



信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪014号

天津津滨发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“天津津滨发展股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为A，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一一年四月十八日

天津津滨发展股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体	天津津滨发展股份有限公司		
发行规模	人民币 7 亿元		
存续期限	2009/11/26~2014/11/26		
担保方式	天津泰达投资控股有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保		
上次评级时间	2010/5/24		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望：稳定
	主体级别	A	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望：稳定
	主体级别	A	

概况数据

津滨发展	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	27.77	26.64	24.15
总资产(亿元)	71.42	83.61	76.41
总债务(亿元)	37.77	43.70	44.01
营业总收入(亿元)	12.60	18.13	34.48
营业毛利率(%)	27.98	19.02	21.12
EBITDA(亿元)	3.15	2.52	4.01
全面摊薄权益收益率(%)	2.73	0.77	4.41
资产负债率(%)	61.12	68.14	68.39
总债务/EBITDA(X)	12.00	17.31	10.98
EBITDA 利息倍数(X)	1.17	0.94	1.34
泰达控股	2008	2009	2010.Q3
所有者权益(亿元)	347.37	369.93	354.80
总资产(亿元)	1200.87	1462.88	1587.55
总债务(亿元)	644.08	862.92	991.39
主营业务收入(亿元)	449.21	435.38	436.17
主营业务毛利率(%)	17.41	10.57	6.98
EBITDA(亿元)	79.05	65.30	30.71
资产负债率(%)	71.07	74.71	77.65
总债务/EBITDA(X)	8.15	13.21	24.22
EBITDA 利息倍数(X)	2.06	1.22	1.39

注：泰达控股 2010.Q3 总债务/EBITDA 经过年化处理。

分析师

王文华 whwang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2011 年 4 月 18 日

基本观点

2010 年房地产行业在国家宏观调控背景下仍然保持了较快的增长，在此行业背景下天津津滨发展股份有限公司（以下简称“津滨发展”或“公司”）当年房产销售收入继续增长，存量房产迅速消化，在建项目大多于当年结转收入，公司房地产业务收入大幅增长 165.38%，带动全年营业收入增长至 34.48 亿元，利润总额提高至 1.62 亿元，同比增长 139.15%。公司于 2006 年非公开发行取得的卫南洼项目也于 2010 取得规划变更后的土地证，并开工建设，有利于提升后续经营业绩。但由于 2011 年公司可结转项目资源很少，收入及盈利状况可能会受到一定的影响。另外，中诚信评估也关注到房地产行业调控政策趋严对公司未来房产销售带来的不利影响，以及后续开工项目较多给公司带来较大的资金压力。此外，天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付起保障作用。

综上，中诚信评估维持本期公司债券信用等级为 AA，维持发行主体津滨发展主体信用等级 A，评级展望为稳定。

正面

- 经营业绩改善，储备项目启动。受结算周期及外部环境良好的影响，2010 年公司房地产业务收入大幅增长，带动营业收入同比增长 90.12%至 34.48 亿元；全面摊薄净资产收益率提高至 4.41%。而储备多年的卫南洼项目动工建设为未来公司业绩的提升奠定基础。
- 股东背景。公司最终控制人为天津市人民政府。公司与政府、银行保持良好的合作关系，能够在业务运营、融资等方面获得一定的便利。
- 泰达控股担保对公司债券具有增级作用。泰达控股为天津滨海新区最大的国有独资企业，实力雄厚，其提供的不可撤销连带责任保证担保将对本次公司债券按期偿还提供有

力的保障。

关 注

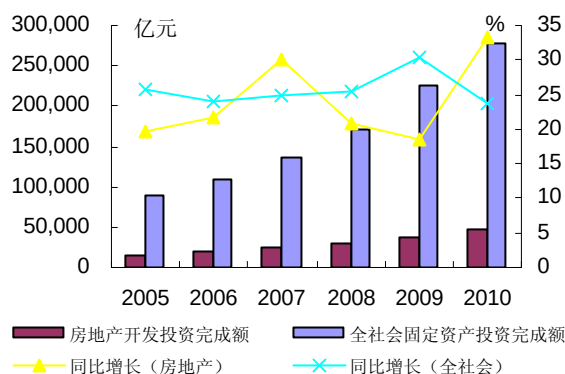
- 作为政策导向性非常明显的行业，需要注意短期内政策波动对房地产市场的影响。房地产企业融资渠道日益收紧和近期部分地方政府出台严厉的限购政策将对 2011 年中国房地产市场带来一定的影响。
- 业绩波动。由于公司开发项目相对较少，经营业绩受结算周期变动影响较大，2011 年公司可能将无新的结算项目，影响当年收入及利润状况。
- 资金压力较大。随着储备项目的启动以及新增项目增多，公司后续建设资金需求量较大，而可售房源相对较少，公司对外部债务的依赖程度加大。在融资环境趋紧的情况下，公司面临较大的资金压力。

行业分析

2010 年房地产行业保持快速增长，但在调控政策的影响下，成交量及成交价格增速回落

2010 年国家为抑制房地产行业泡沫，从信贷、税收、土地政策、保障房等多方面出台调控政策。但由于 2009 年房地产行业在刺激政策的影响下景气度大幅提升，房地产企业现金流普遍充裕，2010 年房地产企业开发投资热情仍然较高，当年房地产开发投资增速达 33.2%，较上年快 17.1 个百分点，超全社会固定资产投资增速 9.4 个百分点。同时，2010 年市场新开工面积 16.38 亿平方米，较上年大幅增长 40.7%，是近十年来的高点。

