

# 信用等级公告

联合[2015]048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天津天保基建股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：



二零一五年 2 月 12 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

## 2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 16 亿元

本次债券期限：不超过 10 年

担保方：天津保税区投资控股集团有限公司

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 5 月 12 日

财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	46.18	52.91	51.33
所有者权益(亿元)	24.52	26.05	42.52
长期债务(亿元)	0.00	2.00	0.00
全部债务(亿元)	0.00	2.00	0.00
营业收入(亿元)	11.06	8.72	15.80
净利润(亿元)	1.55	1.67	2.65
EBITDA(亿元)	2.48	2.45	3.58
经营性净现金流(亿元)	0.51	2.31	3.48
营业利润率(%)	24.17	28.38	24.66
净资产收益率(%)	6.46	6.61	7.73
资产负债率(%)	46.89	50.77	17.16
全部债务资本化比率(%)	0.00	7.13	0.00
流动比率	1.84	1.74	4.78
EBITDA 全部债务比	--	1.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	22.35	111.63	250.65
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.15	0.22

担保方	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	714.01	807.56	918.06	939.45
所有者权益合计(亿元)	272.24	271.00	287.24	308.95
营业收入(亿元)	57.05	73.15	78.99	67.77
净利润(亿元)	7.99	8.57	9.44	9.89
经营性净现金流(亿元)	4.24	-11.83	-30.07	6.30
资产负债率(%)	61.87	66.44	68.71	67.11

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、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；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对天津天保基建股份有限公司（以下简称“公司”或“天保基建”）的评级反映了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，具有丰富的房地产开发经验，土地储备规模较大。公司在建项目较多，未来可结转收入有望增长。公司的财务杠杆处于较低的水平，偿债压力较小。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及公司项目分布较为集中对公司经营造成的不确定性。

公司董事会同意收购关联方天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）持有的天津中天航空工业投资有限责任公司（以下简称“中天航空”）60%股权，目前具体收购方案尚在磋商中。若此次收购顺利完成，公司经营业务将向航空领域扩展，新的业务有助于分散公司目前专注于房地产开发的经营风险，有助于形成公司新的利润增长点，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次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，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。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 房地产行业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。天津地区经济发展较快、经济规模较大，为公司的发展提供了较好的外部环境。

2. 公司具有多年的房地产开发经验，在天津地区具有一定的品牌优势。公司的实际控制人是天津港保税区国有资产管理局，有能力给予公司较大支持。

3. 公司在建项目规模较大，预售款规模较大，未来可结转收入较多。公司财务杠杆水平较低，偿债压力较小。

4. 若收购事项得到公司股东大会通过，天保基建经营业务将向航空领域扩展，新的业务有助于分散公司目前专注于房地产开发的经营风险，有助于形成公司新的利润增长点。

5. 天保投控经营范围广、资产规模较大，其担保对本次债券的信用提升有明显的积极作用。

#### 关注

1. 近年来，受宏观经济、货币政策和房地产供求关系的综合影响，房地产行业景气度波动较大。受土地价格大幅上涨和市场存量规模较大的影响，行业整体毛利率水平呈下降趋势，去化压力加大。

2. 公司房地产项目主要集中于天津地区，天津市房地产政策变化和房地产市场的波动对公司经营状况有较大影响。

3. 公司现有土地储备规模较大，但近三年公司土地储备增加较少，由此对公司房地产开发业务发展产生的影响需要关注。

4. 收购顺利完成后，公司经营业务将向航空领域扩展，航空行业对于公司属于新行业，公司能否有效的整合相关资源值得关注。

#### 分析师

李 晶

电话: 010-85172818

邮箱: lij@unitedratings.com.cn

刘 薇

电话: 010-85172818

邮箱: liuw@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与天津天保基建股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与天津天保基建股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因天津天保基建股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由天津天保基建股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

天津天保基建股份有限公司公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

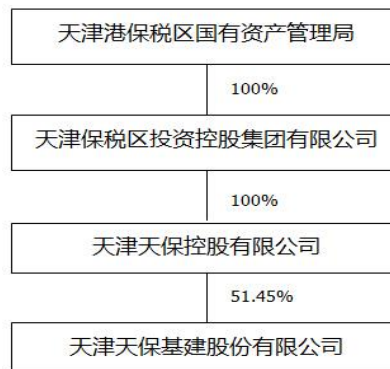


## 一、主体概况

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”。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 2013 年底，公司注册资本 6.92 亿元，总股本 69,233.72 万股，全部为无限售条件股份，其中，天保控股持股 74.98%。

2014年5月22日，公司非公开发行新股 31,660.00 万股上市，增发后公司总股本为 100,893.72 万股。截至 2014 年末，公司总股本为 100,893.72 万股，其中，有限售条件股份 31,660.00 万股，其余均为无限收条件股份；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 2014 年底，公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2014 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务。

截至 2014 年底，公司本部下设投资发展部、招商管理部、成本管理部、规划设计部、营销策划部、项目管理部、客户服务部、证券事务部、计划财务部、综合管理部等职能部门（见附件 1），拥有天津天保房地产开发有限公司（以下简称“天保房产”）、天津市百利建设工程有限公司（以下简称“百利建设”）、天津滨海开元房地产开发有限公司（以下简称“滨海开元”）、天津嘉创物业服务股份有限公司（以下简称“嘉创物业”）等 4 家全资子公司。截至 2014 年底，公司及其控股子公司共有在册员工 137 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 513,294.76 万元，负债合计 88,082.17 万元，股东权益（含少数股东权益）425,212.59 万元。2014 年公司实现营业收入 157,959.75 万元，净利润（含少数股东损益）26,516.21 万元，2014 年公司经营活动现金流量净额为 34,828.79 万元，现金及现金等价物增加额 52,912.62 万元。

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、本期债券概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“天津天保基建股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 16 亿元，采用分期发行方式，本期债券为首期发行，发行规模不少于总规模的 50%。本次债券的期限为不超过 10 年期。本期债券采取网上与网下相结合的发行方式，发行利率由公司与保荐机构（主承销商）根据国家有关规定和市场询价情况协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

天津保税区投资控股集团有限公司为本次债券的还本付息提供全额的无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

## 2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后主要用于补充流动资金。

## 三、行业分析

公司属于房地产行业上市公司，主要从事房地产的开发经营、销售与出租，是一家以房地产开发经营为主，集建筑设计、商品房销售、物业管理、房屋出租和咨询服务为一体的房地产综合性大型企业。

### 1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入（全国性大型、超大型房地产公司除外）。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

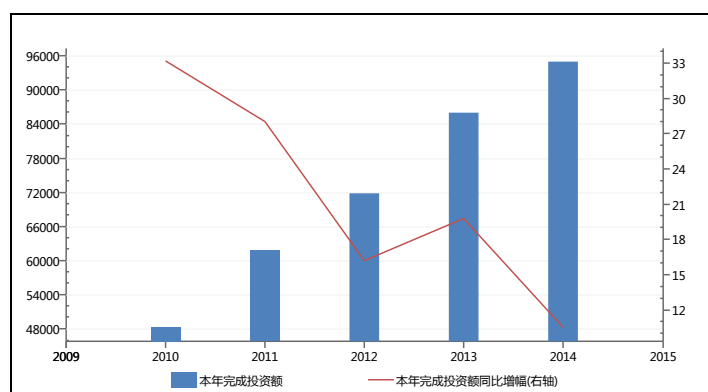
第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地要与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，

受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的下降回调态势（如下图所示）。

图2 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增长速 单位：亿元、%



资料来源：wind 资讯。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

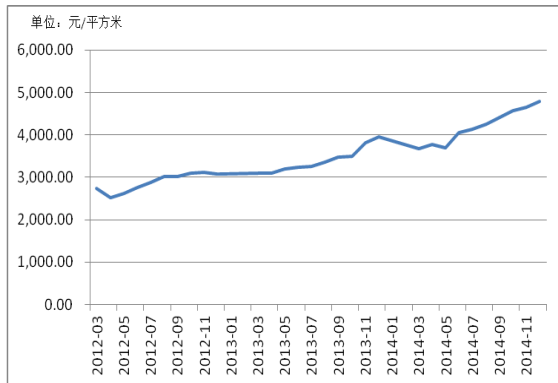
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年，受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地购置面积增速大部分月份均处于负增长态势，如图4所示。根据国家统计局数据，2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，比上年下降14.0%；土地成交价款10,020亿元，

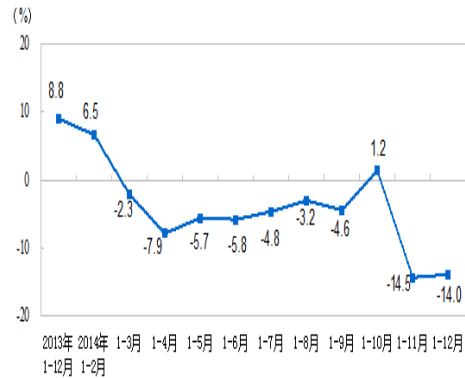
增长1.0%。从土地成交价格来看，进入2014年土地成交均价呈增长态势，尤其是进入下半年，土地成交均价快速增长，如图3所示。

图3 全国40大中城市土地成交均价月变动情况



资料来源：WIND 资讯

图4 全国房地产开发企业土地购置面积增速

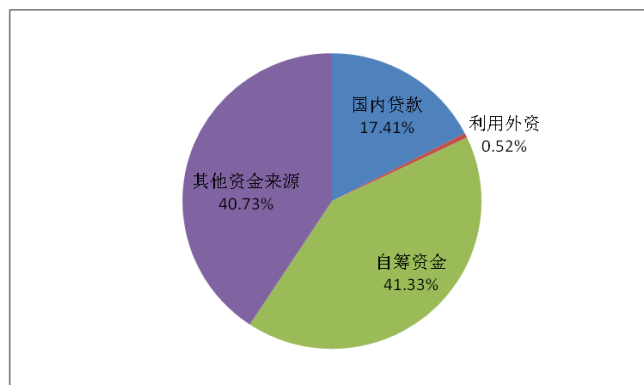


总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。

### (2) 开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年房地产开发企业本年资金来源 121,991 亿元，比上年减少 0.1%，增速较上年下降 26.6 个百分点，其中，国内贷款 21,243 亿元，比上年增长 8.0%；利用外资 639 亿元，增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，较上年减少 8.8%。

图5 2014 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

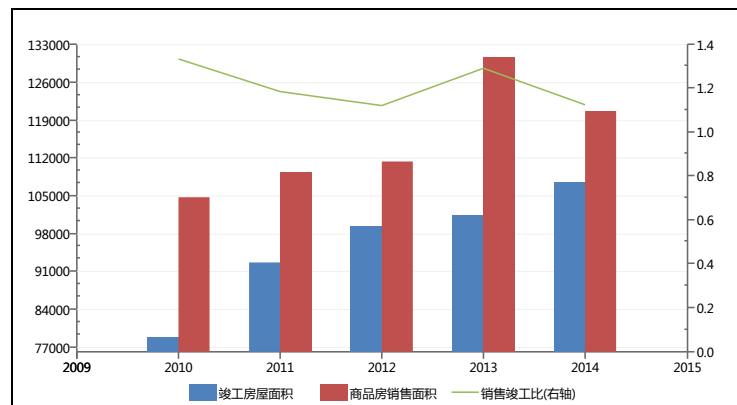
### (3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。2013



年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图6 2008~2014年全国商品住宅供求情况 单位：亿平方米



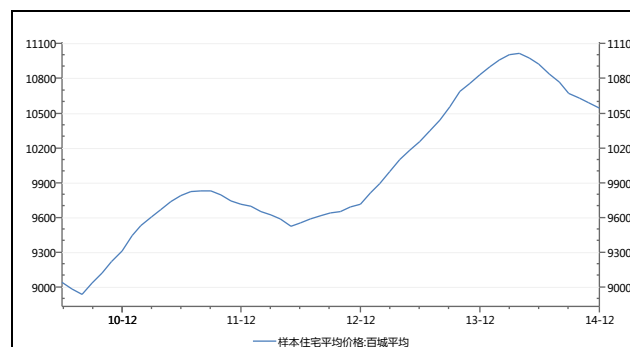
资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

#### (4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源：Wind 资讯。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

### 3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.65 个和 4.54 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 8.79%和 13.65%，分别提高了 0.65 和 0.74 个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

### 4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表3 2009年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009年5月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009年12月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010年1月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010年4月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，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，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年3月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地区相继正式发文“开放限购”，截至2014年末，全国46个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市四个城市仍在执行限购政策。2014年9月30日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为7折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：

二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于 40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住住房公积金贷款最低首付款比例为 20%；对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为 30%。3 月 30 日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。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。

## 5. 行业关注

### 资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

### 资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013 年房地产行业平均负债率有所上升，139 家房企的平均负债率为 63.15%，相较于 2012 年的 61.64% 上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过 70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

### 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。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，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。

### 房企利润率下降

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；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。

## 6. 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。



### 参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

### 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。

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，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 7. 天津地区房地产发展情况

近三年，天津市房地产业总体发展较快。从房地产开发投资增速来看，虽然受限购政策影响，天津市房地产开发投资增速有所下降，但仍保持较高水平。2012~2014年，天津市房地产开发投资分别为1,260.00亿元、1,480.82亿元和1,699.65亿元，同比增长分别为16.7%、17.5%和14.8%。

2012年，受“微调”、“降息”等国家政策信号的影响，市场积压的需求开始释放。天津市2012年全年商品房市场较上年平稳上行，商品住宅成交面积较上年同比上涨12%，成交均价同比上升8%，市场呈现“量价齐升”的走势。2013年，随着天津“国五条”细则的出台，市场需求应差异化信贷及征收住房转让所得税等政策而转变，部分二手房市场需求向新增住房转移。2014年，在全国“取消限购”及央行出台的“房贷新政”之后，天津首次成为继全国发布新政之后的第一个出台地方政策的城市。10月17日，天津六部委联合发文，出台了“津十六条”，对取消限购限贷、契税优惠、土地类政策引导及取消“70/90”户型限制等方面做出明确规定，而后，11月22日央行降低贷款利率0.4个百分点。这一系列利好新政出台后，大大缓解购房者的观望情绪和对于市场预判的不确定心理，11月和12月，天津楼市成交量出现明显上扬。

