

信用等级公告

联合[2016]1000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公开发行的天津天保基建股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）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公开发行的天津天保基建股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年八月四日

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

2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：8 亿元

本期债券期限：5 年

担保方：天津保税区投资控股集团有限公司

担保方式：无条件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：2016 年 8 月 4 日

主要财务数据：

发行人

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	52.91	51.33	66.16	62.11
所有者权益 (亿元)	26.05	42.52	44.08	44.87
长期债务 (亿元)	2.00	0.00	7.97	7.97
全部债务 (亿元)	2.00	0.00	8.00	8.00
营业收入 (亿元)	8.72	15.80	13.06	5.25
净利润 (亿元)	1.67	2.65	1.87	0.79
EBITDA (亿元)	2.45	3.58	2.89	--
经营性净现金流 (亿元)	2.31	3.84	6.14	-0.93
营业利润率 (%)	28.38	24.66	22.23	20.13
净资产收益率 (%)	6.61	7.73	4.32	1.78
资产负债率 (%)	50.77	17.16	33.38	27.76
全部债务资本化比率 (%)	7.13	0.00	15.35	15.13
流动比率 (倍)	1.74	4.78	4.04	5.63
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.23	--	0.36	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	111.63	269.22	17.43	--
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	0.31	0.48	0.36	--

担保方

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	917.68	999.38	1,065.86	1,061.09
所有者权益合计 (亿元)	286.85	317.41	347.06	358.65
营业收入 (亿元)	78.99	91.04	72.98	14.95
净利润 (亿元)	9.47	9.62	20.90	3.81
经营性净现金流 (亿元)	-30.07	6.72	20.31	2.99
资产负债率 (%)	68.74	68.24	67.44	66.14

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；3、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，经营较为稳健，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区域分布较为集中对公司经营造成的不确定性。

公司拟收购天津中天航空工业投资有限责任公司 60.00%的股权和天津航空产业开发有限公司 49.23%股权。若收购顺利完成，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. 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。
3. 公司在建项目规模较大，预收款规模

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. 若公司收购航空产业资产顺利完成，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。

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. 公司现有土地储备不大，且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。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@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

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

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

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

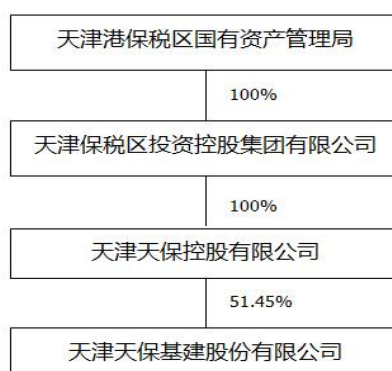
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

天津天保基建股份有限公司（以下简称“公司”或“天保基建”），前身为天津水泥股份有限公司（以下简称“天水股份”），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2016年3月底，公司注册资本10.09亿元，总股本10.09亿股，全部为无限售条件股份，其中，天保控股持股51.45%，为公司控股股东，最终实际控制人为天津港保税区国有资产管理局。截至2016年3月底，公司股权结构如下图所示：

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



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2016年3月底，公司下设投资发展部、产品管理部、营销策划部、成本管理部、综合管理部、计划财务部、企业管理部和证券事务部等8个部门，拥有天津天保房地产开发有限公司（以下简称“天保房产”）、天津滨海开元房地产开发有限公司（以下简称“滨海开元”）、天津市百利建设工程有限公司（以下简称“百利建设”）、天津嘉创物业服务有限公司（以下简称“嘉创物业”）4家全资子公司（见附件1）。

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

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

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

本次债券名称为“天津天保基建股份有限公司 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券发行规模为不超过人民币 16 亿元，采用分期发行方式，本次债券的期限为不超过 10 年期；第一期债券已于 2015 年 7 月 21 日成功发行，交易代码“112256”，债券简称“15 天保 01”。本期债券名称为“天津天保基建股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券为第二期发行，发行规模为 8 亿元。本期债券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。本期债券发行期限为 5 年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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

本次债券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的上市公司，开发项目主要集中于天津地区，因此其经营发展受房地产市场行情和天津市区域经济实力情况影响较大。

1. 行业概况

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。

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。

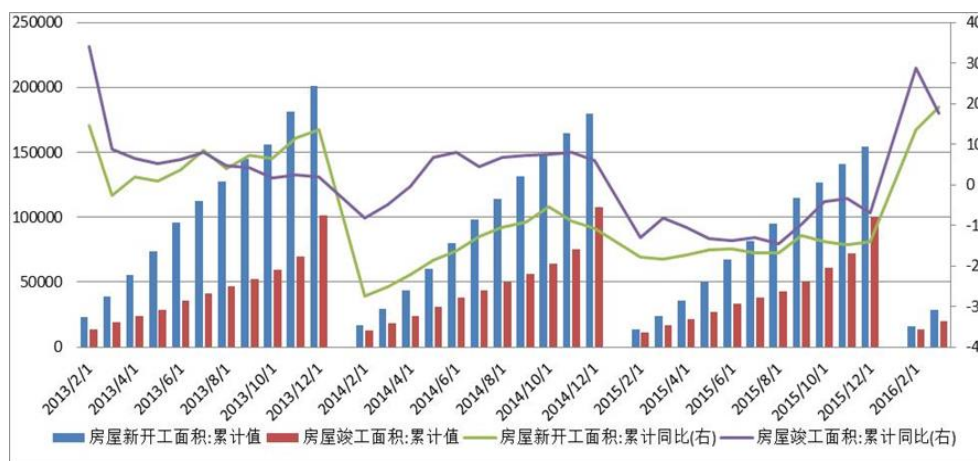
第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一

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，都不可避免地政府相关部门发生种种联系。

第五，开发周期及产业链较长。开发周期长主要体现于房地产开发包括前期拿地、项目建设、销售以及物业管理等多个环节；产业链长主要体现在纵向上与钢铁、水泥、建材等上游行业及下游家装、家电行业均有极高的关联度。

从近年房地产行业发展趋势来看，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。受2011年行业低迷影响，2012年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。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，房地产开发投资增速明显。2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。2015年，去库存成为房地产行业的关键词之一，房地产投资增速持续下降，房屋新开工面积同比减少，而销售面积和销售价格则呈先将后升态势。2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），其中，住宅投资64,595亿元，比上年增长0.4%。全年房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，其中，住宅施工面积511,570万平方米，比上年下降0.7%。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%，其中，住宅新开工面积106,651万平方米，比上年下降14.6%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。

图2 2013年~2016年3月全国房地产市场发展情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind资讯

2016年1~3月，全国房地产开发投资17,677亿元，同比名义增长6.2%，其中，住宅投资11,670亿元，增长4.6%。房地产开发企业房屋施工面积617,975万平方米，同比增长5.8%。其中，住宅施工面积424,041万平方米，增长4.0%。房屋新开工面积28,281万平方米，增长19.2%。其中，住宅新开工面积19,271万平方米，增长14.8%。房地产开发企业土地购置面积3,577万平方米，同比下降11.7%。

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、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。2015年以来，中国房地产市场在宽

松的政策刺激下，总体上步入了复苏通道，但是土地成交量、新开工量、开发投资额等继续回落。

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%。

2013年，全国土地供应规模增加，以北京、上海等重点城市土地市场量价齐升，全年出让金额创历史新高，上海突破两千亿大关。2014年，房地产行业进入调整期，土地供应量大幅减少。2015年，房地产行业分化较为严重，去库存压力较大，土地供应量和出让量大幅减少。2015年，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少14%；土地面积113,235万平方米，同比减少18%；出让金总额为21,793亿元，同比减少10%。其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）9,332宗，同比减少18%；土地面积37,295万平方米，同比减少24%；出让金总额15,776亿元，同比减少4%。

土地溢价率方面，2014年受房地产市场不景气影响，各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增长至1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，土地市场溢价率也有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。土地市场整体上行，成交量及出让金均高于去年同期，但各线城市推出土地面积及成交土地面积同比涨幅不一，其中一二线城市涨幅明显。土地溢价率方面，一线城市呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；二线城市较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较去年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。

2016年1~3月，全国300个城市土地平均溢价率9%，较去年同期下降4个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率10%，较去年同期下降4个百分点。从各线城市来看，一线城市供需同比跌幅均居各线前列，2016年1~3月，一线城市平均溢价率15%，较去年同期下降18个百分点，楼面均价同比下跌4%至8,254元/平方米；二线城市土地平均溢价率为8%，较去年同期下降1个百分点，土地成交楼面均价同比下跌4%至1,293元/平方米；三四线城市楼面均价及溢价率都维持去年同期水平。

表1 2013年~2016年3月全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
推出面积	177,964	135,659	113,235	22,482
同比	13%	-24%	-18%	-34%
成交面积	143,569	104,032	85,671	17,110

同比	20%	-28%	-21%	-41%
出让金	31,305	23,412	21,793	4,068
同比	61%	-25%	-10%	-43%
楼面均价	1,174	1,234	1,384	1,262
同比	25%	5%	14%	-5%
土地平均溢价率	16%	10%	16%	9%
同比	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	下降 4 个百分点

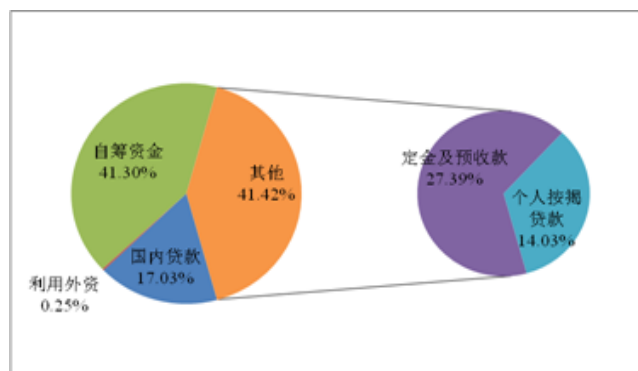
资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

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。值得注意的是，2013 年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（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。2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。

