

天津住宅建设发展集团有限公司

## 主体信用评级报告

主体信用等级： AA 级

评级时间： 2013 年 9 月 12 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪企评 [2013]020091】

评级对象: 天津住宅建设发展集团有限公司

信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2013年9月12日

### 主要财务数据及指标

项 目	2010年	2011年	2012年	2013年 上半年
金额单位: 人民币亿元				
发行人合并数据及指标:				
总资产	86.15	148.81	213.12	232.13
总负债	75.81	127.32	164.60	182.92
刚性债务	25.91	36.46	52.20	61.15
所有者权益	10.35	21.49	48.51	49.21
营业收入	70.45	120.26	178.99	100.94
净利润	1.35	2.35	7.57	2.13
经营性现金净流入量	1.00	-6.86	-1.09	3.71
EBITDA	2.28	3.73	11.59	-
资产负债率[%]	87.99	85.56	77.24	78.80
权益资本与刚性债务 比率[%]	39.93	58.95	92.93	80.48
流动比率[%]	121.85	122.75	130.64	128.50
现金比率[%]	22.82	17.95	19.20	-
利息保障倍数[倍]	2.06	2.11	4.25	-
净资产收益率[%]	14.02	14.77	21.62	-
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.34	-6.75	-0.75	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-10.36	-12.06	-2.23	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.29	2.30	4.48	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.26	-

注: 根据天津住宅集团经审计的2010~2012年及未经审计的2013年上半年财务数据整理、计算。

### 分析师

王连熙

Tel: (021) 63501349-921

E-mail: wlx@shxsj.com

赵霖

Tel: (021) 63501349-942

E-mail: zhaolin@shxsj.com

上海市汉口路398号华盛大厦14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

http://www.shxsj.com

### 评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪公司”或“本评级机构”)对天津住宅建设发展集团有限公司(简称“天津住宅集团”、“该公司”或“公司”)的评级反映了天津住宅集团在行业经验、市场机会、现金回笼能力及股东背景等方面所具有的优势,同时也反映了公司在融资规模、交易对手及盈利能力等方面所面临的压力与风险。

#### ➤ 主要优势/机遇:

- **丰富的行业从业经验。**天津住宅集团为天津市建设系统国有大型骨干企业,拥有丰富的项目开发建设和建筑施工管理经验。
- **业务竞争力较强。**天津住宅集团作为天津市国资委全额控股的以住宅产业化为发展战略的国有企业集团,在天津市重大项目的参与方面会获得更多的市场机会。而目前公司节能环保新型墙体材料的产能规模也为全国最大,具有较好的发展潜力。
- **限价房项目现金回笼能力较强。**天津住宅集团所从事的限价房项目开发,其项目的预售节点早于普通商品房,提高了项目本身的现金回笼能力。
- **资产质量较好。**天津住宅集团投资性房产变现价值较高,使公司能够通过资产处置来增强自身现金储备并提高偿债保障能力。

#### ➤ 主要劣势/风险:

- **再融资风险。**天津住宅集团资产负债率相对较高,短期刚性债务规模较大,且保障性住房项目投资巨大,公司面临一定的再融资压力。
- **交易对手风险。**天津住宅集团目前的房地产开发业务以限价房为主,与政府回购的其他保障性住房项目相比,存在一定的交易对手风险。
- **部分业务盈利能力较弱。**天津住宅集团施工建设和建筑材料生产销售板块毛利率相对较低。
- **资产估值风险。**天津住宅集团对投资性房地产进行了评估增值,在一定程度上增强了资本实力,但同时面临一定的资产估值风险。

➤ 未来展望

通过对天津住宅集团主要信用风险要素的分析，新世纪公司认为公司具有很强的债务偿付能力，违约风险很低，并给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对天津住宅建设发展集团有限公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估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。

本评级机构与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至天津住宅建设发展集团有限公司 2014 年度第一期中期票据本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 天津住宅建设发展集团有限公司

## 主体信用评级报告

天津住宅建设发展集团有限公司成立于 1998 年，截至 2012 年末，公司注册资本 10 亿元<sup>1</sup>，由天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）全额控股<sup>2</sup>。

该公司是天津市建设系统国有大型骨干企业，也是住建部批准成立的“国家住宅产业化基地”。公司近年来以住宅产业化为主要发展方向，同时集房地产开发经营、新型建材与住宅部品制造、建筑施工、科技与服务四大产业板块为一体，是全国首家具有科研、设计、房地产开发经营、新型建材生产、住宅部品制造、建筑施工、装饰装修、节能与环境检测、房屋销售、物业管理等为一体的完整住宅产业链的企业。公司自 2007 年起进入天津市保障性住房建设领域，截至 2012 年末公司累计实现保障性住房开发建设面积 1500 余万平方米，成为天津市保障房建设的主力军和排头兵。

### 一、宏观经济和政策环境

2013 年以来，我国经济增长所处外部环境仍较为复杂，美国经济在量化宽松政策带动下继续缓慢回升，欧洲经济增长整体乏力、复苏前景仍不明朗，日本经济受益于宽松的货币政策而有所回升；主要新兴经济体中，除巴西经济增速有所回升外，其他经济体均呈现不断下滑趋势。中短期内，预计美、日可能会逐步退出量化宽松货币政策，但仍将继续实施低利率的宽松货币政策刺激经济增长；欧洲为了继续缓减主权债务和银行业的危机，仍将可能继续实施量化宽松的货币政策；发展中国家也将维持低利率的宽松货币政策。

2013 年上半年，我国进出口差额进一步缩小、投资增速继续下降，且消费拉动不足，经济增速继续回落。钢铁、水泥、有色金属等产能过剩行业景气度进一步回落，产业的结构风险有所上升；在地方融资平台的融资额继续扩大且地方金融的显性化程度不足的情况下，国民经济

<sup>1</sup> 以下若无特别说明，均指人民币元。

<sup>2</sup> 2012 年 7 月，天津市国资委颁布《关于同意天津住宅建设发展集团有限公司增加注册资本的批复》（津国资企改[2012]170 号文），同意公司通过资本公积转增增加注册资本 7.34 亿元。增资完成后公司注册资本将增加到 10 亿元。

的区域性结构性风险仍然存在。2013 年下半年，伴随着经济下行压力的加大，我国政府仍将会维持积极财政政策和稳健货币政策的主基调。

从中长期看，我国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大而保持稳定的增长。但在外部环境尚不稳定的情况下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，我国经济增长和发展依旧会伴随着诸多结构性风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险及国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

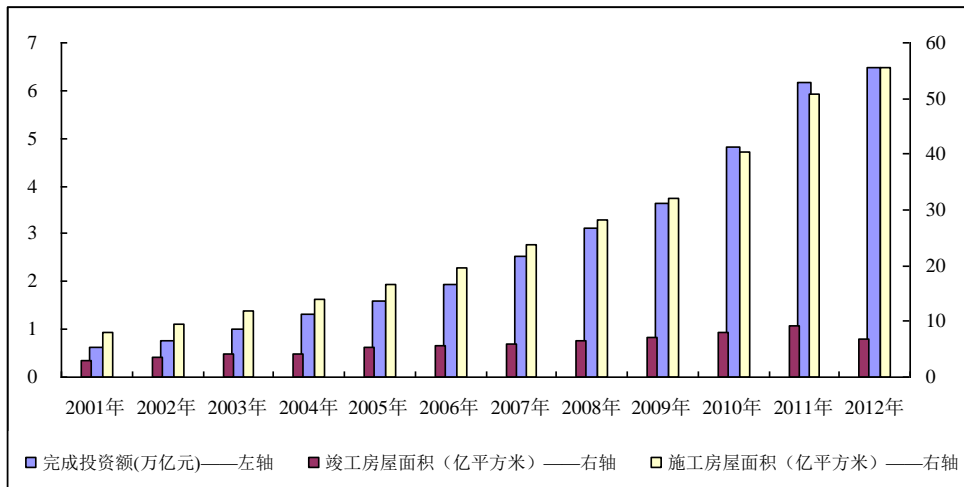
## 二、公司所处行业及区域经济环境

### 1、房地产行业

我国房地产行业近 10 年来发展迅速，近期政府的调控政策未出现显著放松，投资与投机性需求也受到明显抑制，保障房建设的推进将对未来市场竞争格局产生深远影响。

在工业化和城市化进程以及居民收入增长、消费需求升级的巨大推动下，过去 10 年间我国房地产行业始终保持着快速发展的态势，全行业每年完成投资额的复合增长率高达 25.49%。其中 2007-2012 年，我国房地产行业完成投资额从 2.53 万亿元上升至 7.18 万亿元，年均房屋竣工面积达到了 6.70 亿平方米，年均房屋施工面积达到 34.74 亿平方米。2012 年 1-12 月，我国房地产行业完成投资额 7.18 万亿元，同比名义增长 16.2%，扣除价格因素实际增长 14.9%；房屋施工面积为 57.34 亿平方米，同比增长 13.2%；房屋竣工面积为 9.94 亿平方米，同比增长 7.3%；房屋新开工面积为 17.73 亿平方米，同比减少 7.3%。我国的房地产市场仍然具有鲜明的新兴市场的特征，快速发展过程中出现过一些波动并暴露出很多问题，因此，政府的宏观调控与管理伴随着行业的发展始终没有放松。

