**19.65**	--	--	**4,109.13**	**4,870.00**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司物业出租经营较为平稳，收入规模较小，对主营业务收入影响不大，但部分物业出租率仍然较低。

4. 经营关注

宏观调控政策变化的风险

公司作为房地产企业，其经营情况与国民经济联系极为密切，受国家宏观政策影响较大。2019 年房地产行业调控政策难以出现实质性放松，公司未来的经营将受“限购”、“限价”等政策影响。

土地储备规模较为一般，且部分项目拿地成本相对较高，未来盈利空间受调控政策影响较大

截至2018年底，公司土地储备规模较为一般，在一定程度上限制了公司房地产业务未来的开发规模；此外，公司部分项目土地成本相对较高，未来盈利空间受地产调控政策（尤其限价政策）的影响较大。

房地产项目区域分布集中，商业物业去化较慢且可售项目规模较小

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仍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；受市场因素影响，公司部分商业物业去化率和出租率仍较低；且公司目前可售项目规模相对较小，不利于其未来一段时间的销售现金流入。

5. 未来发展

未来，公司将立足天津空港经济区，秉持以滨海新区为核心、天津市区为重点、积极拓展周边二三线城市的发展策略；坚持以房地产开发为主业，主要发展中高档民用住宅，适当发展商业地产和工业地产，逐步增加持有收益高的经营性物业，以实现商品房销售和持有物业长短搭配、主辅结合的盈利模式；继续坚持转型发展战略，紧紧围绕区域发展大局及“房地产业务、产业园区业务、优质股权投资业务”三大业务板块的战略定位，突出产业园区业务、航空类优质股权投资业务资源拓展，培育新的利润增长点；努力推进房地产开发建设水平、产业园区运营能力等重点工作实现突破性进展，并结合国家航空产业发展状况和区域航空产业资源，进一步培育拓展航空业务和逐步增大航空类资产规模。同时，充分运用资本市场融资功能，实现公司资产总值、股票市值、营业收入和利润的共同增长。

总体看，公司未来发展战略思路清晰，但作为房地产企业，向航空领域业务的拓展有一定不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2018年财务报表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报告。2018年，公司合并财务报表范围包括6家子公司，与上年相比增加1家，公司财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额96.76亿元，负债合计44.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计52.19亿元，其中归属于母公司所有者权益52.10亿元。2018年，公司实现合并营业收入22.90亿元，净利润（含少数股东损益）0.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.72亿元，现金及现金等价物净增加额为-23.45亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额96.36亿元，负债合计44.37亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计51.99亿元，其中归属于母公司所有者权益51.90亿元。2019年1~3月，公司实现合并营业收入0.51亿元，净利润（含少数股东损益）-0.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.06亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.33亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 96.76 亿元，较年初下降 6.08%，主要系流动资产下降所致。其中，流动资产和非流动资产分别占 83.74%和 16.26%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产81.03亿元，较年初下降7.54%，主要系货币资金大幅下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占16.11%）和存货（占82.14%）构成。

截至2018年底，公司货币资金13.05亿元，较年初大幅下降64.16%，主要系公司支付南开区天拖二期地块土地款、偿付到期公司债所致；从构成看，公司货币资金仍全部为银行存款；受限方面，因开具银行付款保函而受限的货币资金为0.12亿元，受限比
例低。

截至2018年底，公司存货账面价值66.56亿元，较年初增长41.41%，主要系公司将当期购买的南开区天拖地块土地计入开发成本所致；其中，开发产品占6.30%，开发成本占93.70%。截至2018年底，公司共计提跌价准备2.92亿元，主要是对天津生态城项目和塘沽大连道项目计提的减值准

备，对应减值准备金额分别为1.48亿元和1.43亿元，计提原因主要系上述项目拿地成本相对较高所致；因土地使用权抵押而受限的存货规模为28.75亿元，占存货账面价值的43.20%，受限比例较高。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 15.73 亿元，较年初变化不大。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.92%）、长期股权投资（占 20.02%）、投资性房地产（占 49.51%）、固定资产（占 5.89%）和递延所得税资产（占 14.67%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 1.25 亿元，较年初未发生增减变动。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 3.15 亿元，较年初下降 13.68%，主要系当期空客总装天津公司亏损确认-0.50 亿元投资损益所致。

