

天津市房地产发展(集团)股份有限公司

**2015 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【1049】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：天津房地产
集团有限公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2020 年
8 月 6 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
另附债券存续期第 3 年
末投资者回售选择权

分析师

姓名：
罗力 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
luoli@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司房地产行业
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

天津市房地产发展（集团）股份有限公司 2015 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

本期跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级 AA+	AA+
发行主体长期信用等级 AA	AA
评级展望 稳定	稳定
评级日期 2016 年 9 月 21 日	2015 年 3 月 24 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对天津市房地产发展（集团）股份有限公司（以下简称“天房发展”或“公司”）及其 2015 年 8 月 6 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到天津市房地产市场外部环境较好，公司房地产销量快速增长，未来业务持续性较好，异地业务拓展有利于降低区域集中风险，天津房地产集团有限公司（以下简称“天房集团”）提供的连带责任保证有效提升了本期债券的信用水平；同时我们也关注到公司房地产业务或面临一定政策风险、被中国证券监督管理委员会天津监管局（以下简称“天津证监局”）出具警示函、房地产开发经营业务盈利能力有所下降、面临较大资金压力以及未来偿债压力加大等风险因素。

正面：

- 天津市房地产市场外部环境较好。京津冀协同发展以及滨海新区纳入国家总体发展战略等政策支持、交通区位优势、产业协作能力等因素将有助于提升天津市城市地位，增强外来人口吸附能力，为该区域房地产市场发展提供良好的外部环境。
- 公司房地产销量快速增长，未来业务持续性较好。2015 年公司实现房地产销售面积 12.69 万平方米，同比增长 26.27%，销售金额 21.84 亿元，同比增长 46.77%；2016 年上半年公司实现合同销售面积 25.68 万平方米，同比增长 318.92%；合同销售金额 45.98 亿元，同比增长 337.07%。截至 2016 年 6 月末，公司主要在售房地

产项目剩余可售面积 159.14 万平方米，主要在建房地产项目在建面积 215.60 万平方米，储备土地 7 块，规划计容建筑面积 68.86 万平方米，未来业务持续性较好。

- **异地业务拓展有利于降低区域集中风险。**公司房地产开发经营业务主要集中在天津市，2015 年以来，公司先后在苏州购置 7 块土地，异地业务拓展有利于降低该业务区域集中风险。
- **天房集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。**2015 年天房集团营业收入大幅增长，盈利能力有所增强，未来业务可持续较强，其为本期债券提供的连带责任保证，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司房地产开发经营业务或面临一定政策风险。**2015 年以来公司在苏州先后购置 7 块土地，其中苏地 2015-G-22 号已开发（心著华庭），剩余 6 块土地规划计容建筑面积 42.78 万平方米，考虑到苏州市 2016 年 8 月已重启限贷政策，该区域房地产开发业务或面临一定政策风险。
- **公司因未及时履行信息披露义务被天津证监局出具警示函。**公司将天房美域中学和幼儿园项目计提的建设成本 11,860.58 万元中超出公司需要承担部分的差额共计 8,360.58 万元计入营业外收入，但未及时披露相应信息，天津证监局对公司采取出具警示函的行政监管措施。
- **公司房地产开发经营业务盈利能力有所下降。**受部分结转项目开发周期较长导致财务费用等成本叠加上升等因素影响，2015 年及 2016 年上半年公司房地产开发经营业务毛利率同比分别下降 8.57 和 14.21 个百分点，盈利能力有所下降。
- **公司面临较大资金压力。**截至 2016 年末公司主要在建房地产项目尚需投入 102.55 亿元，苏地 2016-WG-31 号地块和苏地 2016-WG-32 号地块还需支付土地购置款 60.89 亿元，未来公司面临较大资金压力。
- **公司未来偿债压力加大。**2016 年 6 月末公司有息债务增加至 1,757,434.38 万元，占当期负债总额的比重为 81.14%，剔除预收款项的资产负债率仍高达 77.35%，融资弹性较低，长短期偿债能力指标表现均较弱，且 EBITDA 减少导致其对债务本息偿还的保障能力减弱，公司未来偿债压力加大。

主要财务指标:

项目	2016 年 6 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产 (万元)	2,724,419.45	2,439,101.31	1,878,021.04	1,760,448.07
所有者权益合计 (万元)	558,495.14	560,270.07	594,229.65	558,383.15
有息债务 (万元)	1,757,434.38	1,589,375.26	850,379.28	695,565.81
资产负债率	79.50%	77.03%	68.36%	68.28%
剔除预收款项的资产负债率	77.35%	75.68%	62.79%	58.92%
流动比率	3.10	3.16	2.54	2.04
速动比率	0.71	0.48	0.16	0.46
营业收入 (万元)	117,437.33	380,217.63	318,103.74	174,943.66
营业利润 (万元)	-6,840.77	21,668.25	43,136.65	16,110.59
营业外收入	13,053.92	8,404.39	68.96	8,277.07
利润总额 (万元)	6,077.83	30,007.29	43,146.52	24,367.67
综合毛利率	34.10%	24.59%	33.20%	37.93%
总资产回报率	-	2.20%	3.25%	2.37%
EBITDA (万元)	30,885.79	53,117.16	64,097.49	29,763.79
EBITDA利息保障倍数	0.45	0.49	0.82	0.73
经营活动现金流净额 (万元)	3,624.73	-360,552.84	-323,637.17	-150,082.39

资料来源: 公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可【2015】1712号”核准，公司于2015年8月6日面向合格投资者公开发行10亿元公司债券，发行利率为5.80%。

本期债券为5年期固定利率债券，附债券存续期第3年末公司上调票面利率选择权及合格投资者回售选择权。本期债券的起息日为2015年8月6日，按年计息，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。2016年至2020年每年的8月6日为上一个计息年度的付息日。截至2016年8月31日本期债券本金及利息兑付情况下表所示。

表 1 截至 2016 年 8 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2016年8月6日	-	5,800	100,000

资料来源：公司提供

截至2016年8月31日，本期债券募集资金已全部用于偿还金融机构借款和补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变更，主营业务也未发生变化。截至2016年6月末，天房集团持有公司25.11%的股权为公司控股股东，天津市国有资产监督管理委员会持有天房集团100%股权，为公司实际控制人。

根据公司业务发展的需要，2015年公司新设立4家子公司纳入合并报表范围，分别为天房（苏州）投资发展有限公司、天房（苏州）置业有限公司、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；2016年上半年公司成立苏州华强房地产开发有限公司纳入合并报表范围。

表 2 2015 年及 2016 年 1-6 月公司新纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
天房（苏州）投资发展有限公司	4,000.00	100%	房地产开发	新设
天房（苏州）置业有限公司	4,000.00	100%	房地产开发	新设
天津市华博房地产开发有限公司	5,000.00	60%	房地产开发	新设
苏州津鑫共创置业有限公司	2,000.00	51%	房地产开发	新设
苏州华强房地产开发有限公司	4,000.00	100%	房地产开发	新设

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，公司资产总额为243.91亿元，所有者权益为56.03亿元，资产负

债率为77.03%；2015年度，公司实现营业收入38.02亿元，利润总额3.00亿元，经营活动现金净流出36.06亿元。

截至2016年6月30日，公司资产总额为272.44亿元，所有者权益为55.85亿元，资产负债率为79.50%；2016年1-6月，公司实现营业收入11.74亿元，利润总额0.61亿元，经营活动现金净流入0.36亿元。

三、运营环境

宽松政策带来我国房地产市场有所回暖，但受国民经济增速下滑、库存高企等因素影响，我国房地产投资下滑

为缓解经济下行压力和减少地产不良贷款风险，2015年，我国中央银行多次下调存款基准利率，同时还实施了扩大逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具组合，并改革存款准备金考核制度、扩大信贷资产质押再贷款试点范围，使得市场流动性和可贷资金大幅增加。

