

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0045号

天津天保基建股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及相关债项的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“19 基建 01”、“21 基建 01”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年五月二十三日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年5月23日

天津天保基建股份有限公司 主体及相关债项2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/5/23	AA/稳定	谷建伟	谢瑞

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
			一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
19 基建 01	AAA	AAA	企业规模	资产总额	15.00	7.78
21 基建 01	AAA	AAA		合同销售金额	15.00	5.34
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			市场竞争力	土地储备及区域多样性	12.50	7.50
				业态多样性	2.50	1.88
主体概况			盈利能力 和运营效率	预收账款/营业收入	10.00	6.61
				净资产收益率	7.50	2.39
				净利润	10.00	2.16
			债务负担 和保障程度	存货周转率	2.50	1.06
剔除预收账款的资产负债率	10.00	10.00				
货币资金/短期有息债务	7.50	1.48				
			EBITDA 利息倍数	7.50	6.72	
			2.基础模型参考等级			A+
			3.评级调整因素			+2
			4.主体信用等级			AA
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。						

天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”或“公司”）主要从事房地产开发业务，控股股东为天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”），实际控制人为天津港保税区国有资产管理局。

评级观点

跟踪期内，公司在天津市滨海新区仍具有较强的竞争优势；公司合同销售金额及合同销售面积均大幅增加，房地产开发业务收入和毛利润均显著增长；公司在资源整合及融资等方面仍获得了股东的支持；天保投控为本次跟踪评级相关债项提供不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。另一方面，跟踪期内，公司毛利率有所下降，同时计提大额资产减值损失；公司在建项目全部集中在天津市，易受单一区域市场波动影响，部分在建项目楼面地价较高，存货受限比例仍较高；债务结构转为以短期有息债务为主，存在一定集中偿付压力。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“19 基建 01”、“21 基建 01”债项信用等级为 AAA。

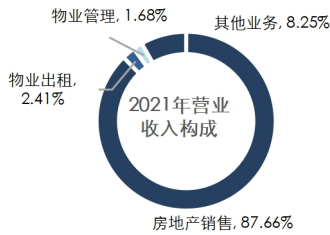
同业对比

项目	天津天保基建股份有限公司	深圳市振业(集团)股份有限公司	江苏凤凰置业投资股份有限公司	重庆渝开发股份有限公司
资产总额 (亿元)	128.50	236.01	78.65	83.88
预收账款/营业收入 (倍)	0.54	0.61	1.18	0.59
净利润 (亿元)	0.50	5.53	0.35	2.02
净资产收益率 (%)	0.91	6.76	0.61	5.04
存货周转率 (次)	0.14	0.15	0.10	0.13
剔除预收款项的资产负债率 (%)	52.61	62.29	21.47	47.74

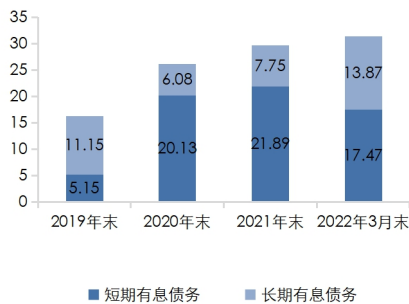
注：以上企业最新主体信用等级均为 AA，数据来自各企业公开披露的 2021 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2021 年收入构成



公司有息债务结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	91.17	111.61	128.50	127.48
所有者权益(亿元)	53.17	62.15	54.35	54.67
全部债务(亿元)	16.30	26.22	29.64	31.34
营业总收入(亿元)	12.16	8.19	25.40	4.96
利润总额(亿元)	2.72	-3.35	1.89	0.51
经营性净现金流(亿元)	-3.42	-11.20	10.06	2.69
营业利润率(%)	28.38	50.14	30.00	22.07
资产负债率(%)	41.68	44.31	57.70	57.11
剔除预收账款的资产负债率(%)	38.15	42.00	52.61	51.91
净负债率(%)	18.52	35.49	44.61	51.21
货币资金/短期有息债务(倍)	1.25	0.21	0.25	0.19
流动比率(%)	277.31	217.69	163.91	172.80
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	-13.36	7.30	-
EBITDA 利息倍数(倍)	4.59	-1.50	1.73	-

注：表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是天津港保税区唯一一家区属国有控股 A 股上市房地产开发企业，房地产开发经验丰富，跟踪期内项目仍主要布局在天津市滨海新区，在天津市滨海新区仍具有较强的竞争优势；
- 跟踪期内，公司合同销售金额及合同销售面积均大幅增加，同时随着房地产结转项目的增多，房地产开发业务收入和毛利润均显著增长；
- 公司是其股东天保控股房地产开发业务的主要实施主体，在资源整合及融资等方面仍获得了股东的支持；
- 天保投控为本次跟踪评级相关债项提供不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内，公司毛利率有所下降，同时计提大额资产减值损失，对利润形成较大侵蚀；
- 公司在建项目全部集中在天津市，易受单一区域市场波动影响，部分在建项目楼面地价较高，未来盈利空间或受挤压；
- 因开发成本增加，公司存货规模进一步扩大，存货受限比例仍较高，对资产流动性及再融资产生一定影响；
- 公司有息债务规模继续增加，债务结构转为以短期有息债务为主，存在一定集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。随着公司在建项目的陆续开盘及项目结转，将对公司营业收入和盈利形成保障，同时预计公司在资源整合及融资等方面将持续获得股东支持。

评级方法及模型

《东方金诚房地产企业评级方法及模型（RTFC010202011）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021/8/19	王黎娅、谷建伟	《东方金诚房地产企业评级方法及模型（RTFC010202011）》	阅读原文
AA/稳定	AAA	2019/8/6	赵一统、王黎娅	《东方金诚房地产企业评级方法及模型（2014年5月）》	阅读原文

注：自 2019 年 8 月 6 日（首次评级），天保基建主体信用等级未发生变化，均为 AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/ 评级展望
19 基建 01	2021/5/18	3.00	2019/12/10~2022/12 /10	不可撤销的连带责任保证 担保	天津保税区投资控股集团有限公司 /AAA/稳定
21 基建 01	2021/8/19	4.00	2021/10/19~2024 /10/19	不可撤销的连带责任保证 担保	天津保税区投资控股集团有限公司 /AAA/稳定

注：天津保税区投资控股集团有限公司(AAA/稳定)为“19 基建 01”及“21 基建 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

天保基建主营业务为房地产开发业务。公司控股股东为天津天保控股有限公司（以下简称“天保控股”），实际控制人为天津港保税区国有资产管理局（以下简称“保税区国资局”）。

天保基建前身是成立于1998年9月30日的天津水泥股份有限公司（以下简称“天水股份”），初始注册资本为1.47亿元。2000年4月6日，天水股份在深圳证券交易所挂牌交易（证券简称“天水股份”，证券编码为“000965”）。2007年，天保控股受让天水股份合计67.74%股权，并以其持有的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与负债进行置换，天水股份变更为现名，证券简称“天保基建”。后经多次增发、配股、转增和重大资产重组，截至2022年3月末，公司第一大股东天保控股持有公司股份570995896股，占公司总股本51.45%，为公司控股股东，实际控制人为保税区国资局。

跟踪期内，天保基建主营业务仍为房地产开发业务，产品类型以住宅为主。公司房地产项目仍主要位于天津市滨海新区。

截至2022年3月末，天保基建资产总额为127.48亿元，所有者权益54.67亿元，资产负债率57.11%，纳入合并报表范围的子公司共计7家，其中直接持股6家，间接持股1家。2021年和2022年1~3月，公司实现营业收入分别为25.40亿元和4.96亿元，利润总额分别为1.89亿元和0.51亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2022年3月31日，“19基建01”和“21基建01”公司债券的募集资金已使用完毕。公司已于2021年12月10日支付2020年12月10日至2021年12月9日的利息，付息金额总计为0.18亿元；于2021年12月10日完成支付“19基建01”公司债券回售本金金额共计2.10亿元。天保投控对本次跟踪评级相关债项提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严

重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业分析

公司主要从事房地产开发、物业出租、物业管理等业务，所属行业为房地产行业。

房地产行业

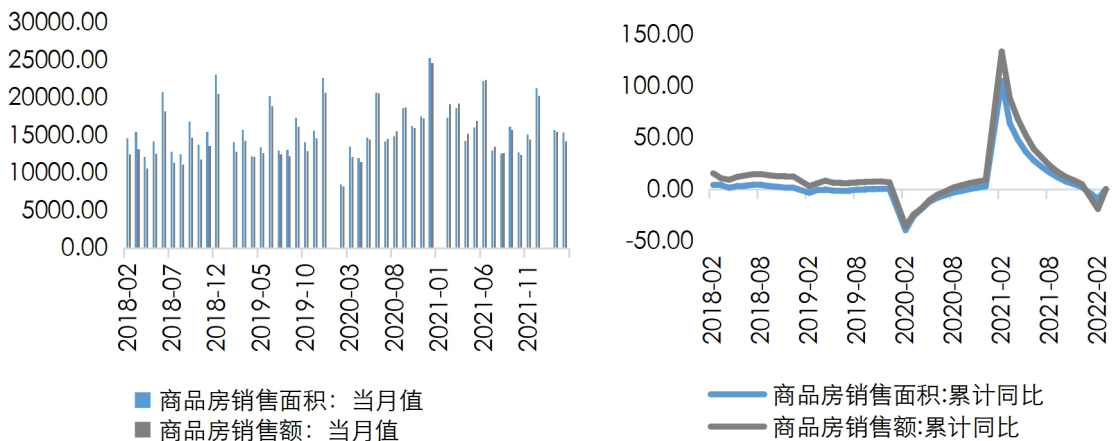
2022年第一季度房地产销售同比下降，预计在房企资金紧张、市场信心短期尚难恢复的综合影响下，下游需求仍将偏弱，全年销售面积难有显著回升

