信用评级公告

联合〔2021〕3312 号

联合资信评估股份有限公司通过对天津天保基建股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津天保基建股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 天保 01”信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

天津天保基建股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天津天保基建股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
16 天保 01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 天保 01	8.00 亿元	4.50 亿元	2021-10-24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 5 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
股东支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

天津天保基建股份有限公司（以下简称“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，具备一定的区域竞争优势；公司控股股东天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”）背景很强，对公司支持力度大；公司业务收入仍以房地产开发为主，综合毛利率维持较高水平。2020 年，公司总债务尤其是短期债务规模快速上升，目前货币资金对短期债务覆盖倍数低；经营活动现金流持续净流出且净流出规模进一步扩大；竣工结转规模小，营业收入和总利润下降明显。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地储备规模一般，受限于债务短期集中偿付压力，项目开发建设力度不大；部分商业物业租售率较低、项目区域布局集中；公司货币资金规模小，对外存在较大的融资需求，整体看公司存在子强母弱的经营关系，公司通过关联方合并方式改善财务报表情况等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“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对本次债券的信用提升有明显的积极作用。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 天保 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **公司控股股东背景很强，政府支持力度大，业务范围广泛，对公司支持力度大。**公司控股股东天保控股是是天津市保税区管委会投资的大型国有独资公司，政府支持力度大。天保控股业务范围广泛，已形成包括城市基础设施业、现代物流业、房地产业、金融与投资业的四大产业板块；控股股东在资金、项目获取及资源整合等方面对公司支持力度大。

分析师：赵 兮 张文韬
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

2. **天保投控为公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对“16 天保 01”的信用水平有明显的积极作用。**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“16 天保 01”的信用水平有明显的积极作用。
3. **公司具备一定的区域竞争优势。**公司作为天津港保税区唯一一家区属国有控股 A 股上市房地产开发企业，具备一定的区域竞争优势。公司在滨海新区拥有多个热门项目和较好的客群基础。
4. **公司业务收入以房地产开发为主，综合毛利率维持较高水平。**2020 年公司综合毛利率为 59.77%，公司业务收入以房地产开发为主，房地产开发业务毛利率为 66.17%。

关注

1. **整体看，公司存在子强母弱的经营关系，公司通过关联方合并方式改善财务报表情况。**2021 年 1 月 22 日，公司与天津保税区投资有限公司签订《股权转让协议》，转让价款分四次交付，年利率 6.00%。2021 年 2 月，公司实现了对天津天保创源房地产开发有限公司（以下简称“天保创源”）的控制，并将其纳入合并财务报表范围。
2. **公司利润规模下滑较大，经营状况有待改善。**2020 年，公司实现营业收入 8.20 亿元，同比下降 32.59%；利润总额 1.50 亿元，同比下降 45.13%。2021 年一季度公司营业利润和利润总额均为亏损状态，经营情况有待改善。
3. **公司土地储备规模一般，补库存需求较高，部分存货因拿地成本高计提跌价准备；考虑到项目集中布局于天津市，公司盈利和发展空间或将受限。**近年来，公司拿地力度不大，土地储备规模一般，补库存需求较高；部分项目因拿地成本较高已计提存货跌价准备；考虑到公司土地储备集中布局于天津市以及当地市场景气度等因素，公司未来盈利空间或将受到影响。
4. **2020 年，公司受限于债务短期集中偿付压力，开发建设力度一般，在建项目尚需投资规模较大，可售项目规模较小，部分物业租售率较低，未来或将面临资金需求和销售方面的双重压力。**受限于债务短期集中偿付压力，2020 年，公司开发建设力度一般，在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资金支出压力；公司可售项目规模较小，部分商业物业去化率和出租率仍较低，公司未来或将面临资金需求和销售方面的双重压力。
5. **公司债务快速攀升、短期债务占比较高且融资成本较高，**

债务集中偿付压力较大；公司货币资金规模小，经营活动现金流持续净流出，对外存在较大的融资需求。另外，公司存在子强母弱的经营关系、并且通过关联方合并方式改善报表。公司债务规模快速增加，债务以短期债务为主，债务结构亟待改善，债务融资成本较高；公司经营活动现金流持续净流出，期末现金及现金等价物规模持续减少，公司存在较大的对外融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.05	6.45	3.04	5.39
资产总额(亿元)	96.76	91.17	99.51	120.69
所有者权益(亿元)	52.19	53.17	53.90	53.36
短期债务(亿元)	5.74	5.15	19.72	28.65
长期债务(亿元)	12.07	11.15	5.73	5.27
全部债务(亿元)	17.80	16.30	25.45	33.92
营业收入(亿元)	22.90	12.16	8.20	0.50
利润总额(亿元)	2.54	2.72	1.50	-0.51
EBITDA(亿元)	3.73	3.65	2.89	--
经营性净现金流(亿元)	-19.72	-3.42	-11.09	-6.08
营业利润率(%)	31.00	28.38	50.27	20.66
净资产收益率(%)	1.86	3.57	1.77	--
资产负债率(%)	46.07	41.68	45.83	55.79
全部债务资本化比率(%)	25.43	23.46	32.07	38.87
流动比率(%)	249.28	277.31	206.24	165.92
经营现金流动负债比(%)	-60.66	-12.72	-27.81	--
现金短期债务比（倍）	2.28	1.25	0.15	0.19
EBITDA 利息倍数(倍)	4.18	4.59	2.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.78	4.46	8.80	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	66.03	64.38	64.03	77.93
所有者权益（亿元）	50.80	49.83	49.14	48.65
全部债务(亿元)	15.01	12.90	12.29	15.79
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	10.60	-0.07	-0.47	-0.44
资产负债率（%）	23.06	22.60	23.26	37.58
全部债务资本化比率(%)	22.80	20.56	20.01	24.51
流动比率（%）	252.32	201.02	134.31	86.39
经营现金流动负债比(%)	-2.37	16.09	-75.13	--
担保方（天津天保控股有限公司）				
项　目	2018	2019 年	2020 年	2021 年 3
资产总额（亿元）	1317.57	1426.80	1457.42	1469.27
所有者权益（亿元）	468.26	513.78	532.51	515.31
全部债务(亿元)	765.07	787.95	837.15	851.16
营业收入(亿元)	81.82	102.89	95.91	10.69
利润总额(亿元)	17.57	18.63	18.45	6.67
资产负债率（%）	64.46	63.99	63.46	64.93
全部债务资本化比率(%)	62.03	60.53	61.12	62.29

流动比率（%）	172.18	223.80	168.92	335.24
经营现金流动负债比(%)	-6.91	-6.40	4.63	--

注：1. 2021 年一季度财务报表均未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）和担保方财务信息；3.数据差异系四舍五入所致

资料来源：财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 天保 01	AA+	AA	稳定	2020/05/13	王安娜 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
16 天保 01	AA+	AA	稳定	2016/08/04	周旭 钟月光	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津天保基建股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

天津天保基建股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津天保基建股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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 2020 年底，公司注册资本为 11.10 亿元，其中，公司控股股东天保控股持股 51.45%。天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“天保投控”）持有公司控股股东天保控股 100.00%股份公司实际控制人为天津港保税区国有资产管理局，公司股权结构图详见附件 1-1。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 6 家，较上年无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内增加 1 家子公司。

截至 2020 年底，公司本部职能部门共 12 个，较上年无变化，公司组织架构图详见附件 1-2。截至 2020 年底，公司员工共 115 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 99.51 亿元，所有者权益 53.90 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 8.20 亿元，利润总额 1.50 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 120.69 亿元，所有者权益 53.36 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.50 亿元，利润总额-0.51 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
16 天保 01	8.00	4.50	2016-10-24	5（3+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，

GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上

涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力

度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

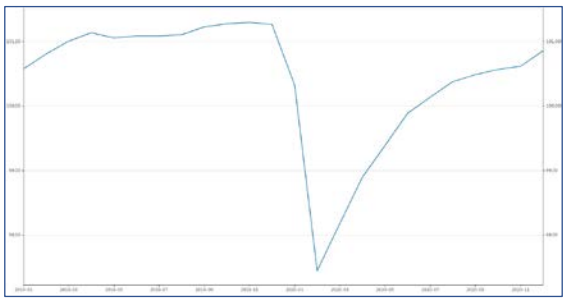
五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年一2020 年全国房地产开发景气指数
（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面