表 3 2015 年以来我国主要房地产行业政策

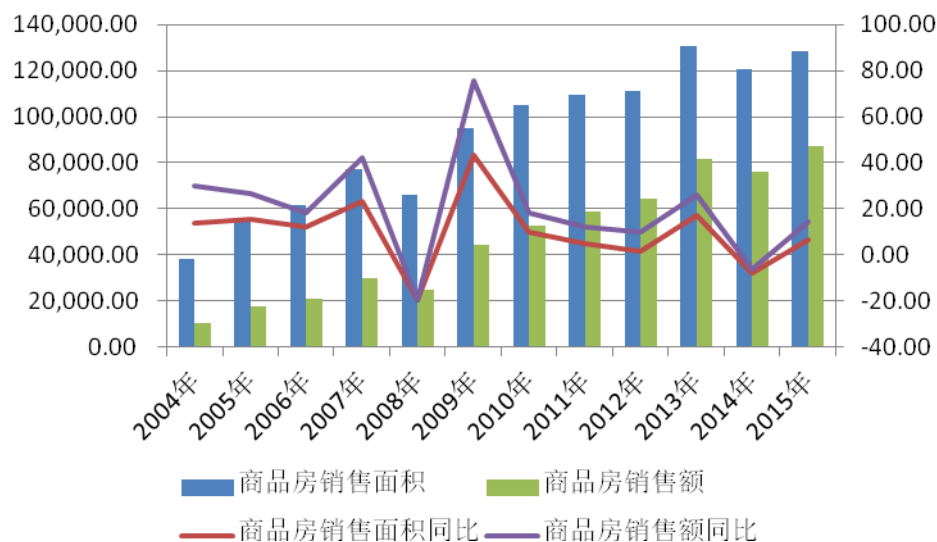
时间	出台部门	政策	内容
2015年3月	财政部	个人转让两年以上住房免收营业税	个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免收营业税。
2015年3月	中央银行、住建部、银监会	二套房贷款首付比下降至四成	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。
2015年7月	地方政府	取消套型限制	福建等超10个省市明确取消住房供应套型限制。
2015年8月	住建部等八部委	楼市限外令松绑	境外机构在境内设立的分支、代表机构和在境内工作、学习的境外个人可以购买符合实际需要的自用、自住商品。
2015年9月	住建委等三部委	减低公积金贷款门槛	拥有1套住房并已结清相应贷款的居民家庭，再次申请住房公积金购买住房，最低首付款比例由30%降低至20%。
2015年9月	中央银行、银监会	首次购房首付比例下调	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	发改委、财政部	下调住房转让手续费	降低涉及住房和城乡建设等6个部门12项行政事业性收费标准。
2015年10月	住建部	各地抓紧落实公积金异地贷款	要求各地全面推行异地贷款业务，拓宽贷款资金筹资渠道，有条件的城市要积极推行住房公积金个人住房贷款资产证券化业务，盘活住房公积金资产。
2016年2月	中央银行、银监会	不“限购”城市，	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买

		首付比例下调	普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付比例为25%，各地可向下浮动5%。
2016年2月	财政部、国税总局、住建部	契税、营业税优惠	对个人购买家庭唯一住房，面积为144平方米及以上契税减按1.5%征收。除北京、上海、深圳广州外，第二套住房面积90平方米及以下减按1%征收契税，90平方米以上减按2%征收契税，营业税取消了原来对住房面积在144平方米及以下的要求。

资料来源：公开资料

受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，我国房地产行业有所回暖。2015年，我国商品房销售面积128,495万平方米，同比增长6.5%；商品房销售额为87,281亿元，同比增长14.4%。

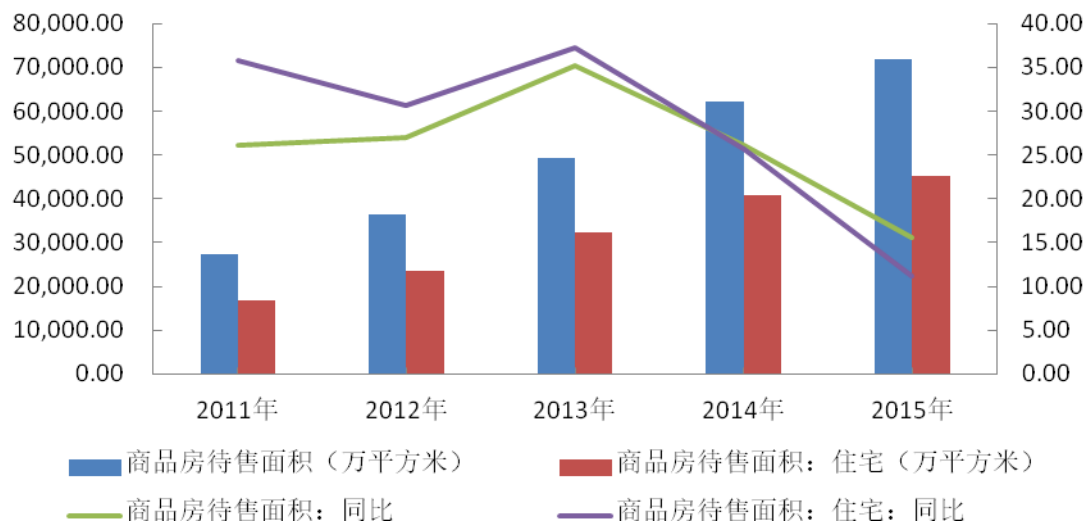
图1 近年我国商品房销售面积、金额及其同比变化情况（单位：亿元、万平方米）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2015年我国房地产行业库存进一步扩大，截至2015年末，我国商品房待售面积71,853万平方米，其中住宅待售面积45,248万平方米，与2014年同期相比分别增加15.60%和11.20%。

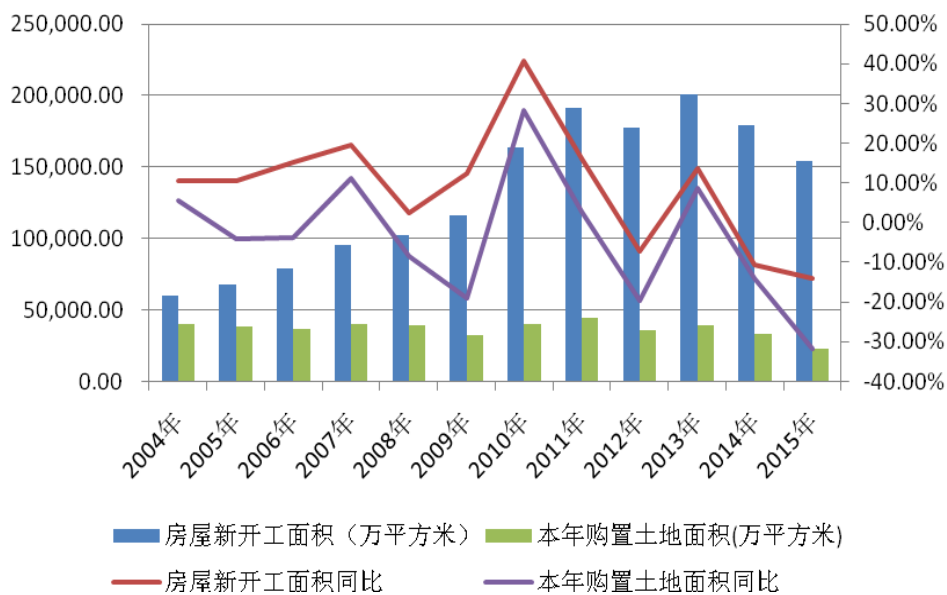
图2 近年我国商品房、住宅待售面积及增速情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

受经济增速放缓、库存高企等因素影响，2015年我国房屋新开工面积和土地购置面积同比大幅减少，房地产投资降温。2015年我国房屋新开工面积同比下降14.0%；全年土地购置面积同比下降31.67%。

图3 近年我国房屋新开工面积、土地购置面积情况



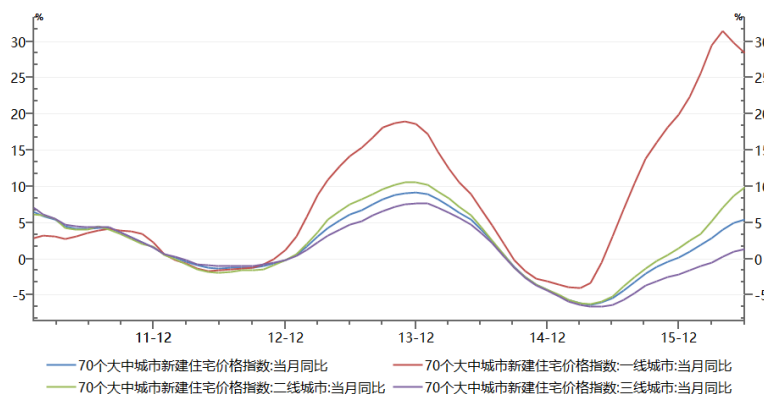
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

我国房地产市场分化严重，三、四线城市的中小房地产企业面临着商品房库存高企、资金短缺和销售难度加大的压力，被市场淘汰的风险较大，未来还需关注政策变动对房地产市场产生的不确定性影响

