

跟踪评级公告

联合[2017]497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天津天保基建股份有限公司主体长期信用状况和发行的“15天保01”、“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发行的“15天保01”、“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：

二零一七年五月二十日

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 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

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)	AA+	AA+	2016 年 5 月 25 日
16 天保 01	8 亿元	5(3+2)	AA+	AA+	2016 年 8 月 4 日

跟踪评级时间: 2017 年 5 月 25 日

主要财务数据:

发行人-天津天保基建股份有限公司

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	66.16	83.95	86.19
所有者权益 (亿元)	44.08	46.84	49.00
长期债务 (亿元)	7.97	15.95	15.96
全部债务 (亿元)	8.00	15.95	15.96
营业收入 (亿元)	13.06	16.55	4.72
净利润 (亿元)	1.87	2.91	1.77
EBITDA (亿元)	2.89	4.78	--
经营性净现金流 (亿元)	6.14	13.85	-17.70
经营活动流入量 (亿元)	16.26	23.57	69.07
营业利润率 (%)	22.23	27.41	58.21
净资产收益率 (%)	4.32	6.39	--
资产负债率 (%)	33.38	44.20	43.15
全部债务资本化比率 (%)	15.35	25.41	24.57
流动比率 (倍)	4.04	3.47	3.39
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.30	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.43	11.39	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.18	0.30	--

担保方-天津保税区投资控股集团有限公司

项目	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	1,065.86	1,175.51
所有者权益 (亿元)	347.06	401.88
营业收入 (亿元)	72.98	66.80
净利润 (亿元)	20.90	17.88
营业利润率 (%)	17.21	18.04
资产负债率 (%)	67.44	65.81
流动比率 (倍)	2.51	1.61

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 2017 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

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。2016 年, 公司收入增长、利润增加, 经营活动现金流状况较佳, 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 60.00% 的股权收购, 公司经营业务向航空工业领域扩展, 未来将成为公司新的利润增长点。

“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. 2016 年, 公司房地产业务结转收入较多, 销售均价提高、销售收入增长; 公司经营活动现金流状况较佳。

2. 公司已完成天津中天航空工业投资有限责任公司 60.00% 的股权收购, 航空工业将成为公司新的利润增长点。

3. 天保投控经营范围广、资产规模较大,

其担保对公司债券的信用提升有明显的积极作用。

关注

1. 近期房地产调控政策收紧，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，面临区域集中度较高的风险。

3. 公司现有土地储备不大，公司房地产未来开发规模受到一定限制。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@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：



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2016年底，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2016年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围为基础设施开发建设、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，物业管理和工程项目管理服务（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）。

目前，公司下设投资发展部、产品管理部、营销管理部、成本管理部、综合管理部、计划财务部、企业管理部、园区事业发展部和证券事务部9个部门；截至2016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”）、天津嘉创物业服务服务有限公司（以下简称“嘉创物业”）4家全资子公司，合并范围较上年无变化。

截至2016年底，公司合并资产总额83.95亿元，负债合计37.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计46.84亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现营业收入16.55亿元，净利润（含少数股东损益）2.91亿元，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13.85亿元，现金及现金等价物净增加额为25.12亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额86.19亿元，负债合计37.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.00亿元，均为归属于母公司所有者权益。2017年1~3月，公司实现营业收入4.72亿元，净利润（含少数股东权益）1.77亿元，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-17.70亿元，现金及现金等价物净增加额为-20.94亿元。

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”）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”），两期债券均已于深圳证券交易所挂牌交易。“15天保01”（债券代码：112256.SZ）和“16天保01”（债券代码：112463.SZ）发行规模均为8亿元，发行期限均为5年，附第3年末发行人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）	期限（年）	票面利率（%）
15天保01	112256.SZ	8	5（3+2）	4.50
16天保01	112463.SZ	8	5（3+2）	3.18

资料来源：公司年报

截至2016年底，公司“15天保01”和“16天保01”两期债券募集资金总额16亿元，募集资金已使用8.17亿元，用于补充流动资金。

“15天保01”于2016年7月21日支付第一期利息3,600万元；截至2017年3月底，“16天保01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2016年，“分类调控，因城施政”的政策主线贯穿全年，尤其在2016年上半年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下大幅增长；但自2016年下半年起，热点城市深化调控、信贷收紧，房地产行业热度呈回落态势。

2016年，全国房地产开发投资完成额102,580.61亿元，同比增长6.88%，增速较上年提高5.88个百分点；房屋新开工面积166,928.13万平方米，同比增长8.08%；房屋竣工面积106,127.71万平方米，同比增长6.09%。整体看，相比2015年，房地产行业景气度有所回升。

2016年，全国土地供应规模有所下滑，100大中城市供应土地数量13,811宗，同比下降6.86%；100大中城市供应土地占地面积59,858.97万平方米，同比下降2.92%。其中，一线城市土地供应数量和占地面积分别为461宗和2,273.23万平方米，同比下降20.10%和17.81%；二线城市土地供应数量和占地面积分别为5,854宗和27,508.46万平方米，同比增长8.11%和12.15%；三线城市土地供应数量和占地面积分别为7,496宗和30,077.28万平方米，同比下降15.17%和12.48%。供应土地挂牌均价方面，2016年，100大中城市挂牌均价1,756.32元/平方米，同比上升15.10%；其中，一线城市供应土地挂牌均价下降13.30%、二线和三线城市供应土地挂牌均价分别上升25.77%和12.43%。受前三季度整体政策宽松影响，城市土地溢价率方面，2016年，100大中城市平均成交土地溢价率47.14%，同比上升30.86个百分点。

在开发资金来源方面，2016年前三季度，房地产融资环境全面宽松，房地产企业整体融资活跃；但进入四季度市场资金监管趋势加强，交易所、银监会先后出台严控房地产企业发债的审批政策、收缩融资渠道，控制房地产企业借款比率。2016年，房地产开发企业到位资金144,214.05

亿元，同比增长 15.18%；其中，国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金（预收款、个人按揭贷款等）分别占 14.92%、0.10%、34.07%和 50.92%，其中国内贷款和自筹资金占比分别下降 1.23 个百分点和 5.10 个百分点。2017 年初，政策基调仍将维持紧缩，未来房地产企业融资面临一定压力。