2014年，土地市场总体延续“量降质升”态势。天津经营性土地市场供应量及成交量较2013年均有所下降，土地供应961.1万平方米，环比下降33%；成交937.0万平方米，环比下降31%；土地总成交金额687亿元，环比下降2%；成交均价4,314元/平方米，环比上涨35%。2014年，天津土地供应量延续近4年逐年下降的趋势，其中居住类地块为市场供应主力，供应占比为53%；综合用地占比较2013年增长15个百分点，占比达到23%。远郊区县仍为土地供应量最大的区域，市内六区供应量占比达到历史高点。

2014年，天津商品住宅新增供应量为1,428万平方米，环比上升5%，较近5年平均供应量高出6%。新增供应量最多的区域为武清区、西青区和津南区。2014年，天津商品住宅成交量为1,062万平方米，虽环比下滑18%，但仍居近5年来第二高位，仅次于2013年。主力成交区域依然是武清区、津南区和西青区，成交量均在100万以上，分别占全市总成交量的18%、12%和10%。



从全年价格走势来看，受传统淡季、“蓝印”政策取消、产品结构变更、政策利好等诸多因素影响，价格呈现“先抑后扬”的态势。2014年，天津商品住宅市场成交均价为10,639元/平米，环比微降0.5%，与2013年基本持平，近10余年来，天津房价首次未现增长。由于远郊区县成交占比上升至首位，占全市总成交量的32%，致使全市整体均价略有所回落。然而，市内六区凭借其配套完善、交通便利等优势，2014年价格稳涨，成交均价攀升至2.2万元/平米，环比增长11%，持续两年保持两位数的增长。

总的来看，2014年，天津房地产政策关键字为“放开”、“取消”政策的实施对于天津房地产市场产生了较为明显的影响。伴随着天津自贸区落地、京津一体化发展等一系列相关政策的出台，预计未来天津楼市将会获得更加广泛的发展空间。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

天保基建是天津市主要的房地产开发企业之一，是天津保税区唯一一家区属国有控股上市公司。公司目前具有二级房地产开发资质，主营业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，控股股东为天津天保控股有限公司，实际控制人为天津港保税区国有资产管理局。

公司立足天津市场发展多年，对区域房地产市场开发经验丰富。公司开发项目较多，其中包括国际贸易与航运服务区航交中心2号楼、空港“名居花园”限价商品房、黄金海岸海景龙苑、天保房产空港商业区住宅项目“意境·兰亭”和天保“金海岸”项目。公司开发的天保金海岸项目自开盘以来已获得“最具潜力经典大盘奖”、“投资潜力楼盘奖”、“最佳区域地标奖”等多个奖项。同时，公司在多年发展中积累了丰富的房地产建设和经营管理经验，拥有一批经验丰富的管理者和技术人才，使企业的核心竞争力不断增强，为公司经营管理和工程建设的顺利进行提供了有力保障。近年来，公司所建项目共获天津市工程建设最高奖项“金奖海河杯”1个，“整体海河杯”10个，“结构海河杯”33个，并且每个项目工地均被评为天津市“市级文明工地”。公司所开发项目在天津当地具有较好的品牌知名度。

公司目前拥有土地储备建筑面积近百万平米，主要位于天津市滨海新区，土地储备规模较大。根据当前市场销售和开发进度情况，现有土地储备建筑面积可保证未来3~5年的开发，为公司持续发展提供了必要的资源保障。同时，受益于股东的支持，公司土地储备价格安全边际合理，土地储备类型较为丰富，包含住宅、商业和工业用地，既满足了公司的发展战略要求，又在一定程度上有效应对房地产调控。

总体看，公司作为天津市知名的国有控股房地产开发企业，房地产开发经验较丰富，土地储备充足且安全边际价格合理，具备一定的规模优势和区域竞争力。

##### 2. 人员素质

公司现有高层管理人员5名，董事兼常务副总经理1名、副总经理2名、财务总监1人和董事会秘书1人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长孙亚宁先生，1960年11月出生，中共党员，硕士研究生，高级工程师。2002年至2013年任天保控股副总经理；期间兼任天保工程招标公司董事长、总经理；天津天保建设有限公司董事长、总经理；天津天保置业有限公司董事长、总经理。2013年起任天保控股总经济师。现任天保控股总经济师，公司董事长。

路昆先生，1963年12月出生，中共党员，硕士研究生学历，高级经济师。2007年至2011

年6月任公司董事、副总经理、董事会秘书；2009年7月起任公司董事、常务副总经理。现任公司董事、常务副总经理。

截至2014年底，公司及其控股子公司在册员工137人。其中高中级管理人员21人，占员工总数的15.33%；行政、技术人员81人，占员工总数的59.12%；财务人员7人，占员工总数的12.41%；营销人员18人，占员工总数的13.14%。大学本科及以上学历94人，占员工总数的68.61%；大学专科学历31人，占员工总数的22.63%；中专及以下学历12人，占员工总数的8.76%。公司高级职称14人，占员工总数的10.22%；中级职称34人，占员工总数的24.82%；初级及以下职称89人，占员工总数的64.96%。

总体来看，公司管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。

### 3. 外部支持

#### 区位优势

天津作为直辖市和国家中心城市，是我国北方经济中心、环渤海地区经济中心、北方国际航运中心和物流中心、国际航运融资中心，是中国北方十几个省市区对外交往的重要通道，也是中国北方最大的港口城市，距北京120公里，是拱卫京畿的要地和门户，是“京津冀一体化”的重要组成部分。

2013年，天津全市实现GDP14,370.16亿元，按可比价格计算，比上年增长12.5%。三次产业结构为1.3:50.6:48.1。2013年全年城市居民人均可支配收入32,658元，增长10.2%；其中，工资性收入增长9.4%，拉动可支配收入增长6.5个百分点。农村居民人均可支配收入15,405元，增长13.5%。财政方面，2013年天津全市公共财政收入2,078亿元，比上年增长18.1%，其中税收收入1,310亿元，增长18.5%；财政支出预计2,530亿元，增长20%，收支规模进一步扩大，保障能力进一步增强。2014年1~9月，天津市实现地区生产总值11,101.31亿元，按可比价格计算，同比增长10.0%。分三次产业看，第一产业增加值127.67亿元，增长2.6%；第二产业增加值5,821.88亿元，增长9.9%，其中工业增加值5,366.57亿元，增长10.0%；第三产业增加值5,151.76亿元，增长10.2%。

考虑公司目前房地产项目多集中在滨海新区，滨海新区作为国家级开发区，在国家的经济发展布局中具有重要意义，区位优势凸显。

天津滨海新区作为天津市下辖的副省级区、国家级新区和国家综合配套改革试验区，在国家相关政策方面享受到一定的政策倾斜。2006年6月5日，国务院颁布国发〔2006〕20号，《国务院关于推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》，明确了滨海新区的功能定位以及发展以滨海新区为突破口带动区域联动的战略发展规划。《意见》指出滨海新区是继深圳经济特区、浦东新区之后，又一带动区域发展的新的经济增长极。同时，《意见》批准天津滨海新区为全国综合配套改革试验区。按照党中央、国务院的部署并从天津滨海新区的实际出发，先行试验一些重大的改革开放措施。另外，天津自贸区的获批对提升区域竞争实力具有重要意义，中国（天津）自由贸易园区，于2014年12月28日经国务院正式批准设立试验区总面积为119.9平方公里，主要涵盖3个功能区，天津港片区、天津机场片区、以及滨海新区中心商务片区。2015年3月24日，中共中央政治局审议通过天津自由贸易试验区总体方案。天津自贸区是中国政府设立在天津市滨海新区的区域性自由贸易园区，属中国自由贸易区范畴。公司的主要房地产开发项目均位于或邻近试验区的所在范围。巨大的区域市场潜力将为公司的快速发展带来持续动力，天津自由贸易试

验区的设立为将为公司提供新的发展契机。

近年来，天津滨海新区开发区主要经济指标在国家级开发区中持续名列前茅，航空航天、装备制造等行业快速壮大，工业、服务业联动发展。2013年，天津滨海新区完成生产总值8,020.4亿元，同比增长17.5%。滨海新区规模以上工业总产值16,200亿元，增长13%；固定资产投资5,030亿元，增长13%；商品销售总额15,072亿元，增长17%；社会消费品零售总额1,158亿元，增长14%。全区城镇居民和农民人均可支配收入分别增长12%和13%。来自于滨海新区政务网的数据显示，2014年，预计天津滨海新区全区生产总值9,000亿元，增长15.5%以上；规模以上工业总产值1.73万亿元，增长10%；一般公共预算收入1,028亿元，增长17%；全社会固定资产投资5,780亿元，增长15%；社会消费品零售总额1,227亿元，增长3%；实际利用外资123亿美元，增长12%；实际利用内资892亿元，增长20%；外贸进出口总额959亿美元，增长6%，其中出口329亿美元，增长5.5%。城乡居民人均可支配收入分别增长10%、12%。万元生产总值能耗下降4%，节能减排完成年度目标任务。

整体看，天津市经济规模大，经济增长速度快；滨海新区属国家级新区，行政级别较高，国家给予的“先试先行”政策支持力度较大。滨海新区近年来经济发展较好，财政增长较快。以上均为公司的发展提供了较好的外部环境。

### 股东支持

公司作为保税区内唯一的区属国有控股上市公司。公司控股股东天保控股是天津港保税区规模较大的国有企业，截至2014年6月30日，天保控股的总资产为237.04亿元，净资产为79.35亿元。天保控股为支持上市公司发展，减少同业竞争，将旗下金海岸项目土地分次注入上市公司，合计注入土地面积99.06万平方米。该项目位于滨海新区核心区域，北靠开发区泰达大街，横跨开发区第二、第三大街，周围配套设施完善，目前升值空间较大。

在天保控股的促成下，公司计划收购中天航空60%股权。中天航空作为中方投资主体，与欧洲空中客车公司组建合资公司，建设空客A320系列飞机中国天津总装线项目，现持有空中客车（天津）总装有限公司49%的股权。此次收购，使公司经营业务向航空领域扩展，并打造新的盈利增长点，进一步提升公司可持续发展能力。

天保投控对公司的发展也给予了较大的支持。天保投控作为天津港保税区管委会下属国有独资企业，经管委会授权，主要承担天津港保税区、天津空港经济区和天津空港国际物流区的区域服务职能，并负责上述三个区域的基础设施建设及运营，同时还参与了空客A320系列飞机天津总装线等重大项目的投资和建设。截至2014年9月底，天保投控合并资产总额939.45亿元，净资产308.95亿元，前三季度实现净利润（含少数股东损益）11.56亿元，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。

总体看，天保控股与天保投控实力雄厚，对公司的发展支持力度较大，未来有望凭借其雄厚实力对公司的后续发展给予必要的支持。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》等法律法规的规定，逐步制定完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《内部控制自我评价管理制度》、《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》、《信息披露管理制度》、《融资管理制度》、《投资者关系管理制度》、《风险评估管理制度》、《薪酬管理制度》、

《诉讼案件管理办法》等多项内控制度制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。截至 2014 年底，公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事会下设战略、审计、薪酬与考核、提名等四个专门委员会。公司监事会由 3 名监事组成，其中 1 名为职工代表，监事会是公司的监督机构，负责对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，并发表独立意见。

总体看，公司认真履行相关监管部门对于上市公司的监管规定，股东大会、董事会、监事会能够独立运作，各项内部控制制度得到了有效执行，整体治理运行情况良好。

## 2. 管理体制

公司本部下设投资发展部、招商管理部、成本管理部、规划设计部、营销策划部、项目管理部、客户服务部、证券事务部、计划财务部、综合管理部等 10 个职能部。截至 2014 年末，公司拥有天保房产、百利建设、滨海开元和嘉创物业 4 家子公司。公司各职能部门独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理，提升了公司经营管理和风险控制水平，确保经营目标的实现和股东价值的最大化。

财务管理方面，公司设立了独立的财务部门，有关岗位的职责和权限符合内部牵制原则。公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程以及财务收支审批、预算管理、固定资产管理、成本核算、财务专用章使用审批制度以及多项财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

公司下属 4 个子分公司分别设立了独立的财务部门，但在具体管理方面，公司根据实际情况采取了区别对待的方式。其中，天津天保房地产开发有限公司和天津滨海开元房地产开发有限公司因企业法人和财务主管实际与天保基建相同，且收入、利润占天保基建合并报表的 95% 以上，故公司采用独立账务但统一直接管理的方式。而天津市百利建设工程有限公司以及嘉创物业服务有限责任公司相对独立且规模和占比较小，相关财务管理则完全采用独立的审批制度。

在预算管理和经营计划管理方面，公司严格按照空港保税区管委会和股东大会的要求制定并执行相关预算管理规定。公司运营管理部在年初制定整体经营计划、细化运营指标并分配到具体职能部门，期中对当年的预算和经营计划执行结果进行评估考核，根据实际情况调整后续计划，重新分解并下达至各部门和子公司。

公司在项目拓展和成本管理方面较为严格，从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程均引入成熟的成本核算和控制机制。项目决策前期需执行完整的市场定位、项目成本分析、价格和利润预测等管理流程。项目确立后的采购和施工过程则严格执行招投标制度，并对中标方提供的产品和服务进行严格的质量管理。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、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、物业管理等，其中房地产开发收入占比最大，近三年在主营业务收入中的占比分别为 95.57%、94.61% 和 96.24%。受房地产行业调控政策和房地产市场波动影响，2012~2014 年，公司分别实现主营业务收入 9.03 亿元、8.72 亿元和 15.80 亿元，



