

2013 年天津住宅建设发展集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA 级
债券信用等级：	AA 级
评级时间：	2016 年 6 月 29 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.

编号:【新世纪跟踪[2016]100513】

存续期间 7年期,7亿元人民币,2013年12月19日-2020年12月19日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪评级:	AA级	稳定	AA级	2016年6月
首次评级:	AA级	稳定	AA级	2015年6月

主要财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	6.64	11.86	5.12	4.58
刚性债务	30.62	71.35	68.54	73.99
所有者权益	42.71	48.60	48.98	49.32
经营性现金净流入量	-15.10	-31.53	-4.26	-6.09
合并数据及指标:				
总资产	264.20	304.11	348.68	344.71
总负债	210.50	246.70	289.24	286.07
刚性债务	98.28	142.60	179.50	183.54
所有者权益	53.70	57.42	59.44	58.64
营业收入	229.57	264.05	208.44	32.45
净利润	5.47	5.58	3.35	0.41
经营性现金净流入量	-17.13	-38.18	-43.02	-13.88
EBITDA	11.64	12.60	10.17	—
资产负债率[%]	79.67	81.12	82.95	82.99
权益资本与刚性债务比率[%]	54.64	40.27	33.11	31.95
流动比率[%]	142.03	154.86	179.04	182.38
现金比率[%]	35.23	27.94	24.91	19.54
利息保障倍数[倍]	2.47	1.22	1.03	—
净资产收益率[%]	10.71	10.04	5.74	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.13	-16.70	-16.06	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.59	-17.22	-17.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.91	1.32	1.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.10	0.06	—

注1:根据天津住宅集团经审计的2013-2015年度财务数据及2016年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 石月

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>

跟踪评级观点

跟踪期内,天津住宅集团保持了较大规模的房地产开发及土地整理投入,而项目销售情况低于预期,导致刚性债务扩张,资产负债率保持在高位,债务偿付压力仍较大。公司非经常性收益增加未能弥补主业毛利的减少,公司利润大幅下滑。未来还需持续关注公司主要项目销售及债务规模和偿债压力变化的情况。

- 天津住宅集团为天津国资委直属企业,承担较多天津市限价房建设任务,能得到股东在项目建设方面较大支持。
- 天津住宅集团从事房地产业务多年,拥有较为丰富的项目开发建设和建筑施工管理经验。
- 天津住宅集团拥有较为完整的产业链,有利于降低经营成本、提高经营效率。
- 跟踪期内,天津住宅集团房地产收入减少、施工承接订单下滑,经营压力加大。
- 跟踪期内,天津住宅集团总体预售规模减小,且部分项目因配套不完善等原因,去化情况明显低于预期。
- 近两年,天津住宅集团拿地规模较小,目前土地储备稍显不足。
- 跟踪期内天津住宅集团负债程度较高,刚性债务增长很快,公司面临较大的债务偿付压力。
- 跟踪期内天津住宅集团在建、拟建项目及土地整理后续投资规模较大,而公司经营性现金流欠佳,资金缺口主要依靠外部融资弥补,未来筹资压力依然较大。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪评级对天津住宅集团及其发行的本期债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有天津住宅集团发行的金融产品或债权人向天津住宅集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由天津住宅集团提供,所引用资料的真实性由天津住宅集团负责。

跟踪评级报告

按照 2013 年天津住宅建设发展集团有限公司（以下简称“天津住宅集团”、“该公司”或“公司”）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据天津住宅集团提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年第一季报及相关经营数据，对天津住宅集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息的收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会“发改财金【2013】1918 号”文件批准，该公司于 2013 年 12 月公开发行了 7.00 亿元人民币的“13 津住宅”公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，票面年利率 8%。本期债券每年付息一次，同时设有本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末，分别均按照债券发行总额 20%的比例提前偿还债券本金，且这五年每年的应付利息随当年兑付本金一起支付。

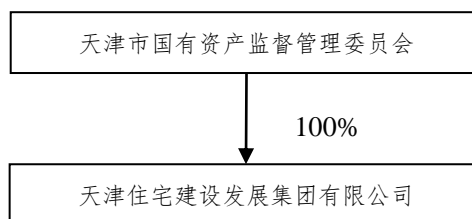
该公司拟将本期债券募集资金 7 亿元全部用于位于天津市西青区泰宁道南侧的津西青泰（挂）2010-195 地块（即盛和丽园和盛和嘉园）限价商品房项目。截至 2015 年末，募集资金已全部使用完毕。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）仍为公司实际控制人。

