

跟踪评级公告

联合[2018]559 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“15 天保 01”和“16 天保 01”进行跟踪评级，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公开发行的“15 天保 01”和“16 天保 01”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十八日

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

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 天保 01	8 亿元	5 (3+2) 年	AA+	AA+	2017 年 5 月 25 日
16 天保 01	8 亿元	5 (3+2) 年	AA+	AA+	2017 年 5 月 25 日

跟踪评级时间：2018 年 5 月 18 日

主要财务数据：

发行人-天津天保基建股份有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	83.95	103.02	100.20
所有者权益 (亿元)	46.84	51.22	53.57
长期债务 (亿元)	15.95	20.47	22.38
全部债务 (亿元)	15.95	20.47	22.38
营业收入 (亿元)	16.55	18.46	9.51
净利润 (亿元)	2.91	4.11	2.35
EBITDA (亿元)	4.78	6.78	--
经营性净现金流 (亿元)	13.85	-12.89	-1.26
营业利润率 (%)	27.41	36.54	4.68
净资产收益率 (%)	6.39	8.38	--
资产负债率 (%)	44.20	50.29	46.54
全部债务资本化比率 (%)	25.41	28.56	29.47
流动比率 (倍)	3.47	2.80	3.50
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.30	0.33	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.39	8.37	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.30	0.42	--

担保方-天津保税区投资控股集团有限公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	1,175.51	1,104.71
所有者权益 (亿元)	401.88	411.64
营业收入 (亿元)	66.80	71.16
净利润 (亿元)	17.88	7.03
营业利润率 (%)	18.04	13.02
资产负债率 (%)	65.81	62.74
流动比率 (倍)	1.61	1.32

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司 2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、担保方的应付融资租赁款已计入长期债务中测算

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”）的跟踪评级，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，房地产业务经营稳健。2017 年，公司收入增长、利润增加，债务负担仍属较轻水平。同时，联合评级也关注到房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大，公司土地储备规模不大且集中度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司已完成天津中天航空工业投资有限责任公司（以下简称“中天航空公司”）60.00%的股权收购，公司经营业务向航空工业领域扩展，有助于公司业务多元化发展。

“15 天保 01”和“16 天保 01”由天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“天保投控”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天保投控业务范围广、资产和盈利规模较大，其对本次债券的担保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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 天保 01”和“16 天保 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2017 年，公司营业收入和净利润增长明显。

2. 2017 年，公司完成中天航空公司 60.00%的股权收购，有助于公司多元化发展。

3. 公司货币资金充足，对债务覆盖程度较高。

4. 担保方天保投控经营范围广、资产规模较大，其担保对于“15 天保 01”和“16 天保 01”的按期偿付有明显的积极作用。

关注

1. 房地产行业处于持续调控中，对房地产行业景气度影响较大。

2. 公司房地产项目主要集中于天津滨海新区、空港经济区开发区，受区域经济发展状况影响较大，存在区域集中度较高的风险。

3. 公司现有土地储备规模不大，公司房地产未来开发规模受到一定限制。2017 年公司获取的塘沽大连东道地块楼面价较高，未来盈利空间受到一定限制。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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”），天水股份于 2000 年 4 月 6 日在深圳证券交易所挂牌交易。2007 年 9 月，天水股份进行股权分置改革，天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”）将其独资公司天津天保房地产开发有限公司的全部股权与天水股份的资产进行置换，并更名为“天津天保基建股份有限公司”，股票名称变更为“天保基建”，股票代码“000965.SZ”。

公司经多次增发、配股、转增和重大资产重组后，截至 2018 年 3 月底，注册资本 10.09 亿元，总股本 10.09 亿股。其中，公司控股股东天保控股持股 51.45%，公司实际控制人为天津港保税区国有资产管理局（如下图）。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2017 年，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。

截至2017年底，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”）和天津天保福源房地产开发有限公司（以下简称“天保福源”）5家全资子公司，其中天保福源为公司在2017年新投资设立的全资子公司。

截至2018年3月底，公司合并资产总额100.20亿元，负债合计46.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计53.57亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年1~3月，公司实现合并营业收入9.51亿元，净利润（含少数股东损益）2.35亿元，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-1.26亿元，现金及现金等价物净增加额为0.55亿元。

公司注册地址：天津自贸试验区（空港经济区）西五道 35 号汇津广场 1 号楼-602；法定代表人：周广林。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]637 号”文件核准，公司分别于 2015 年 7 月 21 日和 2016 年 10 月 24 日发行了“天津天保基建股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”（以下

简称“15 天保 01”，债券代码：112256.SZ）和“天津天保基建股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“16 天保 01”，债券代码：112463.SZ），两期债券均已于深圳证券交易所挂牌交易。“15 天保 01”和“16 天保 01”发行规模均为 8.00 亿元，发行期限均为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，均为单利按年计息、不计复利，票面利率分别为 4.50%和 3.18%。两期债券均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。

表 1 公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	发行日期	期限（年）	票面利率（%）
15 天保 01	112256.SZ	8.00	2015-07-21	5（3+2）	4.50
16 天保 01	112463.SZ	8.00	2016-10-24	5（3+2）	3.18

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司“15 天保 01”和“16 天保 01”两期债券募集资金已全部使用完毕，按要求全部用于补充公司流动资金。公司已于 2017 年 7 月 21 日支付“15 天保 01”公司债券 2016 年 7 月 21 日至 2017 年 7 月 20 日利息 3,600 万元；于 2017 年 10 月 24 日支付“16 天保 01”公司债券 2016 年 10 月 24 日至 2017 年 10 月 23 日利息 2,544 万元。

三、行业分析

1. 行业概况

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售

额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从 2016 年 10 月开始密集出台调控政策，并在 2017 年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的发展方向。2017 年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017 年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2018 年 3 月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2017 年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

3. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业

开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策不放松，实施差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