图 3 2015 年底房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

图4 2013年以来全国房地产开发企业资金到位增速（单位：%）



资料来源：国家统计局

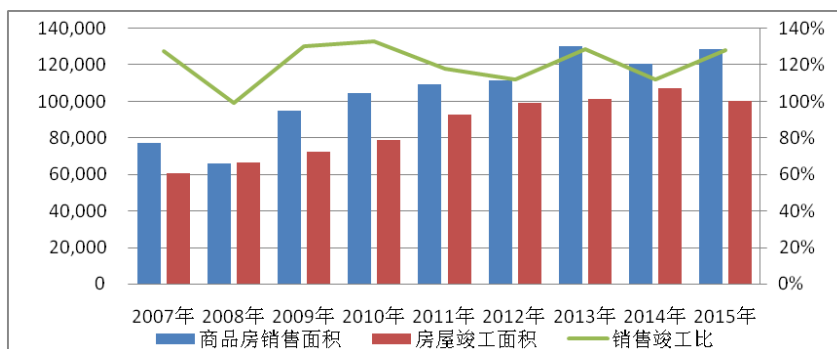
2016年1~3月，房地产开发企业到位资金31,992亿元，同比增长14.7%。其中，国内贷款6,226亿元，增长6.5%；利用外资18亿元，下降80.6%；自筹资金11,740亿元，增长4.7%；其他资金14,007亿元，增长30.4%。在其他资金中，定金及预收款7,882亿元，增长25.9%；个人按揭贷款4,670亿元，增长46.2%。

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

（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，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2014年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋近情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积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，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

图5 2007~2015年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米、%）

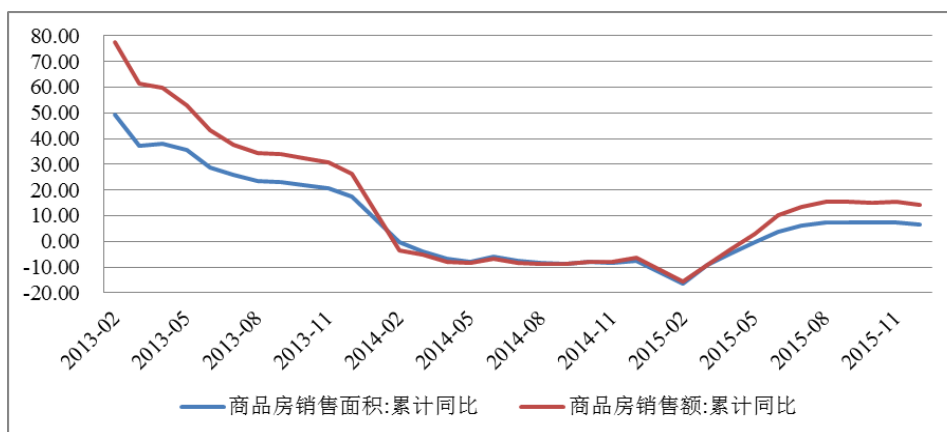


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

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。

2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%，其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%，其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

图6 2013年以来全国商品房销售面积和销售金额增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

2016年1~3月，房地产行业各项指标均超预期，尤其是开发投资增速、新开工、土地购置面积、销售等指标向好，但待售面积仍在增加，行业库存风险并没有减小。政策面“促需求”导向不变，中央接连发布了促进新型城镇化政策、降首付和降税费政策，供给侧“有保有压”方针仍在持续，一方面要求做活土地流转市场，多样化供地来去库存，另一方面也要求继续限制高库存城市新增土地供应；市场层面，成交量虽较年末环比下滑，但在政策宽松之下，仍显著高于去年同期，其中一线和热点二线城市表现抢眼，三、四线中沿海城市或区域中心城市成交较好，但对于近期热点城市房价过快上涨现象，上海、深圳、南京等地政府也已出台调控新政。2016年一季度，全国商品房销售面积24,299万平方米，同比增长33.1%。其中，住宅销售面积增长35.6%，办公楼销售面积增长34.4%。从供应来看，全年房屋竣工面积20,001万平方米，增长17.7%。其中，住宅竣工面积14,509万平方米，增长17.1%。

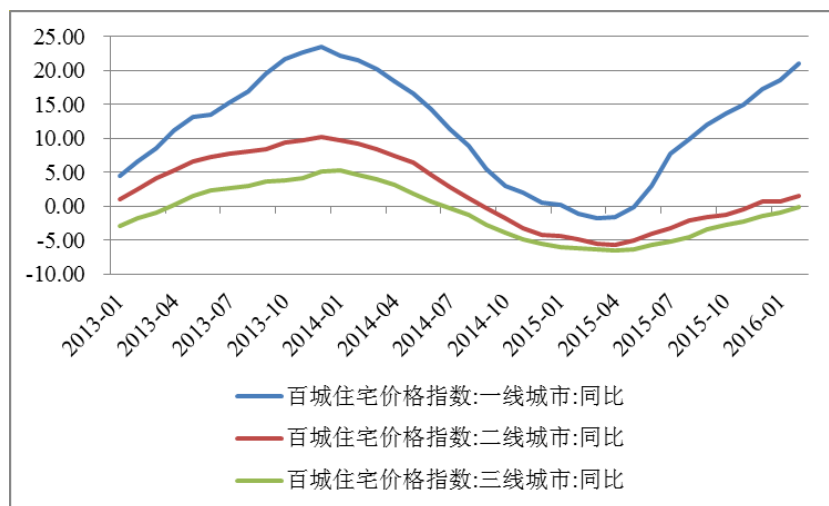
总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，2015年房地产开发景气指数有所回升；在当前经济增速下行、三四线城市高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。预计未来在多重政策支持下，房地产市场需求将有所释放，楼市总体呈回暖趋势。

（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。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，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。

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

2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，但我国房地产市场去库存压力依然较大。未来随着中央工作会议关于去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，市场供求关系将得到有力调节，库存压力有望进一步缓解。

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。

近年来，房地产行业集中度逐步提升。2015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至16.87%和22.82%，与上年基本持平；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.31%和14.62%，分别提高了0.87和0.97个百分点（详见下表）。2015年房地产行业前10名和前20名企业的销售额以及销售面积占比分别较2014年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表2 2012~2015年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况(单位:%)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年
前10大企业销售额占比	12.76	13.72	16.92	16.87
前20大企业销售额占比	17.62	18.88	22.79	22.82
前10大企业销售面积占比	7.72	8.62	10.44	11.31
前20大企业销售面积占比	10.38	11.46	13.65	14.62

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,千亿房企阵营保持7家,2,000亿房企增至3家,万科以2,610亿元的销售稳居行业前列,领先规模进一步扩大。

表3 2015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	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产(集团)股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

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

注:因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据,本次不参与评选。

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。

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。

表 4 2013 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
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》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购。
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准
2015 年 7 月	国家税务总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%。
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016 年 3 月	财政部、国家税务总局下发《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，营改增细则正式出台，规定房地产业营改增税率为 11%。

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。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。其中，首次购买普通住房的商业性贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；对拥有1套住房且购房贷款未结清的，为改善居住条件再次贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

2016年2月，国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》，（i）对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税；（ii）对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税；（iii）个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税，个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。其中以上第二、三条政策不在北京、上海、广州和深圳实施。

2016年一季度，受宽松的货币环境及政策环境影响，一线城市及南京、苏州等热点二线城市楼市急剧升温。货币信贷方面再宽松，2016年2月央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，在不实施“限购”措施的城市，首套房商贷最低首付比例可向下浮动5个百分点至20%，二套房商贷最低首付比例降至30%。2月末，央行再次降准0.5个百分点，为信贷需求的增长提供更宽松的环境。3月财政部、国家税务总局下发《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，营改增细则正式出台，规定房地产业营改增税率为11%。对房地产行业而言，计税方式较市场预期给予更多的让利，土地出让成本以及新增不动产可抵扣，将减轻房地产企业税负，也将增强其它企业购置不动产的动力。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年底，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

（2）发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

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，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是6月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

（3）市场格局持续分化

近年来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。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

（4）房企利润率回归正常水平

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。

（5）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）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。

（2）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（3）转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由

外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企 2015 年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

（4）兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015 年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，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。

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。2013~2015 年，天津市房地产开发投资分别为 1,480.82 亿元、1,699.65 亿元和 1,871.55 亿元，同比增长分别为 17.50%、14.80%和 10.10%。

2013 年，随着天津“国五条”细则的出台，市场需求应差别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。2016 年 2 月央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，天津首套房商贷最低首付比例可向下浮动 5 个百分点至 20%，二套房商贷最低首付比例降至 30%，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，天津楼市成交量出现明显上扬。

2015 年，天津商品房市场共成交 1,561 万平方米，较 2014 年上涨 38.11%，其中商品住宅成交 1,356 万平方米，成交金额 1,566 亿元，较 2014 年分别增长 41.76%和 55.10%，均达到了历史的高点，销售面积和销售金额都列全国第九；商业和办公总成交面积为 110 万平方米，同比下降 19.3%。2015 年，全市购置土地面积为 173.98 万平方米，较上年增长 41.70%；天津房屋竣工面积为 2,903 万平方米，与上年基本持平。2015 年，天津市商品房销售额 1,790.01 亿元，较上年增长 20.40%，其中住宅销售额为 1,646.43 亿元，较上年增长 25.70%。

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回落。2015 年，天津市商品

住宅均价达到 11,845 元/平方米，较 2014 年增长 8.86%，增幅为近五年的新高。

总体看，2014 年以来，天津房地产政策关键字为“放开”、“取消”、“降低贷款利率”政策的实施对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阔的发展空间。

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，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·兰庭”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。

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，具备一定的规模优势和区域竞争力。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高层管理人员共 14 名，董事长及董事 7 名，监事会主席及监事 3 名，非董事副总经理 2 名、财务总监 1 人和董事会秘书 1 人。其中，公司董事周广林先生兼任公司总经理，公司董事路昆先生兼任公司常务副总经理。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。

公司董事兼总经理周广林先生，1962 年 2 月出生，中共党员，大学学历，高级经济师。1993 年至 2003 年历任天津天保建设服务总公司业务部副经理，开发经营部副经理，经营部经理；2003 年至 2015 年 5 月历任天津天保控股有限公司投资管理部副部长、部长，招商发展部部长。现任公司董事、总经理。

截至 2015 年底，公司及其控股子公司在册员工 128 人。其中高中级管理人员 25 人，占员工总数的 19.53%；行政、技术人员 67 人，占员工总数的 52.35%；财务人员 18 人，占员工总数的 14.06%；销售人员 18 人，占员工总数的 14.06%。大学本科及以上学历 92 人，占员工总数的 71.88%；大学专科学历 26 人，占员工总数的 20.31%；中专及以下学历 10 人，占员工总数的 7.81%。