积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

4. 区域经济环境

天津市是中国四大直辖市之一，跟踪期内，天津市经济实力较强，公司外部发展环境良好。

公司主营业务收入主要来自于天津市，天津市的经济及房地产市场发展状况对公司的经营具有较大影响。

2020 年，天津市经济运行总体平稳，为房地产市场提供了稳定的宏观经济环境。2020 年，天津市地区生产总值为 14083.73 亿元，按可比价格计算，比上年增长 1.50%。随着京津冀协同发展战略的实施和天津自由贸易试验区的运行，天津作为我国北方的重要港口城市和制造业基地，将承接北京非首都功能疏解和产业转移。“津城”、“滨城”双城发展格局的打造有助于天津更好地融入和促进京津冀协同发展战略，同时将给区域带来新的发展机遇。2020 年以来，天津市坚持稳中求进工作总基调，科学统筹疫情防控和经济社会发展，全市经济加速恢复，主

要指标完成情况好于预期。

房地产市场方面，根据 Wind 资讯数据，2020 年，天津市商品房销售面积 1220.00 万平方米，同比下降 4.66%；成交均价 16193.75 元/平方米，同比增加 2.02%，整体保持稳定。从天津市各区域成交情况来看，环城远郊、滨海新区成交进一步支撑市场，成为天津市房地产市场去化的主力区域。

天津市楼市政策调控较为保守，变化更换均与北京保持同步。在实行中的政策为限购、限贷，其中对市场影响最大的是限购。具体政策为除滨海新区以外天津其他区域本地户籍家庭限购两套住宅，非本市户籍家庭限购一套住宅（满足 3 年内连续缴纳 2 年社保）。限贷政策则限制购房者首套住宅最低首付比例 30%，第二套住宅最低首付比例 60%。滨海新区虽无限购政策，但对非本地户籍家庭购房仍有 3 年内连续缴纳 2 年社保的硬性要求，本地户籍家庭与满足要求的非本地户籍家庭可在滨海新区不限套数置业。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本为 11.10 亿元，其中，公司控股股东为天保控股，持股 51.45%，天保投控持有公司控股股东天保控股 100.00%股份，公司实际控制人为天津港保税区国有资产管理局，公司产权状况未发生变化。公司股权结构图详见附件 1-1。

2. 企业规模及竞争力

公司是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，在区域内具备一定竞争优势。

近年来，公司总资产规模近百亿元，净资产规模超五十亿元，经营管理工作平稳运行。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，在区域内具备一定竞争优势。

公司房地产开发项目以住宅项目为主，项目和土地储备主要集中于天津滨海新区，并已拓展至市区核心区域。通过天保金海岸、意境兰庭等多个项目，公司在滨海新区拥有较好的客群基础以及客户口碑。

3. 外部支持

公司控股股东业务范围广泛，政府支持力度大，在资金、项目注入及资源整合等方面对公司支持力度大，为公司发展提供较强保障。

公司控股股东天保控股成立于 1999 年 1 月，是天津港保税区最大的国有企业之一，政府支持力度大。天保控股经过十多年的发展，逐步形成了城市基础设施业、现代物流业、房地产业、金融与投资业四大产业板块，业务板块丰富。其中，城市基础设施业主要内容为区域综合开发建设、运营及配套服务，主要包括天保建设集团有限公司、天津天保市政有限公司、天津天保热电有限公司、天津天保能源股份有限公司等；房地产业主要内容为房地产开发与经营产业，主要以公司为代表；现代物流业主要内容为商贸物流，包括天津天保国际物流集团有限公司、天津空港国际汽车园发展有限公司等；金融与投资业主要内容为金融与优质股权投资和航空、科技等新兴产业，包括天津天保财务有限公司（以下简称“财务公司”）、天津天保租赁有限公司、天津天保商业保理有限公司（以下简称“天保保理”）、天津滨海新区天保小额贷款有限公司（以下简称“天保小额贷款”）等。

天保控股一直将房地产开发作为重点发展的业务方向之一，公司作为天津港保税区国有资产管理局（以下简称“天津港保税区国资局”）下属的唯一 A 股资本运作平台，也是天保控股房地产业务发展的重要平台。天保控股在资源、资金等方面给予公司必要的支持。近几年来，公司所属房地产行业融资渠道、方式和用途受限，控股股东天保控股通过其金融板块公司给予公司资金支持；还通过股权转让的方式给予公司优质的项目资源。强大的股东背景为公司发展提供较强保障。

表 6　关联方资金拆入情况（单位：亿元、%）

关联方名称	拆借金额	起始日	到期日	利率
财务公司	0.77	2019-10-17	2021-1-7	6.00（固定）

	2.86	2019-8-30	2022-2-28	6.00（固定）
天保保理	1.20	2020-5-20	2021-5-19	6.9（浮动）
	0.30	2020-10-10	2021-10-9	6.9（浮动）
	2.00	2020-12-11	2021-12-10	6.9（浮动）

资料来源：审计报告

天保投控持有公司控股股东天保控股和天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）100%股份。公司于 2020 年 12 月 11 日召开的第八届董事会第六次会议和 2020 年 12 月 28 日召开的公司 2020 年第三次临时股东大会审议通过了《关于公司收购天津天保创源房地产开发有限公司 100%股权暨关联交易的议案》，收购价格为人民币 83014.41 万元。2021 年 1 月 22 日，公司与天保投资签订《股权转让协议》，转让价款分四次交付，年利率 6.00%[1]。2021 年 2 月，公司实现了对天津天保创源房地产开发有限公司（以下简称“天保创源”）的控制，并将其纳入合并财务报表范围。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91120000700597012E），截至 2021 年 3 月 2 日，公司未结清业务中无不良类和关注类信贷记录，已结清贷款中短期借款有 4 个不良类账户和 18 个关注类账户信贷记录[2]。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

2020 年，公司对高层管理团队进行换届选举，核心人员具备良好的从业素质，公司主要制度连贯；公司员工整体素质能够满足经营需要。

公司于 2020 年 8 月完成第八届董事会、监事会换届选举，换任 3 名独立董事和新任 1 名职工监事。截至 2020 年底，公司共有董事 7 名、高级管理人员 5 名、监事 3 名。核心管理团队成员具有良好的从业素质。

截至 2020 年底，公司内部员工共 115 人。公司员工素质能够满足目前经营需要。公司主要管理制度未发生重大变化。

表 7　截至 2020 年底公司人员构成情况

项目		员工人数（人）
文化素质	硕士及以上	14
	本科	79
	大专及以下	22
	合计	**115**
岗位构成	销售人员	18
	财务人员	14
	管理人员	14
	工程人员	17
	其他人员	31
	合计	**115**
职称情况	高级职称	21
	中级职称	31
	初级职称	21
	基层员工	42
	合计	**115**

资料来源：公司提供

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入规模持续下降，经营状况有待改善，综合毛利率有所上升且保持较高水平。

2020 年，公司实现营业收入同比下降 32.59%，公司综合毛利率同比增长 4.02 个百分点。公司营业收入以房地产销售收入。

从构成看，2020 年，公司实现房地产销售收入同比减少 49.58%，主要系满足结转收入条件的项目减少所致；公司物业出租收入同比下降 16.42%，主要系疫情期间对部分商户租金减免所致；物业管理收入同比增长 33.33%。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率维持较高水平。其中，房地产销售毛利率同比上升

[1] 具体内容详见公司分别于 2020 年 12 月 12 日、2020 年 12 月 29 日刊登在巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）的《关于公司收购天津天保创源房地产开发有限公司 100%股权暨关联交易的公告》等相关公告。

[2] 已结清中的关注和不良账户均为 2007 年 9 月股权分置改革前天水股份的账户信息。

6.60 个百分点；其他业务合计收入占营业总收入比重较小，对毛利率影响不大。

表 8　2018－2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	22.13	96.63	59.61	11.16	91.73	59.57	7.20	87.80	66.17
物业出租	0.53	2.32	19.76	0.67	5.47	29.40	0.56	6.83	28.12
物业管理	0.24	1.04	-40.59	0.33	2.70	-22.01	0.44	5.37	-4.48
其他业务	--	0.01	41.78	0.01	0.10	96.76	--	--	--
合计	**22.90**	**100.00**	**57.65**	**12.16**	**100.00**	**55.75**	**8.20**	**100.00**	**59.77**

资料来源：公司财务报表

2. 房地产业务

（1）土地储备

公司土地储备规模一般，补库存需求较强，未来房地产开发和销售规模或将受到一定限制；土地储备区域分布集中于天津市，受市场波动影响大且有一定去化风险。

2020 年，公司于天津空港区新增一项住宅和教育用地，截至 2020 年底，尚未付清全款，未办理完毕土地使用权出让手续。该地块土地款尚未支付规模 8.71 亿元，资金来源主要包括天保小额贷款借款 2.50 亿元、天保保理保理融资款 3.50 亿元及自有资金 2.71 亿元。