2021年，行业销售规模继续保持增长，但市场需求下降叠加房企债务负担加重导致的推盘销售节奏放缓等因素影响，销售业绩呈现“前高后低”，全年商品房销售面积为17.94亿平方米，累计同比增长1.9%；商品房销售额18.19万亿元，累计同比增长4.8%。同期，商品房销售均价为10139.1元/平方米，总体呈小幅上涨态势。2022年1~3月，行业继续调整，行业呈现“量价齐跌”态势，销售增速有所下滑，国内商品房销售面积3.10亿平方米，同比下降13.8%；商品房销售金额2.97万亿元，同比下降22.7%，销售下降主要系房企资金紧张，部分企业财务风险尚未化解，同时2021年第一季度基数较高所致。

2022年1~3月，房地产开发企业到位资金3.82万亿元，累计同比下降19.6%。其中自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别为1.24万亿元、1.23万亿元和0.64万亿元，累计同比增速分别为-4.8%、-31.0%和-18.8%。

当前房地产行业仍处于深度调整阶段，政策仍维持“房住不炒”的总基调不变。信贷方面，房企的合理融资需求将逐步得到支持，但现阶段部分房企债务负担依然较大，存在流动性压力，市场信心的修复仍需一定时间；同时，在资金紧张的情况下，建安投资和拿地支出难以维持高速增长，供应不足将对销售规模产生限制，总体来看，2022年房地产行业下游需求仍将偏弱，销售面积增速难有显著回升。

图表1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

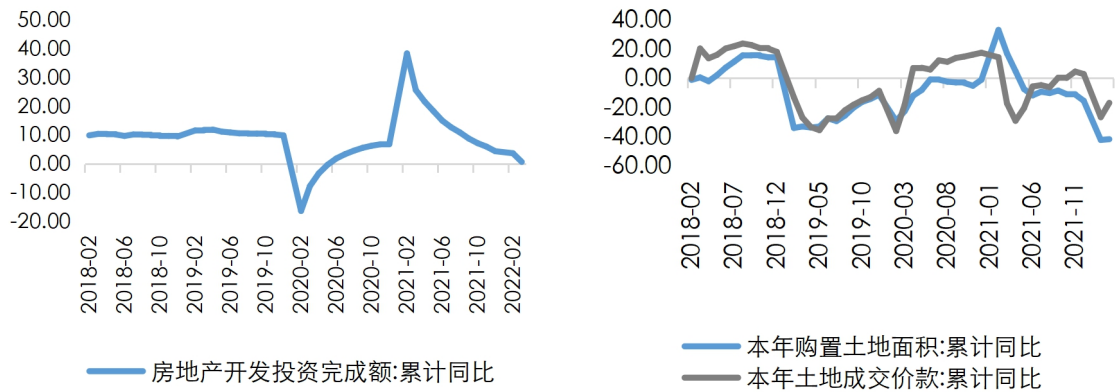
一季度国内房地产开发投资增速同比有所下滑，考虑到房企资金紧张导致拿地规模有限且建安支出乏力，预计全年投资增速或将继续下降

2021年，银行“两道红线”和房企“三道红线”的出台使得房企资金面收紧，22个重点城市采取“双集中”供地也对企业土地拓展形成挑战，全年国内房地产开发投资完成额14.76万亿元，同比增长4.40%，累计增速同比下降2.60个百分点。2022年1~3月，国内房地产开发投资额2.78万亿元，同比增长0.70%，累计增速同比下降24.90个百分点。投资增速的下降主要系房企在手资金紧张同时融资环境收紧，导致房企土地购置意愿和能力均显著下降，同时

新开工和竣工进度受到较大负面影响，对投资增速形成拖累。

预计 2022 年，作为链接国内大循环的关键齿轮，在“保施工、保交付”的前提下，房企将加大项目销售回款力度，同时仍存在一定补库存需求，将对新开工及施工形成一定支撑；但另一方面，房企资金链紧张叠加下游需求不足，房企对项目新开工将保持谨慎态度，同时资金紧张以及房企信用风险爆发导致的关联行业波动下，项目施工进度难有保障，建安投资支出或将走弱；拿地方面，房企拿地能力和拿地意愿依旧不足，预计高流拍率和低溢价率仍将成为土地市场的常态，土地市场短期内难有显著回暖，拿地规模的下降使得投资规模失去有力支撑，预计全年投资增速将继续下降，或将出现负增长。

图表 2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源：Wind，东方金诚整理

房地产金融长效机制稳步推进，部分前期依赖高杠杆经营的房企信用风险加速暴露，目前“稳地产”信号不断释放，长期看有助于促进行业平稳健康发展

我国房地产行业政策敏感度高，受行业调控政策影响较大，行业政策倾向于“左手去泡沫，右手稳投资”。房地产融资和土地供应等调控政策陆续出台，2020年8月，针对房企融资端的“三道红线”率先提出；2020年末，中国人民银行、中国银保监会发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，再增“两道红线”；2021年以来，国内22个重点城市的住宅土地挂牌进行了“两集中”的调控方式等。房地产金融长效机制稳步推进，涉房贷款投放增速持续收敛，重点城市按揭贷款利率有所上行。房企在信托、信用债、海外债、银行端融资呈现“全面受阻”的特点。

2022年3月，政府工作报告提出：继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

此外，2022年3月，国务院金融委召开专题会议，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。随即，央行、银保监会、证监

会、外汇局、财政部等五部委也相继释放“稳地产”信号，重点围绕着防范化解房地产市场风险，积极推动房地产行业转变发展方式，促进房地产业良性循环和健康发展等方面。

随着房地产金融长效机制稳步推进，2021年以来部分前期依赖高杠杆经营的房企信用风险加速暴露，同时对于土地储备质量不佳的房企将面临较大的融资难度和销售回款压力，对债务偿付的保障程度相对较弱，信用风险将有所上升，风险出清加剧；另一方面，一季度中央多部委密集表态“稳地产”，对房企合理融资以及促进住房消费健康发展方面将起到重要的指导作用，有助于化解行业分析，长期来看有利于促进国内房地产市场行业稳定、健康发展。

行业盈利能力总体有所下滑，行业集中度提升，预计未来土地储备质量好、品牌影响力大、具有明显外部支持的房企具有更强的竞争优势

2021年以来，国内房地产企业盈利能力总体有所下滑，主要是房地产结转项目的拿地成本总体有所上升，同时施工及材料价格有所上涨，但下游需求不足及部分城市的调控政策导致销售价格的上涨一定程度受到限制，且部分企业为缓解流动性压力、加大项目回款，降价销售部分项目，导致利润水平下降。

在行业盈利下滑、部分企业风险加剧的情况下，行业内企业分化加剧，部分土地储备质量好、融资能力强、销售回款情况好的企业抵御风险能力明显更强，根据克而瑞地产研究院发布的相关榜单，2021年TOP10房企销售操盘金额门槛达到2879.5亿元，同比增幅达19.8%，较2019年增长42%。TOP20和TOP30房企的销售操盘金额门槛也分别同比提升9.2%和2.5%，行业龙头房企继续保持规模优势。

展望2022年，房企将从过去的“高杠杆、高周转、高利润”的模式逐步向“低负债、高品质、合理利润”的模式转变，将摒弃过往的“规模为王”，力争控制有息债务、加强资金管理、促进项目回款、改善项目盈利水平，在此背景下，具有很强品牌影响力、土地储备充足且土地储备质量好、产品竞争力强、具有明显外部支持的房企将具有更强的竞争优势。

区域经济环境

跟踪期内，天津市经济稳定增长，2021年商品房销售金额及销售面积呈现“前高后低”，总体有所提升，但2022年一季度销售规模同比下降显著，预计2022年天津市房地产市场仍将面临下行压力

天津市为我国四大中央直辖市之一，近年来，天津市地区经济保持增长，但随着其经济进入平稳释放期，主要经济指标增速有所放缓。2021年天津市生产总值15695.05亿元，同比上升6.6%，生产总值排在全国城市中排名第十一名。

随着疫情的逐步缓解以及下游需求的提升，天津市2021年房地产销售业绩同比有所改善，呈现“前高后低”的态势，全年商品房销售面积为1435.42万平方米，同比增长9.80%；商品房销售额2322.76亿元，同比增长9.90%；2022年1~3月，天津市商品房销售面积及商品房销售额分别为178.37万平方米和267.86亿元，同比分别下降30.00%和36.60%，销售规模同比显著下降，主要是房企资金紧张，部分企业财务风险尚未化解，同时2021年第一季度基数较

高所致。房地产投资方面,2021年天津市房地产开发投资完成额2769.98亿元,同比增长6.20%,自3月以来累计同比增速逐月下降;2022年一季度,房地产开发投资完成额为516.77亿元,同比减少16.90%。