公司投资性房地产全部为以成本法计量的房屋和建筑物。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 7.79 亿元，较年初增长 11.69%，主要系汇盈产业园等项目转入所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产累计计提折旧 1.71 亿元，未计提减值准备。公司投资性房地产有一定的升值空间。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 2.31 亿元，较年初增长 19.33%，主要系预提土地增值税和资产减值准备产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产总额 28.86 亿元，较年初大幅增加 28.83 亿元，占总资产的 29.83%，受限资产占比尚可；其中，主要为因土地抵押而受限的存货（占比 99.62%）。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 96.36 亿元，较年初变化不大；其中，流动资产占 83.52%，非流动资产占 16.48%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，受支付天拖项目土地款、偿付到期债务等因素影响，公司货币资金规模大幅下降，导致资产规模下降；公司资产仍以货币资金和存货等流动资产为主，符合房地产开发企业特征；但受部分项目地价较高等因素影响，公司对存货计提了跌价准备；此外，公司资产受限规模大幅增长；整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 44.58 亿元，较年初下降 13.96%，主要系非流动负债下降所致；其中，流动负债和非流动负债分别占 72.92%和 27.08%，公司负债结构仍以流动负债为主，且占比进一步提高。

截至 2018 年底，公司流动负债 32.51 亿元，较年初略有增长；公司流动负债主要由短期借款（占 14.77%）、应付账款（占 10.59%）、预收款项（占 39.85%）和其他流动负债（占 27.89%）构成。

截至 2018 年底，公司新增短期借款 4.80 亿元，均为应收账款保理融资借款；公司应付账款 3.44 亿元，较年初下降 17.65%，主要系公司应付工程款减少所致；公司预收款项 12.95 亿元，较年初下降 38.75%，主要系 2017 年公司意境兰庭二期项目及天保金海岸 D07 项目大部分已预售完毕，导致公司 2018 年预售规模减少所致；公司其他流动负债 9.07 亿元，较年初大幅增长 110.09%，主要系预提土地增值税增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 12.07 亿元，较年初下降 41.10%，主要系应付债券下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 31.15%）和应付债券（占 68.82%）构成。

截至2018年底，公司长期借款3.76亿元，较年初下降16.46%；主要系应收账款保理借款转为

短期借款所致；从期限分布看，2020年到期占65.40%、2021年到期占8.00%、2022年及以上占26.60%。公司应付债券8.31亿元，较年初下降48.00%，主要系公司于2017年偿还公司债“15天保01”7.69亿元回售款所致；公司应付债券为公司发行的“15天保01”和“16天保01”，其中，“16天保01”将于2019年10月24日面临回售，若全部回售，公司2019年将面临一定的偿付压力。

截至 2018 年底，公司全部债务 17.80 亿元，较年初下降 13.06%；债务结构仍以长期债务为主，占比 67.78%。截至 2018 年底，公司资产负债率 46.07%，较年初下降 4.22 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 25.43%和 18.78%，较年初分别下降 3.13 个百分点和 9.78 个百分点。整体看，公司债务规模有所下降，债务结构较为合理，但考虑到“16 天保 01”将于 2019 年 10 月 24 日面临回售，其 2019 年将面临一定的偿付压力。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 44.37 亿元，较年初变化不大；其中，流动负债占比 72.36%，非流动负债占比 27.64%，负债结构较年初变化不大，仍以流动负债为主。公司全部债务为 17.70 亿元，较年初变化不大，债务结构仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 46.04%、25.40%和 19.09%，较年初变化不大。

总体看，2018 年，受预售规模下降及偿还部分应付债券等因素影响，公司负债规模有所下降；公司债务负担整体较轻，债务结构较为合理，但 2019 年仍将面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 52.19 亿元，较年初略有增长；其中，归属于母公司所有者权益 52.10 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 21.30%、资本公积占 35.20%、盈余公积占 4.60%、未分配利润占 38.90%，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 51.99 亿元，其所有者权益规模和所有者权益结构均较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模略有增长，稳定性尚可。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 22.90 亿元，同比增长 24.03%，主要系意境兰庭二期、天保金海岸 D07 项目满足结转收入条件所致；营业成本 9.70 亿元，同比增长 17.75%；净利润 0.97 亿元，同比大幅下降 76.39%，公司收入增长的同时净利润大幅下滑主要系土地增值税增加，以及对部分存货计提减值准备所致。

从期间费用来看，2018 年公司期间费用总额 1.15 亿元，同比增长 16.88%，主要系财务费用增加所致。2018 年，公司销售费用 0.19 亿元，同比下降 15.64%，主要系广告宣传费和销售服务费减少所致；管理费用 0.44 亿元，同比下降 4.92%，主要系应付职工薪酬及聘请中介机构费减少所致；财务费用 0.52 亿元，同比增长 74.22%，主要系利息收入减少所致。

