

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】765 号

大公国际资信评估有限公司通过对天津市房地产发展（集团）股份有限公司及“13 天房债”的信用状况进行跟踪评级，确定天津市房地产发展（集团）股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定，“13 天房债”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年八月三日



天津市房地产发展（集团）股份有限公司 主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】765 号

主体信用

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
13 天房债	12	7 (5+2)	AA+	AA+

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	260.76	243.91	187.80	176.04
所有者权益	56.40	56.03	59.42	55.84
营业收入	5.92	38.02	31.81	17.49
利润总额	0.71	3.00	4.31	2.44
经营性净现金流	-0.61	-36.06	-32.36	-15.01
资产负债率 (%)	78.37	77.03	68.36	68.28
债务资本比率 (%)	75.51	73.94	58.87	55.47
毛利率 (%)	39.13	24.59	33.20	37.93
总资产报酬率 (%)	0.66	1.95	3.15	2.01
净资产收益率 (%)	0.66	3.25	5.17	3.20
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.18	-3.30	-1.92	-2.69
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.31	-22.80	-26.04	-15.61

注：2013 年末资产负债表数据采用 2014 年审计报告中追溯调整的 2014 年年初数据；2016 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：潘誉彬
评级小组成员：韩光明
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

天津市房地产发展（集团）股份有限公司（以下简称“天房发展”或“公司”）主要从事房地产开发业务。评级结果反映了公司仍是天津市主要的房地产开发企业之一，外埠土地储备占比大幅提高等有利因素；同时也反映了公司项目业态仍较单一，有息债务增加较快以及经营性现金流流出额继续增加等不利因素。天津房地产集团有限公司（以下简称“天房集团”）为“13 天房债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

综合分析，大公报对公司“13 天房债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

有利因素

- 天津市区域经济发展较为平稳，为市内房地产业发展创造了良好的外部环境，2015 年以来，随着政府从供应端、需求端以及开发企业端对房地产行业政策的放宽，商品房交易显著回暖；
- 公司仍是天津市主要的房地产开发企业之一，在天津本地获取土地和项目的能力较强，2015 年公司外埠土地储备占比大幅提高，有利于扩大未来经营规模和市场容量；
- 由天房集团为“13 天房债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

不利因素

- 公司项目主要以商品房为主，业态形式较为单一，且项目全部位于天津区域，具有一定的区域集中风险；
- 2015 年以来，由于资金需求较大，资产负债率大幅上升，有息债务大幅增加；
- 2015 年，受预收款项大幅减少及购建存货支出较大的影响，公司经营性现金流流出额继续增加；
- 天房集团及下属子公司存续期债券余额仍较高，存在一定集中兑付压力。



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的天津市房地产发展（集团）股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

公司前身为天津市政府住宅统一建设办公室，后改建为天津市建设开发公司（以下简称“天建开发”）；1988 年在天建开发基础上组建了天津市房地产开发经营集团，后经天津市经济体制改革委员会津体委字【1992】33 号文批准整体改制，并经中国人民银行天津市分行津银金【1992】479 号文批准，发行募集法人股和内部职工股，以定向募集方式成立天房发展。1998 年 3 月 18 日，经中共天津市委、天津市人民政府津党【1998】9 号文批准，同意设立天津市房地产开发经营集团有限公司从事相应的国有资产管理。根据中国证券监督管理委员会证监发行字【2001】50 号《关于核准天津市房地产发展（集团）股份有限公司公开发行股票的通知》，天房发展于上海证券交易所上市（股票名称：天房发展；股票代码：600322），其控股股东为天津市房地产开发经营集团有限公司。

2014 年，公司原控股股东天津市房地产开发经营集团有限公司按照天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）《市国资委关于组建天津房地产集团有限公司的通知》（津国资企改【2014】134 号）文件要求，对天津市房地产开发经营集团有限公司与天津市房地产信托集团有限公司进行整合重组，并于 2014 年 6 月 25 日正式更名为天津房地产集团有限公司，注册资本增至 20 亿元。上述整合重组及名称变更不涉及公司实际控制人、控股股东持有权益发生变化。

截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 110,570 万元，天房集团持有公司 25.11% 股份，仍为公司第一大股东，公司实际控制人仍为天津市国资委。公司以房地产开发为主业，是国家二级企业、房地产开发一级企业，也是天津市主要的房地产开发企业之一。截至 2016 年 3 月末，公司共有控股子公司 17 家。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况				
债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
13 天房债	12 亿元	2014.04.25~ 2021.04.25	7 亿元用于新景园保障性住房项目，其余用于偿还金融机构借款	截至 2016 年 3 月末，保障性住房项目已使用 6.46 亿元，其余均已按照募集资金用途使用

资料来源：根据公司提供资料整理



宏观经济和政策环境

2015 年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力

2015 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2015 年，我国实现国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.4 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2016 年上半年，我国实现国内生产总值 340,637 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 22,097 亿元，比上年增长 3.1%；第二产业增加值 134,250 亿元，比上年增长 6.1%；第三产业增加值 184,290 亿元，比上年增长 7.5%，占国内生产总值的比重为 54.1%，比上年提高 1.6 个百分点，高于第二产业 14.7 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2016 年 6 月，中国制造业 PMI 终值为 50.0%，比上月下降 0.1 个百分点，位于临界点，制造业处于平稳区间。总的来看，2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2015 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济预期的预期，普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016 年 6 月 24 日，英国经过公投脱离欧盟，受此直接影响，英镑及欧元汇率大幅走低，短期内英国及欧盟经济将会出现下行，美联储加息预期减弱，或将有所延迟。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发



展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2015年12月，中央财经领导小组在中央经济工作会议中，强调推进供给侧结构性改革，做好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”工作，积极稳妥化解产能过剩，扩大有效供给。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

城镇化建设是我国房地产发展的长期驱动力，为房地产行业提供发展空间；在宏观经济增速下滑和持续调控的背景下，国内房地产行业长期繁荣期结束，开始步入调整阶段；2015年以来，房地产调控政策思路出现重大调整，市场化和去行政化的政策陆续出台

我国城镇化建设的推进使得国内房地产行业的市场化速度逐步加快。城镇化进程促进了人口结构的转换，刺激了房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。根据政府的发展规划，我国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。2005~2013年为房地产市场持续快速发展阶段，房价上涨过快、民众住房难、市场投机等问题愈加突出，行业“过热”的迹象逐步显现。在此时期，政府开始加强对房地产市场的宏观调控，2010~2013年，房地产调控政策更趋于严厉，“国十一条”、“国十条”、“国五条”、“国八条”等政策相继出台。2014年上半年，随着国内宏观经济增速下滑及调控政策的持续，房地产市场景气度明显下降，库存问题凸显。地方政府控制土地推出节奏，新入市土地大幅下降；同时，房地产企业以去库存为主要经营目标，开发新项目意愿普遍不强，商品房新开工面积显著缩小，开发投资增速快速回落。

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。2014年，政府工作报告提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性；2015年，政府工作报告再次提出，我国房地产行业政策面将延续市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，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 年以来，我国进一步针对个人住房转让营业税、首付比例和公积金政策进行调整，更多的购房支持政策陆续出台，包括降低首付比例、进一步放松“限购”政策、调整税收政策等。购房政策的变化，短期内有效地释放了市场需求，促进了房地产市场的回暖。

表 2 2015 年以来国内房地产政策

时间	政策	主要内容
2016.02	首付比例调整	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付比例调整为不低于 20%，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，最低首付款比例调整为不低于 30%
	税收政策调整	调低个人购买住房的契税税率，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，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。个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，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。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。(各地不同)
2015.09	公积金政策调整	实施多项举措，切实提高住房公积金使用效率，全面推行异地贷款业务
	首付比例调整	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%
	首付比例调整	对拥有 1 住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由 30% 降低至 20%
2015.08	“限外令”调整	放开境外个人在中国购房的时限、数量要求，降低了外商投资房地产企业的门槛
2015.03	税收政策调整	个人住房转让营业税免征年限由 5 年恢复至 2 年
	“3.30”新政	使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为 20%；拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为 30%。拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的，再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%

资料来源：根据公开资料整理

在货币政策方面，为支持实体经济的发展，我国采用了适度宽松的货币政策，对房地产市场构成了实质性的支持。2014 年 11 月以来，央行通过下调基准利率、存款准备金率，以及 SLO 和 MLF 等流动性调节工具释放流动性。适度宽松的货币政策为市场提供了较为充足的流动性，购房者和房地产企业的资金成本有所下降，有效支持了需求的增长和投资的恢复。此外，国内债券市场的政策变化拓展了房地产企业的直接融资途径，通过多元化融资调整债务结构，房地产企业的资金成本压力在一定程度上得到了缓解。

表 3 2015 年以来我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015.10	2015.08	2015.06	2015.05	2015.02
≤1 年	4.35	4.60	4.85	5.10	5.35
(1, 5] 年	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75
> 5 年	4.90	5.15	5.40	5.65	5.90