总体看来,2022年一季度天津市房地产市场在销售及投资方面均有明显下滑,考虑到国内房地产长效机制趋势确定,市场信心的修复仍需要时间,预计2022年在房企资金紧张、拿地及建安支出受限的情况下,房地产市场投资规模仍将偏弱,同时房企推盘节奏的放缓及下游需求不足也将导致区域内房地产市场的销售规模难有显著回升。

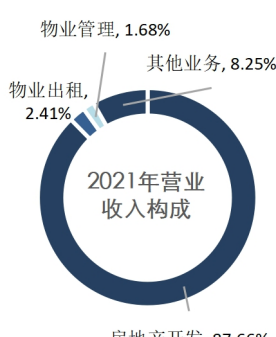
业务运营

经营概况

跟踪期内,公司营业收入和毛利润仍主要来自房地产开发业务,因当期满足结转条件项目较多,2021年公司营业收入和毛利润均大幅提升,毛利率有所降低,但仍处于较高水平

公司主要从事房地产开发业务,辅以物业出租、物业管理等业务。跟踪期内,因当期满足结转条件项目较多,公司营业收入和毛利润均大幅提升。2021年,公司实现营业收入25.40亿元,同比增长210.06%;实现毛利润13.02亿元,同比增长165.97%;同期,公司综合毛利率为51.25%,同比减少8.50个百分点,主要系公司结转房地产项目成本上升所致,但毛利率总体仍处于较高水平。2022年1~3月,公司营业收入和毛利润分别为4.96亿元和2.58亿元,毛利率为52.04%。

图表3 公司主营业务收入、毛利润及毛利率构成情况(单位:亿元、%)



类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	11.16	91.73	7.20	87.85	22.27	87.66	4.72	95.31
物业出租	0.67	5.47	0.56	6.83	0.61	2.41	0.15	2.96
物业管理	0.33	2.70	0.44	5.32	0.43	1.68	0.09	1.72
其他业务 ¹	0.01	0.10	0.00	0.00	2.10	8.25	-	-
合计	12.16	100.00	8.19	100.00	25.40	100.00	4.96	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	6.64	59.57	4.76	66.17	11.36	51.03	2.55	53.99
物业出租	0.20	29.40	0.16	28.12	0.25	41.04	0.06	38.17
物业管理	-0.07	-22.01	-0.02	-5.59	-0.07	-15.72	-0.03	-31.61
其他业务 ²	0.01	96.76	0.00	100.00	1.47	70.24	-	-
合计	6.78	55.75	4.90	59.75	13.02	51.25	2.58	52.04

数据来源:公司提供,东方金诚整理

¹ 2020年其他业务收入为1.49万元。
² 2020年其他业务毛利润为1.49万元。

房地产开发

公司房地产开发业务业态类型以住宅地产为主，区域房地产开发经验丰富，跟踪期内，项目所在区域仍主要布局在天津市滨海新区，在天津市滨海新区仍具有较强的竞争优势

公司房地产开发项目业态类型以住宅地产为主，以商业地产为辅。公司房地产开发业务的运营主体主要为公司下属各项目子公司。

公司房地产开发经验丰富，跟踪期内，公司房地产项目所在区域仍主要布局在天津市滨海新区。项目开发建设方面，公司始终聚焦主业，以项目牵动有效投资、拉动经营增长，2021年公司统筹推进天保金海岸F地块项目、意境雅居项目、九如品筑项目等8个项目建设任务。公司多次获得天津市工程建设各类奖项，在天津市滨海新区具有一定的优势。近年来公司通过开发建设意境兰庭项目、天保金海岸项目等多个热销项目，在滨海新区房地产市场占有一定市场份额。同时公司在天津滨海新区公司投资并持有一定的投资型物业，以获取稳定的租金回报，截至2021年末，公司持有经营的物业主要包括天保青年公寓项目、天保金海岸C04项目项目、汇津广场一期项目、汇盈产业园项目、汇川大厦项目、名居花园底商项目等。总体来看，公司在天津市滨海新区仍具有较强的竞争优势。

跟踪期内，公司推盘力度加大，合同销售金额及合同销售面积均大幅增加，因满足结转条件的项目较多，房地产开发业务收入和毛利润均大幅增长

跟踪期内，公司房地产开发业务以住宅地产开发为主。受天保金海岸F地块项目竣工交付影响，结算面积同比大幅上升，2021年公司房地产开发业务收入和毛利润均大幅增加，分别为22.27亿元和11.36亿元，同比分别增长209.39%和138.61%。同期，公司房地产开发业务毛利率为51.03%，同比减少8.50个百分点，主要系公司结转房地产项目成本上升所致，但毛利率总体仍处于较高水平。

图表4 公司房地产开发业务收入及结算情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

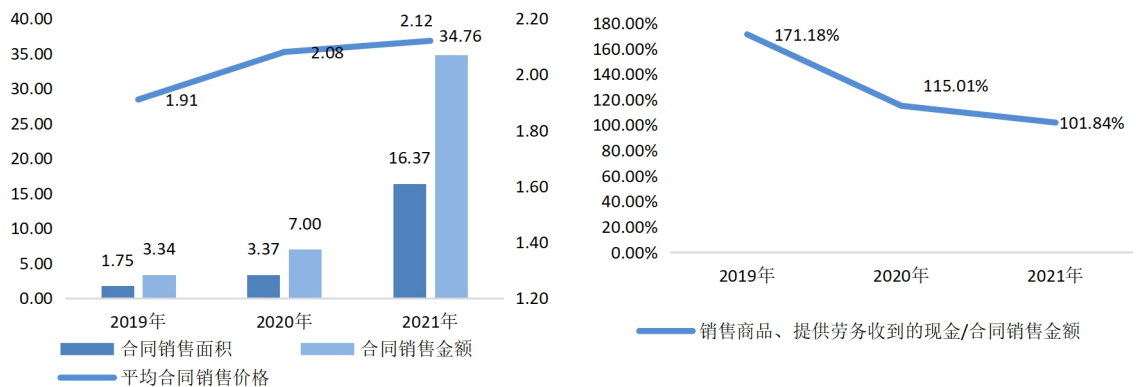
跟踪期内，公司的房地产项目仍集中于天津，2021年，公司新增五个预售（销售）项目，其中住宅项目可售资源增加较多，全年实现合同销售金额和合同销售面积分别为34.76亿元和16.37万平方米，同比分别增加13.00万平方米和27.76亿元，其中另外天保金海岸F地块项目2021年销售金额高达21.23亿元，使得公司2021年合同销售金额大幅增加。截至2021年末，

³ 该表未包含产业园区开发业务部分结算销售收入。

公司未完全出租的租售结合项目有汇川大厦、汇津广场一期、汇盈产业园和名居花园底商，扣除期末在租面积后，剩余可售面积分别为 0.89 万平方米、0.55 万平方米、0.63 万平方米和 0.09 万平方米。截至 2021 年末，公司合同负债为 13.81 亿元，同时 2022 年预计竣工项目有 3 个，分别为汇津广场二期项目、珑翠路项目和意境雅居项目，对公司未来收入及利润具有一定支撑力度；同期，平均合同销售价格为 2.12 万元/平方米，同比小幅提升。

销售回款方面，受公司积极推动住宅项目销售影响，公司销售回款大幅增加。2021 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 35.40 亿元，为同期合同销售金额的 101.84%，销售回款主要来自当期天保金海岸 F 地块项目及预售的意境雅居项目，截至 2021 年末，这两个项目累积已售金额分别为 25.84 亿元和 10.82 亿元，已回款 20.42 亿元和 9.05 亿元。2022 年，公司计划将推动天保金海岸 F 地块项目及意境雅居项目全面清盘，同时推动天保九如品筑项目及天拖二期地块项目销售，上述项目剩余可售货值合计约为 89.54 亿元，可对 2022 年销售金额及销售回款提供重要支撑。

图表 5 公司房地产开发业务合同销售及回款情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司无新增土地储备，但剩余可售面积较充足，为未来业务持续开展提供重要支撑；但公司在建项目全部集中在天津市，易受单一区域市场波动影响，部分在建项目楼面地价较高，未来盈利空间或受挤压

公司房地产项目权益持有比例均为 100%，业态以住宅为主，均位于天津市。截至 2021 年末，公司房地产项目总可售面积⁴合计为 74.21 万平方米，剩余可售面积为 52.96 万平方米，其中已完工项目⁵2 个，剩余可售面积合计 4.22 万平方米，包括塘沽大连东道地块项目和天保金海岸 F 地块项目；在建项目 7 个，剩余可售面积合计 48.74 万平方米，在建房地产项目中天津生态城地块项目、天拖二期地块项目楼面地价较高，分别为 1.50 万元/平方米、2.61 万元/平方米，已分别累计计提跌价准备 1.90 亿元、1.76 亿元，考虑到公司部分在建项目拿地成本较高，未来仍存在一定的存货减值可能性，或将影响未来盈利空间。