总体看，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。

2015 年，天津全市实现 GDP16,538.19 亿元，按可比价格计算，较上年增长 9.3%。三次产业结构为 1.3:46.7:52.0，服务业增加值比重首次超过 50%。2015 年，天津市城市居民人均可支配收入 34,101 元，较上年增长 8.6%；城镇常住居民人均消费性支出 26,230 元，较上年增长 8.0%；农村常住居民人均消费性支出 14,739 元，较上年增长 7.3%。财政方面，2015 年，天津全市一般公共预算收入 2,666.99 亿元，较上年增长 11.6%。其中，税收收入 1,577.94 亿元，较上年增长 6.1%；天津市一般公共预算支出 3,231.35 亿元，较上年增长 12.0%，收支规模进一步扩大，保障能力进一步增强。2016 年 1~3 月，天津市一般公共预算收入 690 亿元，较上年同期增长 10.2%。其中：地方税收收入 450.5 亿元，较上年同期增长 12.7%；非税收入 239.5 亿元，较上年同期增长 5.7%；天津市一般公共预算支出 739.5 亿元，较上年同期增长 24.5%。

考虑公司目前房地产项目多集中在滨海新区和自贸区，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。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公司提供了新的发展契机。

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。2015 年，天津滨海新区完成生产总值 9,270.31 亿元，按可比价格计算，较上年增长 12.8%；三次产业结构为 0.1:62.5:37.4。2015 年，滨海新区公共财政收入 1,182.93 亿元，较上年增长 15.0%。其中，税收收入 664.53 亿元，较上年增长 7.5%；非税收入 518.40 亿元，较上年增长 26.40%；滨海新区商品销售总额 18,517.93 亿元，较上年增长 4.0%；社会消费品零售总额 1,197.10 亿元，较上年增长 4.4%。全区城镇居民和农民人均可支配收入分别为 39,268 元和 19,042 元，分别较上年增长 10.1%和 9.0%。

总体看，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。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2016年3月底，天保控股的总资产为281.68亿元，净资产为70.80亿元。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。

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2016年3月底，天保投控合并资产总额1,061.09亿元，净资产358.65亿元，2015年实现净利润（含少数股东损益）20.90亿元，天保投控为本次债券提供不可撤销连带责任担保，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》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2016年3月底，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、提名、薪酬与考核、预算管理等五个专门委员会。公司监事会由3名监事组成，其中1名为职工监事，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。公司总经理1名，副总经理3名。经理对董事会负责，负责主持公司日常的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

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、产品管理部、成本管理部、营销策划部、企业管理部、证券事务部、计划财务部、综合管理部等8个职能部。截至2016年3月底，公司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”）和天津嘉创物业服务有限公司（以下简称“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，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 94.61%、96.24% 和 96.08%。受房地产行业调控政策和房地产市场波动影响，2013~2015 年，公司主营业务收入分别为 8.72 亿元、15.80 亿元和 13.06 亿元，年均复合增长 22.38%，公司主营业务收入波动主要系房地产开发收入波动所致。

主营业务构成来看，2013~2015 年，公司房地产开发收入分别为 8.25 亿元、15.20 亿元和 12.55 亿元，年均复合增长率为 23.34%。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%。

2015 年，公司实现房地产销售收入 12.55 亿元，较 2014 年减少 17.43%，主要系子公司部分商品房未满足收入确认条件，结转收入减少所致。2013~2015 年，公司物业出租收入分别为 0.35 亿元、0.49 亿元和 0.39 亿元，其中 2015 年物业出租业务收入较 2014 年减少 21.11%，主要系 2015 年度空港经济区区域产业结构调整导致公司公寓物业承租人数减少、收入下降所致。2013~2015 年，公司物业管理收入分别为 0.09 亿元、0.10 亿元和 0.13 亿元。其中 2015 年公司物业管理收入较 2014 年增加 20.94%，主要系公司住宅、办公楼等房地产销售增加带来物业管理服务相应增加所致。公司物业出租和物业管理收入相对较少，对公司营业收入影响不大。

表 5 2013~2015 年公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

主营业务	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	8.25	94.61	38.45	15.20	96.24	37.51	12.55	96.08	33.82
物业出租	0.35	4.01	21.16	0.49	3.09	23.56	0.39	2.95	-15.24
物业管理	0.09	1.03	-11.81	0.10	0.66	-18.95	0.13	0.97	-53.92
其他服务	0.03	0.35	33.77	0.00	0.01	100.00	--	--	--
合计	8.72	100.00	37.23	15.80	100.00	36.71	13.06	100.00	31.53

资料来源：公司年报，联合评级整理。

注：合计部分的金额尾数可能与各分项的尾数之和不符，此误差为四舍五入形成。

毛利率方面，2013~2015 年公司房地产开发业务毛利率分别为 38.45%、37.51% 和 33.82%。其中 2015 年公司房地产开发业务毛利率较 2014 年下降 3.69 个百分点，主要系 2015 年公司结转房

地产项目购地成本较上年有所增长所致；2013~2015年，公司物业出租业务毛利率分别为21.16%、23.56%和-15.24%，其中2015年公司物业出租毛利率大幅下降，主要系物业出租收入大幅减少，而成本变化不大所致；公司物业管理业务长期处于倒挂状态，且毛利率不断下降主要系公司为增强客户入住体验、提升公司品牌和口碑，加大了对物业管理投入，从而使得毛利率降低。

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

总体看，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市场景气度和公司项目结转情况影响较大。2014年，公司加大了推盘力度，房地产开发业务收入大幅增加，2015年受结转条件影响，公司营业收入同比下降较多；受结转项目差异的影响，2015年公司整体毛利率有所下降。

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工程款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。

目前公司下属子公司负责拿地工作的具体开展。具体来看，公司项目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，在经公司本部批准后，实施土地使用权购买。

近三年，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2015年底，公司拥有的土地储备规划建筑面积74.60万平方米，其中在建面积30.50万平方米、待开发面积40.10万平方米。

总体看，公司主要开发项目位于天津滨海新区和空港经济区，目前公司整体土地储备规模较少，具有一定的土地储备不能满足其房地产开发需求的风险。

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。

经过多年的开发，截至2016年3月底，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、天保汇盈产业园、天保公寓和意境兰庭一期等八个项目，占地面积共392,345平方米，建筑面积698,707平方米。

表6 近三年公司项目开发情况

项目	2013年	2014年	2015年
当期新开工面积(平方米)	141,680	55,193	58,900
当期新开工项目数量(个)	1	1	1
当期竣工面积(平方米)	322,664	64,157	142,353

资料来源：公司提供

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；受开工项目数量与规模影响，同期公司竣工面积64,157平方米，同比减少80.12%。考虑到当前国内房地产行业下行压力明显、整体面临去库存压力，2015年，公司仅新开工“意境兰庭”二期一个房地产项目，新开工面积58,900平方米，与2014年相比变化不大。2015年公司房地产竣工面积14.24万平方米，全部来自“意境兰庭”一期项目；该项目位于天津空港经济区东六道以南、环河北路以西，占地面积63,924.50平方米、建筑面积14.24万平方米，属于居住用地，于2013年11月开工，并已开盘销售。

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

表7 截至2016年3月底公司在建项目投资情况(单位：平方米)

序号	项目名称	项目位置	占地面积	建筑面积	土地用途	开工时间	项目进度
1	天保金海岸D06项目	滨海新区开发区第三大街与太湖路交口西北角	19,338.50	56,728.41	居住用地	2014.12	主体结构封顶
2	天保金海岸D07项目	滨海新区开发区第三大街与太湖路交口东北角	27,386.30	73,408.37	居住用地	2016.02	桩基施工
3	天保金海岸D05项目	滨海新区开发区发达街以南、第二大街以北	10,718.50	45,451.16	其他商服用地	2014.04	竣工验收
4	意境兰庭二期	空港经济区东六道以南，环河北路以西	58,900.00	142,791.18	居民用地	2015.10	基础施工
合计			116,343.30	318,379.12			

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目较多，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

2013~2015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%。2015年，公司没有新达预售项目。对已有的可售房地产项目，公司加强了去库存的力度，签约销售面积、销售金额较2014年均大幅上涨，签约销售均价也有所上涨。但受结转条件限制，2015年公司房地产结转收入较少(具体情况参见下表)。2016

年 1~3 月，公司签约销售面积为 1.03 万平方米，签约销售金额为 1.36 亿元，结转收入 5.08 亿元。

表 8 公司近三年销售概况

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	3	4	2
签约销售面积（万平方米）	13.16	6.67	13.92
签约销售金额（亿元）	14.88	7.43	17.25
签约销售均价（元/平方米）	11,304	11,132	12,392
结转收入面积（万平方米）	6.63	15.27	11.12
结转收入（万元）	82,492.80	152,012.98	125,512.60

资料来源：公司提供

从签约销售均价来看，2013~2015 年，公司房产销售价格有所波动。2014 年，公司签约销售均价与 2013 年基本持平。2015 年，公司房产销售均价为 12,392 元/平方米，较 2014 年增长 11.32%，主要系销售项目差异所致，当期主要销售项目为意境兰庭一期项目。

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。2013~2015 年，公司房产销售主要集中在天津，尤其 2014 年以后，公司房地产开发项目全部位于天津地区。公司房地产开发收入集中度非常高，一方面可以通过深耕获得区域性的竞争优势，另一方面也加大营业收入受区域房地产政策和区域经济发展的影响程度。

表 9 近三年公司分地区收入情况（单位：万元、%）

地区	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
天津市	86,337.42	99.01	152,012.98	100.00	125,512.60	100.00
河北省	867.63	0.99	--	--	--	--
合计	87,205.04	100.00	152,012.98	100.00	125,512.60	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，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。2013~2015 年，公司物业收入分别为 0.35 亿元、0.49 亿元和 0.39 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（%）		
		2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
天保公寓	公寓	54,768.00	57,990.00	56,300.00	89.29	70.00	60.00
名居花园底商	商业	7,266.21	7,266.21	7,266.21	16.00	86.00	100.00
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	11,965.61	19,360.58	24,689.11	55.00	57.00	57.00

资料来源：公司提供

总体看，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

2014~2015 年公司流动资产周转次数分别为 0.94 次和 1.14 次。2015 年，公司应收账款周转次数大幅下降，主要系公司应收账款大幅上升所致。公司存货规模较大，导致存货周转次数较低，2013~2015 年公司存货周转次数分别为 0.16 次、0.33 次和 0.33 次；2013~2015 年，公司总资产周转次数分别为 0.18 次、0.30 次和 0.22 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率处于行业较低水平，存货周转率正常；总资产周转率处于较低水平。总体来看，公司经营效率一般。