数据来源：中国人民银行

总体而言，未来市场化和去行政化理念将进一步得到贯彻，宽松货币政策在需求和供给两个方面对房地产市场形成较强的支持。

政策的转变有效地促进了房地产市场的回暖，销售规模 and 价格逐步企稳回升，但短期内投资仍处于探底阶段

2015 年以来，国内宏观经济下行压力仍然较大，但政策宽松效果逐步显现，商品房销售主要指标有所回升。销售量方面，经过春节时期的交易低迷之后，商品房销售规模增速明显加快。2015 年，国内完成商品房销售面积 12.8 亿平方米，同比增长 6.5%；商品房销售额 87,280.8 亿元，同比增长 14.4%；价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格 288 指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数 6 月起出现小幅回升，由 2015 年 5 月的 92.4 增至 12 月的 93.3。

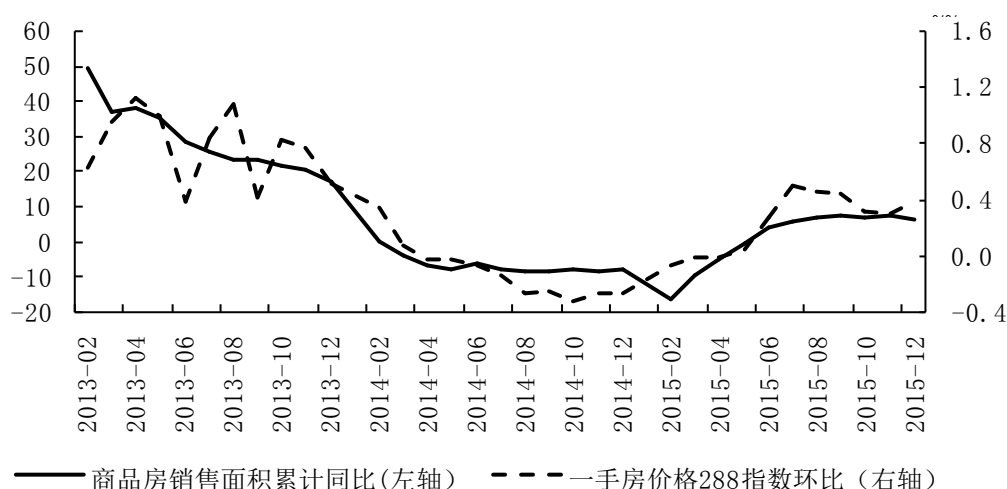


图 1 2013 年以来我国房地产市场销售及价格变化情况（单位：%）

数据来源：Wind 资讯

投资方面，房地产企业仍以库存为主要目标，开工意愿不高，2015 年，土地成交价款为 7,621.61 亿元，同比大幅下降 23.9%，新开工面积同比下降 14.0%，房地产开发投资增速继续下降至 1.0%，增速同比减少 10.9 个百分点。但在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复。在经历短期探底之后，预计房地产开发投资将温和回升。



目前来看，在房地产调控政策的陆续退出，以及宽松的货币政策支持下，国内房地产市场销售和价格方面已实现企稳回升；但目前房地产企业以去库存为主要目标，开发投资仍处于短期内探底阶段。

市场回暖使得库存压力得到一定释放，但市场分化日益明显；一、二线城市市场的向好带动了市场的回暖，但三线及以下城市库存问题仍然突出

2015 年 4 月以来，新政策使得销售规模出现明显回升，房地产市场供需两端的调整使得库存压力得到了一定释放，基本实现动态平衡，待售商品房面积环比增速均低于 1%。但由于前期基数较大，且三线及以下城市去库存较为困难，国内商品房库存仍处于高位。

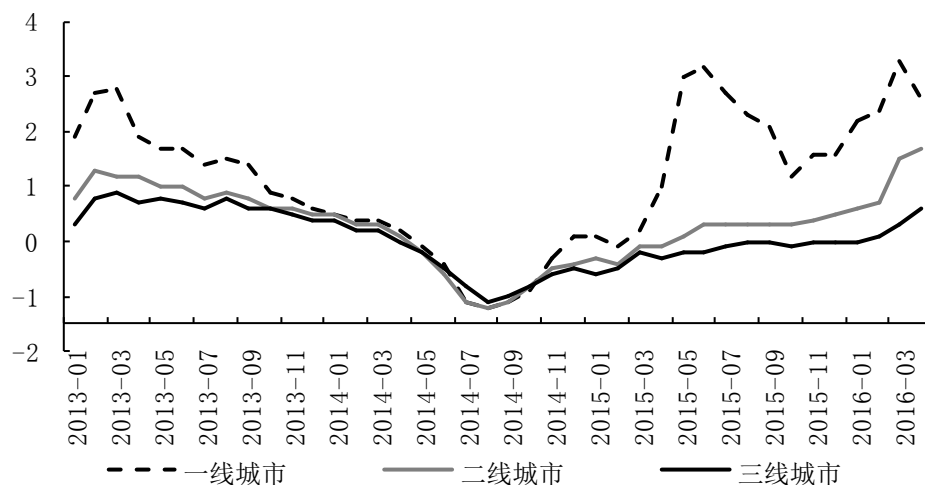


图 2 2013 年以来我国 70 个大中城市新建住宅价格指数环比情况（单位：%）

数据来源：Wind 资讯

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果不甚理想。2013 年以来，长期的调控政策使得一、二线城市商品房价格增速快速回落，而房地产支持政策的出台释放了较大的需求，一、二线城市，尤其是一线城市商品房价格快速回升。2015 年 3 月以来，一线城市商品房销售量明显增长，价格环比增速均高于 2%，随着大型房地产企业积极进入，一线房地产市场将呈现量价齐升的态势；二线城市价格小幅上升，库存压力亦得到有效释放；而三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，仍面临较大的去库存压力。根据易居研究院发布数据，截至 2015 年末，国内一、二、三线新建商品住宅库存总量分别为 3,396 万、18,444 万和 4,250 万平方米，环比增幅分别为-4.6%、-0.5%和-0.2%，其中，一线城市在 10~12 月份则出现环比和同比双下滑的态势。同期，国内一、二、三线城市新建商品住宅存销比分别为 8.8 个月、11.6 个月和 19.0 个月，一线城市已经连续 12 个月存销比低于 12 个月，已出现库存不足的情况；二线城市存销比也连续 2 个月低于 12 个月。相比来看，三线城市的存销比较高，超过两年的水平，库存压力相对较大。



因此，本轮房地产市场的回暖主要缘于一、二线城市的拉动，区域房地产市场分化更为显著；一、二线城市市场逐步向好，而三线及以下城市的高库存问题仍然较为严峻。

天津市区域经济发展较为平稳，为市内房地产业发展创造了良好的外部环境；2015 年以来，随着政府从供应端、需求端以及开发企业端对房地产行业政策的放宽，商品房交易显著回暖

天津市是我国四个直辖市之一，是北方经济中心，其中滨海新区为全国综合配套改革试验区之一。2015 年及 2016 年 1~6 月，天津市地区生产总值分别达到 1.65 万亿元和 8,500.91 亿元，同比分别增长 9.30%和 9.20%；2015 年及 2016 年 1~6 月，天津市全社会固定资产投资分别完成 1.31 万亿元和 7,701.06 亿元，分别同比增长 12.10%和 12.09%。2015 年以来，天津市区域经济社会平稳较快发展，有利于区域内工商企业的经营。

2015 年以来，随着政府从供应端、需求端以及开发企业端对房地产行业政策的放宽，央行连续五次降息且降首付、提额度、降税负等一系列政策出台，天津市政府亦出台相应刺激政策，天津市房地产市场受到政策利好刺激呈现规模性爆发。从房地产供给端看，2015 年及 2016 年 1~6 月，天津市房地产开发投资额分别为 1,871.55 亿元和 1,202.33 亿元，同比分别增长 10.10%和 15.60%。从成交量上看，2015 年天津市全市共成交商品住宅 123,453 套，同比增长近 35%；成交面积 1,354.13 万平方米，同比增长 41%；全市成交均价 11,543 元/平方米，涨幅达 9.4%。2016 年 1~4 月，天津市商品住宅成交面积为 733.06 万平方米，同比增长 163.89%；2016 年 4 月，全市成交均价为 12,733 元/平方米，同比上涨 16.99%。随着信贷政策的逐步放宽，购房者入市门槛的降低，无论是新房还是二手房销售，改善型需求均较快增加。从户型面积方面来看，90 平方米以下住宅成交套数占比大幅下降，降幅达 10.1%，而 90 至 120 平方米住宅占比提升，上升 3%。从天津市四大区域商品住宅成交价格看，由于中心城区土地稀缺、供地较少，不仅是房地产开发商争相竞逐，购房者也是趋之若鹜。2015 年全年市内六区商品住宅量价齐升，成交面积涨幅高达 89.7%，全年均价达 22,585 元/平方米；环城四区、滨海新区和远郊区县全年均价分别为 10,661 元/平方米、9,757 元/平方米和 7,630 元/平方米，同比增幅分别为 8.19%、0.68%和 6.50%，综合来看，全市成交价格上涨主要源于中心城区的价格支撑。

未来 1~2 年，天津市房地产市场将呈现结构嬗变。中心城区由于土地供给较少，将呈现成交面积趋缓、价格快速上涨的状态，其他区域在改善型需求刺激以及“京津冀一体化”和天津自贸区设立等利好政策的指引下，将呈现出成交面积和价格双升的局面。