年均增长 32.26%，主营业务毛利率分别为 30.77%、37.23%和 36.71%，波动主要系房地产开发收入波动所致。

房地产开发方面，2012~2014 年，公司房地产开发收入波动增长。2013 年，公司实现房地产开发收入 8.25 亿元，同比减少 4.40%，主要系公司子公司滨海开元 B01 预售商品房销售收入未达到确认收入条件，销售数量较 2012 年减少所致。2014 年，随着商品房项目收入陆续结转，公司房地产开发业务收入同比增长 84.26%。受 2011 年天津市房地产限购政策正式出台的影响，公司所开发项目的销售量和销售价格均有一定程度下降，致使公司 2012 年毛利率水平较低；2013 年以来，公司调整市场策略，房地产开业务发毛利率回升至 37%以上。

表 4 2012 年~2014 年公司主营业务收入、主营业务成本情况（单位：亿元、%）

主营业务	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
房地产开发	8.63	5.81	32.70	8.25	5.08	38.45	15.20	9.50	37.51
物业出租	0.31	0.36	-14.29	0.35	0.28	21.16	0.49	0.37	23.56
物业管理	0.05	0.06	-24.04	0.09	0.10	-11.81	0.10	0.12	-18.95
其他服务	0.03	0.02	34.70	0.03	0.02	33.77	0.00	0.00	100.00
<b>合计</b>	<b>9.03</b>	<b>6.25</b>	<b>30.77</b>	<b>8.72</b>	<b>5.47</b>	<b>37.23</b>	<b>15.80</b>	<b>10.00</b>	<b>36.71</b>

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。

公司的物业出租收入主要来自公司投资性房地产项目的租赁所得。近三年，公司物业出租收入分别为 0.31 亿元、0.35 亿元和 0.49 亿元，增长较快，但物业出租收入占公司主营业务收入比重太小，对主营业务收入增长的贡献较小。近三年，公司物业出租业务毛利率水平变动较大，2012 年毛利率水平较低，主要是由于当地政府为了吸引人才建设青年公寓，租金较低所致，2013 年和 2014 年毛利率水平稳定在 20%以上，主要是政府返还了一部分补贴所致。

总体看，公司作为房地产开发企业，主营业务收入和主营业务毛利率受房地产行业调控政策和房地产市场景气程度影响较大，存在一定的波动性。2013 年以来，公司加大了推盘力度，房地产开发业务收入大幅增加，毛利率仍处于较好水平。

## 2. 项目成本管理及土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

从成本构成来看，和行业内其他房地产开发公司类似，公司的项目开发成本主要是土地成本、建安成本和相关税费等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计占比 90%以上。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付，建安费用通常根据项目工程进度支付，通常是先预付建筑安装公司工程款的 5%，完成主体结构前支付款项不超过 70%，竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对土地收购会进行细致的研究。目前公司拓展部牵头其他部门负责土地收购工作的具体开展。具体来看，公司通常会先做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经董事会批准后，实施土地收购。收购完成后，公司设计部牵头负责项目设计，运营部根据项目设计方案负责成本预算、通过公开招标的方式确定各环节的建筑安装公司和工程物资采购，招标完成后，工程部会在现场负责工程的具体施工并进行监督，工程竣工验收合格后，由销售部负责销售方案的制定，进行项目



的销售工作。

近三年来，公司综合考虑土地价格、项目利润和自身资金实力等因素，放慢了土地获取速度，仅于 2012 年 9 月获取一宗土地。该土地于 2012 年 9 月 10 日由公司全资子公司天保房产以挂牌方式竞得，总地价 4.2 亿元，该地块坐落于天津空港经济区，其界址为东至东七道，南至规划次干路，西至东六道，北至环河北路。土地出让面积 12.28 万平方米，土地用途为城镇住宅，建筑规模小于 20.88 万平方米。未来公司将立足空港经济区，以滨海新区为核心、天津市区为重点，重点拓展航空产业园区开发建设，兼顾核心区域中住宅、商业项目获取。

截至 2014 年末，公司共有 10 块土地储备，主要是天保金海岸地块，占地面积合计 27.42 万平方米，规划建面 89.32 万平方米，公司土地储备较充足。金海岸地块位于天津经济技术开发区，未来发展潜力较大。此外，由于公司拿地时间较早，公司土地储备平均成本为 1,131.42 元/平方米，成本较低。公司较为丰富的土地储备和低廉的平均成本有望支撑公司未来营业收入的增长。

总体看，公司土地储备面积能够满足公司未来较长时期内的开发需要，同时公司土地的平均成本很低，公司未来的营业收入和净利润有望继续保持较快增长。

### 3. 项目建设开发情况

房地产项目开发具有周期长，投资大，涉及相关行业多等特点，并且要接受规划、国土、建设、房管、消防和环保等多个政府部门的审批和监管，项目建设完成后还面临着销售、经营等环节，如果项目的任一开发环节出现问题，都可能会直接或间接地导致项目开发周期延长、成本上升、收益下降，造成项目预期经营目标难以如期实现等问题。

截至 2014 年末，公司已完工项目 6 个、在建项目 4 个、拟建项目 3 个。

表 5 截至 2014 年末公司已完工项目情况

序号	项目名称	项目位置	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	土地用途	开工时间	项目进度
1	国际贸易与航运服务区航交中心 2 号楼	天津港保税区	11,922	23,308	商服	2006.2	已销售完毕
2	名居花园	天津空港经济区	96,517	144,775	住宅	2010.4	已竣工验收,正在销售中
3	滨海国际贸易服务中心	天津港保税区	9,093	41,894	商服	2002.4	已转让
4	黄金海岸海景龙苑	河北省秦皇岛市昌黎县	38,323	22,828	文化娱乐 (旅游业)	2006.6	已竣工验收,正在销售中
5	北垣吧街 <sup>注</sup>	呼和浩特市新城区	22,331	33,747	住宅、商业	2006.5	项目公司已转让
6	华旗资讯生产研发基地项目	天津空港经济区	40,002	64,157	工业	2010.9	已竣工验收
	合计		218,188	330,709			

注：2011 年 5 月，天材房产将持有的呼市天材 100%股权转让给了自然人王章，北垣吧街项目随之整体转让。

2014 年 2 月，经天津产权交易所公开挂牌交易，发行人将其持有的天材房产 100%的股权转让给内蒙古中加生产资料有限公司。2014 年 3 月，转让双方完成了产权转让及工商变更登记手续。天材房产名下的黄金海岸海景龙苑项目随之转让。

经过多年的开发，公司已完工的项目包括国际贸易与航运服务区航交中心 2 号楼、名居花园、滨海国际贸易服务中心、黄金海岸海景龙苑、北垣吧街、华旗资讯生产研发基地等六个项目，占地面积共 218,188 平方米，建筑面积 330,709 平方米。

表 6 近三年公司项目开发情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
当期新开工面积（平方米）	87,039	141,680	55,193
当期新开工项目数量（个）	3	1	1
当期竣工面积（平方米）	142,933	322,664	64,157

资料来源：公司提供

2012 年以来，公司新开工面积呈现波动趋势。2012 年，受天津市限购政策出台、房地产销售放缓影响，当年新开工面积 87,039 平方米；2013 年，公司当期新开工面积有所增加，为 141,680 平方米，同比增长 62.78%；2014 年，公司适当控制开发节奏，当期公司新开工面积减至 55,193 平方米。2012 年以来，公司新开工项目不多，主要根据公司当年的资金和销售进度安排开工项目。2012 年以来，公司当期竣工面积波动减少，2013 年竣工面积 322,664 平方米，同比增长 125.74%，主要为金海岸 B01 项目和金海岸 C04 项目；受开工项目数量与规模影响，2014 年竣工面积 64,157 平方米，同比减少 80.12%。

在建项目方面，截至 2014 年底，公司在建项目 4 个。在建项目包括汇津广场项目、天保公寓项目、天保金海岸房地产开发项目、天保房地产空港商业区住宅项目。

表 7 截至 2014 年底公司在建项目投资情况

序号	项目名称	项目位置	合同占地面积	建筑面积	土地用途	开工时间	项目进度
1	汇津广场	天津空港经济区	62,989	94,483	商业	2009 年 12 月	尚有部分地块正在施工中
2	天保公寓	天津市东丽区	110,239	226,450	商业	2006 年 11 月	尚有部分地块正在施工中
3	天保金海岸房地产开发项目	天津经济技术开发区	1,025,244	1,885,700	住宅、商业	2002 年 12 月	尚有部分地块正在施工中
4	天保房地产空港商业区住宅项目	天津滨海空港经济区	122,827	208,802	住宅	2013 年 12 月	一期主体封顶（正在精装修阶段）

资料来源：公司提供

拟建项目方面，2015 年公司拟开工的项目 3 个，包括：天保金海岸 E03 住宅项目（建筑面积为 104,680 平方米），天保金海岸 D07 住宅项目（建筑面积为 78,079 平方米），意境兰亭二期项目（建筑面积为 132,290 平方米）。

总的来看，公司在建项目与拟建项目较多，公司未来营业收入有望继续保持高速增长。

#### 4. 房产销售情况

2012~2014 年，全国房地产市场在波动中发展，公司的签约销售面积也出现大幅波动。公司的房产销售采取预售模式，所售物业通常定位于所在区域的中高端产品以及保障性住房建设。受市场景气度影响，2014 年，公司实现签约销售面积 6.67 万平方米，较上年减少 49.30%；实现合同销售金额 7.43 亿元，同比减少 50.07%，具体情况参见下表。

表 8 公司近三年销售概况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
达预售项目（个）	3	3	4
签约销售面积（万平方米）	5.82	13.16	6.67
签约销售金额（亿元）	8.01	14.88	7.43
签约销售均价（元/平方米）	13,752.24	11,304.74	11,132.11
结转收入面积（万平方米）	10.12	6.63	15.27
结转收入（万元）	86,331.73	82,492.80	152,012.98

资料来源：公司提供

从签约销售均价来看，2012~2014 年，公司房产销售价格持续下降。一方面是因为随着市场行情变化，公司调整销售策略；另一方面是因为不同年份公司销售房产类型不同，产品单价差异较大所致。

由于公司主营业务收入主要来自房产销售收入，因此主营业务收入地区分布结构能够反映房产销售的区域分布情况。2012 年~2014 年，公司房产销售主要集中在天津，公司地区收入集中度非常高，一方面可以通过深耕获得区域性的竞争优势，另一方面也使得营业收入难以避免的会受到区域房地产政策和区域经济发展的影响，营业收入的来源不够分散。

表 9 近三年公司分地区收入情况 单位：万元、%

地区	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
天津市	89,983.83	99.65	86,337.42	99.01	152,012.98	100.00
河北省	315.18	0.35	867.63	0.99	--	--
合计	90,299.01	100.00	87,205.04	100.00	152,012.98	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

总体看，近年来受房地产市场景气度影响，公司房产销售收入波动较大，且房产销售绝大多数在天津地区，经营区域集中，易受区域政策、经济发展影响大。

## 5. 物业出租

公司的物业管理业务均由子公司嘉创物业负责实施。2012~2014 年，公司物业收入分别为 0.31 亿元、0.35 亿元和 0.49 亿元，占主营业务收入的比重较小。物业管理收入主要来源于天保基建及其子公司开发的住宅及其配套商业项目、自用办公楼，主要包括空港名居花园住宅及底商、汇津广场 1 号楼等。目前公司持有的投资型物业主要集中于天津。公司主要的投资型物业在最近三年的出租情况如下：

表 10 近三年公司物业出租业务情况

楼宇名称	分类	可租面积（平方米）			年出租率（%）		
		2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
天保公寓	公寓	61,088.00	54,768.00	57,990	71.43	89.29	70.00
名居花园底商	商业	7,266.21	7,266.21	7,266.21	19.00	16.00	86.00
天保金海岸 B05 底商	商业	1,671.37	1,671.37	1,671.37	93.00	93.00	93.00
天保金海岸 B06	公寓	3,036.98	3,036.98	3,036.98	100.00	100.00	100.00
汇津广场一期	商业	14,084.71	11,965.61	19,360.58	29.33	55.00	57.00

资料来源：公司提供

总的来看，公司物业出租收入占主营业务收入的比重较小，对主营业务收入影响不大。

## 6. 经营效率

2012~2014 年公司应收账款周转次数分别为 99.24 次、694.34 次和 887.77 次，呈快速上升趋势，主要原因是应收账款的大幅减少。公司存货规模较大，导致存货周转次数较低，2012~2014 年公司存货周转次数分别为 0.24 次、0.16 次和 0.33 次；2012~2014 年，公司总资产周转次数分别为 0.24 次、0.18 次和 0.30 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司应收账款周转率处于行业较高水平，存货周转率正常；总资产周转率处于正常水平。总体来看，公司经营效率尚可。

表11 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

	应收账款周转率(次)	存货周转率(次)	总资产周转率(次)
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.29	0.32
世茂股份	14.02	0.34	0.23
浙江广厦	79.70	0.17	0.18
<b>天保基建</b>	<b>938.26</b>	<b>0.33</b>	<b>0.30</b>

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

## 7. 重大事项

### 定向增发

2014 年 4 月 29 日，公司以非公开发行股票的方式向永赢基金管理有限公司、南京瑞森投资管理合伙企业（有限合伙）、兴业证券股份有限公司等共计 7 名对象发行 31,660 万股人民币普通股（A 股），发行价格为 4.46 元/股。本次发行募集资金总额 14.12 亿元，净募集资金 13.94 亿元。

公司非公开发行股票募集资金拟投资的项目有天保房地产空港商业区住宅项目（一期）、天保金海岸 D06 住宅项目、天保金海岸 D07 住宅项目和补充流动资金，项目计划投资总额合计 248,969.81 万元；募集资金拟投入总额合计 155,000.00 万元。

表 12 募集资金使用计划及项目收益预测

项目名称	建设周期 (年)	总建筑面积 (万平方米)	计划使用 募集资金 (亿元)	计划销售额 (亿元)	计划税后利润 (亿元)	销售净利率
天保房地产空港商业区住宅项目（一期）	2	13.98	6.30	12.25	1.29	10.55%
天保金海岸 D06 住宅项目	2	5.28	2.55	5.95	1.09	18.27%
天保金海岸 D07 住宅项目	2	7.53	3.65	8.52	1.57	18.39%
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>26.79</b>	<b>12.5</b>	<b>26.72</b>	<b>3.95</b>	<b>--</b>