图表 1. 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 2016 年 3 月末）

跟踪期内，因精简机构，该公司撤销了资本运营部及合同预算部，其原有职能被企业发展部、资产财务部等部门承接。根据公司章程，公司董事会由 7 名董事组成，监事会由 7 名监事组成。跟踪期内，公司 3 名董事退休，天津市国资委已委派董事 1 名，目前履职董事 5 名；由于监事会换届，实际履职监事 6 名，公司正向天津市国资委申请补派新的监事。

该公司无关联方担保及关联方交易，关联方往来款规模很小，2015 年末仅存在应收关联方天津住宅集团热力工程有限公司款项 0.19 亿元。

(二) 经营环境

该公司经营业绩和财务状况与房地产及施工行业景气度密切相关，尤其是天津市区域市场的波动对公司影响较大。

2015 年以来，多项利好政策出台，信贷环境偏向宽松，房地产市场回暖，但区域间分化加剧。天津作为二线城市，2015 年以来住宅市场景气度逐步回升。

由于 2014 年前三季度楼市整体降温，为促进房地产市场的稳定发展，第四季度政府连续出台多项利好政策。2015 年政策延续上年的宽松态势，在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下，我国房地产市场有所回暖。全国房地产开发投资完成额、商品房销售面积、商品房销售额同比增速分别为 0.99%、6.50% 和 14.40%。虽然房地产行业销售数据攀升，但在库存居高不下的情况下，开发投资增速继续放缓。2015 年末商品房待销售面积创新高，达到 7.19 亿平方米，较 2014 年末新增 0.97 亿平方米。2016 年 1-3 月，房地产开发投资额、房屋新开工面积、商品房销售面积、商品房销售额同比增速分别为 6.16%、19.21%、33.11% 和 54.07%。

2015 年以来，城市间的分化逐步加剧。一线城市住宅价格于 2015 年第二季度开始快速上涨，因此 2016 年 3 月起上海、深圳已提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄；二线城市房价在一线城市溢出效应的带动下，已于 2015 年第四季度起明显回升，2016 年 4 月南京、合肥、厦门等核心二线城市商品住宅价格指数环比增幅已超过一线城市；三线城市库存压力仍然很大，2016 年以来楼市景气度虽有所回暖，但房价仍低于 2014 年内高点。

天津市为二线城市，受益于利好政策的驱动，2015 年房地产市场景气度回升。当年天津市商品住宅成交面积及成交金额分别为 1,771.07 万

平方米和 1,790.01 亿元，同比分别增长 9.80% 和 20.38%。2015 年在以去库存为首要目标的情况下，天津市房企供应收紧，而在政策刺激下楼市刚性及改善型需求持续得到释放，当年供销比为 1.25，整体呈现供不应求局面。2016 年以来，二线城市价格全面上涨，天津房地产市场火爆，1-5 月商品房销售额和销售面积同比增长 100.60% 和 43.70%，成交量和成交价格均明显上升。

为保障低收入人群及拆迁户基本的居住需求，跟踪期内，全国及天津市的保障房保持较大建设规模。

为促进房地产市场健康发展，及保障低收入人群及拆迁户基本的居住需求，近年来我国大力推进保障房建设。根据规划，2015 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 740 万套（其中各类棚改 580 万套），基本建成 480 万套。截至 2015 年末，我国城镇保障性安居工程已开工 783 万套（棚改开工 601 万套），基本建成 772 万套，当年完成投资 1.54 万亿元。2016 年，我国将加快棚户区改造速度，计划推出 600 万套棚户区改造房，并大力推进危房改造，有序进行老旧小区综合整治，力争于 2020 年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造。

2013 年 3 月天津市政府办公厅下发的《关于进一步做好我市房地产市场调控工作的实施意见》指出，天津市将继续加大普通商品住房及保障性住房供应，并规定保障性住房和中小套型普通商品住房供地占住房建设用地年度供应总量的 70% 以上。自 2013 年西于庄棚户区改造项目启动以来，2014 年天津市将红桥区丁字沽等 20 个片区列入新一轮棚户区改造项目，面积共 780 万平方米左右。天津市还将计划于 2015-2017 年改造南开区战备楼、河西区新会道等 40 片棚户区，总计 680 万平方米。2015 年天津市开工建设保障房 3 万套，建成保障性住房 7.7 万套。根据《关于落实 2016 年住房保障工作责任目标的实施意见》，2016 年天津市计划开工建设棚户区改造安置房 5 万套。