（3）中小房企面临被整合风险

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，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，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、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；同时，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2017年以来，公司组织结构和管理制度未发生重大变化。2017年1月，公司原董事长孙亚宁因工作原因辞职离任，不再担任公司任何职务，公司选举周广林先生为公司董事长。2017年8月，公司董事会和监事会进行换届选举，罗永泰、付旭东、李祥三人不再担任独立董事，新任独立董事为马弘、运乃建、段咏；原监事周善忠离任并开始担任公司非独立董事；杨宝军开始担任公司监事。公司其他董事会、管理层和监事会人员未发生变更。

公司董事长周广林先生，1962年2月生，中共党员，大学学历，高级经济师。2003年至2015年5月历任天保控股投资管理部副部长、部长，招商发展部部长。2015年6月起任公司董事、总经理。现任公司董事长、总经理。

总体看，公司核心管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、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、物业管理业务。2017年，公司收购了中天航空公司，未来营业收入构成可能发生变化。

2017年，公司实现营业收入18.46亿元，同比增长11.55%，主要系其他业务收入增加所致。从营业收入结构来看，2017年，公司房地产销售收入占72.16%，为公司主要收入来源，占比较上年有所下降；公司物业出租、物业管理收入占比分别为2.46%和1.01%，对公司营业收入影响不大。

从各业务板块收入来看，2017年，公司房地产销售收入13.32亿元，同比下降15.80%，主要

系项目结转收入减少所致；公司物业出租收入 0.45 亿元，同比增长 15.38%，主要系天保金海岸超市项目物业出租收入增加所致；公司物业管理收入 0.19 亿元，同比下降 5.00%，主要系天保金海岸 B01 物业管理项目退出所致。其他业务收入 4.50 亿元，较上年的 0.14 亿元大幅上升，主要系因天津经济技术开发区规划及津滨轻轨 9 号线建设需要，天津经济技术开发区土地整理中心拟将公司全资子公司滨海开元所持有的天保金海岸 E01 地块土地使用权有偿收回，土地补偿费用合计人民币 4.50 亿元。

表 2 2016~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	15.82	95.57	37.80	13.32	72.16	56.88
物业出租	0.39	2.38	4.76	0.45	2.46	16.72
物业管理	0.20	1.20	-56.49	0.19	1.01	-60.62
其他业务	0.14	0.85	48.85	4.50	24.38	59.66
合计	16.55	100.00	35.97	18.46	100.00	55.39

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，2017 年，公司综合毛利率 55.39%，较上年上升 19.42 个百分点，主要系房地产销售毛利率提升所致。其中，公司房地产销售毛利率 56.88%，较上年上升 19.08 个百分点，主要系结转项目销售均价较高所致；公司物业出租毛利率 16.72%，较上年的 4.76% 大幅提升，主要系天保青年公寓维修成本和能源费下降所致；公司物业管理毛利率 -60.62%，较上年下降 4.13 个百分点，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所致；公司其他业务毛利率 59.66%，较上年上升 10.81 个百分点，主要系天保金海岸地块转让价较高所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.51 亿元，同比增加 101.48%，主要系意境兰庭二期项目结转收入所致；实现净利润 2.35 亿元。

总体看，公司业务收入仍以房地产开发为主。公司其他业务大幅增加导致营业收入有所增长，但其他业务收入可持续性一般。受益于近年房价上涨，公司整体毛利率有所上升。

2. 房地产业务

（1）土地储备

2017 年 3 月，公司成功竞得滨海新区生态城地块及塘沽大连道地块，建筑面积总计约 15.47 万平方米，土地成交价格共计 25.30 亿元，大连道地块土地用途为城镇住宅和商服用地，生态城地块土地用途为城镇住宅用地，其中塘沽大连东道地块楼面价较高，未来盈利空间受到一定限制。截至 2017 年底，公司拥有的待开发土地面积 16.04 万平方米，规划建筑面积 42.03 万平方米。公司主要开发天津滨海新区、空港经济区的房地产项目，现有土地储备规模不大，未来房地产开发规模或受到一定限制。

表 3 2017 年公司拿地情况（单位：%，平方米、万元、元/平方米）

项目名称	区位	权益比例	总建筑面积	土地储备面积	购地支出	楼面均价
天津生态城地块住宅项目	天津滨海新区	100	127,000.00	63,511.50	190,500.00	15,000.00
塘沽大连东道地块住宅项目	天津滨海新区	100	27,710.25	11,084.10	62,490.00	22,551.22
合计			154,710.25	74,595.6	252,990.00	--

资料来源：公司提供

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，在一定程度上限制了公司未来房地产业务开发规模。2017年获取的塘沽大连东道地块楼面价较高。

（2）项目开发建设情况

截至2017年底，公司历史开发项目主要有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项目。

2017年，公司无新开工房地产项目，主要系根据公司项目安排确定。2017年3月竞得的土地于2018年5月安排开工。

同期公司竣工面积14.30万平方米，主要来自于意境兰庭二期项目，同比增长38.18%。

表3 2016~2017年公司项目开发情况

项目	2016年	2017年
当期新开工面积（平方米）	71,727.30	0
当期新开工项目数量（个）	2	0
当期竣工面积（平方米）	88,000.00	143,001.15
期末在建面积（平方米）	296,013.35	153,222.17

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2017年底，公司共有2个在建房地产项目，占地面积合计7.17万平方米、建筑面积15.32万平方米。公司在建项目计划总投资15.06亿元，截至2017年底已投资8.73亿元，尚需投资6.32亿元。

表4 截至2017年底公司在建项目投资情况（单位：平方米、万元）

项目名称	项目位置	占地面积	建筑面积	土地用途	规划总投资	截至2017年底已投资额
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	55,115	51,734
天保金海岸E03项目	滨海新区开发区东至太湖路，南至第一大街，西至太湖西路，北至广达街	44,341.00	79,813.80	居住用地	95,464	35,611
合计		71,727.30	153,222.17	--	150,579	87,345