2018 年，公司营业外收入对利润水平影响有限。2018 年，公司资产减值损失为 3.09 亿元，较上年大幅增加 2.90 亿元，主要系当期对子公司天保基建天津生态城项目和塘沽大连道项目计提减值准备所致；公司资产减值损失金额占当期营业利润的 122.55%，对利润影响重大。2018 年，公司投资收益为-0.47 亿元，同比下降 0.54 亿元，主要系当期空客总装天津公司亏损所致，公司投资收益对营业利润有一定影响。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.58%、3.39%和 1.88%，分别较上年下降 4.74、3.52 和 6.50 个百分点；整体看，受利润水平下降的影响，公司盈利指标均有所下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.51 亿元，同比下降 94.67%，主要系当期满足结转收入条件的项目减少所致；实现净利润-0.20 亿元。

总体看，2018 年，公司收入规模有所增长，但受资产减值等因素影响，利润规模显著下降；投资收益为亏损状态，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 19.16 亿元，同比下降 26.75%，主要系公司房地产项目预售规模下降所致；经营活动现金流出规模相对较大，为 38.88 亿元（同比变化不大），主要系当期支付天拖二期项目土地款所致；受上述因素影响，2018 年，公司经营活动净现金流-19.72 亿元，净流出规模持续扩大。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 0.03 亿元，规模较小；公司投资活动现金流出 0.06 亿元，较上年减少 3.26 亿元，主要系 2017 年公司支付中天航空公司股权收购款所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额-0.03 亿元；公司 2018 年投资活动现金流规模较小。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入 9.80 亿元，同比大幅下降 74.56%，主要系贷款规模减少所致；筹资活动现金流出 13.50 亿元，同比大幅下降 61.30%，主要系当期贷款规模下降，到期还本付息相应减少所致。受上述因素以及 2018 年公司偿还部分到期债务等因素综合影响，2018 年，公司筹资活动现金流量净额-3.70 亿元，由净流入转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-1.06 亿元，投资活动产生的现金流量净额-1.31 万元，筹资活动产生的现金流量净额-0.27 亿元。

总体看，2018 年，受房地产项目预售规模下降以及支付天拖二期土地款等因素影响，公司经营活动现金净流出规模持续扩大；投资活动现金流规模较小；受贷款规模减少及偿还部分到期债务等因素影响，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.49 倍和 0.45 倍，较年初的 2.80 倍和 1.30 倍有所下降，主要系支付天拖项目土地款导致货币资金大幅下降所致。截至 2018 年底，公司现金类资产 13.05 亿元，较年初大幅下降 64.16%；同期，公司现金短期债务比为 2.28 倍，公司现金对短期债务的覆盖程度仍处于较高水平；若假设“16 天保 01”债项于 2019 年全部回售，则现金短期债务比为 0.95 倍，其覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力较强，但考虑到公司债券即将面临回售，公司将面临一定偿付压力。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.73 亿元，同比下降 45.00%，主要系利润规模下降所致；公司 EBITDA 由折旧（占 7.77%）、摊销（占 1.23%）、计入财务费用的利息支出（占 22.93%）和利润总额（占 68.07%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 8.37 倍下降至 4.18 倍，EBITDA 对利息保障能力强；EBITDA 全部债务比为 0.21 倍，较上年有所下降，EBITDA 对全部债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司无对外担保，以及重大（涉案金额 100 万元以上）未决诉讼或其他或有事项。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10120116018760309），截至 2019 年 3 月 29 日，公司无未结清的不良或关注类信用记录；已结清业务中有 4 笔不良贷款记录、18 笔关注类记

录和 2 笔欠息记录，均已于 2007 年 6 月底前正常偿清，为天水股份在与公司进行资产置换前造成的信用记录。

截至 2018 年底，公司及子公司已获得银行授信额度 12.29 亿元，其中尚未使用的授信额度为 8.53 亿元；公司间接融资渠道尚可；考虑到公司作为上市公司，其直接融资渠道较通畅。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力均属较强，整体偿债能力较强；但考虑到部分债项将面临回售，公司 2019 年将面临一定集中偿付压力。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）13.05 亿元，约为“15 天保 01”、“16 天保 01”债券余额（8.31 亿元）的 1.57 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 52.19 亿元，约为债券余额（8.31 亿元）的 6.28 倍，净资产对债券剩余余额的覆盖程度高，能够对“15 天保 01”、“16 天保 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.73 亿元，约为债券余额（8.31 亿元）的 0.45 倍，对“15 天保 01”、“16 天保 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 19.16 亿元，约为债券合计（8.31 亿元）的 2.31 倍，公司经营活动现金流入量对“15 天保 01”、“16 天保 01”的覆盖程度较高。