资料来源：公司公告

天保房地产空港商业区住宅项目（一期）项目位于天津市空港经济区内，空港经济区处在天津市市区和滨海新区两极联动带，位于天津滨海国际机场东北端，距市中心约 20 公里，距天津港及开发区、保税区约 30 公里，距首都北京 110 公里，交通较为便利。项目总投资 109,597.34 万元，项目建设周期 2 年，规划占地面积 63,925 平方米，总建筑面积 139,802 平方米，计划使用募集资金 63,000 万元，其余资金由公司自筹解决。项目计划实现销售额 122,529.60 万元，计划实现税后利润 12,932.26 万元，项目投资净利润率 14.03%，销售净利率 10.55%。截至 2014 年底，该项目已开始主体施工。

天保金海岸 D06 和 D07 项目位于天津市经济技术开发区的核心地段，与天津开发区现代服务



产业区（泰达 MSD）接壤，距离天津滨海新区管委会 1 公里、距离金融街广场 1 公里、距离开发区任佰汇广场 1 公里、距离于家堡金融区 3 公里、距离响螺湾商务区 5 公里、距离塘沽中心区 4 公里，是滨海新区核心区域十分稀缺的居住型区域。项目周边交通便捷，周边城市配套丰富，2 公里范围内建有任佰汇商业中心、永旺梦乐城等集餐饮娱乐休闲为一体的生活配套。随着天津市经济技术开发区的经济发展、人口进驻，项目将具有较好的市场潜力。

天保金海岸 D06 住宅项目项目总投资 45,032.66 万元，项目建设周期 2 年，规划占地面积 19,338.50 平方米，总建筑面积 52,800 平方米，计划使用募集资金 25,500 万元，其余资金由公司自筹解决。项目计划实现销售额 59,535 万元，计划实现税后利润 10,876.76 万元，税后利润率 24.15%，销售净利率 18.27%。该项目已于 2014 年对开工。

天保金海岸 D07 住宅项目项目总投资 64,339.81 万元，项目建设周期 2 年，规划占地面积 27,386.30 平方米，总建筑面积 75,300 平方米，计划使用募集资金 36,500 万元，其余资金由公司自筹解决。项目计划实现销售额 85,248 万元，计划实现税后利润 15,681.15 万元，税后利润率 24.37%，销售净利率 18.39%。截至 2014 年底，该项目尚未开工。

截至 2014 年底，本次定增募集资金已用于支付募投项目工程款共计 11,027.06 万元，其中用于天保房地产空港商业区住宅项目（一期）项目 9,599.17 万元、天保金海岸 D06 住宅项目 1,394.97 万元、天保金海岸 D07 住宅项目 32.92 万元。

总体看，本次定增后，公司规模显著提升，资本实力明显增强。从本次募投计划来看，公司未来建设项目较多，盈利能力较强，对公司未来发展起到良好的支撑作用。

### 股权投资

天保基建拟向关联方天保投资收购其持有的中天航空 60%的股权。2014 年 7 月 25 日，天保基建董事会同意公司以人民币 24,583.05 万元收购天保投资持有的中天航空 60%的股权。公司与天保投资公司签署《股权转让协议》后，双方就股权收购具体实施方案进行了多轮磋商，目前尚未达成一致意见。双方针对股权收购具体实施方案达成一致后，将重新对标的股权开展相关审计评估工作，上报国资有关部门并履行关联交易相关审批程序。

中天航空持有空中客车（天津）总装有限公司 49%的股权（以下简称“空客公司”），空客公司的经营范围为接收完全装配并经测试的飞机组成部分和所有相关零部件（总称“飞机部件”），向空中客车中国有限公司提供总装服务，包括飞机的总装、喷漆、地面测试和飞行测试，并向飞机交付中心移交经完全组装和测试的飞机。目前空客公司承担 A320 系列飞机的总装。截至 2013 年 12 月末，中天航空资产总额 37,085.76 万元，负债总额 9,353.29 万元，权益规模 37,084.83 万元，2013 年尚未实现营业收入，但同期实现投资收益 9,214.42 万元，主要是投资空客公司的收益，实现净利润 9,221.17 万元。天津华夏金信资产评估有限公司对本次交易涉及的中天航空股东权益在 2013 年 12 月 31 日的市场价值进行了评估，中天航空净资产评估值为 40,971.75 万元，增值率为 10.48%，增值率尚可。

如果本次股权收购顺利完成，天保基建经营业务将向航空领域扩展，新的业务有助于分散公司目前专注于房地产开发的经营风险，有助于形成公司新的利润增长点，预计将进一步提升天保基建的盈利能力和盈利的稳定性。

### 8. 未来发展

未来，公司将成为以房地产开发和销售为主营业务的区域性上市公司，在发展区域和业务范围的选择上，公司将立足空港经济区，以滨海新区为核心、天津市区为重点。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，进一步明确目标定位，结合自身和区域实际，积极参与区域开发建设，不断挖掘区域资源，寻找新的盈利增长点，努力发展成为区域配套服务商和城市运营商。

如果公司收购天保投资持有的中天航空 60%的股权的事项顺利完成，天保基建经营业务将向航空领域扩展，新的业务有助于分散公司目前专注于房地产开发的经营风险，有助于形成公司新的利润增长点，预计将进一步提升天保基建的盈利能力和盈利的稳定性。

总体看，目前公司以房地产开发业务为核心，积极涉足航空领域，未来有望进一步提升公司盈利的稳定性和可持续性。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2012 年至 2014 年度财务报告均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并由其出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部 2014 年修订的《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》等一系列会计准则。近三年一期，除 2014 年 3 月底天津市天材房地产开发有限公司不再纳入合并范围外，公司合并范围无其他变化。考虑到天材房地产开发有限公司资产规模很小，公司近三年的财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 513,294.76 万元，负债合计 88,082.17 万元，股东权益（含少数股东权益）425,212.59 万元。2014 年公司实现营业收入 157,959.75 万元，净利润（含少数股东损益）26,516.21 万元，2014 年公司经营活动现金流量净额为 34,828.79 万元，现金及现金等价物增加额 52,912.62 万元。

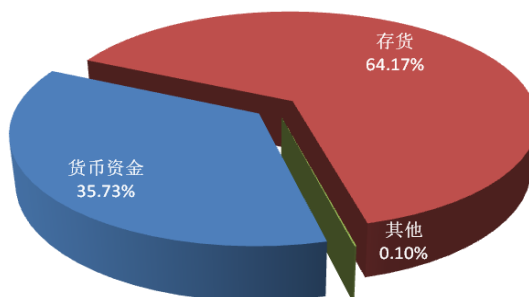
### 2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模有所增长，三年年均增加 5.43%，截至 2014 年底，公司资产规模达 513,294.76 万元，其中流动资产占比 82.01%，非流动资产占比 17.99%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

#### 流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈现波动态势，三年复合增长率为 2.92%。截至 2014 年底，公司流动资产总额达 420,936.77 万元，较年初减少 2.79%，主要是存货和货币资金，占比分别为 35.73%和 64.17%，公司存货占比较高符合公司以房地产开发为主营业务的特点。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



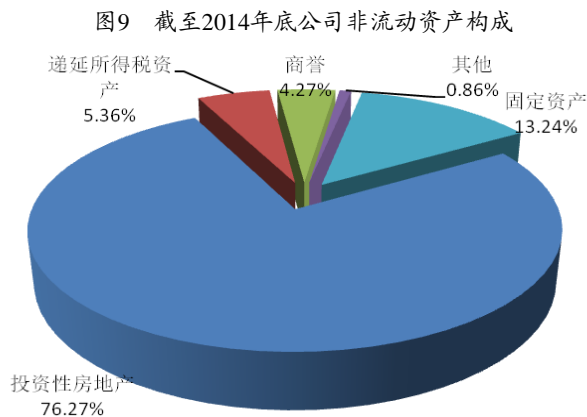
资料来源：公司年报

2012~2014年，公司货币资金总额增加较快，三年复合增长62.39%。截至2014年底，公司货币资金余额150,394.49万元，较年初增长54.28%，主要系公司2014年5月完成非公开发行，募集资金净额13.94亿元到账所致。2014年末公司货币资金均为银行存款。公司年末不存在因抵押或冻结等对使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的货币资金。

2012~2014年，公司存货余额呈下降趋势，三年复合减少-10.76%。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，近三年合计占比均在99%以上。公司的开发成本是指尚未建成、以出售为目的的房地产项目及其物业，开发产品是指已建成待出售的房地产项目及其物业。截至2014年底，公司存货账面价值为270,122.03万元，其中开发成本、开发产品分别占比72.37%和27.63%，存货规模较年初减少19.43%，主要系公司存货去化力度加大，结转收入所致。公司未计提存货跌价准备。

### 非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产规模呈波动态势，三年复合增长率为19.80%。截至2014年底，公司非流动资产总额为92,357.98万元，较年初减少3.90%。公司非流动资产构成以投资性房地产和固定资产为主，占比分别为76.27%和13.24%。



资料来源：公司年报

公司投资性房地产主要为房屋与建筑物，并有部分写字楼以经营租赁的形式租给第三方，公司的投资性房地产均按成本计量。2012~2014年，公司投资性房地产账面价值持续增长，年均增加28.48%。截至2014年底，公司投资性房地产总额为70,445.50万元，较年初增长51.56%，主要系金海岸C04项目由固定资产转入投资性房地产所致。公司未对投资性房地产计提减值准备。

公司的固定资产主要由房屋及建筑物组成，2014年占比97.0%。2012~2014年，公司固定资产账面净值波动较大，分别为14,735.27万元、38,418.37万元和12,230.17万元，三年复合减少8.90%。2013年末公司固定资产账面净值较年初增长160.72%，主要系公司子公司滨海开元C04地块超市项目完工，结转固定资产24,090.45万元所致。2014年金海岸C04项目对外出租，从固定资产转入投资性房地产，年末该科目较年初减少68.17%，公司固定资产的累计折旧共计提1,654.69万元，成新度为88.08%，成新度较高。由于年末固定资产未出现减值迹象，公司未计提固定资产减值准备。

2012~2014年，公司递延所得税资产波动增长，三年复合增长率为52.14%。公司的递延所得税资产由资产减值准备、内部交易未实现利润、预售房款计税毛利额、预提土地增值税和预提费用的账面价值与计税基础不同而形成。截至2014年底，公司递延所得税资产4,951.14万元，较年初减少23.05%，主要系2014年末预收房款减少及预提土增税增加导致企业所得税年末可抵扣暂

时性差异减少所致。

公司的商誉为公司投资天保房产和百利建设所形成的商誉。2007年天保控股与天津市建筑材料集团（控股）有限公司签订的《资产置换协议》置入天津天保房地产开发有限公司100%股权，入账价值与净资产公允价值差额3,087.93万元，编制合并会计报表时形成商誉。公司全资子公司天保房产取得百利建设51%股权时，账面投资成本与按持股比例享有的被投资单位净资产差额852.80万元，编制合并报表时形成商誉。截至2014年底，公司商誉3,940.74万元，近三年无变化。公司年末对商誉进行了减值测试，未发生减值，故未计提减值准备。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，整体资产流动性较高。

### 3. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司负债规模波动减少，年均减少36.22%。截至2014年底，公司负债合计88,082.17万元，较年初大幅减少67.21%。债务结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，截至2014年底，公司流动负债和非流动负债分别占比99.90%和0.10%。

#### 流动负债

2012~2014年，公司流动负债规模波动减少，年均复合减少36.23%。截至2014年末，公司流动负债合计87,996.20万元，较年初减少64.61%。公司流动负债以应付账款（占比37.80%）、预收款项（占比50.08%）、其他流动负债（占比11.01%）为主。

2012~2014年，公司应付账款余额持续减少，年均减少31.74%。公司应付账款的形成主要是应支付的承包公司工程款。2014年底，公司应付账款33,264.68万元，较年初减少20.81%，主要系公司子公司天保房产项目应付工程款减少所致。从账龄来看，一年以内的应付账款占比39.89%，1年以上占比60.11%。

2012~2014年，公司预收款项波动较大，分别为33,756.56万元、97,204.61万元和44,068.57万元，年均复合增长14.26%。公司预收款项主要系预收客户的购房款，对于房地产开发企业来说，预收款项虽然在会计准则上被计为负债，但是企业会因此而提前获得现金流，在达到收入确认条件时将结转成营业收入，因此对企业来说并不形成资金兑付压力。受益于金海岸项目房产销售的良好状况，公司2013年末预收款项较上年增长187.96%。2014年底，由于金海岸项目部分预售款结转主营收入，预收款项较年初减少54.66%。

2012~2014年，公司其他流动负债增长较快，三年复合增长率为123.68%。截至2014年底，公司其他流动负债余额9,692.40万元，较年初增加107.23%。公司的其他流动负债全部系预提土地增值税所致。

#### 非流动负债

2012~2014年，公司非流动负债波动减少，年均复合减少-28.89%。截至2014年底，公司非流动负债合计85.96万元，均为递延所得税负债；非流动负债较年初减少99.57%，主要系偿还2亿元贷款所致。

2014年底，公司全部债务规模为零。截至2014年底，公司资产负债率为17.16%，EBITDA利息保障倍数、经营现金流利息保障倍数分别为250.65倍、244.01倍，公司目前无债务压力。

总体看，公司没有有息债务，资产负债率在房地产开发企业中属于偏低水平，公司目前没有还本付息的压力。

#### 所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益呈增长较快，年均复合增长率为31.68%。截至2014年底，公司所有者权益425,212.59万元，较年初增加63.23%，主要系公司以非公开发行股票方式融资14.12亿元所致。公司所有者权益均为归属于母公司的所有者权益，无少数股东权益。公司所有者权益中，股本占23.73%，资本公积占44.54%，盈余公积占2.48%，未分配利润占29.25%，公司所有者权益的稳定性正常。