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目规模较小，未来融资压力不大。

（3）房地产销售情况

2017年，公司签约销售面积为7.85万平方米，同比下降34.09%，主要系新达预售项目较少所致；销售金额16.58亿元，同比下降32.52%，主要系销售面积下降所致。在签约销售均价方面，2017年，公司房产销售均价为21,129元/平方米，较上年上升2.42%，主要系公司根据区域市场销售行情调整销售价格所致。

2017年，公司已售项目结转面积7.25万平方米，结转收入12.85亿元，较上下下降18.77%，当年结转的主要为意境兰庭二期项目。

表 5 2016~2017 年公司房地产销售概况

项目	2016 年	2017 年
达预售项目（个）	3	1
签约销售面积（万平方米）	11.91	7.85
签约销售金额（亿元）	24.57	16.58
签约销售均价（元/平方米）	20,629	21,129
结转收入面积（万平方米）	11.06	7.25
结转收入（亿元）	15.82	12.85

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售项目 6 个，尚余可售面积为 10.71 万平方米，按 2016 年和 2017 年签约销售面积的平均值（9.88 万平方米）算，可以满足公司未来一年左右的销售。公司汇川大厦、汇津广场一期以及汇盈产业园等项目去化较慢，主要系天津空港经济区写字楼及商业项目市场存量较大所致。

表 6 截至 2017 年底公司在售项目情况（单位：万平方米）

项目名称	位置	建筑面积	总可售面积	开盘时间	2016 年 销售面积	2017 年 销售面积	2017 年底 剩余可售面积
意境兰庭二期项目	天津空港经济区	14.28	10.71	2016.12	5.15	5.52	0.04
天保金海岸 B01 项目	天津经济技术开发区	18.74	18.29	2012.12	0.50	0.08	0.2
天保金海岸 D07 项目	天津经济技术开发区	7.34	4.91	2016.12	3.60	1.27	0.04
汇川大厦	天津空港经济区	4.55	3.34	2015.8	0.30	0.61	2.28
汇津广场一期	天津空港经济区	5.92	5.92	2010.11	0.37	0.24	2.83
汇盈产业园	天津空港经济区	6.46	5.93	2016.12	0.50	0.11	5.32
合计	--	35.67	49.1	--	10.42	7.83	10.71

资料来源：公司提供

总体看，由于新达预收项目较少，公司签约销售面积和销售金额均有所下降，但受益于区域房地产市场的发展，销售价格略有上涨。公司在售商业地产项目去化较慢。

3. 物业出租

2017 年，公司物业出租收入 0.45 亿元，对公司营业收入影响较小。公司物业出租收入主要来源于公司及其子公司开发的公寓、办公楼和商业项目，主要包括天保公寓、名居花园底商、天保金海岸 B05 底商、天保金海岸 B06 和汇津广场一期。2017 年，公司自持物业可租面积 11.91 万平方米，同比减少 1.98%。从出租率来看，天保公寓和汇津广场一期出租率不高，主要系天津空港经济区写字楼及商业项目市场存量相对较大所致。

表 7 2016~2017 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（%）	
		2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
天保公寓	公寓	78,883.00	78,883.00	60.00	50.76
名居花园底商	商业	7,266.24	7,266.24	100.00	100.00
天保金海岸 B05 底商	商业	1,671.37	1,671.37	100.00	100.00
天保金海岸 B06	公寓	3,036.98	3,036.98	100.00	100.00
汇津广场一期	商业	30,655.86	28,268.71	36.70	49.67
合计		121,513.45	119,126.30	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司物业出租经营平稳，收入规模较小，对主营业务收入影响不大，但部分物业出租率较低。

4. 其他业务

公司其他业务收入为土地收储业务。2017 年因天津经济技术开发区规划及津滨轻轨 9 号线建设需要，天津经济技术开发区土地整理中心拟将公司全资子公司滨海开元所持有的天保金海岸 E01 地块土地使用权有偿收回，土地补偿费用合计人民币 4.50 亿元。

总体看，公司其他业务波动较大，可持续性不高。

5. 重大事项

收购天津中天航空工业投资有限责任公司 60%的股权

公司于 2017 年 6 月 24 日召开的第六届董事会第三十次会议及 2017 年 10 月 31 日召开的 2017 年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司与天津保税区投资有限公司（以下简称“天保投资公司”）签署<股权转让合同>的议案》，同意以人民币 32,197.76 万元收购天保投资公司持有的天津中天航空工业投资有限责任公司 60%股权。截至 2017 年 2 月底，公司已完成对中天航空公司 60%的股权收购工作，有关本次股权收购的工商变更登记手续也已全部完成，公司现持有中天航空公司 60%的股权。中天航空 2017 年未纳入合并报表范围，原因为：根据天津中天航空工业投资有限责任公司公司章程，公司董事会会议必须有三分之二以上的董事或授权代表出席方为有效，董事会决议应由出席董事会会议的董事或授权代表一致通过或三分之二以上表决通过方为有效。公司董事会设置 9 名董事，其中公司委派 5 名董事，不足董事会的三分之二，因此公司未取得天津中天航空工业投资有限责任公司的控制权，对该项投资采用权益法核算。

中天航空公司持有空中客车（天津）总装有限公司 49%股权（以下简称“空客公司”），空客公司的经营范围为接收完全装配并经测试的飞机组成部分和所有相关零部件（总称“飞机部件”），向空中客车中国有限公司提供总装服务，包括飞机的总装、喷漆、地面测试和飞行测试，并向飞机交付中心移交经完全组装和测试的飞机。目前空客公司承担 A320 系列飞机的总装。

截至 2017 年底，中天航空公司资产总额 6.01 亿元，所有者权益 6.01 亿元；2017 年，中天航空公司营业利润 0.51 亿元，净利润 0.50 亿元。