受投资增速放缓影响，2015 年建筑业各指标不及 2014 年，短期内行业景气度弱化。经过前期的集中建设，目前我国城市化进程放缓，房地产处于去库存阶段，建筑业下行压力加大。

建筑业发展速度与我国固定资产投资、基建投资、房地产投资规模和增速密切相关。2015 年，固定资产投资增速同比增长为 10%，较 2014 年下降 5.7 个百分点，且创 15 年以来的新低；基础设施投资受限于投资资金来源的减少，增速较去年同期下降 3 个百分点。2015 年，全国建筑业总产值和新签合同额同比增速分别为 2.29% 和 -0.12%，较上年分别回

落 7.91 个百分点和 5.68 个百分点，主要受基础设施及地产投资增速下滑的影响。该公司建筑施工业务均位于天津市内，2015 年天津建筑业总产值及新签合同额同比增速分别为 8.91% 和 -6.05%，与全国发展趋势基本一致。经过前期的快速发展及集中建设，目前我国城镇化进程放缓，房地产处于去库存阶段，建筑业下行压力加大。

建筑行业进入壁垒低、完全竞争的行业特征决定了行业利润空间小，2015 年行业产值利润率为 3.60%。通过规模扩张实现费用占比的边际下降是企业提升盈利的重要途径，而经营规模扩大的驱动因素除行业需求增速外，还主要取决于客户结构、项目类型结构以及企业自身的竞争优势。大中型地方性国有建筑企业凭借长期从事经验、地域内较好的品牌知名度以及地方政府支持具有一定的规模优势，尤其在大型高端工程市场较为明显，因此盈利水平高于行业平均水平。

（三）业务运营

跟踪期内，该公司房地产收入减少、建筑施工业务承接新订单下滑，公司经营压力加大。

该公司以住宅产业化为发展战略，形成了房地产投资开发、工程施工、新型建材生产、物业管理和安保服务等完整的住宅产业链。目前公司业务分为房地产开发经营、建筑施工、建材生产销售、科技与服务四大产业板块，其中房地产开发经营、建筑施工和建材生产销售为公司主要收入来源。2015 年，受房地产开发投资减速影响，公司施工业务收入减少，且为控制风险，公司收缩钢材贸易规模，新型建材销售收入大幅下降。当年公司实现营业收入 208.44 亿元，同比减少 21.06%，其中建筑施工、房地产开发、新型建材生产和销售、科技服务板块收入占比分别为 56.22%、17.49%、15.51% 和 10.56%。2016 年第一季度，公司营业收入为 32.45 亿元，同比下滑 24.47%。跟踪期内，公司经营压力增大。

图表 2. 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务类别/金额	2013 年度		2014 年度		2015 年度		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房地产开发	40.52	17.65	46.89	17.76	36.46	17.49	2.01	6.19
建筑施工	96.55	42.06	127.38	48.24	117.19	56.22	22.54	69.45
新型建材生产和销售	73.76	32.13	68.11	25.80	32.32	15.51	1.87	5.77
科技服务	18.51	8.06	20.94	7.93	22.01	10.56	5.93	18.26
其他	0.24	0.11	0.73	0.28	0.46	0.22	0.11	0.34

业务类别/金额	2013 年度		2014 年度		2015 年度		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合计	229.57	100.00	264.05	100.00	208.44	100.00	32.45	100.00

注：根据天津住宅集团提供的数据绘制

该公司各项业务毛利率差异大，房地产开发和科技服务毛利率相对较高，2015 年分别为 15.50% 和 18.67%，两项业务分别贡献了营业毛利的 31.57% 和 22.95%；建筑施工、新型建材生产和销售毛利率很低，2015 年分别为 6.37% 和 0.99%，但建筑施工业务作为公司主要收入来源仍贡献了营业毛利的 41.70%，新型建材生产和销售业务利润贡献仅为 1.79%。此外，公司其他业务毛利率虽高，但对整体经营的影响小。2015 年主要受公司房地产销售项目以毛利较小的限价房为主影响，公司营业总毛利同比减少 15.16% 至 17.91 亿元。

