

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:	2017 年 5 月 31 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.

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

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100139】

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:	AA级	稳定	AA级	2017年5月
前次评级:	AA级	稳定	AA级	2016年6月
首次评级:	AA级	稳定	AA级	2013年7月

主要财务数据

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	11.86	5.12	7.41	2.60
刚性债务	65.13	66.44	75.45	65.21
所有者权益	48.60	48.98	44.38	43.80
经营性现金净流入量	-31.53	-4.26	-13.23	3.05
合并数据及指标:				
总资产	304.11	348.68	356.13	355.86
总负债	246.70	289.24	294.36	294.04
刚性债务	142.60	179.50	198.50	194.58
所有者权益	57.42	59.44	61.77	61.82
营业收入	264.05	208.44	150.51	18.10
净利润	5.58	3.35	6.23	0.31
经营性现金净流入量	-38.18	-43.02	-12.85	-6.71
EBITDA	12.60	10.17	11.49	—
资产负债率[%]	81.12	82.95	82.66	82.63
权益资本与刚性债务比率[%]	40.27	33.11	31.12	31.77
流动比率[%]	154.86	179.04	175.23	176.18
现金比率[%]	27.94	24.91	21.21	13.82
利息保障倍数[倍]	1.22	1.03	1.02	—
净资产收益率[%]	10.04	5.74	10.29	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.70	-16.06	-4.40	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.22	-17.67	-6.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.32	1.15	1.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.06	0.06	—

注1:根据天津住宅集团经审计的2014-2016年度财务数据及未经审计的2017年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 周文哲

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,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。公司营业毛利下滑,净利润对非经常性收益依赖大。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,天津住宅集团建筑施工及建材销售业务营业收入下滑,公司整体盈利水平下降。
- 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维持在高位,刚性债务规模快速扩张,已积聚了沉重的债务负担,公司面临较大的债务偿付压力。
- 限价房项目受政策的影响大,导致天津住宅集团限价房项目的后续开发、存货去化、资金回笼速度面临一定不确定性。
- 天津住宅集团土地整理业务的投资金额大,回款周期较长,资金回笼情况欠佳。
- 天津住宅集团在建、拟建项目及土地整理开发投资压力大,经营环节现金流持续赤字。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 2016 年财务报表、未经审计的 2017 年第一季度财务报表及相关经营数据, 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。

截至 2017 年 5 月末, 该公司已发行债券待偿还本金余额为 38.60 亿元¹, 公司存续债券均按期付息。

图表 1. 公司已发行债券概况

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
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	1 年	到期兑付
14 津住宅 PPN001	10.00	7.20%	2014-7-17	2 年	到期兑付
15 津住宅 CP001	2.00	5.45%	2015-01-30	1 年	到期兑付
15 津住宅 PPN001	5.00	6.80%	2015-1-6	2 年	到期兑付
15 津住宅 PPN002	5.00	6.50%	2015-2-4	2 年	到期兑付
15 津住宅 PPN003	5.00	6.30%	2015-4-23	2 年	到期兑付
15 津住宅 PPN004	5.00	5.00%	2015-11-6	2 年	尚未到期
16 津住宅 CP001	4.00	4.90%	2016-12-2	1 年	尚未到期
16 津住宅 PPN001	5.00	4.99	2016-11-09	2 年	尚未到期

¹根据 13 津住宅债提前偿还条款, 2016 年末已偿还债券发行总额的 20%, 该债券剩余待偿还本金余额为 5.60 亿元。

16 津住宅 SCP001	6.00	3.15%	2016-3-10	0.74 年	到期兑付
16 津住宅 SCP002	6.00	3.49%	2016-7-06	0.74 年	到期兑付
17 津住宅 CP001	2.00	5.50	2017-1-19	1 年	尚未到期
17 津住宅 SCP001	6.00	5.10	2017-1-12	0.74 年	尚未到期
17 津住宅 SCP002	6.00	5.20	2017-4.11	0.74 年	尚未到期

资料来源：天津住宅集团

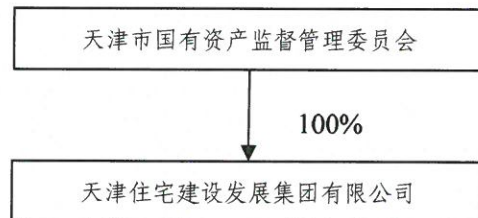
二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司产权状况、治理结构和管理水平变化不大。关联交易风险很小。