表11 房地产开发类上市公司2015年经营效率指标

	流动资产周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
招商地产	0.30	0.28	0.26
保利地产	0.34	0.30	0.32
世茂股份	0.41	0.39	0.24
浙江广厦	0.35	0.31	0.31
天保基建	0.26	0.33	0.22

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

（1）拟收购天津中天航空工业投资有限责任公司 60%的股权

天保基建拟向关联方天保投控收购其持有的天航空工业投资有限责任公司（以下简称“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，2015 年 10 月，天津华夏金信资产评估有限公司对中天航空资产进行了重新评估，经评估，中天航空资产总额为 53,662.93 万元，净资产为 53,662.93 万元。截至 2016 年 6 月 24 日，根据公司披露的《关于签署<股权转让合同>暨关联交易进展》，双方同意以《评估报告》为基准，确定标的股权的转让价格为 32,197.76 万元。因合同签署日《评估报告》尚需国资有关部门备案，双方同意，标的股权的最终转让价格以备案价格为准。《股权转让合同》生效后 5 个工作日内，公司一次性支付上述股权转让价款。

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。

如果本次股权收购顺利完成，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。

（2）拟收购天津航空产业开发有限公司 49.23%股权

2015 年 10 月 26 日，公司发布六届二十次董事会决议公告（拟收购天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资公司”）持有的天津航空产业开发有限公司（以下简称“航空产业公司”）49.23%股权。

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

化服务；会议服务；及以上相关咨询服务。

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

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

（3）竞购渤海证券 0.86% 股权

2016 年 1 月 19 日，公司经过天津产权交易中心网络竞价系统，以 12,281.30 万元竞得渤海证券 0.86% 股权、共 34,906,146 股。目前公司已经办理完股权收购全部手续。公司收购渤海证券部分股权，有利于未来增加股权投资收益。

总体看，公司收购航空产业资产有利于公司经营业务向航空领域扩展，为公司打造新的盈利增长点，进一步提升公司可持续发展能力；同时，公司收购渤海证券股权也有利于增加公司投资收益。但公司收购计划能否顺利完成以及购买的金融资产能否达到预期收益存在一定的不确定性。

8. 经营关注

（1）宏观调控政策变化的风险

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

（2）土地储备不足

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

（3）房地产项目区域分布集中

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

9. 未来发展

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

如果公司收购天保投资持有的中天航空 60% 的股权及收购天津航空产业开发有限公司 49.23% 股权顺利完成，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，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，公司未来发展战略思路清晰，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013 年至 2015 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；2016 年一季度报表未经审计。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。合并范围方面，近三年及一期，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，且公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，公司近三年的财务数据可比性较强。

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

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

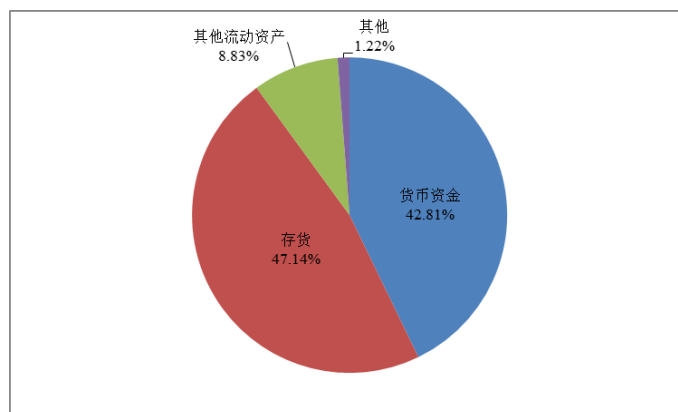
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 11.82%。截至 2015 年底，公司资产总额 66.16 亿元，较上年底增长 28.89%，主要系流动资产增长所致。资产总额中，流动资产占 85.64%，非流动资产占 14.36%。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

2013~2015 年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 14.38%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 56.66 亿元，较上年底增长 34.60%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 42.81%）、存货（占比 47.14%）和其他流动资产（占比 8.83%）构成，如下图所示：

图 8 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司货币资金规模逐年快速增长，三年复合增长57.75%。截至2015年底，公司货币资金24.26亿元，较上年底增长61.29%，主要系公司房地产签约销售金额显著增加和2015年发行的8.00亿元公司债到账综合所致；公司货币资金均为银行存款，其中因开具银行付款保函导致0.43亿元受限，占比1.78%，受限资金占比较低。

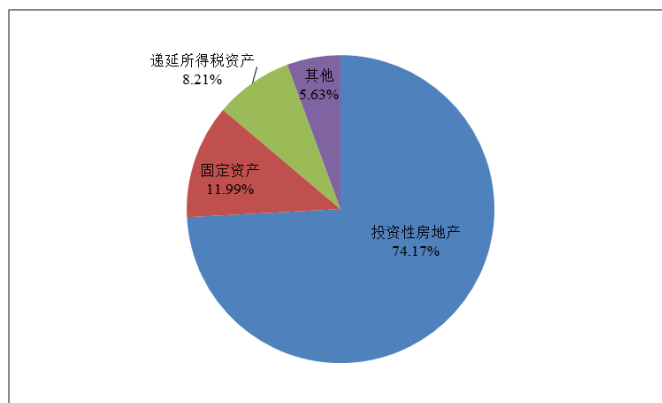
2013~2015年，公司存货余额逐年减少，三年复合减少10.75%。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，近三年合计占比均在99%以上。截至2015年底，公司存货账面价值26.71亿元，较年初减少1.13%，主要系公司存货去化力度加大，结转收入所致；其中，开发成本占比69.88%，开发产品占比30.12%，公司未计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司新增其他流动资产5.00亿元，全部是公司购买的银行理财产品。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产规模呈波动减少态势，三年复合增长率为-0.57%。截至2015年底，公司非流动资产9.50亿元，较上年底增长2.87%，主要系递延所得税资产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占比74.17%）、固定资产（占比11.99%）和递延所得税资产（占比8.21%）构成，如下图所示：

图9 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司投资性房地产主要为公寓、商业和写字楼，公司的投资性房地产均按成本计量。2013~2015年，公司投资性房地产账面价值持续增长，年均复合增长23.13%。截至2015年底，公司投资性房地产7.05亿元，较上年底增长0.03%，全部为房屋及建筑物；累计折旧和累计摊销1.01亿元；公司未对投资性房地产计提减值准备。

公司固定资产主要由房屋及建筑物组成。2013~2015年，公司固定资产账面净值波动下降，三年复合减少45.54%。其中，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，年底该科目较2013年底减少68.17%。截至2015年底，公司固定资产1.14亿元，较上年底减少6.85%，主要系转入投资性房地产及计提折旧所致；公司固定资产主要为房屋建筑物，占比93.32%，其余为机器设备、运输设备等；公司固定资产的累计折旧共计提0.12亿元；由于年底固定资产未出现减值迹象，公司未计提固定资产减值准备。

2013~2015年，公司递延所得税资产波动增长，三年复合增长率为10.10%。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2015年底，公司递延所得税资产0.78亿元，较年初增长57.51%，主要系销售项目预缴企业所得税增加所致。

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2015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

2013~2015年，公司负债规模波动减少，年均复合减少9.34%。截至2015年底，公司负债合计22.08亿元，较上年底大幅增长150.68%，主要系公司应付账款、预收款项增加及2015年发行债券所致。其中，流动负债与非流动负债分别占63.51%和36.49%，非流动负债占比较上年底大幅上升36.39个百分点，公司负债结构变化较大。

流动负债

2013~2015年，公司流动负债规模波动减少，年均复合减少24.90%。截至2015年底，公司流动负债合计14.02亿元，较上年底增长59.35%，主要系公司应付账款和预收款项增加所致；主要由应付账款（占34.90%）、预收款项（占50.95%）和其他流动负债（占10.14%）构成。

公司应付账款主要为应付工程款。2013~2015年，公司应付账款余额波动增加，年均复合增长7.93%。截至2015年底，公司应付账款4.89亿元，较上年底增长47.11%，系应付工程款增加所致。从账龄来看，一年以内的应付账款占比57.28%，1年以上占比42.72%。

2013~2015年，公司预收款项波动下降，分别为9.72亿元、4.41亿元和7.14亿元，年均复合减少14.27%。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。截至2015年底，公司预收款项较2014年底增加2.74亿元，增幅为62.11%，主要系项目预售房回款增加所致。

2013~2015年，公司其他流动负债增长较快，三年复合增长率为74.34%。截至2015年底，公司其他流动负债1.42亿元，较上年底增长46.67%，主要系公司预提土地增值税增加及获得政府补助所致；公司其他流动负债以预提土地增值税为主，占比99.22%。

非流动负债

2013~2015年，公司非流动负债波动增加，年均复合增长100.73%。截至2015年底，公司非流动负债8.06亿元，较上年底增长936.38%，其中应付债券7.97亿元、占比98.93%，主要系公司2015年公开发行公司债“15天保01”所致。

2013~2015年，公司债务规模波动较大，分别为2.00亿元、0亿元和8.00亿元。截至2015年底，公司资产负债率为33.38%，EBITDA利息保障倍数、经营现金流利息保障倍数分别为17.43倍、244.01倍，公司债务压力较小。截至2015年底，公司全部债务合计8.00亿元，全部为新增债务，其中短期债务237.69万元，系公司于2015年6月从天津滨海农村商业银行股份有限公司获取抵押借款所致，长期债务7.97亿元，主要系公司2015年发行债券所致。截至2015年底，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33.38%、15.35%和15.32%，均较年初明显提升，公司负债水平上升较快，但仍处于较低水平。

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

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

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益增长较快，年均复合增长率为30.08%。截至2015年底，公司所有者权益合计44.08亿元，较上年底增长3.66%，全部为归属于母公司的所有者权益。其中，股本占比22.89%、资本公积占比42.97%、盈余公积占比2.61%、未分配利润占比31.53%。公司所有者权益以股本和资本公积为主，权益稳定性较好。

截至2016年3月底，公司所有者权益为44.87亿元，较上年底变化不大，所有者权益结构也较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益逐年增长；公司所有者权益以股本和资本公积为主，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015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8.72亿元、15.80亿元和13.06亿元，年均复合增长22.38%。2015年，公司实现营业收入13.06亿元，主要来自房地产销售收入（占比96.08%）；公司营业收入较2014年减少17.30%，主要系公司部分商品房未满足收入确认条件导致主营业务收入同比减少所致。2015年，公司营业成本8.94亿元，较2014年减少10.52%。受营业收入下降的影响，2015年公司实现营业利润2.44亿元，较2014年减少29.73%；实现净利润1.87亿元，较2014年减少29.52%，全部为归属于母公司所有者的净利润。