图表 3. 公司毛利率变动情况

毛利率	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月
房地产开发	27.14%	20.80%	15.50%	42.71%
建筑施工	3.96%	4.46%	6.37%	6.29%
新型建材生产和销售	1.74%	1.47%	0.99%	2.73%
科技服务	23.99%	20.46%	18.67%	18.84%
其他	77.54%	52.95%	77.43%	94.78%
综合毛利率	9.03%	7.99%	8.59%	10.93%

注：根据天津住宅集团提供的数据绘制

1. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务主要包括限价房开发和商品房开发，项目主要分布于天津及其周边地区，地理上较为集中，预计短期内公司仍将延续以天津市为主的市场开发策略。2015 年因公司房地产销售项目以限价商品房为主，房屋销售受购房者资质制约的影响，当年房地产销售面积 18.79 万平方米，比上年减少 2.48 万平方米；合同销售金额 20.03 亿元，比上年减少 1.61 亿元。

图表 4. 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
2013 年	53.00	383.72	42.53	68.87	34.27	40.46

	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
2014年	51.94	525.99	212.12	55.96	21.27	21.64
2015年	46.20	498.47	2.13	68.17	18.79	20.03
2016年第一季度	8.66	380.21	0	0	10.48	10.80

资料来源：天津住宅集团

截至 2015 年末，该公司房地产在建项目 6 个，拟建项目 4 个，已竣工但未售完项目 1 个。以上项目总投资额 283.70 亿元，其中限价房项目和商品房项目投资额占比分别为 74.61% 和 25.39%；已完成投资额共计 143.77 亿元，后续尚需投入约 140 亿元，仍面临较大的投资需求。

截至 2015 年末，天津滨海新区项目华城馨苑因位置欠佳、周边交通及其他配套尚不完善、楼间距较密等缺点，去化速度较慢；和苑西区一期于 2015 年第四季度开始预售，预售时间较晚；绵三创意综合体由住宅、商业、酒店式公寓、写字楼、地下车库、产业园六部分组成，住宅占比较少，加上价格偏高，目前去化率仍较低。

图表 5. 截至 2015 年末公司主要项目开发情况 (单位：亿元、万平方米)

	性质	计划投资额	已完成投资	总建筑面积	累计合同销售面积	累计合同销售金额	去化率	项目状态
双青限价房	限价房	90.58	54.93	136.37	24.39	17.71	60.61%	在建
和苑西区一期		59.53	36.85	85.13	1.13	0.91	13.09%	在建
云江里项目		17.80	5.30	19.83	0	0	-	在建
李明庄限价房		9.78	4.17	15.16	7.37	6.62	85.60%	在建
雪莲路项目		9.64	0.90	11.69	0	0	-	拟建
密云路项目		24.35	1.57	30.00	0	0	-	拟建
小计	—	211.68	103.72	298.18	32.89	25.24		
华城馨苑	商品房	9.67	8.66	16.90	1.69	1.13	12.46%	竣工
西安紫竹苑项目(1期+2期)		19.90	5.02	29.72	0	0	-	在建
绵三创意综合体(一期)		21.45	23.72	14.90	0.42	0.94	20.79%	在建
乳山银滩项目		16.00	1.25	39.23	0	0	-	拟建
威海半月湾		5.00	1.40	4.26	0	0	—	拟建
小计	—	72.02	40.05	105.01	2.11	2.07		
合计	—	283.70	143.77	403.19	35.00	27.31		

资料来源：天津住宅集团

该公司承担了天津市保障性住房中约 60% 的建设任务，为天津市限价房的主要投资建设企业。限价房土地来源于拍卖，但最高土地拍卖价格受到限制，购房者需达到政府规定的申购条件，房价由物价局专门核定。根据相关规定，限价房项目在完成桩基工程、施工主体达到正负零后即可开始预售，因此限价房项目的现金回款速度较普通商品房更快，资金成本也相对较低。

截至 2015 年末，该公司累计实现限价房开发建筑面积约 1800 万平方米，其中 2015 年开发 238.19 万平方米。当年公司完成投资 42.10 亿元，比上年增加 6.32 亿元；新开工面积仅为 2.13 万平方米，比上年减少 176.99 万平方米。公司限价房销售整体呈现下降趋势。2015 年公司完成限价房销售面积 14.51 万平方米，比上年下降 16.08%；合同销售金额 12.25 亿元，比上年下降 7.69%。当年限价房项目回笼资金 18.89 亿元，比上年增长 33.31%。2016 年第一季度，公司实现限价房项目回笼资金 6.94 亿元。