总体看，公司收购中天航空公司 60%股权有利于公司多元化经营，进一步提升公司可持续发展能力。

6. 经营关注

宏观调控政策变化的风险

公司作为房地产企业，其经营情况与国民经济联系极为密切，受国家宏观政策影响较大。2017 年房地产行业调控政策已有所收紧，公司未来的经营将受“限购”等政策影响。

土地储备规模不大，塘沽大连东道地块楼面价偏高

2017 年，公司虽然增加了土地储备，但目前的土地储备仍然较小，在一定程度上限制了公司房地产业务未来的开发规模。当年新增土储中的塘沽大连东道地块楼面价偏高，未来盈利易受限价等调控政策影响。

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，需要注意区域经济环境变化对公司经营产生的影响。

7. 未来发展

公司将立足天津空港经济区，秉持以滨海新区为核心、天津市区为重点、积极拓展周边二、三线城市的发展策略；坚持以房地产开发为主业，主要发展中高档民用住宅，适当发展商业地产和工业地产，逐步增加持有收益高的经营性物业，以实现商品房销售和持有物业长短搭配、主辅结合的盈利模式；继续坚持转型发展战略，紧紧围绕区域发展大局及“房地产业务、产业园区业务、优质股权投资业务”三大业务板块的战略定位，突出产业园区业务、航空类优质股权投资业务资源拓展，培育新的利润增长点；努力推进房地产开发建设水平、产业园区运营能力等重点工作实现突破性进展，并结合国家航空产业发展状况和区域航空产业资源，进一步培育拓展航空业务和逐步增大航空类资产规模。同时，充分运用资本市场融资功能，实现公司资产总值、股票市值、营业收入和利润的共同增长。

总体看，公司未来发展战略思路清晰，但作为房地产企业，向航空领域业务的拓展有一定不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2017年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2017年，公司于2017年3月出资设立全资子公司天津天保福源房地产开发有限公司，合并财务报表范围包括天保房产、滨海开元、百利建设、嘉创物业和天保福源5家全资子公司，与上年相比增加1家，公司财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额103.02亿元，负债合计51.81亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计51.22亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年，公司实现合并营业收入18.46亿元，净利润（含少数股东损益）4.11亿元，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-12.89亿元，现金及现金等价物净增加额为-12.57亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额100.20亿元，负债合计46.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计53.57亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年1~3月，公司实现合并营业收入9.51亿元，净利润（含少数股东损益）2.35亿元，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-1.26亿元，现金及现金等价物净增加额为0.55亿元。

2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额103.02亿元，较年初增长22.72%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产和非流动资产分别占85.07%和14.93%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产87.64亿元，较年初增长19.87%，主要系存货大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占41.55%）和存货（占53.71%）构成。

截至2017年底，公司货币资金36.42亿元，较年初下降26.27%，主要系公司支付塘沽大连东道地块、滨海新区中新生态城地块土地款所致。公司货币资金全部为银行存款，其中有0.03亿元因开具银行付款保函受限，公司货币资金受限比例低。公司保持充足的货币资金储备以保证公司发

展及投资计划的资金使用。

截至2017年底，公司存货账面价值47.07亿元，较年初增长108.62%，主要系意境兰庭二期、天津生态城地块和汇津广场二期等项目投入增加所致。其中，开发产品占20.43%，开发成本占79.57%。截至2017年底，公司未计提跌价准备，考虑到塘沽大连东道地块楼面价偏高，存货有一定跌价风险。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产15.39亿元，较年初增长41.91%，主要系新增长期股权投资所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.09%）、长期股权投资（占23.71%）、投资性房地产（占45.33%）、固定资产（占6.83%）和递延所得税资产（占12.57%）构成。

截至2017年底，公司可供出售金融资产1.25亿元，较年初未发生增减变动，全部为公司竞购渤海证券的0.43%股权。

公司在2016年无长期股权投资，截至2017年底，公司长期股权投资3.65亿元，全部为公司投资中天航空公司的股权。2017年权益法核算的长期股权投资收益为0.04亿元。

截至2017年，公司投资性房地产账面价值6.97亿元，较年初下降0.97%，全部为以成本法计量的房屋和建筑物。截至2017年底，公司投资性房地产累计计提折旧1.45亿元，未计提减值准备。公司投资性房地产有一定的升值空间。

截至2017年底，公司固定资产账面价值1.05亿元，较年初下降4.01%，主要系公司房屋建筑物计提折旧所致。公司固定资产主要由自用的房屋及建筑物（占61.88%）、运输设备（占11.26%）和其他设备（占26.86%）构成。截至2017年底，固定资产累计计提折旧0.30亿元，固定资产成新率77.78%，成新率较高。

截至2017年底，公司递延所得税资产1.93亿元，较年初增长99.24%，主要系预售房款计税毛利额差异和预提土地增值税增加产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2017年底，公司受限资产总额0.03亿元，全部系公司为总包工程付款开具保函而受限的银行存款，受限比例低。

截至2018年3月底，公司资产总计100.20亿元，较年初减少了2.74%，主要系项目结转导致存货减少所致。其中，流动资产占84.59%，非流动资产占15.41%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017年，受存货增加影响，公司资产规模有所增长；公司资产以货币资金和存货等流动资产为主，符合房地产开发企业特征，公司货币资金充足，资产受限比例低，资产流动性高。

3. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债合计51.81亿元，较年初增长39.61%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债和非流动负债分别占60.45%和39.55%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债31.32亿元，较年初增长48.63%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占13.35%）、预收款项（占67.54%）和其他流动负债（占13.78%）构成。

截至2017年底，公司应付账款4.18亿元，较年初下降20.01%，主要系公司应付工程款减少所致。

截至2017年底，公司预收款项21.15亿元，较年初增长67.74%，主要系意境兰庭二期、金海岸D07项目销售规模增长、业主尚未收房导致账款尚未结转所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 4.32 亿元，较年初增长 347.15%，主要系预提土地增值税增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 20.49 亿元，较年初增长 27.76%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 21.96%）和应付债券（占 77.96%）构成。