从期间费用来看，近三年期间费用规模呈逐年减少态势，2013~2015年，公司费用收入比分别为7.24%、3.17%和3.53%，公司对期间费用的控制能力较强。2015年，公司三项费用合计0.46亿元，较2014年减少7.96%，主要系销售费用和财务费用减少所致，公司费用总额中，销售费用、管理费用、财务费用分别占比58.80%、112.54%、-71.34%。2015年，公司销售费用2,707.72万元，较2014年减少16.32%，主要系广告宣传费减少所致；公司管理费用5,182.40万元，较2014年增长21.67%，主要系公司计提应付职工薪酬、聘请中介机构费用增加所致；公司财务费用-3,285.16万元，主要系公司利息收入增加所致；随着公司2015年发行公司债券，预计未来公司财务费用将大幅提高。

2013~2015年，公司营业利润分别为1.84亿元、3.47亿元和2.44亿元，年均复合增长14.99%，与此对应，公司净利润分别为1.67亿元、2.65亿元和1.87亿元，年均复合增长5.70%。

从各项盈利指标来看，因部分商品房未满足收入确认条件，2013~2015年，公司营业利润率呈递减态势，三年分别为28.38%、24.66%和22.23%。2015年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.30%、4.45%和4.32%，较上年的7.56%、6.86%和7.73%均有所下滑，盈利能力减弱。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 12 2015 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 (%)	5.96	6.41	6.58	-4.70	4.45
净资产收益率 (%)	15.29	18.58	11.51	-39.95	4.32
销售毛利率 (%)	37.68	33.20	36.32	19.10	31.53

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。

2016 年 1~3 月, 公司营业收入为 5.25 亿元, 较上年同期增加 3.39 亿元; 营业利润为 0.98 亿元, 较上年同期增加 0.57 亿元; 净利润为 0.79 亿元, 较上年同期增加 0.50 亿元。

总体看, 公司营业收入和净利润受项目开发周期影响有所波动, 盈利能力一般; 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实现增长。

5. 现金流

从经营活动情况来看, 2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.31 亿元、3.48 亿元和 6.14 亿元, 年均复合增长 62.83%。2015 年, 公司经营活动产生的现金流量净额较 2014 年增长 76.21%, 主要系公司销售情况较好, 新签约销售金额增加所致。其中, 经营活动现金流入 16.26 亿元, 较 2014 年增长 48.75%, 主要来自商品房销售收入和利息收入; 经营活动现金流出 10.12 亿元, 较 2014 年增长 35.91%, 主要用于支付工程款、支付职工薪酬与各项税费。从收入实现质量来看, 2015 年公司现金收入比率为 120.45%, 较 2014 年上升 53.98 个百分点, 主要系公司部分商品房销售未结转营业收入所致。从收入实现质量来看, 近三年公司现金收入比分别为 170.71%、66.47% 和 120.45%, 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, 2013~2015 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -0.02 亿元、-9.92 亿元和 -5.03 亿元。2014 年公司投资活动现金流量净流出规模较 2013 年大幅增长系因为偿还天保控股 10.56 亿元借款所致。2015 年, 公司投资活动产生的现金净流出 5.03 亿元, 较 2014 年大幅减少 49.29%, 主要系公司 2014 年公司支付控股股东股权投资款导致 2014 年投资活动现金大幅流出, 而 2015 年无此项现金流出所致。其中, 公司投资活动现金流入 33.45 万元, 较 2014 年减少 99.52%, 主要来自投资收益; 投资活动现金流出 5.03 亿元, 主要系公司购买 5.00 亿元银行理财所致。

从筹资活动情况来看, 2013~2015 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.75 亿元、11.72 亿元和 7.68 亿元。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。2015 年, 公司筹资活动现金净流入 7.68 亿元, 较 2014 年减少 34.51%, 主要系 2014 年公司定向增发收到募集资金 13.94 亿元, 2015 年公司发行公司债券获得募集资金 8.00 亿元所致。其中, 公司筹资活动现金流入 8.01 亿元, 较 2014 年减少 42.56%, 全部来自发行公司债券和长期借款; 公司筹资活动现金流出 0.33 亿元, 较 2014 年减少 84.99%, 主要用于偿还贷款、支付股利和利息。

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

总体看, 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 亿元和发行公司债券募集 8.00 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，2013~2015年公司流动比率分别为1.74倍、4.78倍和4.04倍；速动比率分别为0.39倍、1.71倍和2.14倍，2014年增幅较大主要系公司流动负债规模当年大幅减少所致。2014年公司不存在短期债务，2015年新增一年内到期的长期借款237.69万元，公司现金短期债务比为1,020.53倍；公司经营现金流动负债比率为43.77%，较2014年的39.58%上升，主要系商品房销售回款增加导致经营现金净流量升高所致。整体看，公司短期偿债能力很强。

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

截至2015年底，公司无对外担保。

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

截至2015年底，公司无重大诉讼。

总体看，目前公司负债规模与同行业其他上市公司相比很低，整体看公司偿债能力强。

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2015年底，公司全部债务为8.00亿元，本期拟发行公司债额度为8.00亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模很大。

以2015年底财务数据为基础，本期债券发行后，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26.60%、26.63%和40.56%，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. 本期公司债偿债能力分析

以2015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期8亿元公司债的保护倍数分别为0.36倍、2.03倍和0.77倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度较高。

总体看，考虑到公司作为天津港保税区重要的房地产开发企业，房地产业务经营稳健，债务负担较轻等方面具有优势等因素，本期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 2016 年 3 月底，天保投控注册资本 183.21 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 2015 年底，天保投控合并资产总计 1,065.86 亿元，负债合计 718.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 347.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 316.85 亿元；2015 年，天保投控实现营业收入 72.98 亿元，净利润（含少数股东损益）20.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 19.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.31 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -20.39 亿元。

截至 2016 年 3 月底，天保投控合并资产总计为 1,061.09 元，负债合计 702.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 358.65 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 327.77 亿元；2016 年 1~3 月，天保投控实现营业收入 14.95 亿元，净利润（含少数股东损益）3.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.88 亿元。

天保投控注册地址：天津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。

2013~2015年，天保投控收到政府拨付的补助款分别为12.74亿元、14.33亿元和22.23亿元，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》。

为了支持天保投控的持续发展，保税区国资每年向天保投控多次增资，2013~2015年，天保投控收到保税区国资增加资本金分别为23.01亿元、14.20亿元和8.50亿元。截至2016年3月底，天保投控注册资本183.21亿元。

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“免税、免证、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

在天津市滨海新区和天津港保税区快速发展的背景下，近几年天保投控下属各子公司通过资产整合、企业兼并重组等方式实现了较快发展，业务渐趋多元化。目前天保投控业务主要集中在交通运输业务、房地产开发业务和市政公用业务，并投入较大资金参股金融机构和投资企业，获取投资收益。2013~2015年，天保投控分别实现营业收入78.99亿元、91.04亿元和72.98亿元，波动较大，主要系交通运输板块的物流业务波动所致；净利润分别为9.44亿元、9.62亿元和20.90亿元，2015年净利润同比增长117.15%，主要系当年政府补助大幅增长所致。

表13 2013~2015年天保投控收入占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013年			2014年			2015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	51.87	65.66	10.31	56.78	62.36	8.78	42.47	58.20	9.62
房地产	15.43	19.54	29.05	19.69	21.62	33.52	15.77	21.60	29.45
市政公用	7.21	9.12	1.56	7.75	8.51	9.70	7.54	10.33	16.12
金融控股	2.65	3.36	10.24	4.22	4.63	34.64	4.85	6.64	73.79
其他	1.83	2.32	83.42	2.61	2.87	79.68	2.35	3.22	64.48
合计	78.99	100.00	14.87	91.04	100.00	17.44	72.98	100.00	20.60

资料来源：天保投控提供

注：由于各项数据尾数取舍的原因，合计值可能与财务报表中营业收入略有不同。

近三年,天保投控交通运输板块和房地产板块是其营业收入的主要来源,合计占比保持在 80% 左右。分板块来看,近三年,天保投控交通运输板块分别实现收入 51.87 亿元、56.78 亿元和 42.47 亿元,2015 年同比下降 25.20%,主要系天保投控调整贸易业务结构,减少钢铁、煤炭等周期性行业的贸易量所致;近三年,天保投控房地产板块分别实现收入 15.43 亿元、19.69 亿元和 15.77 亿元,近三年波动较大,主要系受结转周期影响所致;近三年,天保投控市政公用板块分别实现营业收入 7.21 亿元、7.75 亿元和 7.54 亿元,整体较稳定。金融控股和其他板块收入占比较低,对收入影响较小。

从毛利率来看,近三年,天保投控综合毛利率分别为 14.87%、17.44%和 20.60%,呈逐年上升趋势。分板块来看,近三年交通运输板块毛利率分别为 10.31%、8.78%和 9.62%,基本保持稳定;房地产板块毛利率分别为 29.05%、33.52%和 29.45%,2014 年毛利率较高,主要系 2014 年结转的意境兰亭精装商品房项目的销售价格增长较快使得项目毛利率较高所致;市政公用毛利率分别为 1.56%、9.70%和 16.12%,近三年逐年大幅增长,主要系供热业务原材料煤炭价格下降所致。

2016 年 1~3 月,天保投控实现营业收入 14.95 亿元,占 2015 年全年的 20.49%。收入构成方面,交通运输板块实现收入 5.95 亿元,房地产板块实现收入 5.44 亿元,市政公用板块实现收入 2.07 亿元,金融业务板块实现收入 0.99 亿元,其他业务实现收入 0.50 亿元。

总体看,天保投控营业收入主要来源于交通运输板块和房地产板块,受上述两个板块收入波动影响,近三年天保投控营业收入波动下降,综合毛利率逐年增长。

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。2015 年,天保投控航空产业实现收入 4.23 亿元,营业利润 1.84 亿元。

天保投控还参股控股了空客总装服务的相关公司,包括空中客车(天津)工装夹具有限公司(持股 49%)、斯提斯(天津)喷涂服务有限公司(持股 48.80%)等,建设了空客(天津)物流中心,发展壮大其航空产业综合实力。