2015年以来，我国房地产市场虽有所回暖，但不同城市房地产市场分化严重。一线城市需求较旺，成交量增长较多，新建商品住宅及二手住宅价格涨幅较大；二线城市商品房价格总体平稳，成交量有所增加；三、四线城市房价仍然下降，部分城市甚至出现“量价齐跌”的趋势。由此可见，三、四线城市房地产市场形势不容乐观。

从价格来看，我国70个大城市新建住宅价格指数自2014年9月以来呈现负增长，但二三线城市新建住宅价格指数当月同比下滑幅度持续高于一线城市，2015年6月以来，一线城市新建住宅价格指数当月同比出现正增长，而二三线城市当月同比增速仍为负值，其中三线城市住宅价格指数下降更为明显。2016年以来，二三线城市新建住宅价格指数当月同比呈现正增长，但三、四线城市涨幅有限。

图4 近年我国70个大中城市新建住宅价格指数月度同比增速（单位：%）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

目前，我国位于一、二线城市的大型房地产企业具有规模优势和资金优势，但受一、二线城市出让的土地减少、单位面积土地出让价格大幅上升及行业内竞争愈发激烈的影响，面临业务规模增速放缓、经营业绩下滑的风险。开发楼盘主要位于三、四线城市的中小房地产企业，面临着库存房产高企、资金短缺和销售难度加大的压力，经营出现困难，被市场淘汰的风险较大。

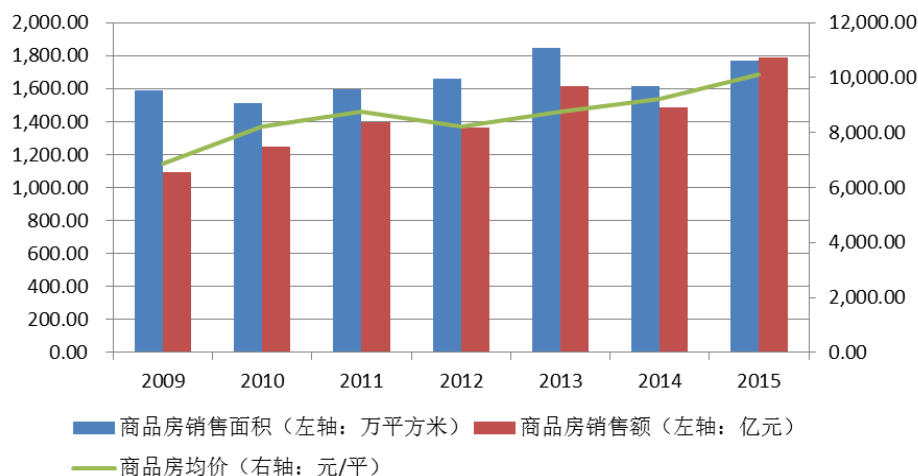
同时我们关注到，2016年以来为抑制房价的过快上涨，部分二线城市已重启限购限贷政策，2016年8月11日，苏州市发布《关于进一步加强苏州市区房地产市场管理的实施意见》，其中包括“非苏州户籍的居民在申请第2套住房的贷款时，需提供2年内累计1年纳税或社保证明”。2016年8月31日厦门市国土资源与房产管理局发布住房限购政策，即对于拥有2套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有1套及以上住房的非本市户籍居民家庭以

及无法提供购房之日前2年内在本市逐月连续缴纳1年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭，暂停在厦门市向其销售建筑面积144平方米及以下的普通商品住房，此住房限购政策自2016年9月5日起执行。2016年8月31日，中国人民银行武汉分行联合河北省银监局发布《关于加强住房信贷政策管理的通知》，2016年9月1日起调整武汉市差别化住房信贷政策，对在武汉市拥有1套住房的居民家庭，再次申请个人住房贷款购买商品住房，首付最低比例为40%；拥有2套及以上并已结清相应购房贷款，或还有1套住房贷款未结清的居民家庭，再次申请个人住房贷款购买商品住房，贷款最低首付比例为40%，拥有2套及以上住房，且有2套住房贷款未结清的居民家庭，继续暂停发放贷款。未来需关注政策变动对房地产市场产生的不确定性影响。

限购政策宽松推动天津市房地产市场回暖，未来政策支持、交通优势、产业协作发展等因素将为天津市房地产市场提供良好的外部环境

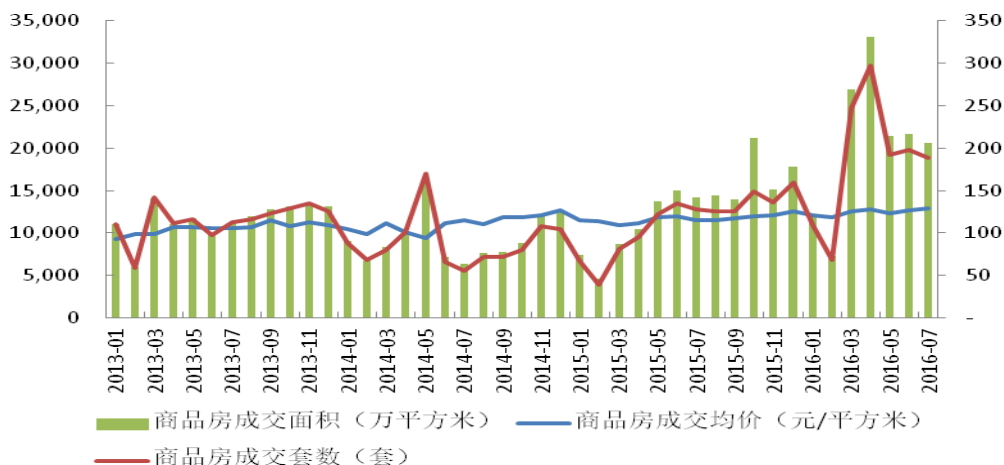
伴随着全国范围限购和限贷政策的放开，2014年10月17日，天津市建委、国土房管局、公积金管理中心等六部门联合下发文件，简称“津十六条”，明确在天津买房不再核查家庭住房情况，也无需提交社保、个人所得税证明；对个人购买家庭唯一普通住房的，144平方米及以下按照成交价格的1.5%征收契税，90平方米及以下按照成交价格的1%征收契税。受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，2015年天津市商品房销售面积、销售额较2014年均有所上升，其中销售面积为1,771.07万平方米，同比上升9.80%；销售额为1,790.01亿元，同比上升20.38%；商品房销售均价为10,106.94元/平方米，同比上升9.64%。2016年以来，天津一手房市场交易活跃，2016年上半年天津市商品住宅成交面积1,120.76万平方米，同比增长109.81%；成交均价为12,236.17元/平方米，同比增长9.15%。

图5 2009-2015年天津商品房销售情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图6 2013年1月-2016年7月天津市商品房月度交易情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

伴随天津市经济的快速发展，滨海新区作为全国综合配套改革试验区，纳入国家总体发展战略，京津冀协同发展将更加强调产业、资源在区域上的互相协调，由此导致京内产业和人口向京外转移，将使北京周边城市承接人口和产业的外溢。在交通方面，2016年初天津保铁路投入运营，与京广、京沪、津秦和京津城际四条高铁无缝对接，天津成为全国高铁枢纽；天津港10万吨级大沽沙航道完工，南疆中部散货堆场等加紧施工，内陆无水港达到25个；天津机场航空物流园区启动建设，新增、恢复和加密航班航线102条，异地候机厅达到20座；京津塘高速公路北部新区高架工程、京台高速天津段正式通车。在产业协作方面，承接北京非首都功能，向河北延伸产业链条，签订生物医药、先进装备制造、新能源汽车等重点合作项目，全年引进京冀项目857个。预计未来一段时间内，伴随着城市地位的提升，天津对外来人口吸附力持续增强，将为天津市房地产市场发展提供良好的外部环境。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自房地产开发经营，建筑材料销售、房屋出租以及物业管理等相关业务给公司收入提供一定补充。2015年以来随着限购政策松绑，同时公司引进代理销售，推动业绩有所提升，2015年公司实现营业收入380,217.63万元，同比增长19.53%，其中房地产开发经营收入366,996.38万元，同比增长20.58%；2016年1-6月，公司实现营业收入117,437.33万元，同比增长46.27%，其中商品房开发经营收入111,241.82万元，同比增长49.63%。毛利率方面，受房地产开发业务毛利率下降影响，2015年以来公司综合毛利率同比均有所下降，主要系项目开发周期过长、财务费用等成本叠加