跟踪期内，公司无新增土地储备，主要系根据当期房地产市场情况和公司项目开发进度，

⁴ 总可售面积及剩余可售面积均为公司提供的数据

⁵ 未包含公司租售结合项目

公司未获取与公司发展战略、业务目标相符的地块。2021年公司天保九如品筑项目开工，该项目规划计容建筑面积为31.89万平方米；同时，公司顺利实现塘沽大连东道地块项目及天保金海岸F地块项目的竣工交付。预计未来1~2年，按照公司房地产业务的开发及销售节奏，在建房地产项目仍可满足房地产开发业务需求，公司土地储备较为充足，但公司房地产项目均位于天津市，易受单一区域市场波动影响。

图表6 公司房地产项目开工进度（单位：万平方米）

项目	2019年	2020年	2021年
新开工面积	30.25	0.00	31.89
竣工面积	7.98	0.00	19.08
期末在建面积	45.72	45.72	71.21

图表7 公司房地产项目可售项目情况（单位：万平方米）

项目	总可售面积	剩余可售面积
完工项目	19.08	4.22
在建项目	55.13	48.74
拟建项目	0.00	0.00
合计	74.21	52.96

图表8 截至2021年末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	总可售面积	剩余可售面积	剩余可售货值	楼面地价	开工时间	计划总投资额	已投资额
天津生态城地块项目	12.70	12.70	25.40	15000	2018年4月	30.79	25.05
天拖二期地块项目	10.35	9.93	39.01	26087	2019年11月	40.04	32.59
云栖路项目	6.87	1.31	2.76	12973	2019年12月	17.14	13.92
珑翠路项目 ⁶	-	-	-	3435	2019年12月	6.40	5.17
汇津广场二期项目	3.59	3.59	7.18	-	2019年12月	3.62	1.90
天保九如品筑项目	21.04	20.63	42.27	5462	2021年6月	54.61	19.98
天拖二期商业	0.58	0.58	1.16	-	2019年11月	-	-
合计	55.13	48.74	117.78	-	-	152.60	98.61

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司房地产项目未来投资规模有所缩减，未来资金支出压力有所缓解

截至2021年末，公司在建项目计划总投资额152.60亿元，已累计投入98.61亿元，尚需投资53.99亿元，公司在建项目2022年计划投资总额为11.90亿元，较上年规模有所缩减，未来资金支出压力有所缓解。公司资金来源主要为自有资金、商品房预售款、银行贷款、债券和其他外部融资。

⁶ 珑翠路项目目前属于“公司自主经营项目”，故公司未提供相关数据。

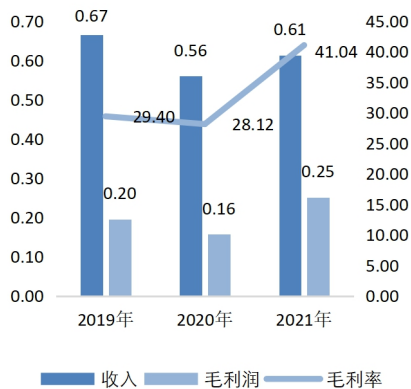
物业出租

跟踪期内，因出租率整体有所提升，公司物业出租收入和毛利润均有所增长

公司物业出租收入主要来源于公司及其子公司持有的公寓、办公楼和商业项目的物业出租业务，用于出租的物业主要包括天保青年公寓项目、名居花园底商项目、天保金海岸 C04 项目、汇盈产业园项目、汇津广场一期项目、汇川大厦项目，上述投资型物业主要集中于天津滨海新区，多数位于天津自贸区。其中汇盈产业园项目位于天津市空港经济区中环西路与西五道交口西南侧，项目占地面积 4 万平方米，主要围绕工业生物技术、抗体药物、医疗器械、高端制剂和功能食品五个重点领域进行发展。

2021 年，公司物业出租业务收入和毛利润分别为 0.61 亿元和 0.25 亿元，同比增长 9.52% 和 59.81%；毛利率为 41.04%，同比提升 12.92 个百分点。从出租率来看，跟踪期内，汇盈产业园、汇津广场一期和名居花园底商出租率均有所提升，同比分别增加 16.08 个百分点、7.61 个百分点和 3.47 个百分点；汇川大厦的出租率同比下降 0.13 个百分点。2022 年 1~3 月，公司物业出租业务收入和毛利润分别为 0.15 亿元和 0.06 亿元，毛利率为 38.17%。

图表 9 公司物业出租业务收入及主要投资性物业情况（单位：万平方米、亿元、%）



项目	业态模式	可租面积	2021年租金收入	2021年出租率
天保青年公寓	公寓	11.59	0.08	100.00
天保金海岸 C04 项目	商业	2.41	0.08	100.00
汇盈产业园	商业	4.61	0.16	86.30
汇津广场一期	商业	2.62	0.12	78.91
名居花园底商	商业	0.73	0.05	87.67
汇川大厦	商业	1.47	0.04	39.23
合计	-	23.43	0.53	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

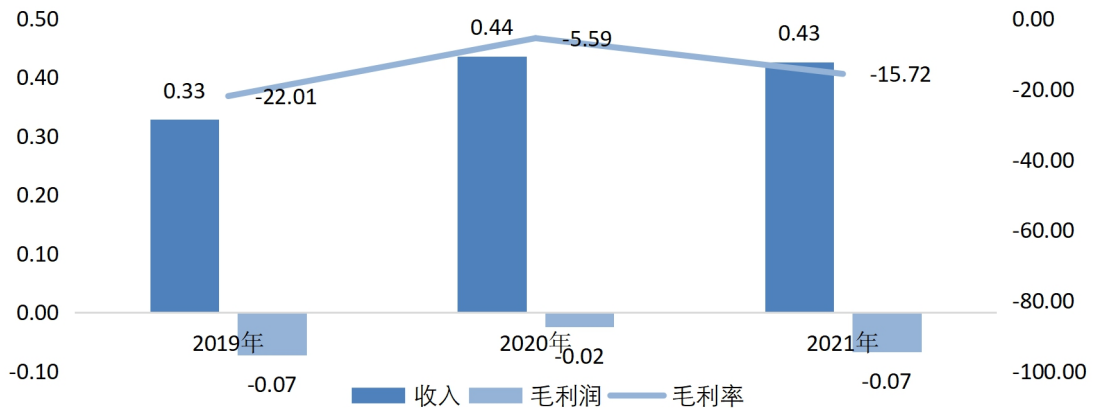
物业管理

跟踪期内，公司物业管理业务收入基本稳定，但该业务仍未实现盈利

公司的物业管理业务收入主要来源于公司及其子公司开发的住宅及其配套商业项目、自用办公楼的物业管理，管理的项目主要包括意境兰庭住宅、名居花园住宅及底商、天保金海岸住宅及商业、汇津广场 1 号楼等。

跟踪期内，公司物业管理收入有所增长，但该业务尚未实现盈利。2021 年的物业管理业务的营业收入、毛利润、毛利率分别为 0.43 亿元、-0.07 亿元和-15.72%，营业收入及毛利润较上年末分别减少 0.01 亿元和 0.05 亿元。2022 年随着房地产市场需求恢复，物业管理收入也将会得到一定的拉动。

图表 10 公司物业管理业务盈利情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

公司为天津港保税区唯一一家区属国有控股 A 股上市房地产开发企业，是天保控股房地产开发业务的主要实施主体，跟踪期内，在融资和资源整合等方面持续获得股东支持

公司控股股东是保税区管委会投资的国有独资公司，由管委会授权行使国有资产经营管理职能。公司是天津港保税区唯一一家区属国有控股 A 股上市房地产开发企业，也是天保控股房地产业务的主要开发主体，在资源整合、资金支持等方面能够获得股东的有力支持。

2008 年公司进行资产重组，天保控股将天津滨海开元房地产开发有限公司在滨海开发区的金海岸项目注入公司。天保金海岸处滨海新区核心地段、津滨轻轨沿线，北靠开发区泰达大街，南临第一大街，东靠东海路，西至太湖西路，横跨开发区第二、第三大街，周围配套设施较为完善。跟踪期内，天保金海岸 E03 项目的销售收入成为公司营业收入及利润的重要来源。

在天保控股的支持下，公司于 2017 年完成对天津中天航空工业投资有限责任公司（以下简称“中天航空”）60%的股权收购工作，有关该次股权收购的工商变更登记手续也已全部完成。中天航空持有空中客车（天津）总装有限公司 49%股权（以下简称“空客公司”）。2020 年公司完成天津天保创源房地产开发有限公司 100%股权的收购。跟踪期内，公司取得对中天航空公司的投资收益 0.18 亿元，对公司利润有一定补充。

天保控股的母公司天保投控对公司的发展也给予了较大的支持，天保投控为天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要从事天津港保税区的基础设施建设及土地一级开发、公用事业运营等业务，以及房地产开发、商贸物流和金融等其他经营性业务。天保投控分别于 2016 年、2019 年及 2021 年为公司发行的三期公司债券“16 天保 01”、“19 天保 01”、“21 天保 01”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，在公司融资方面给予支持。截至 2021 年末，天保投控为公司担保余额为 4.90 亿元。此外，天保投控全资子公司天津天保财务有限公司为公司提供贷款可循环使用的授信额度不超过人民币 10 亿元。

