

天津市房地产发展(集团)股份有限公司

2015 年公司债券 2018 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期  
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券  
信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】跟踪第  
【143】号 01

债券简称：15 天房债  
增信方式：保证担保  
担保主体：天津房地产  
集团有限公司  
债券剩余规模：10 亿元  
债券到期日期：2020 年  
8 月 6 日  
债券偿还方式：每年付  
息一次，到期一次还本，  
附本期债券存续期第 3  
年末公司上调票面利率  
选择权和投资者回售选  
择权

**分析师**

姓名：  
杨再昆 林心平

电话：  
0755-82872836

邮箱：  
yangzk@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资  
信评估有限公司房地  
产行业企业主体长期  
信用评级方法，该评  
级方法已披露于公  
司官方网站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼  
电话：0755-82872897  
网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 天津市房地产发展（集团）股份有限公司 2015 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 04 月 24 日	2017 年 11 月 20 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对天津市房地产发展（集团）股份有限公司（以下简称“天房发展”或“公司”，股票代码：600322.SH）及其 2015 年 8 月 6 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到天津市房地产市场外部环境较好，近年公司房地产销售状况较好，短期收入有一定保障，并且天津房地产集团有限公司（以下简称“天房集团”）提供的保证担保一定程度上提升了本期债券的安全性；同时鹏元也关注到房地产调控政策持续收紧，行业库存去化能力受到较大影响，公司 2017 年合同销售规模下降，且区域集中度和楼面单价较高，未来库存去化和盈利可能承压，此外还面临较大的资金压力和短期偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 天津市房地产市场外部环境较好。天津市经济总量持续上升，2017 年全市生产总值（GDP）18,595.38 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.6%。同时天津市出台了加快建设“一基地三区”的实施意见，积极主动承接非首都功能，为天津市房地产发展提供较好的外部环境。
- 公司短期销售有一定保障。截至 2017 年末，公司主要房地产项目在建面积 128.81 万平方米（不含委托开发），短期收入有一定保障。
- 天房集团为本期债券提供的连带责任保证担保，提升了本期债券的安全性。天房集团业务发展迅速，业务可持续较强，其为本期债券提供的连带责任保证担保提

升了本期债券的安全性。

### 关注：

- **房地产调控政策持续收紧，行业库存去化能力受到较大影响。**2016 年四季度以来天津市人民政府陆续出台了限购、限贷以及限制融资等政策，房地产行业面临销量下滑和融资渠道收缩的冲击，行业库存去化能力受到较大影响。
- **2017 年房地产合同销售规模下降，应关注政策调控对公司经营的影响。**受强力调控政策等因素影响，2017 年公司实现合同销售面积 30.22 万平方米，同比减少 53.82%；全年实现合同销售金额 65.15 亿元，同比减少 43.25%，未来仍需关注楼市调控政策对公司经营的不利影响。
- **公司房地产开发业务区域集中度和部分土地储备楼面单价较高，未来库存去化和盈利可能承压。**截至 2017 年末，公司土地储备共 5 宗，规划计容面积 53.24 万平方米，全部位于天津市和苏州市，部分土地楼面单价较高，随着 2017 年房地产市场成交量回落，调控政策未有放松迹象，未来该等项目库存去化和盈利可能承压。
- **公司在建项目较多，面临较大资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建房地产项目计划总投资 210.08 亿元，已投资 130.72 亿元，尚需投资 79.36 亿元，在建项目后续投资支出压力较大。
- **公司短期偿债压力较大。**截至 2017 年末，公司剔除预收款项的资产负债率为 80.99%，速动比率为 0.26，EBITDA 利息保障倍数低，且将于一年内偿还的有息债务本金约 86.84 亿元，公司短期债务偿还压力较大。

### 发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,567,907.73	3,448,495.02	2,439,101.31
归属于母公司股东权益（万元）	438,066.33	416,289.95	454,224.43
有息债务（万元）	1,981,941.32	2,160,476.37	1,589,375.26
资产负债率	85.54%	84.76%	77.03%
资产负债率（剔除预收款项）	80.99%	81.49%	75.68%
流动比率	1.74	2.83	3.16
速动比率	0.26	0.53	0.48
营业收入（万元）	634,949.49	353,124.89	380,217.63
营业利润（万元）	45,275.55	-29,170.06	21,668.25
净利润（万元）	32,516.36	-24,772.94	18,226.03
综合毛利率	20.42%	30.17%	24.59%

总资产回报率	1.90%	0.83%	2.20%
EBITDA（万元）	73,050.91	31,061.50	53,117.15
EBITDA利息保障倍数	0.51	0.22	0.49
经营活动现金流净额（万元）	198,466.73	-220,953.29	-360,552.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

#### 担保方天房集团主要财务指标：

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	21,328,019.91	20,974,428.53	17,790,017.95	13,300,200.63
归属于母公司所有者权益合计（万元）	411,152.86	242,887.76	250,374.27	353,459.46
资产负债率	85.81%	86.43%	84.82%	85.93%
营业总收入（万元）	762,141.18	2,376,753.32	3,190,545.41	1,746,502.08
净利润（万元）	2,340.21	-39,773.00	72,923.93	-62,514.98
经营活动现金流净额（万元）	303,074.35	-1,391,053.33	-2,033,697.25	-2,051,074.44

资料来源：天房集团2014-2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年8月6日面向合格投资者公开发行10亿元公司债券，发行利率5.80%。募集资金用于偿还金融机构借款和补充流动资金，募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本、控股股东和实际控制人均未发生变更，主营业务未发生重大变化。截至2017年末，公司第一大股东天房集团持有公司的股权比例为26.74%，持股数量为29,568.99万股，其中14,700.00万股已行使质押，占其持股数量的49.71%。公司实际控制人仍为天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）。

2017年公司合并范围新增2家控股子公司，为天津燊泰房地产有限公司、天房紫荆（深圳）投资发展有限公司，持股比例分别为50.00%和55.00%。

**表 1 2017 年新纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
天津燊泰房地产有限公司	10,000.00	50.00%	房地产开发	新设
天房紫荆（深圳）投资发展有限公司	1,000.00	55.00%	实业投资	新设

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为356.79亿元，归属于母公司股东权益为43.81亿元，资产负债率为85.54%；2017年度，公司实现营业收入63.49亿元，利润总额4.53亿元，经营活动现金净流入19.85亿元。

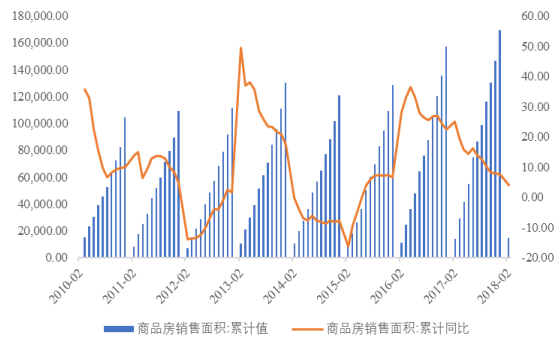
## 三、运营环境

**2017年房地产调控政策总体偏紧，但三、四线城市商品房成交活跃，价格抬升，带动全国商品房销售实现增长**

自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，2017年本轮政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，以去库存为主，成为市场成交主力。根据国家统计局数据，2017年全国商品房销售面积16.94亿平方米，同比增长7.7%；商品房销售额13.37万亿元，同比增长13.7%。其中40大中城市中的三线城市商品房销售面积同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%；二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%；一线城市商品房销