经营与竞争

公司仍以房地产开发经营为主营业务，是天津市主要的房地产开发企业之一；2015 年公司多个项目达到结转收入条件，营业收入继续增长，但综合毛利率同比大幅下降

公司仍主要从事房地产开发经营业务，是天津市主要的房地产开发企业之一。2015 年以来公司新科园、新景园、新盈庄园等项目达到结转收入条件，故房地产开发经营收入同比有所增加。2015 年，公司实现营业收入 38.02 亿元，同比增长 19.53%；当期毛利润为 9.35 亿元，同比下降 11.46%。由于当期结转收入中以普通商品房及限价商品房为主，且公司 2015 年营业成本同比增幅较大，故综合毛利率大幅下降，降幅为 8.61 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.92 亿元，同比增加 48.67%，主要是公司房地产项目销售加快所致；毛利润为 2.32 亿元，同比增加 20.21%；综合毛利率为 39.13%，同比减少 9.39 个百分点，主要是与 2015 年同期相比公司结转收入的项目以普通商品房和限价房项目为主，项目单价较低，故综合毛利率同比下降。

表 4 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）								
项目	2016 年 1~3 月 ¹		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	5.92	100.00	38.02	100.00	31.81	100.00	17.49	100.00
房地产开发经营	-	-	36.70	96.53	30.44	95.68	15.14	86.54
其他	-	-	1.32	3.47	1.37	4.32	2.35	13.46
毛利润合计	2.32	100.00	9.35	100.00	10.56	100.00	6.64	100.00
房地产开发经营	-	-	9.05	96.79	10.11	95.64	6.14	92.54
其他	-	-	0.30	3.21	0.45	4.36	0.50	7.46
综合毛利率	39.13		24.59		33.20		37.93	
房地产开发经营	-		24.66		33.23		40.55	
其他 ²	-		22.73		32.52		21.02	

数据来源：根据公司提供的资料整理

综合来看，2015 年公司多个项目达到结转收入条件，营业收入继续增长，但由于当期结转收入中以新科园等普通商品房为主，且营业成本增加较多，公司综合毛利率同比大幅下降。

¹ 公司未提供 2016 年 1~3 月营业收入构成资料

² 其他业务包括建筑材料销售、物业出租及管理。



2015 年以来，公司加大土地储备力度，所获地块全部位于天津及江苏区域，并且外埠土地储备占比大幅提高；公司通过提升项目分散程度，有效降低区域波动风险，并扩大未来经营规模和市场容量

公司土地储备主要围绕开发项目进行，相对于开发进度土地储备较为充裕。公司一般在已开发项目进入销售尾盘时期，再进行下一轮土地储备，有效避免运营资金大量占用和土地溢价产生的销售定价压力。2015 年以来，随着已开发项目的竣工，为了确保公司土地储备的充足，公司加大了土地储备力度，2015 年及 2016 年一季度公司新增项目储备分别为 26.28 万平方米及 26.20 万平方米。

截至 2016 年 3 月末，公司土地储备主要分布在天津市及苏州市区域，其中天津市城区及环城四区建筑面积合计为 37.58 万平方米、苏州市姑苏区及高新区合计为 14.90 万平方米。随着 2015 年以来公司在苏州区域持续获取土地，公司项目区域的分散程度显著提升，2016 年 3 月末公司外埠土地储备占比为 28.39%，同比增加 23.79 个百分点。公司一方面立足于本地，对地块和项目的熟悉程度较高，以各区人口居住的密集区域为主要目标，用地类型主推商品房和中小学、幼儿园综合开发项目，自身形成了以住宅为主的生活圈，提升了项目开发潜质，加之可以与控股股东天房集团的土地整理业务形成较好的互补。同时，公司通过加大外埠区域的项目开发，有效降低区域波动风险，并扩大未来经营规模和市场容量。整体上看，公司项目的经营风险较小。

表 5 截至 2016 年 3 月末公司获取的土地储备情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目类型	建筑面积	计划投资	所占权益	获取时间	地址
盛雅佳苑（津北天（挂）2015-050 号项目）	商品房	11.38 万平方米	25.17	100.00	2015.05	天津市河北区
苏地 2015-G-22 号地块项目	商品房	7.76 万平方米	17.47	100.00	2015.06	苏州市高新区
苏地 2015-WG-22 号地块项目	商品房	1.08 万平方米	3.85	100.00	2015.09	苏州市姑苏区
苏地 2015-WG-23 号地块项目	商品房	1.21 万平方米	4.01	100.00	2015.09	苏州市姑苏区
苏地 2015-WG-24 号地块项目	商品房	1.93 万平方米	9.17	100.00	2015.09	苏州市姑苏区
苏地 2015-WG-25 号地块项目	商品房	2.92 万平方米	6.50	51.00	2015.09	苏州市姑苏区
津红光（挂）2015-097 号地块	商品房	26.20 平方米	-	26.00	2016.03	天津市红桥区

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2015 年以来，公司加大土地储备力度，所获地块全部处于天津市及苏州市区域，并且外埠土地储备占比大幅提高，在降低

区域波动风险的同时，进一步扩大了公司经营规模和市场容量。

2015 年，公司仍以住宅建设为主要业务，项目业态较为单一，且全部位于天津区域，具有一定的区域集中风险；同时，受原有销售体系影响，公司合同销售金额及面积均大幅下滑，随着公司对销售体系的相应整改，2016 年 1~3 月公司销售情况大幅改善。

公司仍以住宅建设为主要业务，项目业态较为单一，所开发项目主要位于天津市和苏州市。截至 2015 年末，公司房地产主要在售项目可供出售面积合计约为 87.30 万平方米。从项目区域分布来看，公司房地产在售项目均位于天津市，具有一定的区域集中风险。从项目业态来看，公司住宅类项目主要以商品房为主，主要面对具有刚性需求的购房者，同时包含部分限价房项目。截至 2016 年 3 月末，公司共有 11 个项目处于销售状态，公司销售可持续性处于较高水平。

表 6 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司房地产项目情况

项目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
平均合同销售价格（元/平方米）	18,435	17,210	12,200	11,470
合同销售金额（亿元）	14.49	21.84	30.44	28.25
合同销售面积（万平方米）	7.86	12.69	24.95	24.63
施工面积（万平方米）	176.93	247.14	272.52	250.70
新开工面积（万平方米）	-	69.41	63.36	24.70

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年，公司合同销售金额和合同销售面积分别为 21.84 亿元和 12.69 万平方米，同比分别下降 28.25%和 49.14%，主要是公司原有销售体系未能适应整体房地产市场去库存节奏加快所致。为了加快公司的项目销售进度，公司对原有销售体系进行了相应整改，一方面，公司内部重新建立与业绩直接挂钩的分配制度，推进销售管理市场化；同时，公司通过引入天津市销售代理市场占有率较高的代理公司来拓宽外部销售渠道。随着天津市房地产市场的景气度的提升以及公司销售体系的改善，公司项目的销售进度大幅加快，2016 年 1~3 月，公司合同销售金额为 14.49 亿元，同比增长 317.58%，合同销售面积为 7.86 万平方米，同比增长 253.92%。

项目业态结构方面，公司在持续开发商品房项目的同时，也在向商业地产开发等方向延伸。目前公司已竣工项目中，美域新城和天津湾项目为公司向商业金融体项目发展的重点工程。其中，美域新城项目由公司控股子公司天津市天蓟房地产开发有限责任公司承担；天津湾项目是天津市海河六大经济节点之一，集五星级酒店、甲级写字楼、城市公园、购物中心、休闲娱乐、亲水公寓六种业态模式于一体，形成都市滨水休闲商务区，项目规划分为 A、B、C、D、E 五大地块。该项目是公司与北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”）共同设立的天津海景实业有限公司（以下简称“海景实业”）负责开发建

设。

表 7 2015 年末公司项目销售情况（单位：万平方米）

项目	地区	经营业态	可供出售面积 ³	已预售面积
天房美域二期凌口项目	天津市	商品房与限价房	1.78	1.01
天欣锦园、天欣颐园	天津市	商品房	12.90	1.10
新科技园	天津市	商品房	10.78	1.14
新盈庄园	天津市	商品房	14.48	1.83
新景园	天津市	限价商品房	0.12	0.03
栖塘佳苑	天津市	商品房	8.52	—
美塘佳苑	天津市	商品房	3.51	0.12
盛庭花园	天津市	商品房	1.89	—
澜岸雅苑、美域澜苑	天津市	商品房	20.38	1.11
美域新城	天津市	商品房	2.92	0.83
天津湾	天津市	商品房	10.02	5.07

数据来源：根据公司提供资料整理

公司治理与管理

截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 110,570 万元，天房集团持有公司 25.11% 股份，仍为公司第一大股东，实际控制人仍为天津市国资委。公司实行董事会领导下的总经理负责制，根据自身业务情况设有完整的职能部门，各部门独立运行、相互制衡、职责明确、权责明晰。此外，公司根据国家财政部、证监会、审计署、银监会和保监会的规定建设有完善的内部控制制度。总体来看，公司治理结构完善，董事会、监事会和高级管理层日常运作规范，与控股股东及其下属公司之间的关联交易符合相关法律法规的规定。