在市场供需上，受上半年“去库存”政策影响，2016 年，全国商品房销售面积 157,348.53 万平方米，同比增长 22.46%，增速同比提高 15.96 个百分点。截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，较上年底减少 3.22%，商品房屋库存近五年首次出现负增长，但库存总量仍处于高位。在销售价格上，2016 年重点城市商品住宅价格持续上涨。2016 年 12 月，百城平均住宅价格 13,105 元/平方米，同比上涨 18.72%，环比上涨 0.54%。

2016 年，中国房地产行业集中度进一步提高：国内前 10 强房地产开发企业销售总金额约占国内房地产企业 500 强销售总金额的 35%，销售面积总计约占 500 强总销售面积的 38%；前 50 强、100 强、200 强销售金额分别约占 500 强总销售金额的 60%、70%和 90%。整体看，房地产行业竞争格局相对稳固，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

总体看，2016 年房地产行业景气度有所回升，销售规模和价格有所上升，行业集中度一进一步提高，但土地供应量有所下滑。

2. 行业政策

2016 年，房地产行业政策“先扬后抑”：1~2 月，先后出台了非限购城市首付比例下调、交易税费减免以及央行降准等利好政策，高库存城市也继续出台财政补贴、交易税费减免、支持农民工购房等政策。3~9 月，抑制房地产泡沫逐渐成为政策导向，上海、深圳、南京和厦门等一、二线城市陆续出台土地限价、房价调控、市场监管、下调公积金和商贷额度等调控政策。10~12 月，政策收紧力度加大，22 城限购政策密集出台并向中西部及三线城市延伸；上交所于 10 月 28 日下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，明确强调房地产企业募资不得用于购置土地。

2017 年，中央层面继续强调“因城施政、分类调控”，三四线去库存和重点城市控房价处于并重地位。2017 年政府工作报告中再次强调了房子的居住属性，加强对于投资性购房的抑制，同时解决低线城市的库存问题。3 月，北京、广州、杭州、南京、郑州、青岛、保定等城市陆续出台限购限贷等调控政策。此轮调控中，一二线城市最为严厉，重点在于抑制地产投机性交易，去个人金融杠杆的同时保证刚需住宅的供应；强三四线城市，由于受一二线城市需求外溢的影响也被列入限购行列，进入了“去库存”和“控房价”双轨并行的阶段。

针对供给端，中国证券投资基金业协会于 2 月 13 日发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业项目》，明确表示投资于房价上涨过快城市地产项目的私募资产管理计划不予备案，且禁止私募产品向房地产开发企业提供融资，在债权表外融资方面限制了房地产企业的资金来源。

总体看，在“因城施政、分类调控”的大背景下，中央及地方相继出台调控政策，预计短期政策、融资环境将持续收紧，房地产行业热度将有所下滑。

3. 行业关注

政策持续收紧，行业景气度下行压力大

2016 年下半年，房地产行业政策以调控为主，2017 年政策预计维持紧缩，房地产企业融资能

力下滑，投资预期下降；受限购限贷影响，房地产需求量和成交量下滑，商品房价格面临下行压力，对房地产企业收入规模及盈利能力存在一定影响。

商品房待售面积维持高位，三四线城市去库存压力仍然较强

截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，虽较上年底有所下降，但库存总量仍处于高位。在一二线城市限购的背景下，部分资金流入三四线城市，短期内三四线城市的商品房库存压力得到缓和；但产业和人口仍是去库存的关键，三四线城市多存在人口流失，长期的去库存效果仍不确定。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，且由于房地产企业融资渠道的限制，房地产企业融资成本较高。近年按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率维持在 70%以上，整体债务率较高，若受政策及市场影响，房地产企业收入水平下滑，则存在一定的财务风险。

市场格局持续分化，中小房地产企业竞争压力大

国内房地产行业集中度较高，大中小型企业的经营差距日趋明显。实力雄厚的大型房地产企业更有机会获得优质的土地资源、更低的融资成本，中小型房企将会面临更大的市场竞争压力和整合风险。

4. 行业发展

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

近年来，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

5. 天津区域房地产发展情况

2016 年，天津市房地产业增加值 795.78 亿元，同比增长 17.5%。房地产开发投资 2,300.01 亿元，同比增长 22.9%。商品房销售面积 2,711.08 万平方米，同比增长 53.1%；销售额 3,478.22 亿元，同比增长 94.3%。全年存量房交易面积 1,829.9 万平方米，同比增长 41.9%；交易额 2,210.1 亿元，同比增长 71.3%。天津市新建住宅价格指数持续上升，由 1 月的 3.90% 上升到 20.50%。

2016 年 2 月央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，天津首套房商贷最低首付比例可向下浮动 5 个百分点至 20%，二套房商贷最低首付比例降至 30%，政策出台后天津楼市成交量出现明显上扬。

随着下半年各地调控措施的出台，2016 年 9 月 30 日，天津市政府下发了《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》，其中明确规定天津市将实施区域性住房限购，强化差

别化住房信贷政策，即在本市拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭，暂停在市内六区和武清区范围内再次购买住房，包括新建商品住房和二手住房。2016 年 11 月，中国人民银行天津分行出台政策，对居民家庭申请商业性个人住房贷款购买首套住房的，最低首付款比例为 30%；对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买住房的，最低首付款比例为 40%；对非本市户籍居民家庭，在市内六区和武清区范围内购买首套住房的，贷款最低首付款比例为 40%。2017 年 4 月，天津市国土房管局和市场监管委发出《关于进一步整顿规范我市房地产市场秩序的通知》，通知内容主要包括进一步加强房地产市场监管、严厉打击商品房销售违法违规行为和严厉打击房地产经纪机构违法违规行为。

总体看，天津房地产运行状况良好；2016 年上半年，天津房地产宽松政策对房地产市场刺激作用较为明显，下半年及 2017 年政策以调控收紧为主，可能对天津房地产市场造成一定影响。

四、管理分析

2016 年，公司根据发展需要进行了组织架构调整，精简合并招商部和客服部两个部门，新设立企业管理部，优化了母子公司管控架构，强化了基建各职能部门的管理职能和子公司的经营职能。

跟踪期内，公司原董事长、原监事会主席因工作原因分别于 2017 年 1 月和 2016 年 10 月辞职离任，不再担任公司任何职务，并由孙静宇担任公司监事会主席；2017 年 1 月，公司选举周广林先生为公司董事长。