图表 1. 2001 年至 2012 年我国房地产行业投资、施工及竣工情况



资料来源：Wind 资讯

针对房地产行业的宏观调控使得房地产企业普遍面临着销售量下降、融资难度急剧上升、现金回笼能力大幅减弱的困境，部分在市场高位期间大量增加投资、握有价格水平偏高的土地资源的房地产企业更是面临成本上升、现金储备不足所引发的经营风险。

随着保障房建设计划的实施，未来我国住宅市场双轨制的趋势将对行业的供需结构产生一定的影响，部分消费性需求会在政策的引导下被逐步分流至保障性住房市场，我国保障房建设领域在行业内的重要性将显著提升。根据规划，2011 年我国保障性住房供应达到 1000 万套，未来 5 年内将达到总计 3600 万套，其中仅 2011 年 1000 万套保障性住房项目的投资规模就将达到 1.30-1.40 万亿元的水平，政府财政需负担其中的 5000 亿，另外的 8000 亿建设资金则需要通过社会渠道筹集。

为解决保障房建设的资金困难，中央政府和各级地方政府都积极给予政策上的支持。特别在资金投入方面，国家发展改革委办公厅在 2011 年 6 月颁布了《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，明确支持了对符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业，可以通过发行企业债券进行保障性住房项目融资。而国务院也在 2011 年 9 月明确提出对保障性住房项目建设，中央应继续增加资金补助，地方增加财政性资金投入，加大省级统筹力度；对于公共预算支出安排不足的地区，提高土地出让收益和地方政府债券资金安排比重；通过规范和利用企业债券融资，专项用于公租房等建设；在加强管理、防范风险的基础上，允许银行业金融机构向实行公司化运作并符合信贷条件的公租房项目直接发放贷款，也可向符合条件的地方政府融资平台公司发放贷款；确保用地供应，落实好税费减免政策，引导企业、其他机构参与

建设运营，多渠道增加公租房供应；公租房项目可以规划建设配套商业服务设施，统一管理经营，以实现资金平衡等相关措施，同时进一步加强保障性住房项目的资金投入力度。

由于保障房的性质决定了其公益性远大于盈利性，投入的资金很难有足够的预期收益来保证，纯粹商业化的运作模式较难适用。所以，在此情况下，国有房地产企业与城投类企业被更多地被赋予保障房建设主力军的责任，而当地政府的财政实力以及企业所开发的保障性住房项目类型将对其生产经营及资金的运转产生重大的影响。

2008-2012年，我国新建各类保障性住房1800多万套，其中2012年全年，我国基本建成保障性住房601万套，开工建设781万套。保障性安居财政支出人民币3800.43亿元，较上年增长13.7%。2013年，我国保障性住房建设目标为基本建成470万套、新开工630万套。目前，我国保障房项目建设资金来源将会更多地纳入公共财政，从而在一定程度上降低参建企业的资金压力，同时加快城镇化健身的背景下，通过稳定的资金来源安排，进一步增强保障房项目投资建设力度。此外，保障性住房项目建设过程中，配套设施的建设工作将被摆在更加突出的位置，从而促进保障房整体品质的提升。

房地产作为兼具投资属性和消费属性的商品，政策环境变动带来的系统性风险始终是决定行业整体发展的重要因素，近年来国内房地产行业政策的密集变化已经使得整个行业发展经历了巨幅波动，其中金融政策环境的变化尤为重要。

**在全行业快速发展的大环境下，天津市房地产行业多年来也呈现出持续增长的趋势。其相对平稳的市场波动，使当地房地产企业在行业调控中受到的影响相对较小。**

2001年以来，随着全国房地产行业的快速发展，天津市房地产行业每年完成投资总额也呈现出持续增长的趋势。2012年度天津市地区房地产投资总额上升至1260.00亿元，同期房屋施工、竣工面积分别为11732.09万平方米和2726.04万平方米。在商品房市场方面，2012年度天津市商品房销售面积为1661.69万平方米，同比增长4.2%销售额1365.53亿元，下降2.1%。

天津市作为我国四大直辖市之一，与其它直辖市相比，其商品房市场受行业调控政策影响产生的波动相对较小。2011年期间，北京、上海和重庆的商品房新开工面积同比增幅分别为42.76%、22.95%和



8.11%，而同期天津市增幅为 13.18%；同期北京和上海商品房销售面积降幅为 12.22%和 13.11%，天津市商品房销售面积同比上升 5.29%，开工及销售面积保持相对同步的增长。2012 年期间，北京、上海的商品房销售面积增幅分别达到 35.08%和 5.98%，与 2011 年相比均出现较大增幅；而同期天津市商品房销售面积同比上升 4.23%，与北京和上海两大直辖市相比波动较小。这种相对平稳的市场波动，使部分商品房项目集中在天津市地区的当地房地产开发企业在最近一轮的行业调控中受到的影响相对有限。

**由于纯粹商业化的运作模式较难适用于保障性住房项目的建设，因此天津市逐步形成了以政府主导、由国有控股公司负责保障性住房项目投资建设的模式。**

天津市较为重视保障性住房项目的建设，并在全国率先颁布了 2008 年至 2012 年住房保障 5 年发展规划。“十一五”期间，天津保障房新开工面积累计达到 33.5 万套、2450 万平方米，政府供应土地 962 公顷，保障房的建设量达到全市住宅建设量的 30%左右，有效改善了天津市的住房供应结构。而根据已经起草的天津市“十二五”住房保障规划，天津市还将新增保障房 44 万套，需提供土地约 1481 公顷。

目前天津市的保障性住房项目主要以经济适用房（以下简称“经适房”）、限价商品房（以下简称“限价房”）、公共租赁房（含廉租房，以下简称“公租房”）三种类型为主。“十二五”期间，天津市计划完成新建 44 万套保障房的任务，其中经济适用住房 445 万平方米、7 万套，限价商品房 1845 万平方米、22 万套，公租房 675 万平方米、15 万套，其中市内六区和环城四区主城区范围内公租房 450 万平方米、10 万套。

在三种类型的保障性住房项目中，公租房是解决经济收入中等偏下家庭住房困难问题的保障性住房，以对外出租形式为主，房屋产权归天津市政府领导的专门实施公租房租赁管理工作的机构或国有控股公司所有；经适房则主要用于普通拆迁家庭定向安置的政策性保障住房，根据天津市人民政府下发的《天津市经济适用住房管理办法》向符合条件的拆迁居民定向销售。上述类型的保障房一般由天津市政府指定专门负责保障性住房项目实施的国有控股公司，从事项目前期的资金筹集、动拆迁补偿、土地整理和项目施工管理等各方面工作，并在当地具备保障性住房项目施工资质的建设单位中以招投标方式确定施工企业。限价房是以公开出让方式确定开发建设单位投资建设的普通商品住房，以低价出售方式为主，其销售价格一般比周边地段商品房价格低 15-20%，由

天津市政府按事先约定的规则（例如限套型、限房价、竞地价等），以公开出让方式确定开发建设单位。

保障性住房项目资金和土地能否及时到位是项目能否顺利开展的重要因素。对于公租房及经适房项目，天津市政府往往通过对负责保障性住房项目实施的国有控股公司直接注资、由政府牵头组织银行实施商业银团贷款两种方式来解决项目资金筹集问题，而对于限价房项目则由中标企业负责项目资金的筹集。由于负责限价房项目实施的企业往往是当地与天津市政府具有多年项目合作关系的国有房地产开发企业，因此在项目资金的筹集方面容易获得政府和银行支持。在土地方面，由于近年来天津市土地储备较为充足，在保障性住房项目立项之际相关土地即已经以净地形式到位，建设单位在获得项目证照之后，即可开始施工建设，因此较少发生因土地拆迁问题而导致保障性住房项目受到严重影响的情况。

图表 1. 2010-2012 年天津市财政收支状况（单位：亿元）

	2010 年	2011 年	2012 年
全市地方一般预算收入	1068.81	1454.87	1760.00
同比增长	30.03%	36.12%	20.97%
全市地方一般预算支出	1351.30	1755.86	2112.20
同比增长	23.04%	29.94%	20.29%
市级政府性基金收入	909.98	939.10	948.30
同比增长	134.17%	3.20%	0.98%
市级政府性基金支出	793.20	956.60	1035.00
同比增长	133.29%	20.60%	8.20%