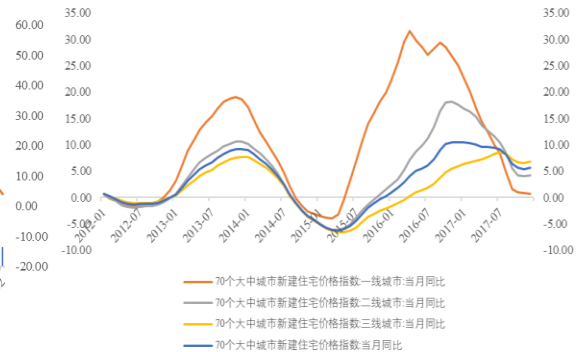
售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%。

图1 我国商品房销售情况（亿元，%）



资料来源：Wind，鹏元整理

图2 新建住宅价格指数同比变化（%）



资料来源：Wind，鹏元整理

政策调控持续收紧，房价增速快速回落，其中一线城市调控最为严厉，市场呈“量缩价稳”态势；二线城市次之，2017年房价仍保持一定增长；而三线城市政策环境相对宽松，2017年市场成交旺盛，价格增速依然较快，但第四季度以来略有回落。总体来看，2017年三、四线城市表现较好，受棚改货币化安置、房地产市场热度由二线城市向三、四线城市外溢以及相对宽松的政策环境等因素影响，预计2018年将有所延续；对于部分二线城市，如南京、天津、武汉和兰州以“落户宽松、人才吸引”为主要抓手，边际政策有所松动，有望带动区域市场成交；一线城市短期仍然保持严厉的调控趋势，量价企稳。

**房屋新开工面积保持增长，库存去化周期略有缩短，但整体去化仍面临一定压力；土地成交量价齐升，一线城市房企拿地意愿增强，三线城市土地成交量迅速放大**

2015年以来，全国房地产市场销售情况较好，2016年房屋新开工面积增速转正，受政策调控影响，2017年全国房屋新开工面积同比增长7.0%，较上年增速回落1.1个百分点，全年房屋开售比<sup>1</sup>为1.05，降至近年较低水平。考虑到房屋新开工面积包含地下面积，2017年实际新开工的可销售面积少于当年商品房销售面积，因而2017年房屋库存持续下降。截至2017年末，全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.0%，同时受市场成交量较好影响，2017年广义房屋库存去化周期<sup>2</sup>下降至55.36个月，较上年下降2.3个月。目前来看，虽然房地产库存连续下降，但全国库存量依然庞大，库存去化依然面临一定压力。

<sup>1</sup> 开售比=当年房屋新开工面积/当年商品房销售面积

<sup>2</sup> 广义房屋库存去化周期=当期期末施工面积/连续12月商品房销售面积

图3 房屋新开工面积增速（左轴，%） 图4 广义（左轴）与狭义（右轴）房屋去化周期



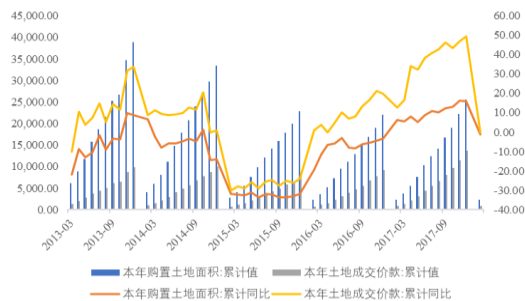
资料来源：Wind，鹏元整理



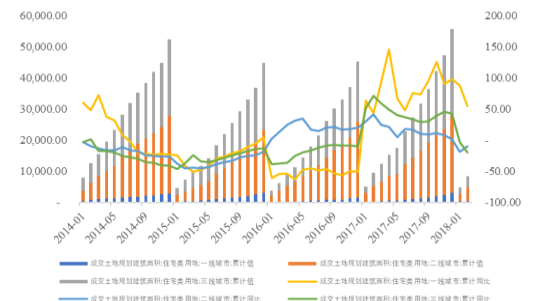
资料来源：Wind，鹏元整理

2017年房地产市场销售状况依然较好，库存去化周期有所缩短，房地产企业购置土地积极性较强，全年市场购置土地面积2.55亿平方米，同比增长15.8%；全年土地成交价款1.36万亿元，同比增长49.4%，土地成交价款增速明显高于购置土地面积增速，平均土地价格上升。按城市分层来看，2017年一线城市摆脱负增长，全年住宅类成交土地规划建筑面积3,046.80万平方米，同比增长98.7%；二线城市表现平稳，较上年小幅增长；三线城市住宅类土地市场表现强劲，全年成交土地规划建筑面积2.79亿平方米，同比增长43.0%。总体来看，2017年土地市场成交旺盛，价格走高，其中一线城市房地产企业拿地意愿增强，三线城市在库存去化支撑下，住宅类土地成交量快速放大。

图5 土地购置情况（万平方米，亿元，%） 图6 住宅类土地成交情况（万平方米，%）



资料来源：Wind，鹏元整理



资料来源：Wind，鹏元整理

**2017年房地产市场集中度继续上升，大型房地产企业拿地加快，融资成本优势突出，中小型房地产企业运营压力加大，面临被整合风险，未来行业集中度将进一步抬升**

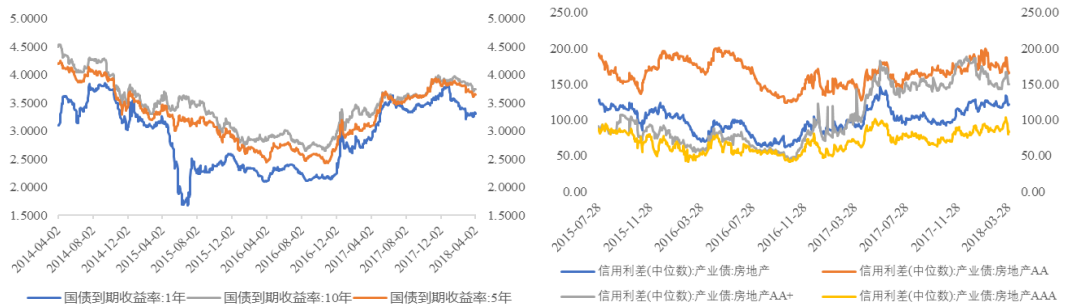
随着房地产市场不断发展，我国房地产市场集中度持续上升。根据中国指数研究院发布的数据，2017年全国商品房销售额超过100亿元企业144家，同比增加13家；前15大房地产企业销售额合计3.80万亿元，占同期全国商品房销售额的28.42%，较上年增加5.99个百分点；前15大房地产企业销售面积合计2.88亿平方米，占同期全国商品房销售面积的