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理体系未发生变化，公司董事和高管人员发生一定变动

跟踪期内，在内部治理方面，公司董事及高级管理人员发生变动：薛晓芳女士由于退休，不再担任公司董事职务，同时不再在公司担任任何职务；张忻女士由于工作调动申请辞去副总经理职务，辞职后不再在公司担任任何职务；公司选举尹琪女士为公司非独立董事，聘任赵明先生、董俊先生为公司副总经理。

跟踪期内，公司发展战略和公司定位契合度仍较高，持续做强、做优房地产开发业务

在发展战略方面，公司以“房地产开发运营+产业园区运营服务”为中期战略转型目标，持续做强、做优房地产开发业务；积极拓展产业园区运营服务业务、物业管理业务，形成对房地产业务的补充，增强持续盈利能力；同时持续推进产业投资，培育多元化发展业务。

财务分析

财务概况

公司提供了2021年的合并财务报告和2022年1~3月合并财务报表，信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2021年的合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2022年1~3月合并财务报表未经审计。截至2021年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共有7家，较去年新增1家子公司，为天津天保创源房地产开发有限公司。

图表 11 追溯调整对 2020 年度公司财务报表的主要影响（万元）

项目	更正前（年末）	更正后（年末）	项目	更正前（年度）	更正后（年度）
货币资金	30116.10	41571.88	销售商品、提供劳务收到的现金	68269.78	80508.76
存货	700536.18	808454.93	支付其他与经营活动有关的现金	2311.73	4820.03
其他非流动资产	3481.56	5039.99	现金及现金等价物净增加额	-34427.87	-28042.17
应付账款	48711.02	66383.92	期末现金及现金等价物余额	28964.42	40420.20
合同负债	33186.37	44484.16	销售费用	2020.37	2405.41
其他应付款	4423.13	5172.86	资产减值损失	-13516.93	-61602.09
资本公积	183378.59	314478.59	营业利润	14970.60	-33582.30
未分配利润	219872.55	171299.86	利润总额	15003.29	-33544.41
归属于母公司股东权益合计	538179.03	620706.34	净利润	9534.76	-39019.19
股东权益合计	539012.89	621540.20	归属母公司净利润	9529.34	-39024.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所上升，资产构成仍以流动资产为主，因开发成本增加公司存

货规模进一步加大，存货受限比例仍较高，对资产流动性及再融资产生一定影响

2021年末，公司资产总额为128.50亿元，同比增长15.13%，主要来自新增九如品筑项目投入导致的公司存货增加，资产结构仍以流动资产为主，流动资产占比84.35%。2022年3月末，公司资产总额为127.48亿元，其中流动资产占比79.49%。

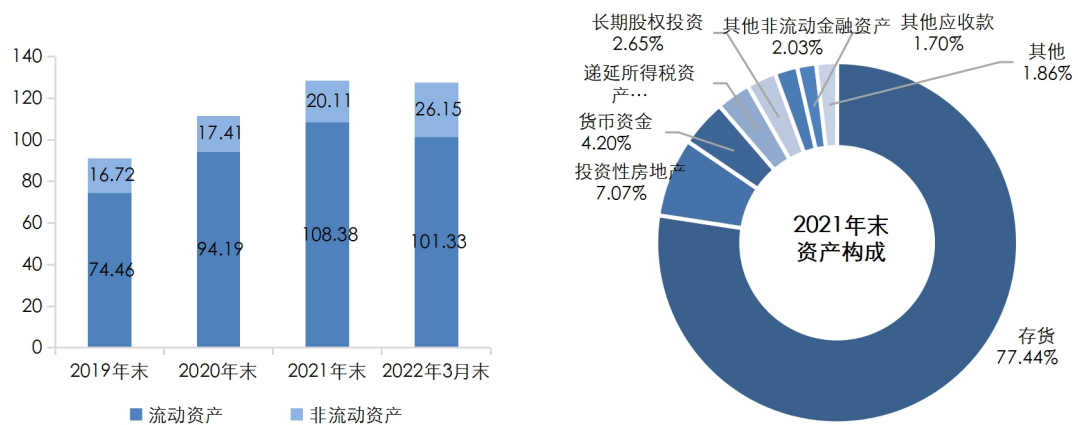
2021年末，公司流动资产为108.38亿元，同比增长15.06%，主要由货币资金、存货、其他应收款等构成。公司货币资金较2020年末增长29.82%至5.40亿元，主要系销售回款增加所致，公司货币资金均为银行存款，其中因工程项目保函保证金而权利受限的货币资金为0.12亿元；2022年3月末，公司货币资金较上年末降低38.02%至3.34亿元，主要系归还一年内到期的长期借款所致。2021年末公司存货增长23.08%至99.50亿元，主要系支付九如品筑项目部分土地款转入存货所致，公司存货主要由房地产开发成本及开发产品构成，分别占比88.18%和11.82%，2021年累计计提存货跌价准备2.44亿元，主要为天拖二期地块项目1.76亿元、塘沽大连东道地块项目0.46亿元、开发成本生态城地块项目0.41亿元、揽翠路项目0.13亿元，云栖路项目⁷本期转回0.31亿元；存货中用于抵押贷款而权利受限的存货61.84亿元，占当期存货账面价值的62.15%，受限比例较高，2021年，公司存货周转次数为0.14次，周转效率有所提升；2022年3月末，公司存货为93.20亿元。2021年末，公司其他应收款增加2.06亿元至2.18亿元，主要系2021年增加应收天保金海岸C03地块土地收储款所致。

2021年末，公司非流动资产同比增长15.50%至20.11亿元，主要由投资性房地产、长期股权投资、递延所得税资产和其他非流动金融资产等构成。公司投资性房地产同比增长5.53%至9.08亿元，主要系部分存货及固定资产转入投资性房地产所致，公司投资性房地产全部为以成本法计量的房屋和建筑物，有一定的升值空间；2021年末，公司长期股权投资为3.40亿元，同比小幅降低，主要为合营企业天津中天航空工业投资有限责任公司（以下简称“中天航空”）⁸的投资收益减少所致，2022年3月末公司长期股权投资为4.07亿元；2021年末，公司递延所得税资产同比增长34.54%至3.94亿元，主要系满足结转收入条件项目计提土增税增加所致；公司其他非流动金融资产增加1.36亿元至2.60亿元，主要系新增共赢二号债券投资信托0.71亿元、嘉翊十六号固定收益信托0.65亿元。

⁷ 云栖路项目即为意境雅居项目

⁸ 公司于2017年2月收购了天津中天航空工业投资有限责任公司（以下简称“中天航空”）60.00%股权。根据中天航空的公司章程，公司董事会决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。中天航空董事会设置9名董事，其中公司委派5名董事，不足董事会的三分之二，因此公司未取得中天航空的控制权，对该项投资采用权益法核算。

图表 12 公司资产构成情况 (单位: 亿元、%)



类型	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	6.45	4.16	5.40	3.34
存货	67.39	80.85	99.50	93.20
其他应收款	0.12	0.12	2.18	2.19
流动资产合计	74.46	94.19	108.38	101.33
投资性房地产	8.33	8.60	9.08	9.05
长期股权投资	3.34	3.52	3.40	4.07
递延所得税资产	2.66	2.93	3.94	3.94
其他非流动金融资产	1.25	1.25	2.60	2.60
非流动资产合计	16.72	17.41	20.11	26.15
资产总计	91.17	111.61	128.50	127.48

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

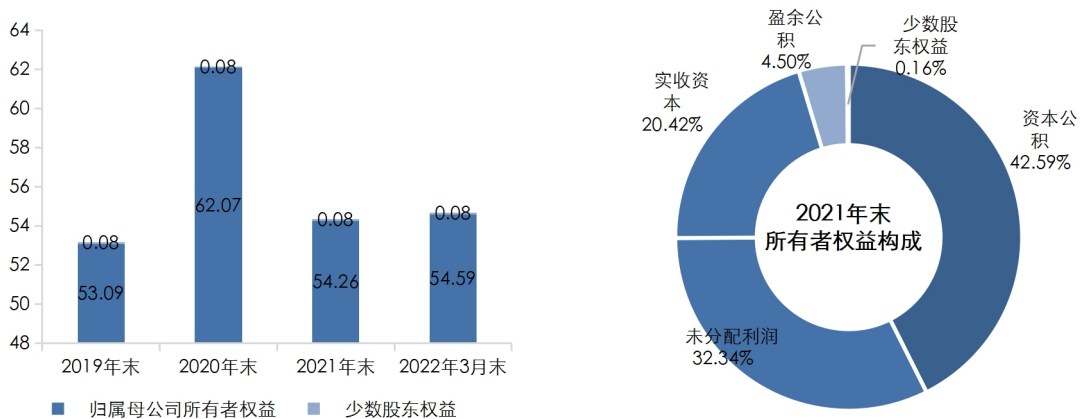
从当前资产受限情况来看, 截至 2022 年 3 月末, 公司受限资产 73.32 亿元, 占资产总额的比例为 57.52%, 是净资产的 1.34 倍; 受限资产由货币资金、存货和投资性房地产构成, 占对应资产账面价值的比例分别为 0.19%、76.17%和 25.75%, 公司受限资产比重较高, 对流动性及再融资形成不利影响。

