

天津滨海发展投资控股有限公司

2013 年公司债券 2016 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

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【2016】跟踪第  
【1204】号 01

增信方式：保证担保  
担保主体：天津市政建设集团有限公司  
债券剩余规模：5.5 亿元  
债券到期日期：2020 年 04 月 26 日  
债券偿还方式：到期一次还本，附第 5 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权

分析师

姓名：  
胡长森 王贞姬

电话：  
010-66216006

邮箱：  
huchs@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，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)

## 天津滨海发展投资控股有限公司 2013 年公司债券 2016 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	负面	负面
评级日期	2016 年 12 月 13 日	2015 年 07 月 24 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对天津滨海发展投资控股有限公司（以下简称“滨海投资”或“公司”）及其 2013 年 04 月 26 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 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，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到跟踪期内公司土地出让面积及收入均大幅增长，目前土地储备丰富，土地出让收入可持续性较强，生态农业板块较稳定，天津市政建设集团有限公司（以下简称“天津市政”）提供的保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障；同时也关注到公司房地产业务收入大幅下滑，未来需关注该业务的盈利能力，资产流动性较差，存在较大的资金支出压力，资产负债率很高，债务压力较大，较高的财务费用严重侵蚀了公司利润等风险因素。

正面：

- 公司土地出让面积及收入均大幅增长，目前土地储备丰富，土地出让收入可持续性较强。2015 年，公司出让土地 972.73 亩，实现土地出让收入 54.61 亿元，同比分别增长 309.02%和 2,041.16%。截至 2015 年末，公司已完成整理可用于出让的土地面积合计 5,494 亩，土地储备丰富，土地出让收入可持续性较强。
- 生态农业板块较稳定。2015 年，公司分别实现绿化工程施工收入和苗木销售收入 33,804.53 万元和 2,338.30 万元，同比分别增长 17.16%和 41.12%，生态农业板块收入较为稳定，仍是公司收入的有力补充。
- 天津市政提供的保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障。天津市政是天

天津市国有资产监督管理委员会全资子公司，经鹏元综合评定，天津市政主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障。

### 关注：

- **房地产业务收入大幅下滑，未来需关注该业务的盈利能力。**2015年，公司共实现房屋销售收入 68,866.49 万元，同比减少 71.44%；公司部分房地产项目位于二三线城市以及远郊地区，受房地产市场景气度和房地产调控政策影响，此类项目能否顺利销售存在一定的不确定性；2015 年主要负责公司房地产业务的子公司天津松江股份有限公司（以下简称“天津松江”）表现为营业亏损；未来需关注公司房地产业务的盈利能力。
- **资产流动性较差。**2016 年 9 月末，公司应收账款规模为 17.26 亿元，其他应收款规模为 50.15 亿元，存货规模达 365.76 亿元，长期应收款规模为 27.42 亿元，四者合计占公司总资产的比重达 73.94%，且存货主要为在建的房地产项目、土地一级开发项目及代建基础设施项目投资支出，对公司资金占用较大；此外，公司受限资产规模较大，资产流动性较差。
- **存在较大的资金支出压力。**截至 2015 年末，公司房地产开发项目、土地一级开发业务、代建项目尚需投资规模合计达 459.91 亿元，所需投入资金规模较大，公司面临较大的资金支出压力。
- **资产负债率很高，债务压力较大，较高的财务费用严重侵蚀了公司利润。**2016 年 9 月末公司资产负债率为 92.75%，负债水平很高，有息债务合计 420.74 亿元，占公司总负债的比重为 72.83%，且一年内需偿付的有息债务规模达 153.70 亿元，公司存在较大的债务压力。大规模的有息债务产生了较高的财务费用，2015 年和 2016 年 1-9 月，公司财务费用分别达 10.04 亿元和 10.05 亿元，严重侵蚀了公司利润。

### 主要财务指标：

项目	2016 年 9 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	6,228,766.62	5,792,218.69	5,744,992.30	4,436,601.77
所有者权益合计（万元）	451,845.25	552,989.26	421,416.83	421,821.02
有息债务（万元）	4,207,436.80	4,010,909.62	4,279,483.14	3,486,490.08
资产负债率	92.75%	90.45%	92.66%	90.49%
流动比率	1.66	1.49	1.41	1.71
速动比率	0.48	0.50	0.54	0.66

营业收入 (万元)	218,618.28	710,374.06	350,968.09	448,768.05
营业利润 (万元)	-107,553.81	30,782.02	7,644.21	-43,511.07
利润总额 (万元)	-101,282.36	30,737.48	17,144.23	10,894.88
综合毛利率	35.39%	37.19%	55.73%	29.36%
总资产回报率	-	2.92%	2.08%	2.60%
EBITDA (万元)	-	183,308.04	117,750.24	111,052.31
EBITDA 利息保障倍数	-	0.48	0.33	0.38
经营活动现金流净额(万元)	202,189.35	-315,274.66	278,755.03	-473,834.76

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2013】746号文件批准，公司于2013年4月26日公开发行5.5亿元公司债券，票面利率为固定利率6.79%。

本期债券为7年期固定利率债券，每年付息一次，附加债券存续期的第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。截至2016年9月30日，本期债券本息兑付情况如表1所示。

**表 1 截至 2016 年 9 月 30 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年4月28日	55,000.00	0.00	3,734.50	55,000.00
2015年4月28日	55,000.00	0.00	3,734.50	55,000.00
2016年4月26日	55,000.00	0.00	3,734.50	55,000.00
<b>合计</b>	-	<b>0.00</b>	<b>11,203.50</b>	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年12月31日，本期债券募集资金使用情况如下：

**表 2 截至 2015 年 12 月 31 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
天津宝坻现代农业育种基地（一期）	35,000.00	35,012.00	5,000.00	5,000.00
天津市蓟县生态公园设施农业项目	50,000.00	49,187.25	22,000.00	22,000.00
天津蓟县生态园山体环境综合治理	48,500.00	45,735.90	28,000.00	28,000.00
<b>合计</b>	<b>133,500.00</b>	<b>129,935.15</b>	<b>55,000.00</b>	<b>55,000.00</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 二、发行主体概况

2015年，公司注册资本、实际控制人及主营业务均未发生变化，其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。2015年，公司新增4家子公司纳入合并报表范围，1家子公司不再纳入合并报表范围。

**表 3 跟踪期内公司合并报表范围变化情况**

### 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	主营业务	合并方式
天津滨海发展建设有限公司	42,000 万元	市政、公路、土木工程项目的建设、开发等	投资设立
天津协和华美医学诊断技术有限公司	2,500 万元	病理检验、医疗技术开发等	投资设立

天津恒泰汇金融资租赁有限公司	3,000 万美元	融资租赁业务等	投资设立
天津滨辉置业有限公司	3,000 万元	房地产开发项目筹建等	投资设立

## 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
天津松江足球俱乐部有限责任公司	1,500 万元	体育	出售 100% 股权

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为579.22亿元，所有者权益为55.30亿元，资产负债率为90.45%；2015年度，公司实现营业收入71.04亿元，利润总额3.07亿元，经营活动现金净流出31.53亿元。

截至2016年9月30日，公司资产总额为622.88亿元，所有者权益为45.18亿元，资产负债率为92.75%；2016年1-9月，公司实现营业收入21.86亿元，利润总额-10.13亿元，经营活动产生的现金净流入20.22亿元。

## 三、运营环境

### 宽松政策使得我国房地产市场有所回暖

为缓解经济下行压力和减少地产不良贷款风险，2015年，我国中央银行多次下调存款基准利率，同时还实施了扩大逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具组合，并改革存款准备金考核制度、扩大信贷资产质押再贷款试点范围，使得市场流动性和可贷资金大幅增加。

表 4 2015 年以来我国主要房地产行业政策

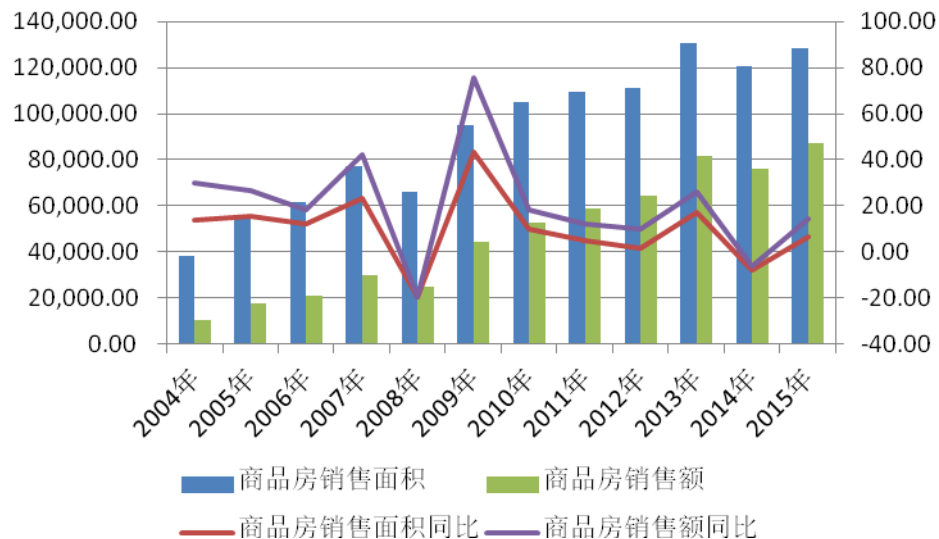
时间	出台部门	政策	内容
2015年3月	财政部	个人转让两年以上住房免收营业税	个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免收营业税。
2015年3月	中央银行、住建部、银监会	二套房贷款首付比下降至四成	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。
2015年7月	地方政府	取消套型限制	福建等超10个省市明确取消住房供应套型限制。
2015年8月	住建部等八部委	楼市限外令松绑	境外机构在境内设立的分支、代表机构和在境内工作、学习的境外个人可以购买符合实际需要的自用、自住商品。
2015年9月	住建委等三部委	减低公积金贷款门槛	拥有1套住房并已结清相应贷款的居民家庭，再次申请住房公积金购买住房，最低首付款比例由30%降低至20%。
2015年9月	中央银行、银监会	首次购房首付	在不实施限购措施的城市，对居民家庭首次购买