总体看，通过非公开发行股票，公司所有者权益大幅增长，资本实力有所增强。

#### 4. 盈利能力

2012~2014年，受政府对房地产市场调控及房地产公司确认收入政策影响，公司营业收入波动较大，分别为110,588.19万元、87,218.66万元和157,959.75万元，年均复合增长19.51%。2014年，公司营业收入同比增加81.11%，主要系公司子公司滨海开元销售的部分商品房满足收入确认条件，可结转收入增加所致。2014年，公司实现营业成本99,965.35万元，同比增加82.62%，主要系公司销售房产数量增加所致。2012~2014年，公司毛利率分别为29.79%、37.24%和36.71%，盈利能力较强。

从期间费用来看，近三年期间费用规模呈波动态势，2012~2014年，公司费用收入比分别为6.02%、7.24%和3.17%，公司对期间费用的控制能力较强。2014年，公司的销售费用、管理费用和财务费用分别为3,235.61万元、4,259.40万元和-2,491.71万元。

2012~2014年，公司营业利润分别为20,515.20万元、18,441.87万元和34,701.20万元，年均增长30.06%，与此对应，公司净利润分别为15,466.80万元、16,725.79万元和26,516.21万元，年均增长30.93%。受子公司滨海开元部分商品房满足收入确认条件影响，2014年，公司营业利润和净利润分别同比增长88.17%和58.53%。

从各项盈利指标来看，受房地产调控和房地产公司收入确认政策的影响，2012~2014年，公司营业利润率呈波动态势，三年分别为24.17%、28.38%和24.66%。2014年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为7.56%、6.86%和7.73%，均较上年有所增长。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司总资产报酬率与销售毛利率处于中等水平，净资产收益率偏低（如下表所示），公司盈利能力一般。

表13 2014年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	招商地产	保利地产	世茂股份	浙江广厦	天保基建
总资产报酬率(%)	6.38	5.93	6.50	5.33	6.35
净资产收益率(%)	14.75	21.56	12.50	11.07	7.73
销售毛利率(%)	37.33	32.03	41.40	22.99	36.71

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司盈利能力一般，但营业收入和净利润增速很快，随着公司未来项目的进一步销售，公司营业收入和净利润有望保持增长。

#### 5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014年度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为5,117.42万元、23,146.54万元和34,828.79万元，三年复合增长160.88%，经营现金流净额增加较多。公司经营活动现金流改善的主要原因是，房地产开发项目周期一般为2~3年，随着房地产项目的集中销售，公司经营活动现金流入大幅增加以及后期经营支出减少所致。近三年公司现金收入比分别



为 89.79%、170.71% 和 66.47%，收入实现质量受房地产销售结转影响，波动较大。

从投资活动情况来看，2012~2014 年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5,745.64 万元、-176.24 万元和-99,155.80 万元。2014 年公司投资活动现金流量净流出规模较上年大幅增长系因为偿还天保控股 10.56 亿元所致。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-27,005.92 万元、17,482.48 万元和 117,239.63 万元。2014 年公司筹资活动现金流量净额较上年大幅增长 5.71 倍，主要系公司完成定向增发 13.94 亿元及偿还贷款 2 亿元所致。

整体看，由于公司房地产项目逐渐进入销售期，公司经营活动回笼现金的能力明显增强，此外，公司通过非公开发行股票募集 13.94 亿元，可用资金较为充裕。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2012~2013 年公司流动比率与速动比率基本平稳，2014 年增幅较大。2014 年末，公司流动比率和速动比率分别为 4.78 倍和 1.71 倍，主要系公司流动负债规模当年大幅减少所致，公司近三年均无短期债务，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，截至 2014 年底，公司资产负债率为 17.16%，全部债务为零，EBITDA 利息保障倍数和经营现金流利息保障倍数分别为 250.65 倍和 244.01 倍，还本付息能力很强。

截至到 2014 年末，公司不存在托管、承包、租赁、对外担保等情况。

截至到 2014 年末，公司无银行借款，也无银行授信情况。

总体看，目前公司负债规模与同行业其他上市公司相比很低，公司既无短期债务也无长期债务，整体看公司偿债能力很强。

## 八、本次公司债偿债能力分析

### 1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2014 年末，公司全部债务为 0.00 万元，本次拟发行公司债额度为 160,000 万元，总发债额度相对于公司全部债务规模很大。

以 2014 年末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 27.34%、27.34% 和 36.85%，公司的负债水平有所上升，债务负担有所加重，财务杠杆处于正常水平。

### 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次 16 亿元公司债的保护倍数分别为 0.22 倍、0.68 倍和 0.22 倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度较高。

公司经过 2014 年 4 月的定向增发后，公司资产规模和所有者权益规模显著提升，资本实力明显增强。从本次募投计划来看，公司未来建设项目规模较大，盈利能力较强，对公司未来偿债能力起到良好的保障作用。

总的来看，本次公司债券到期无法还本付息的风险很小。

## 九、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 2014 年 6 月末天保投控注册资本为 160.51 亿元。

天保投控经营范围：对房地产业、国际与国内贸易、仓储物流业、金融业、高新技术产业、基础设施建设进行投资及管理、咨询服务；国际贸易；仓储（危险品除外）；货运代理；自有设备租赁；物业服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。经保税区管委会授权，天保投控主要承担天津港保税区、天津空港经济区和天津空港国际物流区的区域服务职能，并负责上述三区的基础设施建设，以及对空客 A320 系列飞机天津总装线项目（以下简称“空客项目”）等进行投资建设。

截至 2013 年底，天保投控合并资产总额为 918.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 287.24 亿元；2013 年，天保投控实现营业收入 78.99 亿元，净利润（含少数股东损益）9.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-30.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.93 亿元。

截至 2014 年 9 月底，天保投控合并资产总额为 939.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 308.95 亿元；2014 年 1~9 月，天保投控实现营业收入 67.77 亿元，净利润（含少数股东损益）11.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 21.28 亿元。

天保投控注册地址：天津空港物流加工区西三道 166 号；法定代表人：邢国友。

### (2) 规模与竞争力

#### 多元化经营，业务范围广泛

天保投控业务范围已覆盖航空产业板块；其次是以天保热电、天保电力为核心的城市基础设施业板块和现代服务业板块；再有以天津银行、渤海租赁、天保财务公司、天保租赁公司等子公司为代表的金融及股权类投资板块。天保投控已经形成以资本经营和资产管理为主要模式的综合经营公司。

#### 区域行业地位突出，政府支持力度大

天保投控是天津港保税区（以下简称“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。保税区政府每年都会向天保投控投入资金，充实资本金、提供贷款贴息、委托建设费和运营管补补贴等，保证其正常的运转并发展壮大，更好地为区域未来的发展服务。2011 年~2013 年，政府对天保投控的补贴分别为 7.58 亿元、11.84 亿元和 12.74 亿元，呈逐年增长趋势。

天保投控作为保税区内的龙头企业与保税区管委会签订了一系列协议，为天保投控的后续发展提供了保障，协议如下：《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局委托天津港保税区投资有限公司实施天津空港物流加工区土地开发及相关配套设施建设的协议》、《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局委托天津港保税区投资有限公司实施空中客车 A320 总装线项目的相关协议》、《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局委托天津港保税区投资有限公司实施空客 A320 系列飞机总装线及配套产业用地基础设施一期建设项目的协议》、《关于天津港保税区管委会、天津港保税区财政局与天津保税区投资有限公司之天津空港物流加工区（一期）基础设施建设部分项目移交与偿付协议》。

### 区域经济发展环境较好

天津港保税区于 1991 年 5 月 12 日经国务院批准设立，位于天津港港区之内，开发面积 5 平方公里，是我国华北、西北地区唯一的、也是中国北方规模最大的保税区。经过多年发展，天津港保税区已从单一的海港保税区逐步成为拥有“三个区域、五种形态”联动的综合型保税区。其中，“三个区域”即天津港保税区、天津空港经济区、天津空港国际物流区；“五种形态”则包括海港保税区、空港经济区、空港国际物流区、空港保税区和保税物流园区。作为高度开放的特殊经济区域，保税区具有国际贸易、现代物流、临港加工和商品展销四大功能。按照国际惯例运作，保税区享有“免证、免税、保税”政策，实行“境内关外”运作方式。依据新的行政区划，天津港保税区已并入滨海新区，滨海新区的介绍见前文。

### (3) 经营概况

在天津港保税区快速发展情况下，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航空业务、城市基础设施业务和现代服务业（主要包括物流业和房地产开发及租赁业务），并投入较大资金参股金融及投资企业，获取投资收益。2013 年，天保投控实现营业收入 78.99 亿元，年均增长率 17.66%，增速较快。

从毛利率实现来看，近三年天保投控毛利率水平呈下降态势，2013 年毛利率 14.87%，较上年大幅下降 6.91 个百分点，主要是由于利息收入的毛利率大幅下降所致。主营业务的毛利率也呈下降趋势，但波动幅度较缓，主要是受近年来成本上升影响所致。

表 14 天保投控 2011 年~2013 年营业收入情况（单位：万元，%）

行业名称	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛 利 率	收入	占比	毛 利 率	收入	占比	毛 利 率
主营业务收入	521,143.04	91.34	18.04	654,664.49	89.50	16.01	760,248.39	96.25	15.19
其他业务收入	47,864.58	8.39	75.64	69,116.90	9.45	67.77	16,390.85	2.08	76.23
利息收入	1,352.95	0.24	100.00	7,185.93	0.98	100.00	12,230.28	1.55	-94.37
手续费及佣金收入	177.27	0.03	100.00	486.19	0.07	99.85	1,037.16	0.13	97.74
合 计	<b>570,537.83</b>	<b>100.00</b>	<b>23.09</b>	<b>731,453.51</b>	<b>100.00</b>	<b>21.78</b>	<b>789,906.68</b>	<b>100.00</b>	<b>14.87</b>

资料来源：天保投控提供

### 航空产业

天保投控作为空客 A320 系列飞机天津总装线项目的中方投资主体，与中国航空工业集团合资组建了中航直升机有限责任公司，还投资了天津航空股份有限公司，建设了空客（天津）物流

中心。2013 年度天保投控航空产业实现收入 4.66 亿元，实现毛利 2.80 亿元。

空中客车天津总装线是世界第三条空客 A320 系列飞机总装线，也是亚洲第一条民用航空生产线，目前年产能为 44 架。自 2008 年投产以来，天津总装线已累计完成总装并交付 192 架 A320 系列飞机，其中 2012 年交付 37 架，2013 年交付 46 架。

中航直机成立于 2009 年 5 月，注册资本 80 亿元。一期工程完工后可年产 70 架轻型、中型和重型民用直升机型号的能力；全部工程计划于 2017 年完成，届时直升机年组装能力将达到 300 至 400 架。

2009 年 6 月，天保投控子公司天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资”）与海航集团有限公司和海南航空股份有限公司共同组建了天津航空股份有限公司（以下简称“天津航空”），注册资本 23 亿元，天保投资持股 8.70%。天津航空作为天津市政府与海航集团共同组建的航空企业，拥有以 A320、E190、E145 为主的年轻豪华机队，总机队规模 78 架。2012 年天津航空共计开通 130 余条国际国内航线，通航城市 80 余座，年旅客运输量 600 余万人次。

为保证空客 A320 系列飞机总装线项目的顺利实施，国务院于 2008 年 3 月批复同意设立天津滨海新区综合保税区（以下简称“综合保税区”）。综合保税区基础设施及配套工程由天保投控投资承建。此外，国家民航局和天津市政府共同设立了中国民航科技产业化基地（以下简称“民航产业化基地”），该基地是国内唯一的国家级民航科技产业化基地。

总的来看，预计随着空客 A320 和直升机组装数量逐步上升，天保投控航空业务的业绩将呈稳步增长态势，并将进一步带动其他配套企业入驻保税区，航空产业作为保税区的核心产业地位将得到进一步增强。

### 城市基础设施业务

基础设施受托建设方面，天保投资作为天保投控基础设施受托建设业务运营主体。天保投资与保税区管委会、保税区财政局签订有相关协议，三方在协议中约定由天保投资接受保税区管委会、保税区财政局的委托实施天津空港经济区及空客 A320 系列飞机天津总装线项目的基础设施投资建设，并约定了委托建设费和运营管养费等支付条款。根据协议，天保投资按照基础设施建设当期实际投资额的 0.4%或 0.5%从保税区财政局收取委托建设费；按照每年尚未移交工程（纳入在建工程科目核算）投资额的 4%或 5%和已移交工程（纳入长期应收款科目核算）投资额的 1%向保税区管委会收取运营管养费用。天津空港经济区（一期）基础设施项目现已基本建设完毕，目前天保投控正受托进行空客 A320 项目和天津空港经济区（二期）基础设施的建设，未来天保投控还将负责空港经济区（三期）的基础设施建设。

市政公用事业建设和运营方面，该业务主要由天保投控的全资子公司——天保控股的下属公司负责，其中又以天津天保热电有限公司（以下简称“天保热电”）、天津天保电力有限公司（以下简称“天保电力”）和天津天保市政有限公司（以下简称“天保市政”）为主。天保热电及天保电力负责天津港保税区内 102 平方公里的工业蒸汽、采暖、供冷、供电（海港）等能源设施建设、运行和管理；天保市政主要负责绿化、环卫、给排水等市政基础设施的建设与运营、养管以及相应服务。2013 年，天保热电销售蒸汽 112 万吨，供热 507.7 万立方米。2013 年，天保市政完成绿化养护 301.35 万平方米，道路养管 285.85 万平方米，排水管网维护 389.95 公里。

### 现代服务业

天保投控现代服务业业务主要包括房地产开发及租赁业务和现代物流业。

房地产开发及租赁方面，天保投控的房地产开发业务主要由下属天保控股所控股的上市公司天保基建负责。租赁业务方面，2012 年 6 月以前，业务分散于天保基建和天津天保科技发展有限公司



公司等；2012年6月以后，业务主要由天保资产经营管理有限公司负责。天保投控的房地产开发项目主要集中在天津滨海新区，具体见天保基建的业务情况介绍。此外，天保投控还承担了滨海新区重点建设项目——天保国际商务园、北塘和临港的商务楼宇、厂房及配套住宅的开发建设任务。上述三个项目计划总投资约85.4亿元，截至2013年末已投入79.13亿元。建设完成后，天保投控计划通过出售或者出租实现资金回笼，并实现一定收益。