总体看，公司财务情况良好，考虑到公司作为天津港保税区唯一的房地产开发企业，仍具备一定区域竞争优势；且公司房地产业务收入规模保持增长，债务负担整体较轻。联合评级认为公司对“15 天保 01”、“16 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“15 天保 01”和“16 天保 01”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“15 天保 01”和“16 天保 01”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以上两期债券发行首日至到期日后六个月止。

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 2018 年底，天保投控注册资本 212.53 亿元，由天津港保税区国有资产管理局代表天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）行使出

资人职能，公司实际控制人为天津市国资委。

截至 2018 年底，天保投控合并资产总计 1,317.57 亿元，负债合计 849.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 468.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 439.81 亿元；2018 年，天保投控实现营业收入 81.82 亿元，净利润（含少数股东损益）14.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.86 亿元，现金及现金等价物净增加额为 27.77 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：赵家旺。

（2）经营概况

在天津市滨海新区和天津港保税区快速发展的背景下，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，并投入较大量资金参股金融机构和投资企业，获取投资收益。

2018 年，天保投控实现营业收入 81.82 亿元，同比增长 14.97%，主要系交通运输板块和房地产板块收入增长所致。从营业收入构成来看，交通运输板块仍为天保投控第一大收入来源，占比为 51.02%，较上年略有下降；房地产板块和其他业务板块占比有所上升，分别为 32.09%和 4.65%；市政公用板块和金融业务板块占比有所下降，分别为 8.17%和 4.07%。整体看，天保投控营业收入结构较去年变化不大。

从各板块收入来看，2018 年，天保投控交通运输业务实现收入 41.74 亿元，同比增长 10.93%，主要系业务结构调整所致；房地产业务板块实现营业收入 26.25 亿元，较上年增长 23.65%，主要系房地产市场转暖及天津保税区区域经济发展较快所致；市政公用业务板块实现营业收入 6.68 亿元，较上年下降 6.52%；金融业务板块和其他业务板块营业收入有所增长，但业务规模仍相对较小，具体变动如下表所示。

表 9　2017~2018 年天保投控收入占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
交通运输业务板块	37.63	52.88	4.36	41.74	51.02	3.08
房地产业务板块	21.23	29.83	51.52	26.25	32.09	54.23
市政公用业务板块	7.15	10.04	7.69	6.68	8.17	3.60
金融业务板块	3.01	4.23	-11.20	3.33	4.07	87.48
其他业务板块	2.15	3.02	38.11	3.81	4.65	58.41
合计	**71.16**	**100.00**	**19.12**	**81.82**	**100.00**	**25.55**

资料来源：天保投控提供

注：由于各项数据尾数取舍的原因，合计值可能与财务报表中营业收入略有不同。

从毛利率来看，2018 年，天保投控综合毛利率为 25.55%，较上年上升 6.43 个百分点。分板块来看，交通运输业务板块毛利率为 3.08%，较上年下降 1.28 个百分点，主要系汽车展贸业和现代物流业两块业务毛利率下滑所致；房地产业务板块毛利率为 54.23%，较上年上升 2.71 个百分点，主要系结转的空港意境兰亭等房地产项目销售价格增长较快所致；市政公用业务板块毛利率为 3.60%，较上年下降 4.09 个百分点，主要系煤炭价格上升的同时受限价等行业因素共同影响所致；金融业务板块毛利率波动较大，为 87.48%，较上年大幅提升 98.68 个百分点；其他业务板块毛利率为 58.41%，较上年提升 20.30 个百分点。

总体看，2018 年，天保投控营业收入仍主要来源于交通运输板块和房地产板块，收入规模均有所增长；受房地产业务毛利率上升的影响，天保投控综合毛利率有所提升。

（3）财务状况

天保投控 2018 年财务报表审计机构由原中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙），并出具了标准无保留的审计意见。合并范围方面，2018 年，天保投控合并范围新增子公司 5 家（其中非同一控制下企业合并 2 家，投资设立 3 家），不再纳入合并范围子公司 1 家，上述变化对天保投控经营及财务数据影响较小；整体看，天保投控财务数据可比性强。

截至 2018 年底，天保投控合并资产总计 1,317.57 亿元，负债合计 849.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 468.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 439.81 亿元；2018 年，天保投控实现营业收入 81.82 亿元，净利润（含少数股东损益）14.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.86 亿元，现金及现金等价物净增加额为 27.77 亿元。