上升以及利润率较低的经济适用房及商品房结算比例提高所致。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发经营	111,241.82	34.75%	366,996.38	24.66%	304,367.17	33.23%
建筑材料			4,186.00	1.56%	4,696.33	1.53%
房屋出租	6,195.51	22.47%	5,915.67	23.90%	6,542.94	41.59%
物业管理及其他			3,119.58	47.90%	2,497.30	67.05%
合计	117,437.33	34.10%	380,217.63	24.59%	318,103.74	33.20%

资料来源：公司提供

公司房地产销量快速增长，在售、在建项目及土地储备丰富，未来业务持续性较好，同时异地发展有利于降低区域集中风险，但公司在建项目及后续储备土地开发尚需投入规模较大，同时需关注政策风险

随着限购政策松绑以及公司引进代理销售，2015年公司房地产销售有所好转，当年实现合同销售面积12.69万平方米，同比增长26.27%；同时在需求拉动下，2015年公司房地产销售均价为17,210.40元/平方米，同比增长16.24%；量价齐升推动公司实现合同销售金额21.84亿元，同比增长46.77%。随着房地产市场好转，公司加快项目建设进度，2015年公司实现房地产竣工面积70.20万平方米，同比增长79.22%，受此影响，一方面，公司施工面积有所下降，另一方面公司结转房地产开发经营收入36.70亿元，同比增长20.57%。受结算的天欣锦园、天欣颐园、新科园以及新盈庄园等项目开发周期过长、财务费用等成本叠加上升以及毛利率较低的经济适用房结算比例提高影响，2015年公司房地产开发经营业务毛利率下降8.57个百分点。2016年上半年，公司实现合同销售面积25.68万平方米，同比增长318.92%；合同销售金额为45.98亿元，同比增长337.07%。2016年上半年公司结转房地产开发经营收入11.12亿元，同比增长49.63%；毛利率较2015年同期下降14.21个百分点，主要系结算项目中毛利率较低的商品房占比提高以及财务费用等成本增加所致。

表 5 公司房地产开发经营业务情况

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
施工面积（万平方米）	234.86	247.14	272.52
竣工面积（万平方米）	-	70.20	39.17
合同销售面积（万平方米）	25.68	12.69	10.05
合同销售金额（亿元）	45.98	21.84	14.88
结算面积（万平方米）	-	31.03	24.95
结算金额（亿元）	11.12	36.70	30.44

资料来源：公司提供

具体来看，2015年公司销售收入主要来自天津湾、新盈庄园、新科园、天欣锦园、天欣颐园、澜岸雅苑、美域澜苑等；2016年栖塘佳苑、盛庭花园等项目陆续开始预售，2016年1-6月公司房地产销售以美塘佳苑、新盈庄园、盛庭花园、新科园、天津湾等项目为主。截至2016年6月末，公司主要在售房地产项目计容建筑面积225.40万平方米，剩余可售面积159.14万平方米。

表 6 截至 2016 年 6 月末公司主要在售房地产项目销售情况（单位：万平方米）

项目	类型	计容建筑面积	累计销售面积	剩余可售面积	2015 年销售面积	2016 年 1-6 月销售面积
天房美域二期凌口项目	商品房与限价房	16.25	16.01	0.24	1.01	0.53
天欣锦园、天欣颐园	商品房	16.42	6.71	9.71	1.10	2.09
新科园	商品房	14.27	7.79	6.48	1.14	3.16
新盈庄园	商品房	15.27	7.26	8.01	1.83	4.64
美域新城	居住、商业金融	39.37	4.94	34.43	0.83	0.94
天津湾 CD 地块	商品房、商业	53.66	9.88	43.78	5.07	2.07
澜岸雅苑、美域澜苑	商品房	11.28	2.13	9.15	1.11	0.79
栖塘佳苑	商品房	5.32	1.78	3.54	-	1.78
美塘佳苑	商品房	8.86	5.44	3.42	0.12	5.32
盛庭花园	商品房	44.70	4.32	40.38	-	4.32
合计		225.40	66.26	159.14	12.21	25.64

资料来源：公司提供

2016年以来公司对购置的土地津北天(挂)2015-050号和苏地2015-G-22号地块进行开发，新增盛雅佳苑和心著华庭两个项目，同时继续推动美域新城、盛庭花园以及天津湾CD地块等项目建设，大寺新家园公共租赁住房项目为委托开发项目，不对公司构成资金压力，截至2016年6月末，公司主要在建项目尚需投入102.55亿元。此外，公司还建设了天津汉沽河西旧城综合开发建设项目，对于该项目的建设内容主要包括土地一级开发和房地产项目建设，该项目土地整理区域达3,300亩，可出让面积1,711亩；随着土地出让，当地政府给予公司土地整理投资成本加成7%的补偿，公司将该部分收益计入政府补助。该项目预计总投资33.5亿元，截至2016年6月末已投资29.51亿元，2016年上半年公司获得政府补助13,000.00万元。

表 7 截至 2016 年 6 月末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类型	计划投资	已投资	规划计容建筑面积	在建面积
美域新城	居住	16.86	7.87	39.37	8.13
	商业金融				
盛庭花园	商业、居住以及配套综合体	64.05	35.65	44.70	39.80
融邦大厦(平诚大厦)	商业写字楼	4.43	0.44	5.21	-
天津湾 CD 地块	商品房、商业	65.54	21.19	53.66	44.79
盛雅佳苑	商品房	25.17	14.96	11.38	14.30
大寺新家园公共租赁住房项目	公共租赁住房（委托开发）	-	-	120.00	98.02
心著华庭	商品房	17.47	10.86	7.76	10.56
合计		193.52	90.97	282.08	215.60

资料来源：公司提供

2015年以来公司积极推动异地拓展战略目标，先后在苏州取得7块土地，其中苏地2015-G-22号地块已经开发，即为心著华庭项目。同时公司在天津购置津北天(挂)2015-050号（现开发为盛雅佳苑项目），此外，公司通过合作投资开发方式投资天津联津房地产开发有限公司共同开发津红光（挂）2015-097号地块项目，公司所占权益比例为26%。截至2016年6月末，公司储备土地7块，规划计容建筑面积68.86万平方米，其中苏地2016-WG-31号地块和苏地2016-WG-32号地块尚有60.89亿元土地购置款尚未支付。同时我们关注到，公司在苏州购置土地价格以及未来项目开发单位成本相对较高，考虑到苏州市已重启限购政策，未来公司在苏州市房地产项目的盈利能力尚待观察。

表 8 截至 2016 年 6 月末公司土地储备情况（单位：元/平方米、万平方米、亿元）

项目	所在区域	楼面单价	成交总价	项目类型	规划计容建筑面积	计划投资	所占权益
苏地 2015-WG-22 号地块	苏州市姑苏区东二路北、人民路东	19,426	2.11	商品房	1.08	3.85	100%
苏地 2015-WG-23 号地块	苏州市姑苏区十梓街南、东小桥弄东	19,000	2.31	商品房	1.21	4.01	100%
苏地 2015-WG-24 号地块	苏州市姑苏区留园路、广济公园西	31,005	5.97	商品房	1.93	9.17	100%
苏地 2015-WG-25 号地块	苏州市姑苏区苏站西路北、苏站别苑东	9,250	2.70	商品房	2.92	6.5	51%
苏地 2016-WG-31 号地块	苏州市相城区元和街道永方路东、沈思港路南	19,196	40.25	商品房	20.97	尚未完成发改委备案	100%

苏地 2016-WG-32 号地块	苏州市相城区元和街道永方路东、阳澄湖西路北	18,450	27.07	商品房	14.67	尚未完成发改委备案	100%
津红光（挂）2015-097 号地块	天津市红桥区咸阳北路与光荣道交口西北侧	-	23.74	商品房	26.08	54	26%

资料来源：公司提供、天津市以及苏州市国土资源局网站，鹏元整理

整体而言，得益于天津市限购限贷政策松绑以及公司拓展销售渠道，2015年以来公司房地产销售及结转规模均有所增长，公司在售、在建项目较多以及土地储备丰富，未来业务可持续性较好，同时公司积极拓展异地房地产项目，有利于降低业务区域集中风险，但我们关注到公司在建项目及后续储备土地开发尚需投资规模较大，苏州已重启限贷政策，公司在苏州土地购置规模较大，未来需关注政策变动对公司业务产生的不确定性影响。

公司建筑材料销售、房屋出租和物业管理及其他业务给公司收入及利润带来有益补充，但整体规模不大，且盈利能力有所下降

公司下属子公司天津市凯泰建材经营有限公司（以下简称“凯泰建材”）负责统一采购建筑材料，并供应给各个房地产项目，同时部分建筑材料对外销售，主要销售商品包括建筑材料、机械设备、家具、石材、电梯等。2015年建筑材料销售实现收入4,186.00万元，规模较小，同时该业务属于商贸流通业务，毛利率较低。