2016 年，公司无长期借款。截至 2017 年底，公司长期借款 4.50 亿元，全部为在 2017 年新增的保理融资借款。从到期期限分布来看，公司长期借款的到期期限全部在 2020 年，存在一定的集中兑付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 15.95 亿元，较年初增长 0.13%，全部为公司发行的“15 天保 01”和“16 天保 01”。

截至 2017 年底，公司全部债务 20.47 亿元，较年初增长 28.34%，全部为长期债务。截至 2017 年底，公司资产负债率 50.29%，较年初上升 6.08 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均为 28.56%，较年初均上升 3.15 个百分点。公司债务规模增长较为明显，但公司债务结构较为合理、债务负担较轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 46.63 亿元，较年初减少 9.99%，主要系流动负债减少所致。流动负债占比 51.98%，非流动负债占比 48.02%，流动负债占比有所下降。公司全部债务为 22.38 亿元，依然全部为长期债务。公司资产负债率为 46.54%，较年初下降 3.75 个百分点，全部债务资本化率和长期债务资本化率均为 29.47%，均较年初上升 0.91 个百分点。

总体看，受公司房地产项目销售规模增长影响，预收账款增加使得公司负债规模有所扩大，但公司整体债务水平较低。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 51.22 亿元，较年初增长 9.34%，主要系未分配利润增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益；其中，股本占 19.70%、资本公积占 37.74%、盈余公积占 2.61%、未分配利润占 39.96%，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 53.57 亿元，较年初增加 4.58%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，稳定性尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 18.46 亿元，同比增长 11.55%，主要系其他收入增加所致；营业成本 8.24 亿元，同比下降 22.27%。公司营业利润率 36.54%，较上年上升 9.13 个百分点，主要系公司 E01 项目收储贡献 2.70 亿元税前利润所致。2017 年，公司实现净利润 4.11 亿元，同比增长 41.37%。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用总额 0.98 亿元，同比增长 42.63%，主要系财务费用增加所致。2017 年，公司销售费用 0.22 亿元，同比下降 38.41%，主要系广告宣传费和销售服务费减少所致；管理费用 0.46 亿元，同比增长 19.14%，主要系计提应付职工薪酬增加所致；财务费用 0.30 亿元，较上年的-0.06 亿元增加 0.36 亿元，主要系利息支出增加所致。

从盈利指标看，2017 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.31%、6.92%和 8.38%，分别较上年上升 1.52、0.94 和 1.99 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.51 亿元，同比增长 101.48%，主要系意境兰庭二期项目结转收入所致；实现净利润 2.35 亿元。

总体看，2017 年公司收入规模和利润规模有所增长，但主要是受益于土地收储，该收入和利润不可持续。公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 26.16 亿元，同比增长 10.99%，主要系公司房地产销售回款增加所致；经营活动现金流出 39.06 亿元，同比增长 301.50%，主要系公司支付塘沽大连东道地块，滨海新区中新生态城地块土地款所致。2017 年，公司经营活动净现金流-12.89 亿元，相比上年由净流入转为净流出。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入 0.02 亿元，较上年减少 99.51%，主要系公司在上年收回银行理财较多所致；公司投资活动现金流出 3.32 亿元，同比增长 155.74%，主要系公司投资中天航空公司所致。2017 年，公司投资活动现金流量净额-3.30 亿元，相比上年由净流入转为净流出。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入 38.50 亿元，同比增长 383.20%，主要系保理融资借款增加所致；筹资活动现金流出 34.88 亿元，同比增长 6,535.71%，主要系支付利息增加所致。2017 年，公司筹资活动现金流量净额 3.62 亿元，同比下降 51.31%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-1.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额-5.82 万元，筹资活动产生的现金流量净额 1.81 亿元。

总体看，受拿地支出较多影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出；投资中天航空公司使得公司投资活动现金流由净流入转为净流出；公司财务费用上升使得筹资活动现金净流入规模下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.80 倍和 1.30 倍，较年初的 3.47 倍和 2.40 倍有所下降。截至 2017 年底，公司现金类资产 36.42 亿元，无短期债务。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.78 亿元，同比增长 41.63%，主要系利润增加所致。公司 EBITDA 由折旧（占 4.13%）、摊销（占 0.45%）、计入财务费用的利息支出（占 11.94%）、利润总额（占 83.47%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 11.39 倍下降至 8.37 倍，EBITDA 对利息保障能力强；EBITDA 全部债务比为 0.33 倍，较上年略有上升。EBITDA 对全部债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10120116018760309），截至 2018 年 4 月 2 日，公司无未结清的不良或关注类信用记录；已结清业务中有 4 笔不良贷款记录、18 笔关注类记录和 2 笔欠息记录，均已于 2007 年 6 月底前正常偿清，为天水股份在与公司进行资产置换前造成的信用记录。

截至 2017 年底，公司无对外担保，不存在重大未决诉讼。

截至 2017 年底，公司未申请银行授信额度；公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力较强，公司区域内行业地位仍属较强，收入及利润规模有所提高，整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）36.94 亿元，约为“15 天保 01”、“16 天保 01”本金合计（16 亿元）的 2.31 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 53.57 亿元，约为债券本金合计（16 亿元）的 3.35 倍，净资产对债券的覆盖程度高，能够对“15 天保 01”、“16 天保 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.78 亿元，约为债券本金合计（16 亿元）的 0.42 倍，对“15 天保 01”、“16 天保 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 26.16 亿元，约为债券本金合计（16 亿元）的 1.64 倍，公司经营活动现金流入量对“15 天保 01”、“16 天保 01”的覆盖程度较高。

总体看，公司财务情况良好，并考虑到公司作为天津港保税区唯一的房地产开发企业，房地产业务经营稳健，债务负担较轻，联合评级认为公司对“15 天保 01”、“16 天保 01”的偿还能力很强。