资产质量

截至 2018 年底，天保投控资产 1,317.57 亿元，较年初增长 19.43%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产的占比分别为 45.13%和 54.87%。

截至 2018 年底，天保投控流动资产 594.57 亿元，较年初增长 36.55%，主要系其他应收款增长所致。天保投控流动资产主要由货币资金（占 25.77%）、其他应收款（占 37.92%）和存货（占 30.64%）构成。

截至 2018 年底，天保投控货币资金 153.22 亿元，较年初增长 23.00%，主要系融资规模增加所致；天保投控货币资金以银行存款（占 70.31%）和存放同业（占 27.69%）为主；使用受限的货币资金金额为 4.51 亿元，受限比例为 2.95%，受限比例低。截至 2018 年底，天保投控其他应收款账面余额 225.49 亿元，较年初大幅增长 118.08%，主要系当期与天津港保税区管委会的往来款增加，以及天津港保税区财政局对天保投控的财政补贴款尚未到位等因素影响所致。截至 2018 年底，天保投控其他应收款累计计提坏账准备 7.41 亿元，计提比例为 3.18%；天保投控其他应收款前五名单位分别为天津港保税区财政局、天津港保税区管委会、天津港保税区建设服务总公司、天津市滨海新区财务管理中心和天津经济技术开发区土地整理中心，合计占比 98.42%，其他应收款集中度较高，但考虑到前五名单位性质，回收风险较小。截至 2018 年底，天保投控存货账面价值 182.20 亿元，较年初增长 16.13%；存货主要由房地产板块的开发成本（占 70.78%）和开发产品（占 23.49%）构成。截至 2018 年底，天保投控计提存货跌价准备 2.93 亿元，主要是对子公司天保基建天津生态城项目和塘沽大连道项目计提的减值准备，对应减值准备金额分别为 1.48 亿元和 1.43 亿元。

截至 2018 年底，天保投控非流动资产 723.00 亿元，较年初增长 8.26%，主要系可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资和投资性房地产增长所致。天保投控非流动资产主要由可供出售金融资产（占 10.67%）、长期应收款（占 27.91%）、长期股权投资（占 16.24%）、投资性房地产（占 6.53%）、在建工程（占 18.13%）和无形资产（占 13.56%）构成。

截至 2018 年底，天保投控可供出售金融资产 77.15 亿元，较年初增长 11.85%，主要系可供出售权益工具增加所致；可供出售金融资产累计计提减值准备 0.30 亿元，计提比例为 0.39%。截至 2018 年底，天保投控长期应收款 201.78 亿元，较年初增长 9.59%，主要系天津港保税区财政局代建项目款增加所致。截至 2018 年底，天保投控长期股权投资 117.42 亿元，较年初增长 7.03%，主

要系对联营企业投资增加所致；被投资企业包括天津银行股份有限公司、中航直升机有限责任公司、空中客车（天津）工装夹具有限公司等，2018 年被投资企业整体经营良好。截至 2018 年底，天保投控投资性房地产（以成本法计量）账面价值 47.20 亿元，较年初大幅增长 145.44%，主要系一方面，天保投控子公司将部分房产对外出租，计入投资性房地产（合计约 15.4 亿元），另一方面将 A320 厂房从在建工程转至投资性房地产（约 13 亿元）所致；从构成看，主要为房屋、建筑物（占 89.30%），累计计提折旧 8.71 亿元，计提比例 15.58%。截至 2018 年底，天保投控在建工程 131.11 亿元，较年初下降 5.18%，以基建工程为主（占 90.41%）。截至 2018 年底，天保投控无形资产 98.05 亿元，较年初变化不大，主要系土地使用权账面价值小幅下降所致。

截至 2018 年底，天保投控所有权或使用权受限的资产 261.69 亿元，占总资产的 19.87%，主要包括受限的长期应收款 153.54 亿元、存货 43.14 亿元、可供出售金融资产 23.92 亿元、一年内到期的非流动资产（主要为长期应收款保理融资）13.54 亿元和应收账款 13.50 亿元等，其余受限资产包括货币资金、无形资产、投资性房地产、固定资产和在建工程，受限规模均在 5 亿元以下。整体看，天保投控资产受限比例尚可。

总体看，2018 年，天保投控资产规模有所增长；货币资金较充裕，资产受限比例尚可；但存货、长期应收款、在建工程和无形资产占比较高，该部分资产流动性一般；整体看，天保投控资产质量一般。

负债与所有者权益

负债

截至 2018 年底，天保投控负债合计 849.30 亿元，较年初增长 22.80%，主要系非流动负债增加所致；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 40.66%和 59.34%。