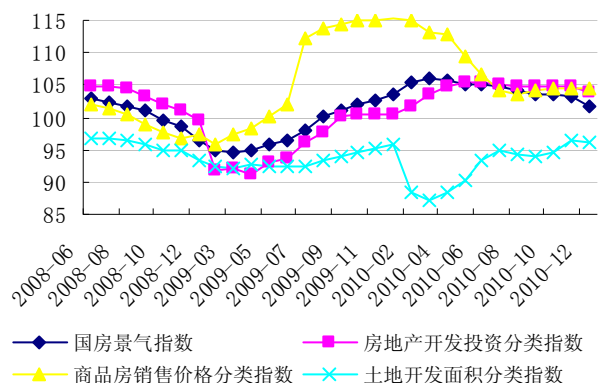
图 1：2005~2010 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信评估整理

从房地产行业运行状况来看，2010 年 4 月调控政策出台后，国房景气指数全年持续走低，商品房销售价格指数逐月回落。成交量方面，2010 年全国商品房实现销售面积和销售额分别为 10.43 亿平方米和 5.25 万亿元，分别较上年增长 10.1% 和 18.3%，增速较上年大幅降低 32 和 57.2 个百分点。

图 2：2008 年 6 月以来中国国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信评估整理

土地市场方面，2010 年购置土地面积 4.10 亿平方米，较上年增长 28.4%，土地购置费 9,992 亿元，较上年增长 65.9%。尽管土地成交保持较高增速，但是土地市场的整体热度较 2009 年地王频出已降温很多，随着政策调控力度加大，房地产企业的拿地行为将更加理性。

中诚信评估认为，在城市化进程加快、经济增长、居民住房需求增长等因素的推动下，中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持。但短期来看，随着国家行业调控的持续，房地产价格过快上涨的局面有望得到遏制。

短期内房地产行业政策面将进一步趋严，企业融资环境趋紧，行业整合加速

2010 年以来，中国房地产行业的发展情况受政策驱动的表现愈发明显。中央各部委及地方政府密集出台各项行政性调控措施，主要的政策框架已经确立。

表 1：2010 年 4 月末以来房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容
2010.4	国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（简称“国十条”）	要求各地区、各有关部门要切实履行稳定房价和住房保障职责，坚决抑制不合理住房需求，增加住房有效供给，加快保障性安居工程建设以及加强市场监管；严格限制各种名目的炒房和投机性购房，房价过高地区可暂停发放购买第三套及以上住房贷款，对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；加强对房地产开发企业购地和融资的监管
	2010.4 国务院常务会议	对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%
2010.9	国土资源部《关于进一步严格住房建设用地出让管理；加大保障性住房用地供应；打击囤地、炒地等方面重申调控要求》	强化住房用地和住房建设的年度计划管理；加快推进住房用地供应和建设项目的审批；严格住房建设用地出让管理；加大保障性住房用地供应；打击囤地、炒地等方面重申调控要求
2010.9	财政部、国家税务总局《关于支持公共租赁住房经营管理单位建造公租房涉及的印花税费予以免征；对公租房经营单位购买住房作为公租房，免征契税、	

2010.9	优惠政策的通 知》	印花税；对公租房租赁双方签订租 赁协议涉及的印花税予以免征
	财政部、国家 税务总局、住 房和城乡建设 部《关于调整 房地产交易环 节契税个人所 得税优势政策 的通知》	对个人购买普通住房，且该住房属 于家庭唯一住房的，减半征收契税； 对个人购买 90 平方米以下普通住 房，且该住房属于家庭唯一住房的 额，减按 1%征收契税；对出售自有 住房并在 1 年内重新购买的纳税人 不再减免个人所得税
2011.1	国务院常务会 议“国八条”	进一步落实地方政府责任；加大保 障性安居工程建设力度；调整完善 相关税收政策，调整个人抓让营业 税政策，对个人购买住房不足 5 年 转手交易的，统一按其销售收入全 额征税；强化差别化住房信贷政策； 严格住房用地供应管理，落实保障 性住房、棚户区改造住房和中小套 型普通商品住房用地不低于住房建 设用地供应总量的 70%的要求；合 理引导住房需求，主要城市应出台 住房限购实施细则；落实住房保障 和稳定房价工作的约谈工作机制； 坚持和强化舆论引导

资料来源：中诚信评估整理

此外，2010年以来，在国内宏观经济呈现快速增长、货币供应处于高位以及物价水平持续攀升的背景下，央行的货币政策出现转向，调控基调变为“适度宽松”。2010年初至今，央行已连续10次上调金融机构存款准备金率，并4次上调基准利率。行业调控政策及央行收紧流动性使得开发商的融资压力进一步凸显。2010年底，在房地产开发资金来源中，国内贷款资金占比已跌落至17.3%。短期内，在各地限购措施逐步落实的过程中，预计房地产成交量将有所下滑，进而影响开发商销售资金的回笼。

表 2：2009~2010 年房地产开发投资资金来源

	2009	2010
资金来源合计（亿元）	57,127.63	72,494.00
增速	44.2%	25.4%
其中：自筹资金（亿元）	17,905.99	26,705.00
占比	31.34%	36.84%
增速	16.9%	48.8%
国内贷款（亿元）	11,292.69	12,540.00
占比	19.77%	17.30%
增速	48.5%	10.3%
利用外资（亿元）	469.73	796.00
占比	0.82%	1.10%
增速	-35.5%	66.0%
其他来源（亿元）	27,459.22	32,454.00
占比	48.07%	44.77%
增速	71.9%	15.9%

资料来源：国家统计局，中诚信评估整理

中诚信评估认为，短期来看，2011年房地产调控的政策高压将依然延续，加之供应量增大，房价有望进一步稳定，房地产行业竞争的重心将转向融资能力及品牌影响力。随着行业竞争升级，行业进入门槛逐渐抬高，银根和地根紧缩政策也增加了进入壁垒，资本实力将成为企业竞争的主导因素，未来市场将更加考验行业内企业在土地储备及项目开发进度上的把握能力。在目前的政策背景下，高负债经营的开发商的资金链将趋紧，而融资渠道多元且品牌实力较强的企业应对行业波动的能力更强，信用趋势更为稳定。