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 2. 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 年末）

该公司不设股东会，设有董事会、监事会和经营管理层等内部治理机构。董事会负责公司经营方案、发展战略的制定和重大事项的审议批准，对国资委负责。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。由于 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，截至 2016 年末不存在关联方应收应付款项。

（二）经营环境

房地产是我国经济的支柱产业之一。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2016 年我国房地产市场总体销售旺盛，行业投资增速明显回升。目前，我国房地产市场调控政策已逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元上升至10.26万亿元。其中，住宅年完成投资额从2004年的0.88万亿元上升至2016年的6.87万亿元。根据国家统计局数据显示，2016年度我国人口城镇化率为57.35%，较上年提升了1.25个百分点。

2016年我国商品房新房成交量快速增长，全年销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.46%；其中住宅销售面积为9.31亿平方米，同比增长22.36%。值得注意的是，2016年9月末多个热点城市加大限购限购力度后，11月全国商品房销售面积同比增速一度大幅降至7.92%。但由于金融机构总体上仍保持了较大规模的新增个人购房贷款，12月商品房销售面积同比增速又出现了一定程度的反弹。

2016年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016年第一季度，政府先后宣布非限购城市商贷首付比例由25%降至20%、二套房契税从3%降至1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”等政策，推动了我国房地市场景气度进一步回暖，我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016年3月末，上海、深圳先后提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下，二线城市房价显著上涨，南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016年8月起，二线城市房价调控政策趋紧，南京提高二套房首付比例，苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁22个城市集中出台房产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。随着相关政策执行力度的加大（以北京“930新政”为标志），调控效果已于2016年10月开始显现。

天津市作为华北地区经济中心之一，具有较强的经济实力。2016年随着楼市回暖，天津市房地产市场活跃，住宅成交面积和均价快速攀升。后期随着“津七条”的推出，楼市降温明显。

2016年天津市房地产开发投资2,300.01亿元，同比增长22.9%，占全社会固定资产投资的比重为15.7%。全市房地产开发投资中住宅投资

1,598.27亿元，增长27.7%；办公楼投资124.64亿元，增长15.7%；商业营业用房投资252.44亿元，增长1.4%；其他开发投资324.66元，增长23.3%。

2016年天津市房地产市场火热，商品住宅成交面积及成交均价连创新高。2016年全年天津市商品房销售面积2,711.08万平方米，同比增长53.10%；商品房销售额为3,478.22亿元，同比增长94.30%。为控制房价过快增长，天津市于2016年9月30日推出“津七条”，施行区域性住房限购和差别化住房信贷政策，楼市政策的加码使得投资投机型置业得到抑制，天津房地产市场有所降温。

自2014年起，全国房地产市场整体进入调整期，政府推地节奏明显放缓。2015年天津经营性用地共计推出166宗，同比减少26宗，规划建筑面积为1,178.98万平米，同比下降31.34%。受供应减少影响，2015年天津经营性用地共计成交143宗，同比减少35宗，规划总建筑面积为1,074.51万平米，同比下降32.38%，处于近六年来同期最低值。进入2016年，楼市回暖明显，土地拍卖市场亦随之升温，2016年天津通过招拍挂等形式公开出让的各类土地出让金总计约合1,389亿元，较2015年的603亿元同比涨幅达130%。同年，土地出让总量约2,617万平方米，同比上涨37%；规划建筑面积3,357万平方米，同比上涨50%。

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。截至2016年末，全国棚户区改造开工606万套，完成投资1.48万亿元。

近年来，天津市政府大力支持保障性住房建设，把建立与完善住房保障制度作为政府公共服务的一项重要职责，住房保障工作被天津市政府列入20项民心工程首位，并写入政府工作报告。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。

建筑施工业与宏观经济变化密切相关。近年来，国内外经济形势低迷，固定资产投资维持增长态势但增速持续下滑，同期建筑施工业增速亦呈现下降趋势。2016年度，随着我国城市化以及PPP项目的推进，建筑施工业总产值增速回升，未来中长期内建筑施工业仍存在一定的发展机遇。