		比例下调	普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%。
2015年9月	发改委、财政部	下调住房转让手续费	降低涉及住房和城乡建设等6个部门12项行政事业性收费标准。
2015年10月	住建部	各地抓紧落实公积金异地贷款	要求各地全面推行异地贷款业务，拓宽贷款资金筹资渠道，有条件的城市要积极推行住房公积金个人住房贷款资产证券化业务，盘活住房公积金资产。
2016年2月	中央银行、银监会	不“限购”城市，首付比例下调	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付比例为25%，各地可向下浮动5%。
2016年2月	财政部、国税总局、住建部	契税、营业税优惠	对个人购买家庭唯一住房，面积为144平方米及以上契税减按1.5%征收。除北京、上海、深圳广州外，第二套住房面积90平方米及以下减按1%征收契税，90平米以上减按2%征收契税，营业税取消了原来对住房面积在144平米及以下的要求。

资料来源：公开资料

受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，我国房地产行业有所回暖。2015年，我国商品房销售面积128,495万平方米，同比增长6.5%；商品房销售额为87,281亿元，同比增长14.4%。

图1 近年我国商品房销售面积、金额及其同比变化情况（单位：亿元、万平方米）

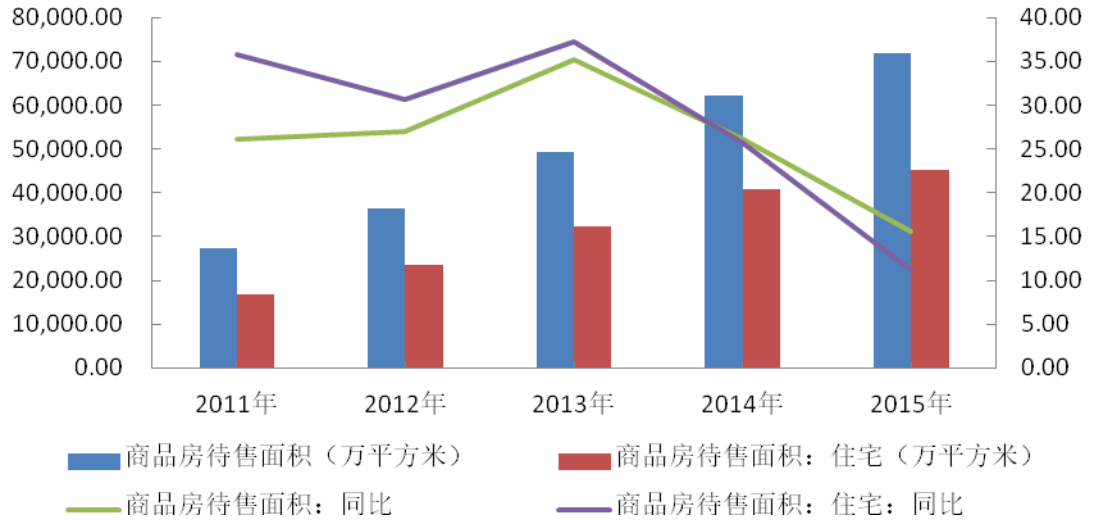


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2015年我国房地产行业库存进一步扩大，截至2015年末，我国商品房待售面积71,853万平方米，其中住宅待售面积45,248万平方米，与2014年同期相比分别增加15.60%和11.20%。



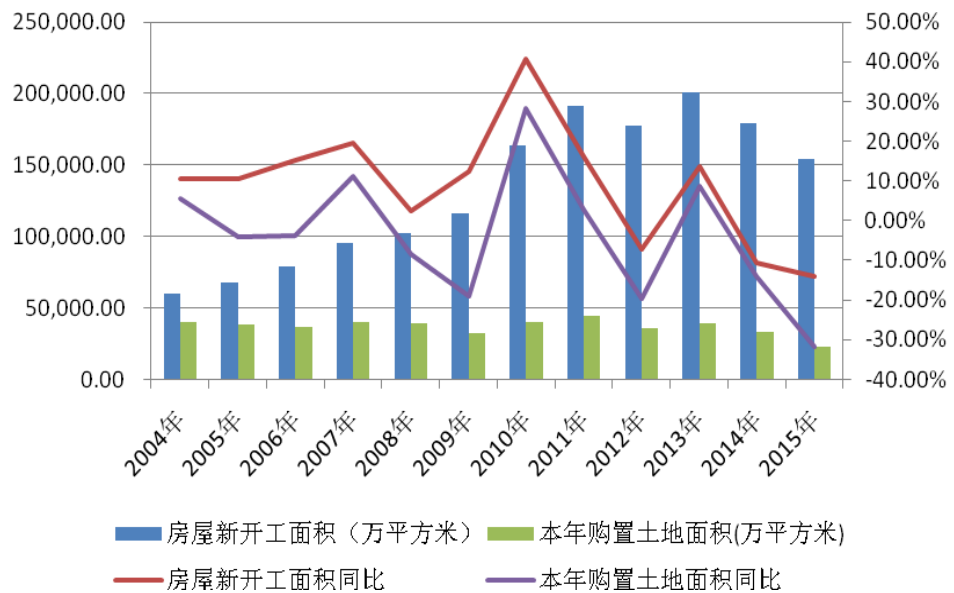
图2 近年我国商品房、住宅待售面积及增速情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

受经济增速放缓、库存高企等因素影响，2015年我国房屋新开工面积和土地购置面积同比大幅减少，房地产投资降温。2015年我国房屋新开工面积同比下降14.0%；全年土地购置面积同比下降31.67%。

图3 近年我国房屋新开工面积、土地购置面积情况



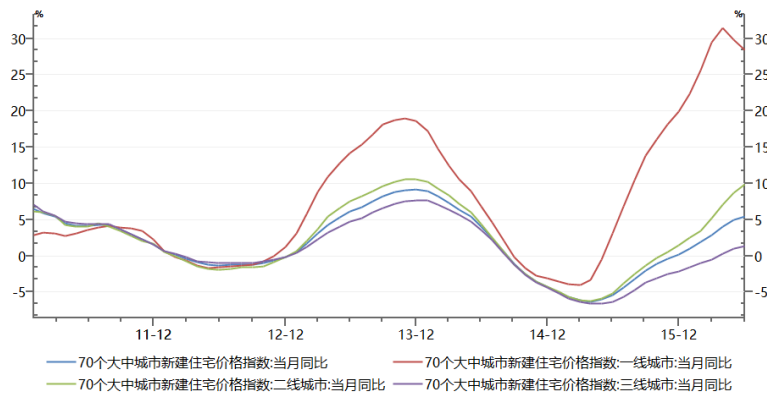
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

我国房地产市场分化严重，三、四线城市的中小房地产企业面临着商品房库存高企、资金短缺和销售难度加大的压力，被市场淘汰的风险较大，未来还需关注政策变动对房地产市场产生的不确定性影响

2015年以来，我国房地产市场虽有所回暖，但不同城市房地产市场分化严重。一线城市需求较旺，成交量增长较多，新建商品住宅及二手住宅价格涨幅较大；二线城市商品房价格总体平稳，成交量有所增加；三、四线城市房价仍然下降，部分城市甚至出现“量价齐跌”的趋势。由此可见，三、四线城市房地产市场形势不容乐观。

从价格来看，我国70个大城市新建住宅价格指数自2014年9月以来呈现负增长，但二三线城市新建住宅价格指数当月同比下滑幅度持续高于一线城市，2015年6月以来，一线城市新建住宅价格指数当月同比出现正增长，而二三线城市当月同比增速仍为负值，其中三线城市住宅价格指数下降更为明显。2016年以来，二三线城市新建住宅价格指数当月同比呈现正增长，但三、四线城市涨幅有限。

图4 近年我国70个大中城市新建住宅价格指数月度同比增速（单位：%）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

目前，我国位于一、二线城市的大型房地产企业具有规模优势和资金优势，但受一、二线城市出让的土地减少、单位面积土地出让价格大幅上升及行业内竞争愈发激烈的影响，面临业务规模增速放缓、经营业绩下滑的风险。开发楼盘主要位于三、四线城市的中小房地产企业，面临着库存房产高企、资金短缺和销售难度加大的压力，经营出现困难，被市场淘汰的风险较大。

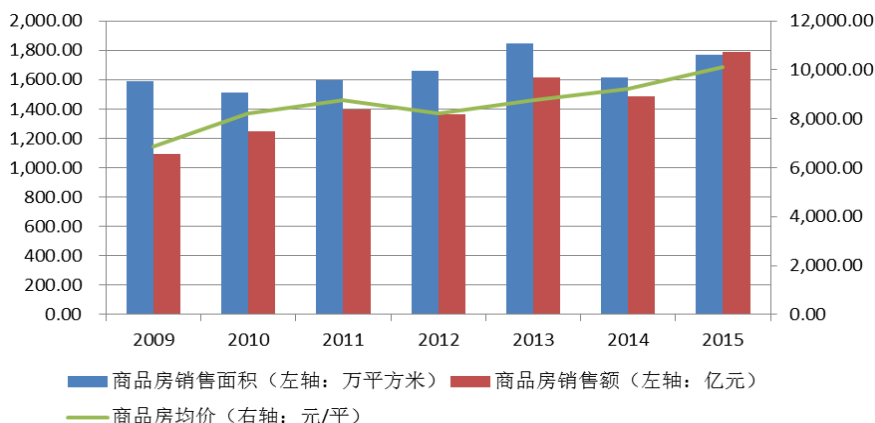
同时我们关注到，2016年以来为抑制房价的过快上涨，部分二线城市已重启限购限贷政策，2016年8月11日，苏州市发布《关于进一步加强苏州市区房地产市场管理的实施意见》，其中包括“非苏州户籍的居民在申请第2套住房的贷款时，需提供2年内累计1年纳税或社保证明”。2016年8月31日厦门市国土资源与房产管理局发布住房限购政策，即对于拥有2套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有1套及以上住房的非本市户籍居民家庭以