2010年天津房地产市场走势与全国类似，销售价格及销售额保持增长，但增速下滑

受 2009 年行业景气度提升以及房地产企业资金流充裕等因素影响，2010 年天津房地产开发投资保持了较快增长，全年投资额 866.64 亿元，同比增长 17.88%，较上年加快 6.8 个百分点。其中住宅投资 565.39 亿元，同比增长 12.47%，较上年加快 4.74 个百分点。

2010 年，在国家及天津市政府宏观调控政策的影响下，天津市房地产价格于年中略有调整，天津房屋销售价格指数逐月下降，但全年仍保持较快的增长态势，2010 年 12 月价格指数（同比增长）仍然达到 106.1。2010 年天津商品房销售面积 1,564.52 万平方米，同比下降 1.60%；销售额达到 1,282.43 亿元，同比增长 17.13%，增速下滑 28.23%。

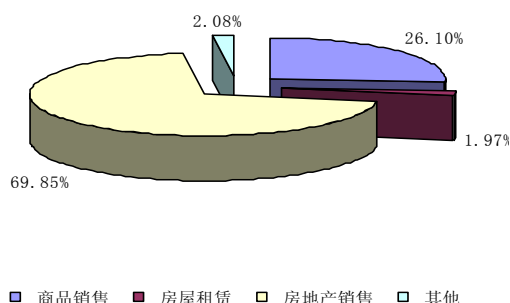
综合来看，2010 年天津房地产企业开发投资加

快，房地产销售价格继续增长，但行业调控政策也在一定程度上起到了抑制房价增速加快的作用。2011 年行业调控政策将进一步趋严，天津房地产行业发展状况需加强关注。

业务运营

公司的主营业务主要包括房屋租赁、商品房销售、商品销售（主要是钢材贸易）等。2010 年公司实现业务收入 34.48 亿元，其中房屋租赁、商品房销售和商品销售分别实现收入 0.68 亿元、24.08 亿元和 9.00 亿元。

图 3：2010 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供

2010 年公司房地产业务收入大幅增加，但受可结算项目较少的影响，2011 年房地产业务收入将有所下降

受益于行业景气度提升，2009 年公司房产销售状况良好（当年末预收账款达到 8.42 亿元），为 2010 年公司业绩奠定了良好的基础。2010 年公司房产销售状况仍然良好，虽然销售面积同比略有下降 7.76%，但销售收入达到 17.77 亿元，同比增长 16.07%。因而，2010 年公司结算面积和结算收入分别达到 26.87 万平方米和 24.08 亿元，同比大幅增长 104.80%和 165.38%。

表 3：2008~2010 公司开竣工和销售面积

单位：万平方米、亿元

	2008	2009	2010
开工面积	33.07	0.00	20.77
竣工面积	6.61 [*]	22.28	10.19
销售面积	5.60	20.63	19.03
结算面积	4.97	13.12	26.87
销售收入	4.97	15.31	17.77
结算收入	4.48	9.07	24.08

注：* 不包含平原县津滨众河投资有限公司竣工面积 7.72 万平方米

资料来源：公司提供

从具体的房地产项目来看，2010 年公司房地产收入主要来自玛歌庄园项目（别墅）、第四杰座（商务写字楼）、天润新苑、滨海国际等项目。玛歌庄园项目自 2005 年 10 月预售以来销售进度相对缓慢，但在近两年房地产市场行业景气度提升以及公司加大营销力度的情况下，存量房产消化速度加快，2010 年取得销售收入 6.06 亿元，剩余别墅（尚剩余可售面积 1.72 万平方米）也将在近期消化；第四杰座为公司外购商务写字楼，2010 年基本销售完毕，当年取得销售收入 1.17 亿元；普通住宅项目天润新苑于 2010 年清盘，结转收入 3.44 亿元；滨海国际项目一期（住宅）于 2008 年 10 月预售，二期（办公楼和商业）于 2009 年预售，2010 年分别结转收入 4.20 亿元和 2.86 亿元。此外，2010 年公司将原用于出租的滨海投资服务中心大厦出售给天津经济技术开发区国有资产经营公司，取得收入 5.79 亿元；将汉沽科技园一期出售了 2 万平方米，取得收入 0.54 亿元。

由于 2010 年公司并无新开盘的项目，当年预收账款 2.61 亿元，其中预收房款仅 0.85 亿元。而公司目前在建项目滨海国际三期、境界梅江 H5、体北项目等预计很难在 2011 年结转收入，2011 年公司房地产业务收入将主要来自现有项目的尾盘销售和出租物业的销售，结转收入规模将可能大幅下降。

表 4：2010 年公司主要房产销售项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	销售面积	销售收入	结转面积	结转收入	剩余可售面积	预计未来收入
玛歌庄园	5.12	6.06	5.12	6.06	1.72	1.89
第四杰座	1.19	1.17	1.19	1.17	0.05	0.04
天润新苑	1.99	1.25	5.85	3.44	-	-
滨海一期	0.16	0.20	3.88	4.20	-	-
国际二期	2.02	2.74	2.27	2.86	0.74	1.12
亲亲家园	0.02	0.02	0.02	0.02	0.10	0.05
投资服务中心	6.54	5.79	6.54	5.79	-	-
科技园一期	2.00	0.54	2.00	0.54	7.98	1.75
开发区厂房					15.21	4.26
西青微电子厂房					4.06	1.14
雅都底商					0.63	0.83
合计	19.03	17.77	26.87	24.08	30.49	11.08