17.00%，较上年增加2.44个百分点。根据Wind数据及相关公开资料，2017年15家主流<sup>3</sup>房地产企业拿地规划建筑面积占100大中城市成交土地规划建筑面积的比重约为42%，15家主流房地产企业拿地面积与当期销售面积比值约为1.92，2016年以来主流房地产企业拿地意愿强烈，预计未来房地产市场销售集中度将明显上升。

从融资来看，2017年国债到期收益率波动走高，年末5年期国债到期收益率约为3.8149%，无风险收益率较2016年明显上升，2018年以来小幅回落。AA+级房地产信用利差快速上行，逐渐接近AA级，在无风险收益率快速上升过程中，AA和AA+级房地产企业融资成本偏高，整体抗风险能力趋弱；而AAA级房地产企业信用利差基本保持平稳，融资成本相对较低，融资成本优势突出。除融资成本大幅上升外，非市场化招拍挂制度、土地保证金制度、预售证监管等供给端制度的推行加剧了中小型房地产企业的运营压力，为市场提供了大量兼并机会，未来行业集中度将进一步提高。

图7 中证国债到期收益率走势(%) 图8 兴业房地产信用利差中位数走势(BP)



资料来源：Wind，鹏元整理

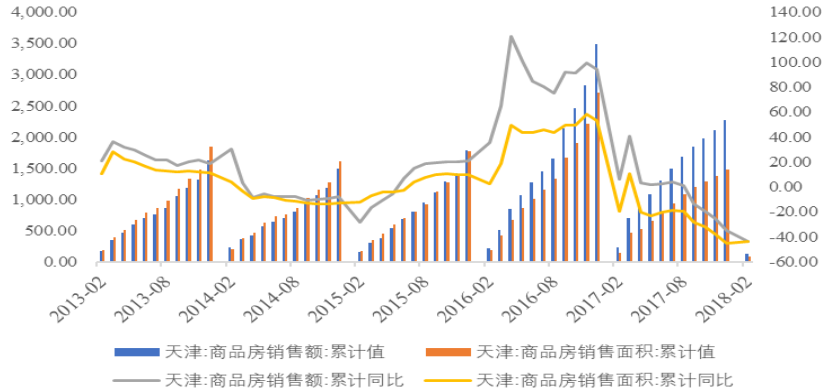
资料来源：Wind，鹏元整理

**2016年四季度以来，受楼市限购政策影响，天津和苏州区域房地产成交显著下滑，但天津市作为京津冀协同发展重要城市，房地产外部发展环境依然较好**

2016年四季度开始，天津市出台房屋限购政策，拥有1套及以上住房的非本市户籍的居民家庭、拥有2套及以上住房的天津市户籍居民家庭，暂停在市内六区和武清区范围内再次购买住房，同时进行了预售证管理和差别化住房信贷管理，楼市限购政策推行后，符合条件的购房者数量减少，需求方面有一定抑制，同时限价政策压缩企业盈利空间，企业开发和销售意愿下降。2017年天津市商品房销售面积1,482.12万平方米，同比下降45.30%；商品房销售额2,272.30亿元，同比下降34.70%。

<sup>3</sup> 15家主流房地产企业：碧桂园、恒大地产、万科、融创中国、保利地产、中海地产、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、世茂地产、富力地产和远洋地产。

图9 2013年以来天津商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，鹏元整理

天津市经济总量持续上升，2017年全市生产总值（GDP）18,595.38亿元，按可比价格计算，同比增长3.6%。其中第一产业增加值218.28亿元，增长2.0%；第二产业增加值7,590.36亿元，增长1.0%；第三产业增加值10,786.74亿元，增长6.0%。2017年天津市工业增加值6,863.98亿元，增长2.3%；全社会固定资产投资11,274.69亿元，增长0.5%，同时天津市出台了加快建设全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区，即“一基地三区”的实施意见，积极主动承接非首都功能，为天津市房地产发展提供较好的外部环境。

2016年四季度开始，苏州市陆续出台调控政策，区域房地产市场热度有所回落，2017年苏州市商品房销售面积1,936.66万平方米，同比下降22.30%；商品房销售额2,893.63亿元，同比下降12.90%。2017年房贷利率不断上升情况下，苏州市房地产市场仍然保持一定的销售规模。短期来看，苏州市房地产政策未有放松迹象，且2017年房屋新开工面积同比下降13.5%，预计未来一定时间期内苏州市房地产成交可能继续回落。

#### 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事房地产开发经营、建筑材料、房屋出租等业务。2017年公司实现营业收入63.49亿元，同比增长79.81%，其中房地产开发经营收入为61.43亿元，同比增长83.85%，占营业收入比重达96.75%，是公司营业收入大幅增长的主要动力。建筑材料销售、房屋出租、物业管理及其他业务收入规模较小。

从毛利率来看，2017年公司综合毛利率为20.42%，主要因公司年内结转房地产项目成本偏高，导致房地产开发经营业务毛利率下降所致。

**表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发经营	614,284.74	20.40%	334,113.86	30.78%
建筑材料	8,694.50	1.66%	8,457.13	1.55%
房屋出租	6,332.57	15.40%	6,971.73	24.27%
物业管理及其他	5,637.67	57.39%	3,582.16	51.72%
<b>合计</b>	<b>634,949.49</b>	<b>20.42%</b>	<b>353,124.88</b>	<b>30.17%</b>

资料来源：公司提供

### 2017年以来，房地产市场的强力调控政策未有放松迹象，公司房地产合同销售面积和合同销售金额同比大幅下滑

公司主要从事房地产开发经营业务，其经营模式和业务环节主要包括获取土地项目、开发产品规划设计、项目建设、项目销售和竣工交付结算等环节。自2016年四季度大规模房地产调控政策出台后，2017年以来强力的调控政策未有放松迹象。受此影响，2017年公司合同销售面积30.22万平方米，合同销售金额65.15亿元，同比分别下降53.82%和43.25%，降幅较大。

近年公司施工面积保持在高位，因公司持有红咸雅苑和红咸商务中心项目权益比例均为26%，公司将其移出了施工面积统计范围，导致2017年施工面积较上年下降16.99%。从结算来看，因2016年合同销售状况较好，2017年公司结转房地产收入达61.43亿元，同比增长83.85%，为近年新高。从结算的主要项目来看，新盈庄园、天欣锦园、天欣颐园等项目的结转成本较高，拉低了房地产业务毛利率，导致2017年公司房地产开发经营业务毛利率下降至20.40%，较上年下降10.38个百分点。

**表 3 公司房地产开发经营业务情况**

项目	2017 年	2016 年	同比变化
施工面积（万平方米）	219.65	264.60	-16.99%
竣工面积（万平方米）	27.46	23.20	18.36%
合同销售面积（万平方米）	30.22	65.44	-53.82%
合同销售金额（亿元）	65.15	114.80	-43.25%
结算金额（亿元）	61.43	33.41	83.85%