及无法提供购房之日前2年内在本市逐月连续缴纳1年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭，暂停在厦门市向其销售建筑面积144平方米及以下的普通商品住房，此住房限购政策自2016年9月5日起执行。2016年8月31日，中国人民银行武汉分行联合河北省银监局发布《关于加强住房信贷政策管理的通知》，2016年9月1日起调整武汉市差别化住房信贷政策，对在武汉市拥有1套住房的居民家庭，再次申请个人住房贷款购买商品住房，首付最低比例为40%；拥有2套及以上并已结清相应购房贷款，或还有1套住房贷款未结清的居民家庭，再次申请个人住房贷款购买商品住房，贷款最低首付比例为40%，拥有2套及以上住房，且有2套住房贷款未结清的居民家庭，继续暂停发放贷款。未来需关注政策变动对房地产市场产生的不确定性影响。

**限购政策宽松推动天津市房地产市场回暖，未来政策支持、交通优势、产业协作发展等因素将为天津市房地产市场提供良好的外部环境，2016年以来天津市土地市场景气度也随之有所好转**

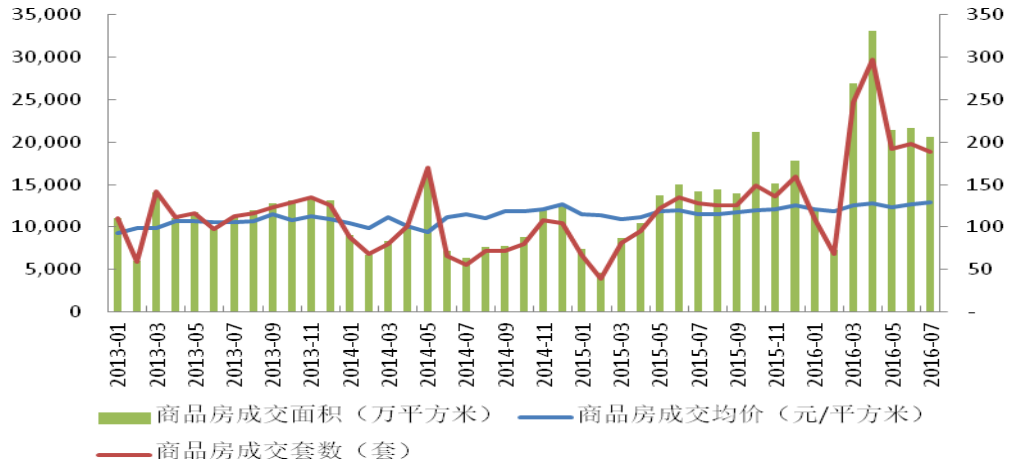
伴随着全国范围限购和限贷政策的放开，2014年10月17日，天津市建委、国土房管局、公积金管理中心等六部门联合下发文件，简称“津十六条”，明确在天津买房不再核查家庭住房情况，也无需提交社保、个人所得税证明；对个人购买家庭唯一普通住房的，144平方米及以下按照成交价格的1.5%征收契税，90平方米及以下按照成交价格的1%征收契税。受宽松的房地产行业政策和货币政策刺激，2015年天津市商品房销售面积、销售额较2014年均有所上升，其中销售面积为1,771.07万平方米，同比上升9.80%；销售额为1,790.01亿元，同比上升20.38%；商品房销售均价为10,106.94元/平方米，同比上升9.64%。2016年以来，天津一手房市场交易活跃，2016年上半年天津市商品住宅成交面积1,120.76万平方米，同比增长109.81%；成交均价为12,236.17元/平方米，同比增长9.15%。

图5 2009-2015年天津商品房销售情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图6 2013年1月-2016年7月天津市商品房月度交易情况

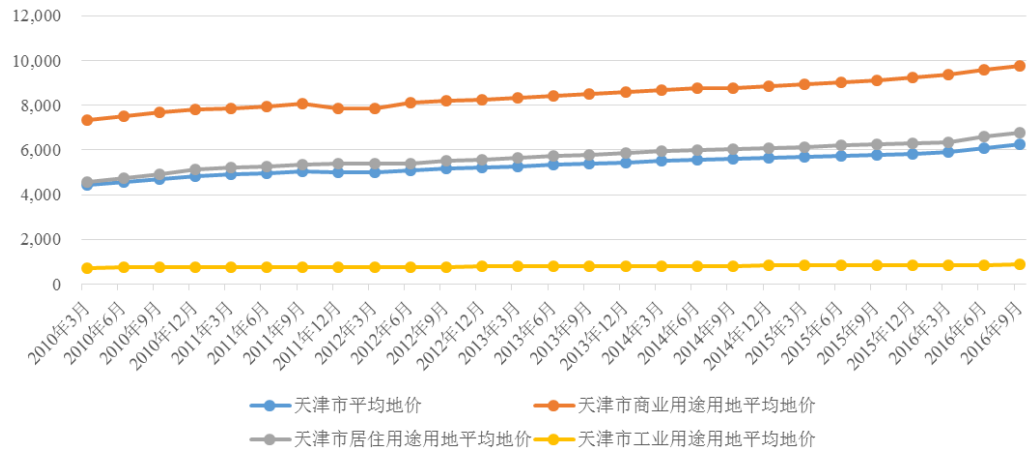


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

伴随天津市经济的快速发展，滨海新区作为全国综合配套改革试验区，纳入国家总体发展战略，京津冀协同发展将更加强调产业、资源在区域上的互相协调，由此导致京内产业和人口向京外转移，将使北京周边城市承接人口和产业的外溢。在交通方面，2016年初津保铁路投入运营，与京广、京沪、津秦和京津城际四条高铁无缝对接，天津成为全国高铁枢纽；天津港10万吨级大沽沙航道完工，南疆中部散货堆场等加紧施工，内陆无水港达到25个；天津机场航空物流园区启动建设，新增、恢复和加密航班航线102条，异地候机厅达到20座；京津塘高速公路北部新区高架工程、京台高速天津段正式通车。在产业协作方面，承接北京非首都功能，向河北延伸产业链条，签订生物医药、先进装备制造、新能源汽车等重点合作项目，全年引进京冀项目857个。预计未来一段时间内，伴随着城市地位的提升，天津对外来人口吸附力持续增强，将为天津市房地产市场发展提供良好的外部环境。

随着天津市房地产市场的回暖，依托于天津市房地产市场良好的发展环境，2016年以来天津市土地市场景气度有所好转。土地成交价格方面，2015年以来各种用途用地季度平均地价均保持增长，2016年3季度天津市商业用途、居住用途以及工业用途用地平均地价分别为9,771元/平方米、6,792元/平方米和874元/平方米，较2015年同期分别增长7.01%、8.67%和4.80%。

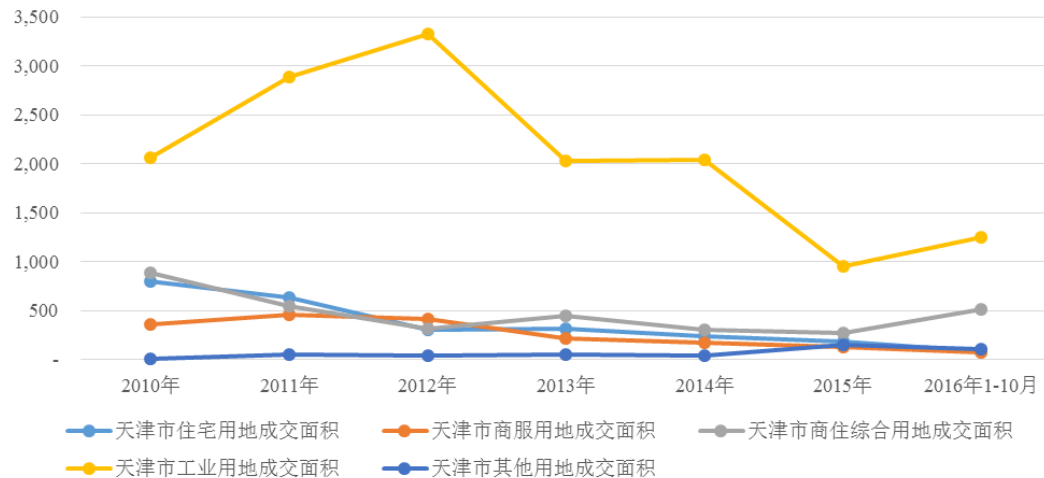
图7 2010年1月-2016年9月天津市季度平均地价情况（单位：元/平方米）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

土地成交面积方面，2016年1-10月，天津市商住综合用地、工业用地及其他用地成交面积较2015年同期分别增长148.72%、37.68%和28.97%，而住宅用地和商服用地成交面积较2015年同期分别减少41.16%和32.44%。

图8 2010-2016年10月天津市土地成交情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

#### 四、经营与竞争

公司主要从事房地产销售、土地一级开发、基础设施建设及生态农业等业务，其中，土地出让收入和房屋销售收入是公司营业收入的最主要来源。2015年，随着公司土地出让收入的大幅增长，公司共实现营业收入710,374.06万元，较2014年同比增长102.40%；2015年公司综合毛利率为37.19%，较2014年下降18.54个百分点，主要系公司土地一级开发、

