

跟踪评级公告

联合〔2020〕867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”的债券信用等级为AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10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 2020 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	当前余额	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	0.31亿元	5(3+2)年	AA+	AA+	2019/5/6
16天保01	4.50亿元	5(3+2)年	AA+	AA+	2019/5/6

跟踪评级时间: 2020年5月13日

主要财务数据:

发行人-天津天保基建股份有限公司

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	103.02	96.76	91.17	88.77
所有者权益(亿元)	51.22	52.19	53.17	54.08
长期债务(亿元)	20.47	12.07	11.15	12.25
全部债务(亿元)	20.47	17.80	16.30	16.59
营业收入(亿元)	18.46	22.90	12.16	3.78
净利润(亿元)	4.11	0.97	1.90	0.91
EBITDA(亿元)	6.78	3.73	3.65	--
经营性净现金流(亿元)	-12.89	-19.72	-3.42	-1.62
营业利润率(%)	36.54	31.00	28.38	44.70
净资产收益率(%)	8.38	1.88	3.60	6.78
资产负债率(%)	50.29	46.07	41.68	39.08
全部债务资本化比率(%)	28.56	25.43	23.46	23.47
流动比率(倍)	2.80	2.49	2.77	3.22
EBITDA全部债务比(倍)	0.33	0.21	0.22	--
EBITDA利息倍数(倍)	8.37	4.18	4.59	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.41	0.77	0.76	--

担保方-天津保税区投资控股集团有限公司

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	1,103.24	1,317.57	1,426.80
所有者权益(亿元)	411.64	468.26	513.78
营业收入(亿元)	71.16	81.82	102.89
净利润(亿元)	7.03	14.60	14.75
营业利润率(%)	13.02	16.16	16.42
资产负债率(%)	62.69	64.46	63.99
流动比率(倍)	1.32	1.72	2.24

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2020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

评级观点

2019年, 天津天保基建股份有限公司(以下简称“公司”或“天保基建”)作为天津保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业, 仍具备一定的区域竞争优势。公司业务收入仍以房地产开发为主, 综合毛利率维持较高水平, 且债务负担较轻。同时, 联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到房地产行业受调控政策影响较大, 公司土地储备规模较为一般、部分在建项目土地成本较高、部分商业物业去化率和出租率仍较低、盈利能力有待提高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售, 公司经营状况有望保持良好水平。

“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. 公司债务负担较轻。公司债务负担较轻, 同时2019年随着公司偿还到期借款和公司债, 公司债务规模进一步下降。
2. 公司融资渠道较为多元。公司是A股上市地方国有企业, 融资渠道较为多元。
3. 担保方天保投控担保对于“15天保01”和“16天保01”的信用水平有明显的积极作用

用。担保方天保投控经营范围广、资产和权益规模较大，其担保对于“15 天保 01”和“16 天保 01”的信用水平有明显的积极作用。

关注

1. 公司土地储备规模较为一般，在一定程度上限制了公司未来房地产业务开发规模。

2019年，公司无新增土地储备；公司现有土地储备规模较为一般，在一定程度上限制了公司未来房地产业务开发规模。

2. 公司房地产项目面临资金支出压力，且区域分布集中，商业物业去化较慢且可售项目规模较小。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仍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；受市场因素影响，公司部分商业物业去化率和出租率仍较低；且公司目前可售项目规模相对较小，不利于其未来一段时间的销售现金流入。

3. 销售和回款规模有所下降，经营活动现金流持续流出。2019年，公司销售和回款规模大幅下降，经营活动现金流延续净流出态势；如果后续在建项目不能及时获取预售证，公司销售和回款规模将继续承压。

分析师

王安娜 登记编号（R0040214110001）

王彦 登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：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他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：



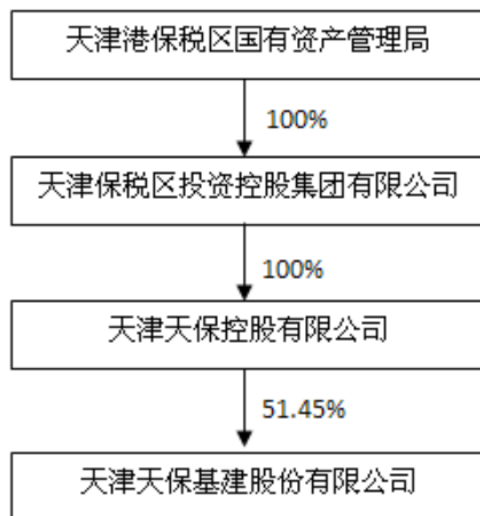
联合信用评级有限公司

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 2019 年底，注册资本 11.10 亿元，总股本 11.10 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 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：基础设施开发建设、经营；以自有资金对房地产进行投资；商品房销售；房地产中介服务；自有房屋租赁；物业管理；工程项目管理服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2020 年 3 月底，公司内设党群工作部、董事会办公室/证券事务部、综合管理部、企业管理部、计划财务部、前期开发部、设计研发部、成本管理部、工程管理部、营销策划部、客户服务部、商管运营部等职能部门（见附件 1）；公司拥有 6 家全资子公司，在职员工合计 123 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 91.17 亿元，负债合计 38.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 12.16 亿元，净利润（含少数股东损益）1.90 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -3.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 -6.60 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 88.77 亿元，负债合计 34.69 亿元，所有者权益 54.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.00 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.78 亿元，净利润 0.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -1.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.46 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：夏仲昊。

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，发行时票面利率分别为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 截至2019年底公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

名称	证券代码	发行规模	当前金额	起息日期	期限	票面利率
15天保01	112256.SZ	8.00	0.31	2015-07-21	5（3+2）	6.20
16天保01	112463.SZ	8.00	4.50	2016-10-24	5（3+2）	5.80

资料来源：公司年报

“15天保01”和“16天保01”公司债券在扣除承销费用、保荐费以及其他发行费用后的募集资金已按照募集说明书承诺的用途全部补充流动资金。公司于2019年7月22日完成支付“15天保01”公司债券2018年7月21日至2019年7月20日期间的利息。公司于2019年10月24日完成支付“16天保01”公司债券2018年10月24日至2019年10月23日期间的利息。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019年，房地产开发投资在二季度后虽在高位但已呈现下降趋势，房企拿地更趋理性，土地溢价率继续走低；一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再次收紧；全年房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额再创新高，行业竞争激烈。

开发投资方面，2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

土地供应方面，2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长28%和18%，溢价率较上年同期增加1个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