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，公司组织架构调整有助于加强公司总部管控；公司董事及监事变动未对公司经营及财务状况产生影响；目前，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。

2016 年，公司实现营业收入 16.55 亿元，同比增长 26.68%，主要系房地产销售收入增加所致。从营业收入结构来看，2016 年，公司房地产销售收入占 95.57%，为公司主要收入来源，与上年基本持平；公司物业出租、物业管理和其他服务收入占比分别为 2.38%、1.20%和 0.85%，对公司营业收入影响不大。公司其他服务主要是东区土地收储业务。

从各业务板块收入来看，2016 年，公司房地产销售收入 15.82 亿元，同比增长 26.00%，主要系意境兰庭一期、金海岸天成轩和汇盈产业园等项目收入陆续结转所致；公司物业出租收入 0.39 亿元，同比增长 2.39%；公司物业管理收入 0.20 亿元，同比增长 57.40%，主要系公司房地产销售规模扩大带动配套物业收入增加所致。

表 2 2015~2016 年公司营业收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%、百分点)

业务	2015 年			2016 年			变动情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	12.55	96.08	33.82	15.82	95.57	37.80	26.06	3.98
物业出租	0.39	2.95	-15.24	0.39	2.38	4.76	0.00	20.00
物业管理	0.13	0.97	-53.92	0.20	1.20	-56.49	54.70	-2.57
其他服务	--	--	--	0.14	0.85	48.85	--	--
合计	13.06	100.00	31.53	16.55	100.00	35.97	26.68	4.44

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, 2016 年, 公司综合毛利率 35.97%, 较上年上升 4.44 个百分点。其中, 公司房地产销售毛利率 37.80%, 较上年上升 3.98 个百分点, 主要系 2016 年房地产项目销售均价较高所致; 公司物业出租毛利率 4.76%, 较上年的-15.24%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-56.49%, 较上年下降 2.57 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。

2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 4.72 亿元, 较上年同期下降 10.11%, 主要系公司一季度满足结转收入条件的房地产项目较少所致; 公司毛利率为 57.64%, 较上年同期上升 31.34 个百分点, 主要系结转收入项目毛利率较高所致; 实现净利润 1.77 亿元, 较上年同期增长 123.28%。

总体看, 公司作为房地产开发企业, 营业收入和毛利率受房地产市场景气度和公司项目结转情况影响较大。2016 年, 受部分项目结转收入以及房地产价格上升影响, 房地产开发业务收入有所增长, 2016 年公司整体毛利率有所上升。

2. 房地产业务

(1) 土地储备

2016 年, 公司未获取新的土地储备; 2017 年 3 月, 公司成功竞拍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, 其中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。截至 2017 年 3 月底, 公司拥有的土地储备规划建筑面积 50.85 万平方米¹, 其中在建面积 29.60 万平方米、待开发面积 21.25 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。

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。

(2) 项目开发建设情况

截至 2016 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。

2016 年, 公司新开工 2 个房地产项目, 分别为天保金海岸 D07 项目和 E03 项目, 当期新开工土地面积 7.17 万平方米, 同比增长 21.78%; 受开工项目数量与规模影响, 同期公司竣工面积 8.80 万平方米, 主要来自于天保金海岸 D05、D06 项目, 同比下降 38.18%。

¹ 截至 2017 年 3 月底, 滨海新区生态城地块及塘沽大连道地块尚未完成相关手续, 因此未纳入该处土地储备规划建筑面积。

表 3 2015~2016 年公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年
当期新开工面积（平方米）	58,900	71,727.3
当期新开工项目数量（个）	1	2
当期竣工面积（平方米）	142,353	88,000

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2016年底，公司共有3个在建房地产项目，占地面积合计13.06万平方米、建筑面积29.60万平方米。其中，“意境兰庭二期”于2015年10月开工，“天保金海岸D07项目”于2016年2月开工，“天保金海岸E03项目”于2016年10月开工，均处于基础施工阶段。公司在建项目计划总投资24.43亿元，截至2016年底已投资9.98亿元，尚需投资14.45亿元。

表 4 截至 2016 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	开工时间	规划总投资	截至 2016 年底已投资额
意境兰庭二期	空港经济区东六道以南，环河北路以西	58,900.00	142,791.18	居民用地	2015.10	93,731	42,257
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	2016.02	55,115	34,576
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	2016.10	95,464	22,944
合计		130,627.30	296,013.35	--	--	244,310	99,777

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

公司的房产销售采取预售模式，所售物业通常定位于所在区域的中高端产品以及保障性住房建设。

2016 年，公司新达预售项目 3 个，分别为天保金海岸 D07 项目部分楼盘、汇盈产业园和意境兰庭二期部分楼盘。对已有的可售房地产项目，签约销售面积为 11.91 万平方米，同比下降 14.44%，主要系新开盘项目集中在 12 月开盘，部分销售面积于 2017 年汇总统计；销售金额 24.57 亿元，同比增长 42.43%。在签约销售均价方面，2016 年，公司房产销售均价为 20,629 元/平方米，较上年上升 66.47%，主要系公司根据区域市场销售行情调整销售价格所致。

表 5 2015~2016 年公司房地产销售概况

项目	2015 年	2016 年
达预售项目（个）	0	3
签约销售面积（万平方米）	13.92	11.91
签约销售金额（亿元）	17.25	24.57
签约销售均价（元/平方米）	12,392	20,629
结转收入面积（万平方米）	11.12	11.06
结转收入（亿元）	12.55	15.82

资料来源：公司提供

公司房地产开发项目均位于天津滨海新区、空港经济区，一方面可以通过深耕获得区域性的竞争优势，另一方面也加大营业收入受区域房地产政策和区域经济发展的影响程度。天津滨海新区、空港经济区经济增长较快，公司不断加大去库存力度，预期公司未来房地产销售持续增长，公司结转收入也将相应增长。

总体看，公司土地储备规模一般，区域较为集中；公司房地产项目开发和销售相对稳健；受益于区域房地产市场的发展，销售价格大幅上涨，项目销售情况较好。

3. 物业出租

2016年，公司物业出租收入0.39亿元，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。2016年，公司自持物业可租面积12.15万平方米，同比增长5.16%；年出租率58.06%，较上年下降5.34个百分点。其中，汇津广场一期出租率下降20.30个百分点，主要系公司根据建设规划、调整部分区域租户所致。