公司仍重点打造“天房品牌”，实现土地开发和房地产开发的联动，拓宽土地储备渠道，完善土地开发模式。2015 年以来，公司继续拓宽融资渠道，增加非公开发行私募债券等融资方式；在经营创新方面，公司将继续尝试物业商业模式创新，大力推进集约化管理。通过相继摘取苏州姑苏区及高新区地块，公司进一步提升了异地项目土地储备，为外埠开发打好了基础。

公司仍是天津市主要的房地产开发企业之一，与地方各级政府主管部门及各业务相关单位客户建立并保持了长期良好的合作关系，具备较强的项目获取能力。经过房地产开发业务的多年发展，公司立足于本地发展，在土地资源储备和项目开发方面的能力较强，通过掌握本地需求和地块特点，有序开发多个限价房和普通商品房项目，加之可以与控股股东天房集团的土地整理业务形成较好的互补，提升了项目开发潜质。同时公司快速推进外埠经营计划，连续获取苏州高新区

³ 可供出售面积系已达到可供销售条件的面积，预售面积中包含当年预售且实现结算的面积。



及姑苏区地块，初步实现了降低区域波动风险和提升市场容量的战略规划。但公司仍面临项目业态仍较单一、区域集中度较高等问题。整体来看，公司经营状况依然良好，在售项目顺利进行，待开发项目稳步推进。因此，公司仍具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2015 年及 2016 年 1~3 月财务报表。中喜会计师事务所有限公司对公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年 1~3 月财务报表未经审计。

2015 年，公司报表的合并范围在 2014 年基础上增加 4 家，分别为全资子公司天房（苏州）投资发展有限公司、天房（苏州）置业有限公司以及控股子公司天津市华博房地产开发有限公司和苏州津鑫共创置业有限公司。

资产质量

2015 年以来，由于公司加快项目开发及发行债券所募集资金到账，资产规模显著增长；流动资产占比仍然保持在 90%以上，且存货周转效率远低于行业平均值

2015 年以来，由于公司加快项目开发及发行公司债券，总资产规模持续增加，2016 年 3 月末流动资产占总资产比重达 94%。

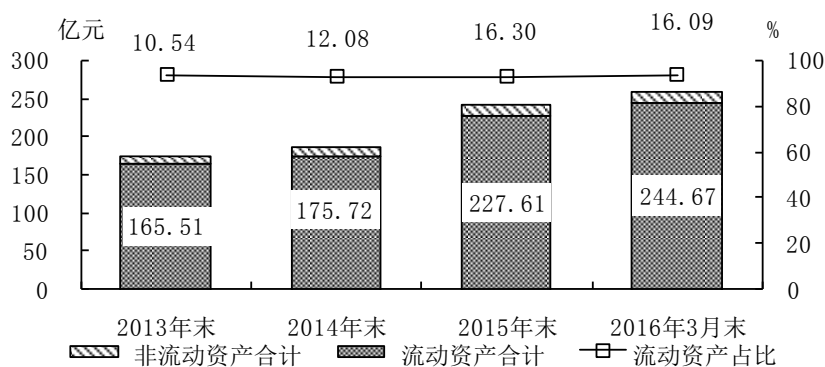


图 3 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货和货币资金等构成。2015 年末，公司存货为 192.77 亿元，仍由开发成本和开发产品构成，同比增长 17.26%，其中，开发产品为 53.94 亿元，同比增加 36.31 亿元，开发成本为 138.83 亿元，同比下降 5.41%，因公司项目主要位于天津区域，该区域房地产均价呈上涨趋势，故存货跌价风险不大；货币资金为 31.25 亿元，同比增长 302.86%，主要是 2015 年公司发行债券所致，其中受限货币资金为 0.84 亿元，为公司全资子公司天津市凯泰建材经营有限公司银行承兑汇票的保证金质押存款。2016 年 3 月末，公司货币资金为 43.03 亿元，较 2015 年末增长 37.71%，主要是公司项目销售回款增多所致；

其他流动资产主要科目较 2015 年末变化不大。

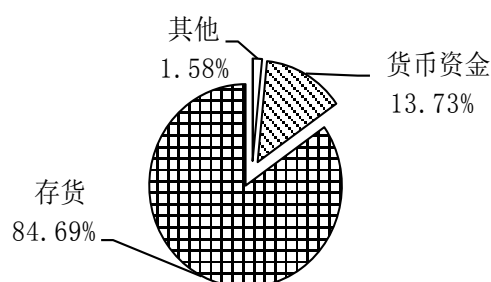


图 4 2015 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成，其中 2015 年末投资性房地产和固定资产占非流动资产比重分别为 85.22% 和 7.10%。2015 年末，公司投资性房地产为 13.87 亿元，主要为公司用于出租的商铺和车库，同比增长 46.22%，主要是部分开发产品转为投资性房地产所致；固定资产为 1.16 亿元，同比减少 11.08%。2016 年 3 月末，公司非流动资产主要科目较 2015 年末变化不大。

2015 年末，公司受限资产共计 99.27 亿元，占总资产的比例为 40.70%，受限资产比例较高，主要为货币资金及存货。

2015 年及 2016 年 1~3 月，公司的应收账款周转天数分别为 0.36 天和 0.99 天，远优于同期行业优秀水平⁴，主要是公司基本采用预售方式销售，应收账款数额极小；存货周转天数分别为 2,242 天和 4,844 天，存货周转效率同比有所下降，且远低于行业平均值⁵。综合来看，公司总资产规模继续增长，但存货占流动资产比重较大，且存货周转效率远低于行业平均值。

资本结构

随着公司加大土地储备购置力度，公司外部融资规模迅速增加，负债规模继续增长；资产负债率大幅上升且有息债务规模大幅增加

2015 年以来，随着公司加大土地储备购置力度，公司外部融资规模迅速增加，进而导致公司负债规模继续增长。由于债券等长期债务大幅增加，总负债中流动负债占比继续下降，2016 年 3 月末已下降至 23.82%。

⁴ 根据 Wind 资讯：2015 年房地产开发行业大型企业应收账款周转天数行业优秀值为 13.19 天。

⁵ 根据 Wind 资讯：2015 年房地产开发行业大型企业存货周转率平均值为 0.50 天。

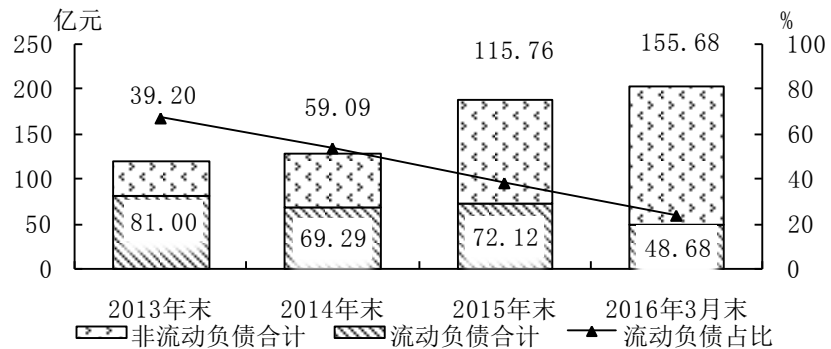


图5 2013~2015年末及2016年3月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、预收款项、应付账款、其他应付款和短期借款等构成，2015年末，公司一年内到期的非流动负债为39.11亿元，同比增加138.98%，主要是2016年到期的长期借款增加所致；预收款项为13.55亿元，同比减少51.74%，主要是部分预收款项结转及2015年公司项目预售进度较慢所致，其中账龄为1年以内、1至2年、2至3年和3年以上的预收款项分别为9.48亿元、2.53亿元、0.02亿元和1.52亿元；应付账款为7.93亿元，同比增加11.37%，其中账龄为1年以内、1至2年、2至3年和3年以上的应付账款分别为5.31亿元、0.83亿元、0.22亿元和1.56亿元；其他应付款为4.40亿元，同比减少25.80%，主要是本公司归还往来款所致；短期借款为4.04亿元，主要为保证借款和质押借款，同比减少55.14%，主要是公司归还银行借款所致。2016年3月末，公司一年内到期的流动负债为15.52亿元，同比减少60.31%；预收款项为15.66亿元，同比增加15.51%，主要为公司项目销售加快所致；应付账款为6.08亿元，同比减少23.31%；短期借款为2.94亿元，同比较少27.23%；其他流动负债主要科目较2015年末变化不大。

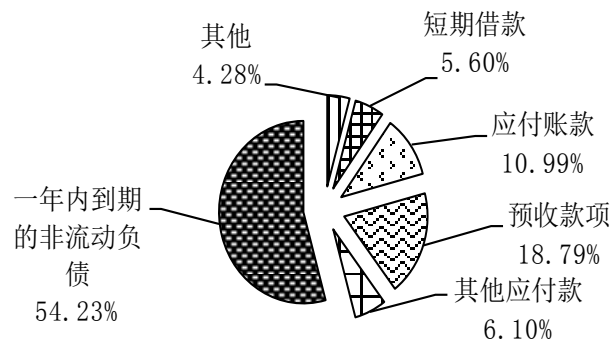


图6 2015年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中2015年末长期借款和应付债券占非流动负债的比重分别为55.40%和44.37%，其余科目占非流动负债比重较小。2015年末，公司长期借款为64.14亿