开发资金来源方面，2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019年4月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市

场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019年5月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%，增速较上年提高1.20个百分点。其中国内贷款资金同比增长5.10%，自2019年8月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长10.70%和15.10%，增速较前11月有所回升。

市场供需方面，2019年，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.1%，较上年下降1.4个百分点，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额159,725.12亿元，同比增长6.50%，增速较上年同期回落5.70个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019年，房地产开发企业房屋施工面积893,820.89万平方米，同比增长8.70%，增速较上年增长3.50个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积95,941.53万平方米，同比增长2.60%。整体看，2019年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

销售价格方面，2019年，百城住宅价格指数上涨3.34%，涨幅较上年同期收窄1.75个百分点，百城住宅价格指数同比增速自2017年3月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自2018年末触底回升，2019年末价格上涨0.71%，较上年同期扩大0.31个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市2019年末价格指数同比收窄2.84个百分点，三四线代表城市2019年末价格指数同比收窄4.11个百分点。

行业竞争方面，2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。据CRIC统计的2019年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入5,000亿元，其中碧桂园销售额超过7,000亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入3,000亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入2,000亿元阵营，另有19家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

2. 行业政策

2019年，中央继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；2020年一季度，中央再次强调房住不炒，地方因城施策较灵活。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作

电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

3. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

4. 行业发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。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，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

公司高管及核心管理人员变动属正常现象，人员整体较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019年以来，公司管理制度未发生重大变化。

2019年10月，公司董事长、原总经理夏仲昊先生因公司经营发展及优化公司治理结构需要，向公司董事会提出辞职申请，自2019年10月10日起辞去公司总经理职务，夏仲昊先生仍在公司继续担任董事长、公司董事会战略委员会、预算管理委员会主任委员职务。

公司现任总经理侯海兴先生，1973年9月出生，汉族，中共党员，在职研究生学历，硕士学位。2007年7月至2017年1月历任公司客服部经理、开发总监，公司子公司嘉创物业公司总经理、天保房产公司及滨海开元公司总经理助理、总经理。2017年1月至2019年10月历任天保控股建设管理部基建管理高级主管、安全环保部副部长。2019年10月起任公司董事、总经理。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司业务收入仍以房地产开发为主，且受结转项目减少影响，收入规模有所减少；公司综合毛利率维持很高水平。

2019年，公司实现营业收入12.16亿元，较上年下降46.89%，主要系满足结转条件项目减少所致。2019年，公司实现利润总额2.72亿元，同比增长7.33%，主要系资产减值损失减少所致。2019年，公司实现净利润1.90亿元，同比增长95.68%，主要系利润总额增多以及所得税费用减少所致；其中归属于母公司所有者的净利润1.90亿元。

从收入构成看，房地产销售收入占营业收入的91.73%，仍是公司收入主要来源，2019年公司实现房地产销售收入11.16亿元，同比减少49.58%，主要系满足结转条件项目减少所致。实现物业出租收入0.67亿元，同比增长25.69%，主要系出租面积增多所致；物业出租收入占营业收入的5.47%，占比有所提升。公司物业管理收入和其他业务收入同比均有所增长，分别占营业收入的2.70%和0.10%，对营业收入影响不大。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为55.75%，同比下降1.90个百分点，主要系毛利率较高的房地产销售业务占营业收入的比重下降所致。2019年，公司房地产销售业务毛利率为59.57%，同比下降0.04个百分点，维持很高水平。公司物业出租业务毛利率为29.40%，同比提高9.64个百分点。公司物业管理业务和其他业务收入占比不大，对毛利率影响不大。

表3 2017-2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	13.32	72.16	56.88	22.13	96.63	59.61	11.16	91.73	59.57
物业出租	0.45	2.46	16.72	0.53	2.32	19.76	0.67	5.47	29.40
物业管理	0.19	1.01	-60.62	0.24	1.04	-40.59	0.33	2.70	-22.01
其他业务	4.50	24.38	59.66	0.00	0.01	41.78	0.01	0.10	96.76
合计	18.46	100.00	55.39	22.90	100.00	57.65	12.16	100.00	55.75

资料来源：公司年报，联合评级整理

2. 房地产业务

(1) 土地储备

2019年，公司无新增土地储备；公司目前土地储备规模较小，在一定程度上限制了公司未来开发规模。

2019年，公司无新增土地储备。截至2019年底，公司土地储备为天保金海岸C03地块项目，项目位于天津市滨海新区，业态为商业，项目总占地面积1.42万平方米，规划建筑面积4.84万平方米，公司现有土地储备规模较小，未来房地产开发规模或将受到一定限制。

表4 截至2019年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目名称	区位	权益比例	主要业态	总占地面积	总建筑面积	剩余可开发建筑面积
天保金海岸C03地块项目	天津市滨海新区	100	商业	1.42	4.84	4.84
合计				1.42	4.84	4.84

资料来源：公司提供

(2) 项目开发建设情况

2019年，公司项目开发建设有所加快，房地产项目开发规模显著增长；公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金需求。

项目开发建设方面，2019年，公司项目开发建设有所加快，实现新开工面积30.25万平方米，同比增长95.54%；新开工项目3个，分别为南开区天拖二期项目、天保金海岸F地块项目和汇津广场二期项目。2019年，公司竣工面积7.98万平方米，同比增长8.72%。截至2019年底，公司期末在建面积45.72万平方米，较年初增长94.97%。

表5 2017-2019年公司项目开发情况

项目	2017年	2018年	2019年
当期新开工面积（万平方米）	0.00	15.47	30.25
当期新开工项目数量（个）	0	2	3
当期竣工面积（万平方米）	14.30	7.34	7.98
期末在建面积（万平方米）	15.32	23.45	45.72

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司共有5个在建房地产项目，建筑面积合计45.72万平方米；其中天津生态城地块项目与塘沽大连道地块项目因获取成本较高已计提存货跌价准备。在建项目预计总投资104.80亿元，已完成投资63.53亿元，尚需投资41.27亿元，在建项目仍面临一定资金需求。

表6 截至2019年底公司在建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目位置	占地面积	建筑面积	总投资规模	已投资规模	土地用途	开工时间	项目进度
1	天津生态城地块项目	滨海新区中心生态城	6.35	12.7	30.79	22.59	住宅	2018年4月23日	在建
2	塘沽大连东道地块项目	滨海新区塘沽区	1.11	2.77	8.23	7.18	住宅	2018年5月4日	在建
3	天保金海岸F地块项目	滨海新区开发区	7.15	16.31	22.13	4.44	住宅	2019年9月9日	在建
4	天拖二期地块项目	南开区	5.13	10.35	40.04	29.16	住宅	2019年11月25日	在建