公司房屋出租收入主要来源于吉利大厦、公司开发项目所建设公建、底商、车库以及部分投资性房产租赁。吉利大厦系公司控股子公司天津吉利大厦有限公司持有经营，坐落于天津市南京路和滨江道交口，总建筑面积6.1万平方米，可出租面积4.3万平方米。除吉利大厦外，公司部分投资性房产已委托天津市天房物业管理有限公司经营管理，车库主要由天津市德霖停车场有限公司管理，其余由裕成分公司管理的底商、公建等物业，2015年公司实现房屋出租收入5,915.67万元，同比减少9.59%。

公司物业管理及其他收入主要来源于子公司天津市华升物业管理有限公司的物业收入以及大寺新家园公共租赁住房的委托开发服务费收入，随着管理项目增加，公司物业管理及其他业务收入有所增长，2015年实现收入3,119.58万元，同比增长24.92%，毛利率较2014年下降19.15个百分点，主要系新接管项目前期成本投入较多所致。

整体而言，公司建筑材料销售、房屋出租和物业管理及其他业务给公司收入及利润带来有益补充，但整体规模不大，且盈利能力有所下降。

公司因未及时履行信息披露义务被天津证监局出具警示函

2015年9月，天津市政府召开研究西青区天房美域中学和幼儿园项目建设工作会议，确定天房美域中学和幼儿园项目的建设由天津市西青区政府负责完成，公司承担其中3500万元建设费用。公司将原计提的建设成本11,860.58万元中超出公司需要承担部分的差

额共计8,360.58万元，于2015年12月31日计入当期营业外收入。公司对此事未及时履行信息披露义务，违反了《上市公司信息披露管理办法》第二条、第三十条相关规定。根据《上市公司信息披露管理办法》第五十九条规定，天津证监局对公司采取出具警示函的行政监管措施。公司2016年8月17日收到天津证监局4份《行政监管措施决定书》，分别是《关于对天津市房地产发展（集团）股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（津证监措施字[2016]22号）、《关于对熊光宇采取监管谈话措施的决定》（津证监措施字[2016]19号）、《关于对毛铁采取监管谈话措施的决定》（津证监措施字[2016]20号）、《关于对杨新喆采取监管谈话措施的决定》（津证监措施字[2016]21号），要求公司加强对《上市公司信息披露管理办法》等相关法规的学习，督促有关人员勤勉尽职，杜绝类似事件再次发生，并于2016年8月31日前向天津证监局提交书面整改报告，同时要求董事长熊光宇、总经理毛铁以及董事会秘书杨新喆于2016年8月24日到天津证监局接受监管谈话。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015年公司新设立4家子公司纳入合并报表范围，2016年上半年公司成立苏州华强房地产开发有限公司纳入合并报表范围，截至2016年6月末公司纳入合并报表范围的子公司共18家。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，存货占比较大但部分资产已用于抵押，资产流动性受限

随着公司的经营发展及债务融资规模扩大，2015年末公司资产总额为2,439,101.31万元，同比增长29.88%；其中流动资产2,276,143.74万元，占比93.32%。债务融资规模的扩大推动公司资产总额增加至2016年6月末的2,724,419.45万元，其中流动资产2,565,133.62万元，占比94.15%。

随着债务融资增加及房地产销售回款，2015年以来公司货币资金持续增加，2016年6月末公司货币资金421,782.46万元，其中7,751.50万元作为承兑汇票保证金和质押存款使用受到限制。公司预付款项主要为预付的土地保证金及工程款，2016年6月末大幅增加至

70,078.67万元，其中包括预付苏地2016-WG-31号和2016-WG-32号地块项目土地保证金36,908万元和27,435万元。公司其他应收款主要系往来款、押金及保证金等，随着公司新增北京首都开发股份有限公司往来借款30,000.00万元、通过委托贷款方式投资天津联津房地产开发有限公司28,236.00万元，2016年6月末公司其他应收款增加至61,323.63万元。公司存货主要为房地产开发项目及土地储备，受项目建设投入以及新增土地储备影响，2015年末公司存货账面价值1,927,742.00万元，同比增长17.26%，其中开发成本1,388,321.00万元为在建项目及土地储备，开发产品539,420.99万元为竣工项目；2016年6月末随着房地产项目的建设推进，公司存货账面价值进一步增加至1,974,619.76万元，其中账面价值954,481.39万元的存货已用于借款抵押。公司其他流动资产主要为预交营业税、土地增值税及企业所得税，由于预交营业税抵扣当期税款，2015年末公司其他流动资产同比减少9.83%至25,232.35万元；受预交营业税、土地增值税及企业所得税均有所增加影响，2016年6月末公司其他流动资产增加至36,904.89万元。

公司投资性房地产主要为用于出租的吉利大厦、公建、商铺和车库等，随着天房美域等项目车库转至投资性房地产，2015年末公司投资性房地产账面价值为138,867.73万元，同比增长46.22%。公司固定资产为办公楼及办公设备等。

整体来看，公司资产规模大幅增长，存货占比较大，集中变现存在一定难度，且部分资产已用于抵押，资产流动性受限。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 6 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	421,782.46	15.48%	312,464.65	12.81%	77,562.00	4.13%
预付款项	70,078.67	2.57%	7,119.47	0.29%	4,264.77	0.23%
其他应收款	61,323.63	2.25%	3,208.92	0.13%	2,989.30	0.16%
存货	1,974,619.76	72.48%	1,927,742.00	79.03%	1,644,015.17	87.54%
其他流动资产	36,904.89	1.35%	25,232.35	1.03%	27,984.27	1.49%
流动资产合计	2,565,133.62	94.15%	2,276,143.74	93.32%	1,757,201.40	93.57%
投资性房地产	132,354.06	4.86%	138,867.73	5.69%	94,971.71	5.06%
固定资产	11,202.39	0.41%	11,564.37	0.47%	13,005.53	0.69%
非流动资产合计	159,285.83	5.85%	162,957.57	6.68%	120,819.64	6.43%
资产总计	2,724,419.45	100.00%	2,439,101.31	100.00%	1,878,021.04	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司房地产销售及结转速度加快，资产运营效率有所提高，但仍面临一定资金运营压力

公司应收账款主要来自收入规模相对较小的建材销售款及商业租赁的租金等，因此对营运资金占用不大，随着房地产市场好转引致公司房地产销售及结转规模增加，公司存货周转效率有所提高。受房地产项目流转速度加快影响，公司应付账款周转天数也有所减少。整体而言，公司净营业周期有所缩短，但仍较长，资金运营压力较大。得益于营业收入的增加，公司总资产周转效率有所提高，但由于公司主要从事房地产开发业务，土地购置以及房地产项目开发投入规模较大，导致对营运资金形成较大占用，因而流动资产及总资产周转效率均不高，仍面临一定资金运营压力。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	0.36	0.44
存货周转天数	2,242.22	2,481.21
应付账款周转天数	94.45	104.67
净营业周期	2,148.13	2,376.98
流动资产周转天数	1,909.44	1,930.81
固定资产周转天数	11.63	15.26
总资产周转天数	2,043.78	2,058.84

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

天津市房地产市场好转推动公司业绩有所提升，且未来业务持续性较好，但公司房地产开发经营业务盈利能力有所下降，同时需关注政策变动给公司房地产项目流转及业绩产生的不确定性影响

2015年，随着房地产项目销售及结转规模扩大，公司实现营业收入380,217.63万元，同比增长19.53%；受结转项目开发周期较长导致财务费用等成本叠加上升以及毛利率较低的经济适用房结算比例提高影响，公司营业成本较2014年提高34.93%，因而导致公司营业利润和营业利润率同比下降49.77%和7.86个百分点；营业成本的较快增长也导致公司综合毛利率同比下降8.61个百分点。2015年公司营业外收入主要来自天房美域项目中支出中学和幼儿园配套建设设施费超出本应承担部分的差额，共计8,360.58万元。营业外收入虽一定程度上提高了利润总额，但营业利润下降较多，因而2015年公司利润总额为30,007.29