元，同比增加 36.71%，主要是子公司天津市华博房地产开发公司新增借款 9.80 亿元，天房（苏州）投资发展有限公司新增借款 6.00 亿元所致，其中保证借款、抵押借款和保证及抵押借款的比重分别为 44.90%、12.69%和 42.40%；应付债券为 51.36 亿元，同比增加 331.13%，主要包括公司 2014 年 4 月发行的 12 亿元 7 年期(5+2)的“13 天房债”、2015 年 8 月发行的 10 亿元 5 年期（3+2）的“15 天房债”和 2015 年 8 月发行的 30 亿元 5 年期（3+2）的“15 天房发”。2016 年 3 月末，公司长期借款为 10.40 亿元，较 2015 年末增加 62.15%；其他非流动负债主要科目较 2015 年末变化不大。

表 8 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司总有息债务情况（单位：亿元、%）				
项目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务	18.50	43.46	26.21	30.61
长期有息债务	155.41	115.50	58.83	38.95
总有息债务	173.92	158.94	85.04	69.56
总有息债务占总负债比重	85.10	84.59	66.24	57.86

2015 年末及 2016 年 3 月末，公司有息债务规模增长较快，主要是随着公司加大土地储备力度加大，运营资金需求增加所致。2015 年末，有息债务同比增长 86.90%，总有息债务占总负债的比重上升至 84.59%；2016 年 3 月末，公司继续扩大负债规模，总有息债务增至 173.92 亿元。

2015 年末及 2016 年 3 月末，公司所有者权益分别为 56.03 亿元和 56.40 亿元，其中 2015 年末所有者权益同比减少 3.39 亿元，主要是公司回购子公司天津市华兆房地产开发有限公司股权所致，2015 年公司归属母公司所有者的净利润为 0.04 亿元，同比减少 1.64 亿元。

2015 年末，公司资产负债率为 77.03%，同比增加 8.67 个百分点，主要是 2015 年公司发行债券所致；2016 年 3 月末，公司资产负债率为 78.37%，同比增加 8.47 个百分点。2015 年末及 2016 年 3 月末，公司的流动比率分别为 3.16 倍和 5.03 倍；速动比率分别为 0.48 倍和 1.02 倍，流动比率和速动比率同比均有所提升，公司短期偿债能力有所增强。

截至 2016 年 3 月末，公司无对外担保事项。

综上所述，由于公司加大土地储备力度，资金需求使得公司总负债规模大幅增长，总有息债务占总负债比重亦大幅升高。

盈利能力

2015 年以来，公司营业收入继续增长，但由于营业成本的大幅增加，公司毛利率、营业利润及归属母公司的净利润均大幅下降，总资产报酬率及净资产收益率均有不同程度下降

2015 年，公司营业收入继续增长至 38.02 亿元，同比增长 19.53%；毛利润为 9.35 亿元，同比下降 11.46%；毛利率为 24.59%，同比下降 8.61 个百分点。

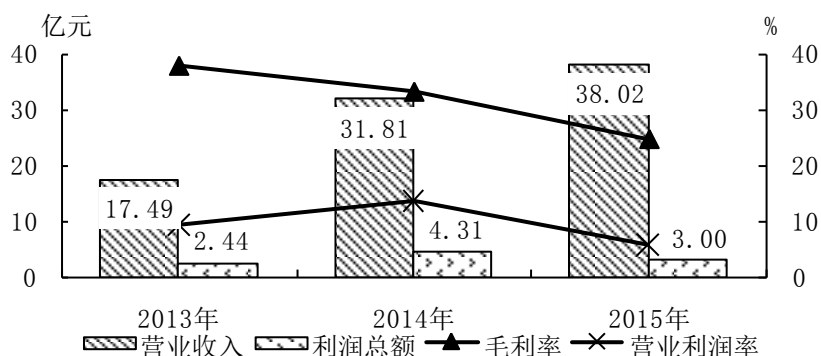


图 7 2013~2015 年公司收入和盈利情况

期间费用方面，随着收入规模上升，公司期间费用持续增加，2015 年公司期间费用为 4.65 亿元，同比增加 11.51%。其中财务费用增加较多，2015 年财务费用为 1.60 亿元，同比增加 14.93%，主要是公司本年度借款大幅增加所致，同期公司列入资本化利息支出 9.18 亿元，同比下降 39.68%；销售费用和管理费用分别为 1.39 亿元和 1.65 亿元，同比分别增加 10.14% 和 9.51%。但 2015 年公司期间费用占比为 12.22%，同比下降 0.88 个百分点，公司期间费用控制能力进一步增强。

表 9 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司部分费用及占比情况（单位：万元、%）

项目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
销售费用	2,931	13,917	12,636	12,154
管理费用	4,991	16,543	15,107	16,226
财务费用	9,774	16,000	13,922	9,244
期间费用	17,695	46,461	41,664	37,625
期间费用/营业收入	29.88	12.22	13.10	21.51

2015 年，由于营业成本的大幅增加，公司盈利水平有较大幅度下降。公司营业利润为 2.17 亿元，同比下降 49.77%；但同期公司营业外收入为 0.83 亿元，占当期营业收入比重为 2.19%，主要是公司开发天房美域项目时，根据当时情况计提了中学和幼儿园配套建设设施费；2015 年 9 月，天津市政府召开工作会议，确定该项目建设工作由西青区政府负责完成，公司仅须负责一定比例的建设费用，因而，公司将原已计提的建设成本超出公司需要承担部分的差额计入了本期营业外



收入；利润总额为 3.00 亿元，同比下降 30.45%；所得税费用为 1.18 亿元，其中按法定/适用税率计算的所得税费为 0.75 亿元，用本期未确认递延所得税资产的可抵扣暂时性差异或可抵扣亏损的影响费用为 0.47 亿元；净利润为 1.82 亿元，同比下降 40.73%，其中归属于母公司所有者的净利润为 449 万元，同比下降 97.33%，主要是因为天津湾项目 2015 年产生净利润 3.20 亿元，该项目是由公司与首开股份共同设立的海景实业负责开发建设，双方占股比例都为 50%。

从盈利指标来看，总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.95% 和 3.25%，同比大幅下降，并且都低于行业平均值⁶，整体资产的获利能力和运营效率与行业内大型企业仍有一定差距。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.92 亿元，同比增加 48.74%；营业利润为 0.20 亿元，同比减少 67.74%；营业外收入为 0.50 亿元；利润总额为 0.71 亿元，同比增加 12.70%；净利润为 0.37 亿元，同比变化不大。预计未来 1~2 年，随着公司在建项目逐步竣工和销售，可结转收入将有所增加。

现金流

2015 年，受预收款项大幅减少及购建存货支出较大影响，公司经营现金流净流出继续增大

2015 年末公司经营性净现金流为 -36.06 亿元，净流出额同比增加 3.70 亿元，主要是由于公司 2015 年预收款项大幅减少及购建存货支出较大所致；投资性净现金流为 -5.05 亿元，净流出额同比增加 5.06 亿元，主要是回购子公司天津市华兆房地产开发有限公司股权所致；筹资性净现金流为 64.90 亿元，同比增加 57.39 亿元，主要是公司长期借款及应付债券增加较多所致。

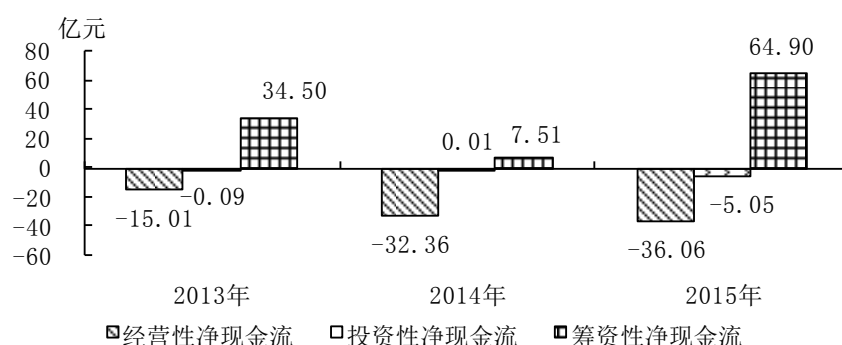


图 8 2013~2015 年公司现金流情况

2016 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 -0.61 亿元，同比大幅回升 3.86 亿元；投资性净现金流为 -0.33 亿元，净流出额同比增加 0.33 亿元；筹资性净现金流为 12.84 亿元，同比增加 15.47%。

⁶ 根据 Wind 资讯：2015 年，全国房地产开发业总资产报酬率平均值为 2.20%；净资产收益率平均值为 5.00%。

综合分析,2015 年受预收款项大幅减少及购建存货支出较大影响,公司经营性净现金流出额同比继续增加。

偿债能力

公司仍是天津市主要的房地产开发企业之一,也是天津市唯一一家国有上市房地产企业,在天津本地获取项目的能力较强。2015 年以来,公司营业收入继续增长,但是营业成本的快速增长,使得公司盈利水平继续下降。从资产构成看,2016 年 3 月末,公司货币资金为 43.03 亿元,受限货币资金较少;存货为 195.23 亿元,由于公司开发项目基本采用预售方式,存货跌价风险较小。从债务规模看,公司资产负债率在 2016 年 3 月末上升为 78.37%,且有息债务规模持续上升,截至 2016 年 3 月末有息债务占总负债比重上升至 85.10%。从现金流看,2015 年由于公司预收款项大幅减少及购建存货支出较大,导致经营性现金流净流出额继续扩大,经营性净现金流为负值,不能对债务和利息形成有效覆盖。