八、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“15 天保 01”和“16 天保 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保人保证的范围包括“15 天保 01”和“16 天保 01”的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保人承担保证责任的期间自以上两期债券发行首日至到期日后六个月止。

2. 担保人分析

（1）天保投控概况

天保投控成立于 2008 年 12 月，是经天津港保税区管理委员会（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 2017 年底，天保投控注册资本 188.53 亿元，实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2017 年底，天保投控合并资产总计 1,104.71 亿元，负债合计 693.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 411.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益 384.70 亿元；2017 年，天保投控实现营业收入 71.16 亿元，净利润（含少数股东损益）7.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -25.57 亿元。

天保投控注册地址：天津自贸区（空港经济区）西三道 166 号；法定代表人：赵家旺。

（2）经营概况

在天津市滨海新区和天津港保税区快速发展的背景下，天保投控下属各子公司通过资产整合、

企业兼并重组等方式实现了较快发展，业务渐趋多元化。目前天保投控业务主要集中在交通运输业务、房地产开发业务和市政公用业务，并投入较大资金参股金融机构和投资企业，获取投资收益。

表 8 2016~2017 年天保投控收入占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务 板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施运营	8.57	12.83	11.90	7.22	10.15	6.93
区域开发建设	18.30	27.40	34.64	20.25	28.46	53.43
商贸物流	26.88	40.24	5.77	38.06	53.49	4.44
金融投资	13.05	19.54	42.99	5.63	7.91	10.66
合计	66.80	100.00	21.73	71.16	100.00	19.13

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。

2017 年，天保投控实现营业收入 71.16 亿元，同比增长 6.53%，主要系区域开发板块和商贸物流板块收入增长所致。从营业收入构成来看，公司区域开发板块和商贸物流板块占比有所上升，分别为 28.46%和 53.49%，基础设施运营和金融投资板块占比有所下降，分别为 10.15%和 7.91%。

从各板块收入来看，2017 年，天保投控基础实施运营业务实现收入 7.22 亿元，同比下降 15.75%，主要系煤炭等原材料价格上涨导致热力电力成本增加所致；天保投控区域开发业务板块实现营业收入 20.25 亿元，较上年增长 10.66%，主要系房地产结转收入增加所致；天保投控商贸物流业务板块实现营业收入 38.06 亿元，较上年增长 41.59%，主要系煤炭钢材市场回暖，相关商品的物流运输业务提升所致；天保投控金融投资业务板块实现收入 5.63 亿元，同比下降 56.86%，主要系利率持续攀升，天保租赁公司业务成本增加，融资人成本亦相依增加，租赁业务规模减少所致。

从毛利率来看，2017 年，天保投控综合毛利率为 19.13%，较上年下降 2.60 个百分点。分板块来看，基础实施运营块毛利率为 6.93%，较上年下降 4.98 个百分点；区域开发板块毛利率为 53.43%，较上年增长 18.79 个百分点，主要系结转房地产项目毛利率较高所致；商贸物流毛利率为 4.44%，较上年下降 1.33 个百分点；金融投资毛利率为 10.66%，较上年下降 32.33 个百分点，主要系利率上升导致融资租赁业务成本增加所致。

总体看，天保投控营业收入主要来源于区域开发板块和商贸物流板块，2017 年，收入规模有所增长，综合毛利率略有下降。

（3）财务状况

天保投控 2017 年的财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2017 年，天保投控合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，天保投控合并资产总计 1,104.71 亿元，负债合计 693.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 411.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益 384.70 亿元；2017 年，天保投控实现营业收入 71.16 亿元，净利润（含少数股东损益）7.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -25.57 亿元。

资产质量

截至 2017 年底，天保投控资产 1,104.71 亿元，较年初下降 6.02%，主要系流动资产下降所致；

其中，流动资产和非流动资产的占比分别为 39.55%和 60.45%。

截至 2017 年底，天保投控流动资产 436.89 亿元，较年初下降 11.52%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。天保投控流动资产主要由货币资金（占 28.51%）、其他应收款（占 23.67%）和存货（占 35.91%）构成。

截至 2017 年底，天保投控货币资金 124.57 亿元，较年初下降 16.74%，主要系天保投控减少融资规模所致。天保投控货币资金以银行存款为主（占 98.18%），使用受限的货币资金金额为 3.62 亿元，受限比例为 2.91%，受限比例低。截至 2017 年底，天保投控其他应收款 103.39 亿元，较年初下降 26.43%，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。截至 2017 年底，天保投控其他应收款累计计提坏账准备 7.49 亿元，计提比例为 6.75%。天保投控其他应收款前五名单位分别为天津港保税区财政局、天津港保税区建设服务总公司、天津市滨海新区财务管理中心、天津市东丽区土地整理中心和天津港保税区管委会，合计占比 95.36%，其他应收款集中度较高，但考虑到前五名单位性质，回收风险较小。截至 2017 年底，天保投控存货账面价值 156.89 亿元，较年初增长 21.37%；存货主要由房地产板块的开发成本（占 85.94%）和开发产品（占 11.71%）构成。截至 2017 年底，天保投控计提存货跌价准备 0.01 亿元。

截至 2017 年底，天保投控非流动资产 667.83 亿元，较年初下降 2.04%，主要系持有至到期投资减少所致。天保投控非流动资产主要由可供出售金融资产（占 10.33%）、长期应收款（占 27.57%）、长期股权投资（占 16.43%）、在建工程（占 20.70%）和无形资产（占 14.65%）构成。

截至 2017 年底，天保投控可供出售金融资产 68.98 亿元，较年初增长 18.48%，主要系可供出售权益工具增加所致。可供出售金融资产累计计提减值准备 2.32 亿元，计提比例为 3.36%。截至 2017 年底，天保投控长期应收款 184.13 亿元，较年初增长 27.57%，主要系天津港保税区财政局应付天保投控承建空港物流加工区和空客 A320 总装线项目土地开发的代建项目款增加所致。截至 2017 年底，天保投控长期股权投资 109.71 亿元，较年初增长 8.68%，主要系对联营企业投资增加所致；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，2017 年被投资企业经营良好。截至 2017 年底，天保投控在建工程 138.23 亿元，较年初增长 7.42%，主要系基建项目建设投入增加所致。截至 2017 年底，天保投控无形资产 97.87 亿元，较年初下降 0.04%，主要系土地使用权账面价值小幅下降所致。