房屋销售、工程施工及代建等业务毛利率均有所下降所致。公司其他业务收入主要来源于天津松江对投资性房地产的处置收入。

**表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地出让收入	546,145.18	37.99%	25,506.93	53.61%
房屋销售收入	68,866.49	36.68%	241,099.93	54.73%
工程施工收入	30,057.02	22.81%	25,327.44	43.25%
代建费收入	25,590.66	26.41%	17,498.47	82.00%
餐饮服务等收入	31,406.81	38.77%	19,598.08	36.59%
<b>小计</b>	<b>702,066.16</b>	<b>36.82%</b>	<b>329,030.84</b>	<b>54.13%</b>
其他业务收入	8,307.90	68.50%	21,937.25	79.70%
<b>总计</b>	<b>710,374.06</b>	<b>37.19%</b>	<b>350,968.09</b>	<b>55.73%</b>

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

公司一级土地开发业务投入较大，2015年土地出让面积及收入均大幅增长，目前可出让地块较多，土地出让收入可持续性较强；但该项业务易受房地产市场景气度影响，未来收入的实现仍具有一定的不确定性

公司土地整理业务主要有两种模式，一是公司负责土地整理项目的投融资工作，即公司自筹资金，并负责项目规划前期费用、征地拆迁费用、村民安置社会保障费用、村民还迁住宅建设费用、基础设施建设费用、公建设施建设费用以及其他与项目有关而发生的投资，在宗地范围内的土地出让后，将土地整理开发成本返还公司，剩余收益与当地政府按照双方约定的比例进行分配；二是“以路换地”模式，即公司自筹资金建设基础设施，政府以公司所建基础设施周边一定面积的毛地作为补偿，公司通过支付土地使用权出让金政府收益的方式获得上述毛地后，自行开展土地整理，整理完成之后土地经天津土地交易中心进行转让后获得土地转让金。目前公司土地整理项目主要有张贵庄项目、团泊新城项目等，其中，张贵庄项目为第二种经营模式，其余项目均为第一种模式。

土地出让方面，2015年公司通过在天津土地交易中心挂牌出让了张贵庄中心地块、团泊地块以及内蒙天骄领域商业地块等，土地出让面积共计972.73亩，同比增长309.02%，出让合同金额合计56.41亿元，同比增长1,536.56%，公司获得土地出让收入54.61亿元，同比增长2,041.16%，其中，出让张贵庄中心商业地块和团泊地块分别实现出让收入461,000.00万元和63,881.97万元，2015年公司土地出让面积及收入均大幅增长。

**表 6 2013-2015 年公司出让土地明细**

年份	出让面积（亩）	出让金额（万元）	土地性质
----	---------	----------	------

2015 年	392.03	461,000	住宅、商业
	495.50	81,860	住宅医疗
	75.20	18,763	住宅
	10.00	2,500	住宅
<b>合计</b>	<b>972.73</b>	<b>564,123</b>	-
2014 年	237.82	34,470	住宅
<b>合计</b>	<b>237.82</b>	<b>34,470</b>	-
2013 年	824.10	113,200	商住
<b>合计</b>	<b>824.10</b>	<b>113,200</b>	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前公司项目仍主要分布在天津、内蒙古呼和浩特和广西钦州等地，2015年公司未新增土地整理项目，截至2015年末，公司土地整理项目总占地面积为11.62万亩，明细如下表所示。

**表 7 截至 2015 年末公司一级土地开发项目情况（单位：亩、万元）**

项目名称	地区	项目总占地面积 <sup>1</sup>	已完成土地整理面积	总投资	已投资
团泊西区土地整理项目	天津	77,835	16,504	2,995,400	1,219,533
蓟县项目	天津	17,017	4,577	571,200	345,079
广西项目	钦州	9,927	6,152	178,000	140,242
张贵庄土地整理项目	天津	5,015	4,779	687,057	478,617
内蒙东河河西土地整理项目	呼和浩特	3,777	2,053	300,000	185,177
宝坻农业创业园	天津	1,460	1,460	35,000	35,012
内蒙东河河东土地整理项目	呼和浩特	1,200	826	56,272	18,719
<b>合计</b>	-	<b>116,231</b>	<b>36,351</b>	<b>4,822,929</b>	<b>2,422,379</b>

注：2015 年部分项目总投资规模根据实际情况有所调整。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2002年公司开发建设了张贵庄路，2007年天津市国土资源局以协议方式出让给公司世纪大道南侧160万平方米土地作为补偿，现张贵庄中心部分商业地块的开发已完成，已进入挂牌出让阶段。2005年启动的内蒙古东河项目位于呼和浩特市东北角，东起东河退绿后1.5公里处，南至京包铁路，西起呼哈铁路，北至110国道，占地23,410亩<sup>2</sup>，目前部分土地已进入挂牌出让阶段。广西钦州项目开发内容包括基础设施建设、临海山地高尔夫、海景高档休闲居住区等，区内实际可出让用地4,000亩，目前土地及相关配套设施仍在开发阶

<sup>1</sup> 项目总占地面积包括道路等基础设施面积。

<sup>2</sup> 此处面积为公司与政府签订的框架协议面积。

段。蓟县项目主要是对盘山地区一万余亩土地及其配套设施的开发建设。目前公司最大的一级土地开发项目为团泊新城项目，由公司子公司滨海团泊新城（天津）控股有限公司（以下简称“团泊公司”）负责运营，公司已经启动团泊新城（西区）一级土地整理项目。团泊新城位于天津市西南，是国务院批复的天津市城市发展总体规划（2005~2020年）中11座新城之一，也是天津市政府提出的重点优先发展的两座新城之一，2013年东亚运动会已在团泊新城举办，2017年全运会的主要场馆也将位于团泊新城。团泊新城（西区）总面积为51.89平方公里，规划人口约30万人，其中天津健康产业园区总占地22.55平方公里，包括北部生活配套区和南部产业园区，已列入天津十二五规划。天津健康产业园区将以建设天津中医药大学、天津国际医学城、天津体育学院和天津体育基地为核心，依托区域优美的滨水生态环境，打造集体育休闲、科研教育、医疗康复、生态居住以及旅游度假等配套服务于一体的可持续发展的互动式产业链条，建设具有国际水准的健康产业示范园区。目前公司在团泊新城（西区）一级土地整理项目规模较大，该项目可用于出让的土地较多，此外在健康产业园区中有较多的代建项目。

截至2015年末，公司已完成整理可用于出让的土地面积合计5,494亩，土地储备丰富，土地出让收入可持续性较强，根据公司土地出让计划，短期内公司土地出让收入仍将主要来自张贵庄项目地块和团泊地块出让收入。但土地出让价格易受房地产市场景气度影响，未来公司土地出让收入的实现也具有一定的不确定性。

**表 8 截至 2015 年末公司已完成整理可用于出让的土地明细（单位：亩）**

地块名称	可用于出让面积	项目收益 <sup>3</sup> 在公司与政府间分配情况
蓟县项目	1,777	项目所得收益 100% 归公司
团泊地块	1,617	项目所得收益 30% 归公司、70% 归政府
广西项目	1,174	项目所得收益 30% 归公司、70% 归政府
内蒙河西及河东地块	588	项目所得收益 30% 归公司、70% 归政府
张贵庄项目 C1-C8 地块	338	项目所得收益 100% 归公司
<b>合计</b>	<b>5,494</b>	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司一级土地开发项目具有建设周期长、投资额度大、资金投入与回收时间不匹配的特点，资金投入主要集中在项目中前期，资金回收通常在中后期。近年来公司已开发地块去化率仍较慢，资金回收较少，导致公司债务压力较大。截至2015年末公司正在开发的一级土地开发项目总投资高达482.29亿元，尚需投资240.06亿元，未来仍面临较大的资金支出压力。

<sup>3</sup> 项目收益是指在覆盖成本后的收益。



**2015年公司房地产业务签约面积和签约金额有所增长，目前计划销售面积较多，未来收入有一定的保障，但部分项目位于二三线城市以及远郊地区，能否顺利销售存在一定的不确定性；2015年房地产业务收入大幅下滑，未来需关注公司房地产业务的盈利能力**

房地产开发是公司主营业务之一，是构成公司营业收入和利润总额的重要组成部分。目前，公司的房地产业务主要由天津松江开展，业务主要集中在天津、内蒙、广西，其中天津占比较大。

2015年，公司房地产新开工面积18万平方米，竣工面积15万平方米，实现签约面积12万平方米，签约金额22亿元，结算面积6.13万平方米，结算收入6.89亿元。新开工面积与竣工面积较2014年有所下滑；签约面积与签约金额较2014年有所增长；而结算面积和结算销售收入较2014年大幅下滑，同比分别下降47.47%和25.59%。

**表 9 2014-2015 年公司房地产开发业务主要指标**

项目	2015 年	2014 年	同比变化
新开工面积（万平方米）	18	22	-18.18%
竣工面积（万平方米）	15	20	-25.00%
签约面积（万平方米）	12	10	20.00%
签约金额（亿元）	22	10	120.00%
结算面积（万平方米）	6.13	11.67	-47.47%
结算销售收入（亿元）	6.89	9.26	-25.59%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年，公司共实现房地产销售收入68,866.49万元，主要来自滨海友谊商业广场、水岸公馆三期、武台松江城等项目，销售收入同比减少71.44%，主要系2014年公司房地产销售收入主要来自出售在建工程所致。2015年公司新开工南园、武清运河城柴官中、武清运河城柴官北等项目，截至2015年末公司共有在建项目20个，项目规划建筑面积合计270.75万平方米，计划总投资243.19亿元，已投资151.99亿元，尚需投资91.20亿元，仍需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。截至2015末，公司房地产项目计划销售面积合计87.40万平方米，主要分布在天津市和呼和浩特，未来收入有一定的保障，但公司部分项目位于二三线城市以及远郊地区，受房地产市场景气度和房地产调控政策影响，此类项目能否顺利销售存在一定的不确定性。此外，公司部分项目面临一定的销售压力，如滨海友谊商业广场项目等，未来需关注此类项目的销售进度。目前公司尚未开发储备项目较少，未来需关注公司房地产业务的持续性。

2015年，天津松江营业总收入63,276.01万元，营业利润为-79,481.66万元，收入规模大幅下滑，且高企的财务费用使得天津松江表现为营业亏损，未来需关注公司房地产业务的盈利能力。