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来随着宏观经济及固定资产投资规模的增长，建筑施工业总产值保持增长趋势，产值增速于2010年达到最高点25.30%。而后伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于2015年跌至1.99%。2016年度，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为74.41万亿元，全国城镇固定资产投资完成额累计59.65万亿元，分别较上年同期增长6.70%和8.14%，尽管增速仍持续下滑趋势，但建筑业生产总值增速却有所回升，2016年全国建筑施工业企业完成总产值19.36万亿元，同比增长7.09%。

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，2016年行业产值利润率为2.90%。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业经验、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。

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。

(三) 业务运营

跟踪期内，该公司房地产开发业务收入上升，但毛利率有所下滑；因收入确认方式改变，建筑施工板块收入明显下降，同时公司大幅收缩钢材销售规模。整体来看，公司收入水平下降，盈利能力亦有所削弱。

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。2016年，因收入确认方式改变，公司施工业务收入大幅减少，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150.51亿元，同比减少27.79%，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52.31%、24.87%、6.58%和15.95%。2017年第一季度，公司营业收入为18.10亿元，同比下滑44.22%。跟踪期内，公司经营压力增大。

图表3. 公司营业收入构成情况(单位:亿元、%)

业务类别/金额	2014年度		2015年度		2016年度		2017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	46.89	17.76	36.46	17.49	37.43	24.87	2.84	15.7
建筑施工	127.38	48.24	117.19	56.22	78.73	52.31	9.26	51.17
新型建材生产和销售	68.11	25.80	32.32	15.51	9.90	6.58	0.95	5.25
科技服务	20.94	7.93	22.01	10.56	24.01	15.95	5.03	27.8
其他	0.73	0.28	0.46	0.22	0.43	0.29	0.02	0.08
合计	264.05	100.00	208.44	100.00	150.51	100.00	18.10	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，2016年分别为12.98%和16.95%，两项业务分别贡献了营业毛利的31.89%和26.71%；建筑施工、新型建材生产和销售毛利率较低，2016年分别为7.18%和2.93%，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37.07%，新型建材生产和销售业务利润贡献仅为1.90%。此外，公司其他业务毛利率虽高，但对整体经营的影响小。

图表4. 公司毛利率变动情况

毛利率	2014年度	2015年度	2016年度	2017年1-3月
房地产开发	20.80%	15.50%	12.98%	30.63%

建筑施工	4.46%	6.37%	7.18%	10.58%
新型建材生产和销售	1.47%	0.99%	2.93%	-1.05%
科技服务	20.46%	18.67%	16.95%	18.29%
其他	52.95%	77.43%	86.05%	50.00%
综合毛利率	7.99%	8.59%	10.13%	15.30%

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。2016年，受国内房地产市场升温影响，公司房地产板块销售额大幅上涨，当年完成合同销售面积 66.36 万平方米，较上年增加 47.57 万平方米；实现合同销售金额 56.78 亿元，较上年增加 36.75 亿元。

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
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	37.20	352.41	2.39	127.39	66.36	56.78
2017 年第一季度	-	249.89	-	-	5.80	4.60

资料来源：天津住宅集团

截至 2016 年末，该公司房地产在建项目 8 个，拟建项目 5 个。以上项目总投资额 322.55 亿元，其中限价房项目和商品房项目投资额占比分别为 65.63%和 34.37%；已完成投资额共计 217.86 亿元，后续尚需投入约 104.69 亿元，仍面临较大的投资需求。其中，棉三创意综合体项目由住宅、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 6. 截至 2016 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	项目状态
双青限价房	限价	90.58	90.2	136.37	50.74	38.12	在建
和苑西区一期		59.53	59.53	85.13	31.46	25.94	在建
云江里项目		17.80	11.3	19.83	6.07	4.13	在建

李明庄限价房	房	9.78	7.9	15.16	8.59	7.76	在建
雪莲路项目		9.64	0.9	11.69	0	0	拟建
密云路项目		24.35	1.54	30.00	0	0	拟建
小计		211.68	171.37	298.18	96.86	75.95	-
华城馨苑		9.67	8.66	16.90	12.84	8.91	在建
西安紫竹苑项目(1期+2期)	商	19.90	7.62	29.72	0	0	在建
棉三创意综合体(一期)	品	21.45	21.62	14.90	1.98	4.72	在建
乳山银滩项目	房	16.00	1.25	39.23	0	0	拟建
威海半月湾		5.00	1.4	4.26	0	0	拟建
生态城 32#		9.43	1.68	4.6	0	0	在建
生态城 41#		29.42	4.26	15.34	0	0	拟建
小计		110.87	46.49	124.95	14.82	13.63	-
合计		322.55	217.86	423.13	111.68	89.58	-