截至 2017 年底，天保投控所有权或使用权受限的资产 231.36 亿元，占总资产的 20.94%，受限比例较高。

总体看，2017 年，天保投控资产规模有所下降；天保投控货币资金较充裕，但资产受限比例较高，长期应收款、在建工程、存货和无形资产占比较高，该部分资产流动性一般；整体看，公司资产质量一般。

负债与所有者权益

负债

截至 2017 年底，天保投控负债合计 693.08 亿元，较年初下降 10.41%，主要系非流动负债减少所致；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 47.90%和 52.10%。

截至 2017 年底，天保投控流动负债 332.01 亿元，较年初增长 8.02%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。天保投控流动负债主要由短期借款（占 28.17%）、预收款项（占 8.86%）和一年内到期的非流动负债（占 51.18%）构成。

截至 2017 年底，天保投控短期借款 93.53 亿元，较年初下降 33.49%，主要系公司偿还短期借款增加所致。截至 2017 年底，天保投控预收款项 29.43 亿元，较年初增长 10.72%，主要系业务规

模扩大、预收款项增加所致。截至 2017 年底，天保投控一年内到期的非流动负债 169.92 亿元，较年初增长 70.66%，主要系长期借款将于一年内到期所致。

截至 2017 年底，天保投控非流动负债 361.07 亿元，较年初下降 22.56%，主要系应付债券和长期借款减少所致。天保投控非流动负债主要由长期借款（占 77.74%）、应付债券（占 10.63%）和长期应付款（占 8.75%）构成。

截至 2017 年底，天保投控长期借款 280.68 亿元，较年初下降 19.17%，主要系长期借款一年内到期较多所致。截至 2017 年底，天保投控应付债券 38.38 亿元，较年初下降 47.10%，主要系部分应付债券分类至一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，天保投控长期应付款 31.61 亿元，较年初下降 15.19%，主要系应付融资租赁款减少所致。

从全部债务来看，截至 2017 年底，天保投控全部债务 609.85 亿元，较年初下降 11.91%；其中，短期债务和长期债务分别占 43.43%和 56.57%。从债务指标来看，截至 2017 年底，天保投控资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.74%、59.70%和 45.60%，较年初分别下降 3.07 个、3.57 个和 7.17 个百分点。若将公司永续债 65.00 亿元计入长期债务，则公司全部债务为 674.85 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.62%、66.07%和 54.19%。

总体看，2017 年，天保投控负债规模和债务负担均有所下降；天保投控刚性债务规模较大，未来将面临一定的刚性兑付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，天保投控所有者权益 411.64 亿元，较年初增长 2.43%，主要系实收资本和其他权益工具增加所致。天保投控归属于母公司所有者权益 384.70 亿元，较年初增长 4.10%；其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 49.01%、16.90%、30.41%、2.25%和 1.42%。其他权益工具全部为天保投控于 2015~2017 年发行的永续债。整体看，天保投控所有者权益稳定性尚可。

总体看，2017 年，受发行永续债和实收资本增加影响，天保投控所有者权益规模有所增长；天保投控实收资本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性尚可。

盈利能力

2017 年，天保投控实现营业收入 71.16 亿元，较上年增长 6.54%，主要系商贸物流板块收入增长所致；营业成本 57.55 亿元，较上年增长 10.08%；实现净利润 7.03 亿元，较上年下降 60.70%，主要系营业外收入较上年大幅减少所致。

期间费用方面，2017 年，天保投控费用总额 9.65 亿元，较上年下降 53.16%，主要系财务费用减少所致；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 11.78%、32.99%和 55.24%。2017 年，销售费用 1.14 亿元，较上年下降 17.45%，主要系修理维护费减少所致；管理费用 3.18 亿元，较上年下降 7.56%，主要系聘请中介机构费用减少所致；财务费用 5.33 亿元，较上年下降 66.23%，主要系利息支出减少所致。2017 年，天保投控费用收入比为 13.56%，较上年下降 5.02 个百分点，费用控制能力一般。

2017 年，天保投控投资收益 9.39 亿元，较上年下降 3.59%，投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益。2017 年，投资收益占天保投控营业利润的 90.92%，天保投控利润规模受投资收益影响大。

从盈利指标来看，2017 年，天保投控营业利润率 13.02%，较上年下降 5.02 个百分点。总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.67%、0.92%和 1.73%，分别较上年下降 2.44

个、2.56 个和 3.05 个百分点。

总体看，2017 年，天保投控收入有所增加，盈利规模和盈利指标有所下降，费用控制能力有所提高；天保投控盈利能力受投资收益影响大。

现金流

从经营活动来看，2017 年，天保投控经营活动现金流入 164.80 亿元，较上年增长 16.58%，主要系收到往来款增加所致；经营活动现金流出 134.28 亿元，较上年增长 15.55%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；经营活动现金流量净额 30.53 亿元，较上年增长 21.34%。2017 年，天保投控现金收入比 123.42%，较上年下降 12.68 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2017 年，天保投控投资活动现金流入 217.53 亿元，较上年增长 59.21%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 165.30 亿元，较上年下降 6.72%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；投资活动现金流量净额 52.23 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2017 年，天保投控筹资活动现金流入 388.09 亿元，较上年下降 32.25%，主要系借款大幅减少所致；筹资活动现金流出 496.30 亿元，较上年下降 3.67%；筹资活动现金流量净额-108.21 亿元，由上年的净流入转为净流出。