资料来源：天津市财政局。

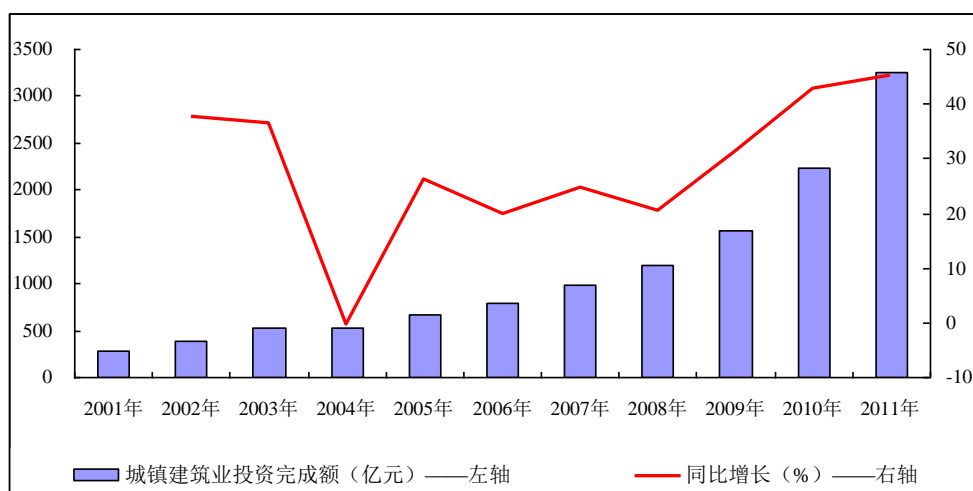
此外，天津市良好的财政实力保证了天津市政府有能力通过直接注资和财政拨款等方法支持并推动当地保障性住房项目的持续开展。天津市一般预算收入连续多年保持增长，2012 年全市地方一般预算收入 1760 亿元，完成预算 105.2%，比上年增长 20.97%；一般预算总财力 2253.8 亿元，比上年增长 15.31%；一般预算支出 2112.2 亿元，较上年增长 20.29%。

## 2、建筑施工行业

近年来我国城镇化进程的加快，有效带动了国内城镇建筑业的发展。但国内建材价格波动较大，对建筑企业的盈利产生一定的影响。国内对钢铁和水泥等行业落后产能的淘汰、石油价格上涨等因素均加大了建材价格阶段性的价格波动，从而使建筑施工企业在成本控制方面面临一定的困难。

近年来我国经济持续增长，城市化进程每年保持 1.5-2.2% 的速度快速增长，到 2011 年底我国的城市化水平首次超过了 50%，城市人口数量首次超过了农村人口数量。城市化进程的推动带动了建筑工业的发展，2006-2011 年期间，我国城镇建筑业投资额持续增加，2011 年末达到了 3253 亿元，比上年增长了 42.90%，年均复合增长率达到 26.70%。根据“十二五”规划和政府各类投资计划，未来城市化进程和新农村建设仍然是我国长时期的发展主线。大量农村人口转为城市居民意味着需要进行包括城镇住宅、城市商业、市政交通、环保等在内的大量基础设施建设，将为建筑施工行业带来更广阔的发展空间。

图表 2. 2001-2011 年我国城镇建筑业完成投资额情况



数据来源：Wind 资讯

近年来我国建材价格波动较大，虽然钢材、水泥等主要工程材料一般全部或部分由项目业主提供或指定供应商，且建筑企业可能在建材价格超过一定幅度后，获得部分补偿（合同约定），但其成本仍会受到一定的影响。国内钢铁行业和水泥行业的产能过剩问题<sup>3</sup>可在一定程度上抑制相关产品价格的上涨。然而，钢材及水泥的价格受上游原材料价格的影响更大，铁矿石长协定价机制向季度定价的转变将加剧原材料价格的波动。

2012 年初以来，建材价格出现一定程度的波动，加大了建筑企业的经营压力。淘汰落后产能、限制高耗能行业扩张、电力供应紧缺和固定资产投资继续快速增长等诸多因素将使我国建材供需趋紧，从而加大

<sup>3</sup> 2010 年 4 月 6 日，国务院正式下发《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》淘汰钢铁、水泥等行业的落后产能。根据工信部公布的数据，2010 年全国共淘汰炼铁产能 3525 万吨，炼钢产能 876 万吨，水泥产能 10728 万吨。2011 年上述三种产品的落后产能淘汰目标分别为 2653 万吨、2627 万吨和 13355 万吨。

建材价格的上行压力。建筑原材料价格的阶段性波动使我国建筑施工企业的经营稳定性受到一定影响，在生产经营成本控制和成本转嫁方面面临一定的困难。

图表 3. 我国钢材综合价格指数走势



资料来源：Wind 资讯，周数据区间为 2006 年 2 月~2012 年 1 月，1994 年 4 月=100。

### 三、公司自身素质

#### (一) 公司产权状况

截至 2012 年 12 月末，该公司注册资本 10 亿元，天津市国资委持有公司所有股权，为公司实际控制人。

截至 2012 年末，该公司合并口径下拥有二级子公司 36 家，业务覆盖了从房地产投资开发、科研、设计到新型建材生产、住宅部品制造、工程施工、装饰装修和房屋销售、物业管理等以住宅为最终产品的开发、建设、管理、服务全过程，从而形成了完整的住宅产业链。公司产权状况详见附录一。

#### (二) 公司法人治理结构

该公司根据相关法律法规要求及自身经营管理的需要建立了较为完善的内控制度体系和组织结构，经营管理较为规范。公司高管团队成员在公司任职多年，从业经验丰富，并能严格执行公司年度计划和发展战略。

该公司系按照《公司法》及《公司章程》等相关法律、法规及规范性文件要求进行管理和运作的有限责任公司，与控股股东之间在业务、资产、财务、机构及人员方面基本保持了应有的独立性，拥有独立业务体系和完整的财务核算体系，对所属资产拥有完整的控制支配权。

该公司高层管理人员专业结构涵盖了管理、工程建筑、金融等多个领域，并均在上述行业领域服务多年，具备较为丰富的经营管理、工程建筑方面的经验，对公司历年经营发展情况也较为了解，有利于公司保持长期平稳的经营运作。

### （三）公司管理水平

**该公司根据相关法律法规要求及自身经营管理的需要建立了较为完善的内控制度体系和组织结构，经营管理较为规范。**

该公司根据自身管理和工作需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常管理的需要。公司组织架构详见附录二。

该公司结合自身工作管理的需要，在企业发展战略、财务管理、内部资金支用等方面实行了较为规范的制度化管理。上述管理制度的建立满足了公司各职能部门有序地开展相关工作的需要。

在企业发展战略方面，该公司根据宏观环境的变化以及上级主管单位的任务要求，结合自身经营情况的发展，合理制定公司在销售管理、项目投资、施工建设、品牌经营等各方面发展目标和实施计划，使公司整体处于有序可控的发展轨道上。

在财务管理方面，该公司制定了内部财务管理制度，规范了日常财务会计制度的执行、凭证账册的制作保管、财务报表的审核编制等工作流程。在相关项目的投资论证及可行性分析过程中，确定了财务部门的监督、建议、建档以及管理等工作职责。在资金管理方面，公司明确了内部现金支用管理方式，确立了相关财务报告、资金监管等工作方案，以防止不规范现金支用现象的发生。

在对外担保方面，该公司明确规定了银行借款、发行债券等担保管理事项，严格控制所属子公司之间的互保行为，制定了担保申请细则和实施流程。

在投资管理方面，该公司对公司及下属子公司的产权投资、固定资产投资和金融资产投资等行为权限有严格划分，并对投资行为的计划、进程、完成报告和事后效果等进行全过程监控，以有效降低公司的投资管理风险。另外，公司所有对外投资事项的实施均受到上级主管部门的监督管理，也进一步降低了公司对外投资决策的管理风险。

此外，该公司在营销策划、工程质量监督等方面均制定了较为严格

的管理制度，公司整体内部管理体系较好地适应了企业当前阶段的发展需要，一定程度上保证了公司的稳定经营。

#### （四）公司经营状况

该公司作为天津市建设系统国有大型骨干企业，承担了大部分限价房项目的投资建设任务，在天津市住房建设领域具有一定的重要性。公司积极参与限价房项目的投资建设，为公司带来较好的营业收入和较为可靠的现金回笼。公司在实施住宅产业化发展战略过程中，虽然逐步形成了多元化经营格局，但是由于施工建设、建筑材料生产和销售方面毛利率较低，从而削弱了多元化经营的风险分散能力和整体的盈利能力。

该公司以住宅产业化为发展战略，拥有房地产开发经营、新型建材与住宅部品制造、建筑施工、科技与服务四大产业板块。目前公司承担天津市部分保障性住房项目的投资建设。2010-2012 年营业收入分别为 70.45 亿元、120.26 亿元和 178.99 亿元，主要来自于房地产开发、建筑材料生产和销售和施工建设收入。上述期间，公司房地产销售收入分别为 24.68 亿元、21.38 亿元和 42.74 亿元，占营业收入比重分别为 35.03%、17.78%和 23.88%。而施工建设收入占比 2010 年为 38.65%，2011 年为 45.84%，2012 年为 36.11%，均在 35%以上，建筑材料销售则由 2010 年的 23.24%上升至 2012 年的 38.33%。营业收入结构的变化显示公司近年来多元化经营策略初具成效。

图表 4. 公司营业收入情况，单位（万元）

	2010 年度		2011 年度		2012 年度	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
主营业务收入	703,642.77	99.88%	1,200,613.02	99.83%	1,785,072.21	99.73%
房地产开发	246,761.40	35.03%	213,846.30	17.78%	427,357.67	23.88%
建筑施工	272,301.19	38.65%	551,336.03	45.84%	646,446.95	36.12%
新型建材生产和销售	163,674.62	23.23%	412,725.92	34.32%	685,983.32	38.32%
科技服务	20,905.56	2.97%	22,704.77	1.89%	25,284.27	1.41%
其他业务收入	864.50	0.12%	1,992.23	0.17%	4,855.69	0.27%
合计	704,507.27	100.00%	1,202,605.25	100.00%	1,789,927.90	100.00%