截至 2018 年底，天保投控流动负债 345.31 亿元，较年初增长 4.47%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。天保投控流动负债主要由短期借款（占 29.89%）和一年内到期的非流动负债（占 52.93%）构成。

截至 2018 年底，天保投控短期借款 103.20 亿元，较年初增长 10.34%，主要系取得的融资借款增加所致。截至 2018 年底，天保投控一年内到期的非流动负债 182.76 亿元，较年初增长 7.56%，主要系长期借款将于一年内到期所致。

截至 2018 年底，天保投控非流动负债 503.99 亿元，较年初增长 39.58%，主要系应付债券增长所致。天保投控非流动负债主要由长期借款（占 58.42%）和应付债券（占 36.49%）构成。

截至 2018 年底，天保投控长期借款 294.43 亿元，较年初增长 4.90%，主要系贷款规模增加所致。截至 2018 年底，天保投控应付债券 183.89 亿元，较年初增长 145.51 亿元，主要系当期发行较大规模中期票据所致。

从全部债务来看，截至 2018 年底，天保投控全部债务 796.53 亿元，较年初增长 27.47%，主要系发行较大规模中期票据所致；其中，短期债务和长期债务分别占 37.14%和 62.86%。从债务指标来看，截至 2018 年底，天保投控资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.46%、62.98%和 51.67%，较年初分别上升 1.77 个百分点、2.69 个百分点和 5.01 个百分点。若将天保投控永续债 81.50 亿元计入长期债务，则天保投控全部债务为 878.03 亿元，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 66.53%、65.22%和 55.42%。整体看，天保投控债务负担较重，未来将面临一定的刚性兑付压力。

总体看，2018 年，天保投控负债规模和债务负担均有所上升；天保投控刚性债务规模较大，未来将面临一定的刚性兑付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，天保投控所有者权益 468.26 亿元，较年初增长 13.76%，主要系实收资本、其他权益工具和未分配利润增加所致。天保投控归属于母公司所有者权益 439.81 亿元，较年初增长 14.33%；其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 48.32%、18.53%、26.68%、2.00%和 3.90%。其他权益工具全部为天保投控于 2015~2018 年发行的永续债。整体看，天保投控所有者权益稳定性尚可。

总体看，2018 年，受实收资本和未分配利润增加，以及发行永续债等因素影响，天保投控所有者权益规模有所增长；天保投控实收资本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性尚可。

盈利能力

2018 年，天保投控实现营业收入 81.82 亿元，较上年增长 14.97%，主要系交通运输板块和房地产板块收入增长所致；营业成本 60.91 亿元，较上年增长 5.83%；营业利润-5.83 亿元，较上年大幅下降 16.15 亿元，主要系财务费用大幅增长所致；实现净利润 14.60 亿元，较上年增长 107.67%，主要系政府补助中的企业发展金大幅增加所致。

期间费用方面，2018 年，天保投控费用总额 25.61 亿元，较上年增长 156.47%，主要系财务费用增加所致；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 4.40%、12.93%和 82.68%。2018 年，销售费用 1.13 亿元，较上年变化不大；管理费用 3.31 亿元，较上年增长 3.97%，主要系聘请中介机构费用和办公费增加所致；财务费用 21.17 亿元，较上年大幅增加 15.51 亿元，主要系利息支出和汇兑收益增加，同时利息收入减少所致。2018 年，天保投控费用收入比为 31.30%，较上年上升 17.27 个百分点；天保投控费用控制能力有待加强。

2018 年，天保投控投资收益 8.13 亿元，较上年下降 13.42%，投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益；营业外收入 23.60 亿元，较上年大幅增加 23.34 亿元，主要系政府补助中的企业发展金大幅增加所致；整体看，天保投控利润规模受投资收益及营业外收入影响较大，盈利稳定性较弱。

从盈利指标来看，2018 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 3.05%、3.14%和 3.32%，分别较上年上升 0.85 个、0.78 个和 1.59 个百分点。

总体看，2018 年，天保投控收入有所增加；受财务费用增加影响，营业利润为亏损状态，费用控制能力有待提高；投资收益及营业外收入对利润规模影响较大；天保投控盈利稳定性较弱。

现金流

从经营活动来看，2018 年，天保投控经营活动现金流入 112.05 亿元，较上年下降 32.01%，主要系经营相关现金流入规模及往来款规模减少所致；经营活动现金流出 135.91 亿元，较上年变化不大；受上述因素影响，天保投控经营活动现金流量净额-23.86 亿元，由上年的净流入转为净流出。2018 年，天保投控现金收入比 84.17%，较上年下降 39.26 个百分点，收入实现质量较为一般。