5	汇津广场二期项目	滨海新区空港经济区	--	3.59	3.62	0.16	商业	2019年12月12日	在建
合计			19.74	45.72	104.80	63.53	--	--	--

资料来源：公司提供

(3) 房地产销售情况

2019年，受可售项目资源较少等因素影响，公司签约销售面积大幅下降。公司在售项目剩余可售面积以商业为主，去化慢，如果后续在建项目不能及时获取预售证，公司销售和回款规模将继续承压。

2019年，公司签约销售面积1.75万平方米，同比减少72.53%，主要系2019年无新推盘项目导致可售项目资源减少所致；签约销售均价为19,086元/平方米，同比下降16.31%，主要系住宅销售占比下降所致。受上述因素影响，2019年，公司签约销售金额为3.34亿元，同比下降77.01%。

表7 2017-2019年公司房地产销售概况

项目	2017年	2018年	2019年
预售项目(个)	6	4	4
签约销售面积(万平方米)	7.85	6.37	1.75
签约销售金额(亿元)	16.58	14.53	3.34
签约销售均价(元/平方米)	21,129	22,806	19,086

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在售项目4个，总可售面积23.32万平方米，剩余可售面积10.75万平方米，从公司过往销售情况看，仍可满足公司一定时间销售需求。公司在售项目剩余可售面积以滨海新区商业为主，在售项目整体去化率约53.88%，去化率较慢；其中汇川大厦、汇津广场一期和汇盈产业园均为租售结合项目，假如扣除期末在租面积，剩余可售面积分别为1.29万平方米、0.96万平方米和1.74万平方米。

表8 截至2019年底公司在售项目情况(单位：万平方米、%、元/平方米)

项目名称	所在城市	业态	开盘时间	总可售面积	权益占比	已取得预售证面积	已售面积	销售均价
天保金海岸E03项目	滨海新区开发区	住宅	2018年7月	7.61	100	7.61	6.56	24,024.39
汇川大厦	滨海新区开发区	商业	2015年8月	3.33	100	3.33	1.50	13,200.00
汇津广场一期	滨海新区空港经济区	商业	2010年10月	5.92	100	5.92	3.19	10,062.70
汇盈产业园	滨海新区空港经济区	商业	2016年11月	6.46	100	6.46	1.32	8,181.82
合计	--	--	--	23.32	100	23.32	12.57	--

资料来源：公司提供

3. 物业出租

总体看，公司物业出租经营较为平稳，收入规模较小，对主营业务收入影响不大，但部分物业出租率仍然较低。

2019年，公司实现公司物业出租收入0.67亿元，同比增长25.69%。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和商业项目，具体情况如下。从出租率情况来看，受当地商业等项目市场供大于求等因素影响，公司项目整体出租率仍有待提高。

表9 公司主要物业出租项目情况（单位：万平方米、%、万元）

项目名称	项目区位	总可租面积	累计已出租面积	项目业态	平均出租率	2018年租金收入	2019年租金收入
天保青年公寓	天津市滨海新区空港经济区	10.93	6.71	公寓	61.39	1,752.51	1,864.61
天保金海岸 C04 项目	天津市滨海新区开发区	2.41	2.41	商业	100.00	972.63	1,476.24
汇盈产业园	天津市滨海新区空港经济区	5.73	3.40	商业	59.28	543.97	1,208.45
汇津广场一期	天津市滨海新区空港经济区	2.74	1.77	商业	64.67	1,175.45	1,158.50
名居花园底商	天津市滨海新区空港经济区	0.73	0.71	商业	97.31	378.44	424.48
汇川大厦	天津市滨海新区开发区	2.11	0.54	商业	25.56	0.00	175.50
合计		24.65	15.53	--	--	4,823.00	6,307.79

注：总可租面积为 2019 年期初数
资料来源：公司提供

4. 经营关注

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压。

公司项目储备规模较小，且部分项目拿地成本相对较高，未来盈利空间受调控政策影响较大

2019年，公司无新增土地储备；公司现有土地储备规模较小，在一定程度上限制了公司未来房地产业务开发规模；公司部分项目拿地成本较高，未来盈利空间或将受到影响，其中天津生态城地块项目与塘沽大连道地块项目因获取成本较高已计提存货跌价准备。

公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金需求。

截至 2019 年底，公司共有 5 个在建房地产项目，建筑面积合计 45.72 万平方米；在建项目预计总投资 104.80 亿元，已完成投资 63.53 亿元，尚需投资 41.27 亿元，在建项目仍面临一定资金需求。

房地产项目区域分布集中，商业物业去化较慢且可售项目规模较小；受可售项目资源较少等因素影响，2019年公司签约销售金额大幅下降。

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仍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；受市场因素影响，公司部分商业物业去化率和出租率仍较低；且公司目前可售项目规模相对较小，受可售项目资源较少等因素影响，2019年公司签约销售金额大幅下降；如果后续在建项目不能及时获取预售证，公司销售和回款规模将继续承压。

5. 未来发展

公司未来发展战略思路清晰。

未来，公司将依托天津港保税区政府及控股股东的支持，以专业能力建立为基础，以产品创新为战略突破口，形成以房地产开发业务、基础设施建设与投资业务、产业园区开发运营与资产运营业务、产业投资业务、物业管理业务等多元业务格局，实现具有可持续发展力和抗风险能力

的业务组合发展格局及战略布局，立足天津港保税区及天津滨海新区，开拓天津市各区及京津冀城市群重点城市，努力成长为国内一流的市场型区域开发运营商。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019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。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。截至2019年底，公司合并财务报表范围包括6家子公司，与上年相比无变化，公司财务数据可比性强。

截至2019年末，公司合并资产总额91.17亿元，负债合计38.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.17亿元，其中归属于母公司所有者权益53.09亿元。2019年，公司实现营业收入12.16亿元，净利润（含少数股东损益）1.90亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.90亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.42亿元，现金及现金等价物净增加额-6.60亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额88.77亿元，负债合计34.69亿元，所有者权益54.08亿元，其中归属于母公司所有者权益54.00亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入3.78亿元，净利润0.91亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.91亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.62亿元，现金及现金等价物净增加额-1.46亿元。