资料来源：公司提供

总体来看，近两年房地产市场状况良好，使得公司存量房产得以迅速消化，2010 年公司结转收入大幅增长。但公司 2009 年无新开工项目，2010 年开工项目又难以在 2011 年结转收入，公司未来一年房地产业务收入可能将受到很大的影响。

在建项目较多，后续开发需大量资金投入

2006 年公司非公开发行股票取得梅江卫南洼项目，土地面积 57.38 万平方米，建筑面积 65.87 万平方米。2010 年天津市政府规划建设梅江会展中心，占用其中的 12.98 万平方米土地，并置换相应的土地给公司。目前公司已取得新核发的卫南洼项目土地证，并将原全部为商业金融用地改为 60%为居住型公寓用地，39%为商务金融用地，1%为市政基础设施用地。目前，境界梅江 H5 地块已开工建设，预计于 2011 年下半年实现预售，2012 年 10 月完工。圣乔治小镇项目于 2004 年 6 月取得，由于政府整体规划调整等原因，目前仍未动工。滨海国际三期项目计划总投资 5.64 亿元，目前已完成投资 2.63 亿元，预计于 2011 年下半年预售，2012 年 9 月完工。

表 5：截至 2010 年末公司在建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	占地面积	建筑面积	计划总投资	已完成投资	预计完工时间
滨海国际三期	5.19	6.59	5.64	2.63	2012.9
圣乔治小镇	24.76	26.25	17.03	2.88	暂停
境界梅江 H5	7.34	10.71	14.05	3.02	2012.10
境界梅江 H2	11.50	9.55	20.99	4.03	2013.6
境界梅江 H6	3.31	5.46	7.84	1.16	2013.12
境界梅江 H1	16.26	9.11	26.94	5.69	2014.12
境界梅江 H4	4.18	6.55	10.28	1.46	2015.12
体北项目	2.68	5.09	10.88	4.37	-
惠阳安迪花园	30.90	35.84	9.71	1.93	-
汉沽市政地块	7.20	13.90	8.09	0.15	-
合计	113.32	129.05	131.45	27.32	-

资料来源：公司提供

此外，2010 年公司对天津滨泰置业有限公司增资 33,000 万元，持股比例增至 73.33%（未来拟以不低于 1.87 亿元的价格购买天津教育投资发展有限公司持有的 26.67%的股权），获得体北项目 2.68 万平方米的土地，预计于 2011 年下半年开工建设；公司对惠州市粤阳房地产开发有限公司增资 14,363 万元，持股比例增至 51%，获得惠阳安迪花园项目土地 30.90 万平方米，预计也于 2011 年下半年开工建设。汉沽市政府地块为与汉沽区土地整理中心共同承担的一级土地整理项目，而对于收回的科技园二、三期土地，汉沽区土地整理中心按照 160 万元/亩的价格置换本项目宗地 48.3 亩。

公司目前在建项目计划总投资 131.45 亿元，已完成土地款、财务费用及开发费用等投资额 27.32 亿元。公司计划于 2011 年投入 17.70 亿元，较大规模的在建项目给公司带来一定的资金压力。

出售滨海投资服务中心大厦后，公司 2010 年房屋租赁收入大幅下将，未来公司将可能进一步处置租赁物业

截至 2010 年末，公司拥有天津经济技术开发区内工业厂房及商业办公楼共约 31.02 万平方米。2010 年全年公司实现租金收入 0.68 亿元，同比下降 36.27%，主要是由于 2009 年 10 月公司以 5.79 亿元的价格将滨海投资服务中心大厦出售给天津经济技术开发区国有资产经营公司所致。该投资服

务中心建筑面积 6.54 万平方米，原每年可为公司贡献租金收入 7,800 万元。

开发区工业厂房为公司最主要的租赁物业，由于运营时间较长，出租率稳定，当年为 92.16%，租金收入 4,213.88 万元；汉沽科技园一期于 2009 年竣工，2010 年将其中的 2 万平方米以 0.54 亿元的价格出售，剩余部分用于出租，出租率为 70.57%，出租收入 938.44 万元；受 2009 年 10 月下调租金水平的影响（由原 105.64 万元/月变更为 81.19 万元/月），西青微电子厂房当年租金收入 974.30 万元，同比下降 23.14%。

为快速回笼资金，公司未来可能将租赁物业对外出售，未来持有性物业面积及租赁收入将大幅下降。

表 6：2009~2010 公司主要租赁物业情况表

单位：%、元/平方米/日、万元

	2009			2010		
	出租率	平均租金	租金收入	出租率	平均租金	租金收入
开发区工业厂房	92.97	0.80	4,227.28	92.16	0.77	4,213.88
西青微电子厂房	100.00	0.87	1,267.67	100.00	0.67	974.30
投资服务中心	100.00	3.31	3,900.00	-	-	-
汉沽科技园一期	18.98	0.44	303.02	70.57	0.53	938.44
其他	-	-	828.74	-	-	654.37
合计	-	-	10,526.71	-	-	6,780.99

资料来源：公司提供

财务分析

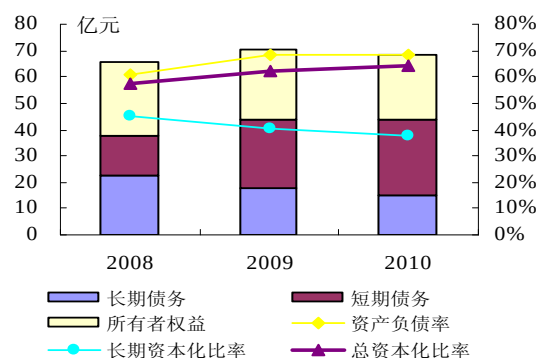
以下我们的分析基于经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的津滨发展 2008~2010 年合并财务报告。