**表 10 2015 年公司主要房地产项目情况**

项目名称	项目位置	项目性质	规划建筑面积(万平方米)	计划总投资(万元)	截至到2015年末已投资(万元)	2015年签约面积(平方米)	2015年签约金额(万元)	2015年结算金额(万元)	2015年末计划销售面积(万平方米)
<b>已完工项目</b>									
滨海友谊商业广场	呼和浩特	商业	13.45	94,500	70,000	31,611	130,000	12,435	6.47
汐岸国际	天津	住宅	11.13	50,342	50,342	513	1,096	2	0.08
华盈大厦	天津	商业金融	2.03	18,082	18,082	-	-	-	1.73
水岸公馆一二期	天津	住宅	21.80	188,921	188,921	1,907	3,834	693	0.80
水岸公馆三期	天津	住宅	9.68	101,704	101,704	7,263	23,061	17,384	0.60
松江之星空港9号	天津	商业金融	6.12	51,200	51,200	-	-	-	2.72
<b>小计</b>	-	-	<b>64.21</b>	<b>504,749</b>	<b>480,249</b>	<b>41,294</b>	<b>157,991</b>	<b>30,514</b>	<b>12.40</b>
<b>在建项目</b>									
蓟县体育公园唐华公馆	天津蓟县	商业	3.41	26,200	15,000	2,287	2,700	-	0.68
上河苑宜老社区	天津宝坻	商业	24.41	177,000	145,000	-	-	-	-
南园	天津	住宅	1.60	15,000	10,580	2,300	2,742	-	1.63
武台松江城	天津	住宅	23.98	273,876	267,257	12,543	18,786	17,896	1.48
高尔夫小镇	天津	住宅	15.47	176,221	68,664	-	-	-	1.63
团泊西区松江之星	天津	商业住宅	15.84	138,036	23,835	-	-	-	3.00
东湖小镇	天津	住宅商务金融	18.04	131,038	79,343	2,158	1,624	-	8.72
津滨置地广场	天津	商业	13.38	144,559	138,998	605	1,050	-	13.10
武清运河城曹园南	天津	住宅	30.91	233,136	136,428	3,766	2,383	1,609	0.88
武清运河城曹园北	天津	用地商服	6.21	74,317	14,898	-	-	-	-
武清运河城柴官西	天津	住宅	3.90	32,247	23,354	196	171	460	2.38
左右城4#地	呼和浩特	住宅	15.06	82,525	69,705	8,529	4,973	5,347	3.49
阳光诺卡二期	呼和浩特	住宅	27.05	141,247	81,312	17,001	11,556	8,731	1.43
松江城-玫瑰郡	呼和浩特	居住商业	12.67	71,242	64,923	12,132	6,519	678	6.95

广西钦州宁越花园	钦州	商服、住房	21.16	95,630	72,013	17,193	6,942	3,630	5.33
东南角项目	天津	商业金融	5.30	174,080	87,754	-	-	-	5.75
松江置地广场	天津	商业金融	10.64	225,337	148,212	1,492	2,487	-	9.44
武清运河城柴官中	天津	住宅	4.05	33,114	13,043	-	-	-	3.86
武清运河城柴官北	天津	住宅	12.42	107,489	25,459	-	-	-	-
东疆港项目	天津	商业金融	5.25	79,591	34,154	-	-	-	5.25
<b>小计</b>	-	-	<b>270.75</b>	<b>2,431,885</b>	<b>1,519,932</b>	<b>80,202</b>	<b>61,933</b>	<b>38,351</b>	<b>75.00</b>
<b>尚未开发项目</b>									
上林苑项目	宝坻区	住宅	-	-	-	-	-	-	-
广西钦州宁越东园	钦州	商服、住宅	20.19	82,942	-	-	-	-	-
<b>小计</b>	-	-	<b>20.19</b>	<b>82,942</b>	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

**公司基础设施代建项目较多，未来代建费收入较有保障，但后续拟投入资金较多，公司存在较大的资金压力**

公司是天津市最早开始工程项目管理、项目代建工作的公司，项目代建管理经验丰富，与天津市建交委、发改委、规划局、土地局等相关单位和各级政府部门建立了良好的合作关系。

截至2015年末，除团泊新城、蓟县、广西、张贵庄等土地一级开发项目中公司需负责建设的基础设施项目外，公司主要代建的项目还有天津市中心城区快速路系统工程、体育基地项目、体育学院项目、天津中医院大学项目、天津医科大学项目、糖尿病医院项目、血液病医院项目等，其中，血液病医院项目为2015年公司新承接项目。

天津中医药大学、天津医科大学、体育基地以及天津体育学院代建模式相似，按照“交钥匙”工程的要求，委托滨海团泊新城（天津）控股有限公司负责新校区或体育基地融资和建设组织等全过程工作。新校区和体育基地建成后实现资产的移交。项目的收入实现来源于老校区和老体育基地的拆迁补偿安置费用、土地出让的政策性成本和政府净收益的返还资金。糖尿病医院和血液病医院的代建模式为天津市静海县团泊新城开发建设总公司（静海区政府所属国有企业，按政府要求，作为上述医院的投资建设主体单位）委托滨海团泊新城（天津）控股有限公司负责医院建设项目的融资和建设组织等全过程工作，并以天津市静海县团泊新城开发建设总公司名义进行本医院工程建设的前期、招标采购、建设管理等全过程建设管理，医院建成后进行资产的移交。糖尿病医院最终由天津市静海县团

泊新城开发建设总公司回购，血液病医院的建设费用和相关财务费用纳入团泊新城西区土地整理成本。

目前公司在建的代建项目总投资486.87亿元，已投资350.73亿元，公司基础设施代建项目较多，未来代建费收入较有保障，除快速路系统工程外，尚需投资128.65亿元，投资金额较大，存在较大的资金压力。

**表 11 截至 2015 年末公司主要外部代建项目明细（单位：万元）**

项目	总投资	已投资
快速路系统工程	3,128,719	3,053,803
体育基地	385,000	121,918
天津体育学院	364,622	186,330
天津中医药大学	278,435	124,866
天津医科大学	451,011	1,887
糖尿病医院	74,425	6,639
血液病医院	186,512	11,875
<b>合计</b>	<b>4,868,724</b>	<b>3,507,318</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 公司生态农业板块业务较稳定，2015年生态农业板块收入仍是公司收入及利润的重要补充

公司生态农业产业主要由子公司天津市松江生态产业有限公司（以下简称“松江生态”）负责开展。经过多年发展，松江生态已成为集科研、现代设施农业、品种引进、种苗培养、绿化工程于一身的大型绿化工程企业，具有绿化工程一级资质。目前公司生态农业板块收入主要来源于绿化工程施工收入和苗木销售收入，分别属于公司工程施工收入和餐饮服务收入中的部分收入。

2015年，松江生态继续承接了团泊新城西区常海道-洪泽湖路段绿化工程、团泊新城绿化洪泽湖路-滨湖西路段绿化工程、天津中医药大学新校区二期景观工程一标段、天津理工大学新校区新建青年教师和学者公寓室外绿化工程等项目，公司共实现绿化工程收入33,804.53万元<sup>4</sup>。

目前，公司苗木基地位于静海县，截至2015年末，公司已建成苗圃面积9,000亩，尚有在建苗圃面积2,000亩，苗木种类涉及国槐、白蜡、金叶榆、金枝槐、红叶杨、紫叶矮樱、栒子、桑树、杜梨、丝棉木、北美海棠等。2015年公司共实现苗木销售收入2,338.30万元。

2015年，公司绿化工程施工收入和苗木销售收入较2014年均有所增长，同比分别增长

<sup>4</sup> 绿化工程收入非合并报表口径，未剔除来源于关联公司的收入。

17.16%和41.12%，生态农业板块收入较为稳定，仍是公司收入的有力补充。

## 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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告及未经审计的2016年1-9月财务报表，2014年数据采用2015年审计报告期初数。报告采用新会计准则编制，2015年公司新增4家子公司纳入合并报表范围，1家子公司不再纳入合并报表范围。

### 资产结构与质量

**公司资产规模有所增长，但以应收账款、其他应收款、存货和长期应收款为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性较差**

截至2016年9月末公司总资产合计622.88亿元，较2014年末增长8.42%，公司资产规模有所增长。近年公司资产结构较稳定，仍以流动资产为主，截至2016年9月末流动资产占公司总资产的比重为82.40%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要由银行存款及其他货币资金构成，截至2015年末，公司货币资金合计55.95亿元，较2014年末减少55.77%，主要系公司存单质押借款规模较大，2015年部分质押银行存单已偿还相应借款，规模减少所致。公司货币资金中其他货币资金35.66亿元，主要为银行承兑汇票保证金、贷款保证金、工程项目缴存银行的保证金以及质押的存单及保函等。公司应收账款主要为应收天津融创元浩置业有限公司张贵庄项目土地的出让款、天津大通金岛置业有限公司的在建项目转让款和静海县财政局等单位的项目代垫款等。从账龄来看，账龄在1年以内的应收账款占比为83.41%，1-2年的应收账款占比为13.15%，整体账期不长。截至2015年末，公司应收账款规模合计67.39亿元，较2014年末增长200.21%，主要系2015年末张贵庄项目土地出让款尚未收回所致，随着该笔土地出让款的收回，2016年9月末公司应收账款规模降至17.26亿元。公司预付款项主要为预付的工程款，截至2015年末公司预付款项12.37亿元，较2014年变化不大。公司其他应收款主要为应收天津市静海县团泊新城开发建设总公司、呼和浩特市土地收储中心、天津市政建设集团有限公司、钦州市天钦投资有限公司和静海县规划局等单位的代建项目垫款、拆迁费以及往来款等，金