在物业出租方面，2012年6月由于天保投控出售下属全资孙公司天保物业全部股份，使得可供出租面积大幅降至28.03万平方米，目前主要为厂房、青年公寓和写字楼。

物流业务方面，天保投控物流业务主要为第三方物流，由天津天保国际物流集团有限公司、天津空港国际物流有限公司、天津天保冈谷国际物流有限责任公司和家居目标（天津）物流基地有限公司等子公司负责运营。天保投控物流服务主要包括仓储服务、报关检测、代理业务等。

### 金融与投资业务

除了经营上述主营业务外，天保投控还根据天津市和滨海新区等的产业发展政策，依托滨海新区综合配套改革等政策优势，投资于银行、信托和基金等金融产业（如下表所示）。近年来，天保投控主要参股企业天津银行股份有限公司（以下简称“天津银行”）等经营情况良好，为其带来了较好的投资收益。2011~2013年天保投控分别实现投资收益6.10亿元、8.48亿元和6.46亿元，在一定程度提升了其经营业绩。

表 15 天保投控主要金融投资情况 （单位：万元）

	被投资公司	投资金额	持股比例（%）
1	天津银行股份有限公司	128,771.81	24.04
2	民生金融租赁股份有限公司	60,000.00	18.75
3	天津滨海新区天保小额贷款有限公司	50,000.00	100.00
4	天津渤海租赁有限公司	30,000.00	4.80
5	天津燕山股权投资基金有限公司	20,000.00	18.84
6	航建航空产业股权投资（天津）有限公司	10,000.00	50.00
7	国科瑞华创业投资企业	3,750.00	4.90
8	天津天保成长创业投资有限公司	2,391.09	15.00
9	天津北方国际信托投资股份有限公司	2,000.00	2.00
10	天津燕山股权投资基金管理有限公司	1,280.42	33.34

资料来源：天保投控提供

总体看，天保投控整体经营规模较大，营业收入规模持续增长，金融投资为其带来良好的收益。

#### （4）财务状况

天保投控提供的2011年财务报表经天津广信有限责任会计师事务所审计，2012和2013年财务报表经中兴财光华会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。

截至2013年底，天保投控合并资产总额为918.06亿元，所有者权益（含少数股东权益）为287.24亿元；2013年，天保投控实现营业收入78.99亿元，净利润（含少数股东损益）9.44亿元；经营活动产生的现金流量净额-30.07亿元，现金及现金等价物净增加额-8.93亿元。

截至2014年9月底，天保投控合并资产总额为939.45亿元，所有者权益（含少数股东权益）为308.95亿元；2014年1~9月，天保投控实现营业收入67.77亿元，净利润（含少数股东损益）11.56亿元；经营活动产生的现金流量净额6.30亿元，现金及现金等价物净增加额21.28亿元。

## 资产质量

近三年，天保投控资产规模保持平稳较快增长，年均复合增长 13.39%。截至 2013 年底，天保投控资产规模合计 918.06 亿元，其中流动资产合计占 38.01%，非流动资产合计占比 61.99%，资产构成以非流动资产为主。

截至 2013 年底，天保投控流动资产合计 348.98 亿元，其中以货币资金、其他应收款和存货为主，分别占流动资产的 27.86%、23.91%和 37.93%。截至 2013 年底，天保投控货币资金 97.23 亿元，以银行存款为主，占 90.25%，货币资金中使用受限制的存款金额为 4.98 亿元，占货币资金总额的 5.12%，现金类资产比较充足。截至 2013 年底，天保投控其他应收款合计 83.42 亿元，主要系与保税区财政局之间的往来款和应收保税区财政局补贴的财政贴息等，其中应收天津港保税区财政局款项占 77.80%。截至 2013 年底，天保投控存货账面价值为 132.37 亿元，主要由开发成本（占 59.67%）、开发产品（占 36.79%）和库存商品（占 18.47%）构成，其中开发成本和开发产品主要来源于房地产板块；截至 2013 年末，天保投控未计提存货跌价准备。

截至 2013 年底，天保投控非流动资产 569.08 亿元，主要由持有至到期投资、长期股权投资、在建工程和无形资产为主，分别占非流动资产的 11.46%、14.42%、39.94%和 17.26%。截至 2013 年底，天保投控持有至到期投资为 65.23 亿元，主要为委托贷款 26.13 亿元、长期债券投资 2.00 亿元、委托理财产品 22.90 亿元和信托产品 14.20 亿元。截至 2013 年底，天保投控长期股权投资为 82.08 亿元，主要投向天津银行、民生租赁等，被投资单位经营情况总体较好。截至 2013 年底，天保投控在建工程 227.28 亿元，主要是空客 A320 项目的委托建设项目。截至 2013 年底，天保投控无形资产 98.25 亿元，主要为保税区管委会划拨区内公用设施用地、工业和商住用地等的土地使用权。

截至 2014 年 9 月末，天保投控的资产规模 939.45 亿元，较上年末增长 2.33%，资产结构较年初变化不大，依然以非流动资产为主，占比达到 63.35%。

总体看，伴随天保投控业务规模扩大，近三年资产平稳增长，整体规模较大；货币资金比较充裕；在建工程、存货和无形资产规模较大，该部分资产流动性一般。整体看，天保投控资产规模较大，资产流动性一般。

## 负债与所有者权益

伴随天保投控资产规模的扩大，负债规模也相应增长，近三年年均复合增长 19.50%。截至 2013 年底，天保投控负债合计 630.82 亿元，其中流动负债合计占比为 25.89%，非流动负债合计占比为 74.11%，与资产结构较匹配。

截至 2013 年底，天保投控流动负债 163.29 亿元，其中短期借款、应付账款和预收账款占比较大，分别为 59.50%、15.97%和 9.34%。截至 2013 年底，天保投控短期借款合计 97.15 亿元，其中主要为信用借款、质押及保证借款、抵押借款、质押借款以及委托贷款等。伴随天保投控在建工程规模的扩大，应付工程款项也相应增长，截至 2013 年底，天保投控应付账款为 26.09 亿元，年均复合增长 44.53%。截至 2013 年底，天保投控预收账款合计 15.24 亿元，其中大部分为预收的贷款和购房款。

截至 2013 年底，天保投控的非流动负债合计 467.53 亿元，其中主要为长期借款和应付债券，占比分别为 35.66%和 62.51%。长期借款 166.73 亿元，共计 60 笔贷款，其中 2014 年到期 17.88 亿元，2015 年到期 21.86 亿元，2016 年到期 41.80 亿元，2017 年到期中包含信托借款 24.20 亿元，2018 年到期 36.86 亿元，2019 年到期 0.32 亿元，其余全于 2019 年以后到期；应付债券 229.27 亿元，其中包括中期票据、私募债、短期融资券和天保投资发行的债券，天保投控 2014 年有 46.50

亿元债券到期，2015年80亿元债券到期，2016年79.99亿元债券到期。天保投控未来三年的刚性兑付金额在80~120亿元左右，偿付金额较大，面临一定的偿债压力。

截至2014年9月底，天保投控负债总额530.50亿元，较上年末减少0.05%，其中非流动负债占比进一步提升至75.73%。天保投控资产及负债结构变化不大。

从债务结构来看，天保投控的负债以刚性债务为主，2013年末刚性债务为568.21亿元，占全部负债的90.08%，其中长期债务占全部债务的80.78%；从负债水平来看，天保投控2013年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.71%、66.42%和61.51%；截至2014年9月底，天保投控的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.11%、65.27%和60.42%，整体债务水平较期初有所下降。天保投控的债务水平较高，未来将面临一定的刚性兑付压力。

截至2013年底，天保投控所有者权益合计287.24亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计271.90亿元，占比为94.66%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占59.03%，资本公积占38.06%，盈余公积占0.65%，未分配利润占2.25%。截至2014年9月底，天保投控所有者权益合计308.95亿元，较年初增长7.56%；其中，归属于母公司的所有者权益结构无显著变化。整体看，天保投控所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性较高。

### 盈利能力

天保投控主业经营效益尚可，所参股的金融及产业企业总体经营情况较好，可带来持续的投资收益，且作为天津保税区基础设施建设的主要承担者，可获得政府持续的财政补贴，近年来净利润稳步增长。2013年天保投控实现营业收入78.99亿元，年均增长率17.66%；营业外收入13.07亿元，年均增长率23.88%；净利润9.44亿元，年均增长率8.69%。受成本增长较快影响，2013年天保投控营业利润率为12.28%，较上年下降了6.54个百分点。

从期间费用来看，2013年天保投控期间费用总额16.41亿元，年均复合增长率为2.13%。2013年期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为11.57%、22.79%和65.64%，财务费用占比较大，与天保投控负债规模较大有关。近三年天保投控的费用收入比分别为27.57%、30.10%和20.77%，呈波动下降态势，但仍处于较高水平，整体费用控制能力有待提高。

投资收益与营业外净收入是天保投控利润的主要来源。天保投控的投资收益随着天津银行等被投资企业盈利能力增强而逐步增长，2011~2013年分别为6.10亿元、8.48亿元和6.46亿元。同期天保投控获得的财政补贴分别为7.58亿元、11.84亿元和12.74亿元，系为天保投控承担空港经济区的运营管费、财政贴息及税收补贴等，可持续性较强。

受天保投控资产规模增长较快影响，虽然收入、利润水平呈增长态势，但有关经营指标仍呈下降趋势。2013年天保投控总资产收益率和总资产报酬率分别为2.61%和2.72%，分别较上年减少1.00和0.87个百分点；净资产收益率3.38%，较上年增长0.22个百分点。

2014年1~9月，天保投控实现营业收入67.77亿元，实现净利润11.56亿元，分别较上年同期增长40.12%和129.25%。

整体看，天保投控盈利状况稳步提高，但盈利受营业外收入影响较大；天保投控整体盈利能力尚可。

### 现金流

2011~2013年，天保投控经营活动产生的现金流量净额分别为4.24亿元、-11.83亿元和-30.07亿元，波动较大，且2013年受收到其他与经营活动有关的现金减少影响，净流出规模较大。近三年，天保投控现金收入比分别为122.54%、90.11%和112.99%，指标波动较大，主要是由于收入

确认和现金收付时点存在差异，但天保投控应收账款规模尚可，且账龄相对较短，故天保投控收入实现质量尚可。

2011~2013年，天保投控投资活动产生的现金流量净额分别为-60.03亿元、-25.58亿元和-61.35亿元，呈净流出状态，主要是由于近年来天保投控投资支付的现金规模较大，增长较快。

筹资活动主要系天保投控取得的借款、偿还借款及利息，2011~2013年，筹资活动产生的现金流量净额分别为63.74亿元、66.26亿元和83.74亿元。由于近三年天保投控筹资活动前现金流量净额分别为-59.79亿元、-37.41亿元和-91.42亿元，天保投控有一定的外部融资压力。

2014年1~9月，由于当期销售商品、提供劳务收到的现金规模较大，天保投控经营活动产生的现金流量净额为6.30亿元；投资活动产生的现金流量净额为11.95亿元；天保投控偿还债务规模和取得借款规模均较大，使得筹资活动产生的现金净流入3.32亿元。

总的来看，近年来天保投控经营活动现金流净流出规模增长较快；受在建项目较多影响，投资活动现金流净流出规模较大，故存在一定的对外融资需求。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年底天保投控流动比率和速动比率分别为2.14倍和1.33倍，流动比率较高。2013年由于经营活动现金流净流出规模较大，使得经营现金流流动负债比为-18.41%，对流动负债的保障程度较低。总体上看，天保投控短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013年天保投控EBITDA为26.14亿元，同期，EBITDA利息倍数为1.14倍，EBITDA全部债务比为0.05倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般，长期偿债能力一般。

截至2014年9月30日，天保投控合计取得各银行综合授信额度291.16亿元，其中尚未使用的银行授信额度有73.96亿元。截至目前，担保人在偿还银行债务方面未发生违约行为。

截至2014年9月30日，天保投控为其他单位提供债务担保的余额为151.11亿万元，占投控集团2014年9月30日净资产比例为48.91%，全部为投控集团内部提供担保，为天保投控外部提供担保0元。

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。近年来其资产和盈利规模较大，综合实力较强；同时旗下房地产、航天及金融投资等板块产业发展态势良好，有利于进一步提升天保投控的综合竞争力。总体上看，天保投控整体偿债能力尚可。

### 3. 债权保护效果

以2014年9月底财务数据测算（假设本次发行规模为16亿元），本次债券发行规模占担保方天保投控资产总额的1.70%和所有者权益总额的5.18%，整体占比不高，天保投控的担保对债券的保护程度高。

总体看，天保投控资产和权益规模较大，本次债券发行规模占其资产的比重不高，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。

## 十、综合评价

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，具有丰富的房地产开发经验，土地储备规模较大；虽然公司近三年房地产开发收入有所减少，但公司在建项目较多，未来可结转收入有望增大；公司的财务杠杆也处于较低的水平，偿债压力较小。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及项目分布较为集中