资本结构

2010 年，由于委托华夏银行向控股子公司天津津滨时代置业投资有限公司发放的委托贷款减少 5 亿元至 1.77 亿元，公司其它应收款和银行借款同时减少，加上存量房产逐步消化，存货规模有所下降。受此影响，公司资产及负债规模呈现下降态势，2010 年末分别为 76.41 亿元和 52.26 亿元，同比下

降 8.61% 和 8.28%。同期，负债水平保持相对平稳，资产负债率略有上升至 68.39%。

图 4：2008~2010 年公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

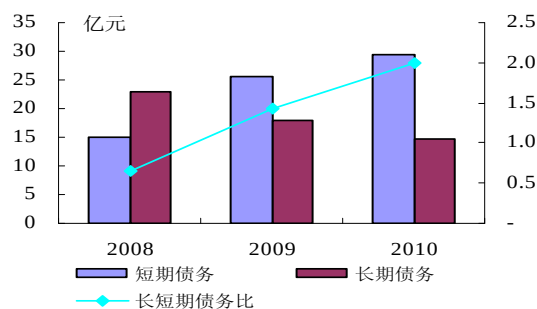
表 7：截至 2010 年末部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	扣除预收账款的资产负债率	总资本化比率	短期债务/长期债务
津滨发展	68.39%	67.27%	64.57%	1.99
万科 A	74.69%	61.35%	46.48%	0.55
保利地产	78.98%	68.23%	64.68%	0.14
金地集团	71.15%	61.06%	53.64%	0.26
招商地产	64.65%	56.44%	38.65%	0.33
华侨城 A	69.69%	67.32%	56.17%	0.36
首开股份	74.73%	69.39%	63.41%	0.61
中华企业	77.29%	74.07%	65.16%	0.34
北辰实业	63.68%	60.36%	52.30%	0.38

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

由于开发规模较大，公司对外部债务的依赖程度仍然较高。2010 年，随着长期借款逐步到期以及新增部分短期借款，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）进一步提高至 1.99，在节约财务成本的同时却也加大了公司即期偿债压力，对此中诚信评估保持关注。

图 5：2008~2010 年公司长短期债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

总体来看，由于近两年公司开工建设速度放缓（尤其 2009 年无新开工项目），加上存量房产逐步

消化，公司资产及负债规模有所下降。随着 2011 年大量新增项目进入开工建设期，公司后续资金需求量较大，资产负债水平可能持续走高。

流动性

近三年，公司流动资产为总资产的主要构成部分，截至 2010 年末占比达到 85.33%。而流动资产中主要由货币资金和存货构成。由于 2010 年房产销售业绩较好，年末货币资金占流动资产的比重上升至 22.46%。而由于存量房产逐步消化，新增项目不多，年末存货余额同比下降 13.27%，存货占流动资产的比重下降至 63.75%。

表 8：2008~2010 年公司资产结构及周转率分析

	2008	2009	2010
流动资产/总资产	77.03%	86.60%	85.33%
存货/流动资产	79.84%	66.18%	63.75%
货币资金/流动资产	7.42%	21.40%	22.46%
存货余额同比增长	9.53%	9.10%	-13.27%
货币资金同比增长	-32.54%	279.37%	-5.49%
存货周转率	0.22	0.32	0.61
总资产周转率	0.18	0.23	0.43

资料来源：公司定期报告

从存货的周转效率来看，2010 年存量房源的消化使得当年存货周转速度上升至 0.61，扣除租赁物业及贸易业务后为 0.39，在行业内处于相对良好的水平。但由于公司开发项目较少，开发结算周期变动对存货周转效率指标影响很大，未来公司结转收入及成本的下降将影响其指标表现。

表 9：2010 年部分上市公司运营指标

公司	存货周转率	总资产周转率	货币资金/短期债务	单位：亿元
				经营性净现金流
津滨发展	0.61	0.43	0.50	7.49
万科 A	0.27	0.29	2.25	22.37
保利地产	0.28	0.30	2.61	-223.7
金地集团	0.28	0.31	2.70	-30.39
招商地产	0.24	0.26	2.91	-44.46
华侨城 A	0.59	0.44	1.08	-53.62
首开股份	0.20	0.20	1.48	-58.11
中华企业	0.12	0.17	1.23	-51.4
北辰实业	0.25	0.21	0.90	-6.62

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

2010 年公司经营活动现金净流入 7.49 亿元，经营净现金流对短期债务覆盖倍数为 0.26；期末货

币资金 14.64 亿元，对短期债务的覆盖为 0.50。由于短期债务规模相对较大，经营性现金流及货币资金对债务覆盖程度较低，公司存在一定的流动性压力。

表 10：2008~2010 年公司部分流动性指标

	2008	2009	2010
经营净现金流/短期债务	-0.27	0.39	0.26
货币资金/短期债务	0.27	0.60	0.50

资料来源：公司定期报告

综合来看，2010 年存量房产得到迅速消化，规模较大的卫南洼项目也终于开工建设，有利于提高公司存货的周转效率。但同时后续建设资金需求量加大，短期债务规模偏高，公司面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

由于房产项目相对较少，公司商品房销售收入受外部市场景气程度和自身项目开发结转周期的影响较大。2010 年随着滨海国际一期和二期结转收入，以及玛歌庄园等存量房产大量消化，公司当年商品房销售收入大幅增长 165.38%至 24.08 亿元。虽然投资服务中心的出售使得公司租赁业务收入下降，但在房产销售业绩增长的带动下，当年实现营业收入 34.48 亿元，同比增长 90.18%；毛利率也略有提高至 21.12%。