表 9　2018－2020 年公司土地获取情况

（单位：块、万平方米、亿元、元/平方米）

获取时间	土地数量	占地面积	建筑面积	购地支出	平均楼面价
2018 年	1	5.13	10.35	27.00	26176.00
2019 年	--	--	--	--	--
2020 年	1	30.05	31.89	17.42	5461.80

注：数据统计口径为权益口径
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司土地储备规模一般，补库存需求较强，未来房地产开发和销售规模或将受到一定限制，且区域分布集中于天津市，受市场波动影响大且有一定去化风险。

表 10　截至 2020 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	取得时间	所在城市	权益占比	主要业态	土地面积	建筑面积	购地支出	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积
天保金海岸 C03 地块	2009 年	天津	100.00	商业	1.42	4.84	0.61	1.42	4.84
天保九如品筑	2020 年 9 月	天津空港区	100.00	居住、教育用地	30.05	31.89	17.42	30.05	31.89
合计	--	--	--		**31.47**	**36.73**	**18.03**	**31.47**	**36.73**

注：1. 公司土地储备数据统计口径为全口径；2. 数据差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）项目开发建设情况

受限于债务短期集中偿付压力，2020 年，公司无新开工项目，未来房地产销售和收入规模或将受到一定限制，且在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资金支出压力。若如果后续在建项目不能及时获取预售证，公司销售和回款规模将继续承压。

2020 年，公司无新开工面积、竣工面积，在建工程进度较慢，主要系公司为应对债务短期集中偿付、资金压力大的现状所致，此举措虽能缓解公司资金紧张情况，但放缓项目开发建设节奏对公司未来房地产销售和收入规模将产生一定限制。公司在建项目中只有天保金海岸 F 地块项目取得预售证，如果后续在建项目不能及时获取预售证，公司销售和回款规模将继续承压。

截至 2020 年底，公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资金支出压力。

表 11　2018－2020 年公司项目开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	15.47	30.25	0.00
竣工面积	7.34	7.98	0.00

期末在建面积	32.31	45.72	45.72

注：1. 数据统计口径为全口径；2. 数据差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

表 12 截至 2020 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
1	天津生态城地块项目	滨海新区中心生态城	6.35	12.70	30.79	24.00	住宅	2018 年 4 月 23 日
2	塘沽大连东道地块项目	滨海新区塘沽区	1.11	2.77	8.23	7.94	住宅	2018 年 5 月 4 日
3	天保金海岸 F 地块项目	滨海新区开发区	7.15	16.31	22.13	7.76	住宅	2019 年 9 月 9 日
4	天拖二期地块项目	南开区	5.13	10.35	40.04	30.34	住宅	2019 年 11 月 25 日
5	汇津广场二期项目	滨海新区空港经济区	--	3.59	3.62	1.00	商业	2019 年 12 月 12 日
合计			**19.74**	**45.72**	**104.80**	**71.04**	--	--

资料来源：公司提供

（3）房地产销售情况

2020 年，公司签约销售面积和销售金额有所增加，以商业业态为主的物业去化较慢，考虑到公司土地储备和开发建设规模一般，且公司项目分布集中于天津市，公司房地产销售面临一定去化风险。

签约销售方面，2020 年，随着公司天保金海岸 F 地块住宅项目入市销售，公司签约销售面积同比提升 92.57%，签约销售金额同比提升 109.58%。结合 2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金流情况，公司销售回款情况良好。

结转收入方面，2020 年，受疫情等因素影响公司结转收入和面积均有所下滑，分别同比下降 44.48%和 34.06%。

表 13 2018－2020 年公司房地产销售概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
预售项目（个）	4	4	5
签约销售面积（万平方米）	6.37	1.75	3.37
签约销售金额（亿元）	14.53	3.34	7.00
签约销售均价（元/平方米）	22806.00	19086.00	20786.00
结转面积（万平方米）	9.81	5.62	3.12
结转收入（亿元）	21.22	10.60	6.99
结转均价（元/平方米）	21630.99	18856.67	22390.00

资料来源：公司提供

公司以商业业态为主的物业去化较慢。其中，汇川大厦、汇津广场一期和汇盈产业园均为租售结合项目，截至 2020 年底，若扣除期末在租面积，剩余可售面积分别为 1.02 万平方米、0.76 万平方米和 1.44 万平方米。

截至 2020 年底，公司在售项目共 5 个，剩余可售面积 22.70 万平方米，从公司过往销售情况看，仍可满足公司一定时间销售需求。考虑到公司土地储备和开发建设规模一般，且公司项目分布集中于天津市，公司房地产销售面临一定去化风险。

表 14 截至 2020 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

项目名称	所在城市	业态	开盘时间	总可售面积	权益占比	已取得预售证面积	已售面积	销售均价	去化率
天保金海岸 E03 项目	滨海新区开发区	住宅	2018 年 7 月	7.61	100	7.61	7.09	28465.08	93.09
汇川大厦	滨海新区开发区	商业	2015 年 8 月	3.33	100	3.33	1.65	12230.62	49.41
汇津广场一期	滨海新区空港经济区	商业	2010 年 10 月	5.92	100	5.92	3.28	9279.54	55.33
汇盈产业园	滨海新区空港经济区	商业	2016 年 11 月	6.46	100	6.46	1.64	8749.97	25.38
天保金海岸 F 地块项目	滨海新区开发区	住宅	2020 年 8 月	15.31	100	15.31	2.27	21675.45	14.85
合计	--	--	--	**38.63**	--	**38.63**	**15.93**	--	--

注：1. 公司商业物业为可租可售项目，去化率依据为已售面积除出租后剩余可售面积；2. 数据差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

3. 物业出租

公司物业项目布局区域集中于天津市滨海新区，外部商业环境相对一般，出租收入规模较小，且物业平均出租率较低。

2020 年公司实现物业出租收入同比减少

19.00%，主要系疫情减租等因素所致。总体看，公司物业项目布局区域集中于天津市滨海新区，外部商业环境相对一般，出租收入规模较小，且物业平均出租率较低。

出租率方面，截至 2020 年底，天保青年公寓商出租率提升至 100.00%，主要系 2020 年 7 月起实现项目整体出租给天津自贸试验区冠寓商业管理有限公司所致，租期为 20 年，租金支付为半年一付；名居花园底商出租率下滑幅度较大，主要系疫情影响导致线下行业经营困难，部分租户退租所致；汇川大厦出租率一直不高的原因主要系该项目为可租可售项目，公司为盘活资产、增加快速变现能力，以销售产品为主。

表 15　公司主要物业出租项目情况（单位：万平方米、%、亿元）

项目	位置	总可租面积	业态	入账成本	入账时间	2019 年平均出租率	2020 年平均出租率	2019 年租金收入	2020 年租金收入
天保青年公寓	天津市滨海新区空港经济区	11.59	公寓	3.66	2006 年 11 月 30 日	61.39	100.00	0.19	0.12
天保金海岸 C04 项目	天津市滨海新区开发区	2.41	商业	2.16	2013 年 11 月 30 日	100.00	100.00	0.15	0.07
汇盈产业园	天津市滨海新区空港经济区	4.82	商业	1.34	2016 年 12 月 31 日	59.28	70.22	0.12	0.14
汇津广场一期	天津市滨海新区空港经济区	2.65	商业	1.42	2014 年 3 月	64.67	71.30	0.12	0.12
名居花园底商	天津市滨海新区空港经济区	0.73	商业	0.39	2011 年 9 月 20 日	97.31	84.20	0.04	0.04
汇川大厦	天津市滨海新区开发区	1.69	商业	0.41	2018 年 8 月 31 日	25.56	39.36	0.02	0.01
合计		**23.89**	--	**9.38**	--	--	---	**0.63**	**0.51**

注：数据差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

4. 经营效率

2020 年，公司经营效率有待改善。

2020 年，公司流动资产周转次数、存货周转次数、总资产周转次数较 2019 年底年底均有明显下滑。整体看，公司经营效率有待改善。

表 16　公司经营效率主要指标情况（单位：次）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
流动资产周转次数	0.57	0.16	0.10
存货周转次数	0.29	0.08	0.05
总资产周转次数	0.47	0.13	0.09