注：根据天津住宅集团提供的数据整理，其中主营业务分类分别对应 2010-2012 年度审计报告中主营业务项下开发企业、施工企业、建材企业和服务企业收入分类。

## 1、房地产开发

在房地产开发方面，该公司是天津市建设系统国有大型骨干企业，开发建设了一大批在天津具有影响力的大型住宅小区、公共建设项目及全市重点工程，并积极投入天津市保障性住房的开发建设，承担了天津市保障性住房中限价房 60% 以上的建设任务，是天津市限价房的主要投资建设企业。

截至 2012 年末，该公司累计实现开发建设保障性住房项目建筑面积 1500 余万平方米。此外，公司还负责国家住建部授予试点的国家康居示范工程及绿色低碳示范工程的住宅项目的建设任务。

图表 5. 天津住宅集团房地产开发情况（单位：亿元、万平方米）

	完成投资	施工面积	开工面积	竣工面积	完成销售面积	合同销售金额
2010 年	25.02	128.48	56.03	60.89	45.35	17.66
2011 年	37.80	212.64	144.44	22.66	51.03	42.42
2012 年	30.85	348.88	190.21	7.72	19.03	21.09
2013 年 1-6 月	22.36	353.7	12.54	13.25	21.76	27.32

资料来源：天津住宅集团。

2010-2013 年 6 月末，该公司累计完成项目总投资约 116 亿元，其中公司 2013 年上半年新开工面积为 12.54 万平方米，完成项目投资 22.36 亿元，完成销售面积 21.76 万平方米，实现销售现金回笼 27.32 亿元。

从地理分散度来看，虽然多年来该公司一直立足于天津市及周边地区，项目的地理分布较为集中，但是在另一方面，公司在天津市住宅建设体系中具有一定的重要性，因此从业务定位上，公司在短期内将继续延续目前以天津市为主的市场开发策略。

从产品分散度来看，目前该公司所开发的房地产项目主要以限价房为主。该类型的住房集保障性住房和商品房性质于一体，即在价格上具有保障性住房的特点，低于市场销售价格；在项目运作方面具有商品房的特点，达到一定预售条件即可向市场销售，通过市场化运作来回笼资金；而在销售对象的确定方面，购房者需要达到政府规定的申购条件<sup>4</sup>。

在项目的实际操作过程中，由于限价房销售由物价局专门核定，不得随意变更，因此项目整体的盈利性受到一定限制。但由于该项目在完

<sup>4</sup> 根据天津市限价商品房的申购方法，申请人必须具有天津市市内六区、环城四区、滨海新区范围内非农业户籍；家庭上年人均收入低于 3 万元；家庭住房建筑面积不超过 60 平方米；家庭人口原则上在 2 人（含）以上。

成桩基工程，施工主体达到正负零即可以实施预售，因此项目整体的现金回款较普通商品房更为快速，资金成本相对较低。此外，项目的销售款项通过专门资金收款账户统一核算管理，且目前天津市符合购房需求的购房者数量比较多，加上与周边商品房相比限价房具有一定的价格优势，因此此类保障性住房的销售情况相对较好。在项目后继开发方面，该公司将逐渐增加限价房项目的开发力度。

**图表 6. 限价房项目每年的销售情况**

	2010 年	2011 年	2012 年
销售现金回笼（亿元）	16.82	27.52	10.26
销售面积（万平方米）	35.86	45.26	11.86

资料来源：天津住宅集团。

在项目的资金投资计划安排方面，该公司将结合自身现金储备和外部融资来满足在建及拟建项目的投资支出。其中 2012 年公司计划外部融资 49 亿元，最终全年实现银行融资 78 亿元，加上自身现金储备，基本满足了 2012 年度项目的投资支出需求。

**图表 7. 2013 年 6 月末天津住宅集团项目开发情况（单位：亿元、万平方米）**

	项目性质	计划投资额	已完成投资	总建筑面积	在建面积	储备项目	剩余工期（年）
华城佳苑	限价房	28.24	20.22	65.19	65.19	—	2
盛和丽园和盛和嘉园 <sup>5</sup>		24.64	16.28	43.75	28.33	15.42	4
华城秋苑		8.05	7.06	13.25	13.17	—	1
雪莲路项目		8.50	0.90	11.22	—	11.22	—
双青限价房		89.15	30.65	138.77	33.43	105.34	2
密云路项目		31.00	1.57	24.31	—	24.31	—
<b>小计</b>		—	<b>189.58</b>	<b>76.68</b>	<b>296.49</b>	<b>140.12</b>	<b>156.29</b>
万华里二期	商品房	9.94	7.88	17.10	16.43	—	3
帝景四、五期		3.20	3.74	13.50	9.14	4.36	—
华城馨苑		9.80	2.92	17.33	17.33	—	1
梅江川水园		22.58	12.33	16.51	16.22	—	2
睦华里		9.59	6.78	13.52	13.52	—	—
乳山银滩项目		16.00	1.20	39.23	—	39.23	—
威海半月湾		5.00	1.40	4.26	—	4.26	—
西安紫竹苑项目		12.06	1.37	35.66	—	35.66	—
<b>小计</b>		—	<b>88.17</b>	<b>37.62</b>	<b>157.11</b>	<b>72.64</b>	<b>83.51</b>
棉三创意综合体	商业	27.56	11.25	22.3	12.543	9.757	
<b>合计</b>		<b>305.31</b>	<b>125.55</b>	<b>475.9</b>	<b>225.303</b>	<b>249.557</b>	

资料来源：天津住宅集团

<sup>5</sup> 即津西青泰（挂）2010-195 地块（即盛和丽园和盛和嘉园）限价商品房项目。



在业务竞争力方面，该公司积极承担了天津市保障性住房项目的建设任务，在相关领域保持了较强的市场竞争能力。在现阶段，保障性住房建设任务为各地政府较为重要的政治任务，因此公司无论从业务规模还是从盈利收入方面较其他房地产开发企业而言能够得到一定程度的保证，抵御目前因宏观调控而导致的行业波动能力较强。在限价房项目的住房需求方面，据预测截至 2012 年末，未来“十二五”期间天津市限价房需求约为 16.80 万套，与公司未来限价房套数保有量之间有较大空间，从而在一定程度上降低了公司限价房项目的市场风险。

**图表 8. 截至 2012 年天津市限价房预计需求量和公司保有量 (单位: 万套)**

未来天津市限价房预计的需求量	16.80
公司尚未实现销售，但在建的限价房数量	1.95
未来公司预计投资建设的限价房建设量	5.85

资料来源：天津住宅集团

在现金储备量方面，该公司 2010-2012 年货币资金存货比<sup>6</sup>分别为 0.25 倍、0.20 倍和 0.21 倍；而现金支出比<sup>7</sup>分别为 0.26 倍、0.15 倍和 0.15 倍，公司现金储备有所不足，具有一定的融资需求。考虑到公司自身性质为国有控股公司，且在体系内具有一定重要性，所从事的建设项目又是当前建设任务较为紧迫的保障性住房，因此公司的融资渠道相对较为畅通，较易获得外部资金的支持来缓解自身压力。

在土地储备方面，截至 2013 年 6 月末该公司拥有储备项目规划建筑面积约 249.557 万平方米，根据公司 3 年平均新开工面积测算，目前土地储备规模将能满足公司 2-3 年的项目开发需要。此外，公司作为天津市仅有的几家从事限价房开发建设的国有控股公司，其限价房项目的土地获取基本通过天津市政府规划并通过招拍挂土地出让流程获取。根据业务开展规划，公司在未来将主要针对限价房项目实施项目储备计划。

**图表 9. 天津住宅集团土地投资计划 (单位: 万元、万平方米)**

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 (拟)
商品房项目土地投资支出	23,026.00	630.00	—	103,000.00
商品房项目土地储备增加	6.18	—	—	3.90
限价房项目土地投资支出	33,447.00	211,400.00	76,445.00	173,155.50
限价房项目土地储备增加	8.85	53.74	—	41.20

资料来源：天津住宅集团。

6 现金存货比=货币资金/存货类资产，其中：存货类资产=预付款项+其他应收款+存货

7 现金支出比=货币资金/购买商品、接受劳务支付的现金

在投资性房地产方面，该公司拥有部分具有一定历史价值的房屋建筑，并且公司每年能通过上述物业的对外租赁获得稳定的租金收入。2010-2013年6月租金收入分别为3504.67万元、3528.52万元、4102.56万元和2067.31万元，每年的出租率均保持在较高水平。

**图表 10. 天津住宅集团租赁收入情况 (单位: 万平方米、万元)**

	可租面积	已租面积	租金收入	出租率
2010年	19.22	19.04	3,504.67	99.06%
2011年	19.66	19.53	3,528.52	99.34%
2012年	18.74	18.54	4102.56	98.83%
2013年1-6月	18.84	18.76	2067.31	99.58%