表 11：2008~2010 年公司主要业务变化情况

	收入（亿元）			毛利率（%）		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
商品房销售	4.48	9.07	24.08	45.25	26.49	27.69
房地产出租	1.49	1.06	0.68	89.82	81.96	80.52
商品销售	6.10	7.39	9.00	0.73	0.54	0.34
其他	0.53	0.60	0.72	21.26	22.25	4.97
合计	12.60	18.13	34.48	27.98	19.02	21.12

数据来源：公司提供，中诚信评估整理

随着销售规模的扩大，2010 年公司销售费用及管理费用略有增加，而随着滨海国际等项目结算，利息支出资本化金额下降，财务费用同比增长 36.57%至 1.83 亿元。虽然三费较上年有所增长，但由于业务规模大幅增加，三费收入比下降至 9.11%，较上年降低 4.84 个百分点。

表 12：2008~2010 年公司三项费用情况

	2008	2009	2010
销售费用（亿元）	0.21	0.37	0.38
管理费用（亿元）	0.81	0.82	0.94
财务费用（亿元）	1.57	1.34	1.83
三费合计（亿元）	2.59	2.53	3.14
三费收入占比	20.56%	13.95%	9.11%

资料来源：公司定期报告

2010 年公司共实现利润总额 1.62 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.96 亿元，当年全面摊薄净资产收益率 4.41%，较上年增加 3.64 个百分点。

综合来看，2010 年公司房地产销售状况良好，可结算项目资源丰富，当年房地产业务结算收入大幅上升，带动整体盈利水平的提升。但由于 2011 年将可能无新结算项目，公司可结转收入规模将有所下降，影响未来盈利状况。

偿债能力

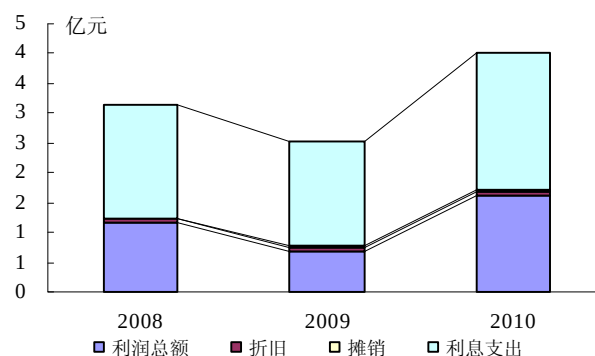
受租赁房产回收期长，后续房产开发项目资金需求量大等因素影响，公司总债务规模保持增长，2008~2010 年末分别为 37.77 亿元、43.70 亿元和 44.01 亿元。而在 2010 年公司盈利状况大幅改善的情况下，EBITDA 增加至 4.01 亿元，利息保障倍数提高至 1.34 倍，自身盈利对债务偿还的保障能力有所提高。从现金流情况看，2010 年公司经营活动现金净流入 7.49 亿元，经营活动净现金流利息保障倍数为 2.51 倍，经营活动现金流也可以为债务的偿还提供一定的保障。

表 13：2008~2010 年公司偿债能力指标

	2008	2009	2010
资产负债率（%）	61.12	68.14	68.39
长期资本化比率（%）	45.09	40.33	37.86
EBITDA（亿元）	3.15	2.52	4.01
EBITDA 利息倍数（X）	1.17	0.94	1.34
总债务/EBITDA（X）	12.00	17.31	10.98
经营活动净现金流量（亿元）	-4.11	9.94	7.49
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.11	0.23	0.17
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-1.53	3.68	2.51

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

图 6：2008~2010 年公司 EBITDA 情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整

从债务分布来看，2010 年末公司短期借款及一年内到期的长期借款 29.30 亿元，2012 年到期的长期借款 2.37 亿元，公司短期偿债压力较大。由于股东背景较强，公司同银行保持相对良好的合作关系，具有一定财务弹性。2010 年公司银行授信额度为 43.20 亿元，截止 3 月底，尚未使用的银行授信额度为 10.40 亿元。

总体来看，公司对外部债务的依赖程度较高，债务负担重。2011 年随着后续项目的启动和建设的推进，公司尚需要大量的资金，对外债的依赖短期内难以改变，自身偿债能力有待提高。

担保实力

本次债券由天津泰达投资控股有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。泰达控股是天津市经济技术开发区国有资产的授权经营单位，下属全资、控股、参股企业 100 余家。截至 2010 年 9 月末，泰达控股总资产 1587.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）354.80 亿元，资产负债率 77.65%。2009 年泰达控股实现主营业务收入 435.38 亿元，净利润 1076 万元；2010 年前三季度实现主营业务收入 436.17 亿元，净利润 4635 万元。

根据天津市政府 2008 年 9 月 17 日津政发（2008）72 号文件，泰达控股将在两年内纳入天津市国资委直接监管范围，股东将由目前天津市经济开发区管委会变更为天津市国资委。但截至 2010 年 9 月末泰达控股股东仍未发生变更，中诚信评估将对此保持关注。

业务运营方面，2009 年泰达控股实现主营业务收入 435.38 亿元，其中商品销售、房地产、公共事

业和服务业占比分别为 77.81%、10.83%、2.94%和 1.61%。控股子公司天津钢管集团有限公司（以下简称“天津钢管”）的无缝钢管、铜材等销售收入是泰达控股商品销售的主要收入构成。2010 年 7 月，天津市国资委出资整合天津钢管、天津钢铁集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团，四家国有钢铁企业联合组建成立了国有独资公司渤海钢铁集团有限公司，未来若天津钢管股权变更，将给泰达控股的收入和利润带来一定的影响。房地产开发方面，受外部环境以及开发结算周期等因素影响，2009 年实现收入 47.15 亿元，比上年减少 20.36 亿元。而由于泰达控股承担着天津经济技术开发区全部基础建设和公共服务职能，包括水、电、气、热等，开发区财政给予一定的补贴。2009 年泰达控股获得补贴收入 16.78 亿元，较上年增加了 10.77 亿元，成为当年最重要的利润贡献。此外，泰达控股还集中了天津市 80%左右的金融资产，拥有包括银行、基金、保险、信托等在内的较为完整的金融机构体系，具体包括渤海银行、北方信托、渤海证券等金融机构。