从投资活动来看，2018 年，天保投控投资活动现金流入 59.79 亿元，较上年大幅下降 157.74 亿元，主要系收回投资收到的现金大幅下降所致；投资活动现金流出 183.58 亿元，较上年增长 11.06%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金增加所致；受上述因素影响，天保投控投资活动现金流量净额-123.79 亿元，由上年的净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2018 年，天保投控筹资活动现金流入 455.13 亿元，较上年增长 17.27%，主要系融资规模大幅增长所致；筹资活动现金流出 279.95 亿元，较上年下降 43.59%，主要系偿还债务支付的现金大幅下降所致；受上述因素影响，天保投控筹资活动现金流量净额 175.18 亿元，

由上年的净流出转为净流入。

总体看，2018 年，天保投控经营活动现金流由上年的净流入转为净流出，投资活动现金流由上年的净流入转为净流出，筹资活动现金流由上年的净流出转为净流入，天保投控融资需求显著加大。

偿债能力

截至 2018 年底，天保投控流动比率和速动比率分别为 1.72 倍和 1.19 倍，较上年的 1.32 倍和 0.84 倍有所上升，主要系其他应收款大幅增加所致；现金短期债务比为 0.52 倍，较上年的 0.51 倍略有提升，现金内资产对短期债务的保障程度一般；经营净现金流为净流出状态，无法对流动负债形成有效保障。整体看，天保投控短期偿债能力一般。

2018 年，天保投控 EBITDA 为 43.59 亿元，较上年增长 42.75%；其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额的占比分别为 11.78%、0.95%、46.95%和 40.32%，受政府补贴增长影响，利润总额占比较上年有所提升。2018 年，天保投控 EBITDA 全部债务比 0.05 倍，较上年无变化，EBITDA 对全部债务的保障程度低。整体看，天保投控长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，天保投控对外担保余额为 15.87 亿元，占其净资产的 3.39%，占比较小。

截至 2018 年底，天保投控无重大诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

截至 2018 年底，天保投控共计获得银行授信额度约 1,307.28 亿元，其中尚未使用的授信额度为 488.93 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

根据天保投控提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为：G10120116022629205），截至 2019 年 4 月 8 日，天保投控无未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

考虑到天保投控作为保税区内从事基础设施建设的主体，保税区政府对其支持力度很大；2018 年，天保投控旗下交通运输、房地产等业务板块整体发展态势良好，综合实力较强。总体看，天保投控整体偿债能力很强。

3. 债权保护效果

以 2018 年底财务数据测算，“15 天保 01”和“16 天保 01”待偿本金共计 8.31 亿，占担保方天保投控资产总额的 0.63%和净资产总额的 1.78%，占比很低；天保投控 2018 年经营活动现金净流量为净流出状态，尚不能对“15 天保 01”和“16 天保 01”的待偿本金形成有效覆盖。考虑到天保投控货币资金及经营现金流入规模较大，整体看，天保投控的担保对债券的保护程度很高。

总体看，天保投控资产和权益规模较大，“15 天保 01”和“16 天保 01”待偿本金规模占其资产的比重很低，其担保对于“15 天保 01”和“16 天保 01”的到期还本付息具有积极的保护作用。

九、综合评价

2018 年，公司作为天津保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，仍具备一定的区域竞争优势。公司业务收入仍以房地产开发为主，收入规模保持增长，综合毛利率不断提升，且债务负担较轻。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大，公司土地储备规模较为一般、部分在建项目土地成本较高、部分商业物业去化率和出租率仍较低、货币资金规模下降显著及 2019 年面临一定偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