注：2017 年红咸雅苑和红咸商务中心项目不再纳入统计范围，下同。

资料来源：公司提供

自2016年9月底以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷等政策，天津市在2016年9月、2016年11月、2017年3月相继出台房屋限购、限贷等政策，楼市调控政策持续加码，购房资格收紧，市场成交趋冷，公司房地产业务受到较大影响，未来需求

注房地产政策调控对公司经营的影响。

公司在售项目去化程度尚可，在建项目较多，面临较大资金压力；公司土地储备区域集中度较高，2016年以来拿地楼面单价较高，未来存库去化和盈利可能承压

2017年房地产调控政策依然严厉，公司当年合同销售面积回落至30.22万平方米，其中澜岸雅苑、美域澜苑、美域新城、盛庭花园等项目仍保持一定的销量，而天欣锦园、天欣颐园因周边新盘竞争，盛庭花园、盛雅佳苑因政府限价，项目去化缓慢。截至2017年末，公司主要在售房地产项目剩余可售面积30.30万平方米，剩余可售面积不多，对未来业绩表现构成一定的不利影响。

**表 4 截至 2017 年末公司主要在售房地产项目销售情况（单位：万平方米）**

项目	类型	城市	计容建筑面积	累计销售面积	剩余可售面积	2016 年销售面积	2017 年销售面积
天欣锦园、天欣颐园	商品房	天津	16.42	12.20	4.12	5.89	1.94
新科园	商品房	天津	14.27	13.70	0.57	6.52	2.34
新盈庄园	商品房	天津	15.27	14.97	0.30	10.36	1.60
美域新城（60%）	商住	天津	39.37	12.50	0.32	5.00	3.48
天津湾 CD 地块（50%）	商住	天津	53.66	16.58	0.31	3.21	0.68
澜岸雅苑、美域澜苑	商品房	天津	11.28	11.17	0.08	6.25	3.67
栖塘佳苑	商品房	天津	5.32	3.17	1.26	2.23	0.94
美塘佳苑	商品房	天津	8.86	8.12	0.39	7.66	0.34
盛庭花园	商品房	天津	44.70	19.04	16.23	12.63	6.41
盛雅佳苑	商品房	天津	11.38	5.22	5.16	3.18	2.04
心著华庭	商品房	苏州	7.76	6.19	1.39	1.82	4.37
平江风华雅苑（51%）	商品房	苏州	2.92	2.32	0.17	-	2.32
<b>合计</b>			<b>231.21</b>	<b>125.18</b>	<b>30.30</b>	<b>64.75</b>	<b>30.13</b>

注：美域新城项目公司权益比例为 60%，天津湾 CD 地块公司权益比例为 50%，平江风华雅苑项目公司权益比例为 51%。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司继续加大盛庭花园的建设进度，全年投入资金10.61亿元，同时盛雅佳苑和天津湾CD地块也取得一定进展，当年合计投资额3.81亿元。2017年公司开始对苏州市的吴依里（苏地2015-WG-22号地块）、苏地2015-WG-23号地块和苏地2015-WG-24号地块建设，预计2018年内预售。截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资210.08亿元，已投资130.72亿元，尚需投资79.36亿元，在建项目后续投资支出压力较大。

**表 5 截至 2017 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	项目类型	计划投资	已投资	规划计容建筑面积	在建面积
美域新城	商住	16.86	9.25	39.37	8.13
盛庭花园	商品房	64.05	54.08	44.70	47.29

融邦大厦	商业写字楼	4.43	0.46	5.21	-
天津湾 CD 地块	商住	65.54	22.43	53.66	40.17
盛雅佳苑	商品房	25.17	19.52	11.38	14.35
心著华庭	商品房	17.00	13.71	7.76	10.56
吴依里（苏地 2015-WG-22 号地块）	商品房	3.85	2.81	1.08	2.28
苏地 2015-WG-23 号地块	商品房	4.01	2.38	1.21	2.47
苏地 2015-WG-24 号地块	商品房	9.17	6.08	1.93	3.56
<b>合计</b>		<b>210.08</b>	<b>130.72</b>	<b>166.30</b>	<b>128.81</b>

注：在建面积含地下面积。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司土地储备主要围绕开发项目进行，公司一般在已开发项目进入销售尾盘，再进行下轮土地储备，以避免运营资金的占用和流动性压力。2017年公司摘得天津市三处地块，分别为津北勤（挂）2017-020号、津东丽津（挂）2017-021号和津滨汉（挂）2017-1号，其中津北勤（挂）2017-020号地块位置较好，楼面单价较高。我们关注到，公司2016年以来新增购置土地的单位成本相对较高，土地储备集中在天津和苏州两地，集中度较高，且限购政策尚未有放松迹象，未来公司房地产项目的去化和盈利将面临较大压力。

**表 6 截至 2017 年末公司土地储备情况（单位：元/平方米、亿元、万平方米）**

项目	所在区域	楼面单价	成交总价	项目类型	规划计容建筑面积
苏地 2016-WG-31 号地块	苏州市相城区元和街道永方路东、沈思港路南	19,196	40.25	商品房	20.97
苏地 2016-WG-32 号地块	苏州市相城区元和街道永方路东、阳澄湖西路北	18,450	27.07	商品房	14.67
津北勤（挂）2017-020 号	天津河北区天泰路与普济河道交口、勤俭桥以南	42,443	27.80	住宅、商业	6.55
津东丽津（挂）2017-021 号	天津东丽区津滨大道与沙柳路交口西北侧	27,000	14.60	城镇住宅	5.48
津滨汉（挂）2017-1 号地块	滨海新区汉沽四经路西侧	5,081	2.83	商品房	5.57
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>112.55</b>	<b>-</b>	<b>53.24</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体而言，2017年受政策影响，公司销售回落，但公司剩余可售面积相对不多，整体去化情况尚可。但我们关注到公司在建项目及后续储备土地开发尚需投资规模较大，拿地成本较高，天津、苏州限购政策持续，未来需关注政策变动对公司业务产生的不确定性影响。

**公司建筑材料销售、房屋出租和物业管理及其他业务给公司收入及利润带来有益补充，但整体规模较小**

公司建材销售业务主要由公司下属子公司天津市凯泰建材经营有限公司（以下简称

“凯泰建材”）负责，其经营模式为凯泰建材统一采购建筑材料，并供应给各个房地产项目，同时部分建筑材料对外销售，主要销售商品包括建筑材料、机械设备、家具、石材、电梯等。2017年公司实现建筑材料销售收入8,694.50万元，较上年小幅增长。该业务规模相对较小，且属于商贸流通业务，毛利率较低，盈利能力较弱。

公司房屋出租收入主要来源于吉利大厦、公司开发项目所建设的公建、底商、车库以及部分投资性房地产租赁。吉利大厦系公司控股子公司天津吉利大厦有限公司持有并经营，坐落于天津市南京路和滨江道交口，总建筑面积6.1万平方米，可出租面积4.3万平方米。除吉利大厦外，公司部分投资性房地产已委托天津市天房物业管理有限公司经营管理，车库主要由天津市德霖停车场有限公司管理。2017年公司实现房屋出租收入6,332.57万元，同比略有下降。