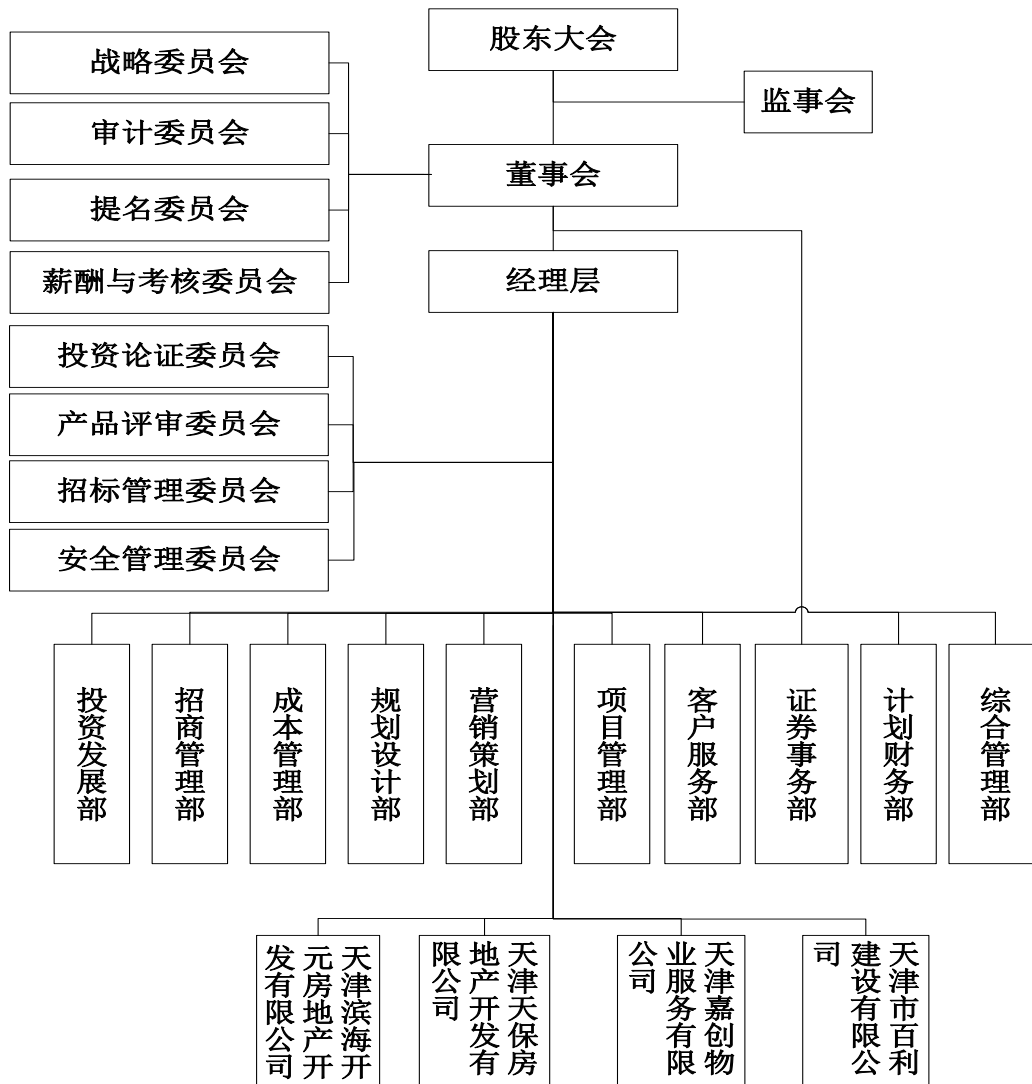
等对公司经营造成的不确定性。

公司董事会于 2014 年 4 月 26 日同意收购关联方天保投资持有的中天航空 60% 股权，目前具体收购方案尚在磋商中。若此次收购顺利完成，公司经营业务将向航空领域扩展，新的业务有助于分散公司目前专注于房地产开发的经营风险，有助于形成公司新的利润增长点，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券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。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 天津天保基建股份有限公司组织结构图



附件 2-1 天津天保基建股份有限公司  
2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>流动资产：</b>				
货币资金	57,029.10	97,481.87	150,394.49	62.39
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	45.74	192.26	144.45	77.71
预付款项			11.44	
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1,169.26	106.21	264.36	-52.45
存货	339,173.77	335,253.09	270,122.03	-10.76
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
<b>流动资产合计</b>	<b>397,417.87</b>	<b>433,033.43</b>	<b>420,936.77</b>	<b>2.92</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产	42,672.95	46,480.40	70,445.50	28.48
固定资产	14,735.27	38,418.37	12,230.17	-8.90
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	832.14	803.20	775.98	-3.43
开发支出				
商誉	3,940.74	3,940.74	3,940.74	0.00
长期待摊费用	35.24	24.85	14.46	-35.95
递延所得税资产	2,139.17	6,434.02	4,951.14	52.14
其他非流动资产				
<b>非流动资产合计</b>	<b>64,355.51</b>	<b>96,101.57</b>	<b>92,357.98</b>	<b>19.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>461,773.37</b>	<b>529,135.00</b>	<b>513,294.76</b>	<b>5.43</b>

附件 2-2 天津天保基建股份有限公司  
2012 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>流动负债：</b>				
短期借款				
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	71,384.44	42,007.11	33,264.68	-31.74
预收款项	33,756.56	97,204.61	44,068.57	14.26
应付职工薪酬	268.39	327.90	256.82	-2.18
应交税费	582.61	-5,814.61	-3,577.17	--
应付利息		35.88		--
应付股利				
其他应付款	108,446.19	110,197.14	4,290.91	-80.11
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	1,937.16	4,677.08	9,692.40	123.68
<b>流动负债合计</b>	<b>216,375.35</b>	<b>248,635.10</b>	<b>87,996.20</b>	<b>-36.23</b>
<b>非流动负债：</b>				
长期借款		20,000.00		--
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债			85.96	--
其他非流动负债	170.00			-100.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>170.00</b>	<b>20,000.00</b>	<b>85.96</b>	<b>-28.89</b>
<b>负债合计</b>	<b>216,545.35</b>	<b>268,635.10</b>	<b>88,082.17</b>	<b>-36.22</b>
<b>所有者权益：</b>				
股本	69,233.72	69,233.72	100,893.72	20.72
资本公积	81,342.73	81,342.73	189,402.36	52.59
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	4,841.91	5,480.31	10,536.68	47.52
未分配利润	89,809.66	104,443.14	124,379.84	17.68
外币报表折算差额				
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>245,228.02</b>	<b>260,499.90</b>	<b>425,212.59</b>	<b>31.68</b>
少数股东权益				
<b>所有者权益合计</b>	<b>245,228.02</b>	<b>260,499.90</b>	<b>425,212.59</b>	<b>31.68</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>461,773.37</b>	<b>529,135.00</b>	<b>513,294.76</b>	<b>5.43</b>



附件 3 天津天保基建股份有限公司  
2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>一、营业收入</b>	110,588.19	87,218.66	157,959.75	19.51
减: 营业成本	77,641.43	54,740.36	99,965.35	13.47
营业税金及附加	6,218.67	7,721.51	19,039.42	74.98
销售费用	2,408.92	2,654.55	3,235.61	15.90
管理费用	4,324.61	4,003.31	4,259.40	-0.76
财务费用	-75.24	-346.29	-2,491.71	475.48
资产减值损失	-127.23	3.36	8.63	--
加: 公允价值变动收益				
投资收益	318.16	0.00	758.15	54.37
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益				
<b>二、营业利润</b>	20,515.20	18,441.87	34,701.20	30.06
加: 营业外收入	1,052.79	3,852.61	964.80	-4.27
减: 营业外支出	0.00	0.00	32.40	
其中: 非流动资产处置损失			0.45	
<b>三、利润总额</b>	21,567.99	22,294.48	35,633.61	28.54
减: 所得税费用	6,101.18	5,568.69	9,117.40	22.24
<b>四、净利润</b>	15,466.80	16,725.79	26,516.21	30.93
其中: 归属于母公司所有者的净利润	15,893.32	16,725.79	26,516.21	29.17
少数股东损益	-426.52			-100.00
<b>五、每股收益:</b>				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				
<b>六、其他综合收益</b>				
<b>七、综合收益总额</b>	15,466.80	16,725.79	26,516.21	30.93
归属于母公司所有者的综合收益总额	15,893.32	16,725.79	26,516.21	29.17
归属于少数股东的综合收益总额	-426.52			-100.00

附件 4 天津天保基建股份有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	99,300.84	148,890.55	104,998.34	2.83
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	4,580.50	6,418.45	4,301.07	-3.10
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>103,881.34</b>	<b>155,309.00</b>	<b>109,299.40</b>	<b>2.57</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	74,272.37	103,813.66	45,905.81	-21.38
支付给职工以及为职工支付的现金	3,779.80	3,987.17	4,455.67	8.57
支付的各项税费	15,577.38	21,730.94	19,255.38	11.18
支付其他与经营活动有关的现金	5,134.37	2,630.69	4,853.75	-2.77
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>98,763.92</b>	<b>132,162.46</b>	<b>74,470.61</b>	<b>-13.17</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>5,117.42</b>	<b>23,146.54</b>	<b>34,828.79</b>	<b>160.88</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>				
收回投资收到的现金	56,000.00			-100.00
取得投资收益收到的现金	318.16			-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额			26.08	--
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			6,911.54	--
收到其他与投资活动有关的现金				
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>56,318.16</b>	<b>0.00</b>	<b>6,937.61</b>	<b>-64.90</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,892.41	176.24	445.45	-51.48
投资支付的现金	60,171.39			-100.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金			105,647.96	--
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>62,063.80</b>	<b>176.24</b>	<b>106,093.41</b>	<b>30.74</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-5,745.64</b>	<b>-176.24</b>	<b>-99,155.80</b>	<b>315.42</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>				
吸收投资收到的现金			139,481.56	--
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	1,624.83	32,000.00		-100.00
收到其他与筹资活动有关的现金				
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>1,624.83</b>	<b>32,000.00</b>	<b>139,481.56</b>	<b>826.52</b>
偿还债务支付的现金	27,465.19	12,000.00	20,000.00	-14.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,165.56	2,517.52	2,157.36	36.05
支付其他与筹资活动有关的现金			84.57	--
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>28,630.75</b>	<b>14,517.52</b>	<b>22,241.93</b>	<b>-11.86</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-27,005.92</b>	<b>17,482.48</b>	<b>117,239.63</b>	<b>--</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>				
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-2,734.14</b>	<b>40,452.77</b>	<b>52,912.62</b>	<b>--</b>
加: 期初现金及现金等价物余额	84,663.24	57,029.10	97,481.87	7.30
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>57,029.10</b>	<b>97,481.87</b>	<b>150,394.49</b>	<b>62.39</b>

附件 5 天津天保基建股份有限公司  
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料  
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>				
<b>净利润</b>	15,466.80	16,725.79	26,516.21	71.44
加: 资产减值准备	-127.23	3.36	8.63	-106.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,090.56	1,951.64	2,609.80	24.84
无形资产摊销	28.51	29.55	30.24	6.08
长期待摊费用摊销	7.96	10.39	10.39	30.54
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失			-16.85	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	1,109.89	219.53	142.73	-87.14
投资损失	-318.16	0.00	-758.15	138.29
递延所得税资产减少	-288.45	-4,294.85	1,482.88	-614.09
递延所得税负债增加			85.96	--
存货的减少	-20,989.01	3,920.68	65,131.05	-410.31
经营性应收项目的减少	1,120.54	913.16	-113.85	-110.16
经营性应付项目的增加	5,940.52	32,088.91	-54,532.12	-1017.97
其他	1,075.49	-28,421.62	-5,768.12	-636.33
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	5,117.42	23,146.54	34,828.79	580.59
<b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
<b>3.现金及现金等价物净变动情况:</b>				
现金的期末余额	57,029.10	97,481.87	150,394.49	163.72
减: 现金的期初余额	84,663.24	57,029.10	97,481.87	15.14
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	-27,634.14	40,452.77	52,912.62	-291.48

附件 6 天津天保基建股份有限公司  
主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
<b>经营效率</b>			
应收账款周转次数(次)	99.24	694.34	887.77
存货周转次数(次)	0.24	0.16	0.33
总资产周转次数(次)	0.24	0.18	0.30
现金收入比率(%)	89.79	170.71	66.47
<b>盈利能力</b>			
总资本收益率(%)	6.57	6.45	7.56
总资产报酬率(%)	4.86	4.54	6.86
净资产收益率(%)	6.46	6.61	7.73
主营业务毛利率(%)	30.77	37.23	36.71
营业利润率(%)	24.17	28.38	24.66
费用收入比(%)	6.02	7.24	3.17
<b>财务构成</b>			
资产负债率(%)	46.89	50.77	17.16
全部债务资本化比率(%)	0.00	7.13	0.00
长期债务资本化比率(%)	0.00	7.13	0.00
<b>偿债能力</b>			
EBITDA 利息倍数(倍)	22.35	111.63	250.65
EBITDA 全部债务比(倍)	--	1.23	--
经营现金债务保护倍数(倍)	--	1.16	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	1.15	--
流动比率(倍)	1.84	1.74	4.78
速动比率(倍)	0.27	0.39	1.71
现金短期债务比(倍)	--	--	--
经营现金流动负债比率(%)	2.37	9.31	39.58
经营现金利息偿还能力(倍)	4.61	105.44	244.01
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.57	104.64	-450.68
<b>本次公司债券偿债能力</b>			
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.16	0.15	0.22



附件7-1 天津保税区投资控股集团有限公司  
2011年~2014年9月合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 9 月末
<b>流动资产：</b>					
货币资金	724,215.17	1,011,736.00	972,250.50	15.87	1,156,418.90
交易性金融资产	16,000.00	6,800.00	49,884.00	76.57	0.00
应收票据	414.99	560.00	799.68	38.82	760.77
应收账款	59,490.55	82,529.29	102,457.23	31.23	106,932.07
预付款项	255,157.32	116,425.89	98,062.33	-38.01	49,839.66
应收利息	3,646.55	5,547.26	1,186.41	-42.96	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	448,857.87	631,930.34	834,239.41	36.33	815,033.20
存货	871,548.05	1,305,251.16	1,323,745.12	23.24	1,313,764.78
一年内到期的非流动资产	0.00	15,000.00	107,147.01	--	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>2,379,330.50</b>	<b>3,175,779.94</b>	<b>3,489,771.69</b>	<b>21.11</b>	<b>3,442,749.37</b>
<b>非流动资产：</b>					
发放贷款及垫款	47,970.45	52,544.52	106,873.74	49.26	127,510.52
可供出售金融资产	30,938.94	30,565.84	36,806.65	9.07	54,582.67
持有至到期投资	202,180.00	191,680.00	652,281.00	79.62	382,102.71
长期应收款	340,917.87	335,892.59	362,781.89	3.16	1,798,255.71
长期股权投资	788,527.12	717,910.52	820,793.53	2.03	879,648.88
投资性房地产	105,014.57	105,822.45	101,081.85	-1.89	124,991.70
固定资产	192,148.76	346,131.11	334,453.19	31.93	342,363.29
在建工程	2,045,185.76	2,111,973.15	2,272,794.14	5.42	1,253,086.91
工程物资	82.94	1,004.44	1,310.95	297.56	1,172.24
固定资产清理	-20.52	-1.45	1,078.24	--	1,802.89
无形资产	989,942.14	990,113.08	982,501.05	-0.38	973,255.36
开发支出	219.60	0.00	0.00	-100.00	0.00
商誉	3,940.74	3,940.74	3,940.74	0.00	3,940.74
长期待摊费用	3,909.03	3,763.16	1,849.73	-31.21	1,323.91
递延所得税资产	9,837.74	8,517.28	12,286.22	11.75	7,711.88
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,760,795.13</b>	<b>4,899,857.42</b>	<b>5,690,832.92</b>	<b>9.33</b>	<b>5,951,749.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,140,125.63</b>	<b>8,075,637.36</b>	<b>9,180,604.61</b>	<b>13.39</b>	<b>9,394,498.77</b>