额前五大其他应收款金额合计占其他应收款总额的63.83%。截至2015年末，公司其他应收款27.27亿元，其中，账龄在1年以内的其他应收款占比43.48%，较2014年末下降33.98个百分点；1-2年占比35.02%，较2014年上升28.35个百分点；2年以上占比21.50%，较2014年上升5.63个百分点；整体账期有所延长，且应收对象较为集中，未来存在一定的回收风险。且2016年以来，公司其他应收款规模继续攀升，截至2016年9月末，公司其他应收款规模达50.15亿元。公司存货主要为在建的房地产项目、土地一级开发项目及代建基础设施项目投资支出，2015年末公司存货规模达331.20亿元，其中房地产开发成本及土地、代建项目开发成本分别为近150亿元和170亿元。随着公司商品房建设开发、土地一级开发及代建项目支出的增加，公司存货规模进一步增长，截至2016年9月末存货规模达365.76亿元，占总资产的比重达58.72%，较2014年末增长18.70%。公司存货的变现是公司未来的主要收入来源，具有较强的增值潜力，但以土地资产、开发成本为主，流动性一般。

公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。公司外部代建项目前期需公司代垫资金，后期主要通过相应项目的拆迁补偿安置费用等来实现项目收入，项目周期较长，故将相关应收款项计入长期应收款中，2015年末公司长期应收款合计10.56亿元，随着对外部代建项目的投入，2016年9月末公司长期应收款攀升至27.42亿元。公司固定资产主要为房屋建筑物，较2014年末同比增长36.76%，主要系团泊新城奥特莱斯商业项目等在建工程转入固定资产所致。目前公司在建工程主要有生态农业设施工程、国际网球中心项目、呼和浩特市滨海学校等，截至2015年末账面价值合计13.52亿元。截至2015年末，公司其他非流动资产共计17.30亿元，主要为团泊新城未来收益权，较2014年末增长24.59%，主要为新增对天津松江财富投资合伙企业（有限合伙）投资款。

**表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2016年9月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	633,667.93	10.17%	559,539.01	9.66%	1,265,189.24	22.02%
应收账款	172,611.60	2.77%	673,908.81	11.63%	224,475.44	3.91%
预付款项	130,474.72	2.09%	123,710.73	2.14%	124,013.45	2.16%
其它应收款	501,466.26	8.05%	272,654.32	4.71%	271,574.98	4.73%
存货	3,657,576.22	58.72%	3,311,959.96	57.18%	3,081,275.13	53.63%
<b>流动资产合计</b>	<b>5,132,531.71</b>	<b>82.40%</b>	<b>4,975,404.33</b>	<b>85.90%</b>	<b>5,008,874.21</b>	<b>87.19%</b>
长期应收款	274,191.72	4.40%	105,608.12	1.82%	103,103.16	1.79%
固定资产	180,350.73	2.90%	187,069.63	3.23%	136,783.75	2.38%
在建工程	195,877.46	3.14%	135,156.80	2.33%	144,688.22	2.52%
其他非流动资产	173,233.68	2.78%	173,019.31	2.99%	138,870.81	2.42%

非流动资产合计	1,096,234.91	17.60%	816,814.36	14.10%	736,118.09	12.81%
资产总计	6,228,766.62	100.00%	5,792,218.69	100.00%	5,744,992.30	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

综合来看，公司资产规模有所增长，但 2016 年 9 月末应收账款、其他应收款、存货和长期应收款合计占总资产的比重达 73.94%，存货主要为在建的房地产项目、土地一级开发项目及代建基础设施项目投资支出，对公司资金占用较大。此外，截至 2015 年末，公司已 有账面价值 67.32 亿元的土地使用权、房屋、股权等资产用于抵质押，且仍有部分无法提供账面价值的资产已用于借款抵押，公司受限资产规模较大，公司资产流动性较差。

### 资产运营效率

**公司资金和资产运营效率有所提升，但净营业周期仍较长，整体资金运营效率不高**

2015 年末，由于公司应收张贵庄项目土地出让款尚未收回，应收账款规模大幅攀升，随着公司房地产项目建设开发、土地一级开发及代建项目支出的增加，公司存货规模进一步增长，而随着公司土地出让收入的增加，公司营业收入和营业成本也大幅增长，同时应付账款规模也有所上升，使得公司应收账款周转天数上升，存货周转天数和应付账款周转天数明显下降，公司净营业周期缩短 3,416.29 天，资金运营效率有所提高，但存货周转天数仍较长，对公司资金占用较大，且净营业周期仍较长，整体资金运营效率不高。

2015 年，随着公司营业收入的大幅增长，公司流动资产、固定资产和总资产周转天数有所缩短，公司整体资产运营效率有所提升。

**表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	227.64	147.89
存货周转天数	2,579.32	6,276.75
应付账款周转天数	158.41	359.80
净营业周期	2,648.55	6,064.84
流动资产周转天数	2,529.89	4,515.79
固定资产周转天数	82.06	135.07
总资产周转天数	2,923.39	5,221.81

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

**公司营业收入大幅增长，但综合毛利率大幅下滑，较高的财务费用仍严重侵蚀了公司利润**

2015年，随着公司土地出让收入的大幅增长，公司共实现营业收入71.04亿元，同比大幅增长102.40%，2016年1-9月，公司共实现营业收入21.86亿元，主要来源于房屋销售收入。土地出让收入和房屋销售收入仍是公司收入的主要来源，目前公司土地储备丰富，可出让地块较多，土地出让收入可持续性较强，预计未来仍将是公司最主要的收入来源。目前公司房地产项目计划销售面积较多，但部分房地产项目位于呼和浩特、广西钦州等二三线城市以及天津市武清等远郊地区，房地产项目能否顺利销售存在一定的不确定性。毛利率方面，2015年公司综合毛利率为37.19%，较2014年下降18.54个百分点，主要系土地一级开发、房地产销售、工程施工及代建等业务当年结算项目毛利率较低所致。

随着公司营业收入的大幅增长，2015年公司期间费用率大幅下降至23.68%，较2014年下降15.64个百分点，但公司财务费用高达100,449.96万元，较2014年同比增长31.51%，2016年1-9月，公司财务费用高达100,530.68万元，严重侵蚀了公司利润。公司投资收益主要来自于处置长期股权投资产生的收益，2015年公司共实现营业利润3.08亿元，同比增长302.68%，2016年1-9月公司营业利润为-10.76亿元，表现为大额营业亏损。

**表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2016年1-9月	2015年	2014年
营业收入	218,618.28	710,374.06	350,968.09
财务费用	100,530.68	100,449.96	76,384.30
投资收益	1,256.16	9,592.52	9,708.66
营业利润	-107,553.81	30,782.02	7,644.21
政府补助	-	355.93	7,557.28
利润总额	-101,282.36	30,737.48	17,144.23
净利润	-95,500.95	6,608.97	1,309.30
综合毛利率	35.39%	37.19%	55.73%
期间费用率	69.08%	23.68%	39.32%
总资产回报率	-	2.92%	2.08%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

## 现金流

**公司经营现金流表现不佳，未来项目投资规模较大，公司仍然存在较大的资金支出压力**

2015年公司张贵庄项目地块销售收入尚未收回，计入应收账款中，使得公司经营活动收现情况较差。2015年公司继续加大对土地一级开发业务、房地产开发业务以及基础设施代建业务的投入，且支付的与其他单位的往来款大幅增长，使得公司经营活动现金流表现



为较大规模的净流出状态，经营活动现金流波动较大，表现不佳。且由于公司房地产开发项目、土地一级开发业务、代建项目均具有资金需求大、建设周期长、资金回收慢等特点，特别是公司一级土地开发前期投入资金巨大、回收期较长，未来公司经营性净现金流存在一定的波动性。

投资活动方面，公司收回投资收到的现金和投资支付的现金主要来自天津松江买卖理财产品。2015年公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还到期债务本息支出的现金，筹资活动表现为较大规模的现金净流出，公司筹资活动力度减小。截至2015年末，公司房地产开发项目、土地一级开发业务、代建项目尚需投资规模合计达459.91亿元，所需投入资金规模较大，公司面临较大的资金支出压力和筹资压力，预计公司未来仍存在较大的融资需求。

**表 15 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
收现比	0.34	0.48
销售商品、提供劳务收到的现金	242,814.82	169,442.20
收到的其他与经营活动有关的现金	858,017.42	696,074.94
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>1,100,851.94</b>	<b>865,553.33</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	467,266.93	462,829.31
支付的其他与经营活动有关的现金	829,470.22	44,928.41
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>1,416,126.60</b>	<b>586,798.29</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-315,274.66</b>	<b>278,755.03</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-51,759.82</b>	<b>-26,711.26</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-175,737.51</b>	<b>-259,920.23</b>
现金及现金等价物净增加额	-542,771.99	-7,876.46

资料来源：公司 2015 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，资产负债率很高，公司面临较大的债务压力**

2016年以来，公司负债规模进一步攀升，截至2016年9月末公司负债总额达577.69亿元，较2014年末增长8.52%。2015年随着天津松江非公开发行股票募集资金，公司所有者权益有所增长，2015年末公司所有者权益合计55.30亿元，同比增长31.22%，2016年1-9月，由于公司大额营业亏损使得未分配利润大幅下滑，2016年9月末公司所有者权益减少至45.18亿元，较2015年末下降18.29%。2016年9月末，公司负债与所有者权益的比率进一步上升，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

**表 16 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016年9月	2015年	2014年
负债总额	5,776,921.37	5,239,229.44	5,323,575.47
所有者权益	451,845.25	552,989.26	421,416.83
负债与所有者权益比率	12.79	9.47	12.63