资料来源：天津住宅集团。

总体来看，目前该公司房地产开发的业务类型主要集中于保障性住房中的限价商品房，项目也主要集中在天津市范围内。不过，由于公司在天津市的住宅建设体系内具有一定的重要性，作为主要的国有控股企业，公司承担了天津市大部分的限价商品房项目的建设任务，这也在一定程度上奠定了公司在天津市住宅开发领域，特别是保障性住房项目开发领域的市场地位。

## 2、建筑材料生产与销售

2010-2012年度，该公司建材销售收入分别为16.37亿元、41.27亿元和68.60亿元，销售额增长速度显著加快，并逐步成为公司主要的营业收入来源。

在建筑材料销售方面，该公司主要销售自主生产的建筑材料和钢材。其中由于近几年来价格的攀升，公司在钢材方面的销售规模较大，约占建筑材料销售额的95%左右，2010-2012年钢材贸易额分别为15.85亿元、40.25亿元和62.68亿元。

在建筑材料生产方面，该公司采用节能环保绿色低碳技术和工艺，自主研发并生产了砂加气混凝土以及与之配套的特种干粉砂浆石膏粉体等新型建材产品。目前，公司共有三条砂加气混凝土生产线和一条石膏粉体生产线。其中，滨海新区第二新型节能建材基地建成投产，使公司拥有了全国规模最大、技术设备先进、配套技术完善的节能环保墙体材料生产基地。截至2012年末，公司具备砂加气混凝土产能100万立方米、特种干粉砂浆石膏粉体产能50万吨，公司砂加气混凝土产品的产能100万立方米。

图表 11. 天津住宅集团新型建筑材料产能情况

品种	产量	生产状况	备注
砂加气混凝土生产线	40 万立方米	已投产	2008 年正式投产
砂加气混凝土生产线	60 万立方米	已投产	滨海新区第二新型节能建材基地 2012 年 3 月投产
砂加气混凝土生产线	60 万立方米	在建	武清建材基地
特种干粉砂浆石膏粉体 生产线	50 万吨	已投产	2008 年正式投产

资料来源：天津住宅集团

在市场占有率方面，截至目前，我国全国范围内砂加气混凝土及相关产品的总产能约 800 万立方米，公司上述产品生产线全部完成投产后产能将达到 160 万立方米，其生产规模为全国之最，生产技术和产品质量均处于全国前列。凭借在生产工艺和产品质量方面的优势，公司上述节能建筑材料占到全国 20% 的市场，而在此同时，公司也已开始逐步开拓海外市场，目前相关产品已远销俄罗斯、新西兰等国家。

图表 12. 天津住宅集团节能材料销售情况（单位：万立方米）

	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年 1-6 月
节能建筑材料产量	21.19	32.60	31.61	23.99
节能建筑材料销售量	16.57	29.29	22.97	23.51
其中：集团外企业采购量	15.33	26.54	19.52	21.97
产销率	78.20%	89.85%	70.52%	98%
对外销售量占比	92.52%	90.61%	85%	93.44%

资料来源：天津住宅集团。

在节能材料销售方面，该公司主要以对外销售为主，从销售量方面看 2013 年上半年外销占比达到了 93.44%。公司砂加气混凝土制品、综合粉体材料较好地满足了天津市范围内天津西站、梅江会展中心、海河剧院、文化中心、空港直升机基地、于家堡金融区、天津地铁 3 号线、中新生态城等 30 多个市级重点工程、大项目及高附加值工程的建设需要。

该公司节能材料的销售毛利率较高，达到 25%，不过由于钢材贸易的毛利率较低，因此摊薄了该板块业务的整体毛利率水平。公司钢材贸易主要以螺纹钢和线材产品为主，并主要通过天津冶金集团下属钢材生产企业采购，与下游客户之间主要采取现金结算。

### 3、建筑施工

该公司在承担住宅项目开发的同时，还具备较强的项目施工能力，拥有房屋建筑工程施工总承包一级资质。2010-2012 年度，公司施工建

设收入分别为 27.23 亿元、55.13 亿元和 64.64 亿元。公司自身所具备的施工建设能力不仅为其提供了一定规模的营业收入，同时也在一定程度上推动了公司经营的多元化和住宅产业化模式发展的完善。此外，由于公司还承担了大量的天津市政府重点工程项目及集团外部保障房中的公租房、限价房等施工任务，因此近年来建筑施工业务收入增长显著。

2012 年，该公司全年实现中标工程 43 项，中标面积 296.97 万平方米，同比增长 56%；全年累计建筑施工面积 436.13 万平方米，完成年计划 109%。在公司负责的施工项目中，包括了庆王府、文化中心大剧院、西站交通枢纽、地铁 2、3 号线车站等装饰及幕墙工程，相关工程先后获得了一系列国家级和市级奖项。其中公司参建的梅江会展中心和君隆广场酒店装饰工程分别荣获中国建设工程鲁班奖和国家优质工程奖。在公司自行投资项目的建设方面，下属企业与外部施工单位共同参与项目的招投标，通过市场化运作来保证相关工程的施工质量和项目监管。

在原料采购方面，商品混凝土、水泥、钢材和节能建筑材料为该公司主要的施工建设材料。在上述材料的采购成本中（其他成本占比总和为 20-30%）钢材占比最高，超过 70%；商品混凝土占比基本在 20% 左右，因此公司在施工过程中对钢材和水泥的价格变动具有较高的敏感性。对此，公司在施工项目合同的签订过程中，基本采用按造价信息实时调整，以平抑部分因原材料价格大幅波动而引起的成本上升。2012 年末，建筑施工企业当年施工面积超过 436.13 万平方米，与此同时公司还新承揽了 269.97 万平方米的工程施工量，同比增长 56%。

由于施工建设行业竞争过于激烈，该公司毛利率水平相对较低，2010-2012 年分别为 3.33%、3.84% 和 4.61%，并且在一定程度上低于行业水平，这主要是公司主动采取的低价竞争市场策略所致。

#### 4、科技服务

该公司在加快建立住宅产业化发展、建立天津住宅集团国家住宅产业化基地的过程中，不断投入资金完善旗下建筑房屋鉴定设计院（简称“鉴定设计院”）等技术研发单位的建设，并成立了住宅科学研究院有限公司（简称“住研院”），其中，鉴定设计院是天津市著名设计院；住研院所属住宅科研所是天津市唯一从事住宅科研的机构。公司逐步将上述子公司提供的设计勘察服务产业化，并取得一批科研成果。其中公司自主研发的低密度、高性能加气保温防火墙体材料已申请两项国家专利。为适应建筑节能、环境检测以及其他住宅行业相关的技术鉴定市场

需求，公司还成立了一系列实验室，扩大了检测业务范围，在提供了有效技术服务的同时，为公司带来了一定规模的科技服务收入。

截至 2012 年末，该公司拥有住宅科研、设计、鉴定检测、建筑节能与环境检测、物业管理、电梯、广告等 36 家子公司。公司形成了由两院、三个中心和三个实验基地组成的科研基地。此外，公司还承担着天津市 900 多万平方米的住宅小区物业管理，其子公司天津华夏物业管理发展有限公司是天津市规模最大的物业管理公司。

2010-2012 年度，该公司科技服务收入分别为 2.09 亿元、2.27 亿元和 2.53 亿元。该业务板块所带动的业务收入虽然规模较小，但已经成为公司实施住宅产业化发展战略中不可或缺的一环，对提升公司施工工艺、加快建筑环保材料研发起到了一定的作用，从而成为公司 4 大主营业务之一。随着公司进一步实施住宅产业化发展，该板块业务的收入规模将会进一步提升，并带动其他板块的发展，加强公司内在的业务竞争能力。

#### （五）公司财务质量

华寅五洲联合会计师事务所对该公司的 2010 年至 2012 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）。

截至 2012 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 213.12 亿元，所有者权益为 48.51 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 44.26 亿元）；全年实现营业收入 178.99 亿元，实现净利润 7.57 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 6.71 亿元）

近年来，该公司融资规模较大，资产负债率保持在较高水平。虽然公司营业收入保持稳定增长，但建筑材料生产销售和施工建设业务领域过低的毛利率使得公司整体盈利能力下降，经营性现金净流入受下游需求影响亦有一定的波动。

#### （六）公司抗风险能力

**该公司作为拥有多年的房地产开发行业经验的国有企业，在发展过程中逐步形成了多元化的经营格局，其国资背景和保障性住房项目的实施使公司在应对行业波动和市场风险方面得到了一定的有利保障。**

该公司作为天津市建设系统国有大型骨干企业，拥有十多年的行业经营经验，在发展过程中经受了多次行业波动的考验，形成了相对稳健

的经营管理文化和一定的行业知名度。高级管理层行业经验丰富，拥有丰富的项目开发和建筑施工领域的管理经验，能有效增加公司抗风险的能力，提升公司内在竞争能力。

该公司是天津市主要的限价商品房项目投资建设企业。而限价房项目的预售节点早于商品房项目，因此项目整体的现金回款较普通商品房更为快速，资金成本相对较低，现金回笼能力较强，使公司无论从业务规模还是从盈利收入方面较其他房地产开发企业而言能够得到一定程度的保证，抵御目前因宏观调控而导致的行业波动能力较强。

该公司作为天津市国资委全额控股的国有企业，近年来在发展过程中，在制度建设、管控模式和发展战略等方面严格按照上级主管单位的相关要求执行，在天津市建设领域重大项目的参与方面，公司将获得更多的市场机会。