资本结构

跟踪期内, 受益于经营积累, 公司所有者权益有所增长

2021 年末, 公司所有者权益 54.35 亿元, 同比降低 12.56%, 系资本公积的减少所致, 其中资本公积同比降低 26.40%至 23.15 亿元, 主要系收购同一控制下企业天保创源公司所致; 未分配利润受益于经营累积同比增长 2.59%至 17.57 亿元; 盈余公积小幅增加; 实收资本保持不变。2022 年 3 月末, 公司所有者权益为 54.67 亿元, 较 2021 年末小幅增长, 所有者权益各科目较 2021 年末均无显著变化。

图表 13 公司所有者权益结构情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司有息债务规模有所增加, 债务结构转为以短期有息债务为主, 存在一定集中偿付压力

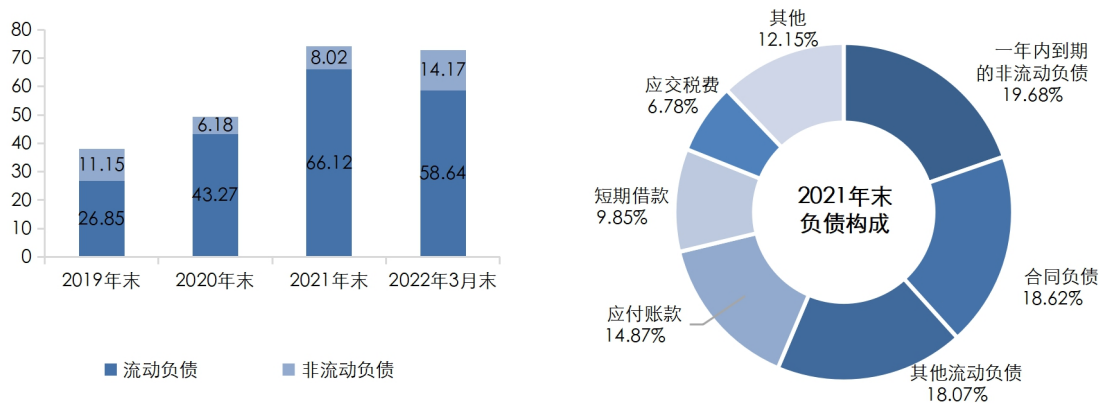
2021 年末, 公司负债总额同比增长 49.93%至 74.15 亿元, 负债结构以流动负债为主, 占比为 89.18%。2022 年 3 月末, 公司的负债总额为 72.81 亿元, 其中流动负债占比 80.54%。

2021 年末, 公司流动负债同比增长 52.81%至 66.12 亿元, 主要由一年内到期的非流动负债、合同负债、其他流动负债、应付账款、短期借款和应交税费等构成。2021 年末, 一年内到期的非流动负债同比降低 10.13%至 14.59 亿元, 主要系一年内到期的应付债券减少所致, 其中一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款、租赁负债分别为 7.66 亿元、0.90 亿元、6.00 亿元、0.03 亿元; 合同负债为 13.81 亿元, 主要是已售未结算的房屋预售款, 同比增长 210.34%, 主要系意境雅居项目预收房款增加所致; 其他流动负债为 13.40 亿元, 同比增长 47.27%, 主要系子公司计提土地增值税增加所致; 应付账款同比增长 66.10%至 11.03 亿元, 主要为应付工程合同款; 短期借款同比增长 87.18%至 7.30 亿元, 主要系融资租赁借款增加所致, 其中融资租赁借款、保理融资借款和保证借款分别为 4.60 亿元、1.70 亿元和 1.00 亿元; 应交税费为 5.02 亿元, 同比增长 2.90 亿元, 主要系子公司应交增值税增加所致。

2022 年 3 月末, 公司一年内到期的非流动负债较 2021 年末降低 47.95%至 7.59 亿元, 主要系公司归还一年内到期的长期借款所致; 其他流动负债为 16.68 亿元, 较 2021 年末增长 24.52%; 应付账款较年初降低 52.75%至 5.21 亿元, 主要系应付工程款减少所致; 短期借款较年初增长 35.34%至 9.88 亿元, 主要系短期信用借款增加所致; 应交税费为 4.27 亿元, 较年初降低 15.03%。

2021 年末, 公司非流动负债仍主要以长期借款和应付债券构成。公司长期借款为 3.76 亿元, 同比降低 38.19%, 主要系部分长期借款重分类至一年内到期的长期借款所致; 2021 年公司新发行公司债“21 基建 01”, 2021 年末新增应付债券 3.99 亿元。2022 年 3 月末, 长期借款增至 9.88 亿元, 主要系公司委托贷款增加所致。

图表 14 公司负债构成情况 (单位: 亿元、%)



类型	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
一年内到期的非流动负债	1.65	16.23	14.59	7.59
合同负债	-	4.45	13.81	13.81
其他流动负债	9.27	9.10	13.40	16.68
应付账款	3.90	6.64	11.03	5.21
短期借款	3.50	3.90	7.30	9.88
应交税费	2.76	2.12	5.02	4.27
流动负债合计	26.85	43.27	66.12	58.64
应付债券	7.48	0.00	3.99	3.99
长期借款	3.67	6.08	3.76	9.88
非流动负债合计	11.15	6.18	8.02	14.17
负债合计	38.00	49.45	74.15	72.81

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司有息债务规模有所增加, 规模仍然较大, 2021 年末公司全部债务为 29.64 亿元, 同比增长 13.06%, 其中短期有息债务和长期有息债务分别为 21.89 亿元和 7.75 亿元, 短期内有息债务到期较为集中; 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 57.70%、35.29%和 12.48%, 同比分别增加 13.39 个百分点、5.62 个百分点和 3.57 个百分点。若考虑预收款项因素, 剔除预收账款的资产负债率⁹为 52.61%, 同比增加 10.62 个百分点; 净负债率¹⁰为 44.61%, 同比增加 9.12 个百分点, 公司债务负担进一步加重。

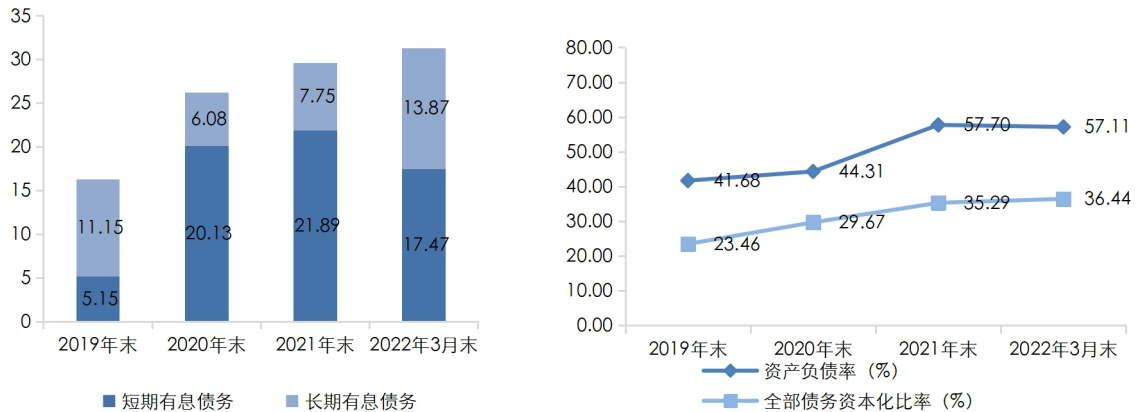
截至 2022 年 3 月末, 公司全部债务 31.34 亿元, 其中短期有息债务和长期有息债务占比分别为 55.75%和 44.25%, 资产负债率和剔除预收账款的资产负债率分别为 57.11%和 51.91%, 净负债率为 51.21%。同时, 公司将于 2022 年 4 月~12 月及 2023 年到期的债务分别为 13.34 亿元和 11.60 亿元, 存在一定集中偿付压力。

对外担保方面, 截至 2021 年末, 公司对外担保余额 4.90 亿元, 为公司全资子公司天津滨海开元房地产开发有限公司为天保投控对“19 基建 01”、“21 基建 01”公司债券提供的全额保证担保提供的反担保。

⁹ 剔除预收账款的资产负债率=调整后的负债总额/调整后的资产总额*100%, 其中调整后的资产总额=合并财务报表资产总额-预收账款 (或合同负债), 调整后的负债总额=合并财务报表负债总额-预收账款 (或合同负债)。

¹⁰ 净负债率= (全部有息债务-货币资金) /所有者权益*100%。

图表 15 公司全部债务构成及期限结构情况（单位：亿元、%）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期有息债务	5.15	20.13	21.89	17.47
长期有息债务	11.15	6.08	7.75	13.87
全部债务	16.30	26.22	29.64	31.34
资产负债率	41.68	44.31	57.70	57.11
剔除预收账款的资产负债率	38.15	42.00	52.61	51.91
净负债率	18.52	35.49	44.61	51.21
长期债务资本化比率	17.34	8.91	12.48	20.24
全部债务资本化比率	23.46	29.67	35.29	36.44

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

2021 年因满足结转条件的房地产项目增加，公司营业收入大幅增长，但结转项目毛利率有所下降，同时计提大额资产减值损失，对利润形成较大侵蚀

2021 年公司满足结转条件的房地产项目增加，营业收入同比增长 209.39%至 25.40 亿元，营业利润率 30.00%，同比下降 20.14 个百分点，主要系本期结转房地产项目毛利率下降及土地增值税同比增加所致。