2013~2015 年,天保投控航空板块收入分别为 4.66 亿元、4.80 亿元和 4.23 亿元,收入规模呈波动下降趋势,且毛利率较高,2013~2015 年分别为 60.10%、58.73%和 51.73%,2015 年毛利率大幅下滑主要系欧元汇率下降所致。预计随着空客 A320 组装能力的完全释放,天保投控航空业务的收入规模将趋于稳定。随着民航装备制造加工、民航技术服务和民航科研培训等民航产业向基地聚集,民航产业化基地将逐渐实现规模经营,成为产业高度聚集、产业链完整、民航产品和技术具有国际水平的高科技产业园区,成为滨海新区未来重要的经济增长点。

汽车展贸业务

天保投控汽车贸易业主要由下属的天津空港汽车园发展有限公司(以下简称“空港汽车园公司”)负责运营,空港汽车园经营模式为以下属 4S 店及雷诺(北京)汽车有限公司在当地的零售为主,所销售的汽车品牌主要为大众和雷诺等。天保投控在天津市空港经济区内建设了空港国际汽车园,占地 100 万平方米,拥有 4 家 4S 店(其中一家位于唐山市),以零售为主,对厂家以现金全款结算,对下游客户以现款结算,收益主要来自购销差价和整车返利。其中,购销差价主要经营模式为公司买卖车辆,赚取贸易差价;整车返利的经营模式主要为销售整车后,厂家根据车型和销售额的不同进行相应的返利,返点在 1%左右。2013~2015 年,天保投控汽车展贸业分别实现收入 13.10 亿元、9.63 亿元和 10.48 亿元,2014 年收入下降主要系公司下属 4S 店数量减少以及天津实施无偿摇号与有偿竞价相结合的限牌措施使得整体汽车需求量下降所致;2015 年收入较

2014 年有所增长，主要系广汽传祺厂家有一定促销力度使得销售量增长所致。

现代服务业

天保投控现代服务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。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。

金融与投资业务

天保投控金融板块的主要经营主体包括天津天保租赁有限公司（以下简称“天保租赁”）、天津滨海新区天保小额贷款有限公司（以下简称“天保小贷”）、天津天保财务管理公司（以下简称“天保财务”）和天津天保商业保理有限公司（以下简称“天保保理”）。2013~2015 年，天保投控金融板块分别实现营业收入 2.65 亿元、4.22 亿元和 4.85 亿元。

天保租赁成立于 2011 年底，目标客户为在公开市场融资且评级在 AA+ 以上的企业，投放行业主要为基础设施及商业楼宇，2015 年实现收入 5.33 亿元，同比增长 96.68%，实现净利润 1.22 亿元。

天保小贷主要经营各项小额贷款、票据贴现、贷款转让，与小额贷款相关的咨询业务，2015 年实现收入 1.41 万元，净利润 0.88 亿元。

天保财务主要吸收成员单位存款及向成员单位发放贷款，2015 年度该业务实现收入 2.59 亿元，净利润 1.2 亿元。

天保保理成立于 2013 年 12 月，注册资本金 5 亿元，目前公司业务范围主要包括以受让应收账款的方式提供贸易融资；应收账款的收付结算、管理与催收；销售分户（分类）账管理；与本公司业务相关的非商业性坏账担保；客户资信调查与评估；相关咨询服务。2015 年天保保理实现收入 0.14 亿元，净利润 0.03 亿元。

市政公用业务板块

天保投控市政公用业务集中于天津保税区范围内，主要包括供热、供电、供水、项目代建及土地开发等业务，该业务板块具有较强的公益性，对天保投控营业收入和经营性现金流的贡献有限，利润的实现主要依赖天津港保税区管委会的财政补贴收入。2015 年，天保投控市政公用板块实现收入 7.53 亿元，同比小幅下降 2.84%，毛利率为 16.07%，较 2014 年的 9.70% 大幅提升了 6.37 个百分点，主要系供热业务所需煤炭价格下跌所致。天保投控市政公用业务具有较强的公益性，利润的实现主要依赖于天津港保税区管委会的财政补贴收入。

总体看，天保投控整体经营规模较大，营业收入规规模有所波动，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 2013~2015 年财务报告均经中兴财光华会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。天保投控 2016 年 1 季度财务数据未经审计。天保投控财务报告遵循 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则编制》。从合并范围来看，2014 年天保投控纳入合并范围的子公司共 21 家，较上年增加 1 家，为天津天保商业保理有限公司；截至 2015 年底，天保投控纳入合并范围的子公司共 22 家，较上年新增 1 家，为天保控股香港有限公司。尽管天保投控纳入合并范围的子公司数量每年均有变化，但新纳入合并范围或不再纳入合并范围的子公司规模均不大，故财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，天保投控合并资产总计 1,065.86 亿元，负债合计 718.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 347.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 316.85 亿元；2015 年，天保投控实现营业收入 72.98 亿元，净利润（含少数股东损益）20.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 19.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.31 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -20.39 亿元。

截至 2016 年 3 月底，天保投控合并资产总计为 1,061.09 亿元，负债合计 702.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 358.65 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 327.77 亿元；2016 年 1~3 月，天保投控实现营业收入 14.95 亿元，净利润（含少数股东损益）3.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.88 亿元。

资产质量

2013~2015 年，天保投控资产规模稳步增长，年均复合增长 7.75%。截至 2015 年底，天保投控资产规模总计 1,065.86 亿元，其中流动资产合计占比 38.51%，非流动资产合计占比 61.49%，资产构成以非流动资产为主。近三年，天保投控资产结构较稳定。

2013~2015 年，天保投控流动资产呈现稳步上升趋势，年均复合增长 8.45%。截至 2015 年底，天保投控流动资产合计 410.44 亿元，较上年底基本持平；截至 2015 年底，天保投控流动资产中以货币资金（占 25.89%）、其他应收款（占 26.30%）、存货（占 32.32%）和其他流动资产（占 5.14%）为主。

2013~2015 年，天保投控货币资金余额波动增长，年均复合增长 4.55%。截至 2014 年底，天保投控货币资金 129.59 亿元，较年初增长 33.29%，主要系天保投控发行债券募集资金到账所致；截至 2015 年底，天保投控货币资金 106.27 亿元，较上年底下降 17.99%；截至 2015 年底，天保投控货币资金以银行存款为主，占 96.15%，货币资金中使用受限制的存款金额为 5.45 亿元，占货币资金总额的 5.13%，天保投控现金类资产较为充足。

2013~2015 年，天保投控其他应收款逐年增长，年均复合增长 13.75%。截至 2015 年底，天保投控其他应收款合计 107.94 亿元，主要为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。从账龄结构来看，3 个月以内的占比 65.73%，3 个月~1 年的占比 6.46%，1~2 年的占比 1.64%，3 年以上的占比 26.17%。天保投控其他应收款中应收天津保税区财政局补贴款占 90.69%、天津港保税区建设服务总公司往来款占比 3.51%、天津市滨海新区财务管理中心占比 1.74%、天津市东丽区土地整理中心往来款占 0.80%、天津港保税区管委会占 0.69%。截至 2015 年底，天保投控其他应收款计提的坏账准备 7.21 亿元。整体看，天保投控其他应收款账龄较长，计提坏账的规模较大，对天保投控资产流动性产生一定影响，但应收款方均为政府，应收款不可回收风险较小。

2013~2015 年，天保投控存货账面价值分别为 132.37 亿元、123.50 亿元、132.65 亿元，整体有所波动。截至 2015 年底，天保投控存货账面价值较上年底增长 7.41%，主要系房地产开发成本增长所致；截至 2015 年底，天保投控的存货主要由开发成本（占 85.57%）、开发产品（占 10.83%）和库存商品（占 3.29%）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 2015 年底，天保投控共计提存货跌价准备 85.33 万元。其中，天保投控受限的存货有：孙公司天津空港国际汽车园发展有限公司以车辆合格证以及车辆进出口证明书质押借款 0.26 亿元；孙公司天津天保置业有限公司以滨海航空产业区 12.76 平方公里土地整理项目可出让土地的储备开发成本（含未来出让收入及相应收益权）作为质押物，取得中长期贷款 45 亿元。

2013~2015年，天保投控其他流动资产，年均复合增长105.74%。截至2015年底，天保投控其他流动资产21.12亿元，较上年底增长157.26%，主要系应收保理款大幅增长所致。

2013~2015年，天保投控非流动资产规模逐年稳步增长，年均复合增长7.32%。截至2015年底，天保投控非流动资产655.42亿元，较年初增长10.53%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和在建工程增长所致。天保投控非流动资产主要包括可供出售金融资产（占8.76%）、持有至到期投资（占7.48%）、长期应收款（占8.92%）、长期股权投资（占13.04%）、在建工程（占37.33%）和无形资产（占14.96%）。

2013~2015年，天保投控可供出售金融资产大幅增长，分别为3.68亿元、22.43亿元、57.39亿元，年均复合增长294.87%。2014年天保投控可供出售金融资产较2013年大幅增长509.27%，主要系由于天保投控根据新会计准则对相关科目进行调整所致。截至2015年底，天保投控可供出售金融资产较2014年增长155.91%，主要系天保投控新增了对天津北方国际信托投资股份有限公司、天津滨海新区投资控股有限公司等公司的股权投资所致。

2013~2015年，天保投控持有至到期投资年均复合下降13.32%，三年分别为65.23亿元、49.60亿元、49.01亿元。2014年天保投控持有至到期投资较2013年下降23.97%，主要系天保投控所持有的委托贷款、委托理财产品和信托产品下降所致。截至2015年底，天保投控持有至到期投资较年初小幅下降1.18%，主要系委托理财产品和理财产品减少所致。

2013~2015年，天保投控长期应收款快速增长，年均复合增长26.92%。截至2015年底，天保投控长期应收款58.44亿元，较上年底增长28.43%，主要系由于天保投控承担天津空港物流加工区（一期）项目后续的运营管养工作，天津保税区管委会每年按照此项目投资额的1%向天保投控支付运营管养等财政补贴，由天津港保税区财政局具体实施资金的划拨，形成的财政补贴计入长期应收款科目所致。

2013~2015年，天保投控长期股权投资波动增长2.05%，三年分别为82.08亿元、78.56亿元和85.48亿元。截至2015年底，天保投控长期股权投资较年初增长8.81%，主要系天保投控增加对联营企业的投资金额所致。天保投控长期股权投资全部为对联营企业的投资，被投资企业包括天津银行股份有限公司、中航直升机有限责任公司等，企业经营良好，其中天津银行2015年现金分红1.40亿元。

2013~2015年，天保投控在建工程逐年小幅增长，年均复合增长3.76%。截至2015年底，天保投控在建工程244.68亿元，较年初增长4.62%。天保投控在建工程主要是建设办代建项目及空客A320项目的委托建设项目。天保投控未对在建工程计提减值准备。