表6 2015~2016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（%）	
		2015年	2016年	2015年	2016年
天保公寓	公寓	78,883.00	78,883.00	60.00	60.00
名居花园底商	商业	7,266.21	7,266.24	100.00	100.00
天保金海岸B05底商	商业	1,671.37	1,671.37	93.00	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	24,689.11	30,655.86	57.00	36.70

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。

4. 经营效率

2016年，公司流动资产周转率0.26次，与上年持平，主要系公司流动资产大幅增长所致；存货周转次数0.43次，较上年的0.33有所上升；总资产周转率0.22次，与上年持平。从同行业上市公司比较情况看，公司流动资产周转率较低，存货周转率和总资产周转率良好。整体看，公司经营效率尚可。

表7 房地产开发类上市公司2016年经营效率指标

公司简称	流动资产周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
荣安地产	0.20	0.21	0.18
北辰实业	0.21	0.18	0.18
世茂股份	0.32	0.31	0.19
浙江广厦	0.43	0.40	0.34
天保基建	0.26	0.43	0.22

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司流动资产周转率较低，存货周转率和总资产周转率良好，公司经营效率尚存在一定的提升空间。

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2016年6月24日召开的第六届董事会第三十次会议及2016年10月31日召开的2016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（以下简称“中天航空公司”）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。

2016 年，中天航空公司资产总额 6.01 亿元，所有者权益 6.01 亿元，营业利润 0.51 亿元，净利润 0.50 亿元。公司完成对中天航空公司 60%股权的收购，为公司提供新的盈利增长点，有望进一步提升公司的可持续发展能力。

竞购渤海证券 0.86%股权

公司于 2016 年 1 月 19 日经过天津产权交易中心网络竞价系统，以 12,281.3 万元竞得渤海证 0.8646%股权（34,906,149 股），并于 2016 年 1 月 27 日与转让方签署了《产权交易合同》。公司收购渤海证券部分股权，有利于未来增加股权投资收益。

总体看，公司收购中天航空公司 60%股权有利于公司经营业务向航空领域扩展，为公司增加新的盈利增长点，进一步提升公司可持续发展能力；同时，公司收购渤海证券股权也有利于增加公司投资收益。

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。2016 年下半年房地产行业调控政策已有所收紧，2017 年初政策仍维持收紧基调，公司未来的经营将受“限购”等政策影响。

土地储备规模不大

2016 年，公司未增加土地储备，2017 年公司虽然增加了土地储备，但目前的土地储备在一定程度上限制了公司房地产业务未来的开发规模。

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，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；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，并结合公司转型，积极挖掘区域资源，寻找新的盈利增长点，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，可实施性较强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2016年审计报告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。2016年，公司合并财务报表范围包括天保房产、滨海开元、百利建设和嘉创物业4家全资子公司，与上年相比未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总额83.95亿元，负债合计37.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计46.84亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现合并营业收入16.55亿元，净利润（含少数股东损益）2.91亿元，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13.85亿元，现金及现金等价物净增加额为25.12亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额86.19亿元，负债合计37.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.00亿元，均为归属于母公司所有者权益。2017年1~3月，公司实现营业收入4.72亿元，净利润（含少数股东权益）1.77亿元，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-17.70亿元，现金及现金等价物净增加额为-20.94亿元。

2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额83.95亿元，较年初增长26.89%，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87.09%和12.91%，流动资产占比较年初上升1.45个百分点，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产73.11亿元，较年初增长29.04%，主要系货币资金大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占67.56%）和存货（占30.86%）构成。

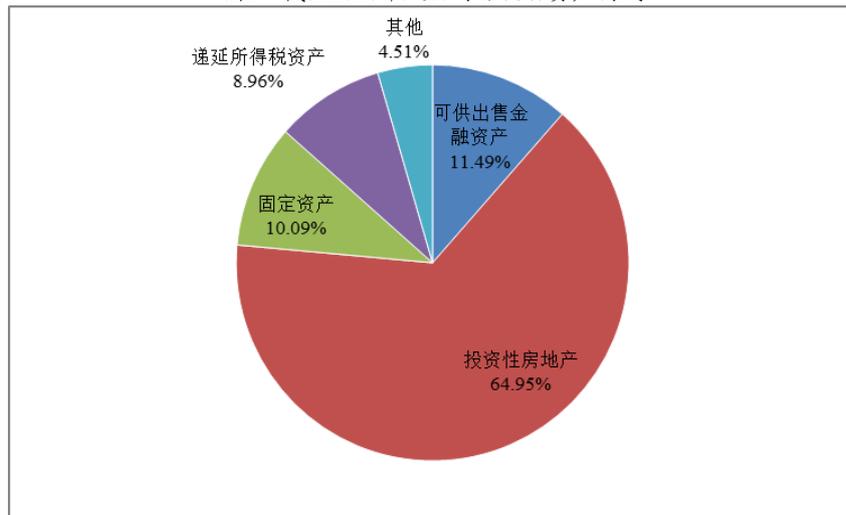
截至2016年底，公司货币资金49.39亿元，较年初增长103.62%，主要系公司房地产销售回款增加以及收回理财投资所致。公司货币资金全部为银行存款，其中有0.44亿元因开具银行付款保函受限，公司货币资金受限比例低。公司保持充足的货币资金储备以保证公司发展及投资计划的资金使用。

截至2016年底，公司存货账面价值22.56亿元，较年初下降15.52%，主要系意境兰庭一期、金海岸天成轩等项目结转营业成本所致。其中，开发产品占29.39%，开发成本占70.61%。截至2016年底，公司未计提跌价准备。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产10.84亿元，较年初增长14.11%，主要系新增可供出售金融资产所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占11.49%）、投资性房地产（占64.95%）、固定资产（占10.09%）和递延所得税资产（占8.96%）构成。

图2 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2015年，公司无可供出售金融资产。截至2016年底，公司可供出售金融资产1.25亿元，全部为公司竞购渤海证券的0.86%股权。2016年，公司所持渤海证券股权的现金红利为215.79万元。截至2016年，公司投资性房地产账面价值7.04亿元，较年初下降0.07%，全部为以成本法计量的房屋和建筑物，无新购置或处置。截至2016年底，公司投资性房地产累计计提折旧1.23亿元，未计提减值准备。截至2016年底，公司固定资产账面价值1.09亿元，较年初下降3.96%，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94.18%）构成。截至2016年底，固定资产累计计提折旧0.26亿元，固定资产成新率80.66%，成新率较高。截至2016年底，公司递延所得税资产0.97亿元，较年初增长24.51%，主要系预售房款计税毛利额差异增加所致。