公司物业管理及其他收入主要来源于子公司天津市华升物业管理有限公司的物业收入以及大寺新家园公共租赁住房的委托开发服务费收入，随着管理项目增加，公司物业管理及其他业务收入有所增长。2017年实现物业管理及其他收入5,637.67万元，同比增长57.38%，且毛利率水平较高。

整体而言，公司建筑材料销售、房屋出租和物业管理及其他业务给公司收入及利润带来有益补充，但整体规模较小。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2017年公司新设立2家子公司纳入合并报表范围，截至2017年底公司纳入合并报表范围的子公司共21家。

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，主要为在建及竣工待售的房地产项目，其中部分资产已用于抵押，整体资产流动性一般**

随着公司房地产项目开发规模扩大，资产规模大幅增长，2017年末公司资产总额达356.79亿元，较上年末增长3.46%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017年末占比94.35%。

公司流动资产主要有货币资金、存货和其他流动资产构成。截至2017年末，公司货币资金余额39.17亿元，同比下降23.67%，主要系当年偿还借款、拿地和投资项目所致，公司其他货币资金6.25万元，货币资金受限规模不大。公司存货主要包括开发成本和开发产品，其中开发成本255.04亿元，主要为在建项目及土地储备；开发产品31.21亿元，主要为竣工待售的房产项目，开发产品规模与上年末基本持平，主要系天津湾CD地块、新盈庄园、新科园等完工项目结算所致。因存货的可变现净值低于账面价值的金额，2017年公司对盛庭丽景花园项目计提存货跌价准备0.75亿元。截至2017年末，存货中账面价值120.94亿元的存货已用于借款抵押，抵押比率为42.36%。近年公司存货规模增长较快，但当前天津、苏州限购政策严厉，对公司存货去化产生较大影响，同时也存在一定跌价损失风险。公司其他流动资产主要为预交营业税、预交土地增值税及预交的企业所得税，2017年末公司其他流动资产期末账面价值11.01亿元，主要系预缴增值税、土地增值税和企业所得税增加所致。

公司投资性房地产主要为用于出租的吉利大厦、公建、商铺和车库等，投资性房地产采用成本法计量，2017年末公司投资性房地产账面价值为12.43亿元，逐年减少，主要是折旧增加所致。

整体来看，公司资产规模持续增长，存货占比较大，且120.94亿元存货已用于抵押，占总资产比重33.90%，资产流动性受到一定限制。

**表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	391,724.81	10.98%	513,174.52	14.88%
存货	2,855,348.80	80.03%	2,634,165.95	76.39%
其他流动资产	110,135.80	3.09%	75,906.96	2.20%
<b>流动资产合计</b>	<b>3,366,415.85</b>	<b>94.35%</b>	<b>3,238,370.05</b>	<b>93.91%</b>
投资性房地产	124,286.88	3.48%	129,708.10	3.76%
<b>非流动资产合计</b>	<b>201,491.88</b>	<b>5.65%</b>	<b>210,124.97</b>	<b>6.09%</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,567,907.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,448,495.02</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

### 资产运营效率

公司存货规模较大，对营运资金形成较大占用，整体运营效率不高

近年随着公司开发成本不断增长，存货规模持续增加，2016年存货周转天数较多，2017年结算面积较多，存货周转有所加快，而2016年房地产行业存货周转天数约为1,286天，

公司存货周转效率仍低于行业平均值。因存货周转天数下降明显，2017年公司净营业周期明显缩短。

由于公司主要从事房地产开发业务，存货是公司最主要资产，土地购置以及房地产项目开发投入规模较大，导致对营运资金形成较大占用，因而流动资产及总资产周转效率与存货周转变化的整体一致。

**表 8 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2017年	2016年
存货周转天数	1,955.46	3,329.94
流动资产周转天数	1,872.37	2,810.94
总资产周转天数	1,989.06	3,001.11

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

**2017年公司营业收入明显增加，同时积极缩减费用，净利润实现扭亏。但公司2016年以来拿地成本较高，未来去化和盈利将面临较大压力，需关注楼市调控政策对公司房地产销售产生的不利影响**

2017年公司实现营业收入63.49亿元，同比增长79.81%，主要系当年结算房产销售面积较多所致。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于房地产开发经营业务，收入规模受项目结算量影响较大。截至2017年末，公司预收款项余额85.45亿元，随着预售项目交付结转，短期收入仍有一定支撑。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为20.42%，较上年下降9.75个百分点，主要因所结转房地产项目成本较高所致。

利润方面，2017年公司实现营业利润4.53亿元，实现扭亏，一方面当年结转的销售规模较大，毛利实现增长；另一方面因市场热度回落，2017年公司销售状况一般，当期资本化利息较上年增加，而计入期间损益的管理费用、销售费用和财务费用同比均呈大幅下降状态，期间费用率大幅下降至8.63%。

营业外收入主要为子公司天津市天房海滨建设发展有限公司收到汉沽区政府土地整理返还收益款，2017年规模大幅下降，主要系新颁布的会计准则将资产处置收益等其他收益列入营业利润中所致，公司当年按照新准则计入营业利润中的资产处置收益和其他收益合计9,884.30万元。

整体来看，2017年公司营业收入大幅增长，同时积极缩减费用，净利润实现扭亏。但我们也关注到，公司2016年以来拿地成本较高，未来去化和盈利将面临较大压力，需关注楼市调控政策对公司房地产销售产生的不利影响。



**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
营业收入	634,949.49	353,124.89
营业利润	45,275.55	-29,170.06
营业利润率	7.13%	-8.26%
营业外收入	66.67	13,084.08
利润总额	45,306.56	-16,242.66
净利润	32,516.36	-24,772.94
综合毛利率	20.42%	30.17%
期间费用率	8.63%	24.10%
总资产回报率	1.90%	0.83%
营业收入增长率	79.81%	-7.13%
净资产收益率	6.24%	-4.56%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

近年公司预收房款大幅增长，销售回款情况较好，2017年经营活动现金流呈净流入；但地产项目开发、购置土地以及债务偿还需消耗大量资金，公司资金压力较大

公司营业收入主要来源于房地产开发经营业务，2017年收现比有所回落，但资金回笼状况依然较好。同时，公司房地产项目投资规模扩大以及土地购置支出导致购买商品、接受劳务支付的现金也有所增加，受地产调控政策影响，2017年公司拿地和土建支出规模缩减。此外，公司往来款规模较大，主要系拍地预交保证金及退回影响较大，2017年有所改善。受上述因素影响，2017年公司经营活动现金净流入19.85亿元。

近年公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款和发行债券，随着销售回款增长，2017年公司偿还了部分债务，当年筹资活动现金净流出31.41亿元。