表 10 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司部分偿债指标 (单位: %、倍)

偿债指标	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	-1.01	-50.99	-43.07	-23.59
经营性净现金流/总负债	-0.31	-22.80	-26.04	-15.61
经营性净现金流利息保障倍数	-0.18	-3.30	-1.92	-2.69
EBIT 利息保障倍数	0.51	0.43	0.35	0.63
EBITDA 利息保障倍数	-	0.49	0.38	0.73

综合来看,公司经营状况整体良好,天津市住房的刚性需求对公司经营的持续性提供了有力的保障。公司与多家银行保持良好的合作关系,同时多次通过公开市场发行债券。此外,公司作为上市公司可通过股权融资补充资金需求,外部融资渠道的多元化对公司偿债能力形成了有益补充,因此公司具有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告,截至 2016 年 7 月 15 日,公司本部共有 9 笔可疑类贷款,金额合计 6,300 万元。根据公司提供的说明,9 笔可疑类贷款均为同一项目申请的贷款,经中国农业银行天津和平支行同意在办理贷款展期手续过程中,按照贷新还旧手续处理,需依据主合同债务关系,以同一抵押物办理撤销原抵押登记,同时依据新贷款合同重估建设及销售回款周期,重新办理抵押登记手续。由于天津市房屋管理局对抵押登记手续的行政许可批复时间过长,导致原贷款到期与新贷款受理出现时间差,故而形成逾期贷款。截至本报告出具日,公司本部在公开债券市场中发行的“09 天房债”已到期兑付本息,“13 天房债”尚未到期,按时偿付利息,“15



天房债”尚未到还本付息日。

担保分析

天房集团及下属子公司存续期债券余额仍较高，存在一定集中兑付压力；由天房集团对“13 天房债”发行提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用

天房集团由原天津市房地产开发经营集团有限公司和天津市房地产信托集团有限公司于 2014 年 5 月进行资产重组而成。天房集团前身是 1981 年成立的天津市建设开发公司，是天津市委、市政府批准组建的，具有法人资格的国有独资企业，主要经营范围为国家授权资产投资、控股，房地产开发、销售，物业经营及管理。截至 2016 年 3 月末，天房集团为天房发展的控股股东，天津市国资委为天房集团实际控制人，也是天房发展的实际控制人。

天房集团重组完成后，其主营业务为国家授权资产投资和控股、房地产开发和销售、土地整理、建筑设计和工程承包等其他业务，是国家二级大型企业、房地产开发一级企业，具有房地产开发一级资质和土地一级开发资质。作为天津市最大的房地产开发企业和天津市城市建设的重要参与主体之一，其房地产开发业务涵盖住宅开发建设、酒店及综合体开发建设，代建及施工业务涵盖市政工程建设等领域，在相关各业务领域保持行业领先地位，连续多年被评为中国房地产开发百强企业之一。截至 2015 年末，天房集团已开发天津湾、天房美域、泰安道五大院、宝坻新城等 20 余个住宅开发建设项目、三亚市海棠湾镇洲际酒店及团泊湖综合开发项目。

截至 2015 年末，天房集团资产总计 1,792.57 亿元，负债合计 1,509.02 亿元，资产负债率为 84.18%；2015 年，实现营业收入 327.98 亿元，利润总额 28.34 亿元，毛利率为 23.59%。天房集团重组后，资产规模显著增加，多个在开发项目导致存货占流动资产比重较高；非流动资产以投资性房地产和固定资产为主。2015 年末，随着天房集团经营规模的扩大，资产负债率维持在较高水平，有息债务规模为 1,019.20 亿元，占总负债比重为 67.54%，存在一定偿债压力。此外，截至 2016 年 4 月 5 日，天房集团及下属子公司存续债券余额为 238.40 亿元，其中 2020 年 8 月至 2021 年 4 月共需兑付 224.00 亿元，仍存在一定集中兑付压力。

综合来看，天房集团仍可获得天津市国资委很强的外部支持，仍是天津市最大的房地产开发企业及保障房建设重要主体，土地开发和房地产业务协同效应显著及天津房信股权划入后将带来集约化效应；但天房集团及下属子公司存续期债券余额较高，存在一定集中兑付压力；经营性净现金流持续净流出，且净流出规模较大，对债务和利息不具备保障能力，偿债较为依赖外部筹资。大公对天房集团 2016 年度信用等级维持 AA+，评级展望为负面。由天房集团为“13 天房债”提



供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

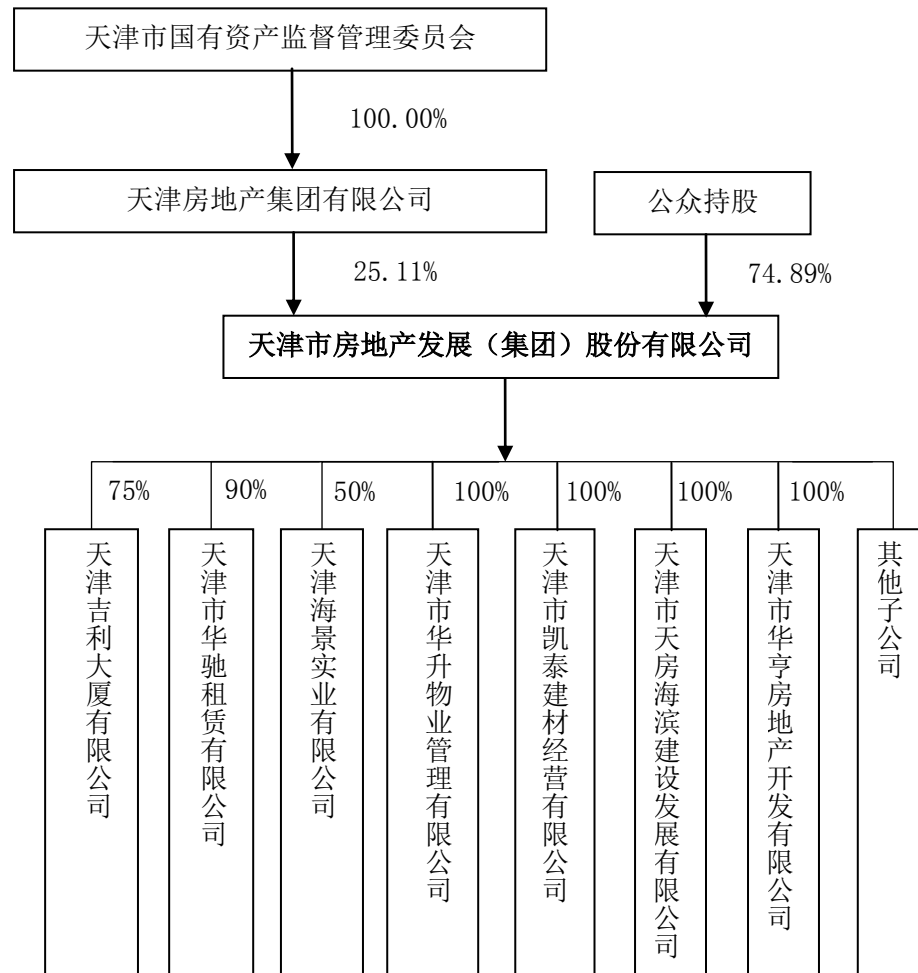
结论

公司仍是天津市主要的房地产开发企业之一，是参与天津市城市建设的重要主体之一，在长期的经营中与各相关业务单位保持着良好的合作关系，具备较强的项目运营能力。由于我国对房地产行业属于政策调控比较敏感的行业，预计未来行业整体运行存在一定的不确定性。2015 年以来，公司在政府房地产利好政策的出台的影响下，收入水平继续增长，但受营业成本大幅增长的影响，利润水平出现大幅下滑。考虑到公司项目主要面对刚性需求群体，天津市改善性住房的需求对公司业务形成有力的支撑。此外，天房集团为“13 天房债”的发行提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。但公司同样面临着项目业态仍较单一、有息债务大幅增加等问题。