截至2016年底，公司受限资产总额0.44亿元，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2017年3月底，公司资产总额达到86.19亿元，较上年末增长2.67%；其中，流动资产和非流动资产的占比为83.25%和16.75%，公司资产仍以流动资产为主。截至2017年3月底，公司流动资产71.76亿元，较上年末下降1.85%，非流动资产14.43亿元，较上年末增长33.14%。

总体看，2016年，受销售收入回款增加影响，公司资产规模大幅增长；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，资产流动性较高。

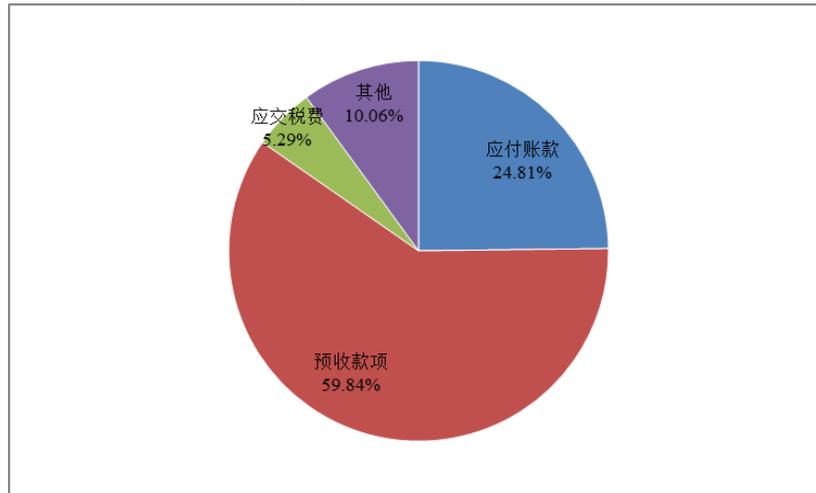
3. 负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计37.11亿元，较年初增长68.06%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债和非流动负债分别占56.78%和43.22%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债21.07亿元，较年初增长50.26%，主要系预收款项和应交税费增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占24.81%）、预收款项（占59.84%）和应交税费（占5.29%）构成。

图3 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司应付账款 5.23 亿元，较年初增长 6.80%，主要系公司应付工程款增加所致。其中，1 年以内的应付账款占 44.43%，1 年以上的应付账款占 55.57%。截至 2016 年底公司预收款项 12.61 亿元，较年初增长 76.50%，主要系意境兰庭二期、金海岸 D07、D05 项目销售规模增长、业主尚未收房导致账款尚未结转所致。其中，1 年以内的预收款项占 99.04%。截至 2016 年底，公司应交税费 1.11 亿元，较年初的-0.30 亿元增加 1.41 亿元，主要系结转售房收入增加导致相应结转税金增加所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债 16.04 亿元，较年初增长 99.03%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 99.48%）构成。

截至 2016 年底，公司应付债券 15.95 亿元，较年初增长 100.12%，主要系公司发行的“16 天保 01”所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 15.95 亿元，较年初增长 99.53%，全部为长期债务。截至 2016 年底，公司资产负债率 44.20%，较年初上升 10.83 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 25.41%，较年初上升 10.05 和 10.09 个百分点。整体看，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 2017 年 3 月底，公司负债规模为 37.19 亿元，较年初增长 0.23%；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 56.87%和 43.13%，较上年末变化不大。公司全部债务总额 15.96 亿元，较上年末增长 0.03%，全部为长期债务，结构较年初无变化。

总体看，受公司房地产项目销售规模增长以及发行公司债券影响，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 2016 年底，公司所有者权益 46.84 亿元，较年初增长 6.27%，主要系未分配利润增加所致。截至 2016 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 21.54%、资本公积占 40.43%、盈余公积占 2.52%、未分配利润占 35.51%，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2017 年 3 月底，所有者权益达到 49.00 亿元，较上年末增长 4.60%，主要系未分配利润增加所致；公司所有者权益结构较年初末变化不大。

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

2016年，公司实现营业收入16.55亿元，同比增长26.68%，主要系公司意境兰庭一期、金海岸天成轩和汇盈产业园销售收入增加所致；营业成本10.60亿元，同比增长18.46%。公司营业利润率27.41%，较上年上升5.18个百分点，主要系公司房地产销售价格受市场影响大幅上升所致。2016年，公司实现净利润2.91亿元，同比增长55.52%。

从期间费用来看，2016年公司期间费用总额0.69亿元，同比增长49.41%，主要系销售费用和财务费用增加所致。2016年，公司销售费用0.36亿元，同比增长33.82%，主要系销售费用中的部分楼体外墙保温造成的修理维护费同比增加所致；管理费用0.38亿元，同比下降25.90%，主要系计提应付职工薪酬、聘请中介机构费用减少所致；财务费用-0.06亿元，较上年的-0.33亿元增加0.27亿元，主要系利息支出增加所致。2016年，公司费用收入比4.16%，较上年上升0.63个百分点，公司费用控制能力较强。

2016年，公司投资收益1,317.12万元，较上年的33.45万元大幅增长，主要系公司竞购的渤海证券股权红利增加所致，但整体规模仍然较小，对公司营业利润影响较小。2016年，公司营业外收入1,089.72万元，较上年的96.04万元大幅增长，主要系符合地方政府招商引资政策等收到的政府补助增加所致，整体规模仍较小，对公司利润总额影响较小。

从盈利指标看，2016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5.79%、5.98%和6.39%，分别较上年上升1.49、1.53和2.08个百分点。从同行业比较情况看，公司销售毛利率较高，总资产报酬率和净资产收益率一般，在同行业上市公司中盈利能力尚可。

表8 2016年商业地产租赁主要上市公司相关指标比较（单位：%）

证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
荣安地产	3.15	4.08	24.31
北辰实业	1.97	5.24	31.87
世茂股份	5.32	10.79	35.84
浙江广厦	7.16	21.35	20.42
天保基建	5.33	6.39	35.97