2013~2015年，天保投控无形资产在波动中小幅下降，三年分别为98.25亿元、97.69亿元和98.06亿元。截至2015年底，天保投控无形资产98.06亿元，较年初小幅上升0.37%，主要系土地使用权金额增加所致。

截至2016年3月底，天保投控资产总计1,061.09亿元，较年初小幅下降0.45%，其中流动资产较2015年底下降6.18%，非流动资产较2015年底增长3.14%。资产构成中，流动资产占比36.29%，非流动资产占比63.71%，天保投控资产仍以非流动资产为主。

总体看，随着天保投控业务规模扩大，近三年资产规模平稳增长，整体规模较大；货币资金较充裕；在建工程、存货和无形资产占比仍较高，该部分资产流动性一般；应收账款、长期应收款增长幅度较大。整体看，天保投控资产规模较大且资产流动性一般，同时需要关注天保投控对账款的回收情况。

负债与所有者权益

2013~2015年，天保投控负债规模逐年上升，年均增长6.75%。截至2015年底，天保投控负债合计718.80亿元，较上年底增长了5.40%，主要系由于长期借款和长期应付款的增加所致。负债结构方面，流动负债占比22.73%，非流动负债占比77.27%，以非流动负债为主。

2013~2015年，天保投控流动负债分别为163.29亿元、207.18亿元和163.37亿元。截至2015年底，天保投控流动负债较年初下降21.15%，主要系由于短期借款及应付票据下降幅度较大所致。流动负债主要由短期借款（占比54.91%）、应付账款（占比10.42%）、预收款项（占比9.90%）、其他应付款（占比8.69%）和一年到期的非流动负债（占比9.46%）构成。

2013~2015年，天保投控短期借款分别为97.15亿元、139.10亿元和89.71亿元。截至2015年底，天保投控短期借款较年初下降35.51%，主要系天保投控偿还部分已到期的信用借款、保证借款、质押借款所致。短期借款构成中，信用借款占比55.74%，保证借款占比43.39%，抵押借款占比0.59%，质押借款占比0.29%。

2013~2015年，天保投控的应付账款呈波动下降趋势，三年分别为26.09亿元、15.09亿元和17.03亿元。截至2015年底，天保投控应付账款为17.03亿元，较年初增长12.87%，主要系应付工程款的增长所致。从账龄来看，1年以内的占72.57%，1~2年的占21.54%，2~3年的占1.82%，3年以上的占4.07%。从集中度来看，前5名应付账款单位占比达22.95%，集中度一般。

2013~2015年，天保投控预收款项分别为15.24亿元、15.21亿元和16.17亿元，呈波动上涨趋势。截至2015年底，天保投控预收款项较上年底增长6.30%；从账龄来看，1年以内的预收账款占比88.82%，1~2年占比8.54%，2~3年占比1.44%，3年以上占比1.20%。从集中度来看，预收账款金额前5名单位占总额28.94%，集中度一般。

2013~2015年，天保投控其他应付款分别为6.86亿元、11.69亿元和14.20亿元，年均复合增长率为43.87%。截至2015年底，天保投控其他应付款较年初增长21.51%，主要系应付天津临港投资控股有限公司的意向金和天津空港经济区土地局的土地补偿款增加所致。从账龄来看，1年以内的占49.51%，1~2年的占23.95%，2~3年的占1.73%，3年以上的占24.81%。从集中度来看，前5名单位占总金额60.66%，集中度较高。

随着天保投控融资规模不断扩大，天保投控到期的债务不断增多；2013~2015年，天保投控一年内到期的非流动负债分别为6.78亿元、14.16亿元、15.46亿元，呈现逐年上涨态势，年复合增长率为51.03%。截至2015年底，天保投控一年内到期的非流动负债较年初增长9.14%，主要系长期借款一年内到期结转所致。

非流动负债

2013~2015年，天保投控非流动负债规模逐年上升，年均复合增长9.00%。截至2015年底，天保投控非流动负债总额为555.43亿元，较年初增长16.99%，主要系长期借款及长期应付款的增加所致。天保投控非流动负债主要由长期借款（占比41.99%）和应付债券（占比52.78%）构成。

2013~2015年，天保投控长期借款逐年增长，年均复合增长18.28%，增长幅度较大。截至2015年底，天保投控长期借款为233.25亿元，较年初增长35.20%，主要系天保投控项目建设需求资金较多所致。长期借款中信用借款占比53.13%，抵押借款占比2.99%，保证借款占比30.99%，质押借款占比12.89%。截至2015年底，长期借款于2017年、2018年、2019年以及以后到期的112.15亿元、68.28亿元和52.82亿元，天保投控2017年到期的长期借款规模较大，面临一定的集中偿付压力。

2013~2015年，天保投控应付债券余额分别为292.27亿元、292.23亿元、293.13亿元，近三

年基本保持平稳。截至 2015 年底，天保投控应付债券较年初略有增加。天保投控 2016 年需还本付息的债券余额为 70 亿元，未来刚性兑付的债务规模较大，面临一定的偿债压力。

截至 2015 年底，天保投控债务总额为 635.64 亿元，较年初增长 1.68%。从债务结构来看，以长期债务为主，2015 年末，天保投控的长期债务为 526.38 亿元，占全部债务的 82.81%；从债务指标来看，天保投控 2015 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 67.44%、64.68%、60.27%。

截至 2016 年 3 月底，天保投控负债总额为 702.44 亿元，较年初下降 2.28%，主要系由于流动负债中应付账款及预收账款下降所致。负债结构依然以非流动负债为主，其中流动负债占比 20.65%，非流动负债占比 79.35%，非流动负债占比较年初上升了 2.69 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，天保投控债务总额为 655.21 亿元，其中长期债务为 549.20 亿元，短期债务为 106.01 亿元；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 66.20%、64.42%和 60.49%，天保投控分别于 2015 年 5 月 5 日和 2016 年 3 月 29 日发行了永续中票，合计 40.00 亿元，计入天保投控“所有者权益—其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质和特点，因其存在偿付的可能，若将其认定为长期债务，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 69.97%、68.57%和 64.90%，均高于剔除前的测算值。

总体看，天保投控债务以长期债务和应付债券为主；债务规模扩张较为迅速，导致债务负担略有加重，未来将面临一定的刚性兑付压力。

所有者权益

2013~2015 年，天保投控所有者权益稳定增长，年均复合增长 9.92%。截至 2015 年底，天保投控所有者权益合计 347.06 亿元，较年初增长 9.34%，主要系天保投控实收资本增长以及于 2015 年新增发行 20 亿元永续票据²所致。2015 年 11 月，根据天保投控股东保税区国资出具的股东会决定，保税区国资以货币形式增资 8.50 亿元，天保投控注册资本增至人民币 183.21 亿元。天保投控所有者权益中归属于母公司的所有者权益合计 316.85 亿元，占比为 91.30%，较年初增长 0.80 个百分点。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 57.82%，资本公积占 33.78%，其他权益工具占 6.31%，盈余公积占 1.72%，未分配利润占 0.02%。其中，其他权益工具为天保投控于 2015 年 5 月 5 日发行的 20 亿元永续债券，尽管永续债券的提前偿付将会减少天保投控权益以及营运资金，但由于该债券所涉金额较少，预计对整体权益影响有限。

截至 2016 年 3 月底，天保投控所有者权益合计 358.65 亿元，较年初增长 3.34%，主要系天保投控于 2016 年 3 月 29 日新增发行 20 亿元永续票据³所致；其中，归属于母公司的所有者权益合计 327.77 亿元，实收资本占 55.90%，资本公积占 32.66%，其他权益工具占 12.20%，盈余公积占 1.72%，未分配利润占 0.02%。

总体来看，天保投控所有者权益中有一定数量永续票据；但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较高。

盈利能力

近三年，天保投控营业收入有所波动，但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，可获得政府大量持续的财政补贴，近三年天保投控净利润增长较快。2013~2015 年，天保投控营业收入波动下降，年均复合

² 永续票据：债券简称“15 津保税 MTN001”，该票据于 2015 年 5 月 5 日上市发行，由天保投控确定是否赎回，并在公司依据发行条款的约定赎回之前长期存续，若天保投控依据发行条款约定赎回时则到期，发行利率为 6.00%。

³ 永续票据：债券简称“16 津保税 MTN001”，该票据于 2016 年 3 月 29 日上市发行，由天保投控确定是否赎回，并在公司依据发行条款的约定赎回之前长期存续，若天保投控依据发行条款约定赎回时则到期，发行利率为 4.04%。

下降 3.88%，2014 年天保投控实现营业收入 91.04 亿元，同比增长 15.27%，主要系物流业务贸易量增长所致；2015 年天保投控实现营业收入 72.98 亿元，较上年大幅下降 19.84%，主要系钢铁、煤炭等周期性较强的传统业务贸易量下降所致。2015 年天保投控实现净利润 20.90 亿元，较上年大幅增长 117.51%，主要系天保投控于当年所获营业外收入与投资收益大幅增长所致。2015 年天保投控营业利润率为 17.21%，较上年上升 3.49 个百分点。

从期间费用来看，2013~2015 年，天保投控的期间费用持续增长，年均复合增长 14.64%。2015 年，天保投控的期间费用为 21.56 亿元，销售费用、管理费用、财务费用的占比分别为 8.66%、19.21%、72.13%，财务费用占比较高，与天保投控对外融资规模较大有关。2013~2015 年，天保投控费用收入比波动增长，三年分别为 20.77%、19.32% 和 29.54%，2015 年天保投控费用收入比大幅上升主要系物流收入下降较多的同时天保投控财务费用大幅增长所致；天保投控费用控制能力有待提高。

近三年，投资收益与营业外净收入是天保投控利润的主要来源。2013~2015 年，天保投控分别实现投资收益 6.46 亿元、11.08 亿元和 17.97 亿元，其中，2015 年天保投控投资收益较上年大幅增长 62.18%，主要系随着天津银行等被投资企业盈利能力增强且天保投控于 2015 年处置了价值 6.82 亿元的天津渤海租赁有限公司股票所致；同期，天保投控营业外收入分别为 13.07 亿元、15.36 亿元和 23.47 亿元，营业外收入占利润总额的比为 107.25%、116.73% 和 94.75%，营业外收入对天保投控利润的实现有较大影响，但考虑到天保投控营业外收入主要为补贴收入，系天保投控获得的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。