图表 6. 限价房项目每年的销售情况

	2013 年	2014 年	2015 年
合同销售金额（亿元）	15.59	13.27	12.25
销售面积（万平方米）	21.09	17.29	14.51

资料来源：天津住宅集团

跟踪期内，该公司商品房开发仍以住宅项目为主。从项目所处区位来看，多处于天津市区中环以内，周边基础设施较为完备，商业环境比较成熟。2015 年公司商品房项目完成总投资 4.1 亿元，比上年减少 12.06 亿元，无新开工面积。当年公司完成销售面积 4.28 万平方米，比上年增加 0.30 万平方米；合同销售金额 7.78 亿元，较上年减少 0.60 亿元。

土地储备方面，2015 年该公司无新增土地储备，截至 2016 年 3 月末公司拥有土地储备占地面积约 53.33 万平方米，规模较小。2016 年公司有较多拿地计划，预计土地投资约为 68 亿元，新增土地储备占地面积 85 万平方米，且公司将逐步加大商品房项目储备规模。

该公司承担天津市部分土地一级开发任务。该业务对公司收入贡献小，但因投资金额大，对公司形成大量的资金占用。土地整理业务投入来源于自有资金或对外融资；整理完毕后由土地交易中心以招拍挂形式出让，财政部在收取土地出让金后将整理土地中形成的土地收购补偿费、土地整理费、土地储备管理费、相关税费等成本返还给公司。在账务处理方面，公司将土地整理过程中的各项成本支出计入存货，并确认

土地收购补偿费的 0.8% 计提为土地整理收入，同时计入应收款项，在收到财政部拨付的土地成本及相关收入时，冲减对应的存货及应收款项。

目前该公司承担了 5 块土地的整理任务，总投资 127.79 亿元，截至 2015 年末已投入 103.33 亿元。其中北辰区外环线地块部分面积已完成出让，公司应获得土地出让金返还 30.56 亿元，2015 年末款项已全部收到。根据财综【2016】4 号文件，土地储备工作只能由纳入名录管理的土地储备机构承担，而每个县级以上（含县级）法定行政区划原则上只能设置一个土地储备机构，未来公司将不会新增土地一级开发项目。

图表 7. 2015 年末公司土地整理情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	面积	开发期限	预计总投资	已完成投资	已完成出让面积	已形成收入
北辰区外环线地块	352.56	3 年	83.00	71.49	150.20	0.53
东丽区雪莲路地块	9.80	3 年	3.20	1.31		0.01
东丽区崂山道地块	31.40	3 年	12.00	4.92		0.04
和苑西区二期土地整理项目	35.00	3 年	15.09	2.00	-	-
水岸银座土地整理	1.87	3 年	29.59	25.61		0.40
合计	430.63		142.88	105.33	150.20	0.98

资料来源：天津住宅集团

该公司商品房开发收入还包括出租收入，公司每年能通过物业的对外租赁获得稳定的租金。2015 年公司物业出租率达 98.58%，实现租金收入 4,674.82 万元。

图表 8. 天津住宅集团租赁收入情况（单位：万平方米、万元）

	可租面积 (万平方米)	已租面积 (万平方米)	租金收入 (万元)	出租率
2013 年	18.84	18.74	4,222.27	99.39%
2014 年	19.63	19.52	4,119.56	99.44%
2015 年	19.29	19.01	4,674.82	98.58%
2016 年第一季度	19.32	18.9	1,007.35	97.86%

资料来源：天津住宅集团

2. 建筑施工及建材生产销售业务

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。除建设自有房地产项目外，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。2015 年公司施工建设收入 117.19 亿元，同

比减少 8.00%。2015 年公司实现中标工程 26 项，中标面积 171.62 万平方米，同比减少 42.79%；全年累计建筑施工面积 837.26 万平方米，同比增长 17.33%。

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。截至 2015 年末，公司产能水平保持稳定，砂加气混凝土产品产能为 160 万立方米，特种干粉砂浆石膏粉体材料产能为 50 万吨。受到销售情况的影响，公司产能利用率较低，2015 年公司砂加气混凝土产品产能利用率为 24.66%，特种干粉砂浆石膏粉体材料产能利用率为 14.68%。