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017年1~3月，公司实现营业收入4.72亿元，较上年同期下降10.11%，主要系公司一季度商品房销售收入结转较少所致；公司实现净利润1.77亿元，较上年同期增长123.28%，主要系结转收入项目毛利率较高所致。

总体看，2016年公司收入规模和利润规模有所增长，盈利指标有所上升，公司费用控制能力较强，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动现金流入23.57亿元，同比增长45.00%，主要系公司房地产销售回款增加所致；经营活动现金流出9.73亿元，同比下降3.88%。2016年，公司经营活动净现金流13.85亿元，同比增长125.61%。从收入实现质量来看，2016年，公司现金收入比136.94%，较上年上升16.49个百分点，收入实现质量高。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流入5.13亿元，较上年增长1,533.95倍，主要系公

司收回银行理财 5 亿元所致；公司投资活动现金流出 1.30 亿元，同比下降 74.19%，主要系公司用于银行理财的投资支出减少所致。2016 年，公司投资活动现金流量净额 3.84 亿元，由净流出转变为净流入。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入 7.97 亿元，同比下降 0.55%；筹资活动现金流出 0.53 亿元，同比增长 57.38%，主要系支付利息增加所致。2016 年，公司筹资活动现金净流量 7.44 亿元，同比下降 3.07%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净流出 17.70 亿元，主要系新增土地竞拍保证金；投资活动产生的现金流量净流入额为 3.22 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.01 亿元。

总体看，受房地产销售规模扩大影响，公司经营活动现金净流量增长较快；公司投资活动和筹资活动现金净流入规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率为 3.47 倍和 2.40 倍，较上年的 4.04 倍和 2.14 倍变动不大；公司经营现金流流动负债比率为 65.72%，较上年上升 21.95 个百分点，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度较高。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 为 4.78 亿元，同比增长 65.77%。公司 EBITDA 由折旧（占 5.93%）、摊销（占 0.29%）、计入财务费用的利息支出（占 8.78%）、利润总额（占 85.00%）构成。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 17.43 倍下降至 11.39 倍，EBITDA 对利息保障能力强；EBITDA 全部债务比为 0.30 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强；受经营活动现金净流入规模增长影响，公司经营现金债务保护倍数为 0.87 倍，较上年的 0.77 倍有所提高。整体看，公司长期偿债能力仍较强。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2017 年 4 月 21 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 2016 年底，公司无对外担保，不存在重大未决诉讼。

截至 2016 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，整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）49.39 亿元，约为“15 天保 01”、“16 天保 01”本金合计（16 亿元）的 3.09 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 46.84 亿元，约为债券本金合计（16 亿元）的 2.93 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，2016 年，公司 EBITDA 为 4.78 亿元，约为债券本金合计（16 亿元）的 0.30 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 2016 年经营活动产生的现金流入 23.57 亿元，约为债券本金合计（16 亿元）的 1.47 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本次债券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本次债券的本金及利息、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该期发行的本次债券发行首日至发行的本次债券到期日后六个月止。

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2016年底，天保投控注册资本183.21亿元，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2016年底，天保投控合并资产总计1,175.51亿元，负债合计773.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）为401.88亿元，其中归属于母公司的所有者权益369.54亿元；2016年，天保投控实现营业收入66.80亿元，净利润（含少数股东损益）17.88亿元，其中归属于母公司所有者的净利润15.59亿元；经营活动产生的现金流量净额25.16亿元，现金及现金等价物净增加额为42.52亿元。

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：邢国友。

(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9 2015~2016年天保投控收入占比及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

业务板块	2015年			2016年			变动情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率
交通运输	42.47	58.19	9.61	31.80	47.61	9.62	-25.12	0.01
房地产	15.77	21.61	29.49	22.32	33.41	29.26	41.53	-0.23
市政公用	7.54	10.33	16.18	7.09	10.61	16.50	-5.97	0.32
金融控股	4.85	6.65	73.81	3.58	5.37	72.63	-26.19	-1.18

其他	2.35	3.22	64.68	2.00	3.00	57.50	-14.89	-7.18
合计	72.98	100.00	20.60	66.80	100.00	21.73	-8.47	1.13

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。

2016年，天保投控实现营业收入66.80亿元，同比下降8.47%，主要系交通运输板块收入减少所致。从营业收入构成来看，公司交通运输板块、房地产板块和市政公用板块占比较高，分别为47.61%、33.41%和10.61%，交通运输板块占比较上年下降10.58个百分点，房地产和市政公用板块分别较上年上升11.80和0.28个百分点。

从各板块收入来看，2016年，天保投控交通运输业务实现收入31.80亿元，同比下降25.12%，主要系受市场需求影响、汽车销售收入下降所致；天保投控房地产业务板块实现营业收入22.32亿元，较上年增长41.35%，其中天保基建占70.88%；天保投控市政公用业务板块实现营业收入7.09亿元，同比下降5.97%；该板块业务利润的实现主要依赖天津港保税区管委会的财政补贴收入，2016年，天津港保税区财政一般预算收入安排125.8亿元，由于保税区内产业聚集效应明显，保税区财政对于天保投控的补贴的强度和持续性可以得到保障；天保投控金融服务实现收入3.58亿元，同比下降26.19%；其他业务板块实现收入2.00亿元，同比下降14.89%。

从毛利率来看，2016年，天保投控综合毛利率为21.73%，较上年1.13个百分点。分板块来看，交通运输板块毛利率为9.62%，较上年变动不大；房地产板块毛利率为29.26%，较上年下降0.23个百分点；市政公用毛利率为16.50%，较上年上升0.32个百分点；金融控股毛利率为72.63%，较上年下降1.18个百分点。

总体看，天保投控营业收入主要来源于交通运输板块和房地产板块，2016年，收入规模有所下降，综合毛利率保持稳定。

(3) 财务状况

天保投控2016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。2016年，天保投控合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至2016年底，天保投控合并资产总计1,175.51亿元，负债合计773.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）为401.88亿元，其中归属于母公司的所有者权益369.54亿元；2016年，天保投控实现营业收入66.80亿元，净利润（含少数股东损益）17.88亿元，其中归属于母公司所有者的净利润15.59亿元；经营活动产生的现金流量净额25.16亿元，现金及现金等价物净增加额为42.52亿元。