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2015年末，公司短期借款规模为83.30亿元，同比减少10.76%，主要系公司减少存单质押借款规模所致，2015年末短期借款中共有质押借款16.64亿元，抵押借款6.50亿元，保证借款57.32亿元，信用借款2.83亿元。公司应付票据全部为应付银行承兑汇票，截至2015年末共计14.95亿元，同比减少63.97%，主要系银行融资条件改变不再要求银行承兑汇票所致。公司应付账款主要为应付天津市城市基础设施配套办公室、南通建工集团股份有限公司和中国建筑第六工程局有限公司等单位的未结算的公建配套费和工程款等，2015年末共计20.31亿元。公司其他应付款主要为应付天津市政等单位的往来款，2015年末公司其他应付款共计82.93亿元，同比增长6.08%，主要系对团泊新城项目的投资增多使得往来款规模增长所致，2016年9月末进一步攀升至121.53亿元。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2015年末共计114.49亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2015年末公司长期借款规模为161.28亿元，主要为质押借款、抵押借款和保证借款，2016年9月末大幅攀升至231.40亿元，较2015年末增长43.48%。2015年末公司应付债券规模5.50亿元，为2013年发行的“13津滨投债”余额，债券发行期限7年。2015年末公司长期应付款合计22.27亿元，主要为2015年新增的中国华融资产管理公司、中航国际租赁有限公司、基石国际租赁有限责任公司和哈银金融租赁有限责任公司等单位的融资租赁款等，2016年9月末增加至30.14亿元，较2015年末增长35.30%。

**表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016年9月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	628,440.90	10.88%	833,045.40	15.90%	933,469.54	17.53%
应付票据	78,179.08	1.35%	149,500.00	2.85%	414,890.00	7.79%
应付账款	213,184.72	3.69%	203,127.20	3.88%	189,524.25	3.56%
其他应付款	1,215,301.41	21.04%	829,278.56	15.83%	781,746.75	14.68%
一年内到期的非流动负债	830,414.95	14.37%	1,144,862.05	21.85%	1,088,911.46	20.45%
<b>流动负债合计</b>	<b>3,089,798.98</b>	<b>53.49%</b>	<b>3,332,615.45</b>	<b>63.61%</b>	<b>3,541,855.42</b>	<b>66.53%</b>

长期借款	2,314,022.32	40.06%	1,612,760.69	30.78%	1,637,212.13	30.75%
应付债券	55,000.00	0.95%	55,000.00	1.05%	135,000.00	2.54%
长期应付款	301,379.55	5.22%	222,741.48	4.25%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,687,122.40</b>	<b>46.51%</b>	<b>1,906,613.99</b>	<b>36.39%</b>	<b>1,781,720.05</b>	<b>33.47%</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,776,921.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,239,229.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,323,575.47</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	4,207,436.80	72.83%	4,010,909.62	76.56%	4,279,483.14	79.07%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

截至2016年9月末，公司包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中有息债务在内的有息债务合计420.74亿元，较2014年末减少1.68%，占公司总负债的比重为72.83%，公司有息债务有所减少，但规模仍较大，且一年内需偿付的有息债务规模达153.70亿元，短期内公司存在较大的债务压力。

从偿债指标来看，2016年9月末公司债务规模进一步增长，资产负债率为92.75%，仍处于较高的水平。由于流动负债规模的下降，2015年公司流动比率有所提高，但公司流动资产中存货占比高且持续攀升，公司速动比率表现一般且有所下降，速动资产对流动负债的保障程度较低。2015年，公司利润总额有所增长，EBITDA随之有所增长，但由于有息债务规模较大，利息支出较高，公司EBITDA利息保障倍数有所增长但仍处于较低水平，公司盈利对利息的保障程度低。

**表 18 公司偿债能力指标**

指标名称	2016年9月	2015年	2014年
资产负债率	92.75%	90.45%	92.66%
流动比率	1.66	1.49	1.41
速动比率	0.48	0.50	0.54
EBITDA（万元）	-	183,308.04	117,750.24
EBITDA 利息保障倍数	-	0.48	0.33
有息债务/EBITDA	-	21.88	36.34

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

天津市政为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障

本期债券由天津市政提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天津市政是公司的控股股东，主要业务均由公司负责。天津市政主要从事房地产销售、土地一级开发、基础设施建设及生态农业等业务。2015年，随着土地出让收入的大幅增长，天津市政实现营业收入80.52亿元，同比增长107.08%。2015年，天津市政综合毛利率为36.58%，较2014年

下降18.44个百分点，主要系天津市政土地一级开发、房地产销售、工程施工及代建等业务毛利率均有所下降所致。2015年，天津市政营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

**表 19 天津市政营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地出让	546,145.18	38.06%	25,506.93	53.61%
房屋销售	149,272.85	29.76%	261,738.88	52.02%
工程施工	30,057.02	22.81%	25,327.44	43.25%
代建费	26,440.47	30.11%	19,659.45	83.98%
餐饮服务等其他业务	44,176.36	49.65%	33,578.19	55.20%
<b>主营业务小计</b>	<b>796,091.88</b>	<b>36.31%</b>	<b>365,810.88</b>	<b>53.54%</b>
其他业务	9,077.06	60.47%	23,013.47	78.65%
<b>合计</b>	<b>805,168.94</b>	<b>36.58%</b>	<b>388,824.35</b>	<b>55.02%</b>

资料来源：天津市政 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，天津市政资产总额为641.69亿元，所有者权益合计62.40亿元，资产负债率为90.27%；2015年度，天津市政实现营业收入80.52亿元，利润总额2.57亿元，经营活动产生的现金净流出28.27亿元。

**表 20 天津市政主要财务指标**

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	6,416,864.43	6,386,507.26	4,976,909.39
所有者权益合计（万元）	624,047.76	502,160.42	499,633.32
有息债务（万元）	4,421,056.49	4,700,882.17	3,990,659.29
资产负债率	90.27%	92.14%	89.96%
流动比率	1.52	1.47	1.72
速动比率	0.52	0.57	0.69
营业收入（万元）	805,168.94	388,824.35	519,152.59
投资收益（万元）	9,640.42	8,797.95	5,209.57
营业利润（万元）	25,326.37	4,143.76	-39,678.12
政府补助（万元）	858.26	7,603.51	24,988.97
利润总额（万元）	25,662.73	12,976.65	15,373.12
综合毛利率	36.58%	55.02%	30.97%
总资产回报率	2.68%	1.78%	2.36%
EBITDA（万元）	187,892.58	114,156.65	118,367.86
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.28	0.35
经营活动现金净额（万元）	-282,661.25	474,628.44	-387,245.63

资料来源：天津市政 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

经鹏元综合评定，天津市政主体长期信用等级为AA，其提供的全额无条件不可撤销

的连带责任保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障。

## 七、或有事项分析

截至2015年末，公司对外担保金额合计8,000.00万元，占2015年末公司所有者权益的比重为1.45%，且被担保单位为国有企业，整体或有负债风险不大。

表 21 截至 2015 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
天津城建集团有限公司	8,000.00	2016 年 12 月 30 日

资料来源：公司 2015 年审计报告

## 八、评级结论

跟踪期内，公司土地出让面积及收入均大幅增长，目前土地储备丰富，土地出让收入可持续性较强；生态农业板块较稳定；天津市政提供的保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障。同时我们也关注到，公司房地产业务收入大幅下滑，未来需关注该业务的盈利能力；资产流动性较差；存在较大的资金支出压力；资产负债率很高，债务压力较大，较高的财务费用严重侵蚀了公司利润等风险因素。

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

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年9月	2015年	2014年	2013年
货币资金	633,667.93	559,539.01	1,265,189.24	961,187.55
应收票据	-	-	-	60.00
应收账款	172,611.60	673,908.81	224,475.44	63,877.25
预付款项	130,474.72	123,710.73	124,013.45	158,064.59
应收利息	10,933.39	8,021.60	3,385.47	682.10
应收股利	-	-	-	294.30
其他应收款	501,466.26	272,654.32	271,574.98	246,019.43
存货	3,657,576.22	3,311,959.96	3,081,275.13	2,336,899.72
其中：原材料	-	1,110.19	1,000.88	866.23
库存商品（产成品）	-	191,982.99	211,451.35	539,378.29
一年内到期的非流动资产	40.00	33.33	-	901.91
其他流动资产	25,761.59	25,576.58	38,960.49	28,120.25
<b>流动资产合计</b>	<b>5,132,531.71</b>	<b>4,975,404.33</b>	<b>5,008,874.21</b>	<b>3,796,107.11</b>
可供出售金融资产	52,271.26	35,703.26	38,155.49	37,961.46
持有至到期投资	28,704.31	500.00	-	-
长期应收款	274,191.72	105,608.12	103,103.16	65,729.22
长期股权投资	41,235.35	41,033.09	40,015.60	20,429.51
投资性房地产	49,318.21	43,831.10	46,343.77	50,673.21
固定资产原价	-	234,963.64	177,222.16	150,408.50
减：累计折旧	-	47,894.01	40,438.41	23,838.25
固定资产净值	180,350.73	187,069.63	136,783.75	126,570.25
固定资产净额	180,350.73	187,069.63	136,783.75	126,570.25
在建工程	195,877.46	135,156.80	144,688.22	132,130.56
固定资产清理	41.66	41.66	41.66	-
无形资产	19,502.98	19,839.93	15,883.94	4,827.99
商誉	25,822.65	25,822.65	25,822.65	26,523.34
长期待摊费用	14,880.25	15,328.80	14,713.58	10,162.58
递延所得税资产	40,804.67	33,860.01	31,695.45	26,405.29
其他非流动资产	173,233.68	173,019.31	138,870.81	139,081.25
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,096,234.91</b>	<b>816,814.36</b>	<b>736,118.09</b>	<b>640,494.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,228,766.62</b>	<b>5,792,218.69</b>	<b>5,744,992.30</b>	<b>4,436,601.77</b>
短期借款	628,440.90	833,045.40	933,469.54	924,241.00
应付票据	78,179.08	149,500.00	414,890.00	63,251.00
应付账款	213,184.72	203,127.20	189,524.25	121,061.35