万元，同比下降30.45%；利润总额的下降导致公司总资产回报率较2014年下降1.05个百分点。

2016年上半年，天津市房地市场景气度进一步回升，2016年1-6月公司实现营业收入117,437.33万元，较2015年同期增长46.27%；但相对于2015年同期公司结算利润较低的商品房比例增加，同时广告费投入增加导致销售费用提高、有息债务规模扩大导致利息支出增加等对利润水平形成较大侵蚀，因而公司营业利润亏损6,840.77万元，营业利润率为-5.83%。2016年上半年公司获得营业外收入13,053.92万元，其中13,000.00万元为天津市天房海滨建设发展有限公司收到汉沽区政府土地整理返还收益，未来仍可获得一定返还收益，但收益获取时间存在不确定性。

整体来看，随着天津市房地产市场的好转，2015年以来公司业绩有所提升，目前公司土地储备相对丰富，在售、在建项目较多，未来业务持续性较好，但公司盈利能力受项目周期较长、财务费用增加等因素影响有所下降，同时2015年以来公司债务融资规模大幅增加，未来财务成本对利润侵蚀或进一步加大。此外，公司推动异地开发战略，先后在苏州购置多处地块，但目前苏州市已重启限购政策，未来需关注政策变动对公司房地产项目流转及业绩产生的不确定性影响。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
营业收入	117,437.33	380,217.63	318,103.74
营业利润	-6,840.77	21,668.25	43,136.65
营业利润率	-5.83%	5.70%	13.56%
营业外收入	13,053.92	8,404.39	68.96
利润总额	6,077.83	30,007.29	43,146.52
净利润	-1,553.80	18,226.04	30,750.72
综合毛利率	34.10%	24.59%	33.20%
期间费用率	33.16%	12.22%	13.10%
总资产回报率	-	2.20%	3.25%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营性现金流较差，未来资金支出压力较大，较依赖外部融资

随着天津市房地产市场回暖，2015年公司房地产销售规模扩大，因而当年销售商品、提供劳务收到的现金同比增长34.93%；房地产项目投资规模扩大以及土地购置支出导致购买商品、接受劳务支付的现金也有所增加。随着业务规模扩大，公司与其他单位往来款收

支规模也大幅增加，2015年公司收到与支付其他与经营活动有关的现金同比分别增长26.25%和54.18%。整体来看，受房地产开发支出及土地购置支出扩大影响，2015年公司经营活动现金净流出360,552.84万元，经营性现金流仍较差。

投资活动方面，2015年公司投资活动现金流出规模较大，主要系公司回购子公司天津市华兆房地产开发有限公司股权支出50,144.40万元，持股比例由61.54%增加至100%。2015年公司通过借款及发行债券融资规模均大幅增加，当年筹资活动现金流入1,125,057.93万元；筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，整体而言，2015年公司筹资活动现金净流入648,970.76万元。

2016年上半年，公司房地产销售情况继续向好发展，销售商品提供劳务收到现金245,076.40万元；购买商品、提供劳务支付的现金主要系房地产开发投入以及预付的土地购置款项；剔除公司与其他单位往来收支款项影响，公司经营活动现金净流入3,624.73万元。2016年上半年公司投资活动较小，筹资活动现金净流入109,742.11万元主要来自取得借款收到的现金。

整体而言，公司经营性现金流仍较差，且未来房地产项目开发支出及土地购置仍需较大规模资金投入，较依赖外部融资。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
销售商品、提供劳务收到的现金	245,076.40	226,875.93	168,140.93
收到其他与经营活动有关的现金	249,414.57	283,586.47	224,619.83
经营活动现金流入小计	494,490.97	510,462.40	392,779.59
购买商品、接受劳务支付的现金	153,084.42	514,434.83	484,096.35
支付其他与经营活动有关的现金	302,858.90	305,222.25	197,967.84
经营活动现金流出小计	490,866.24	871,015.24	716,416.76
经营活动产生的现金流量净额	3,624.73	-360,552.84	-323,637.17
投资活动产生的现金流量净额	-3,385.53	-50,530.27	57.79
筹资活动产生的现金流量净额	109,742.11	648,970.77	75,134.60
现金及现金等价物净增加额	109,981.31	237,887.66	-248,444.78

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务大幅增加，未来偿债压力加大

随着债务融资规模的扩大，2015年末公司负债总额1,878,831.24万元，同比增长46.35%，其中非流动负债1,157,634.19万元，占比61.61%。2016年上半年预收房款及债务

融资规模扩大进一步提高了公司负债规模，2016年6月末公司负债总额2,165,924.31万元，较2015年末增长15.28%，其中非流动负债1,339,548.48万元，占比61.85%。受少数股东权益减少影响，2015年末公司所有者权益为560,270.07万元，同比下降5.71%；2016年6月末受净利润亏损影响较2015年末略有下降。受负债规模增长较快影响，2015年末公司产权比率增长至335.34%，较2014年末提高119.30个百分点，2016年6月末较2015年末提高52.47个百分点，所有者权益对负债的保障能力持续减弱。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
负债总额	2,165,924.31	1,878,831.24	1,283,791.39
其中：流动负债	826,375.83	721,197.05	692,922.01
非流动负债	1,339,548.48	1,157,634.19	590,869.38
所有者权益	558,495.14	560,270.07	594,229.65
产权比率	387.81%	335.34%	216.04%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

随着短期借款到期偿还，2015年末公司短期借款余额减少至40,395.00万元，2016年上半年新增保证金借款87,700.00万元，2016年6月末公司短期借款余额为128,095.00万元，其中保证借款121,200.00万元，质押借款6,895.00万元。公司应付款项主要为应付已结算尚未到期的工程款，随着该款项到期支付2016年6月末公司应付账款减少至59,617.96万元。公司预收款项主要为预收房地产项目销售款，2015年末减少至135,531.74万元主要系结转收入所致，2016年上半年公司房地产预售情况较好，2016年6月末公司预收款项增加至258,573.50万元。公司其他应付款主要为往来款项，受新增及归还金额变动影响存在一定波动。随着长期借款即将到期，2015年末公司一年内到期的非流动负债391,133.00万元，2016年6月末减少至290,905.00万元，主要系部分到期偿还所致。

2015年以来，项目开发及购置土地资金需求量大，公司加大债务融资力度，2015年末公司长期借款增加至641,380.99万元，同比增长36.71%，2016年6月末进一步增加至822,221.84万元，其中保证借款493,900.00万元，保证、抵押及质押借款140,000.00万元，保证及抵押借款108,321.84万元，抵押借款80,000.00万元。2015年公司发行两期债券，其中本期债券总额10亿元，债券期限为5年，发行利率为5.80%；“15天房发”总额30亿元，债券期限为5年，发行利率为7.00%；2015年末公司应付债券余额513,636.27万元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 6 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	128,095.00	5.91%	40,395.00	2.15%	90,055.00	7.01%
应付账款	59,617.96	2.75%	79,272.42	4.22%	71,176.19	5.54%
预收款项	258,573.50	11.94%	135,531.74	7.21%	280,862.36	21.88%
其他应付款	47,337.55	2.19%	43,995.00	2.34%	59,291.76	4.62%
一年内到期的非流动负债	290,905.00	13.43%	391,133.00	20.82%	163,665.00	12.75%
流动负债合计	826,375.83	38.15%	721,197.05	38.39%	692,922.01	53.97%
长期借款	822,221.84	37.96%	641,380.99	34.14%	469,143.46	36.54%
应付债券	514,709.54	23.76%	513,636.27	27.34%	119,137.82	9.28%
非流动负债合计	1,339,548.48	61.85%	1,157,634.19	61.61%	590,869.38	46.03%
负债合计	2,165,924.31	100.00%	1,878,831.24	100.00%	1,283,791.39	100.00%
有息债务	1,757,434.38	81.14%	1,589,375.26	84.59%	850,379.28	66.24%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

随着长期借款、应付债券等债务融资规模扩大，2015年末公司有息债务规模达1,589,375.26万元，同比增长86.90%，2016年6月末增加至1,757,434.38万元。偿债能力指标方面，随着负债规模增加，公司资产负债率有所提高，2015年末公司资产负债率为77.03%，同比提高8.67个百分点，2016年6月末较2015年末进一步提高2.47个百分点，剔除预收款项影响后，2016年6月末公司资产负债率仍高达77.35%，公司资产负债率较高，融资弹性较低。2015年末公司销售商品、提供劳务收到的现金与剔除预收款项的流动负债的比值为0.39，主营业务现金流入对流动负债的保障能力较弱。债务融资增加了公司货币现金以及存货等流动资产，公司流动比率与速动比率均有所提高，但速动比率仍处于较低水平，同时公司项目开发及土地购置仍需要较大规模资金投入，短期偿债能力指标仍然较弱。受利润总额下降影响，2015年公司EBITDA有所减少，加之有息债务规模扩大导致利息支出增加，EBITDA对有息债务本息的保障能力减弱。