财务表现来看，受房地产业务收入下降的影响，2009 年泰达控股实现主营业务收入 435.38 亿元，同比下降 3.08%。而无缝钢管的毛利率大幅下降使得当年主营业务毛利率为 10.57%，较上年下降 6.84 个百分点。扣除期间费用后，泰达控股当年营业利润为-16.54 亿元。加上 9.55 亿元的投资收益和 16.78 亿元的补贴收入等，泰达控股实现利润总额 9.62 亿元，净利润 1076 万元。

表 14： 2009 年泰达控股主要业务变化情况

	2009	
	收入(亿元)	毛利率
商品销售	338.74	5.15%
房地产销售	47.15	43.01%
公共事业	12.79	6.57%
服务业	7.02	59.83%
其他	29.68	10.97%
合计	435.38	10.57%

数据来源：公司提供，中诚信评估整理

近年来泰达控股投资开发规模逐年扩大，债务规模上升，截至 2010 年 9 月末总债务规模已达到 991.39 亿元，资产负债率和总资本化比率分别提高

至 77.65%和 73.64%。债务规模的扩大使得泰达控股的偿债指标有所恶化，EBITDA 利息保障倍数为 1.39 倍，总债务/EBITDA 为 24.22 倍。未来随着资本支出规模的进一步扩大，泰达控股的债务压力将进一步增加。由于泰达控股是天津资产规模最大的国有企业之一，得到金融支持的力度较大。2010 年 9 月末，泰达控股未使用授信余额为 400 亿元，财务弹性良好。

表 15： 2008~2010.Q3 年泰达控股偿债能力分析

	2008	2009	2010.Q3
长期债务（亿元）	209.70	382.41	522.41
总债务（亿元）	644.08	862.92	991.39
EBITDA（亿元）	79.05	65.30	30.71
资产负债率（%）	71.07	74.71	77.65
总资本化比率（%）	64.96	69.99	73.64
EBITDA 利息倍数（X）	2.06	1.22	1.39
总债务/EBITDA（X）	8.15	13.21	24.22
经营活动净现金流（亿元）	-2.14	12.58	3.55
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.06	0.23	0.16