资产质量

截至2016年底，天保投控资产1,175.51亿元，较年初增长10.29%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中，流动资产和非流动资产的占比分别为42.01%和57.99%，非流动资产占比较年初下降3.50个百分点，天保投控资产仍以非流动资产为主。

截至2016年底，天保投控流动资产493.79亿元，较年初增长20.31%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。天保投控流动资产主要由货币资金（占30.30%）、其他应收款（占28.46%）和存货（占26.18%）构成。

截至2016年底，天保投控货币资金149.62亿元，较年初增长40.79%，主要系天保投控扩大融资规模所致。天保投控货币资金主要由银行存款为主（占93.51%），使用受限的货币资金金额为3.10亿元，受限比例为2.22%，受限比例低。

截至2016年底，天保投控其他应收款140.54亿元，较年初增长30.19%，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 2016 年底，天保投控其他应收款累计计提坏账准备 7.23 亿元，计提比例为 4.89%。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 68.80%，其中天津港保税区财政局占其他应收款总额的 63.39%；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 2016 年底，天保投控存货账面价值 129.27 亿元，较年初下降 2.55%；存货主要由房地产板块的开发成本（占 83.84%）和开发产品（占 12.70%）构成。截至 2016 年底，天保投控计提存货跌价准备 0.01 亿元。天保投控因质押受限的存货账面价值 44.37 亿元，受限比例为 34.32%，受限比例较高。

截至 2016 年底，天保投控非流动资产 681.72 亿元，较年初增长 4.01%，主要系长期应收款和长期股权投资增加所致。天保投控非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.54%）、持有至到期投资（占 9.68%）、长期应收款（占 25.11%）、长期股权投资（占 14.81%）、在建工程（占 18.88%）和无形资产（占 14.36%）构成。

截至 2016 年底，天保投控可供出售金融资产 58.22 亿元，较年初增长 1.45%，全部为可供出售权益工具；可供出售金融资产累计计提减值准备 2.31 亿元，计提比例为 3.97%。截至 2016 年底，天保投控持有至到期投资 66.00 亿元，较年初增长 34.67%，主要系理财产品增加所致。

截至 2016 年底，天保投控长期应收款 171.15 亿元，较年初增长 192.86%，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 2016 年底，天保投控长期股权投资 100.94 亿元，较年初增长 18.09%，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，2016 年被投资企业经营良好。

截至 2016 年底，天保投控在建工程 128.68 亿元，较年初下降 47.41%，主要系基建项目建设完成转出所致。截至 2016 年底，天保投控无形资产 97.90 亿元，较年初下降 0.16%，主要系土地使用权账面价值小幅下降所致。

截至 2016 年底，天保投控所有权或使用权受限的资产 79.52 亿元，占总资产的 6.76%，受限比例较低。

总体看，2016 年，随着天保投控业务规模扩大，资产规模有所增长；天保投控货币资金较充裕，资产受限比例较低，但长期应收款、在建工程、存货和无形资产占比仍较高，该部分资产流动性一般。

负债与所有者权益

负债

截至 2016 年底，天保投控负债合计 773.64 亿元，较年初增长 7.63%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 39.73%和 60.27%，非流动负债占比下降 17.00 个百分点，仍以非流动负债为主。

截至 2016 年底，天保投控流动负债 307.37 亿元，较年初增长 88.15%，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预收款项（占 8.65%）和一年内到期的非流动负债（占 32.39%）构成。

截至 2016 年底，天保投控预收款项 26.58 亿元，较年初增长 64.38%，主要系业务规模扩大、预收款项增加所致。截至 2016 年底，天保投控一年内到期的非流动负债 99.57 亿元，较年初增长

544.15%，主要系约 82.96 亿元的应付债券将于一年内到期所致。

截至 2016 年底，天保投控非流动负债 466.27 亿元，较年初下降 16.05%，主要系应付债券减少所致。天保投控非流动负债主要由长期借款（占 74.47%）、应付债券（占 15.56%）和长期应付款（占 7.99%）构成。

截至 2016 年底，天保投控长期借款 347.24 亿元，较年初增长 48.87%；长期借款以信用借款（占 54.20%）和保证借款（占 43.57%）为主。截至 2016 年底，天保投控应付债券 72.55 亿元，较年初下降 75.25%，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 2016 年底，天保投控长期应付款 37.27 亿元，较年初增长 75.76%，主要系应付融资租赁款增加所致。

从全部债务来看，截至 2016 年底，天保投控全部债务 692.32 亿元，较年初增长 6.91%；其中，短期债务和长期债务分别占 35.14%和 64.86%，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2016 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 65.81%、63.27%和 52.77%，较年初分别下降 1.63 个、1.84 个和 8.03 个百分点。

总体看，2016 年，天保投控负债规模有所增长，仍以非流动负债为主，但债务负担略有下降；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 2016 年底，天保投控所有者权益 401.88 亿元，较年初增长 15.79%，主要系天保投控分别于 2016 年 3 月 29 日和 2016 年 4 月 18 日发行两期永续债“16 津保税 MTN001”和“16 津报税 MTN002”，导致其他权益工具中的永续债新增 40.00 亿元所致。天保投控归属于母公司的所有者权益 369.54 亿元，较年初增长 16.63%；其中，股本、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 49.58%、16.24%、31.40%、2.13%和 0.46%。其他权益工具全部为天保投控于 2015~2016 年发行的永续债，尽管永续债券的提前偿付将会减少天保投控权益以及营运资金，但预计对整体权益影响有限。整体看，天保投控所有者权益稳定性尚可。

总体看，2016 年，受发行永续债影响，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

2016 年，天保投控实现营业收入 66.80 亿元，较上年下降 8.47%，主要系交通运输板块收入下降所致；营业成本 52.29 亿元，较上年下降 9.76%；实现净利润 17.88 亿元，较上年下降 14.43%。2016 年，天保投控营业利润率 18.04%，较上年上升 0.83 个百分点。

期间费用方面，2016 年，天保投控费用总额 20.61 亿元，较上年下降 4.42%，主要系管理费用减少所致；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 6.68%、16.71%和 76.60%，占比变动不大。2016 年，销售费用 1.38 亿元，较上年下降 26.29%，主要系销售服务费减少所致；管理费用 3.44 亿元，较上年下降 16.84%，主要系无形资产摊销费用减少所致；财务费用 15.79 亿元，较上年增长 1.52%。2016 年，天保投控费用收入比为 30.85%，较上年下降 1.31 个百分点，天保投控费用控制能力有待提高。