综合分析，大公对公司“13 天房债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

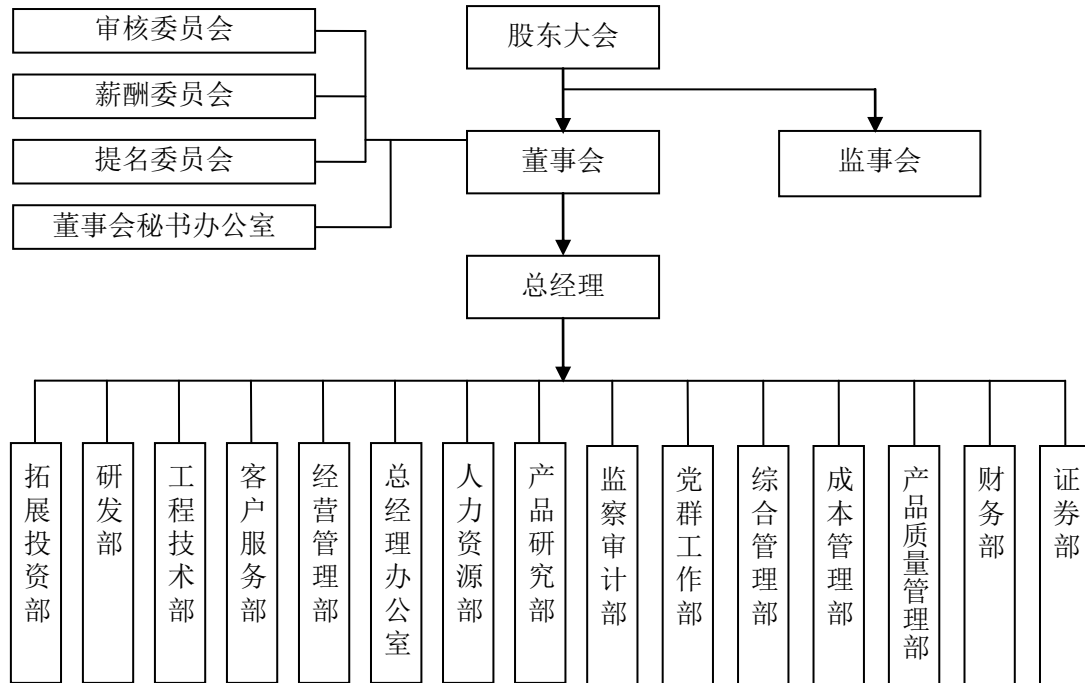


附件 1 截至2016年3月末天津市房地产发展（集团）股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2016 年 3 月末天津市房地产发展 (集团) 股份有限公司组织结构图





附件 3 天津市房地产发展（集团）股份有限公司(合并) 主要财务指标

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	430,292	312,465	77,562	315,965
其他应收款	33,890	3,209	2,989	12,148
预付款项	2,599	7,119	4,265	4,028
存货	1,952,257	1,927,742	1,644,015	1,285,172
流动资产合计	2,446,664	2,276,144	1,757,201	1,655,069
可供出售金融资产	4,278	4,278	4,134	4,134
长期股权投资	7,015	3,722	4,168	4,458
投资性房地产	133,655	138,868	94,972	77,563
固定资产	11,315	11,564	13,006	13,957
非流动资产合计	160,899	162,958	120,820	105,379
资产总计	2,607,564	2,439,101	1,878,021	1,760,448
占资产总额比 (%)				
货币资金	16.50	12.81	4.13	17.95
其他应收款	1.30	0.13	0.16	0.69
预付款项	0.10	0.29	0.23	0.23
存货	74.87	79.03	87.54	73.00
流动资产合计	93.83	93.32	93.57	94.01
可供出售金融资产	0.16	0.18	0.22	0.23
长期股权投资	0.27	0.15	0.22	0.25
投资性房地产	5.13	5.69	5.06	4.41
固定资产	0.43	0.47	0.69	0.79
非流动资产合计	6.17	6.68	6.43	5.99
负债类				
短期借款	29,395	40,395	90,055	167,253
应付账款	60,797	79,272	71,176	52,386
预收款项	156,558	135,532	280,862	401,109
其他应付款	44,392	43,995	59,292	43,618
应付利息	25,423	16,053	7,120	0
应付股利	7,351	7,351	6,058	4,932
应交税费	6,987	4,374	6,055	1,376
一年内到期的非流动负债	155,222	391,133	163,665	136,100
流动负债合计	486,788	721,197	692,922	810,049

附件 3 天津市房地产发展(集团)股份有限公司(合并)主要财务指标(续表1)

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年 (追溯调整)
长期借款	1,039,971	641,381	469,143	364,757
应付债券	514,172	513,636	119,138	24,740
非流动负债合计	1,556,760	1,157,634	590,869	392,016
负债合计	2,043,548	1,878,831	1,283,791	1,202,065
占负债总额比 (%)				
短期借款	1.44	2.15	7.01	13.91
应付账款	2.98	4.22	5.54	4.36
预收款项	7.66	7.21	21.88	33.37
其他应付款	2.17	2.34	4.62	3.63
应付利息	1.24	0.85	0.55	0.00
应付股利	0.36	0.39	0.47	0.41
应交税费	0.34	0.23	0.47	0.11
一年内到期的非流动负债	7.60	20.82	12.75	11.32
流动负债合计	23.82	38.39	53.97	67.39
长期借款	50.89	34.14	36.54	30.34
应付债券	25.16	27.34	9.28	2.06
非流动负债合计	76.18	61.61	46.03	32.61
权益类				
实收资本(股本)	110,570	110,570	110,570	110,570
资本公积	220,524	220,524	220,524	220,524
盈余公积	29,553	29,553	29,553	28,884
未分配利润	93,912	93,578	98,226	86,512
归属于母公司所有者权益合计	454,559	454,224	458,873	446,490
少数股东权益	109,457	106,046	135,357	111,893
所有者权益合计	564,015	560,270	594,230	558,383

附件 3 天津市房地产发展(集团)股份有限公司(合并)主要财务指标(续表 2)

单位: 万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年 (追溯调整)
损益类				
营业收入	59,214	380,218	318,104	174,944
营业成本	36,045	286,732	212,499	108,586
销售费用	2,931	13,917	12,636	12,154
管理费用	4,991	16,543	15,107	16,226
财务费用	9,774	16,000	13,922	9,244
营业利润	2,005	21,668	43,137	16,111
利润总额	7,052	30,007	43,147	24,368
所得税费用	3,307	11,781	12,396	6,493
净利润	3,745	18,226	30,751	17,875
归属于母公司所有者的净利润	334	449	16,836	14,370
占营业收入比 (%)				
营业成本	60.87	75.41	66.80	62.07
销售费用	4.95	3.66	3.97	6.95
管理费用	8.43	4.35	4.75	9.28
财务费用	16.51	4.21	4.38	5.28
营业利润	3.39	5.70	13.56	9.21
利润总额	11.91	7.89	13.56	13.93
净利润	6.32	4.79	9.67	10.22
归属于母公司所有者的净利润	0.56	0.12	5.29	8.21
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-6,089	-360,553	-323,637	-150,082
投资活动产生的现金流量净额	-3,254	-50,530	58	-923
筹资活动产生的现金流量净额	128,385	648,971	75,135	345,021
财务指标				
EBIT	17,116	47,528	59,210	35,374
EBITDA	-	53,117	64,097	40,770
总有息负债	1,739,160	1,589,375	850,379	695,566

附件 3 天津市房地产发展(集团)股份有限公司(合并)主要财务指标(续表 3)

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年 (追溯调整)
毛利率 (%)	39.13	24.59	33.20	37.93
营业利润率 (%)	3.39	5.70	13.56	9.21
总资产报酬率 (%)	0.66	1.95	3.15	2.01
净资产收益率 (%)	0.66	3.25	5.17	3.20
资产负债率 (%)	78.37	77.03	68.36	68.28
债务资本比率 (%)	75.51	73.94	58.87	55.47
长期资产适合率 (%)	1,318.08	1,054.20	980.88	901.89
流动比率 (倍)	5.03	3.16	2.54	2.04
速动比率 (倍)	1.02	0.48	0.16	0.46
保守速动比率 (倍)	0.88	0.43	0.11	0.39
存货周转天数 (天)	4,843.95	2,242.22	2,481.21	3,738.11
应收账款周转天数 (天)	0.99	0.36	0.44	0.79
经营性净现金流/流动负债 (%)	-1.01	-50.99	-43.07	-23.59
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.31	-22.80	-26.04	-15.61
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.18	-3.30	-1.92	-2.69
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.51	0.43	0.35	0.63
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.49	0.38	0.73
现金比率 (%)	88.39	43.33	11.19	39.01
现金回笼率 (%)	137.69	59.67	52.86	168.16
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4 天津市房地产发展（集团）股份有限公司(母公司) 主要财务指标

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	81,297	53,024	4,289	84,748
其他应收款	512,912	598,612	330,492	245,894
存货	34,933	38,454	51,436	202,205
流动资产合计	638,989	700,062	395,564	555,533
长期股权投资	566,778	563,485	411,931	402,222
投资性房地产	70,187	70,933	74,600	55,970
固定资产	7,144	7,266	8,630	9,429
非流动资产合计	647,677	645,304	498,979	471,668
总资产	1,286,666	1,345,366	894,542	1,027,202
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.32	3.94	0.48	8.25
其他应收款	39.86	44.49	36.95	23.94
存货	2.71	2.86	5.75	19.69
流动资产合计	49.66	52.04	44.22	54.08
长期股权投资	44.05	41.88	46.05	39.16
投资性房地产	5.45	5.27	8.34	5.45
固定资产	0.56	0.54	0.96	0.92
非流动资产合计	50.34	47.96	55.78	45.92
负债类				
应付账款	18,880	19,870	33,793	30,536
预收款项	27,779	33,791	43,222	220,481
其他应付款	53,234	21,140	139,425	47,250
应付利息	25,423	16,053	7,120	0
应付股利	7,283	7,283	5,958	4,890
一年内到期的非流动负债	100,000	100,000	0	65,000
流动负债合计	232,870	198,534	264,388	518,456
长期借款	146,500	230,000	100,000	100,000
应付债券	514,172	513,636	119,138	0
非流动负债合计	662,395	745,359	220,858	101,717
负债合计	895,264	943,893	485,246	620,173