2. 资产质量

2019年，受支付各项目工程款、缴纳税金以及偿付借款及利息影响，公司货币资金规模延续下降态势，资产规模有所下降；公司资产仍以存货等流动资产为主，符合房地产开发企业特征；但受部分项目地价较高等因素影响，公司对存货计提了跌价准备；此外，公司资产受限程度偏高；整体看，公司资产质量较为一般。

截至2019年末，公司合并资产总额91.17亿元，较年初下降5.78%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占81.66%，非流动资产占18.34%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动资产74.46亿元，较年初下降8.12%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占8.67%）和存货（占90.51%）构成。

截至2019年末，公司货币资金6.45亿元，较年初下降50.55%，主要系支付各项目工程款、缴纳税金以及偿付借款及利息所致；货币资金全部为银行存款，其中因开具银行付款保函而使用受限的银行保证金存款0.12亿元，受限比例为1.78%。

截至2019年末，公司存货账面价值67.39亿元，较年初增长1.25%，较年初变化不大；其中开发产品占比8.57%，开发成本占比91.43%。公司存货累计计提跌价准备2.93亿元，计提比例4.17%；主要为塘沽大连道地块项目和天津生态城地块项目，对应减值准备金额分别为1.44亿元和1.49亿元，主要系上述项目拿地成本相对较高所致。

截至2019年末，公司非流动资产16.72亿元，较年初增长6.26%，主要系投资性房地产和递延所得税资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占19.95%）、投资性房地产（占49.83%）构成。

截至2019年末，公司长期股权投资3.34亿元，较年初增长5.90%，主要系对天津中天航空工业投资有限责任公司投资收益增加所致。截至2019年末，公司投资性房地产账面价值8.33亿元，较年初增长6.93%，主要系部分存货售转租所致；投资性房地产采用成本计量模式。

截至 2019 年末，公司受限资产 39.47 亿元，其中货币资金 0.12 亿元，存货 34.86 亿元；受限资产占总资产的 38.36%，公司资产受限程度偏高。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 88.77 亿元，较年初下降 2.63%，较年初变化不大。其中，流动资产占 81.32%，非流动资产占 18.68%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

负债

2019 年，受预收款项下降影响，公司负债规模有所下降；随着公司偿还到期借款和公司债，债务负担有所减轻。

截至 2019 年末，公司负债总额 38.00 亿元，较年初下降 14.75%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 70.65%，非流动负债占 29.35%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 26.85 亿元，较年初下降 17.40%，主要系预收款项减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 13.04%）、应付账款（占 14.53%）、预收款项（占 19.41%）、应交税费（占 10.28%）、一年内到期的非流动负债（占 6.13%）和其他流动负债（占 34.53%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 3.50 亿元，较年初下降 27.08%，主要系偿还到期短期借款所致；短期借款全部为保理融资借款。截至 2019 年末，公司应付账款 3.90 亿元，较年初增长 13.29%，主要系应付工程款增长所致。截至 2019 年末，公司预收款项 5.21 亿元，较年初下降 59.77%，主要系签约销售减少和金海岸 E03 项目结转收入所致。截至 2019 年末，公司应交税费 2.76 亿元，较年初增长 246.38%，主要系应交土地增值税增多所致。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 1.65 亿元，较年初增长 76.03%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。截至 2019 年末，其他流动负债 9.27 亿元，较年初增长 2.27%，较年初变化不大；其他流动负债主要为预提土地增值税（占 99.96%）。

截至 2019 年末，公司非流动负债 11.15 亿元，较年初下降 7.59%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债由长期借款（占 32.90%）和应付债券（占 67.10%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 3.67 亿元，较年初下降 2.38%，较年初变化不大；其中抵押借款占 64.57%，信用借款占 35.43%。截至 2019 年末，公司应付债券 7.48 亿元，较年初下降 9.90%，主要系偿还“16 天保 01”回售金额所致。

表 10 截至 2020 年 3 月 31 日公司存续债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	当前余额	起息日期	到期日期	下一回售行权日
15天保01	8.00	0.31	2015-07-21	2020-07-21	--
16天保01	8.00	4.50	2016-10-24	2021-10-24	--
19基建01	3.00	3.00	2019-12-10	2022-12-10	2021-12-10
合计	19.00	7.81	--	--	--

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 16.30 亿元，较年初下降 8.43%，主要系偿还到期借款和公司债所致。其中，短期债务占 31.57%，长期债务占 68.43%，占比较年初变化不大，仍以长期债务为主。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.68%、23.46%和 17.34%，较年初分别下降 4.38 个百分点、1.97 个百分点和 1.44 个百分点，公

司债务负担有所下降。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 34.69 亿元，较年初下降 8.70%，主要系预收款项减少所致。其中，流动负债占 64.68%，非流动负债占 35.32%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 16.59 亿元，较年初增长 1.77%，较年初变化不大。其中，短期债务 4.33 亿元（占 26.13%），较年初下降 15.76%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。长期债务 12.25 亿元（占 73.87%），较年初增长 9.86%，主要系长期借款增多所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.08%、23.47% 和 18.47%，较年初分别下降 2.60 个百分点、提高 0.01 个百分点和提高 1.13 个百分点。

所有者权益

公司所有者权益规模略有增长，所有者权益中未分配利润占比偏高，权益稳定性较为一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 53.17 亿元，较年初增长 1.88%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.84%，少数股东权益占比为 0.16%。归属于母公司所有者权益 53.09 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 20.91%、34.54% 和 40.04%，所有者权益中未分配利润占比偏高，权益稳定性较为一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 54.08 亿元，较年初增长 1.71%，所有者权益规模和结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，受满足结转条件项目减少影响，公司收入规模有所下降；受资产减值损失和所得税费用减少影响，公司净利润规模增长较多；公司整体盈利能力仍有待提高。

2019 年，公司实现营业收入 12.16 亿元，较上年下降 46.89%，主要系满足结转条件项目减少所致。2019 年，公司实现利润总额 2.72 亿元，同比增长 7.33%，主要系资产减值损失减少所致。2019 年，公司实现净利润 1.90 亿元，同比增长 95.68%，主要系所得税费用减少所致；其中归属于母公司所有者的净利润 1.90 亿元。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 1.01 亿元，较上年下降 12.28%，各项费用均有所减少；其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 14.98%、41.00% 和 44.02%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 0.15 亿元，较上年下降 19.96%，主要系职工薪酬、销售服务费减少所致；管理费用为 0.41 亿元，较上年下降 5.18%，主要系职工薪酬减少所致；财务费用为 0.44 亿元，较上年下降 15.42%，主要系利息支出减少所致。