总体看，2017 年，天保投控经营活动现金流净流入规模有所增长，投资活动现金流由上年的净流出转为净流入，仍存在一定的对外融资需求。

偿债能力

截至 2017 年底，天保投控流动比率和速动比率分别为 1.32 倍和 0.84 倍，较上年的 1.61 倍和 1.19 倍有所下降，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致；现金短期债务比为 0.51 倍，较上年的 0.66 倍有所下降，现金对短期债务的保障程度一般；经营现金流动负债比率为 9.19%，较上年增长 1.01 个百分点，经营现金流入对流动负债保障仍然较弱。整体看，天保投控短期偿债能力一般。

2017 年，天保投控 EBITDA 为 22.40 亿元，较上年下降 49.06%；其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额的占比分别为 15.53%、0.54%、36.86%和 47.07%，结构较上年变动不大。2017 年，天保投控 EBITDA 利息倍数为 2.71 倍，较上年的 3.00 倍有所下降，EBITDA 对利息覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比 0.04 倍，较上年有所下降，EBITDA 对全部债务的保障程度低。整体看，天保投控长期偿债能力一般。

截至 2017 年 12 月 31 日，天津保税区投资控股集团有限公司累计对外担保余额为 347.58 亿元，占其净资产的比例为 86.09%，其中为集团内部提供担保 291.65 亿元，占集团累计担保余额比例为 83.91%，为集团外部提供担保 55.93 亿元，占集团累计担保余额比例为 16.09%。

截至 2017 年底，天保投控合计取得各银行综合授信额度 1,159 亿元，其中尚未使用的银行授信额度有 514 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 2017 年 4 月 18 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；2017 年，天保投控旗下房地产、航天及金融投资等板块产业发展态势良好，现金流情况良好，综合实力较强。总体上看，天保投控整体偿债能力很强。

3. 债权保护效果

以 2017 年底财务数据测算，“15 天保 01”和“16 天保 01”待偿本金共计 16 亿，占担保方天保投控资产总额的 1.45%和净资产总额的 3.89%，占比很低；天保投控 2017 年经营活动现金净流量是待偿本金合计的 1.91 倍，对“15 天保 01”和“16 天保 01”的覆盖能力较强。天保投控的担保对债券的保护程度很高。

总体看，天保投控资产和权益规模较大，“15 天保 01”和“16 天保 01”待偿本金规模占其资产的比重很低，其担保对于“15 天保 01”和“16 天保 01”的到期还本付息具有积极的保护作用。

九、综合评价

跟踪期内，天津天保基建股份有限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，房地产业务经营稳健。2017 年，公司收入增长、利润增加，债务负担仍属较轻水平。同时，联合评级也关注到房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大，公司土地储备规模不大且集中度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司已完成天津中天航空工业投资有限责任公司（以下简称“中天航空公司”）60.00%的股权收购，公司经营业务向航空工业领域扩展，有助于公司业务多元化发展。

“15 天保 01”和“16 天保 01”由天津保税区投资控股集团有限公司（以下简称“天保投控”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天保投控业务范围广、资产和盈利规模较大，其对本次债券的担保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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 天保 01”和“16 天保 01”的债项信用等级为“AA+”。

[illegible]

附件 2 天津天保基建股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	83.95	103.02	100.20
所有者权益 (亿元)	46.84	51.22	53.57
短期债务 (亿元)	--	--	--
长期债务 (亿元)	15.95	20.47	22.38
全部债务 (亿元)	15.95	20.47	22.38
营业收入 (亿元)	16.55	18.46	9.51
净利润 (亿元)	2.91	4.11	2.35
EBITDA (亿元)	4.78	6.78	--
经营性净现金流 (亿元)	13.85	-12.89	-1.26
流动资产周转次数 (次)	0.94	0.70	--
存货周转次数 (次)	0.43	0.24	--
总资产周转次数 (次)	0.22	0.20	0.10
现金收入比率 (%)	136.94	135.38	11.40
总资本收益率 (%)	5.79	7.31	--
总资产报酬率 (%)	5.98	6.92	--
净资产收益率 (%)	6.39	8.38	--
营业利润率 (%)	27.41	36.54	35.42
费用收入比 (%)	4.16	5.32	2.28
资产负债率 (%)	44.20	50.29	46.54
全部债务资本化比率 (%)	25.41	28.56	29.47
长期债务资本化比率 (%)	25.41	28.56	29.47
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.39	8.37	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.30	0.33	--
流动比率 (倍)	3.47	2.80	3.50
速动比率 (倍)	2.40	1.30	1.69
现金短期债务比 (倍)	--	--	--
经营现金流动负债比率 (%)	65.72	-41.17	-5.21
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.30	0.42	--

注：1、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。2、公司 2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,175.51	1,104.71
所有者权益（亿元）	401.88	411.64
短期债务（亿元）	243.29	264.83
长期债务（亿元）	449.02	345.02
全部债务（亿元）	692.32	609.85
营业收入（亿元）	66.80	71.16
净利润（亿元）	17.88	7.03
EBITDA（亿元）	43.97	22.40
经营性净现金流（亿元）	25.16	30.53
应收账款周转次数（次）	3.41	4.43
存货周转次数（次）	0.40	0.40
总资产周转次数（次）	0.06	0.06
现金收入比率（%）	136.10	123.42
总资本收益率（%）	3.11	1.44
总资产报酬率（%）	3.48	1.65
净资产收益率（%）	4.78	1.73
营业利润率（%）	18.04	13.02
费用收入比（%）	30.85	13.56
资产负债率（%）	65.81	62.74
全部债务资本化比率（%）	63.27	59.70
长期债务资本化比率（%）	52.77	45.60
EBITDA 利息倍数（倍）	3.00	2.71
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04
流动比率（倍）	1.61	1.32
速动比率（倍）	1.19	0.84
现金短期债务比（倍）	0.66	0.51
经营现金流动负债比率（%）	8.18	9.19

注：1、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。2、天保投控长期应付款中的应付融资租赁款已计入债务核算。

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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。