2016 年，天保投控投资收益 9.78 亿元，较上年下降 45.57%，主要系天保投控于 2015 年处置了价值 6.82 亿元的天津渤海租赁有限公司股票所致。2016 年，天保投控营业外收入 24.33 亿元，较上年增长 3.66%，主要为天保投控获得的空港经济区的运营管费、财政贴息及税收补贴等，可持续性较强。2016 年，投资收益占天保投控营业利润的 20.31%，营业外收入占利润总额的 99.93%，天保投控利润规模受投资收益和营业外收入影响大。

从盈利指标来看，2016 年，天保投控总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为

3.11%、3.48%和 4.78%，分别较上年下降 0.72 个、0.49 个和 1.51 个百分点。

总体看，2016 年，天保投控收入和盈利规模有所下降，盈利指标略有下降，费用控制能力有待提高；天保投控盈利能力受投资收益与营业外收入影响大。

现金流

从经营活动来看，2016 年，天保投控经营活动现金流入 141.37 亿元，较上年下降 52.51%，主要系其他与经营活动有关的现金中的暂收款项和委托放款回款减少所致；经营活动现金流出 116.21 亿元，较上年下降 58.10%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致；经营活动现金流净额 25.16 元，较上年增长 23.88%。2016 年，天保投控现金收入比 136.10%，较上年上升 3.18 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2016 年，天保投控投资活动现金流入 136.63 亿元，较上年下降 62.90%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出 177.20 亿元，较上年下降 56.35%，主要系对子公司投资支付的现金减少所致；投资活动现金净额-40.57 亿元，流出规模较上年增长 7.47%。

从筹资活动来看，2016 年，天保投控筹资活动现金流入 572.83 亿元，较上年增长 21.88%，主要系长期借款增加所致；筹资活动现金流出 515.19 亿元，较上年增长 8.84%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；筹资活动现金流净额 57.64 亿元，由上年的净流出转为净流入。

总体看，2016 年，天保投控经营活动现金流量净额有所增长，投资活动现金流净流出规模有所扩大，仍存在一定的对外融资需求。

偿债能力

2016 年，天保投控流动比率和速动比率分别为 1.61 倍和 1.19 倍，较上年的 2.51 倍和 1.70 倍有所下降，主要系流动负债增加所致；现金短期债务比为 0.66 倍，较上年的 0.97 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 8.18%，较上年下降 4.25 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。

2016 年，天保投控 EBITDA 为 43.97 亿元，较上年下降 0.47%；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 11.02%、0.29%、33.31%和 55.38%，结构较上年变动不大。2016 年，天保投控 EBITDA 利息倍数为 3.00 倍，较上年的 2.72 倍有所提升，EBITDA 对利息覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比 0.06 倍，较上年变动不大，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。整体看，天保投控长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，天保投控无对外担保。

截至 2016 年底，天保投控合计取得各银行综合授信额度 1,429 亿元，其中尚未使用的银行授信额度有 661 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；2016 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，资产规模增长，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 2016 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 1.36%和净资产总额的 3.98%，占比很低；天保投控 2016 年经营活动现金净流

量是本次债券的 1.57 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港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。2016 年，公司收入增长、利润增加，经营活动现金流状况较佳，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 60.00%的股权收购，公司经营业务向航空工业领域扩展，未来将成为公司新的利润增长点。

“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 2 天津天保基建股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	66.16	83.95	86.19
所有者权益 (亿元)	44.08	46.84	49.00
短期债务 (亿元)	0.02	--	--
长期债务 (亿元)	7.97	15.95	15.96
全部债务 (亿元)	8.00	15.95	15.96
营业收入 (亿元)	13.06	16.55	4.72
净利润 (亿元)	1.87	2.91	1.77
EBITDA (亿元)	2.89	4.78	--
经营性净现金流 (亿元)	6.14	13.85	-17.70
流动资产周转次数 (次)	1.14	0.94	--
存货周转次数 (次)	0.33	0.43	--
总资产周转次数 (次)	0.22	0.22	0.06
现金收入比率 (%)	120.45	136.94	42.70
总资本收益率 (%)	4.30	5.79	--
总资产报酬率 (%)	4.45	5.98	--
净资产收益率 (%)	4.32	6.39	3.69
营业利润率 (%)	22.23	27.41	58.21
费用收入比 (%)	3.53	4.16	2.83
资产负债率 (%)	33.38	44.20	43.15
全部债务资本化比率 (%)	15.35	25.41	24.57
长期债务资本化比率 (%)	15.32	25.41	24.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.43	11.39	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.30	--
流动比率 (倍)	4.04	3.47	3.39
速动比率 (倍)	2.14	2.40	2.39
现金短期债务比 (倍)	1,020.53	--	--
经营现金流动负债比率 (%)	43.77	65.72	-83.69
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.18	0.30	--

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 2017 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	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	1,065.86	1,175.51
所有者权益 (亿元)	347.06	401.88
短期债务 (亿元)	109.26	243.29
长期债务 (亿元)	538.33	449.02
全部债务 (亿元)	647.59	692.32
营业收入 (亿元)	72.98	66.80
净利润 (亿元)	20.90	17.88
EBITDA (亿元)	44.18	43.97
经营性净现金流 (亿元)	20.31	25.16
应收账款周转次数(次)	5.34	3.41
存货周转次数 (次)	0.45	0.40
总资产周转次数 (次)	0.07	0.06
现金收入比率 (%)	132.92	136.10
总资本收益率 (%)	3.83	3.11
总资产报酬率 (%)	3.97	3.48
净资产收益率 (%)	6.29	4.78
营业利润率 (%)	17.21	18.04
费用收入比 (%)	29.54	30.85
资产负债率 (%)	67.44	65.81
全部债务资本化比率 (%)	65.11	63.27
长期债务资本化比率 (%)	60.80	52.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.72	3.00
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.06
流动比率 (倍)	2.51	1.61
速动比率 (倍)	1.70	1.19
现金短期债务比 (倍)	0.97	0.66
经营现金流流动负债比率 (%)	12.43	8.18

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。