近年来该公司始终将建立完善住宅产业化发展模式作为战略发展方向，并在此框架中先后形成了房地产开发、施工建设、新型环保材料研制销售和科技服务 4 大业务板块。各业务板块在行业定位上不仅能起到相辅相成的互补作用，而且还形成了相对较为稳定的多元化经营格局，使公司能够降低行业波动所带来的影响。不过需要注意的是，公司在建筑材料生产销售和施工建设板块的盈利能力较低，因此在一定程度上降低了多元化经营格局所带来的风险分散效应。

## 四、公司盈利能力及偿债能力

### （一）公司盈利能力

该公司实行多元化经营，营业收入规模逐年增加，为自身发展奠定了一定的基础。但是公司在建筑材料生产销售和施工建设业务领域的毛利率过低，摊薄了整体的盈利水平，从而对公司保持稳定的营业利润带来一定的不确定性。

该公司营业收入主要来自于房地产开发、建筑材料销售和施工建设收入，2010-2012 年房地产开发收入占营业收入比重分别为 35.03%、17.78% 和 23.88%。而施工建设收入占比分别为 38.65%、45.84% 和 36.11%，建筑材料销售则由 2010 年的 23.24% 上升至 2012 年的 38.33%，公司营业收入较为多元化。

在毛利率方面，该公司房地产开发业务收入毛利率持续增长，

2010-2012 年度分别为 17.66%、20.49%和 29.02%。而施工建设和建筑材料销售毛利率相对较低,在 2012 年度上述业务的毛利率分别为 4.61%和 1.21%。由于房地产业务毛利率持续上升,但业务收入占比有所下降,因此公司综合毛利率在 2011 年出现一定程度的下滑,2010-2012 年度综合毛利率分别为 9.30%、6.73%和 9.63%。虽然公司实行的多元化经营能够在一定程度上降低公司所面临的系统性风险,但是由于相关板块的毛利率水平较低,盈利能力较弱,公司整体的利润还是来自于房地产开发,从而降低了多元化经营所带来的风险分散效应。

2010-2012 年度该公司营业利润分别为 1.96 亿元、2.99 亿元和 10.43 亿元。上述期间公司实现净利润分别为 1.35 亿元、2.35 亿元和 7.57 亿元,公司盈利能力逐年增长。2010-2012 年度,公司的总资产报酬率分别为 2.44%和 2.91%和 6.07%,总体上保持增长。

**图表 13. 2010-2012 年天津住宅集团主要盈利指标 (单位: %)**

年度	2010 年度	2011 年度	2012 年度
综合毛利率	9.30	6.73	9.63
营业利润率	2.78	2.48	5.83
总资产报酬率	2.44	2.91	6.06
净资产收益率	14.02	14.77	21.55

注: 根据天津住宅集团 2010-2012 年度审计报告财务数据整理。

该公司 2010-2012 年度费用率<sup>8</sup>逐年降低,分别为 2.53%、2.01%和 1.97%,期间费用构成主要以管理费用为主。公司期间费用率的下降显示其在近几年的业务开展过程中,逐步降低了成本费用开支,有效增强了自身的营运效率。

## (二) 公司偿债能力

保障性住房项目开发规模的上升致使该公司融资规模逐步增长,提高了公司负债水平。公司未来一段时期内资产负债率将保持在高位,从而使其面临一定的偿债压力。

### 1. 债务分析

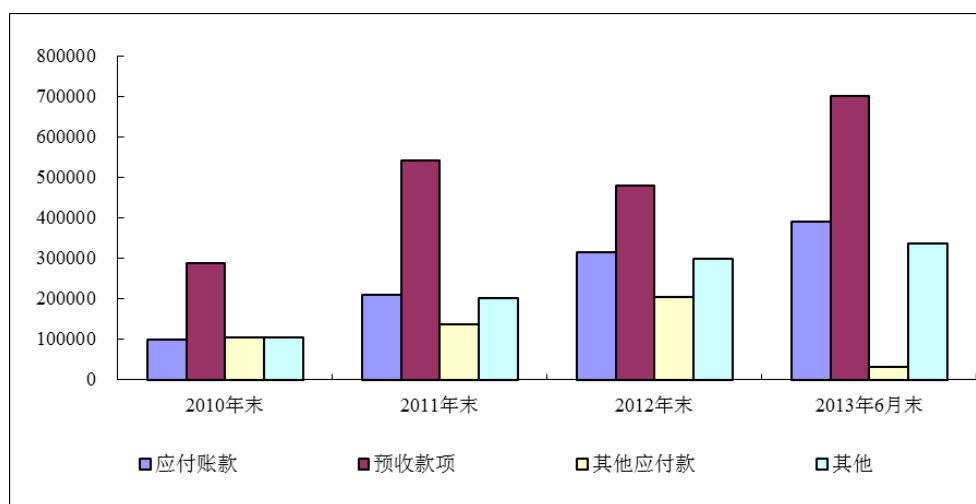
该公司 2010-2013 年 6 月末资产负债率有所下降,但始终维持在高位,分别为 87.99%、85.56%、77.24%和 78.80%。随着业务规模的扩大,

<sup>8</sup> 期间费用率= (管理费用+销售费用+财务费用) /营业收入

有息债务余额逐步上升，分别为 25.91 亿元、36.46 亿元、52.20 亿元和 61.15 亿元。在债务期限结构方面，公司债务主要以流动负债为主，2010-2013 年 6 月末公司流动负债占总负债规模比重分别为 78.59%、85.58%、78.61%和 79.95%，公司债务期限结构保持较为稳定，短期偿债压力相对较大。

该公司 2010-2013 年 6 月末流动负债规模分别为 59.57 亿元、108.96 亿元、129.40 亿元和 146.24 亿元，主要由应付账款、预收款项和其他应付款组成。其中 2010-2013 年 6 月末应付账款余额分别为 9.87 亿元、21.04 亿元、31.40 亿元和 39.15 亿元。2011 年末和 2012 年 9 月末应付账款较上年有较大幅度的上升，主要是随着保障性住房项目开工规模的扩大，应付工程款有所上升所致。2010-2013 年 6 月末预收款项分别为 28.89 亿元、54.14 亿元、47.84 亿元和 70.21 亿元，主要由预售房款构成。2011 年预收款项较上年有较大幅度增长，主要是当年保障性住房销售收入大幅增加所致。2010-2013 年 6 月末其他应付款分别为 10.37 亿元、13.68 亿元、20.36 亿元和 3.08 亿元，主要由应付土地整理中心款项、购房定金构成。

图表 14. 天津住宅集团流动负债构成 (单位: 万元)



注：根据天津住宅集团 2010-2012 年审计报告和 2013 年上半年财务数据整理绘制

该公司 2010-2013 年 6 月末非流动负债规模分别为 16.23 亿元、18.35 亿元、35.21 亿元和 36.68 亿元，主要由长期借款和递延所得税负债构成。其中长期借款占当期非流动负债的比重 98.28%、82.66%、66.99%和 73.51%。长期借款占比在 2012 年有所下降，主要是当年度公司投资性房地产评估增值并相应调增未分配利润后，增加了约 7 亿元的递延所得税负债所致。2013 年 6 月末公司递延所得税负债余额为 8.62 亿元。



## 1. 公司借款情况

该公司借款结构中，2010 年之前以抵押借款为主的长期借款占比较大，2011 年随着短期借款余额有所增加，而同期长期借款余额没有出现大幅上升，致使当年短期借款比重超过了长期借款。2010-2013 年 6 月末公司长短期借款总额分别为 22.35 亿元、30.99 亿元、40.04 亿元和 51.43 亿元，其中长期借款规模占比分别为 71.40%、48.95%、53.56% 和 52.42%。预计未来随着相关项目的开展，公司仍然将以长期借款为主，债务结构不会发生显著变化。

图表 15. 2010-2013 年 6 月末天津住宅集团借款分类 (单位: 万元)

	2010 年末	2011 年末	2012 年	2013 年 6 月末
短期借款	63,913.65	158,218.05	204,537.00	244,710.00
长期借款	159,545.00	151,706.00	235,862.61	269,595.00
<b>借款总额</b>	<b>223,458.65</b>	<b>309,924.05</b>	<b>440,399.61</b>	<b>514,305.00</b>

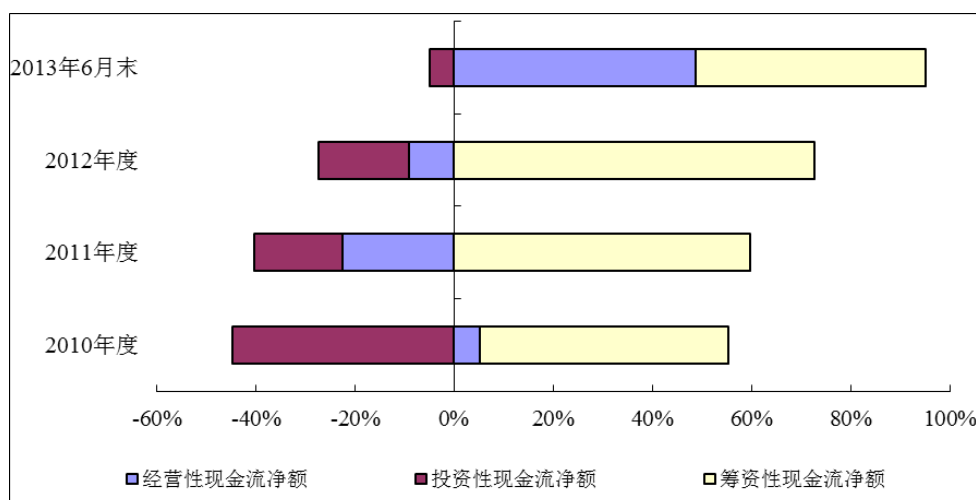
注：根据天津住宅集团 2010-2012 年度审计报告和 2013 年上半年财务数据整理。