附件7-2 天津保税区投资控股集团有限公司  
2011年~2014年9月合并资产负债表（负债及股东权益）  
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率 (%)	2014年9月 末
<b>流动负债：</b>					
短期借款	449,904.61	991,187.48	971,506.10	46.95	1,023,681.54
吸收存款及同业存放	0.00	116,513.02	0.00	--	5,628.36
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	34,339.93	54,370.52	52,832.26	24.04	66,927.74
应付账款	124,884.30	295,730.08	260,854.76	44.53	203,510.90
预收款项	207,545.98	138,516.41	152,443.89	-14.30	128,109.51
应付职工薪酬	3,349.87	2,730.95	2,797.39	-8.62	934.19
应交税费	-267.88	-3,305.46	1,726.77	--	-5,346.08
应付利息	21,122.87	23,147.13	24,923.84	8.63	120.12
应付股利	1,624.80	85.83	85.83	-77.02	85.83
其他应付款	198,092.31	75,234.00	68,600.51	-41.15	86,131.01
一年内到期的非流动负债	0.00	245,140.00	67,761.00	--	0.00
其他流动负债	23,453.73	63,692.78	29,370.71	11.91	20,482.94
<b>流动负债合计</b>	<b>1,064,050.52</b>	<b>2,003,042.74</b>	<b>1,632,903.06</b>	<b>23.88</b>	<b>1,530,266.06</b>
<b>非流动负债：</b>					
长期借款	2,054,015.82	1,446,678.91	1,667,328.00	-9.90	1,829,323.00
应付债券	1,215,628.00	1,831,003.62	2,922,671.19	55.06	2,872,231.45
长期应付款	11,780.45	3,950.13	3,793.77	-43.25	14,641.25
专项应付款	56,423.01	79,604.92	77,112.67	16.91	54,120.13
预计负债	727.70	0.00	0.00	-100.00	0.00
递延所得税负债	217.44	1,234.73	4,375.25	348.57	4,375.25
其他非流动负债	14,877.36	170.00	0.00	-100.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,353,669.78</b>	<b>3,362,642.30</b>	<b>4,675,280.88</b>	<b>18.07</b>	<b>4,774,691.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,417,720.30</b>	<b>5,365,685.04</b>	<b>6,308,183.94</b>	<b>19.50</b>	<b>6,304,957.15</b>
<b>所有者权益：</b>					
实收资本	1,360,000.00	1,375,000.00	1,605,100.00	8.64	1,682,100.00
资本公积	1,135,291.73	1,104,572.32	1,034,928.57	-4.52	1,020,584.99
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	0.00	7,777.78	17,777.78	--	17,777.78
未分配利润	79,894.59	75,955.21	61,219.72	-12.46	126,061.05
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>2,575,186.33</b>	<b>2,563,305.30</b>	<b>2,719,026.07</b>	<b>2.75</b>	<b>2,846,523.82</b>
少数股东权益	147,219.00	146,647.02	153,394.59	2.08	243,017.80
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,722,405.33</b>	<b>2,709,952.32</b>	<b>2,872,420.66</b>	<b>2.72</b>	<b>3,089,541.62</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>7,140,125.63</b>	<b>8,075,637.36</b>	<b>9,180,604.61</b>	<b>13.39</b>	<b>9,394,498.77</b>

附件 8 天津保税区投资控股集团有限公司

2011 年~2014 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1~9 月
<b>一、营业总收入</b>	570,537.83	731,453.51	789,906.68	17.66	677,705.61
减: 营业成本	438,774.96	572,148.95	672,478.90	23.80	569,369.76
营业税金及附加	20,119.56	21,668.03	20,405.82	0.71	26,338.33
销售费用	15,662.84	21,142.07	18,982.76	10.09	13,829.17
管理费用	36,215.46	40,558.21	37,383.50	1.60	26,868.22
财务费用	105,412.76	158,456.13	107,703.58	1.08	65,401.31
资产减值损失	-3,822.90	3,572.58	2,683.39	--	10,343.38
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资收益	60,998.54	84,825.72	64,622.85	2.93	91,959.93
其中: 对联营企业和合营企业的 投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
<b>二、营业利润</b>	<b>19,173.69</b>	<b>-1,266.76</b>	<b>-5,108.43</b>	--	<b>74,237.16</b>
加: 营业外收入	85,186.72	119,134.56	130,733.84	23.88	59,472.25
减: 营业外支出	7,494.37	7,569.30	3,734.68	-29.41	542.30
其中: 非流动资产处置损失	2,356.45	6,717.14	339.12	-62.06	0.00
<b>三、利润总额</b>	<b>96,866.04</b>	<b>110,298.50</b>	<b>121,890.73</b>	12.18	<b>133,167.12</b>
减: 所得税费用	16,934.22	24,573.28	27,462.65	27.35	17,559.39
<b>四、净利润</b>	<b>79,931.82</b>	<b>85,725.22</b>	<b>94,428.08</b>	8.69	<b>115,607.73</b>
其中: 归属于母公司所有者的净利 润	64,338.77	71,620.92	71,835.09	5.67	86,283.44
少数股东损益	15,281.79	14,104.30	22,592.99	21.59	12,603.61

注: 2014 年三季度未经审计, 为了统一科目口径 2014 年营业成本包括营业成本、利息支出和手续费及佣金支出。

附件 9 天津保税区投资控股集团有限公司

2011 年~2014 年 9 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1-9 月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	699,109.59	659,112.33	892,482.66	12.99	745,640.65
客户存款和同业存放款项净增加额	0.00	116,513.02	0.00	--	5,628.36
收取利息、手续费及佣金的现金	1,530.21	4,600.30	14,192.08	204.54	13,767.74
收到的税费返还	218.58	17,471.84	3,810.89	317.55	1.80
收到其他与经营活动有关的现金	537,522.55	1,050,692.62	776,084.63	20.16	109,333.72
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>1,238,380.93</b>	<b>1,848,390.11</b>	<b>1,686,570.25</b>	<b>16.70</b>	<b>874,372.28</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	599,999.43	718,300.00	902,010.83	22.61	757,530.74
存放中央银行和同业款净增加额	42,178.00	4,761.00	57,967.24	17.23	28,540.91
客户贷款及垫款净增加额	0.00	0.00	49,797.39	--	-7,751.84
支付利息、手续费及佣金的现金	311.26	0.75	233.68	-13.35	22.91
支付给职工以及为职工支付的现金	44,069.63	35,940.14	33,499.89	-12.81	20,076.39
支付的各项税费	52,117.45	86,546.90	138,036.15	62.74	66,384.79
支付其他与经营活动有关的现金	457,277.44	1,121,135.45	805,703.27	32.74	-53,473.91
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>1,195,953.22</b>	<b>1,966,684.23</b>	<b>1,987,248.45</b>	<b>28.90</b>	<b>811,330.00</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>42,427.72</b>	<b>-118,294.13</b>	<b>-300,678.19</b>	<b>--</b>	<b>63,042.28</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>					
收回投资收到的现金	113,923.63	242,724.65	510,748.03	111.74	403,484.81
取得投资收益收到的现金	127,197.86	10,400.56	56,499.93	-33.35	44,379.46
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	51,803.68	34,295.82	8,697.82	-59.02	17,155.86
处置子公司等收到的现金净额	2,816.17	30,493.82	63,488.36	374.81	24,573.60
收到其他与投资活动有关的现金	185,198.53	14,014.19	2,265.26	-88.94	165,841.29
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>480,939.87</b>	<b>331,929.04</b>	<b>641,699.40</b>	<b>15.51</b>	<b>655,435.03</b>
购建固定资产等长期资产支付的现金	490,542.36	333,014.26	330,526.06	-17.91	134,116.64
投资支付的现金	94,721.98	219,275.03	802,257.05	191.03	232,772.43
取得子公司等支付的现金净额	481,177.54	19,416.02	66,274.65	-62.89	4,661.90
支付其他与投资活动有关的现金	54,809.23	16,029.38	56,148.59	1.21	164,380.02
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>1,121,251.11</b>	<b>587,734.69</b>	<b>1,255,206.35</b>	<b>5.80</b>	<b>535,930.99</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-640,311.25</b>	<b>-255,805.65</b>	<b>-613,506.95</b>	<b>-2.12</b>	<b>119,504.04</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>					
吸收投资收到的现金	517,646.04	67,000.00	256,460.00	-29.61	216,396.99
发行债券所收到的现金	198,200.00	598,200.09	1,064,900.00	131.79	465,000.00
取得借款收到的现金	911,216.08	1,224,843.62	1,808,942.63	40.90	1,552,259.02
收到其他与筹资活动有关的现金	82,219.01	12,654.33	12,257.22	-61.39	13,415.97
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>1,709,281.13</b>	<b>1,902,698.04</b>	<b>3,142,559.85</b>	<b>35.59</b>	<b>2,247,071.99</b>
偿还债务支付的现金	716,549.43	1,126,980.92	1,999,211.75	67.03	1,862,414.60

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	353,571.91	113,015.67	282,174.18	-10.67	315,132.35
支付其他与筹资活动有关的现金	1,735.78	80.33	23,761.02	269.99	36,348.57
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>1,071,857.12</b>	<b>1,240,076.92</b>	<b>2,305,146.94</b>	<b>46.65</b>	<b>2,213,895.51</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>637,424.01</b>	<b>662,621.12</b>	<b>837,412.91</b>	<b>14.62</b>	<b>33,176.47</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	-14,423.52	-1,000.51	-12,510.65	-6.87	-2,925.20
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>25,116.95</b>	<b>287,520.83</b>	<b>-89,282.88</b>	--	<b>212,799.04</b>
加：期初现金及现金等价物余额	699,098.21	724,215.17	1,011,736.00	20.30	901,574.30
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>724,215.17</b>	<b>1,011,736.00</b>	<b>922,453.11</b>	<b>12.86</b>	<b>1,114,373.35</b>



附件 10 天津保税区投资控股集团有限公司  
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年
<b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>			
<b>净利润</b>		<b>85,725.22</b>	<b>94,428.08</b>
加: 资产减值准备		3,572.58	2,683.39
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧		30,532.95	25,039.16
无形资产摊销		1,108.61	773.22
长期待摊费用摊销		279.79	1,324.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失		4,079.31	248.54
固定资产报废损失		6,624.03	-73.27
公允价值变动损失		0.00	0.00
财务费用		0.00	112,935.76
投资损失		159,384.27	-64,622.85
递延所得税资产减少		-84,825.72	-4,166.68
递延所得税负债增加		1,320.45	1,978.07
存货的减少		1,017.29	-23,272.31
经营性应收项目的减少		-433,703.11	-505,451.57
经营性应付项目的增加		-445,028.24	85,918.79
其他		551,618.43	-28,421.49
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>		<b>-118,294.13</b>	<b>-300,678.19</b>
<b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动</b>			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
<b>3.现金及现金等价物净变动情况</b>			
现金的期末余额		1,011,736.00	922,453.11
减: 现金的期初余额		704,215.17	1,011,736.00
加: 现金等价物的期末余额		0.00	0.00
减: 现金等价物的期初余额		20,000.00	0.00
<b>现金及现金等价物净增加额</b>		<b>287,520.83</b>	<b>-89,282.88</b>

注: 2011 年现金流补充资料天保投控未提供。

附件 11 天津保税区投资控股集团有限公司  
主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
<b>经营效率</b>				
应收账款周转次数(次)	9.33	10.26	8.49	--
存货周转次数(次)	0.65	0.53	0.51	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.09	0.07
现金收入比率(%)	122.54	90.11	112.99	110.02
<b>盈利能力</b>				
总资本收益率(%)	2.99	3.61	2.61	--
总资产报酬率(%)	3.01	3.59	2.72	--
净资产收益率(%)	3.00	3.16	3.38	3.32
主营业务毛利率(%)	18.04	16.01	15.19	--
营业利润率(%)	19.57	18.82	12.28	12.10
费用收入比(%)	27.57	30.10	20.77	15.66
<b>财务构成</b>				
资产负债率(%)	61.87	66.44	68.71	67.11
全部债务资本化比率(%)	57.96	62.77	66.42	65.27
长期债务资本化比率(%)	54.57	54.74	61.51	60.42
<b>偿债能力</b>				
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	1.14	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.05	0.07	0.05	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.01	-0.03	-0.05	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.08	-0.16	0.03
流动比率(倍)	2.24	1.59	2.14	2.25
速动比率(倍)	1.42	0.93	1.33	1.39
现金短期债务比(倍)	1.53	0.79	0.94	1.06
经营现金流动负债比率(%)	3.99	-5.91	-18.41	4.12
经营现金利息偿还能力(倍)	--	--	-1.31	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	--	-3.99	--

注：2014年9月财务报表未经审计，相关指标未年化。由于未提供2011年和2012年资本化利息，相关指标无法计算。

## 附件 12 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 13 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。

## 联合信用评级有限公司关于 天津天保基建股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年天津天保基建股份有限公司公告年报后 2 个月内对天津天保基建股份有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天津天保基建股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。天津天保基建股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注天津天保基建股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天津天保基建股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如天津天保基建股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至天津天保基建股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送天津天保基建股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年五月十二日