整体而言，2015年以来公司有息债务大幅增加，主营业务现金流对流动负债的保障能力较弱，短期偿债能力指标表现较弱，EBITDA下降以及债务规模增加导致EBITDA对债务本息的保障能力下降，未来房地产项目投入及土地购置支出仍需依赖外部融资，将进一步加大公司债务压力。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
资产负债率	79.50%	77.03%	68.36%
剔除预收款项的资产负债率	77.35%	75.68%	62.79%
销售商品、提供劳务收到的现金 /剔除预收款项的流动负债	0.43	0.39	0.41
流动比率	3.10	3.16	2.54
速动比率	0.71	0.48	0.16
EBITDA（万元）	30,885.79	53,117.16	64,097.48
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.49	0.82
有息债务/EBITDA	56.90	29.92	13.27

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

天房集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平

根据公司与天房集团签订的担保函，天房集团在本期债券的存续期间为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。承诺在本期债券发行首日至本期债券到期日后6个月内，如公司不能按期兑付债券本金及到期利息，天房集团保证将本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用等一并划入本期债券持有人或本期债券受托管理人指定的账户。

2015年天房集团注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变更，天津市人民政府国有资产监督管理委员会持有天房集团100%股权，为其控股股东及实际控制人。

天房集团是天津市最大的房地产企业，在天津市房地产市场具有较强的区域竞争优势，同时天房集团在房地产领域具有全产业链优势，产业资源整合能力较强。2015年天房集团主营业务未发生变化，收入仍主要来自房地产开发、建材销售、工程施工以及代建业务。2015年天房集团各业务板块收入均呈现不同程度增长，进而推动其营业收入同比增长89.03%，其中房地产开发收入195.82亿元，同比增长162.18%。得益于房地产开发、工程施工及代建业务毛利率的提高，2015年天房集团综合毛利率为23.59%，较2014年提高5.13个百分点。

表 16 天房集团营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发收入	195.82	28.46%	74.69	27.07%
商品销售收入	87.60	0.23%	64.73	0.58%
工程收入	13.80	14.82%	11.12	9.88%
代建收入	12.61	82.03%	4.38	11.45%
其他	15.52	49.52%	16.02	51.50%
主营业务小计	325.36	23.36%	170.94	17.81%
其他业务小计	2.62	52.12%	2.57	61.45%
合计	327.98	23.59%	173.51	18.46%

资料来源：天房集团 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，天房集团资产总额为1,792.57亿元，所有者权益为283.57亿元，资产负债率为84.18%；2015年度，天房集团实现营业收入327.98亿元，利润总额28.34亿元，经营活动现金净流出203.37亿元。

截至2016年6月30日，天房集团资产总额为1,822.69亿元，所有者权益为288.64亿元，资产负债率为84.16%；2016年1-6月，天房集团实现营业总收入130.07亿元，利润总额7.02亿元，经营活动现金净流出90.61亿元。

表 17 天房集团主要财务指标

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	18,226,914.83	17,925,675.52	13,300,200.63	10,351,559.94
所有者权益合计（万元）	2,886,392.23	2,835,654.42	1,871,944.90	1,673,729.09
有息债务（万元）	12,114,066.83	11,963,124.05	8,159,100.25	6,021,033.74
资产负债率	84.16%	84.18%	85.93%	83.83%
剔除预收款项的资产负债率	83.69%	83.86%	84.84%	82.93%
流动比率	2.25	1.88	1.74	1.62
速动比率	0.81	0.67	0.58	0.84
营业总收入（万元）	1,300,729.11	3,288,557.86	1,746,502.08	1,583,621.05
营业利润（万元）	56,550.68	256,700.13	-31,429.50	-3,337.31
利润总额（万元）	70,199.73	283,397.82	-24,912.79	30,292.91
综合毛利率	-	23.59%	18.46%	14.28%
总资产回报率	-	2.97%	0.98%	-
EBITDA（亿元）	-	52.10	18.10	11.24
EBITDA利息保障倍数	-	0.56	0.37	0.37
经营活动现金流净额（万元）	-906,073.05	-2,033,697.25	-2,051,074.44	-757,041.10

资料来源：天房集团 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

天津市房地产市场外部环境较好，2015年天房集团营业收入大幅增长，盈利能力有所增强，未来业务可持续较强；同时我们也关注到，天房集团业务存在一定区域集中风险，资产质量一般，经营性现金流较差，面临一定资金压力以及未来偿债压力较重等风险因素。

经鹏元2016年8月30日综合评定，维持天房集团主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的连带责任保证，有效提升了本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

截至2016年6月30日，公司对外担保余额为44,200.00万元，占当期末净资产的比重为7.91%，担保对象为天津联津房地产开发有限公司，系公司与天津兴泰吉鑫置业有限公司等共同设立的子公司，公司持股比例为26%，未来代偿风险相对较小。

表 18 截至 2016 年 6 月 30 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
天津联津房地产开发有限公司	44,200.00	2019.6.27	否

资料来源：公司提供

八、评级结论

京津冀协同发展以及滨海新区纳入国家总体发展战略等政策支持、交通区位优势、产业协作能力等因素为天津市房地产市场发展提供良好的外部环境；2015年以来公司房地产销量快速增长，公司在售、在建房地产项目较多，土地储备丰富，未来业务持续性较好；2015年以来公司先后在苏州购置7块土地，异地业务拓展有利于降低该业务区域集中风险；天房集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。同时我们关注到，2015年以来公司在苏州先后购置7块土地，苏州市2016年8月已重启限贷政策，该区域房地产开发业务或面临一定政策风险；公司因未及时履行信息披露义务被天津证监局出具警示函；受部分结转项目开发周期较长导致财务费用等成本叠加上升等因素影响，公司房地产开发经营业务盈利能力有所下降；公司后续房地产开发仍需大规模资金投入，面临较大资金压力；公司有息债务大幅增加至2016年6月末的1,757,434.38万元，未来偿债压力加大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级AA+，评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 6 月	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	421,782.46	312,464.65	77,562.00	315,964.78
应收账款	424.20	376.36	385.89	388.33
预付款项	70,078.67	7,119.47	4,264.77	4,028.39
其他应收款	61,323.63	3,208.92	2,989.30	12,147.70
存货	1,974,619.76	1,927,742.00	1,644,015.17	1,285,171.64
其他流动资产	36,904.89	25,232.35	27,984.27	37,316.95
流动资产合计	2,565,133.62	2,276,143.74	1,757,201.40	1,655,017.79
可供出售金融资产	4,278.22	4,278.22	4,133.82	-
长期股权投资	6,676.84	3,722.36	4,167.70	8,592.22
投资性房地产	132,354.06	138,867.73	94,971.71	77,562.85
固定资产	11,202.39	11,564.37	13,005.53	13,957.30
无形资产	613.98	621.16	635.52	649.88
商誉	1,054.83	1,054.83	1,054.83	1,054.83
长期待摊费用	764.01	886.74	1,213.35	1,437.03
递延所得税资产	2,341.50	1,962.16	1,637.17	2,176.16
非流动资产合计	159,285.83	162,957.57	120,819.64	105,430.28
资产总计	2,724,419.45	2,439,101.31	1,878,021.04	1,760,448.07
短期借款	128,095.00	40,395.00	90,055.00	167,253.00
应付票据	1,503.00	2,830.00	8,378.00	2,716.00
应付账款	59,617.96	79,272.42	71,176.19	52,386.25
预收款项	258,573.50	135,531.74	280,862.36	401,108.85
应付职工薪酬	148.37	199.95	199.04	497.44
应交税费	8,450.02	4,374.02	6,054.62	1,376.42
应付利息	24,113.33	16,053.33	7,120.00	-
应付股利	7,570.12	7,350.62	6,058.05	4,931.69
其他应付款	47,337.55	43,995.00	59,291.76	43,617.51
一年内到期的非流动负债	290,905.00	391,133.00	163,665.00	136,100.00
其他流动负债	61.98	61.98	61.98	61.98
流动负债合计	826,375.83	721,197.05	692,922.01	810,049.13
长期借款	822,221.84	641,380.99	469,143.46	364,757.00
应付债券	514,709.54	513,636.27	119,137.82	24,739.81
长期应付款	9.19	9.02	6.22	2.98
预计负债	1,532.41	1,532.41	1,532.41	1,532.41
递延收益	91.91	91.91	65.88	-