## 2. 现金流分析

2010-2013 年 6 月末该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.00 亿元、-6.86 亿元、-1.09 亿元和 3.71 亿元，其中 2011 年经营活动现金流大幅净流出主要是当年公司为获得北辰双青新家园限价商品房项目而支出了 21 亿元土地款所致。随着相关项目逐步进入预售阶段，公司的主业现金回笼能力将逐步回升。

在经营性现金回笼能力方面，该公司经营性现金流入主要来源于房地产开发业务，该板块回笼资金基本占到当年度经营性现金金额的 60% 以上。而施工建设和建筑材料生产销售占比基本各占 15% 左右。因此公司房地产业务为主要的现金回笼产业，而公司实施的限价房项目由于在现金回笼方面较普通商品房项目具有一定的优势，因此近年来公司现金回笼能力能够得到一定的保障。

图表 16. 2010-2013 年 6 月末天津住宅集团现金流总体情况



注：根据天津住宅集团 2010-2012 年度审计报告和 2013 年上半年财务数据整理绘制。

2010-2013 年 6 月末该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -8.70 亿元、-5.39 亿元、-2.16 亿元和 -0.38 亿元，主要是近年来公司加大了节能环保建筑材料研发和其他技术研发投入所致。2010-2013 年 6 月末公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.73 亿元、18.17 亿元、8.41 亿元和 3.54 亿元。公司筹资资金主要来源于银行借款。

总体而言，该公司 2010-2013 年 6 月末现金及现金等价物净增加额分别是 2.03 亿元、5.92 亿元、5.16 亿元和 6.87 亿元，现金回笼能力保持较好。此外 2010-2012 年公司 EBITDA 规模分别为 2.28 亿元、3.73 亿元和 11.59 亿元，保持增长趋势。由于公司借款规模增长速度低于利润总额的增长速度，使 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力有所上升。

图表 17. 公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.29	2.30	4.48
EBITDA/刚性债务(倍)	0.11	0.12	0.26
经营性现金流净额(亿元)	1.00	-6.86	-1.09
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	1.66	-8.14	-0.92
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	1.34	-6.75	-0.75

注：根据天津住宅集团 2010-2012 年度审计报告财务数据整理。

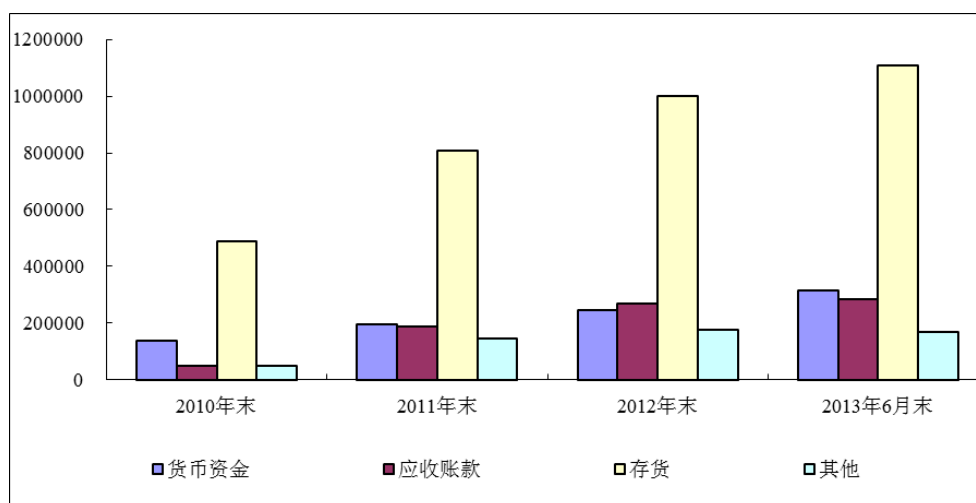
### 3. 资产质量分析

该公司近年来加快业务扩展步伐，资本实力有所增强。2010-2013 年 6 月末公司所有者权益合计分别为 10.35 亿元、21.49 亿元、48.51 亿

元和 49.21 亿元，公司资产规模也迅速扩大，资产总额分别为 86.15 亿元、148.81 亿元、213.12 亿元和 232.13 亿元。其中公司所有者权益在 2011 年有大幅增加主要是下属子公司天津梅江建设发展股份有限公司股份制改制过程中评估增值<sup>9</sup>所致。2012 年公司所有者权益出现较大幅度增长主要由于当年度公司投资性房地产评估增值约 28 亿元，并通过会计政策调整直接调增未分配利润所致。2012 年公司未分配利润为 26.64 亿元，较 2011 年增加 23.38 亿元，其中会计政策变更调增 18.79 亿元。

该公司资产以流动资产为主，2010-2013 年 6 月末流动资产规模分别为 72.59 亿元、133.75 亿元、169.05 亿元和 187.93 亿元，占同期资产规模的比重基本在 75-90%左右。流动资产主要由货币资金、存货和应收账款构成。2010-2013 年 6 月末货币资金分别为 13.59 亿元、19.51 亿元、24.67 亿元和 31.54 亿元，现金规模总体上保持增长，基本能保证公司现阶段运行需求。同期公司应收账款分别为 5.07 亿元、18.89 亿元、26.79 亿元和 28.42 亿元。2011 年公司应收账款规模增长幅度较大，主要是因施工企业承揽工程业务量增大，使应收工程款大幅增加所致。其中 2011 年末，公司应收施工工程款为 14.20 亿元，应收建材材料款为 4.29 亿元。

图表 18. 天津住宅集团流动资产构成 (单位: 万元)



注：根据天津住宅集团 2010-2012 年度审计报告和 2013 年上半年财务数据整理绘制

2010-2013 年 6 月末该公司存货规模分别为 48.85 亿元、80.67 亿元、

<sup>9</sup>天津梅江建设发展有限公司根据天津市国资委批复，于 2011 年实施股份制改制。根据[津洋评报字(2010)第 42 号]评估报告相关内容，梅江公司旗下位于河西区白云山路与绥江道交口的川水园地块(房地证津字第 103050800070 号,使用权类型为出让,占地面积为 78,106.3 平方米)使用权价值账面金额 21,200.9 万元，评估价值 86,953.9 万元，评估增值 65,753 万元于 2011 年 10 月份入账，评估结果于 2011 年 7 月 1 日在天津市人民政府国有资产监督管理委员会备案。

100.01 亿元和 110.98 亿元，为流动资产的主要构成项目。存货中以开发成本为主，基本占到同期存货规模的 80% 左右。

2010-2013 年 6 月末该公司非流动资产规模分别为 13.56 亿元、15.06 亿元、44.07 亿元和 44.20 亿元，主要由长期股权投资和固定资产构成。2010-2013 年 6 月末长期股权投资分别为 6.21 亿元、4.19 亿元、1.43 亿元和 1.23 亿元，主要是与其他公司联合投资的房地产开发公司和天津市下属的供热公司。固定资产主要房屋及建筑物，该类固定资产主要是公司成立之初由天津市房管局注入的资产，部分房屋资产为具有一定历史价值的天津市欧式建筑。目前此类建筑主要以划拨时的账面价值入账，还未能完全反应相关资产的实际公允价值。

### （三）外部支持

该公司作为天津市住宅建设体系中较为重要的国有企业，承担该市相当部分的保障性住房项目的建设，受到天津市政府的重视，在相关项目的开展过程中，能够得到天津市政府和相关职能机构的大力支持，方便公司对相关保障性住房项目的开发和建设。

在融资方面，该公司与天津市当地的各主要商业银行均建立了较好的业务关系，截至 2013 年 6 月末公司已获商业银行授信总额约 95 亿元。

## 五、公司过往债务履约情况

根据公开市场信息、人行征信系统信息、审计报告披露信息、该公司提供的各项信息显示，公司无往期债务违约情况出现，信用状况良好。

## 六、结论

该公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，工作管理规范，并制定了较为全面的内部管理制度。公司高管团队成员在公司任职多年，从业经验丰富，并能严格执行公司年度计划和发展战略。公司根据相关法律法规要求及自身经营管理的需要建立了较为完善的内控制度体系和组织结构，经营管理较为规范。

该公司作为天津市建设系统国有大型骨干企业，并且承担了大部分限价房项目的投资建设任务，在天津市住房建设领域具有一定的重要性。公司积极参与限价房项目的投资建设，为公司带来较好的营业收入