资料来源：财务报告

5. 未来发展

公司未来发展战略思路较清晰，但现阶段亟需进一步改善经营状况。

未来，公司将依托天津港保税区政府及控股股东的支持，以专业能力建立为基础，以产品创新为战略突破口，形成以房地产开发业务、基础设施建设与投资业务、产业园区开发运营与资产运营业务、产业投资业务、物业管理业务等多元业务格局，实现具有可持续发展力和抗风险能力的业务组合发展格局及战略布局，立足天津港保税区及天津滨海新区，开拓天津市各区及京津冀城市群重点城市，努力成长为国内一流的市场型区域开发运营商。公司发展战略思路较清晰，但现阶段亟需进一步改善经营状况。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司合并范围内子公司 6 家，较 2019 年底无变动，截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内增加 1 家子公司（“天保创源”），财务数据可比性仍属较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 99.51 亿元，所有者权益 53.90 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 8.20 亿

元，利润总额 1.50 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 120.69 亿元，所有者权益 53.36 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.50 亿元，利润总额-0.51 亿元。

2. 资产质量

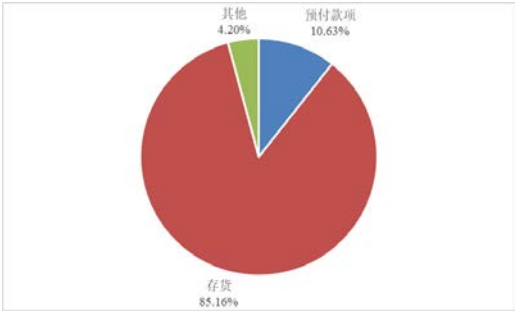
公司资产规模小幅增长，但资产规模仍相对较小；公司流动资产中存货规模较大，公司存货存在一定跌价风险，货币资金有所下降且规模较小；公司资产受限程度高；整体看，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 99.51 亿元，较上年底增长 9.15%。其中，流动资产占 82.66%，非流动资产占 17.34%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 82.26 亿元，较上年底增长 10.48%。公司流动资产构成如下图所示。

图 2　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司货币资金 3.01 亿元，较上年底下降 53.34%，主要系支付土地款、项目工程款、缴纳税金等所致。截至 2020 年底，货币资金主要为银行存款（占 99.87%），银行存款中预售监管账户金额为 1.16 亿元，占银行存款的 38.53%。受限资金全部为银行保函保证金，受限比例为 1.78%。

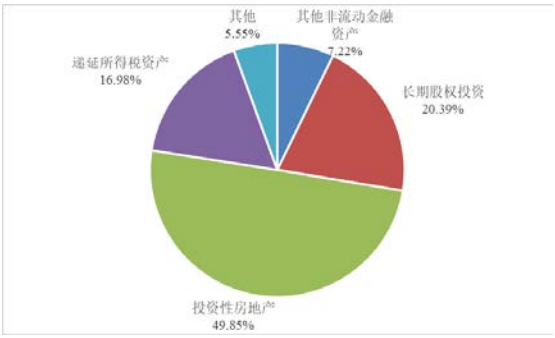
截至 2020 年底，公司存货 70.05 亿元，较上年底增长 3.95%。公司存货以开发成本（占 95.86%）为主。累计计提跌价准备 1.35 亿元，计提比例 1.82%，主要系塘沽大连道地块项目计提减值所致，公司存货存在一定跌价风险。受限存货主要系为取得房地产项目开发贷将相应土地及其上在建工程进行抵押所致，受限比例为 96.09%，受限比例高。

截至 2020 年底，公司预付款项 8.75 亿元，较上年底增长 3366.12%，主要系公司支付空港二期（津滨保挂 2020-14 号地块）8.71 亿土地款所致。公司账龄在 1 年以内的预付款项占比 99.98%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 17.26 亿元，较上年底增长 3.23%。公司非流动资产构成如下图所示。

图 3　截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信整理

公司投资性房地产采用成本计量模式。截至 2020 年底，公司投资性房地产 8.60 亿元，较上年底增长 3.29%。投资新房地产受限比例 42.56%，系天保青年公寓售后回租融资所致。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 3.52 亿元，较上年底增长 5.53%，主要系对天津中天航空工业投资有限责任公司投资收益增加所致。

截至 2020 年底，公司受限资产占总资产的 71.43%，受限资产以存货（占 94.69%）为主，公司资产受限程度高。

表 17　截至 2020 年底公司资产受限情况

项目	期末账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	0.12	银行保函保证金
存货	67.31	借款抵押
投资性房地产	3,66	售后回租资产
合计	**71.08**	--

资料来源：财务报告

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 120.69 亿元，较上年底（追溯调整后）增长 8.13%。公司合并资产仍以（流动资产占 85.31%）为主。其中，货币资金 5.38 亿元，较上年底增长（追溯调整后）29.50%；存货 96.85 亿元，较上年底（追溯调整后）增长 19.80%；预付款项 0.29 亿元，较上年底（追溯调整后）下降 96.69%，主要系天保九如品筑项目土地款转开发成本所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益小幅增长，权益结构稳定性良好。2021 年 2 月，公司将同一控制下天保创源纳入合并财务报表范围。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 53.90 亿元，较年初增长 1.38%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.85%，占比很高；归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 20.59%、34.02%、4.45%和 40.79%，权益稳定性良好。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 53.36 亿元，较上年底（追溯调整后）下降-14.16%。其中，资本公积 23.15 亿元，较上年底（追溯调整后）增加 26.40%；未分配利润 16.63 亿元，较上年底（追溯调整后）下降 2.91%。主要系公司收购天津天保创源房地产开发有限公司 100%股权，同一控制下合并追溯调整财务报表所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.84%，占比很高；归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 20.83%、43.45%、4.49%和 31.22%，权益稳定性良好。

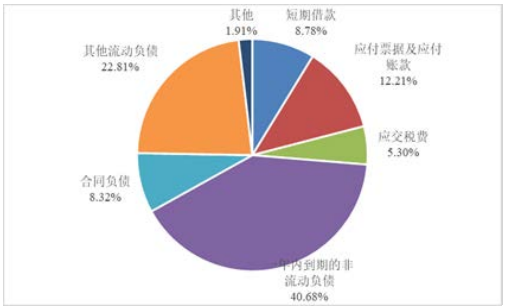
（2）负债

公司债务快速攀升，短期债务占比较高，融资成本较高，公司面临一定的集中偿付压力。

截至2020年底，公司负债总额45.61亿元，较上年底增长 20.02%。公司负债以流动负债占（占 87.44%）为主，流动负债占比上升较快。

流动负债方面，截至 2020 年底，公司流动负债 39.88 亿元，较上年底增长 48.55%。公司流动负债主要构成如下图所示。

图 4　截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.22 亿元，较上年底增长 885.63%，主要包括一年内到期的应付债券“16 天保 01”（余额部分票面固定年利率 5.80%）和进入回收期的应付债券“19 基建 01”（前两年债券票面利率为 6.00%，公司债剩余金额合计占 46.26%）和子公司对天津天保租赁有限公司售后回租交易形成的长期应付款（占 37.07%，年利率为固定利率 7.23%），其余为一年内到期的长期借款（占 16.67%）。

截至 2020 年底，公司应付账款 3.32 亿元，较上年底增长 24.90%，主要系应付工程款增加所致，考虑公司 2020 年公司无新开工和竣工面积，公司现金流或将承压。

截至 2020 年底，公司合同负债 4.87 亿元，较上年底减少 35.16%。

截至 2020 年底，公司短期借款 3.5 亿元，较上年底无变化，全部来源于控股股东的金融板块公司。

非流动负债方面，截至 2020 年底，公司非流动负债 5.73 亿元，较上年底下降 48.65%。公司非流动负债全部为长期借款。长期借款较上年底增长 56.07%，长期借款以抵押借款（占 82.54%）为主。截至 2021 年 3 月底，公司合并长期借款情况如下表所示。

表 18　截至 2021 年 3 月底公司长期借款情况（单位：亿元、%）

借款主体	融资银行	债务用途	贷款余额	年利率	担保方式
天保基建	农行天津保税分行	并购贷款	1.00	4.89	信用
滨海开元	天津银行自贸分行	F 住宅开发贷款	2.54	6.50	抵押、担保
天保盛源	中国银行	生态城开发贷款	0.93	5.46	抵押
天保创源	财务公司		0.81	--	--
合计	--	--	**5.27**	--	--

资料来源：公司提供

债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 25.45 亿元，较上年底增长 56.14%，公司债务以短期债务（占 77.50%）为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，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 45.83%、32.07%和 9.60%。整体看，公司债务快速攀升、短期债务占比较高且债务结构有待改善，随着公司债券进入到期和回售期，公司面临一定的集中偿付压力。2018-2020 年公司平均融资成本分别为 5.00%、6.00%和 6.45%。