截至2017年末，公司主要在建房地产项目尚需投入资金79.36亿元，此外，公司需要不断储备土地，公司仍然存在较大的资金压力。考虑到公司是境内A股上市的国有控股企业，控股股东实力较强，公司可通过定增、发行公司债券、资产证券化产品等方式进行融资，融资渠道较为多样，有助于降低融资成本。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
收现比	1.43	2.35
销售商品、提供劳务收到的现金	909,491.03	830,171.47
收到其他与经营活动有关的现金	402,857.83	661,736.46

经营活动现金流入小计	1,312,348.86	1,491,907.93
购买商品、接受劳务支付的现金	577,234.12	879,432.36
支付其他与经营活动有关的现金	425,393.77	732,391.30
经营活动现金流出小计	1,113,882.12	1,712,861.22
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>198,466.73</b>	<b>-220,953.29</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,221.01</b>	<b>-13,159.38</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-314,137.45</b>	<b>436,237.53</b>
现金及现金等价物净增加额	-114,449.71	202,124.86

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障水平较低，公司面临较大的短期偿债压力

近年公司股东权益规模持续减少，2017年末公司所有者权益下降至51.59亿元，主要系控股子公司权益分红，致使少数股东权益萎缩。负债方面，近年公司债务规模持续增加，截至2017年末，公司负债总额305.20亿元，由于股东权益减少，公司净资产对负债的保障能力持续下降。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
负债总额	<b>3,051,969.26</b>	<b>2,923,069.31</b>
其中：流动负债	1,935,370.49	1,143,209.32
非流动负债	1,116,598.77	1,779,859.99
股东权益	<b>515,938.47</b>	<b>525,425.71</b>
产权比率	<b>591.54%</b>	<b>556.32%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司负债合计305.20亿元，其中流动负债合计193.54亿元，占总负债比重的63.41%，较2016年末上升24.30个百分点，主要系房屋销售预收款为主的预收账款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年末公司短期借款余额为5.95亿元，均为向银行取得的保证借款。公司应付款项主要为应付已结算尚未到期的工程款。公司预收款项主要为预收房地产项目销售款，2017年公司实现合同销售金额65.15亿元，年末预收款项增加至85.45亿元。公司其他应付款主要为往来款项和待结算土地增值税，受往来状况和主营业务开发情况影响存在一定波动。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，由2016年末的35.48

亿元增长至80.74亿元，短期债务偿还压力迅速加大。

截至2017年末，公司长期借款余额为87.58亿元，同比下降23.27%，主要因将于一年内到期部分分类至流动负债所致。从长期借款构成来看，其中保证借款32.10亿元，保证及抵押、质押借款41.00亿元，保证及抵押借款14.48亿元。截至2017年末，公司应付债券余额为23.93亿元，同比下降62.33%，主要系39.85亿元应付债券将于一年内到期，分类至流动负债所致。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	59,505.00	1.95%	29,095.00	1.00%
应付账款	64,567.91	2.12%	49,746.12	1.70%
预收款项	854,493.46	28.00%	609,898.27	20.86%
其他应付款	60,147.30	1.97%	67,273.55	2.30%
一年内到期的非流动负债	807,373.16	26.45%	354,793.00	12.14%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,935,370.49</b>	<b>63.41%</b>	<b>1,143,209.32</b>	<b>39.11%</b>
长期借款	875,785.00	28.70%	1,141,435.00	39.05%
应付债券	239,278.15	7.84%	635,153.37	21.73%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,116,598.77</b>	<b>36.59%</b>	<b>1,779,859.99</b>	<b>60.89%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,051,969.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,923,069.31</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>1,981,941.32</b>	<b>64.94%</b>	<b>2,160,476.37</b>	<b>73.91%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务规模较大，截至2017年末，公司有息债务为198.19亿元，占负债总额的比重为64.94%，规模较2016年末有所下降，但将于一年内到期的有息债务规模较大，公司预计将于2018年偿还86.84亿元有息债务本金，短期偿债压力较大。

**表 13 截至 2017 年末公司有息债务偿还期限静态分布表（单位：万元）**

项目	2018年	2019年	2020年及以后	合计
有息债务本金	868,383.00	615,785.00	497,773.32	<b>1,981,941.32</b>
利息支出	109,602.30	52,268.10	42,260.95	<b>204,131.35</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债指标来看，2017年末公司资产负债率为85.54%，剔除预收房款的资产负债率为80.99%，较2016年末略有下降，但仍处于高水平。短期偿债指标方面，2017年末，公司流动比率和速动比率分别为1.74和0.26，较2016年末均明显下降，公司短期偿债压力加大。受2017年公司利润大幅改善影响，EBITDA大幅增加，但EBITDA利息保障倍数依然低。

**表 14 公司偿债能力指标**

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	85.54%	84.76%
资产负债率（剔除预收款项）	80.99%	81.49%
流动比率	1.74	2.83
速动比率	0.26	0.53
EBITDA（万元）	73,050.91	31,061.50
EBITDA利息保障倍数	0.51	0.22

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 天房集团为本期债券提供的连带责任保证担保，提升了本期债券的安全性

根据天房集团出具的担保函，天房集团在本期债券的存续期间为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。承诺在本期债券发行首日至本期债券到期日后6个月内，如公司不能按期兑付债券本金及到期利息，天房集团保证将本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用等一并划入本期债券持有人或本期债券受托管理人指定的账户。

2016年，天房集团注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变更，天津市人民政府国有资产监督管理委员会持有天房集团100%股权，为其控股股东及实际控制人。

天房集团是天津市乃至全国知名房地产企业，在天津市房地产市场具有较强的区域竞争优势。2016年天房集团主营业务未发生变化，收入仍主要来自房地产开发、建材销售、工程施工以及代建等业务。2016年天房集团实现营业收入237.37亿元，较上年下降25.40%，主要业务板块收入较上年均有不同程度下降，其中房地产开发收入137.03亿元，较上年下降30.02%，商品销售收入66.44亿元，较上年下降24.16%，工程收入10.34亿元，较上年下降25.07%；2016年天房集团各板块毛利率涨跌互现，但由于收入占比最大的房地产开发业务毛利率较上年有所下降，使得天房集团综合毛利率较上年下降2.75个百分点。2017年上半年天房集团房地产开发收入38.93亿元，主要系房地产销售尚未结转收入所致。

**表 15 天房集团营业收入及毛利率构成（单位：亿元）**

项目	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发收入	38.93	22.00%	137.03	21.97%	195.82	28.46%
商品销售收入	16.03	0.83%	66.44	3.02%	87.60	0.23%

工程收入	14.19	3.33%	10.34	4.96%	13.80	14.82%
代建收入	1.03	13.55%	1.95	15.93%	2.81	19.39%
其他	5.62	52.03%	18.40	50.92%	15.52	49.52%
<b>主营业务小计</b>	<b>75.80</b>	<b>16.14%</b>	<b>234.15</b>	<b>18.07%</b>	<b>315.56</b>	<b>20.98%</b>
其他业务小计	0.17	-22.02%	3.21	49.02%	2.62	52.12%
<b>合计</b>	<b>75.96</b>	<b>16.06%</b>	<b>237.37</b>	<b>18.49%</b>	<b>318.18</b>	<b>21.24%</b>