2019 年，公司实现投资收益 0.21 亿元，同比增长 0.68 亿元，主要系对天津中天航空工业投资有限责任公司的投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 7.76%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现资产减值损失 0.01 亿元，同比下降 3.08 亿元，主要系当期计提的存货减值损失减少所致。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 28.38%，较上年下降 2.62 个百分点，主要系结转项目毛利率波动所致；2019 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 3.53%、3.49% 和 3.60%，较上年分别提高 0.95 个百分点、0.10 个百分点和 1.73 个百分点。公司盈利能力仍有待提高。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.78 亿元，较上年同期增长 645.96%，主要系满足结转收入条件的售房收入同比增加所致。2020 年 1—3 月，公司实现净利润 0.91 亿元；其中，归属于

母公司所有者净利润为 0.91 亿元。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流净流出；投资活动现金流规模较小；受偿还部分到期债务等因素影响，公司筹资活动现金流持续净流出。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 5.93 亿元，较上年下降 69.08%，主要系销售回款减少所致；经营活动现金流出 9.34 亿元，较上年下降 75.98%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。2019 年，公司经营活动现金净流出 3.42 亿元，净流出规模同比下降 82.68%。

公司投资活动现金流规模很小。2019 年，公司投资活动现金流入 0.03 亿元，同比增长 6.43%；投资活动现金流出 0.02 亿元，同比下降 62.31%；投资活动产生的现金流量金额 55.91 万元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 12.18 亿元，较上年增长 24.34%，主要系取得借款收到的现金增多所致；筹资活动现金流出 15.37 亿元，较上年增长 13.86%，主要系偿还到期借款及公司债所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 3.19 亿元，持续净流出。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-1.62 亿元，投资活动产生的现金流量净额-8,160 元，筹资活动产生的现金流量净额 0.16 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力和长期偿债能力指标尚可，作为 A 股上市公司融资渠道较为多元，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率为 2.77 倍，较年初的 2.49 倍有所提升，主要系预收款项减少所致；速动比率为 0.26 倍，较年初的 0.45 倍有所下降，主要系货币资金减少所致；现金短期债务比为 1.25 倍，较年初的 2.28 倍有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 3.65 亿元，较上年下降 1.94%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 8.58%）、计入财务费用的利息支出（占 15.35%）、利润总额（占 74.50%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.18 倍提高至 4.59 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.21 倍提高至 0.22 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2019 年底，公司累计取得各银行综合授信额度人民币 4.29 亿元，其中已使用授信额度人民币 2.55 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司是 A 股上市地方国有企业，融资渠道较为多元。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 3.00 亿元，被担保对象为天保投控，对外担保占公司净资产的 5.64%，公司面临一定或有负债风险。

截至 2019 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10120116018760309），截至 2020 年 3 月 25 日，公司无未结清不良类或关注类信贷信息。

7. 母公司财务分析

2019 年，公司母公司资产和负债规模均有所下降；母公司无营业收入；现金流规模不大。

截至 2019 年底，公司母公司资产规模 64.38 亿元，较年初减少 2.50%，主要系货币资金减少所致；母公司资产主要由货币资金（占 6.60%）、其他应收款（占 11.39%）、长期股权投资（占 68.22%）和其他非流动资产（占 11.81%）构成。

截至 2019 年底，公司母公司负债规模 14.55 亿元，较年初减少 4.45%，主要系长期借款和应付债券减少所致；母公司负债主要由短期借款（占 24.06%）、其他应付款（占 10.42%）、长期借款（占 8.94%）和应付债券（占 51.44%）构成。

截至 2019 年底，公司母公司所有者权益 49.83 亿元，较年初减少 1.91%，主要系未分配利润减少所致；其中实收资本占 22.27%，资本公积占 37.47%，盈余公积占 4.81%，未分配利润占 35.45%。

2019 年，公司母公司营业收入仍为 0；实现净利润-0.07 亿元。

2019 年，公司母公司经营活动产生的现金流量净额为 0.93 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 0.49 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-3.58 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）6.45 亿元，约为“15 天保 01”和“16 天保 01”债券余额（4.81 亿元）的 1.34 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 53.17 亿元，约为债券余额（4.81 亿元）的 11.04 倍，净资产对债券剩余余额的覆盖程度高，能够对“15 天保 01”和“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，2019 年，公司 EBITDA 为 3.65 亿元，约为债券余额（4.81 亿元）的 0.76 倍，对“15 天保 01”和“16 天保 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 5.93 亿元，约为债券合计（4.81 亿元）的 1.23 倍，公司经营活动现金流入量对“15 天保 01”和“16 天保 01”的覆盖程度较高。

总体看，公司财务情况良好，考虑到公司作为天津港保税区唯一的房地产开发企业，仍具备一定区域竞争优势；且公司房地产业务收入规模保持增长，债务负担整体较轻。联合评级认为公司对“15 天保 01”和“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2019年底,天保投控注册资本259.53亿元,实收资本251.03亿元,投资方为保税区国资局,股权比例100.00%;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2019年末,天保投控合并资产总额1,426.80亿元,负债合计913.02亿元,所有者权益513.78亿元,其中归属于母公司所有者权益486.44亿元。2019年,天保投控实现营业收入102.89亿元,净利润14.75亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润13.81亿元;经营活动产生的现金流量净额-18.69亿元,现金及现金等价物净增加额-15.15亿元。

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

2019年,天保投控营业收入仍主要来源于交通运输板块和房地产板块,收入规模有所增长;受收入构成占比变动影响,天保投控综合毛利率有所下降。

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。

2019年,天保投控实现营业收入102.89亿元,同比增长25.76%,主要系交通运输业务板块收入增长所致。从营业收入构成来看,交通运输板块仍为天保投控第一大收入来源,占比为65.88%,同比提高14.86个百分点;房地产板块占比有所下降,同比下降17.44个百分点至14.65%;市政公用板块和金融业务板块占比仍不大。整体看,天保投控营业收入结构较去年变化不大。

表11 2017-2019年天保投控营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
交通运输业务板块	37.63	52.88	4.36	41.74	51.02	3.08	67.78	65.88	4.11
房地产业务板块	21.23	29.83	51.52	26.25	32.09	54.23	15.08	14.65	49.88
市政公用业务板块	7.15	10.04	7.69	6.68	8.17	3.60	6.48	6.29	-2.07
金融业务板块	3.01	4.23	-11.20	3.33	4.07	87.48	3.23	3.14	84.06
其他业务板块	2.15	3.02	38.11	3.81	4.65	58.41	10.32	10.03	81.81
合计	71.16	100.00	19.12	81.82	100.00	25.55	102.89	100.00	20.73