表 19　截至 2021 年 3 月底公司存续债务融资工具情况（单位：亿元）

债券名称	发行规模	当前余额	起息日期	到期日期	下一回售行权日
16 天保 01	8.00	4.50	2016-10-24	2021-10-24	--
19 基建 01	3.00	3.00	2019-12-10	2022-12-10	2021-12-10

资料来源：公司提供

表 20　截至 2021 年 3 月底公司全部债务期限情况（单位：亿元）

期限	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
1 年以内	9.90	8.10	--	7.50	**25.50**
1-2 年（含 2 年）	--	3.15	2.39	--	**5.54**
2-3 年（含 3 年）	--	--	2.88	--	**2.88**
3 年以上	--	--	--	--	--
合计	**9.90**	**11.25**	**5.27**	**7.50**	**33.92**

注：假设公司债券到期回售
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 67.33 亿元，较上年底（追溯调整后）增长 36.15%，公司负债以流动负债（占 92.17%）为主。其中，短期借款 9.9 亿元，未调整追溯前较 2020 年底（追溯调整后）短期借款增量全部来源于控股股东的金融板块公司；合同负债 9.58 亿元，主要系签约销售规模有所提高所致。

表 21　2021 年 3 月底公司短期借款情况（单位：亿元、%）

借款主体（公司简称）	融资银行	贷款余额	贷款日	贷款到期日	年利率	担保方式	债务用途
天保基建	天保保理	1.20	2020.5.20	2021.5.19	6.90	质押	补充流动资金
		2.00	2020.12.11	2021.12.10			
		0.30	2020.10.10	2021.10.9			
		3.50	2021.3.5	2021.6.29	6.90	质押	
天保福源	天保小额贷款	0.75	2021.3.5	2021.9.4	8.00	担保	补充流动资金
天保盛源		0.75	2021.3.5	2021.9.4			
百利建设		0.50	2021.3.5	2021.9.4			
滨海开元		0.50	2021.3.5	2021.9.4			
合计	--	**9.50**	--	--	--	--	--

注：2020 年短期借款口径为审定数口径，非追溯调整口径
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 33.92 亿元，公司债务以短期债务（占 84.45%）为主。从债务指标来看，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 55.79%、38.87%和 9.00%。

4. 盈利能力

公司收入规模持续下降，财务费用和资产减值损失对利润造成一定侵蚀。2021 年一季度公司营业利润和利润总额为负。公司盈利能力亟待提高。

2020 年，公司实现营业收入同比下降 32.59%，主要系满足结转收入条件的项目减少所致；营业成本同比减少 38.72%，利润总额同比下降 44.89%，主要系存货跌价损失及合同履约成本减值损失增加所致。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额同比增长 48.22%。其中，财务费用、管理费用和销售费用分别占 62.98%、23.47%和 13.55%。2020 年，财务费用同比增长 112.05%，销售费用同比增长 34.07%，管理费用同比下降 15.14%。公司财务费用对整体利润造成一定侵蚀。

从利润构成来看，投资收益和资产减值损失对公司利润规模有一定影响。2020 年，公司投资收益和资产减值损失占当年营业利润的比重为 14.22%和-90.29%。

2021 年 1－3 月，公司营业收入 0.50 亿元，较上年同期下降 86.75%；期间费用 492.11 亿元，较上年同期增长 91.47%；利润总额-0.51 亿元。

公司主要盈利指标均有所下滑，整体看，公司盈利能力亟待提高。

表 22 公司盈利能力主要指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	22.90	12.16	8.20	0.50
营业成本	9.70	5.38	3.30	0.30
销售费用	0.19	0.15	0.20	0.49
管理费用	0.44	0.41	0.35	0.07
财务费用	0.52	0.44	0.94	0.07
投资收益	-0.47	0.21	0.21	0.00
资产减值损失	3.09	-0.01	-1.35	0.36
利润总额	2.54	2.72	1.50	-0.12
营业利润率	31.00	28.38	50.27	-0.51
总资本收益率	2.61	3.54	2.49	--
净资产收益率	1.86	3.57	1.77	--

资料来源：公司财务报告

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金流持续净流出且增速较快；投资活动现金流净额为正；筹资活动现金流由净流出转为净流入且规模较大，2021 年 1－3 月，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。整体看，公司存在较大的对外融资需求，现金流状况有待改善。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 19.61%；经营活动现金流出同比增长 94.63%。2020 年，公司经营活动现金流持续保持净流出态势，同比增加 224.75%。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入同比小幅增长 2.72%；投资活动现金流出同比下降 85.11%。2020 年，公司投资活动现金流保持净流入状态，同比增长 352.60%。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入同比增长 22.47%；筹资活动现金流出同比下降 52.55%。2020 年，公司筹资活动现金净额由净流出转为净流入。2020 年 1－3 月，公司投资活动产生的现金流净额由净流入转为净流出。整体看，公司存在一定的对外融资需求，现金流状况有待改善。

表 23 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	19.16	5.93	7.09	6.55
经营活动现金流出小计	38.88	9.34	18.18	12.63
经营活动现金流量净额	**-19.72**	**-3.42**	**-11.09**	**-6.08**
投资活动现金流入小计	0.03	0.03	0.03	0.00
投资活动现金流出小计	0.06	0.02	0.00	0.02
投资活动现金流量净额	**-0.03**	**0.01**	**0.03**	**-0.02**
筹资活动前现金流量净额	**-19.75**	**-3.41**	**-11.07**	**-6.10**
筹资活动现金流入小计	9.80	12.18	14.92	8.44
筹资活动现金流出小计	13.50	15.37	7.29	1.12
筹资活动现金流量净额	**-3.70**	**-3.19**	**7.62**	**7.32**

资料来源：公司财务报告

6. 偿债能力

公司主要偿债指标表现较弱，偿债能力亟待改善，对外担保有一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓宽；考虑公司作为 A 股上市融

资渠道较多元和股东支持力度大等因素，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，2020 年，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可，现金类资产和经营活动现金流对短期债务的保障程度弱。考虑到公司短期债务中有很大规模的股东借款，偿还具有一定的灵活性。但公司一年内到期的非流动负债规模较大，公司仍面临一定的短期偿还压力。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比下降 20.84%，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力亟待改善。

表 24　公司主要偿债能力指标（单位：亿元、%、倍）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率	249.28	277.31	206.24	165.92
	速动比率	44.52	26.30	30.60	9.84
	经营现金流动负债比	-60.66	-12.72	-27.81	-9.80
	现金短期债务比	2.28	1.25	0.15	0.19
长期偿债能力指标	EBITDA	3.73	3.65	2.89	--
	EBITDA 利息倍数	4.18	4.59	2.21	--
	全部债务/EBITDA	4.78	4.46	8.80	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司银行综合授信剩余额度为 7.20 亿元，间接融资渠道有待拓宽；考虑到公司是 A 股上市地方国有企业且股东支持力度大，公司融资渠道较为多元。

表 25　截至 2021 年 3 月底银行授信情况（单位：亿元）

序号	授信银行名称	授信额度	已使用数额
1	农行天津保税分行	1.90	1.90
2	农行天津保税分行	2.39	1.22
3	天津银行自贸分行	5.00	3.94
4	中国银行天津保税分行	4.80	1.04
5	天津银行自贸分行	1.20	--
合计		**15.29**	**8.10**

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司对外担保余额 7.27 亿元，被担保对象为天津滨海开元房地产开发有限公司、天津天保盛源房地产开发有限公司和天保投控，对外担保占公司净资产的 5.64%。结合被担保企业财务情况，公司面临一定或有负债风险。

截至 2020 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

7. 同一控制下企业合并追溯调整

公司实现了对天保创源的控制，并将其纳入合并财务报表范围。公司存在子强母弱的经营关系，公司通过关联方合并方式改善报表。

2021 年 1 月，公司与天津保税区投资有限公司签订《股权转让协议》。2021 年 2 月，公司实现了对天保创源的控制，并将其纳入合并财务报表范围。公司根据会计准则等相关规定，由于新纳入合并报表范围的天保创源同受天保控股控制，对相关财务报表数据进行了追溯调整（未经审计）[3]。

合并资产方面，公司 2020 年合并资产总额追溯调整影响金额共 12.09 亿元。其中，货币资金追溯调整影响金额 1.15 亿元，存货追溯调整影响金额 10.79 亿元。

合并负债方面，公司 2020 年合并负债总额追溯调整影响金额共 3.84 亿元。其中，应付账款追溯调整影响金额 1.77 亿元，合同负债追溯调整影响金额 1.13 亿元，短期借款追溯调整影响金额 0.40 亿元，长期借款追溯调整影响金额 0.35 亿元。