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。限价房作为保障性住房的一种类型，土地主要来源于拍卖，但最高土地拍卖价格受到限制。公司在项目资金回笼方面主要依靠定向销售收入。虽然限价房的预售节点早于普通商品房，对公司产生的资金压力相对较小，但购房者需达到政府规定的申购条件，符合要求的客源相对较少。并且，限价房售价由物价局专门核定，定价政策使得项目整体的盈利空间受到一定限制。

截至 2016 年末，该公司累计实现限价房开发建筑面积逾 1800 万平方米，其中 2016 年开发 274.48 万平方米。当年新开工面积为 2.39 万平方米，较上年增长 12.21%。跟踪期内，受国内房产升温以及完工面积增加影响，公司限价房销售呈显著上升态势。2016 年公司完成限价房销售面积 56.75 万平方米，较上年大幅增加 42.24 万平方米；合同销售金额 45.87 亿元，较上年大幅提升 33.62 亿元。

图表 7. 限价房项目每年的销售情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
合同销售金额(亿元)	13.27	12.25	45.87	1.34
销售面积(万平方米)	17.29	14.51	56.75	1.68

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，多处于天津市中环以内，周边基础设施较为完备，商业环境比较成熟。2016年公司商品房无新开工面积。当年公司完成销售面积 9.61 万平方米，比上年增加 5.33 万平方米；合同销售金额 10.90 亿元，较上年减少 3.12 亿元。

土地储备方面，2016 年该公司新增土地储备 2 块，均位于天津市内，总占地面积 12.20 万平方米，土地出让金合计 16.82 亿元，目前均已付清。截至 2016 年末，公司拥有土地储备占地面积（包括在建项目的拟建部分）约 138.37 万平方米，公司未来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，财政部门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，在收到财政部门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 4 块土地的整理任务，总投资 133.74 亿元，截至 2016 年末已投入 106.82 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，2016 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 8. 2016 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	2014-2016	83.00	73.38	150.2	0.53
东丽区雪莲路地块	9.80	2015-2017	4.36	1.31	0.00	0.01
东丽区崂山道地块	31.40	2015-2017	12.00	4.92	0.00	0.04
水岸银座土地整理	1.87	2015-2018	34.38	27.21	0.00	0.20
合计	395.63	-	133.74	106.82	150.2	0.78

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。2016 年公司物业出租率达 97.87%，实现租金收入 4,509.11 万元。

图表 9. 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
2014 年	19.63	19.52	4,119.56	99.44%
2015 年	19.29	19.01	4,674.82	98.58%
2016 年	19.20	18.79	4,509.11	97.87%
2017 年第一季度	19.18	19.00	1,226.57	99.08%

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。2016 年，随着营改增政策出台，施工企业由依据工程进度确认收入转为按照实际工程款发票开具金额确认收入，造成建筑施工板块同比确认收入下降。当年公司施工建设收入为 78.73 亿元，较上年减少 32.82%。公司实现中标工程 42 项，中标面积 180.50 万平方米，同比增长 5.17%；全年累计建筑施工面积 840 万平方米，与上年基本持平。2017 年第一季度公司实现中标工程 4 项，中标面积 10.88 万平方米。

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 2016 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，2016 年公司砂加气混凝土产品产能利用率为 19.80%，特种干粉砂浆石膏粉体材料产能利用率为 13.28%。

图表 10. 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	31.68 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	6.64 万吨

资料来源：天津住宅集团

该公司砂加气混凝土材料以对外销售为主，2016 年产销率为 106%，比上年下降 2 个百分点；同年外销占比达到 80.91%，较上年增加 15.83 个百分点。

图表 11. 天津住宅集团砂加气混凝土材料销售情况（单位：万立方米）

	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 第一季度
节能建筑材料产量	37.28	39.46	31.68	2.31
节能建筑材料销售量	34.34	42.61	33.73	2.86
其中：集团外企业采购量	28.96	27.73	27.29	0.36
产销率	92.11%	108%	106%	123.81%
对外销售量占比	84.33%	65.08%	80.91%	84.4%