2021 年，公司期间费用合计 3.05 亿元，同比增加 1.53 亿元，以销售费用和财务费用为主，其中销售费用 0.95 亿元，同比增加 296.36%，主要系销售服务费同比增加所致；财务费用 1.79 亿元，同比增加 91.59%，主要系利息支出同比增加所致；但整体来看，期间费用率为 12.02%，同比减少 6.61 个百分点，主要是营业收入增幅较大所致。

2021 年公司资产减值损失为-2.44 亿元，全部为存货跌价损失及合同履约成本减值损失，主要是部分项目的可变现净值低于账面成本，对南开区天拖二期地块项目、塘沽大连东道地块项目、生态城地块项目、珑翠路项目分别计提存货跌价准备 1.76 亿元、0.46 亿元、0.41 亿元、0.13 亿元，云栖路项目本期转回减值金额 0.31 亿元；上年同期追溯调整前资产减值损失为-1.35 亿元，追溯调整后资产减值损失为-6.16 亿元，主要系 2021 年公司收购同一控制下企业天保创源所致。近年来资产减值损失对公司利润有较大侵蚀，同时考虑到公司部分项目拿地成本较高，

且下游需求存在较大不确定性，未来仍存在一定的存货减值风险。

受收购同一控制下企业天保创源，追溯调整上年同期数据影响，2021年公司利润大幅增长，公司利润总额、净利润分别为1.89亿元、0.50亿元，上年同期追溯调整前分别为1.50亿元、0.95亿元，追溯调整后分别为-3.35亿元、-3.90亿元；2021年公司总资本收益率、净资产收益率分别为0.39%、0.91%，上年同期追溯调整前分别为2.49%、1.77%，追溯调整后分别为-3.26%、-6.28%；若剔除追溯调整影响，2021年公司总资本收益率同比下降2.10%，净资产收益率同比下降0.86%，盈利能力有所下滑。

2022年1~3月，公司营业收入4.96亿元、利润总额0.51亿元，净利润0.32亿元。

跟踪期内，由于公司结转房地产项目规模增加，公司营业收入大幅增长，但2021年受结转项目利润水平下降影响，公司毛利率有所下降，同时计提大额资产减值损失，对利润形成较大侵蚀。另一方面，公司通过收购天保创源，扩大了房地产业务规模，可对公司未来1~2年房地产业务发展提供一定支撑。

图 表 16 公司收入和利润及主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

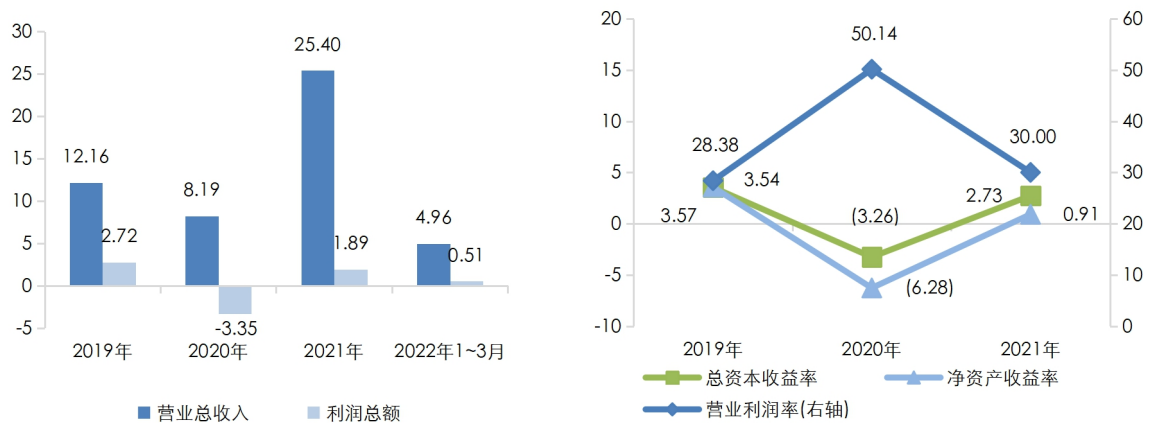


图 表 17 2019年~2021年及2022年1~3月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月末
销售费用	0.15	0.24	0.95	0.08
管理费用	0.41	0.35	0.31	0.08
财务费用	0.44	0.93	1.79	0.44
期间费用合计	1.01	1.53	3.05	0.59
期间费用占营业收入比	8.27%	18.62%	12.02%	11.99%

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

2021年，公司经营性现金流受销售回款增加影响转为净流入，投资性现金流规模仍较小，受偿还债务增加及收购天保创源影响，筹资活动现金流转为净流出

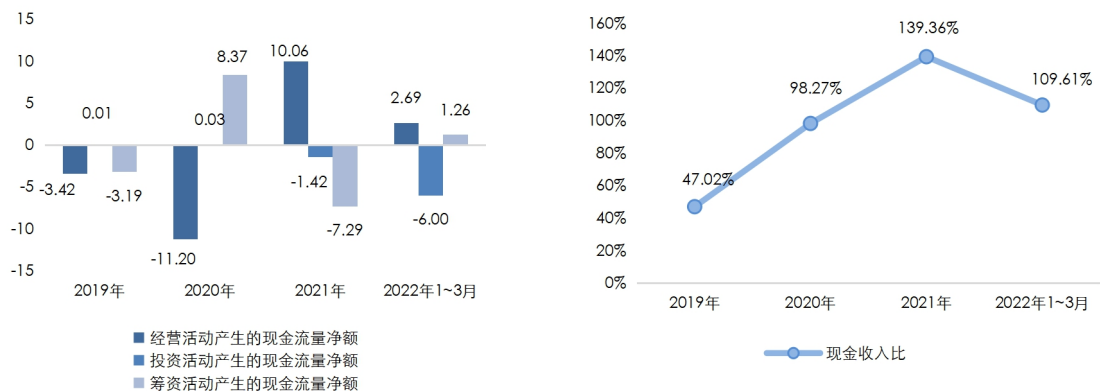
2021年，受公司销售回款增加影响，公司的经营现金流转为净流入，公司经营活动现金流入量36.28亿元，流出量26.23亿元，经营性净现金流为10.06亿元。同期，公司现金收入比

为 139.36%，同比大幅增加，主要系公司当期销售回款增加所致，经营获现能力有所增强。2022 年 1~3 月，公司的经营活动现金净流量 2.69 亿元。

2021 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.42 亿元，主要系 2021 年公司购买信托产品支付的现金增加所致。2022 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-6.00 亿元，主要系对参股公司天津联博基业科技发展有限公司提供借款 6.00 亿元所致。

同期，公司筹资活动产生的现金流量净额转为净流出，筹资性现金流净额为-7.29 亿元，主要系 2021 年公司偿还债务支付的现金增加及支付天保创源收购款所致。2022 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金流净额为 1.26 亿元。

图表 18 公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2021 年末及 2022 年 3 月末公司流动比率分别为 163.91%和 172.80%，速动比率分别为 13.43%和 13.87%，较 2020 年末均有所下降。2021 年公司经营现金流动负债比由负转正；受收购同一控制下企业天保创源，追溯调整上年同期数据影响，2021 年公司 EBITDA 利息倍数由负转正，但剔除追溯调整影响后公司上年同期 EBITDA 利息倍数为 2.21，实际 EBITDA 利息倍数有所下降，对债务保障程度略有下降。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金账面余额为 3.34 亿元，其中受限金额为 0.01 亿元，短期有息债务为 17.47 亿元，公司未受限账面资金对短期有息债务的覆盖倍数为 0.19 倍。

图表 19 2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
流动比率	277.31	217.69	163.91	172.80
速动比率	26.30	30.85	13.43	13.87
经营现金流动负债比	-12.72	-25.89	15.21	-
EBITDA 利息倍数	4.59	-1.50	1.73	-
全部债务/EBITDA	4.46	-13.36	7.30	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司获得的各银行授信额度 7.90 亿元，已使用额度 4.14 亿元，未使用额度为 3.76 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模中存货占比很高，资产受限比例很高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；有息债务规模较大，债务负担较重，短期有息债务占比较高，短期内将面临债务集中偿还压力。

担保能力分析

天保投控对本次跟踪评级相关债项提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天保投控承担保证责任的范围包括本次跟踪评级相关债项本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保人承担担保责任的期间为自本次跟踪评级相关债项发行首日至本次跟踪评级相关债项到期之日后六个月止。

担保主体概况

天保投控前身为天津保税区投资控股集团有限公司，系经天津港保税区管理委员会（以下简称“保税区管委会”）批准，由天津港保税区国有资产管理局（以下简称“保税区国资局”）于 2008 年 12 月出资组建的国有独资公司。后经多次增资，截至 2021 年末，天保投控注册资本为 259.53 亿元，实收资本为 241.53 亿元；保税区国资局持有天保投控 100.00% 的股权，保税区管委会是天保投控的实际控制人。

天保投控是天津港保税区重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要从事天津港保税区的基础设施建设及土地一级开发、公用事业运营等业务，以及房地产开发、商贸物流和金融等其他经营性业务。