和较为可靠的现金回笼。公司在实施住宅产业化发展战略过程中，虽然逐步形成了多元化经营格局，但是由于施工建设、建筑材料生产和销售方面毛利率较低，从而削弱了多元化经营的风险分散能力和整体的盈利能力。

该公司作为拥有多年的房地产开发行业经验的国有企业，在发展过程中逐步形成了多元化的经营格局，其国资背景和保障性住房项目的实施使公司在应对行业波动和市场风险方面得到了一定的有利保障。

该公司实行多元化经营，营业收入规模逐年增加，为自身发展奠定了一定的基础。但是公司在建筑材料生产销售和施工建设业务领域的毛利率过低，摊薄了整体的盈利水平，从而对公司保持稳定的营业利润带来一定的不确定性。

## 跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期至天津住宅建设发展集团有限公司 2014 年度第一期中期票据本息的约定偿付日止内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映发行人的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对发行人跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与发行人有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向发行人发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向发行人发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向发行人发送“重大事项跟踪评级告知书”。

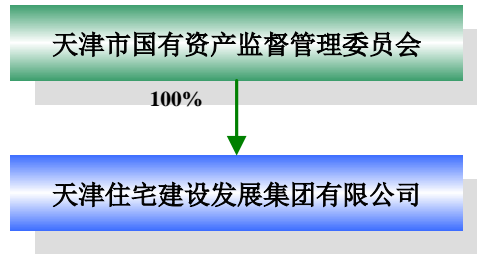
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后 10 个工作日内，发行人和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

附录一：

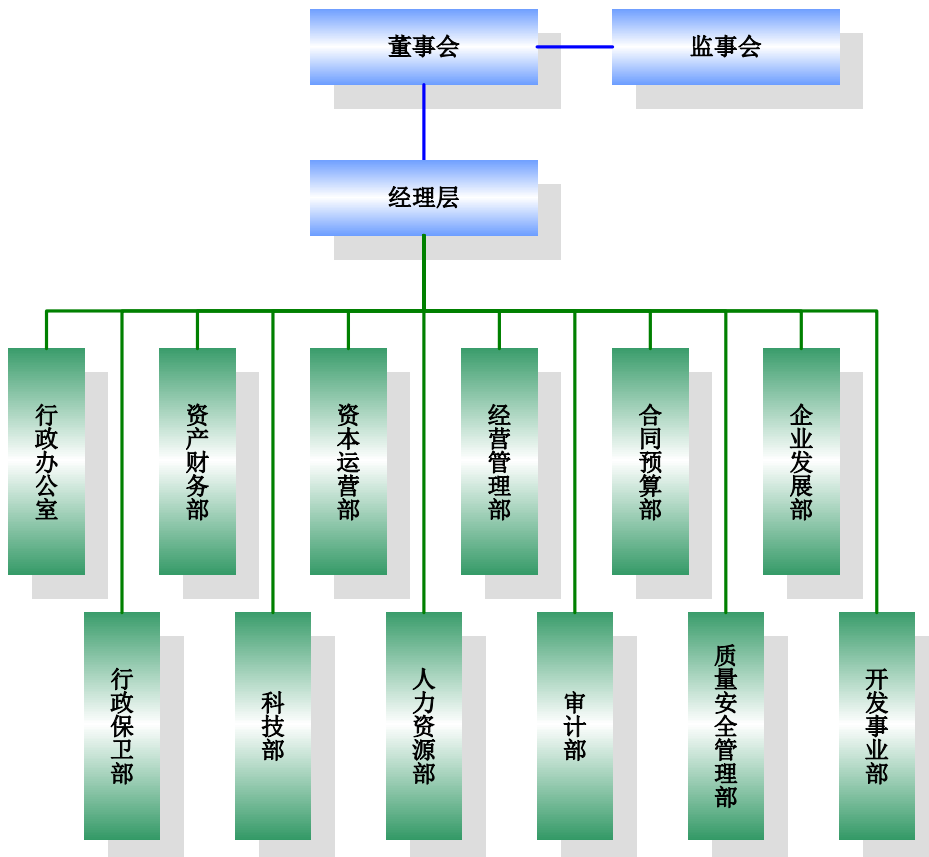
## 公司与实际控制人关系图



注：根据天津住宅集团公司提供的资料绘制（截至 2012 年末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据天津住宅集团提供的资料绘制（截至 2012 年末）

附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	母公司持股比例 (%)	经营范围
天津房屋建筑构件有限公司	88.10%	预制混凝土构件
天津市房地产开发总公司	100.00%	房地产开发、经营
天津市房屋建筑实业总公司	100.00%	钢材、木材、装饰装修材料
天津市房屋鉴定勘测设计院	100.00%	房屋鉴定勘测设计
天津龙城投资发展有限公司	46.00%	房地产开发、经营
天津市天健广告有限责任公司	100.00%	广告业务
天津华惠安信装饰工程有限公司	100.00%	建筑装饰工程、设计
天津华夏建设发展股份有限公司	49.33%	房地产开发、经营及商品房销售
天津梅江建设发展股份有限公司	86.36%	房地产开发及商品房销售
天津华夏物业管理发展有限公司	49.00%	物业管理及商品房销售代理
天津建科建筑节能环境检测中心	60.00%	建筑节能环境检测
乳山海天地产置业有限公司	100.00%	房地产开发及商品房销售
天津天筑建材有限公司	78.26%	新型墙体材料生产、销售
西安华安置业有限公司	76.00%	房地产开发、经营
天津住宅集团建设工程总承包有限公司	100.00%	建筑工程总承包
天津市华实房地产开发公司	100.00%	房地产开发及商品房销售
天津住宅集团津城置业有限公司	100.00%	房地产开发、经营
天津住宅集团建材科技有限公司	100.00%	建筑施工
天津市房屋建筑工程公司	100.00%	房屋建筑施工
天津家园住宅景观绿化有限公司	51.00%	城市绿化施工管理
天津市工商业用房经营管理处	100.00%	物业管理
天津房地产大厦有限总公司	100.00%	旅游、餐饮服务企业
天津住宅集团房地产经营有限公司	66.67%	房地产中介、旅游、餐饮服务企业
天津合和物业管理有限公司	51.00%	物业管理
天津市房产住宅科研究所	100.00%	其他科技服务
天津市华夏博成房地产投资咨询有限公司	49.00%	其他服务业
天津市杭奥电梯有限公司	100.00%	商品流通企业
天津住宅科学研究院有限公司	100.00%	建筑工程设计研发
津城住宅产业投资基金管理公司	60.00%	受托管理股权投资
天津 津西华城置业有限公司	100.00%	房地产开发商品房销售
天津住宅集团津沽投资有限公司	51.00%	房地产开发商品房租赁
天津华青置业有限公司	100.00%	房地产开发商品房销售
天津住宅集团地产投资有限公司	100.00%	对房地产进行投资
天津华富置业有限公司	100.00%	房地产开发商品房销售
天津华嘉置业有限公司	100.00%	房地产开发商品房销售
天津住宅产业化投资股份有限公司	50.00%	对住宅产业化规划建设进行投资及管理

注：根据天津住宅集团公司 2012 年度审计报告附注整理



附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2010年	2011年	2012年	2013年 上半年
资产总额 [亿元]	86.15	148.81	213.12	232.13
货币资金 [亿元]	13.59	19.51	24.67	31.54
刚性债务[亿元]	25.91	36.46	52.20	61.15
所有者权益 [亿元]	10.35	21.49	48.51	49.21
营业收入[亿元]	70.45	120.26	178.99	100.94
净利润 [亿元]	1.35	2.35	7.57	2.13
EBITDA[亿元]	2.28	3.73	11.59	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.00	-6.86	-1.09	3.71
投资性现金净流入量[亿元]	-8.70	-5.39	-2.16	-0.38
资产负债率[%]	87.99	85.56	77.24	78.80
长期资本固定化比率[%]	51.03	37.79	52.64	51.47
权益资本与刚性债务比率[%]	39.93	58.95	92.93	80.48
流动比率[%]	121.85	122.75	130.64	128.50
速动比率 [%]	31.98	42.43	46.30	46.31
现金比率[%]	22.82	17.95	19.20	—
利息保障倍数[倍]	2.06	2.11	4.25	—
有形净值债务率[%]	872.79	663.79	355.36	389.03
营运资金与非流动负债比率[%]	80.17	135.05	112.63	113.66
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	10.39	10.04	7.84	—
存货周转速度[次]	1.34	1.73	1.79	—
固定资产周转速度[次]	22.71	34.33	37.27	—
总资产周转速度[次]	0.84	1.02	0.99	—
毛利率[%]	9.30	6.73	9.63	4.73
营业利润率[%]	2.78	2.48	5.83	2.57
总资产报酬率[%]	2.44	2.91	6.07	—
净资产收益率[%]	14.02	14.77	21.62	—
净资产收益率*[%]	17.37	16.55	21.65	—
营业收入现金率[%]	73.21	117.16	89.89	81.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.66	-8.14	-0.92	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.34	-6.75	-0.75	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.80	-14.53	-2.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.36	-12.06	-2.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.29	2.30	4.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.26	—

注：表中数据依据天津住宅集团经审计的2010~2012年度及未经审计的2013年上半年财务数据整理计算

附录五:

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA / (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) / 2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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
投机级	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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。