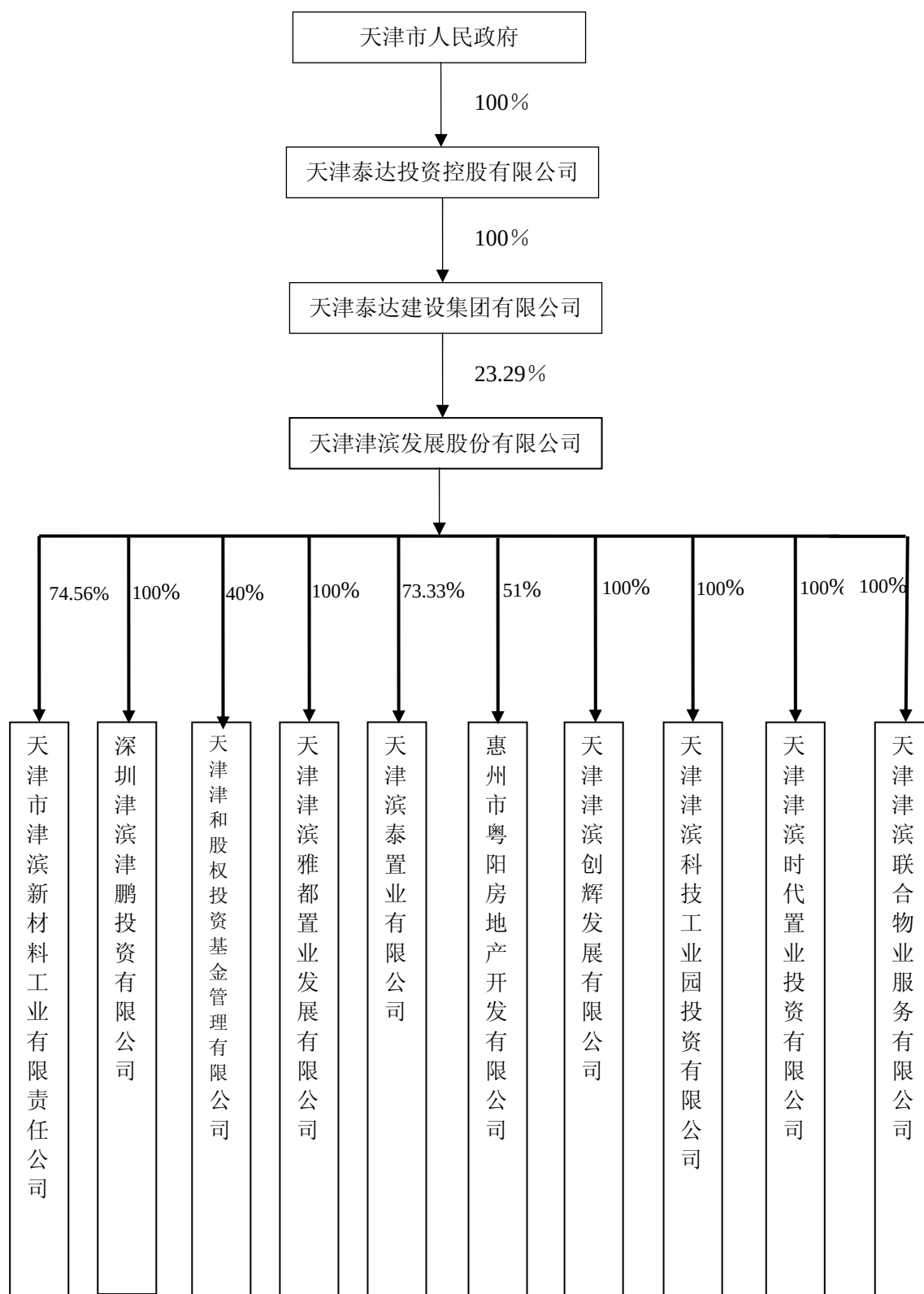
资料来源：公司提供，中诚信评估计算

总体来说，随着滨海新区的不断发展，泰达控股承担的开发建设任务持续增加，业务规模将有望扩大，但同时较大的资本支出压力也增加了其债务负担。考虑到强有力的股东背景、天津市政府的持续支持以及良好的财务弹性，我们认为泰达控股提供的无条件的不可撤销担保能对本次债券到期偿还提供有力保障。

结 论

中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 AA，维持公司主体信用等级 A，评级展望为稳定。

附一：天津津滨发展股份有限公司股权结构图（截止 2010 年 12 月 31 日）



附二：天津津滨发展股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	40,836.30	154,920.30	146,416.38
应收账款净额	10,027.40	13,150.47	47,700.86
存货净额	439,246.37	479,219.94	415,643.62
流动资产	550,145.81	724,094.01	651,993.51
长期投资	21,768.12	12,606.25	18,270.02
固定资产合计	127,799.68	86,896.23	81,577.09
总资产	714,178.58	836,117.37	764,112.57
短期债务	149,676.79	256,981.49	293,010.00
长期债务	228,053.92	180,029.81	147,137.49
总债务（短期债务+长期债务）	377,730.71	437,011.30	440,147.49
总负债	436,502.19	569,753.10	522,567.16
所有者权益（含少数股东权益）	277,676.39	266,364.28	241,545.41
营业总收入	126,036.60	181,344.09	344,768.27
三费前利润	28,077.04	28,864.89	54,557.40
投资收益	6,002.96	5,989.39	103.51
净利润	7,007.25	1,796.54	9,619.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	31,473.90	25,247.04	40,076.44
经营活动产生现金净流量	-41,050.50	99,381.17	74,919.88
投资活动产生现金净流量	18,100.13	115.77	-72,830.94
筹资活动产生现金净流量	3,453.01	-2,420.77	4,750.29
现金及现金等价物净增加额	-19,497.36	97,076.17	6,839.23
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	27.98	19.02	21.12
全面摊薄权益收益率（%）	2.73	0.77	4.41
EBITDA/营业总收入（%）	24.97	13.92	11.62
速动比率（X）	0.54	0.63	0.66
经营活动净现金/总债务（X）	-0.11	0.23	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.27	0.39	0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.53	3.68	2.51
EBITDA 利息倍数（X）	1.17	0.94	1.34
总债务/EBITDA（X）	12.00	17.31	10.98
资产负债率（%）	61.12	68.14	68.39
总债务/总资本（%）	57.63	62.13	64.57
长期资本化比率（%）	45.09	40.33	37.86

附三：天津泰达投资控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010.Q3
货币资金	747,980.62	1,737,137.96	1,566,183.07
应收账款净额	321,749.16	326,245.85	526,118.28
存货净额	3,404,983.02	4,334,294.85	4,496,084.65
流动资产	6,318,538.32	8,215,914.87	9,028,361.09
长期投资	1,780,010.60	1,989,085.35	2,380,609.34
固定资产合计	3,763,376.04	4,092,619.98	4,154,533.29
总资产	12,008,726.38	14,628,840.46	15,875,544.51
短期债务	4,343,787.60	4,805,100.05	4,689,814.85
长期债务	2,096,966.72	3,824,140.50	5,224,108.26
总债务（短期债务+长期债务）	6,440,754.32	8,629,240.55	9,913,923.10
总负债	8,535,050.20	10,929,544.59	12,327,587.87
所有者权益（含少数股东权益）	3,473,676.18	3,699,295.87	3,547,956.64
主营业务收入	4,492,148.92	4,353,839.56	4,361,697.63
主营业务利润	669,165.16	403,649.66	268,085.28
投资收益	82,529.37	95,511.90	181,224.90
利润总额	171,915.51	96,227.39	53,196.55
净利润	1,337.88	1,076.17	4,634.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	790,521.01	653,043.82	307,050.17
经营活动产生现金净流量	-21,413.12	125,814.15	35,477.38
投资活动产生现金净流量	-263,738.54	-505,453.11	-891,380.82
筹资活动产生现金净流量	79,413.68	1,308,189.03	685,824.22
现金及现金等价物净增加额	-210,876.78	929,000.84	-170,954.89
财务指标	2008	2009	2010.Q3
主营业务毛利率（%）	17.41	10.57	6.98
EBITDA/主营业务收入（%）	17.60	15.00	7.04
速动比率（X）	0.46	0.55	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	-0.00	0.01	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.01	0.03	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.06	0.23	0.16
EBITDA 利息倍数（X）	2.06	1.22	1.39
总债务/EBITDA（X）	8.15	13.21	24.22
资产负债率（%）	71.07	74.71	77.65
总债务/总资本（%）	64.96	69.99	73.64
长期资本化比率（%）	37.64	50.83	59.55

注：泰达控股使用旧会计准则；2010 年前 3 季度总债务/EBITDA 经过年化处理

附三：基本财务指标的计算公式

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

全面摊薄的净资产收益率 = 归属于母公司的净利润 / 期末归属于母公司的所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定