受天保投控于 2015 年收到较大规模政府补贴影响，天保投控各有关经营指标于 2015 年均有所增长。2015 年天保投控总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.86%、3.97% 和 6.29%，分别较上年增长 1.43、1.32 和 3.11 个百分点。

2016 年 1~3 月，天保投控实现营业收入 14.95 亿元，较上年同期下降 3.98%；实现净利润 3.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 3.13 亿元。

总体看，近三年来天保投控盈利规模呈较快增长趋势；但天保投控盈利能力受投资收益与营业外收入影响较大；天保投控费用控制能力有待提高。

现金流

从经营活动来看，2013~2015 年，天保投控经营活动所产生的现金流量净额分别为 -30.07 亿元、6.72 亿元和 20.31 亿元，流量净额呈持续增长趋势。经营活动现金流入方面，近三年，天保投控销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，三年分别为 89.25 亿元、102.46 亿元和 97.00 亿元；天保投控收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴、暂收款、利息收入及委托放款业务收到的款项，近三年分别为 77.61 亿元、59.49 亿元和 198.34 亿元，分别占同期经营活动现金流入的比例为 46.02%、36.11% 和 66.64%，2015 年同比大幅增长主要系委托放款业务增长所致。经营活动现金流出方面，天保投控支付其他与经营活动有关的现金规模较大，近三年分别为 80.57 亿元、42.57 亿元和 182.03 亿元，分别占同期经营活动现金流出的比例为 40.54%、26.93% 和 65.63%。近三年，天保投控现金收入比分别为 112.99%、112.54% 和 132.92%，天保投控的收入实现质量较好。

从投资活动来看，由于近年来天保投控对空港经济区和空客 A320 等重大项目的集中投入所致，天保投控投资活动产生的现金流量净额呈净流出状态，分别为 -61.35 亿元、-7.73 亿元和 -37.75 亿元。2014 年投资活动现金净流出规模较小主要系 2014 年天保投控对天保运业和天保旅游撤资，投资现金流入增长所致；2015 年投资活动继续保持较大规模流出。

筹资活动主要系天保投控取得借款、偿还借款及利息、发行债券，2013~2015年，筹资活动产生的现金流量净额分别为83.74亿元、30.12亿元和-3.34亿元。2015年天保投控筹资活动现金流转为净流出，主要系天保投控加大偿还债务力度所致。

2016年1~3月，天保投控经营活动产生的现金流表现为净流入，净流入规模为2.99亿元；同期，天保投控减少了投资活动，投资活动产生的现金流量净额为2.83亿元；由于天保投控加大了债务偿还力度，使得筹资活动产生的现金净流出1.00亿元。

总体看，近年来天保投控经营活动现金流量净额呈持续增长趋势；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，2013~2015年，天保投控流动比率分别为2.14倍、1.96倍和2.51倍，呈波动增长态势。2015年天保投控流动比率较上年有所增长，主要系流动负债大幅减少所致。2013~2015年，天保投控的速动比率逐年上升，分别为1.33倍、1.37倍和1.70倍。2013~2015年，天保投控现金短期债务比为0.94倍、0.81倍和0.97倍，现金对短期债务的保障程度尚可。2015年由于经营活动现金流表现为大幅净流入，使得经营现金流动负债比由2014年的3.24%大幅增长至12.43%，但对流动负债的保障程度依然较弱。截至2016年3月底，天保投控流动比率和速动比率2.65倍和1.76倍，较年初有所增加。总体上看，天保投控短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015年天保投控EBITDA为44.18亿元，同比增长54.94%，主要系利润总额增长所致。天保投控EBITDA主要由利润总额（占56.08%）和计入财务费用的利息支出（占36.74%）构成。同期，EBITDA利息倍数为1.22倍，EBITDA全部债务比为0.07倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般，长期偿债能力一般。

截至2016年3月底，天保投控无对外担保。

截至2016年3月底，天保投控合计取得各银行综合授信额度876.63亿元，其中尚未使用的银行授信额度有214.30亿元。天保投控间接融资渠道畅通。

根据天保投控提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为：G10120116022629205），截至2016年6月15日，天保投控无未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

考虑到天保投控作为保税区内从事基础设施建设的主体，保税区政府对其支持力度很大。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2016年3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1.51%和所有者权益总额的4.46%，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

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，经营较为稳健，财务杠杆处于较低的水平，偿债压力较小。同时，联合

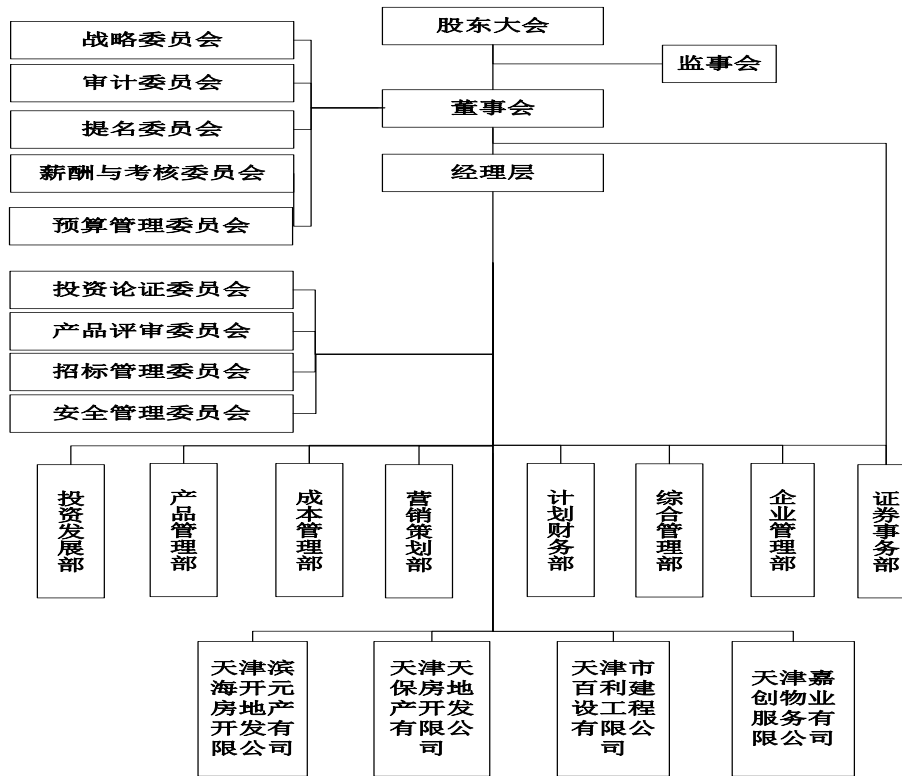
评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及公司项目分布较为集中等对公司经营造成的不确定性。

公司拟收购天津中天航空工业投资有限责任公司 60%的股权和天津航空产业开发有限公司 49.23%股权。若收购顺利完成，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 天津天保基建股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	52.91	51.33	66.16	62.11
所有者权益 (亿元)	26.05	42.52	44.08	44.87
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.03	0.03
长期债务 (亿元)	2.00	0.00	7.97	7.97
全部债务 (亿元)	2.00	0.00	8.00	8.00
营业收入 (亿元)	8.72	15.80	13.06	5.25
净利润 (亿元)	1.67	2.65	1.87	0.79
EBITDA (亿元)	2.45	3.84	2.89	1.07
经营性净现金流 (亿元)	2.31	3.48	6.14	-0.93
应收账款周转次数(次)	694.34	887.77	408.44	91.70
存货周转次数 (次)	0.16	0.33	0.33	0.15
总资产周转次数 (次)	0.18	0.30	0.22	0.08
现金收入比率 (%)	170.71	66.47	120.45	29.95
总资本收益率 (%)	6.45	7.56	4.30	1.51
总资产报酬率 (%)	4.54	6.86	4.45	1.67
净资产收益率 (%)	6.61	7.73	4.32	1.78
营业利润率 (%)	28.38	24.66	22.23	20.13
费用收入比 (%)	7.24	3.17	3.53	2.49
资产负债率 (%)	50.77	17.16	33.38	27.76
全部债务资本化比率 (%)	7.13	0.00	15.35	15.13
长期债务资本化比率 (%)	7.13	0.00	15.32	15.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	111.63	269.22	17.43	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.23	--	0.36	--
流动比率 (倍)	1.74	4.78	4.04	5.63
速动比率 (倍)	0.39	1.71	2.14	3.07
现金短期债务比 (倍)	--	--	1,020.53	1,028.11
经营现金流流动负债比率 (%)	9.31	39.58	43.77	-10.14
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.48	0.36	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 天津保税区投资控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	918.06	999.38	1,065.86	1,061.09
所有者权益 (亿元)	287.24	317.41	347.06	358.65
短期债务 (亿元)	109.21	160.38	109.26	106.01
长期债务 (亿元)	459.00	466.09	526.38	549.36
全部债务 (亿元)	568.21	626.47	635.64	655.37
营业收入 (亿元)	78.99	91.04	72.98	14.95
净利润 (亿元)	9.44	9.62	20.90	3.81
EBITDA (亿元)	26.14	28.51	44.18	--
经营性净现金流 (亿元)	-30.07	6.72	20.31	2.99
应收账款周转次数(次)	8.49	8.47	5.34	0.86
存货周转次数 (次)	0.51	0.59	0.45	0.09
总资产周转次数 (次)	0.09	0.09	0.07	0.01
现金收入比率 (%)	112.99	112.54	132.92	137.79
总资本收益率 (%)	2.61	2.43	3.86	--
总资产报酬率 (%)	2.72	2.65	3.97	--
净资产收益率 (%)	3.38	3.18	6.29	1.08
营业利润率 (%)	12.28	13.72	17.21	17.36
费用收入比 (%)	20.77	19.32	29.54	26.44
资产负债率 (%)	68.71	68.24	67.44	66.20
全部债务资本化比率 (%)	66.42	66.37	64.68	64.63
长期债务资本化比率 (%)	61.51	59.49	60.27	60.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	2.20	1.22	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.05	0.07	--
流动比率 (倍)	2.14	1.96	2.51	2.65
速动比率 (倍)	1.33	1.37	1.70	1.76
现金短期债务比 (倍)	0.94	0.81	0.97	1.06
经营现金流动负债比率 (%)	-18.41	3.24	12.43	2.06

注：担保方 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 天津天保基建股份有限公司 2016 年公司债券（第一期） 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（期）债券存续期内，在每年天津天保基建股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）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相关状况，如发现天津天保基建股份有限公司或本次（期）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（期）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，可宣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。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送天津天保基建股份有限公司、监管部门等。