图表 9. 天津住宅集团新型建筑材料产能和产量情况

品种	产能	产量
砂加气混凝土生产线 1	160 万立方米	39.46 万立方米
砂加气混凝土生产线 2		
砂加气混凝土生产线 3		
特种干粉砂浆石膏粉体生产线	50 万吨	7.34 万吨

资料来源：天津住宅集团

该公司砂加气混凝土材料主要以对外销售为主，2015 年产销率为 108%，比上年增加 15.89 个百分点；同年外销占比达到 65.08%，自用比例增加。

图表 10. 天津住宅集团砂加气混凝土材料销售情况（单位：万立方米）

	2013 年度	2014 年度	2015 年度
节能建筑材料产量	37.2	37.28	39.46
节能建筑材料销售量	33.61	34.34	42.61
其中：集团外企业采购量	30.34	28.96	27.73
产销率	90.35%	92.11%	108%
对外销售量占比	90.27%	84.33%	65.08%

资料来源：天津住宅集团

跟踪期内，该公司为防范经营风险，积极调整建材板块业务结构，主动压缩钢材贸易规模。2015 年公司钢材销售额为 30.91 亿元，同比减少 52.06%。导致当年公司建材销售收入为 32.32 亿元，同比大幅下滑 52.55%。

3. 科技服务业务

该公司科技服务业务涉及住宅科研、设计、鉴定检测、建筑节能与环境检测、物业管理、安保服务和广告等多个方面。2015 年公司科技服务板块实现收入 22.01 亿元，同比增长 5.11%，其中安保服务、物业管理及住宅科研院贡献收入分别为 18.91 亿元、1.16 亿元和 0.74 亿元。该板块的发展有助于提升公司施工工艺、加快环保建筑材料研发，对其他板块的发展有一定促进作用，加强公司的业务竞争力，因而该板块业务收入规模虽小，但也将其作为公司四大主营业务之一。

(四) 财务质量

2015 年，该公司审计事务所由天津中审华寅五洲会计师事务所变更为中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙），因原事务所连续承担公司多年的审计业务，达到天津市国资委规定的最长年限。中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2015 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）及其补充规定，并开始采用 2014 年财政部颁布或修订的 8 项会计准则。

跟踪期内，主要受借款规模及应付债券规模扩大的影响，该公司负债水平维持在高位，2015 年末公司负债总额 289.24 亿元，较上年末增长 17.25%，资产负债率为 82.95%，较上年末增长 1.83 个百分点。2016 年 3 月末，公司总负债小幅降至 286.07 亿元。

2015 年末该公司流动负债占债务总额的 57.32%，主要由应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债和预收款项构成。2015 年末公司应付账款余额为 70.37 亿元，较上年末增长 60.84%，主要为公司房地产项目的应付工程款及施工板块的应付材料款等，其中 94.18% 的款项期限在 1 年以内；短期借款余额为 35.34 亿元，较上年末减少 12.04 亿元，主要为保证借款；一年内到期的非流动负债为 23.55 亿元，其中一年内到期的长期借款及一年内到期的应付债券分别为 12.15 亿元和 11.40 亿元；预收款项为 16.60 亿元，较上年末减少 31.57%，主要因预售房款结转。此外，因往来款减少，及红桥棚户户区改造项目整体销售，公司将房管局拨付的拆迁补偿款结转收入，导致其他应付款较上年末减少 78.63% 至 4.51 亿元。2016 年 3 月末，公司流动负债结构未有重大变化。

2015 年末，该公司非流动负债规模为 123.44 亿元，较上年末增长 49.10%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。其中长期借款余额为 80.28 亿元，较上年末增长 65.55%，且已占非流动负债的

65.04%，主要为保证、抵押借款；应付债券为 30.54 亿元，为公司发行的企业债、中期票据及非公开定向债务融资工具，较年初增长 39.27%；递延所得税负债为 9.15 亿元，主要因投资性房地产评估增值引起计税基数与账面价值产生差异所致。2016 年 3 月末，公司长期借款进一步增加，非流动负债增至 125.71 亿元。