合并所有者权益方面，公司 2020 年合并所有者权益追溯调整影响金额共 8.25 亿元（少数股东权益无变动，追溯调整影响全部归属于母公司所有者权益）。其中，资本公积追溯调整影响金额 13.11 亿元，未分配利润追溯调整影响金额-4.86 亿元。利润及利润分配表方面，2020 年 1-3 月，公司营业收入、营业成本金额无变动，受税金及附加和财务费用追溯调整影响，利润

[3] 具体内容详见 2021 年 04 月 26 日公司于 Wind 发布的《关于同一控制下企业合并追溯调整财务数据的公告》等相关公告。

总额追溯调整影响金额-0.18 亿元。

现金流量表方面，2020 年 1-3 月，公司期末现金及现金等价物余额追溯调整影响金额 0.50 亿元。其中，经营活动产生的现金流量净额追溯调整影响金额-66.90 万元，投资活动和筹资活动产生的现金流量净额均无变动，期初现金及现金等价物余额追溯调整影响金额 0.51 亿元。整体看，公司存在子强母弱的经营关系，公司通过关联方合并方式改善报表。

表 26　追溯调整前后部分指标情况对比(单位:亿元、%、次)

指标	2020 年	2020 年
	（追溯前）	（追溯后）
现金类资产	3.04	4.18
资产负债率	45.83	44.31
流动比率	206.24	217.69
速动比率	30.60	30.85
经营现金流动负债比	-27.81	-26.59
营业利润率	50.27	50.26
总资本收益率	2.49	2.23
净资产收益率	1.77	1.54
存货周转次数	0.05	0.04
流动资产周转次数	0.10	0.09
总资产周转次数	0.09	0.08

资料来源：联合资信整理

表 27　收购天保创源后的新增土地项目

项目	位置	权益比例	业态	楼面地价	总建筑面积	总可售面积	计划总投资额	已投资额	剩余投资额
云栖路项目	滨海新区	100%	住宅、学校	12973.06	7.09	6.87	17.14	12.86	4.28
拢翠路项目	滨海新区	100%	租赁式住房、商业	3435.39	5.59	--	6.40	3.18	3.22

注：1. 两个项目均已支付全部购地金额并获得相关产权证书

资料来源：企业提供

8. 母公司财务分析

母公司主要职能为控股平台。2020 年，母公司无营业收入，债务负担较轻，短期债务占比高，存在一定债券偿付压力，所有者权益结构稳定。

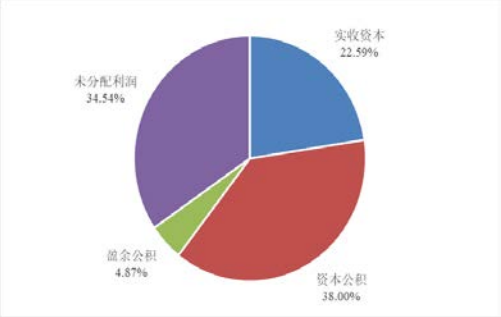
截至 2020 年底，母公司资产总额 64.03 亿元，较上年底小幅下降 0.54%，母公司资产以非流动资产（占 70.86%）为主。流动资产以其他应收款（占 99.61%）为主，其余均为货币资金（0.07 亿元）。

截至 2020 年底，母公司负债总额 14.89 亿元，较上年底增长 2.37%。母公司负债以流动负债为主（占比 93.29%）。流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占 56.09%）、短期借款（占 25.19%）、其他应付款（合计）（占 17.75%）构成，非流动负债全部为长期借款。

截至 2020 年底，母公司全部债务 12.29 亿元，以短期债务为主（占 91.86%），存在一定的债券偿付压力。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 23.26%，全部债务资本化比率 20.01%，母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 49.14 亿元，较上年底下降 1.39%。所有者权益构成如下图所示。

图 5　截至 2020 年底母公司所有者权益构成



资料来源：联合资信整理

2020 年，母公司无营业收入，利润总额为-0.47 亿元，投资收益为 0.21 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流净额为-10.44 亿元，投资活动现金流净额 7.86 亿元，筹资活动现金流净额-1.60 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

考虑到公司控股股东和担保方的背景实力和对公司的支持力度，联合资信认为，公司对“16 天保 01”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年底，公司现金类资产 3.04 亿元，对债券剩余余额（共 4.50 亿元）的覆盖倍数为 0.68 倍，覆盖程度有待提高；净资产 53.90 亿元，对债券剩余余额（共 4.50 亿元）的覆盖倍数为 11.98 倍，覆盖程度高，能够对“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，2020 年，公司 EBITDA2.89 亿元，对债券剩余余额（共 4.50 亿元）覆盖倍数为 0.64 倍，覆盖程度有待提高；从现金流情况来看，公司经营活动现金流入量 7.09 亿元，对债券剩余余额（共 4.50 亿元）的覆盖倍数为 1.58 倍，覆盖程度尚可。

总体看，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，且控股股东和担保方的支持力度很大。联合资信认为公司对“16 天保 01”的偿还能力很强。

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

公司实际控制人天保投控与公司签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，为公司发行“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“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（以下简称“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（以下简称“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 2000.00 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 2020 年底，天保投控注册资本 265.63 亿元，实收资本 265.26 亿元，投资方为天津港保税区国有资产管理局，股权比例 100.00%；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 2020 年底，天保投控合并资产总额 1457.42 亿元，负债合计 924.91 亿元，所有者权益 532.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 503.67 亿元。2020 年，天保投控实现营业收入 95.91 亿元，利润总额 18.45 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

2020 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，受疫情影响，收入有所下降。

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。

2020 年，天保投控实现营业收入 95.91 亿元，较 2019 年减少 6.98 亿元，主要系交通运输业务板块收入下降所致。天保投控收入主要来源于交通运输、房产销售、市政公用以及金融投资等四大主营业务。整体看，天保投控营业收入结构较 2019 年变化不大。2020 年公司综合毛利率 18.20%，较 2019 年下降 2.53 个百分点。

表 28　2018－2020 年天保投控营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	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	41.74	51.02	3.08	67.78	65.88	4.11	60.55	63.13	/
房地产业务板块	26.25	32.09	54.23	15.08	14.65	49.88	13.80	14.38	/
市政公用业务板块	6.68	8.17	3.60	6.48	6.29	-2.07	7.63	7.96	/
金融业务板块	3.33	4.07	87.48	3.23	3.14	84.06	2.79	2.91	/
其他业务板块	3.81	4.65	58.41	10.32	10.03	81.81	11.15	11.62	/
合计	**81.82**	**100.00**	**25.55**	**102.89**	**100.00**	**20.73**	**95.91**	**100.00**	**18.20**

注：联合资信无法获取 2020 年天保投控各业务板块营业成本明细，故各业务板块 2020 年毛利率数据无法计算
资料来源：天保投控债券年报，联合资信整理

（3）财务状况

天保投控 2020 年财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。合并范围方面，2020 年，天保投控纳入合并范围的子公司共 57 家，比上期增加 4 户，减少 3 户，上述变化对天保投控经营及财务数据影响较小，整体财务数据可比性强。

资产质量

截至 2020 年底，天保投控资产规模有所增长；应收类款项规模较大，存在资金占用，资产受限比例尚可；存货、长期应收款、在建工程和其他非流动资产占比较高，资产流动性一般。

截至 2020 年底，天保投控合并资产总额 1457.42 亿元，较上年底增长 2.15%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 45.26%，非流动资产占 54.74%。天保投控资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，天保投控流动资产 659.61 亿元，较上年底增长 0.99%，较上年底变化不大。天保投控流动资产主要由货币资金（占 17.87%）、其他应收款（占 42.73%）和存货（占 28.92%）构成。

截至 2020 年底，天保投控货币资金 117.89 亿元，较上年底下降 13.86%，主要系当期对外投资金额较大所致。货币资金中有 4.54 亿元受限资金，受限比例为 3.85%，主要为法定存款准备金等。

截至 2020 年底，天保投控其他应收款（合计）281.86 亿元，较上年底增长 12.04%，其中应收利息 1195.52 万元、应收股利 1365.74 万元、其他应收款 281.60 亿元。其他应收款累计计提坏账准备 7.67 亿元，计提比例 2.65%；按欠款方归集的期末余额前五名债务人分别为天津港保税区财政局、保税区管委会、天津市滨海新区住房投资有限公司、天津港保税区建设服务总公司和天津市滨海新区财务管理中心，合计占比 98.42%，集中度高。总体看，天保投控其他应收款欠款方主要系天津港保税区财政局等行政事业单位，回收风险较小，但对资金占用明显。