资料来源:天保投控债券年报,联合评级整理

从毛利率来看,2019年,天保投控综合毛利率为20.73%,同比下降4.82个百分点,主要系毛利率较低的交通运输业务收入占比提升所致。分板块来看,交通运输业务板块毛利率为4.11%,同比提高1.03个百分点;房地产业务板块毛利率为49.88%,同比下降4.35个百分点;市政公用业务板块和金融业务板块收入占比不大,对综合毛利率影响一般。

(3) 财务状况

天保投控2019年财务报表经中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留的审计意见。合并范围方面,2019年天保投控纳入合并范围的子公司共56户,比上期增加4户,减少5户,上述变化对天保投控经营及财务数据影响较小,整体财务数据可比性强。

截至2019年末,天保投控合并资产总额1,426.80亿元,负债合计913.02亿元,所有者权益

513.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 486.44 亿元。2019 年，天保投控实现营业收入 102.89 亿元，净利润 14.75 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 13.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.15 亿元。

资产质量

2019 年，天保投控资产规模有所增长；货币资金较充裕，应收类款项规模较大存在资金占用，资产受限比例尚可；存货、长期应收款、在建工程和其他非流动资产占比较高，资产流动性一般。

截至 2019 年末，天保投控合并资产总额 1,426.80 亿元，较年初增长 8.29%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 45.78%，非流动资产占 54.22%。天保投控资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，天保投控流动资产 653.16 亿元，较年初增长 9.86%，主要系其他应收款和存货增长所致。天保投控流动资产主要由货币资金（占 20.95%）、其他应收款（占 38.51%）和存货（占 30.50%）构成。

截至 2019 年末，天保投控货币资金 136.85 亿元，较年初下降 10.68%，主要系当期对外投资金额较大所致。货币资金中有 3.29 亿元受限资金，受限比例为 2.40%，主要为法定存款准备金等。

截至 2019 年末，天保投控其他应收款（合计）251.56 亿元，较年初增长 11.52%；其中应收利息 982.43 万元，应收股利 1,348.92 万元，其他应收款 251.33 亿元。其他应收款累计计提坏账准备 7.45 亿元，计提比例 2.88%；按欠款方归集的期末余额前五名债务人分别为天津港保税区财政局、天津港保税区管理委员会、天津港保税区建设服务总公司、天津航空物流发展有限公司和天津市滨海新区财务管理中心，合计占比 98.79%，集中度较高，但考虑到前五名单位性质，回收风险一般，但存在资金占用。

截至 2019 年底，天保投控存货账面价值 199.21 亿元，较年初增长 9.34%，主要系自制半成品及在产品 and 库存商品（产成品）增长所致；存货主要由开发成本（占比 60.04%）和开发产品（占比 21.79%）构成；累计计提存货跌价准备 2.95 亿元，主要是对开发成本计提的减值准备。

截至 2019 年末，天保投控非流动资产 773.64 亿元，较年初增长 7.00%，主要系长期应收款增长所致；天保投控非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.30%）、长期应收款（占 31.05%）、长期股权投资（占 16.41%）、投资性房地产（占 6.81%）、在建工程（占 14.36%）和其他非流动资产（占 17.02%）构成。

截至 2019 年末，天保投控可供出售金融资产 71.97 亿元，较年初下降 6.72%，主要系可供出售权益工具减少所致。截至 2019 年末，天保投控长期应收款 240.23 亿元，较年初增长 19.06%，主要系代垫工程款和利息增多所致。截至 2019 年末，天保投控长期股权投资 126.95 亿元，较年初增长 8.12%，主要系对联营企业投资增多所致。截至 2019 年末，天保投控投资性房地产 52.67 亿元，较年初增长 11.58%，主要系外购和存货\固定资产\在建工程转入所致。截至 2019 年末，天保投控在建工程 111.06 亿元，较年初下降 15.29%；在建工程主要由基建工程构成（占比 96.26%）。截至 2019 年末，天保投控其他非流动资产 131.68 亿元，较年初增长 130.92 亿元，主要系由于空港经济区道路用地从无形资产调至其他非流动资产科目所致。

截至 2019 年底，天保投控所有权或使用权受限的资产 248.16 亿元，占总资产的 17.39%，主要包括受限的长期应收款 142.41 亿元、存货 50.03 亿元、可供出售金融资产 23.92 亿元和应收账款 13.50 亿元等，其余受限资产包括货币资金、将于一年内到期的非流动资产、投资性房地产、固定资产、无形资产和在建工程，受限规模均在 5 亿元以下。整体看，天保投控资产受限比例尚可。

负债与所有者权益

负债

2019年，天保投控负债规模有所增长，以非流动负债为主；天保投控债务规模较大，但以长期债务为主，但债务期限结构较为合理。

截至2019年末，天保投控负债总额913.02亿元，较年初增长7.50%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占31.97%，非流动负债占68.03%。天保投控负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2019年末，天保投控流动负债291.85亿元，较年初下降15.48%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。天保投控流动负债主要由短期借款（占29.56%）、一年内到期的非流动负债（占36.76%）和其他流动负债（占16.48%）构成。

截至2019年末，天保投控短期借款86.27亿元，较年初下降16.40%，主要系偿还到期债务所致。截至2019年末，天保投控一年内到期的非流动负债107.29亿元，较年初下降41.29%，主要系偿还到期债务所致。截至2019年末，天保投控其他流动负债48.10亿元，较年初增长419.71%，主要系新发行超短期融资券所致。

截至2019年末，天保投控非流动负债621.17亿元，较年初增长23.25%，主要系长期借款和应付债券增多所致。天保投控非流动负债主要由长期借款（占50.90%）和应付债券（占44.76%）构成。

截至2019年末，天保投控长期借款316.16亿元，较年初增长7.38%，主要系新增融资所致。截至2019年末，天保投控应付债券278.01亿元，较年初增长51.18%，主要系调整债务结构、发行债券直接融资增多所致。

截至2019年末，天保投控全部债务841.92亿元，较年初增长6.92%，主要系长期债务增多所致。其中，短期债务占27.54%，长期债务占72.46%，以长期债务为主。截至2019年末，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63.99%、62.10%和54.28%，较年初分别下降0.47个百分点、下降0.61个百分点和上升2.61个百分点。天保投控债务负担较重，但债务期限结构较为合理。