2015 年末该公司刚性债务较上年末增长 25.88% 至 179.50 亿元，其中短期刚性债务占比 38.26%，较上年末减少 12.35 个百分点，即期偿债压力有所减小，但公司面临的中长期偿债压力很大。公司刚性债务由金融机构借款、应付债券及其他短期刚性债务构成，2015 年末分别为 127.77 亿元、30.54 亿元和 12.89 亿元。2016 年 3 月末，公司刚性债务进一步增至 183.54 亿元，主要来自于一年内到期的长期借款增长，偿债压力进一步加大。

随经营规模的扩大，该公司资产规模持续扩张，2015 年末资产总额为 348.68 亿元，较上年末增长 14.65%。公司以流动资产为主，2015 年末为 296.85 亿元，占总资产的 85.14%。流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2015 年末，货币资金为 41.31 亿元，能满足日常资金周转需求；应收账款为 58.50 亿元，较 2014 年末增加 6.66 亿元，主要为应收工程款增加；公司存货为 179.31 亿元，占流动资产比例超过 60%，且因土地整理及房产项目的持续投入，存货较上年末增长 38.26%。2016 年 3 月末，公司流动资产为 292.45 亿元，货币资金及应收账款分别降至 31.33 亿元和 41.31 亿元，存货增至 198.43 亿元。

2015 年末该公司非流动资产为 51.82 亿元，投资性房地产占比达 58.76%。公司投资性房地产以公允价值计量，2015 年公允价值增加 0.97 亿元，年末投资性房地产为 30.45 亿元。2016 年 3 月末，公司非流动资产增至 52.26 亿元，资产结构较年初未有重大变化。

2015 年，因营业收入的大幅下滑，该公司营业毛利同比减少 15.16% 至 17.91 亿元。而施工板块毛利空间扩大，公司综合毛利率上升 0.60 个百分点至 8.59%。同期，公司非经常性收益增加，公允价值变动净收益及营业外收入分别为 0.97 亿元和 1.64 亿元，较上年分别增加 0.94 亿元和 1.08 亿元，公允价值变动净收益来自投资性房地产公允价值变动，当年营业外收入因获得 0.28 亿元补偿款及存在 0.94 亿元无法支付的工程款¹而大幅增加。

¹ 按照经济责任审计要求，公司将付不出去的工程款转入营业外收入。

2015 年，该公司期间费用同比下降 4.70% 至 8.52 亿元，期间费用率为 4.09%，同比增加 0.7 个百分点。公司三费支出以管理及财务费用为主，2015 年分别占期间费用的 42.81% 和 42.92%。2015 年管理费用主要因职工薪酬、折旧、办公等费用增加而同比增长 12.40%；2015 年以来市场利率下行，使得财务费用同比减少 14.86% 至 3.66 亿元；因维修基金支出同比减少 0.21 亿元，加上运输、广告费用的下降，公司销售费用同比减少 13.17% 至 1.22 亿元。当年公司土地增值税同比增加 1.44 亿元，导致营业税金及附加大幅增长 29.07% 至 6.85 亿元。另外，2015 年公司坏账损失很少，公司资产减值损失规模仅为 0.20 亿元。

2015 年该公司非经常性收益增加，但主业盈利能力减弱及税费支出增加，导致净利润同比减少 39.87% 至 3.35 亿元，净资产收益率为 5.74%，较 2014 年减少 4.30 个百分点，处于较低水平。2016 年第一季度，公司净利润为 0.41 亿元，同比下滑 57.99%。

2015 年，该公司房地产投资、土地整理、工程建设等支出规模仍较大，而项目预售规模较小，导致经营性现金净流出额增至 43.02 亿元。随着相关项目逐步进入预售阶段及土地整理成本得到补偿，公司现金将逐步回笼。2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -4.33 亿元，除在建工程持续投入资金外，公司当年投入 2 亿元成立天津生态家园建设发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）；筹资活动产生的现金流量净额为 46.32 亿元，公司筹资资金主要来源于银行借款和发行债券，用于弥补部分经营性现金缺口。2016 年 1-3 月，公司经营性现金净流量、投资性现金净流量、筹资性现金净流量分别为 -13.88 亿元、1.50 亿元和 2.96 亿元，公司现金流情况仍然欠佳。