附件4 天津市房地产发展(集团)股份有限公司(母公司)主要财务指标(续1)

单位: 万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
占负债总额比 (%)				
应付账款	2.11	2.11	6.96	4.92
预收款项	3.10	3.58	8.91	35.55
其他应付款	5.95	2.24	28.73	7.62
应付利息	2.84	1.70	1.47	0.00
应付股利	0.81	0.77	1.23	0.79
一年内到期的非流动负债	11.17	10.59	0.00	10.48
流动负债合计	26.01	21.03	54.49	83.60
长期借款	16.36	24.37	20.61	16.12
应付债券	57.43	54.42	24.55	0.00
非流动负债合计	73.99	78.97	45.51	16.40
权益类				
实收资本(股本)	110,570	110,570	110,570	110,570
资本公积	220,513	220,513	220,513	220,513
盈余公积	29,192	29,192	29,192	28,523
未分配利润	31,127	41,198	49,021	47,423
所有者权益合计	391,402	401,473	409,296	407,029
损益类				
营业收入	8,632	43,042	215,387	97,074
营业成本	4,680	23,008	164,843	56,476
销售费用	223	1,529	4,677	5,464
管理费用	3,358	9,742	8,821	9,860
财务费用	10,034	17,055	15,413	10,337
营业利润	-10,082	-11,083	9,011	7,806
利润总额	-10,068	-2,729	9,017	7,804
净利润	-10,071	-2,737	6,690	5,903
占营业收入比 (%)				
营业成本	54.21	53.45	76.53	58.18
销售费用	2.58	3.55	2.17	5.63
管理费用	38.90	22.63	4.10	10.16
财务费用	116.25	39.62	7.16	10.65
营业利润	-116.80	-25.75	4.18	8.04
利润总额	-116.63	-6.34	4.19	8.04
净利润	-116.67	-6.36	3.11	6.08

附件4 天津市房地产发展(集团)股份有限公司(母公司)主要财务指标(续2)

单位: 万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	122,347	-340,069	22,411	2,544
投资活动产生的现金流量净额	-3,231	-152,026	-9,989	-50,283
筹资活动产生的现金流量净额	-90,843	540,829	-92,881	113,182
财务指标				
毛利率 (%)	45.79	46.55	23.47	41.82
营业利润率 (%)	-116.80	-25.75	4.18	8.04
资产负债率 (%)	69.58	70.16	54.25	60.37
债务资本比率 (%)	66.03	67.76	38.17	43.57
长期资产适合率 (%)	162.70	177.72	126.29	107.86
流动比率 (倍)	2.74	3.53	1.50	1.07
速动比率 (倍)	2.59	3.33	1.30	0.68
保守速动比率 (倍)	0.35	0.27	0.02	0.16
存货周转天数 (天)	705.69	703.24	276.96	1,354.75
应收账款周转天数 (天)	3.78	3.04	0.61	1.35
经营性现金净流/流动负债 (%)	56.72	-146.92	5.73	0.58
经营性现金净流/总负债 (%)	13.30	-47.59	4.05	0.47
现金比率 (%)	34.91	26.71	1.62	16.35
现金回笼率 (%)	58.81	72.17	11.20	98.66
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 5 天津房地产集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年	2014 年	2013 年
资产类			
货币资金	2,863,954	1,987,293	2,459,625
应收账款	344,322	328,728	190,453
其他应收款	995,685	323,019	947,776
预付款项	902,574	801,528	566,315
存货	9,381,482	6,563,883	3,886,269
流动资产合计	14,600,793	10,038,535	8,126,519
可供出售金融资产	154,996	198,489	173,615
持有至到期投资	405,938	70,620	6,760
长期应收款	825,741	666,190	450,150
投资性房地产	713,541	692,386	383,770
固定资产	658,167	630,887	648,207
无形资产	187,030	187,962	185,278
非流动资产合计	3,324,882	2,835,003	2,225,041
资产总计	17,925,676	12,873,538	10,351,560
占资产总额比 (%)			
货币资金	15.98	15.44	23.76
其他应收款	5.55	2.51	9.16
预付款项	5.04	6.23	5.47
存货	52.34	50.99	37.54
流动资产合计	81.45	77.98	78.51
长期应收款	4.61	5.17	4.35
投资性房地产	3.98	5.38	3.71
固定资产	3.67	4.90	6.26
非流动资产合计	18.55	22.02	21.49
负债类			
短期借款	1,461,279	1,529,989	1,297,161
应付票据	346,162	80,440	328,237
应付账款	577,706	515,541	557,300
预收款项	361,833	170,125	549,216
其他应付款	2,744,529	1,537,761	1,429,193
应交税费	130,594	87,243	40,181
一年内到期的非流动负债	2,069,513	1,314,020	809,500
流动负债合计	7,779,766	5,278,999	5,024,260
长期借款	5,162,615	4,451,738	2,568,719

附件 5 天津房地产集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年	2014 年	2013 年
负债类			
应付债券	1,152,413	381,020	125,592
长期应付款	903,844	480,769	891,824
递延所得税负债	79,722	66	0
非流动负债合计	7,310,255	5,391,311	3,653,571
负债合计	15,090,021	10,670,310	8,677,831
占负债总额比（%）			
短期借款	9.68	14.34	14.95
应付票据	2.29	0.75	3.78
应付账款	3.83	4.83	6.42
预收账款	2.40	1.59	6.33
其他应付款	18.19	14.41	16.47
一年内到期的非流动负债	13.71	12.31	9.33
流动负债合计	51.56	49.47	57.90
长期借款	34.21	41.72	29.60
应付债券	7.64	3.57	1.45
长期应付款	5.99	4.51	10.28
非流动负债合计	48.44	50.53	42.10
权益类			
实收资本（股本）	200,000	200,000	54,008
资本公积	59,374	70,100	147,494
盈余公积	0	0	0
未分配利润	-120,627	-23,545	66,517
归属于母公司所有者权益合计	386,774	494,706	295,166
少数股东权益	2,448,880	1,708,522	1,378,563
所有者权益合计	2,835,654	2,203,228	1,673,729
损益类			
营业收入	3,279,809	2,395,461	1,572,157
营业成本	2,505,989	1,820,521	1,347,721
营业税金及附加	167,532	115,122	52,572
销售费用	53,964	44,216	21,737
管理费用	134,630	127,331	73,336
财务费用	192,654	140,967	82,617
公允价值变动收益	15,799	977	928
投资收益	8,395	-2,380	-3,625

附件 5 天津房地产集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年	2014 年	2013 年
损益类			
营业利润	256,700	152,927	-3,337
营业外收支净额	26,698	11,456	33,630
利润总额	283,398	164,383	30,293
所得税费用	107,939	89,104	22,829
净利润	175,459	75,279	7,464
其中：归属于母公司所有者的净利润	20,372	-56,933	-20,946
少数股东损益	155,087	132,212	28,410
占营业收入比（%）			
营业成本	76.41	76.00	85.72
营业税金及附加	5.11	4.81	3.34
销售费用	1.65	1.85	1.38
管理费用	4.10	5.32	4.66
财务费用	5.87	5.88	5.26
营业利润	7.83	6.38	-0.21
营业外收支净额	0.81	0.48	2.14
利润总额	8.64	6.86	1.93
净利润	5.35	3.14	0.47
其中：归属于母公司所有者的净利润	0.62	-2.38	-1.33
少数股东损益	4.73	5.52	1.81
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-2,033,697	-2,034,939	-757,041
投资活动产生的现金流量净额	-956,495	308,262	-26,842
筹资活动产生的现金流量净额	4,167,531	286,095	2,003,966
财务指标			
EBIT	464,094	305,350	108,002
EBITDA	521,013	370,283	112,361
总有息负债	10,191,982	7,757,207	5,129,209
毛利率（%）	23.59	24.00	14.28
营业利润率（%）	7.83	6.38	-0.21
总资产报酬率（%）	2.59	2.37	1.04
净资产收益率（%）	6.19	3.42	0.45
资产负债率（%）	84.18	82.89	83.83
债务资本比率（%）	78.23	77.88	75.40

附件 5 天津房地产集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2015 年	2014 年	2013 年
财务指标			
长期资产适合率（%）	305.15	267.88	239.42
流动比率（倍）	1.88	1.90	1.62
速动比率（倍）	0.67	0.66	0.84
保守速动比率（倍）	0.37	0.38	0.50
存货周转天数（天）	1,145.32	1,033.24	857.14
应收账款周转天数（天）	36.94	39.01	39.11
经营性现金净流/流动负债（%）	-31.15	-39.50	-19.58
经营性现金净流/总负债（%）	-15.79	-21.03	-11.47
经营现金流利息保障倍数（倍）	-11.01	-4.19	-2.51
EBIT 利息保障倍数（倍）	2.51	0.63	0.36
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.82	0.76	0.37
现金比率（%）	36.81	37.65	48.95
现金回笼率（%）	73.13	81.72	132.82
担保比率（%）	-	2.41	22.35

附件 6 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁷ 一季度取 90 天。

⁸ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 7 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 8 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。