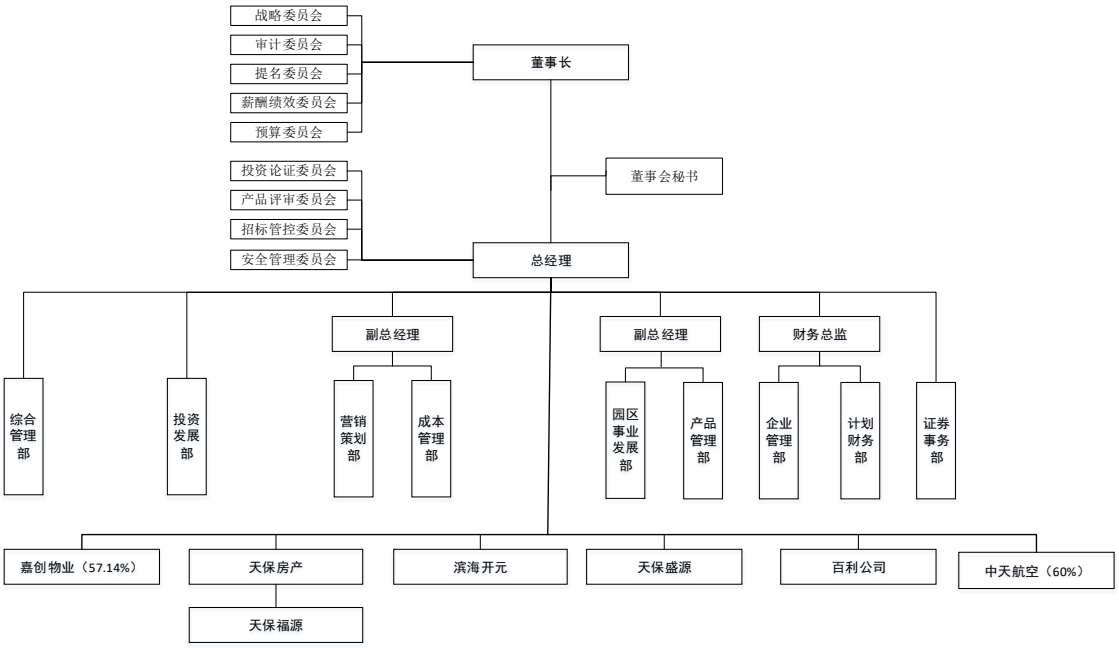
未来，随着公司持续推进天津生态城项目、塘沽大连东道项目及天拖二期等项目建设，公司

销售规模有望实现增长，经营现金流有望得到改善。

“15 天保 01”和“16 天保 01”由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，其对本次债券的担保反映出天保投控对公司的信心和支持，对本次债券的信用提升有明显的积极作用。

综上，联合评级维持公司的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”和“16 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	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	103.02	96.76	96.36
所有者权益（亿元）	51.22	52.19	51.99
短期债务（亿元）	--	5.74	5.44
长期债务（亿元）	20.47	12.07	12.26
全部债务（亿元）	20.47	17.80	17.70
营业收入（亿元）	18.46	22.90	0.51
净利润（亿元）	4.11	0.97	-0.20
EBITDA（亿元）	6.78	3.73	--
经营性净现金流（亿元）	-12.89	-19.72	-1.06
流动资产周转次数（次）	0.70	0.72	--
存货周转次数（次）	0.24	0.17	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.23	--
总资本收益率（%）	7.31	2.58	--
总资产报酬率（%）	6.92	3.39	--
净资产收益率（%）	8.38	1.88	--
营业利润率（%）	36.54	31.00	11.16
资产负债率（%）	50.29	46.07	46.04
全部债务资本化比率（%）	28.56	25.43	25.40
长期债务资本化比率（%）	28.56	18.78	19.09
EBITDA 利息倍数（倍）	8.37	4.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.21	--
流动比率（倍）	2.80	2.49	2.51
速动比率（倍）	1.30	0.45	0.41
现金短期债务比（倍）	--	2.28	--
经营现金流动负债比率（%）	-41.17	-60.66	-3.30
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.42	0.45	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、公司 2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,103.24	1,317.57
所有者权益（亿元）	411.64	468.26
短期债务（亿元）	264.83	295.86
长期债务（亿元）	360.05	500.67
全部债务（亿元）	624.88	796.53
营业收入（亿元）	71.16	81.82
净利润（亿元）	7.03	14.60
EBITDA（亿元）	30.54	43.59
经营性净现金流（亿元）	30.53	-23.86
应收账款周转次数（次）	4.43	11.16
存货周转次数（次）	0.40	0.36
总资产周转次数（次）	0.06	0.07
现金收入比率（%）	123.42	84.17
总资本收益率（%）	2.20	3.05
总资产报酬率（%）	2.36	3.14
净资产收益率（%）	1.73	3.32
营业利润率（%）	13.02	16.16
费用收入比（%）	14.03	31.30
资产负债率（%）	62.69	64.46
全部债务资本化比率（%）	60.29	62.98
长期债务资本化比率（%）	46.66	51.67
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05
流动比率（倍）	1.32	1.72
速动比率（倍）	0.84	1.19
现金短期债务比（倍）	0.51	0.52
经营现金流动负债比率（%）	9.24	-6.91

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、天保投控长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务，其中一年内到期的融资租赁款计入短期债务。

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	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资本收益率	（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）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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

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。