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信 186 亿元，尚未使用额度 45 亿元。

根据该公司提供的 2016 年 4 月 25 日《企业信用报告》，公司本部无不良贷款和欠息情况发生。

截至 2016 年 5 月末，公司 8 期债券尚在存续期（如图表 11 所示），本金合计为 48 亿元，目前利息支付正常。

图表 11. 截至 2016 年 4 月末公司过往发行债券情况

债券简称	发行规模 (亿元)	发行利率	起息日	发行期限	兑付情况
13 津住宅债	7.00	8.00%	2013-12-19	7 年	尚未到期

债券简称	发行规模 (亿元)	发行利率	起息日	发行期限	兑付情况
14 津住宅 MTN001	5.00	6.89%	2014-05-14	5 年	尚未到期
14 津住宅 CP001	6.00	5.68%	2014-05-09	365 天	到期兑付
15 津住宅 CP001	2.00	5.45%	2015-01-30	365 天	到期兑付
14 津住宅 PPN001	10.00	7.20%	2014-7-17	2 年	尚未到期
15 津住宅 PPN001	5.00	6.80%	2015-1-6	2 年	尚未到期
15 津住宅 PPN002	5.00	6.50%	2015-2-4	2 年	尚未到期
15 津住宅 PPN003	5.00	6.30%	2015-4-23	2 年	尚未到期
15 津住宅 PPN004	5.00	5.00%	2015-11-6	2 年	尚未到期
16 津住宅 SCP001	6.00	3.15%	2016-3-10	270 天	尚未到期

资料来源：公开资料

综上所述，跟踪期内，该公司保持了较大规模的房地产开发及土地整理投入，而项目销售情况低于预期，导致刚性债务扩张，资产负债率保持在高位，债务偿付压力仍较大。且公司经营性现金持续大幅净流出，对短期债务的覆盖情况欠佳。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产、施工等行业的市场环境及产业政策变化；（2）公司主要项目的销售及销售资金回笼情况；（3）公司后续土地整理投资及住宅项目获取情况；（4）公司施工订单的承接情况；（5）公司债务规模的增长及偿债压力变化情况。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额[亿元]	264.20	304.11	348.68	344.71
货币资金[亿元]	52.87	45.80	41.31	31.33
刚性债务[亿元]	98.28	142.60	179.50	183.54
所有者权益 [亿元]	53.70	57.42	59.44	58.64
营业收入[亿元]	229.57	264.05	208.44	32.45
净利润 [亿元]	5.47	5.58	3.35	0.41
EBITDA[亿元]	11.64	12.60	10.17	—
经营性现金净流入量[亿元]	-17.13	-38.18	-43.02	-13.88
投资性现金净流入量[亿元]	-0.86	-1.20	-4.33	1.50
资产负债率[%]	79.67	81.12	82.95	82.99
长期资本固定化比率[%]	44.73	35.87	28.34	28.35
权益资本与刚性债务比率[%]	54.64	40.27	33.11	31.95
流动比率[%]	142.03	154.86	179.04	182.38
速动比率[%]	49.87	65.64	66.11	52.85
现金比率[%]	35.23	27.94	24.91	19.54
利息保障倍数[倍]	2.47	1.22	1.03	—
有形净值债务率[%]	421.32	458.57	516.57	517.66
营运资金与非流动负债比率[%]	104.41	108.60	106.17	105.08
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	13.14	8.80	3.78	—
存货周转速度[次]	1.84	1.89	1.23	—
固定资产周转速度[次]	36.61	31.81	22.15	—
总资产周转速度[次]	0.96	0.93	0.64	—
毛利率[%]	9.03	7.99	8.59	10.93
营业利润率[%]	3.39	2.51	1.64	2.85
总资产报酬率[%]	4.14	4.10	2.79	—
净资产收益率[%]	10.71	10.04	5.74	—
净资产收益率*[%]	9.42	8.96	5.44	—
营业收入现金率[%]	93.29	73.95	76.79	132.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.26	-24.32	-26.10	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.13	-16.70	-16.06	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.87	-25.08	-28.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.59	-17.22	-17.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.91	1.32	1.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.10	0.06	—

注：依据天津住宅集团经审计的 2013-2015 年财务报表及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据-银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	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	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	报告期营业收入/[期初固定资产净额+期末固定资产净额/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[期初资产总额+期末资产总额/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%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×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)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[期初股东权益+期末股东权益/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%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[期初流动负债+期末流动负债/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[期初流动负债+期末流动负债/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+应付利息+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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。

本评级机构中长期债券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，有较高违约风险。
	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 级，CCC 级以下等级外，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。