资料来源：天津住宅集团

跟踪期内，该公司压缩了钢材贸易规模。2016 年公司钢材销售额为 8.40 亿元，同比减少 72.82%。当年公司建材销售收入为 9.90 亿元，同比大幅下滑 69.37%。

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。2016 年公司科技服务板块实现收入 24.01 亿元，同比增长 9.09%，其中安保服务、物业管理及住宅科研院贡献收入分别为 20.80 亿元、1.08 亿元和 0.81 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 2016 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。

跟踪期内，主要受借款规模扩大的影响，该公司负债水平维持在高位，2016年末公司负债总额 294.36 亿元，较上年末增长 1.77%，资产负债率为 82.66%，较上年末基本持平。2017年3月末，公司总负债小幅降至 294.04 亿元。

2016年末，该公司流动负债占负债总额的 57.75%，主要由应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债、预收款项、其他流动负债和其他应付款构成。2016年末公司应付账款余额为 42.73 亿元，较上年末减少 39.28%，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 91.43%的款项期限在 1 年以内；短期借款余额为 43.12 亿元，较上年末增长 22.00%，主要为保证借款；一年内到期的非流动负债为 30.21 亿元，较上年末增长 28.29%。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 8.81 亿元和 21.40 亿元；预收款项为 21.21 亿元，较上年末上升 27.71%，主要因预售房款增加；其他流动负债较上年末大幅增至 10 亿元，主要来自于当期发行的 4 亿元短期融资券及 6 亿元超短期融资券。此外，因一年以内往来款大幅增加，公司其他应付款较上年末增加 5.50 亿元至 10.07 亿元。2017年3月末，公司流动负债规模小幅降至 168.78 亿元，主要系一年内到期的非流动负债较年初减少 33.80%所致。

2016年末，该公司非流动负债规模为 124.32 亿元，较上年末增长 0.71%，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 95.45 亿元，较上年末增长 18.89%，且占非流动负债的 76.78%，主要为保证、抵押借款；应付债券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，年末余额为 14.15 亿元，较上年末减少 53.66%，主要系到期兑付总额 20 亿元的非公开定向债务融资工具以及企业债分期还本 20%所致；同期末，递延所得税负债为 8.79 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。2017年3月末，公司长期借款进一步增加，导致非流动负债增长至 125.25 亿元。

2016年末，该公司刚性债务较上年末增长 10.59%至 198.50 亿元，其中短期刚性债务占比 44.78%，较上年末增加 6.52 个百分点，即期偿债压力有所加大。公司刚性债务由金融机构借款、应付票据、应付债券

及其他短期刚性债务构成，2016年末分别为168.78亿元、4.36亿元、14.15亿元和11.21亿元。2017年3月末，公司刚性债务小幅下降至194.58亿元，主要为一年内到期的长期借款减少。

随经营规模的扩大，该公司资产规模持续扩张，2016年末资产总额为356.13亿元，较上年末增长2.14%。公司资产以流动资产为主，2016年末为297.98亿元，占总资产的83.67%。流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2016年末，货币资金为36.06亿元，能满足日常资金周转需求；应收账款为41.95亿元，较2015年末减少16.55亿元，主要为应收施工款减少；公司存货为202.78亿元，占流动资产比例超过65%，且因土地整理及房产项目的持续投入，存货较上年末增长13.09%。2017年3月末，公司流动资产为297.37亿元，存货及应收账款分别增至211.36亿元和46.84亿元，货币资金降至23.33亿元。

2016年末，该公司非流动资产为58.16亿元，投资性房地产占比达58.28%。公司投资性房地产以公允价值计量，2016年公允价值增加2.73亿元，年末投资性房地产为33.89亿元。2017年3月末，公司非流动资产增至58.49亿元，资产结构较年初未有重大变化。

截至2016年末，该公司受限资产账面价值合计67.12亿元，占公司资产总额的18.85%，在一定程度上影响了公司资产的流动性。其中，受限货币资金2.40亿元，主要为保证金及用于质押的银行存单；受限抵押资产64.72亿元，主要为抵押存货52.52亿元，抵押投资性房地产11.90亿元，抵押固定资产0.29亿元。