截至 2020 年底，天保投控存货 190.76 亿元，较上年底下降 4.24%，主要系库存商品减少所致。存货主要由开发成本（占 67.31%）和开发产品（占 20.11%）构成，累计计提跌价准备 9.10 亿元，主要是对开发成本和自制半成品及在产品计提的减值准备。

截至 2020 年底，天保投控非流动资产 797.81 亿元，较上年底增长 3.12%，天保投控非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.37%）、长期应收款（占 31.76%）、长期股权投资（占 16.55%）、投资性房地产（占 6.69%）、在建工程（占 13.77%）和其他非流动资产（占 15.72%）构成。

截至 2020 年底，天保投控可供出售金融资产 74.79 亿元，较上年底增长 3.92%，主要系可供出售权益工具增长所致。截至 2020 年底，天保投控长期应收款 253.39 亿元，较上年底增长 5.48%，主要系代垫工程款和利息增加所致。截至 2020 年底，天保投控长期股权投资 132.02 亿

元，较上年底增长 3.99%，主要系对合营企业投资增加所致。截至 2020 年底，天保投控投资性房地产 53.40 亿元，较上年底增长 1.38%，较上年底变化不大。截至 2020 年底，天保投控在建工程 109.88 亿元，较上年底下降 1.07%，较上年底变化不大。在建工程主要由基建工程构成（占 96.26%）。截至 2020 年底，天保投控其他非流动资产 125.38 亿元，较上年底下降 4.78%，主要系委托贷款减少所致。

截至 2020 年底，天保投控所有权或使用权受限的资产 210.48 亿元，占总资产的 14.44%，主要包括受限的长期应收款 68.39 亿元、存货 89.43 亿元、可供出售金融资产 23.92 亿元和应收账款 13.50 亿元等，其余受限资产包括货币资金、将于一年内到期的非流动资产、投资性房地产、固定资产、无形资产和在建工程。整体看，天保投控资产受限比例尚可。

资本结构

截至 2020 年底，天保投控负债规模小幅增长，以非流动负债为主；天保投控债务规模较大，以长期债务为主，但短期债务较上年底增长明显。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。

截至 2020 年底，天保投控负债总额 924.91 亿元，较上年底增长 1.30%。其中，流动负债占 42.22%，非流动负债占 57.78%。天保投控负债以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，天保投控流动负债 390.47 亿元，较上年底增长 33.79%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。天保投控流动负债主要由短期借款（占 26.96%）和一年内到期的非流动负债（占 57.56%）构成。

截至 2020 年底，天保投控短期借款 105.26 亿元，较上年底增长 22.01%，其中信用借款 71.80 亿元、保证借款 33.23 亿元。截至 2020 年底，天保投控一年内到期的非流动负债 224.77 亿元，较上年底增长 109.50%，其中一年内到期的长期借款 92.13 亿元、一年内到期的应付债券 126.54 亿元、一年内到期的长期应付款 6.09 亿元。

截至 2020 年底，天保投控非流动负债 534.43 亿元，较上年底下降 13.96%，主要系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。天保投控非流动负债主要由长期借款（占 63.73%）和应付债券（占 30.18%）构成。

截至 2020 年底，天保投控长期借款 340.57 亿元，较上年底增长 7.72%，主要系新增融资所致。截至 2020 年底，天保投控应付债券 161.28 亿元，较上年底下降 41.99%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2020 年底，天保投控全部债务 837.15 亿元，较上年底增长 6.24%。债务结构方面，短期债务 335.30 亿元（占 40.05%），长期债务 501.85 亿元（占 59.95%），天保投控短期债务占比高且较上年底增长明显。截至 2020 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 63.46%、61.12%和 48.52%，较上年底分别下降 0.53 个百分点、提高 0.59 个百分点和下降 5.11 个百分点。天保投控债务负担较重，且短期偿债压力较大。截至 2020 年底，天保投控其他权益工具 82.00 亿元，全部为永续债，公司实际债务负担高于指标值。

截至 2020 年底，天保投控所有者权益 532.51 亿元，较上年底增长 3.64%，主要系实收资本和未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.58%，少数股东权益占比为 5.42%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 49.81%、21.64%、0.33%和 5.14%。所有者权益结构稳定性尚可。

盈利能力

2020 年，天保投控营业收入有所下降，期间费用以财务费用为主，期间费用控制能力较弱；天保投控利润对投资收益及营业外收入依赖度高，整体盈利能力有待提升。

2020 年，天保投控实现营业收入 95.91 亿元，同比下降 6.78%，主要系交通运输业务板块收入下降所致；营业成本 78.46 亿元，同比下降

3.80%，营业利润率 16.06%，同比下降 0.36 个百分点。

从期间费用看，2020 年，天保投控费用总额为 26.97 亿元，同比下降 7.95%，主要系财务费用下降所致。其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 4.65%、11.74%、0.40%和 83.20%，以财务费用为主。2020 年，天保投控销售费用为1.26亿元，同比增长4.64%；管理费用为 3.17 亿元，同比下降 0.43%；研发费用为 0.11 亿元，同比增长 9.75%；财务费用为 22.44 亿元，同比下降 9.60%。2020 年，天保投控期间费用率为 28.12%，同比下降 0.36 个百分点，天保投控期间费用控制能力较弱。

2020 年，天保投控实现投资收益 10.31 亿元，同比增长 0.64%，同比变化不大。2020 年，天保投控实现营业外收入 24.53 亿元，同比增长 29.67%，主要系企业发展金等政府补助增长所致。天保投控投资收益和营业外收入占利润总额比重分别为 55.88%和 132.99%，利润总额对投资收益及营业外收入依赖度高。

盈利指标方面，2020 年，天保投控总资本收益率和净资产收益率分别为 2.88%和 2.72%，同比分别下降 0.24 个百分点和 0.15 个百分点。天保投控整体盈利能力有待提高。

现金流

2020 年，天保投控经营活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流延续净流出态势，筹资活动现金流由净流入转为净流出，公司存在筹资压力。

从经营活动来看，2020 年，天保投控经营活动现金流入 135.33 亿元，同比增长 9.24%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 98.61 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 19.99 亿元，回购业务资金净增加额 11.66 亿元；经营活动现金流出 117.23 亿元，同比下降 17.77%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 81.64 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 14.48 亿元，支付的各项税费 10.63 亿元。2020 年，天保投控经营活动现金流由上年的净流出转为净流入，净流入规模 18.10 亿元。2020 年，天保投控现金收入比为102.81%，同比提高5.28个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020 年，天保投控投资活动现金流入 52.69 亿元，同比下降 54.39%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出 60.00 亿元，同比下降 63.32%，主要系投资支付的现金减少所致。2020 年，天保投控投资活动现金净流出 7.31 亿元，同比下降 84.79%，资金缺口缩小。

从筹资活动来看，2020 年，天保投控筹资活动现金流入 422.19 亿元，同比下降 19.40%，其中取得借款收到的现金 345.20 亿元，发行债券收到的现金 56.00 亿元；筹资活动现金流出 453.05 亿元，同比下降 4.07%，其中偿还债务支付的现金 401.34 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 45.42 亿元。2020 年，天保投控筹资活动现金净流出 30.86 亿元，同比净流入转为净流出。

偿债能力

2020 年，天保投控短期偿债能力指标有所弱化，长期偿债能力较弱，间接融资渠道较为通畅，对外担保规模较大；考虑到天保投控作为保税区内从事基础设施建设的主体，综合实力较强，整体看天保投控偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，天保投控流动比率与速动比率分别由上年底的 223.80%和 155.54%下降至 168.92%和下降至 120.07%，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至 2020 年底，天保投控现金短期债务比由上年底的 0.73 倍下降至 0.37 倍，现金类资产对短期债务的保障程度弱。整体看，天保投控短期偿债能力指标弱化。

从长期偿债能力指标看，2020 年，天保投控 EBITDA 为 49.53 亿元，同比增长 0.64%。从构成看，天保投控 EBITDA 主要由折旧（占 11.40%）、计入财务费用的利息支出（占 50.56%）、利润总额（占 37.25%）构成。天保投控全部债务/EBITDA 由上年的 16.01 倍提高至 16.90 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，天保投控长期偿债能力较弱。

截至 2020 年底，天保投控共计获得银行授信额度 1133.02 亿元，其中尚未使用的授信额度为 419.77 亿元，天保投控间接融资渠道较为通畅。

截至 2020 年底，天保投控对外担保余额 163.46 亿元，占其净资产的 30.70%，天保投控对外担保规模较大，担保对象主要为天津临港投资控股有限公司、天津临港建设开发有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司和鑫源融资租赁(天津)股份有限公司等国有企业，其中对天津临港投资控股有限公司担保余额合计 74.20 亿元，集中度较高，面临一定的或有负债风险。