截至2019年末，天保投控其他权益工具80.50亿元，全部为永续债。如将永续债调入长期债务，截至2019年末，天保投控全部债务增至922.42亿元。其中，短期债务231.87亿元（占25.14%），长期债务690.54亿元（占74.86%）。截至2019年末，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69.63%、68.04%和61.45%，天保投控债务负担较重。

所有者权益

受实收资本和未分配利润增加，以及发行永续债等因素影响，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。

截至2019年末，天保投控所有者权益合计513.78亿元，较年初增长9.72%，主要系实收资本和未分配利润增多所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为94.68%，少数股东权益占比为5.32%。归属于母公司所有者权益486.44亿元，其中实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占51.61%、16.55%、24.71%、0.22%和4.63%。所有者权益结构稳定性尚可。

盈利能力

2019年，天保投控收入有所增加，财务费用占营业收入的比重仍大，费用控制能力有待提高；天保投控利润对投资收益及营业外收入依赖度较高，整体盈利能力有待提升。

2019年，天保投控实现营业收入102.89亿元，同比增长25.76%，主要系交通运输业务板块收入增长所致；2019年，天保投控营业成本81.56亿元，较上年增长33.89%，增速较快主要系主要是由于毛利率较低的交通运输业务板块业务规模增加所致。2019年，天保投控营业利润-0.16亿元（去年同期为-5.83亿元），天保投控实现净利润14.75亿元，同比增长1.07%；其中归属于母公司所有者的净利润13.81亿元。

从期间费用看，2019年，天保投控期间费用总额为29.30亿元，同比增长13.98%，主要系财务费用增长所致；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为4.09%、10.86%、0.34%和84.71%，以财务费用为主。2019年，天保投控销售费用为1.20亿元，同比增长6.57%；管理费用为3.18亿元，同比下降3.92%；研发费用为0.10亿元，同比下降1.37%；财务费用为24.82亿元，同比增长17.25%，主要系利息支出增多所致。2019年，天保投控费用收入比为28.48%，同比下降2.94个百分点，天保投控费用控制能力一般。

利润构成方面，2019年，天保投控实现投资收益10.25亿元，较上年增长26.00%，主要系权益法核算的长期股权投资收益和可供出售金融资产等取得的投资收益增长所致。2019年，天保投控实现营业外收入18.92亿元，较上年下降19.83%，主要系企业发展金等政府补助减少所致；营业外收入占利润总额比重为101.53%，对利润影响较大。

盈利指标方面，2019年，天保投控营业利润率为16.42%，同比上升0.25个百分点，较上年变化不大。2019年，天保投控总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.11%、3.25%和3.00%，较上年分别上升0.05个百分点、上升0.10个百分点和下降0.31个百分点，天保投控整体盈利能力有待提高。

现金流

2019年，天保投控经营活动和投资活动现金流延续净流出态势，对筹资活动依赖程度高。

从经营活动来看，2019年，天保投控经营活动现金流入123.88亿元，较上年增长10.56%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增多所致；经营活动现金流出142.57亿元，较上年增长4.90%，变动不大。2019年，天保投控经营产生的现金流量净额-18.69亿元，持续净流出。2019年，天保投控现金收入比为97.53%，较上年上升13.37个百分点，收入实现质量仍有待提高。

从投资活动来看，2019年，天保投控投资活动现金流入115.52亿元，较上年增长93.23%，主要系收回投资所致；投资活动现金流出163.58亿元，较上年下降10.89%，主要系投资业务减少所致。2019年，天保投控投资活动产生的现金流量净额-48.06亿元，净流出规模同比下降61.17%。

从筹资活动来看，2019年，天保投控筹资活动现金流入523.82亿元，较上年增长15.09%，主要系借款规模增多所致；筹资活动现金流出472.25亿元，较上年增长68.69%，主要系偿还债务支付的现金所致。2019年，天保投控筹资活动现金净流入51.57亿元，同比下降70.56%，主要系偿还到期债务规模增多所致。

偿债能力

天保投控偿债能力指标一般，融资渠道较为通畅，资产规模较大；考虑到天保投控作为保税区内从事基础设施建设的主体，且2019年天保投控旗下交通运输、房地产等业务板块整体发展态势保持良好，综合实力较强，整体看天保投控整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，天保投控流动比率与速动比率分别由年初的1.72倍和1.19倍分别上升至2.24倍和1.56倍，流动资产对流动负债的保障程度较好。截至2019年末，天保投控现金短期债务比由年初的0.53倍上升至0.61倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，天保投控短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，天保投控 EBITDA 为 49.21 亿元，同比增长 12.90%。从构成看，天保投控 EBITDA 主要由折旧（占 9.09%）、计入财务费用的利息支出（占 52.66%）、利润总额（占 37.87%）构成。2019年，天保投控 EBITDA 全部债务比仍为 0.06 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，天保投控长期债务偿债能力有待提升。

截至 2019 年底，天保投控共计获得银行授信额度约 1,330.27 亿元，其中尚未使用的授信额度为 427.29 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2019 年底，天保投控尚未履行及未履行完毕的对外担保的余额 150.47 亿元，占其净资产的 29.29%，天保投控对外担保规模较大，面临或有负债风险。

截至 2019 年底，天保投控无重大诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

根据天保投控提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：2020042910024941962026），截至 2020 年 4 月 29 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。

3. 债权保护效果

以 2019 年底财务数据测算，“15 天保 01”和“16 天保 01”待偿本金共计 4.81 亿，占担保方天保投控资产总额的 0.34%和净资产总额的 0.94%，占比很低；2019 年，天保投控 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 49.21 亿元和 123.88 亿元，分别为“15 天保 01”和“16 天保 01”待偿本金的 10.23 倍和 25.75 倍。整体看，天保投控的担保对债券的保护程度很高。