2016年，因营业收入的大幅下滑，该公司营业毛利同比减少14.91%至15.24亿元。当年房地产业务毛利率有所下降，但毛利率极低的建筑施工业务收入规模大幅下降，带动公司综合毛利率上升1.54个百分点至10.13%。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2.73亿元和0.69亿元，公允价值变动净收益来自投资性房地产公允价值变动，当年营业外收入主要包括0.49亿元政府补助及0.16亿元无法支付的工程款²。

2016年，该公司期间费用同比下降5.87%至8.02亿元，期间费用率为5.33%，同比增加1.24个百分点。公司三费支出以管理及财务费用为主，2016年分别占期间费用的43.02%和42.89%。2016年管理费用主要因折旧、办公等费用减少而同比下降5.25%；跟踪期内市场利率下行，

² 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。

使得财务费用同比减少 5.93%至 3.44 亿元；因运输、广告、销售代理等费用的下降，公司销售费用同比减少 8.19%至 1.12 亿元。当年公司土地增值税及营业税大幅下降，导致营业税金及附加同比减少 47.83%至 3.57 亿元。另外，2016 年公司坏账损失很少，公司资产减值损失规模仅为 0.10 亿元。

2016 年该公司主业盈利能力减弱，但非经常性收益增加，且税费支出减少，导致净利润同比增长 85.94%至 6.23 亿元，净资产收益率为 10.29%，较 2015 年提升 4.55 个百分点。2017 年第一季度，公司净利润为 0.31 亿元，同比下滑 24.39%。

2016 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，当年经营性现金流量净流出 12.85 亿元，较上年同比上升 70.12%。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。2016 年公司投资活动产生的现金流量净流出额同比下降 20.27%至 5.21 亿元，主要系在建工程持续投入以及投资支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额同比下降 70.84%至 13.51 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。2017 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-6.71 亿元、1.42 亿元和-7.45 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 2017 年 3 月末，公司共获得银行授信 205.09 亿元，尚未使用额度 49.08 亿元。

根据该公司提供的 2017 年 5 月 10 日《企业信用报告》，近三年公司本部无不良贷款和欠息情况发生。

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，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）该公司主要项目的销售及销售资金回笼情况；（3）限价房的变现速度；（4）土地一级开发项目的出让进度；（5）公司施工订单的承接情况；（6）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]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额[亿元]	304.11	348.68	356.13	355.86
货币资金[亿元]	45.80	41.31	36.06	23.33
刚性债务[亿元]	142.60	179.50	198.50	194.58
所有者权益 [亿元]	57.42	59.44	61.77	61.82
营业收入[亿元]	264.05	208.44	150.51	18.10
净利润 [亿元]	5.58	3.35	6.23	0.31
EBITDA[亿元]	12.60	10.17	11.49	—
经营性现金净流入量[亿元]	-38.18	-43.02	-12.85	-6.71
投资性现金净流入量[亿元]	-1.20	-4.33	-5.21	1.42
资产负债率[%]	81.12	82.95	82.66	82.63
长期资本固定化比率[%]	35.87	28.34	31.25	31.27
权益资本与刚性债务比率[%]	40.27	33.11	31.12	31.77
流动比率[%]	154.86	179.04	175.23	176.18
速动比率[%]	65.64	66.11	51.06	46.26
现金比率[%]	27.94	24.91	21.21	13.82
利息保障倍数[倍]	1.22	1.03	1.02	—
有形净值债务率[%]	458.57	516.57	502.61	501.78
营运资金与非流动负债比率[%]	108.60	106.17	102.91	102.66
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	8.80	3.78	3.00	—
存货周转速度[次]	1.89	1.23	0.71	—
固定资产周转速度[次]	31.81	22.15	16.04	—
总资产周转速度[次]	0.93	0.64	0.43	—
毛利率[%]	7.99	8.59	10.13	15.32
营业利润率[%]	2.51	1.64	4.25	3.81
总资产报酬率[%]	4.10	2.79	3.00	—
净资产收益率[%]	10.04	5.74	10.29	—
净资产收益率*[%]	8.96	5.44	10.29	—
营业收入现金率[%]	73.95	76.79	103.01	240.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.32	-26.10	-7.65	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.70	-16.06	-4.40	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-25.08	-28.73	-10.76	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.22	-17.67	-6.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.32	1.15	1.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.06	0.06	—

注：依据天津住宅集团经审计的2014-2016年财务报表及未经审计的2017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。