截至 2020 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。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9112011668188183F），截至 2021 年 4 月 8 日，天保投控未结清业务中无不良类和关注类信贷记录，已结清贷款中无不良类和关注类信贷记录。

截至 2021 年 5 月 10 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

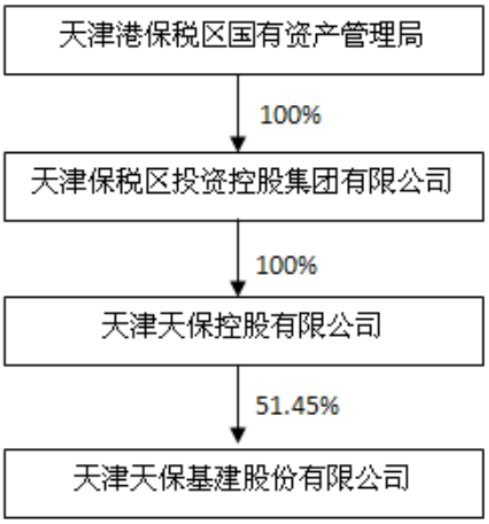
3. 债权保护效果

以截至 2020 年底财务数据测算，“16 天保 01”债券余额 4.50 亿元，占担保方天保投控资产总额和净资产总额的占比极低（约 0.00%）；2020 年，天保投控 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为“16 天保 01”待偿本金的 11.01 倍和 30.05 倍。整体看，天保投控的担保对债券的保护程度很高。

十二、结论

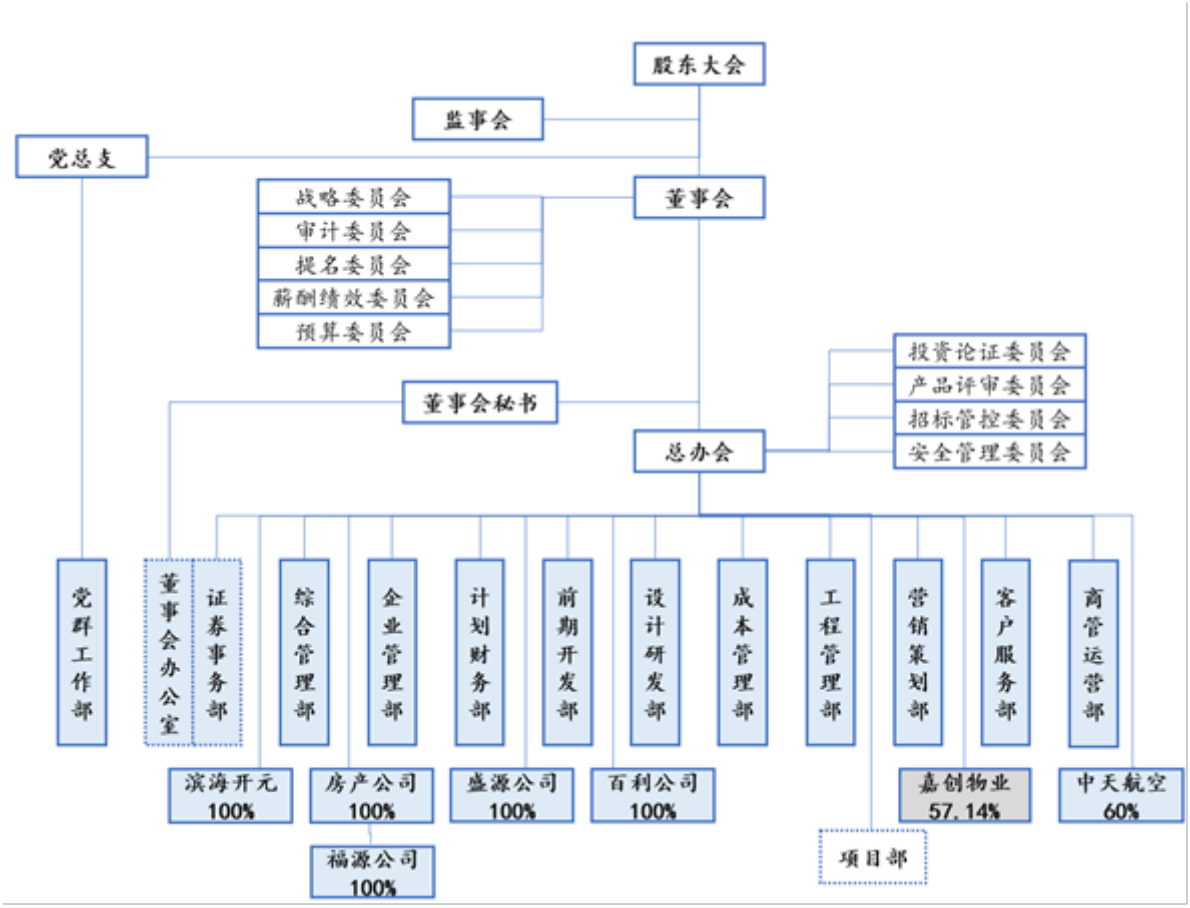
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 天保 01”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	天津滨海开元房地产开发有限公司	房地产开发销售	100.00%	100.00%	同一控制下企业合并取得
2	天津嘉创物业服务有限公司	物业管理	57.14%	57.14%	企业合并取得
3	天津天保房地产开发有限公司	房地产开发销售	100.00%	100.00%	非同一控制下企业合并取得
4	天津市百利建设工程有限公司	房地产开发销售	100.00%	100.00%	非同一控制下企业合并取得
5	天津天保盛源房地产开发有限公司	房地产开发销售	100.00%	100.00%	投资设立
6	天津天保福源房地产开发有限公司	房地产开发销售	100.00%	100.00%	投资设立

资料来源：财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.05	6.45	3.04	5.39
资产总额（亿元）	96.76	91.17	99.51	120.69
所有者权益（亿元）	52.19	53.17	53.90	53.36
短期债务（亿元）	5.74	5.15	19.72	28.65
长期债务（亿元）	12.07	11.15	5.73	5.27
全部债务（亿元）	17.80	16.30	25.45	33.92
营业收入（亿元）	22.90	12.16	8.20	0.50
利润总额（亿元）	2.54	2.72	1.50	-0.51
EBITDA（亿元）	3.73	3.65	2.89	--
经营性净现金流（亿元）	-19.72	-3.42	-11.09	-6.08
财务指标				
销售债权周转次数（次）	329.03	287.14	95.29	--
存货周转次数（次）	0.17	0.08	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.13	0.09	--
现金收入比（%）	80.68	47.02	83.28	1,212.86
营业利润率（%）	31.00	28.38	50.27	20.66
总资本收益率（%）	2.61	3.54	2.49	--
净资产收益率（%）	1.86	3.57	1.77	--
长期债务资本化比率（%）	18.78	17.34	9.60	9.00
全部债务资本化比率（%）	25.43	23.46	32.07	38.87
资产负债率（%）	46.07	41.68	45.83	55.79
流动比率（%）	249.28	277.31	206.24	165.92
速动比率（%）	44.52	26.30	30.60	9.84
经营现金流动负债比（%）	-60.66	-12.72	-27.81	--
现金短期债务比（倍）	2.28	1.25	0.15	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	4.59	2.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.78	4.46	8.80	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.41	4.25	0.07	0.63
资产总额（亿元）	66.03	64.38	64.03	77.93
所有者权益（亿元）	50.80	49.83	49.14	48.65
短期债务（亿元）	5.10	4.11	11.29	14.79
长期债务（亿元）	9.91	8.78	1.00	1.00
全部债务（亿元）	15.01	12.90	12.29	15.79
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	10.60	-0.07	-0.47	-0.44
EBITDA（亿元）	11.44	0.49	0.30	--
经营性净现金流（亿元）	-0.13	0.93	-10.44	-2.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	--	--	--	--
总资本收益率（%）	17.38	0.78	0.48	--
净资产收益率（%）	20.86	-0.15	-0.96	--
长期债务资本化比率（%）	16.32	14.99	1.99	2.01
全部债务资本化比率（%）	22.80	20.56	20.01	24.51
资产负债率（%）	23.06	22.60	23.26	37.58
流动比率（%）	252.32	201.02	134.31	86.39
速动比率（%）	252.32	201.02	134.31	86.39
经营现金流动负债比（%）	-2.37	16.09	-75.13	--
现金短期债务比（倍）	1.26	1.03	0.01	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变