九、综合评价

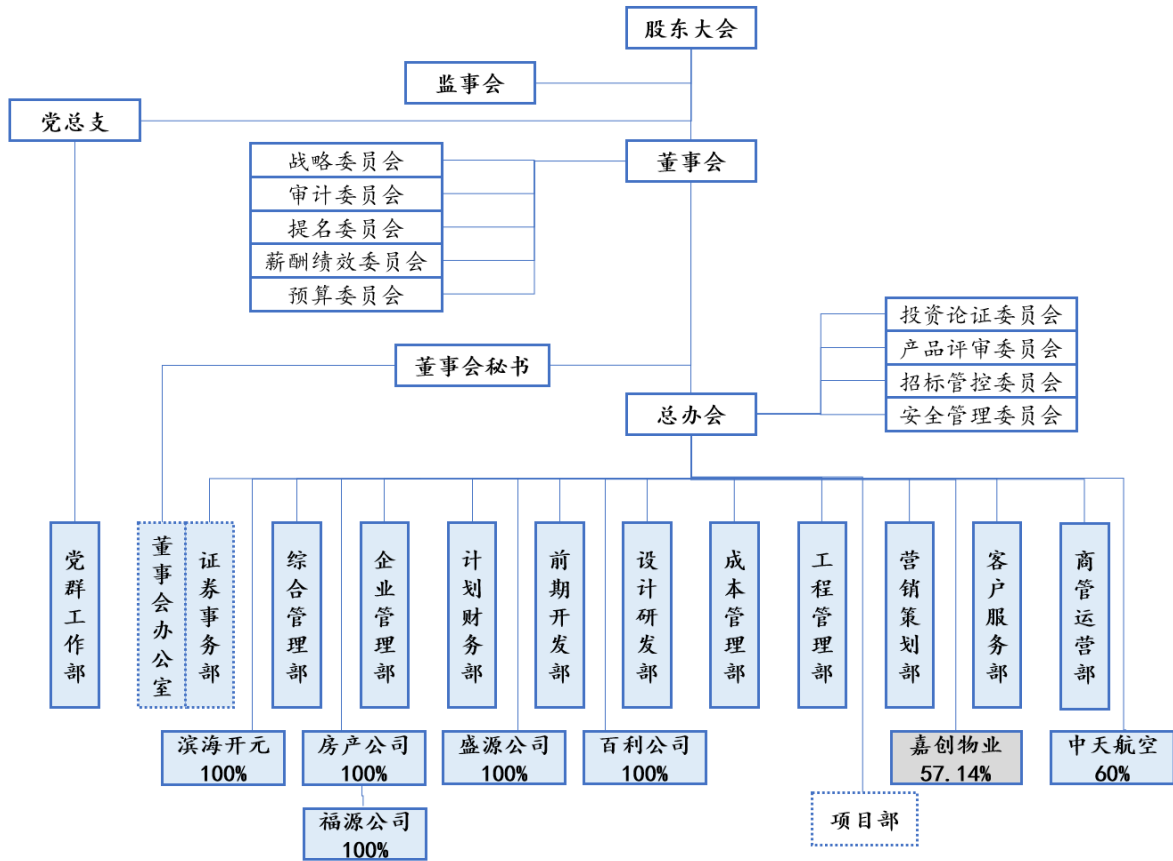
2019 年，公司作为天津保税区唯一一家区属国有控股上市房地产开发企业，仍具备一定的区域竞争优势。公司业务收入仍以房地产开发为主，综合毛利率维持较高水平，且债务负担较轻。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大，公司土地储备规模较为一般、部分在建项目土地成本较高、部分商业物业去化率和出租率仍较低、盈利能力有待提高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

“15 天保 01”和“16 天保 01”由天保投控提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天保投控业务范围广、资产和盈利规模较大，其对本次债券的担保反映出天保投控对公司的信心和支持，对本次债券的信用提升有明显的积极作用。

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+”。

附件 1 截至 2020 年 3 月底天津天保基建股份有限公司 组织结构图



附件 2 天津天保基建股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	103.02	96.76	91.17	88.77
所有者权益 (亿元)	51.22	52.19	53.17	54.08
短期债务 (亿元)	--	5.74	5.15	4.33
长期债务 (亿元)	20.47	12.07	11.15	12.25
全部债务 (亿元)	20.47	17.80	16.30	16.59
营业收入 (亿元)	18.46	22.90	12.16	3.78
净利润 (亿元)	4.11	0.97	1.90	0.91
EBITDA (亿元)	6.78	3.73	3.65	--
经营性净现金流 (亿元)	-12.89	-19.72	-3.42	-1.62
流动资产周转次数 (次)	0.23	0.27	0.16	--
存货周转次数 (次)	0.24	0.17	0.08	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.23	0.13	--
总资本收益率 (%)	7.31	2.58	3.53	--
总资产报酬率 (%)	6.92	3.39	3.49	--
净资产收益率 (%)	8.38	1.88	3.60	--
营业利润率 (%)	36.54	31.00	28.38	44.70
资产负债率 (%)	50.29	46.07	41.68	39.08
全部债务资本化比率 (%)	28.56	25.43	23.46	23.47
长期债务资本化比率 (%)	28.56	18.78	17.34	18.47
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.37	4.18	4.59	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.33	0.21	0.22	--
流动比率 (倍)	2.80	2.49	2.77	3.22
速动比率 (倍)	1.30	0.45	0.26	0.25
现金短期债务比 (倍)	--	2.28	1.25	1.15
经营现金流动负债比率 (%)	-41.17	-60.66	-12.72	-7.22
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.41	0.77	0.76	--

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 2020 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	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	1,103.24	1,317.57	1,426.80
所有者权益 (亿元)	411.64	468.26	513.78
短期债务 (亿元)	263.85	286.75	231.87
长期债务 (亿元)	360.05	500.67	610.04
全部债务 (亿元)	623.90	787.42	841.92
营业收入 (亿元)	71.16	81.82	102.89
净利润 (亿元)	7.03	14.60	14.75
EBITDA (亿元)	30.54	43.59	49.21
经营性净现金流 (亿元)	30.53	-23.86	-18.69
应收账款周转次数 (次)	4.43	11.15	19.02
存货周转次数 (次)	0.40	0.36	0.42
总资产周转次数 (次)	0.06	0.07	0.07
现金收入比率 (%)	123.42	84.17	97.53
总资本收益率 (%)	2.23	3.06	3.11
总资产报酬率 (%)	2.36	3.14	3.25
净资产收益率 (%)	1.73	3.32	3.00
营业利润率 (%)	13.02	16.16	16.42
费用收入比 (%)	14.03	31.42	28.48
资产负债率 (%)	62.69	64.46	63.99
全部债务资本化比率 (%)	60.25	62.71	62.10
长期债务资本化比率 (%)	46.66	51.67	54.28
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.06	0.06
流动比率 (倍)	1.32	1.72	2.24
速动比率 (倍)	0.84	1.19	1.56
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.53	0.61
经营现金流流动负债比率 (%)	9.24	-6.91	-6.40

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. 天保投控其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务, 长期应付款中的应付融资租赁款计入长期债务

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。