预收款项	106,998.10	74,143.70	24,028.18	61,366.21
应付职工薪酬	536.15	535.77	436.85	535.43
其中：应付工资	-	232.61	256.58	308.06
应付福利费	-	-	0.05	54.07
应交税费	9,374.96	87,438.25	97,172.71	62,058.94
其中：应交税金	-	85,647.10	95,986.64	61,465.17
应付利息	2,977.15	6,292.96	7,284.11	14,525.98
应付股利	4,391.56	4,391.56	4,391.56	5,287.00
其他应付款	1,215,301.41	829,278.56	781,746.75	247,101.26
一年内到期的非流动负债	830,414.95	1,144,862.05	1,088,911.46	722,524.71
<b>流动负债合计</b>	<b>3,089,798.98</b>	<b>3,332,615.45</b>	<b>3,541,855.42</b>	<b>2,221,952.88</b>
长期借款	2,314,022.32	1,612,760.69	1,637,212.13	1,641,473.36
应付债券	55,000.00	55,000.00	135,000.00	135,000.00
长期应付款	301,379.55	222,741.48	-	-
专项应付款	4,440.00	3,840.00	3,840.00	3,840.00
递延所得税负债	12,280.52	12,271.83	5,667.91	5,398.86
其他非流动负债	-	-	-	7,115.64
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,687,122.40</b>	<b>1,906,613.99</b>	<b>1,781,720.05</b>	<b>1,792,827.87</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,776,921.37</b>	<b>5,239,229.44</b>	<b>5,323,575.47</b>	<b>4,014,780.75</b>
实收资本（股本）	76,000.00	76,000.00	76,000.00	76,000.00
国有资本	76,000.00	76,000.00	76,000.00	76,000.00
其中：国有法人资本	76,000.00	76,000.00	76,000.00	76,000.00
实收资本（或股本）净额	76,000.00	76,000.00	76,000.00	76,000.00
资本公积	183,282.51	181,976.34	157,762.20	157,879.56
盈余公积	18,592.78	18,709.11	10,352.30	10,352.30
其中：法定公积金	-	15,998.91	7,642.11	7,642.11
任意公积金	-	2,710.20	2,710.20	2,710.20
未分配利润	26,910.57	119,683.37	79,419.29	87,159.38
归属于母公司所有者权益合计	310,757.38	396,368.82	323,533.79	331,391.24
少数股东权益	141,087.87	156,620.44	97,883.04	90,429.77
<b>所有者权益合计</b>	<b>451,845.25</b>	<b>552,989.26</b>	<b>421,416.83</b>	<b>421,821.02</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>6,228,766.62</b>	<b>5,792,218.69</b>	<b>5,744,992.30</b>	<b>4,436,601.77</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年9月	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>218,618.28</b>	<b>710,374.06</b>	<b>350,968.09</b>	<b>448,768.05</b>
其中：营业收入	218,618.28	710,374.06	350,968.09	448,768.05
<b>二、营业总成本</b>	<b>327,428.24</b>	<b>689,184.57</b>	<b>353,032.54</b>	<b>497,531.99</b>
其中：营业成本	141,252.25	446,156.42	155,378.36	316,990.54
营业税金及附加	9,578.63	59,708.46	52,559.07	30,733.35
销售费用	15,539.55	21,103.53	16,886.99	17,480.60
管理费用	34,957.19	46,690.69	44,720.89	38,916.42
财务费用	100,530.68	100,449.96	76,384.30	92,237.77
其中：利息支出	-	137,766.06	88,721.47	89,315.75
利息收入	-	42,188.12	18,873.69	9,073.08
汇兑净损失（净收益以“-”号填列）	-	6.94	0.00	-
资产减值损失	25,569.95	15,075.51	7,102.93	1,173.32
加：投资收益（损失以“-”号填列）	1,256.16	9,592.52	9,708.66	5,252.88
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	617.49	-1,502.37	-1,117.62
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>-107,553.81</b>	<b>30,782.02</b>	<b>7,644.21</b>	<b>-43,511.07</b>
加：营业外收入	6,577.49	517.03	10,284.99	80,314.76
其中：非流动资产处置利得	6,132.71	38.75	2,512.17	55,573.64
政府补助	-	355.93	7,557.28	24,664.33
减：营业外支出	306.04	561.57	784.97	25,908.81
其中：非流动资产处置损失	3.37	73.22	41.83	21,858.20
<b>四、利润总额（亏损以“-”号填列）</b>	<b>-101,282.36</b>	<b>30,737.48</b>	<b>17,144.23</b>	<b>10,894.88</b>
减：所得税费用	-5,781.40	24,128.50	15,834.93	9,675.79
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>-95,500.95</b>	<b>6,608.97</b>	<b>1,309.30</b>	<b>1,219.08</b>
归属于母公司所有者的净利润	-85,392.24	50,925.52	-3,183.50	12,612.51
少数股东损益	-10,108.71	-44,316.55	4,492.81	-11,393.42

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理



**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2016年1-9月	2015年	2014年	2013年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	726,555.63	242,814.82	169,442.20	223,287.46
收到的税费返还	94.42	19.71	36.18	870.13
收到的其他与经营活动有关的现金	1,985,477.01	858,017.42	696,074.94	257,146.53
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>2,712,127.07</b>	<b>1,100,851.94</b>	<b>865,553.33</b>	<b>481,304.11</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	498,276.10	467,266.93	462,829.31	778,636.33
支付给职工以及为职工支付的现金	23,630.98	33,649.27	31,364.38	29,010.05
支付的各项税费	137,821.96	85,740.18	47,676.19	88,279.50
支付的其他与经营活动有关的现金	1,850,208.68	829,470.22	44,928.41	59,213.00
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>2,509,937.72</b>	<b>1,416,126.60</b>	<b>586,798.29</b>	<b>955,138.87</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>202,189.35</b>	<b>-315,274.66</b>	<b>278,755.03</b>	<b>-473,834.76</b>
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资所收到的现金	250.00	221,100.11	32,724.28	-
取得投资收益所收到的现金	7,256.60	2,236.00	1,048.44	10.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	11,774.84	7,266.07	4,015.20	5,154.14
处置子公司及其他营业单位收回的现金净额	-	1,325.08	5,065.86	7,048.39
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>19,281.44</b>	<b>231,927.26</b>	<b>42,853.79</b>	<b>12,212.53</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29,204.06	23,172.08	19,397.25	56,831.26
投资支付的现金	19,501.57	255,515.00	50,392.37	33,784.19
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-224.57	-141.68
支付其他与投资活动有关的现金	-	5,000.00	-	34.33
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>48,705.63</b>	<b>283,687.08</b>	<b>69,565.05</b>	<b>90,508.10</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-29,424.20</b>	<b>-51,759.82</b>	<b>-26,711.26</b>	<b>-78,295.57</b>
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	-	126,153.38	-	-
取得借款收到的现金	2,061,342.09	2,457,775.25	2,610,383.00	2,762,619.00
收到其他与筹资活动有关的现金	122,410.00	381,015.00	72,557.42	98,000.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>2,183,752.09</b>	<b>2,964,943.63</b>	<b>2,682,940.42</b>	<b>2,860,619.00</b>
偿还债务所支付的现金	1,887,576.77	2,605,150.29	2,220,437.63	1,387,106.66
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	294,966.16	424,191.44	382,827.97	388,835.49
支付其他与筹资活动有关的现金	78,808.19	111,339.41	339,595.05	229,038.58

筹资活动现金流出小计	2,261,351.11	3,140,681.14	2,942,860.65	2,004,980.74
筹资活动产生的现金流量净额	-77,599.02	-175,737.51	-259,920.23	855,638.26
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-6.94	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	95,166.13	-542,778.94	-7,876.46	303,507.93
加：期初现金及现金等价物余额	164,904.61	707,683.55	715,560.00	412,052.07
六、期末现金及现金等价物余额	260,070.74	164,904.61	707,683.55	715,560.00

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	6,608.97	1,309.30	1,219.08
加：资产减值准备	15,075.51	7,102.88	1,173.32
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,782.65	7,275.28	8,075.39
无形资产摊销	296.47	462.19	869.08
长期待摊费用摊销	4,725.38	4,147.06	1,897.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1,175.84	-9,488.30	9,274.99
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	1.15	48.45	4.46
财务费用（收益以“-”号填列）	137,766.06	88,721.47	89,315.75
投资损失（收益以“-”号填列）	-9,592.52	-9,708.66	-5,252.88
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-188.34	-407.40	-11,324.40
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	6,603.92	253.53	5,166.70
存货的减少（增加以“-”号填列）	75,778.91	-377,278.12	-672,071.31
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-121,958.15	71,899.51	-286,638.03
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-438,998.83	473,166.72	411,779.90
其他	-	21,251.12	-27,324.03
经营活动产生的现金流量净额	-315,274.66	278,755.03	-473,834.76

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年9月	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数	-	227.64	147.89	42.94
存货周转天数	-	2,579.32	6,276.75	2,269.66
应付账款周转天数	-	158.41	359.80	151.53
净营业周期	-	2,648.55	6,064.84	2,161.07
流动资产周转天数	-	2,529.89	4,515.79	2,612.32
固定资产周转天数	-	82.06	135.07	93.90
总资产周转天数	-	2,923.39	5,221.81	3,094.19
综合毛利率	35.39%	37.19%	55.73%	29.36%
期间费用率	69.08%	23.68%	39.32%	33.12%
总资产回报率	-	2.92%	2.08%	2.60%
负债与所有者权益比率	12.79	9.47	12.63	9.52
资产负债率	92.75%	90.45%	92.66%	90.49%
流动比率	1.66	1.49	1.41	1.71
速动比率	0.48	0.50	0.54	0.66
EBITDA（万元）	-	183,308.04	117,750.24	111,052.31
EBITDA 利息保障倍数	-	0.48	0.33	0.38

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-9 月财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	流动资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数（天）	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
盈利能力	总资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
	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	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	资产负债率	负债总额 / 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中有息债务
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

## 附录六 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。