截至 2021 年末，天保投控资产总额为 1492.34 亿元，负债总额为 996.14 亿元，所有者权益为 496.20 亿元，资产负债率为 66.75%；2021 年天保投控实现营业收入为 100.18 亿元和实现净利润为 15.67 亿元。

担保能力

天津市滨海新区区位及交通优势明显，在京津冀协同发展持续深化的战略背景下，地区经济保持发展，天津港保税区紧邻天津港和天津滨海国际机场，产业聚集效应明显，经济实力很强；公司从事的天津港保税区内的基础设施建设、公用事业运营等业务具有很强的区域专营性，在增资、资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持；公司股权投资规模较大，所投资的天津银行等企业运营良好，持续为公司带来较大规模的投资收益。

同时，东方金诚也关注到，公司代建项目投资规模较大，建设资金回收周期及方式尚未明确，且应收类款项回款情况较差，形成了长时间较大规模的资金占用，整体资产流动性较弱；受制于直接融资环境收紧等因素，公司债券融资余额有所下降，短期有息债务规模及占比大幅提高，公司面临较大的短期集中兑付压力；公司经营性现金流稳定性较弱，投资性现金流持续净流出，筹资活动净现金流由正转负，整体现金流状况欠佳；公司对外担保规模较大，对海航集团旗下天津渤海租赁有限公司对外担保余额规模较大，存在一定或有负债风险。

东方金诚评定天保投控主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。天保投控作为本次跟踪评级相关债项的担保人，担保能力极强，对本次跟踪评级相关债项提供的连带责任保证担保具有极强的增信作用。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 22 日，公司本部未结清信贷信息中不存在不良信用记录，已结清信贷信息中有 22 笔贷款被列为不良或关注类，结清日期为 2007 年及以前。截至本报告出具日，公司已到期债务均按期还本付息，存续债券均按期偿还利息。

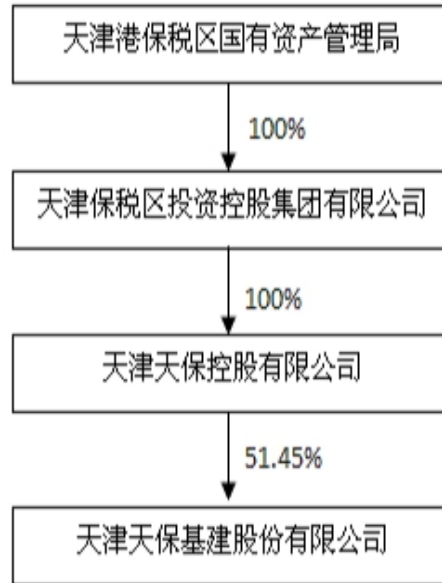
抗风险能力及结论

跟踪期内，公司是天津港保税区唯一一家区属国有控股 A 股上市房地产开发企业，房地产开发经验丰富，跟踪期内项目仍主要布局在天津市滨海新区，在天津市滨海新区仍具有较强的竞争优势；跟踪期内，公司合同销售金额及合同销售面积均大幅增加，同时随着房地产结转项目的增多，房地产开发业务收入和毛利润均显著增长；公司是其股东天保控股房地产开发业务的主要实施主体，在资源整合及融资等方面仍获得了股东的支持；天保投控为本次跟踪评级相关债项提供不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

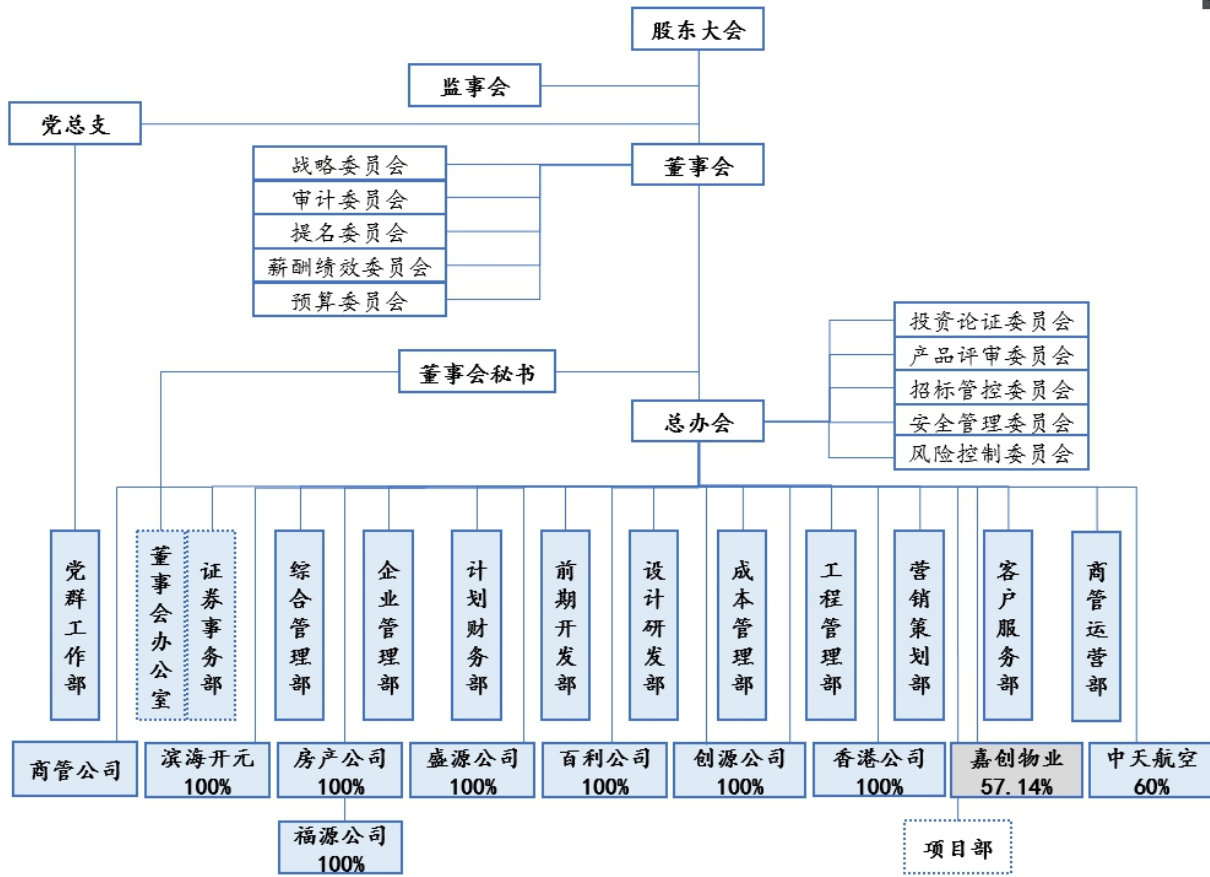
同时，东方金诚也关注到跟踪期内，公司毛利率有所下降，同时计提大额资产减值损失，对利润形成较大侵蚀；公司在建项目全部集中在天津市，易受单一区域市场波动影响，部分在建项目楼面地价较高，未来盈利空间或受挤压；因开发成本增加，公司存货规模进一步扩大，存货受限比例仍较高，对资产流动性及再融资产生一定影响；公司有息债务规模继续增加，债务结构转为以短期有息债务为主，存在一定集中偿付压力。

综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“19 基建 01”、“21 基建 01”债项信用等级为 AAA。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	91.17	111.61	128.50	127.48
所有者权益（亿元）	53.17	62.15	54.35	54.67
负债总额（亿元）	38.00	49.45	74.15	72.81
短期债务（亿元）	5.15	20.13	21.89	17.47
长期债务（亿元）	11.15	6.08	7.75	13.87
全部债务（亿元）	16.30	26.22	29.64	31.34
营业收入（亿元）	12.16	8.19	25.40	4.96
利润总额（亿元）	2.72	-3.35	1.89	0.51
净利润（亿元）	1.90	-3.90	0.50	0.32
EBITDA（亿元）	3.65	-1.96	4.06	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.42	-11.20	10.06	2.69
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	0.01	0.03	-1.42	-6.00
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.19	8.37	-7.29	1.26
毛利率（%）	55.75	59.75	51.25	52.04
营业利润率（%）	28.38	50.14	30.00	22.07
销售净利率（%）	15.61	-47.63	1.95	6.52
总资本收益率（%）	3.54	-3.26	2.73	-
净资产收益率（%）	3.57	-6.28	0.91	-
总资产收益率（%）	2.08	-3.50	0.39	-
资产负债率（%）	41.68	44.31	57.70	57.11
长期债务资本化比率（%）	17.34	8.91	12.48	20.24
全部债务资本化比率（%）	23.46	29.67	35.29	36.44
货币资金/短期债务（%）	125.43	20.65	24.65	19.14
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-20.92	-42.64	29.13	-
流动比率（%）	277.31	217.69	163.91	172.80
速动比率（%）	26.30	30.85	13.43	13.87
经营现金流动负债比（%）	-12.72	-25.89	15.21	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.59	-1.50	1.73	-
全部债务/EBITDA（倍）	4.46	-13.36	7.30	-
应收账款周转率（次）	287.14	114.65	244.60	-
销售债权周转率（次）	287.14	98.03	219.05	-
存货周转率（次）	0.16	0.04	0.14	-
总资产周转率（次）	0.13	0.08	0.21	-
现金收入比（%）	47.02	98.27	139.36	109.61

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。