递延所得税负债	181.57	181.57	181.57	181.57
其他非流动负债	802.02	802.02	802.02	802.02
非流动负债合计	1,339,548.48	1,157,634.19	590,869.38	392,015.79
负债合计	2,165,924.31	1,878,831.24	1,283,791.39	1,202,064.92
股本	110,570.00	110,570.00	110,570.00	110,570.00
资本公积	220,524.18	220,524.18	220,524.18	220,524.18
盈余公积	29,552.71	29,552.71	29,552.71	28,883.70
未分配利润	84,572.64	93,577.54	98,226.26	86,512.28
归属于母公司所有者权益合计	445,219.52	454,224.43	458,873.15	446,490.16
少数股东权益	113,275.61	106,045.64	135,356.50	111,892.99
所有者权益合计	558,495.14	560,270.07	594,229.65	558,383.15
负债和所有者权益总计	2,724,419.45	2,439,101.31	1,878,021.04	1,760,448.07

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	117,437.33	380,217.63	318,103.74	174,943.66
其中：营业收入	117,437.33	380,217.63	318,103.74	174,943.66
二、营业总成本	123,982.58	358,180.62	275,202.78	158,904.88
其中：营业成本	77,388.77	286,731.72	212,498.92	108,585.72
营业税金及附加	6,112.01	24,901.49	21,063.10	12,609.90
销售费用	9,285.59	13,917.26	12,635.51	12,154.38
管理费用	8,999.90	16,543.07	15,106.68	16,226.29
财务费用	20,661.82	16,000.27	13,922.01	9,244.26
资产减值损失	1,534.49	86.80	-23.44	84.34
加：投资收益	-295.53	-368.76	235.70	71.81
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-295.53	-445.34	-290.70	50.22
三、营业利润	-6,840.77	21,668.25	43,136.65	16,110.59
加：营业外收入	13,053.92	8,404.39	68.96	8,277.07
减：营业外支出	135.32	65.35	59.09	19.99
四、利润总额	6,077.83	30,007.29	43,146.52	24,367.67
减：所得税费用	7,631.62	11,781.26	12,395.81	6,492.54
五、净利润	-1,553.79	18,226.03	30,750.71	17,875.12

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	245,076.40	226,875.93	168,140.93	294,180.69
收到的税费返还	-	-	18.83	1.54
收到其他与经营活动有关的现金	249,414.57	283,586.47	224,619.83	228,314.70
经营活动现金流入小计	494,490.97	510,462.40	392,779.59	522,496.93
购买商品、接受劳务支付的现金	153,084.42	514,434.83	484,096.35	378,632.04
支付给职工以及为职工支付的现金	7,646.47	12,575.33	12,160.28	11,617.10
支付的各项税费	27,276.45	38,782.83	22,192.29	38,862.91
支付其他与经营活动有关的现金	302,858.90	305,222.25	197,967.84	243,467.28
经营活动现金流出小计	490,866.24	871,015.24	716,416.76	672,579.33
经营活动产生的现金流量净额	3,624.73	-360,552.84	-323,637.17	-150,082.39
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	76.58	526.40	21.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	28.05	7.99	7.79	0.24
投资活动现金流入小计	28.05	84.57	534.19	21.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	163.57	470.44	476.40	662.84
投资支付的现金	3,250.00	50,144.40	-	281.51
投资活动现金流出小计	3,413.57	50,614.84	476.40	944.35
投资活动产生的现金流量净额	-3,385.53	-50,530.27	57.79	-922.52
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	2,980.00	9,608.00	50,000.00
取得借款收到的现金	414,855.36	718,756.78	415,035.50	553,790.00
发行债券收到的现金	-	393,672.00	119,030.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	1,415.00	9,649.15	1,520.50	13,724.70
筹资活动现金流入小计	416,270.36	1,125,057.93	545,194.00	617,514.70
偿还债务支付的现金	246,542.51	368,711.26	385,282.04	205,111.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	59,207.77	98,199.65	71,040.87	53,470.65
支付其他与筹资活动有关的现金	777.97	9,176.26	13,736.49	13,912.45
筹资活动现金流出小计	306,528.25	476,087.17	470,059.40	272,494.10
筹资活动产生的现金流量净额	109,742.11	648,970.77	75,134.60	345,020.60
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	109,981.31	237,887.66	-248,444.78	194,015.68
加：期初现金及现金等价物余额	304,049.65	66,162.00	314,606.78	120,591.10

六、期末现金及现金等价物余额	414,030.96	304,049.65	66,162.00	314,606.78
----------------	------------	------------	-----------	------------

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	-1,553.79	18,226.03	30,750.71	17,875.12
加：资产减值准备	1,534.49	86.80	-23.44	84.34
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,092.17	5,247.45	4,533.67	5,108.89
无形资产摊销	7.18	14.36	14.36	14.36
长期待摊费用摊销	165.69	326.61	339.64	272.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-12.19	41.87	22.66	-4.83
固定资产报废损失	-	-	0.90	-
财务费用	21,542.93	17,521.44	16,063.29	11,006.62
投资损失	295.53	368.76	-235.70	-71.81
递延所得税资产减少	-379.34	-324.99	538.99	-533.09
存货的减少	3,829.03	-241,928.69	-318,537.21	-270,944.99
经营性应收项目的减少	-134,320.42	-399.66	18,286.46	-20,480.73
经营性应付项目的增加	109,423.46	-159,732.83	-75,391.51	107,590.83
经营活动产生的现金流量净额	3,624.73	-360,552.84	-323,637.17	-150,082.39

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 6 月	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数（天）	-	0.36	0.44	0.79
存货周转天数（天）	-	2,242.22	2,481.21	3,738.11
应付账款周转天数（天）	-	94.45	104.67	194.60
净营业周期（天）	-	2,148.13	2,376.98	3,544.30
流动资产周转天数（天）	-	1,909.44	1,930.81	2,845.97
固定资产周转天数（天）	-	11.63	15.26	29.43
总资产周转天数（天）	-	2,043.78	2,058.84	3,066.42
营业利润率	-5.83%	5.70%	13.56%	9.21%
综合毛利率	34.10%	24.59%	33.20%	37.93%
期间费用率	33.16%	12.22%	13.10%	21.51%
总资产回报率	-	2.20%	3.25%	2.37%
产权比率	387.81%	335.34%	216.04%	215.28%
有息债务（万元）	1,757,434.38	1,589,375.26	850,379.28	695,565.81
资产负债率	79.50%	77.03%	68.36%	68.28%
剔除预收款项的资产负债率	77.35%	75.68%	62.79%	58.92%
流动比率	3.10	3.16	2.54	2.04
速动比率	0.71	0.48	0.16	0.46
EBITDA（万元）	30,885.79	53,117.16	64,097.49	29,763.79
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.49	0.82	0.73

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年6月30日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
天津吉利大厦有限公司	6,661.80	75.00%	房地产开发
天津市华驰租赁有限公司	300.00	90.00%	租赁
天津海景实业有限公司	50,000.00	50.00%	房地产开发
天津市华升物业管理有限公司	300.00	100.00%	物业管理
天津市凯泰建材经营有限公司	15,000.00	100.00%	商品流通
天津市天房海滨建设发展有限公司	120,000.00	100.00%	房地产开发
天津市华兆房地产开发有限公司	130,000.00	100.00%	房地产开发
天津市华亨房地产开发有限公司	80,000.00	100.00%	房地产开发
天津市天蓟房地产开发有限责任公司	35,000.00	60.00%	房地产开发
天津市华塘房地产开发有限公司	50,000.00	100.00%	房地产开发
天津市华景房地产开发有限公司	114,608.00	91.62%	房地产开发
天津市华博房地产开发有限公司	5,000.00	60.00%	房地产开发
天房（苏州）投资发展有限公司	4,000.00	100.00%	房地产开发
天房（苏州）置业有限公司	4,000.00	100.00%	房地产开发
苏州津鑫共创置业有限公司	2,000.00	51.00%	房地产开发
苏州华强房地产开发有限公司	4,000.00	100.00%	房地产开发

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数（天）	$(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / (2 * \text{营业收入})$
	存货周转天数（天）	$(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / (2 * \text{营业成本})$
	应付账款周转天数（天）	$(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (2 * \text{营业成本})$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数（天）	$(\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / (2 * \text{营业收入})$
	固定资产周转天数（天）	$(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / (2 * \text{营业收入})$
	总资产周转天数（天）	$(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / (2 * \text{营业收入})$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	营业利润/营业收入
	EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	非付现费用	资产减值损失+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
资本结构及财务安全性	产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	剔除预收款项的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收款项}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项}) \times 100\%$
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。