资料来源：天房集团提供，鹏元整理

截至2016年12月31日，天房集团资产总额为2,097.44亿元，所有者权益为284.53亿元，资产负债率为86.43%；2016年度，天房集团实现营业总收入237.68亿元，利润总额4.30亿元，经营活动现金净流出139.11亿元。

截至2017年6月30日，天房集团资产总额为2,132.80亿元，所有者权益为302.67亿元，资产负债率为85.81%；2017年1-6月，天房集团实现营业总收入76.21亿元，利润总额0.90亿元，经营活动现金净流入30.31亿元。

**表 16 天房集团主要财务指标**

项目	2017年6月	2016年	2015年
总资产（万元）	21,328,019.91	20,974,428.53	17,790,017.95
所有者权益合计（万元）	3,026,736.54	2,845,320.47	2,699,996.85
有息债务（万元）	13,260,404.00	13,511,801.00	12,084,518.00
资产负债率	85.81%	86.43%	84.82%
流动比率	1.98	2.00	1.87
速动比率	0.56	0.61	0.67
营业总收入（万元）	762,141.18	2,376,753.32	3,190,545.41
营业利润（万元）	-3,396.36	25,222.98	154,164.79
利润总额（万元）	8,982.12	42,978.27	180,862.47
净利润	2,340.21	-39,773.00	72,923.93
综合毛利率	16.06%	18.49%	21.24%
总资产回报率	-	1.25%	2.33%
EBITDA（亿元）	-	32.80	41.85
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.45
经营活动现金流净额（万元）	303,074.35	-1,391,053.33	-2,033,697.25

资料来源：天房集团 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

天津市房地产市场外部环境较好，天房集团2016年房地产业务发展迅速，业务可持续性较强；同时我们也关注到房地产调控政策持续收紧，天房集团资产质量一般，经营性现金流持续净流出，经营性现金流较差，面临较大流动性压力，未来偿债压力较重。此外，天房集团2018年1月发布了2017年年度经营业绩预亏公告，鹏元对此进行持续关注。

经鹏元综合评定，天房集团主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的连带责任

保证担保提升了本期债券的安全性。

## 七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保合计6.41亿元，其中公司全资子公司天房（苏州）投资发展有限公司（以下简称“天房苏州”）为商品房购买者按揭贷款提供的连带责任担保5.12亿元；天房苏州控股子公司苏州津鑫共创置业有限公司为商品房购买者按揭贷款提供的连带责任担保2.54亿元，对应公司责任金额为1.29亿元。

## 八、评级结论

天津市经济总量持续提升，积极承接非首都功能，为当地房地产发展提供较好的外部环境。截至2017年末，公司主要房地产项目在建面积规模尚可，短期收入有一定保障。且天房集团为本期债券提供的连带责任保证担保，一定程度提升了本期债券的安全性。

同时我们关注到，2016年四季度以来天津市政府收紧房地产政策，同时出台了限购、限贷以及限制融资等政策，房地产行业面临销量下滑和融资渠道收缩的冲击，行业库存去化能力受到较大影响。公司房地产开发业务区域集中度和部分土地储备楼面单价较高，未来库存去化和盈利可能承压，并且公司后续房地产开发仍需大规模资金投入，面临较大资金压力，此外，公司将于2018年内到期的有息债务本金高达86.84亿元，短期有偿债压力较大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>流动资产：</b>			
货币资金	391,724.81	513,174.52	312,464.65
应收账款	417.92	362.91	376.36
预付款项	4,158.99	10,530.29	7,119.47
其他应收款	4,629.52	4,229.42	3,208.92
存货	2,855,348.80	2,634,165.95	1,927,742.00
其他流动资产	110,135.80	75,906.96	25,232.35
<b>流动资产合计</b>	<b>3,366,415.85</b>	<b>3,238,370.05</b>	<b>2,276,143.74</b>
<b>非流动资产：</b>			
可供出售金融资产	4,278.22	4,278.22	4,278.22
长期股权投资	6,522.46	6,585.77	3,722.36
投资性房地产	124,286.88	129,708.10	138,867.73
固定资产	9,410.20	10,929.36	11,564.37
无形资产	592.43	606.79	621.16
商誉	1,054.83	1,054.83	1,054.83
长期待摊费用	577.71	693.24	886.74
递延所得税资产	8,269.14	5,832.66	1,962.16
其他非流动资产	46,500.00	50,436.00	
<b>非流动资产合计</b>	<b>201,491.88</b>	<b>210,124.97</b>	<b>162,957.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,567,907.73</b>	<b>3,448,495.02</b>	<b>2,439,101.31</b>
<b>流动负债：</b>			
短期借款	59,505.00	29,095.00	40,395.00
应付票据			2,830.00
应付账款	64,567.91	49,746.12	79,272.42
预收款项	854,493.46	609,898.27	135,531.74
应付职工薪酬	274.25	251.91	199.95
应交税费	24,582.73	8,489.81	4,374.02
应付利息	16,943.33	16,053.33	16,053.33
应付股利	47,421.36	7,546.35	7,350.62
其他应付款	60,147.30	67,273.55	43,995.00
一年内到期的非流动负债	807,373.16	354,793.00	391,133.00
其他流动负债	61.98	61.98	61.98
<b>流动负债合计</b>	<b>1,935,370.49</b>	<b>1,143,209.32</b>	<b>721,197.05</b>
<b>非流动负债：</b>			
长期借款	875,785.00	1,141,435.00	641,380.99
应付债券	239,278.15	635,153.37	513,636.27

长期应付款	508.91	688.10	9.02
预计负债		1,532.41	1,532.41
递延所得税负债	181.57	181.57	181.57
递延收益-非流动负债	43.11	67.51	91.91
其他非流动负债	802.02	802.02	802.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,116,598.77</b>	<b>1,779,859.99</b>	<b>1,157,634.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,051,969.26</b>	<b>2,923,069.31</b>	<b>1,878,831.24</b>
<b>股东权益：</b>			
股本	110,570.00	110,570.00	110,570.00
资本公积金	220,524.18	220,524.18	220,524.18
盈余公积金	29,552.71	29,552.71	29,552.71
未分配利润	77,419.44	55,643.06	93,577.54
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>438,066.33</b>	<b>416,289.95</b>	<b>454,224.43</b>
少数股东权益	77,872.14	109,135.76	106,045.64
<b>股东权益合计</b>	<b>515,938.47</b>	<b>525,425.71</b>	<b>560,270.07</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,567,907.73</b>	<b>3,448,495.02</b>	<b>2,439,101.31</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告



## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>营业总收入</b>	<b>634,949.49</b>	<b>353,124.89</b>	<b>380,217.63</b>
营业收入	634,949.49	353,124.89	380,217.63
<b>营业总成本</b>	<b>599,978.13</b>	<b>381,938.23</b>	<b>358,180.62</b>
营业成本	505,308.62	246,593.86	286,731.72
营业税金及附加	31,976.34	46,024.40	24,901.49
销售费用	22,476.47	29,818.79	13,917.26
管理费用	13,105.29	16,497.01	16,543.07
财务费用	19,201.31	38,776.58	16,000.27
资产减值损失	7,910.09	4,227.59	86.80
<b>其他经营收益</b>	<b>10,304.20</b>	<b>-356.71</b>	<b>-368.76</b>
投资净收益	419.90	-356.71	-368.76
资产处置收益	2,107.44		
其他收益	7,776.86		
<b>营业利润</b>	<b>45,275.55</b>	<b>-29,170.06</b>	<b>21,668.25</b>
加：营业外收入	66.67	13,084.08	8,404.39
减：营业外支出	35.66	156.68	65.35
<b>利润总额</b>	<b>45,306.56</b>	<b>-16,242.66</b>	<b>30,007.29</b>
减：所得税	12,790.20	8,530.29	11,781.26
<b>净利润</b>	<b>32,516.36</b>	<b>-24,772.94</b>	<b>18,226.03</b>
减：少数股东损益	10,703.78	12,903.82	17,776.55
归属于母公司股东的净利润	21,812.58	-37,676.76	449.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
<b>经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	909,491.03	830,171.47	226,875.93
收到的税费返还			
收到其他与经营活动有关的现金	402,857.83	661,736.46	283,586.47
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>1,312,348.86</b>	<b>1,491,907.93</b>	<b>510,462.40</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	577,234.12	879,432.36	514,434.83
支付给职工以及为职工支付的现金	16,512.63	13,612.16	12,575.33
支付的各项税费	94,741.61	87,425.41	38,782.83
支付其他与经营活动有关的现金	425,393.77	732,391.30	305,222.25
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>1,113,882.12</b>	<b>1,712,861.22</b>	<b>871,015.24</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>198,466.73</b>	<b>-220,953.29</b>	<b>-360,552.84</b>
<b>投资活动产生的现金流量：</b>			
取得投资收益收到的现金	483.21	29.89	76.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,884.41	31.46	7.99
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>3,367.62</b>	<b>61.35</b>	<b>84.57</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	146.61	362.73	470.44
投资支付的现金	2,000.00	12,858.00	50,144.40
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>2,146.61</b>	<b>13,220.73</b>	<b>50,614.84</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,221.01</b>	<b>-13,159.38</b>	<b>-50,530.27</b>
<b>筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资收到的现金	135.00		2,980.00
取得借款收到的现金	340,605.00	1,242,457.36	718,756.78
收到其他与筹资活动有关的现金	7,000.00	2,166.50	9,649.15
发行债券收到的现金		119,193.00	393,672.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>347,740.00</b>	<b>1,363,816.86</b>	<b>1,125,057.93</b>
偿还债务支付的现金	521,760.00	790,043.35	368,711.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	140,073.86	136,697.12	98,199.65
支付其他与筹资活动有关的现金	43.59	838.86	9,176.26
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>661,877.45</b>	<b>927,579.33</b>	<b>476,087.17</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-314,137.45</b>	<b>436,237.53</b>	<b>648,970.77</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-114,449.71</b>	<b>202,124.86</b>	<b>237,887.66</b>
期初现金及现金等价物余额	506,174.52	304,049.65	66,162.00
期末现金及现金等价物余额	391,724.81	506,174.52	304,049.65

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>净利润</b>	<b>32,516.36</b>	<b>-24,772.94</b>	<b>18,226.03</b>
加：资产减值准备	7,910.09	4,227.59	86.80
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,047.56	6,153.94	5,247.45
无形资产摊销	14.36	14.36	14.36
长期待摊费用摊销	251.60	336.16	326.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,107.44	-2.03	41.87
固定资产报废损失	27.29	-	-
财务费用	21,430.77	40,799.70	17,521.44
投资损失	-419.90	356.71	368.76
递延所得税资产减少	-2,436.48	-3,870.50	-324.99
存货的减少	-106,595.42	-608,813.25	-241,928.69
经营性应收项目的减少	-24,964.41	-105,446.56	-399.66
经营性应付项目的增加	266,792.34	470,063.54	-159,732.83
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>198,466.73</b>	<b>-220,953.29</b>	<b>-360,552.84</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
存货周转天数(天)	1,955.46	3,329.94	2,242.22
流动资产周转天数(天)	1,872.37	2,810.94	1,909.44
总资产周转天数(天)	1,989.06	3,001.11	2,043.78
营业利润率	7.13%	-8.26%	5.70%
综合毛利率	20.42%	30.17%	24.59%
期间费用率	8.63%	24.10%	12.22%
总资产回报率	1.90%	0.83%	2.20%
产权比率	591.54%	556.32%	335.34%
有息债务(万元)	1,981,941.32	2,160,476.37	1,589,375.26
资产负债率	85.54%	84.76%	77.03%
资产负债率(剔除预收款项)	80.99%	81.49%	75.68%
流动比率	1.74	2.83	3.16
速动比率	0.26	0.53	0.48
EBITDA(万元)	73,050.91	31,061.50	53,117.15
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.22	0.49

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录五 截至2017年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
天津吉利大厦有限公司	6,661.80	75.00%	房地产开发
天津市华驰租赁有限公司	300.00	90.00%	租赁
天津海景实业有限公司	50,000.00	50.00%	房地产开发
天津市华升物业管理有限公司	300.00	100.00%	物业管理
天津市凯泰建材经营有限公司	15,000.00	100.00%	商品流通
天津市天房海滨建设发展有限公司	120,000.00	100.00%	房地产开发
天津市华兆房地产开发有限公司	130,000.00	100.00%	房地产开发
天津市华亨房地产开发有限公司	80,000.00	100.00%	房地产开发
天津市德霖停车场有限公司	20.00	100.00%	物业管理
天津市天蓟房地产开发有限责任公司	35,000.00	60.00%	房地产开发
天津市海景游艇俱乐部有限公司	100.00	50.00%	服务
天津市华塘房地产开发有限公司	50,000.00	100.00%	房地产开发
天津市华景房地产开发有限公司	114,608.00	91.62%	房地产开发
天津市华博房地产开发有限公司	5,000.00	60.00%	房地产开发
天房（苏州）投资发展有限公司	4,000.00	100.00%	房地产开发
天房（苏州）置业有限公司	4,000.00	100.00%	房地产开发
苏州津鑫共创置业有限公司	2,000.00	51.00%	房地产开发
苏州华强房地产开发有限公司	4,000.00	100.00%	房地产开发
天津市洁建洗涤服务有限公司	25.00	100.00%	服务
天津桑泰房地产有限公司	10,000.00	50.00%	房地产开发
天房紫荆（深圳）投资发展有限公司	1,000.00	55.00%	房地产开发

资料来源：公司 2017 年审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率(剔除预收款项)	$(\text{负债总额} - \text{预收款项}) / (\text{资产总额} - \text{预收款项}) \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。