

2013 年天津滨海发展投资控股有限公司

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
【1071】号 01

债券简称：13 津滨投/13
津滨投债

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：0.28 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：
赵娜 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhaon@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

2013 年天津滨海发展投资控股有限公司公司债券 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 | 负面 | 负面 |
| 评级日期 | 2018 年 06 月 29 日 | 2017 年 06 月 25 日 |

评级观点：

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 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，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到公司土地出让收入和代建费收入持续性较强，并购天津卓朗科技发展有限公司（以下简称“卓朗科技”）或将带动公司收入及利润规模实现增长，且天津市政建设集团有限公司（以下简称“市政集团”）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部分房地产项目存在销售压力，公司资产流动性较差，存在较大的资金支出压力，有息债务规模攀升，偿债压力较大，较高的财务费用严重侵蚀了公司利润，并购卓朗科技的整合效果尚待观察等风险因素。

正面：

- 土地出让收入和代建费收入持续性较强。截至 2017 年末，公司已完成整理可用于出让的土地面积合计 5,779.38 亩，土地储备丰富，同时基础设施代建项目较多，未来土地出让收入和代建费收入较有保障。
- 并购卓朗科技或将带动公司收入及利润规模实现增长。2017 年 9 月，公司以现金方式收购卓朗科技 80% 的股权。2017 年卓朗科技实现营业收入 6.64 亿元，净利润 0.99 亿元，并承诺 2018-2019 年实现的扣除非经常性损益的净利润分别不低于 11,000 万元及 13,000 万元，未来或将带动公司收入及利润规模实现增长。
- 市政集团提供的保证担保为本期债券的安全性提供了一定的保障。市政集团是天

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，市政集团 2018 年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仍为本期债券的安全性提供了一定的保障。

关注：

- **公司部分房地产项目存在销售压力。**截至 2017 年末公司计划销售面积下降较多，考虑该业务易受房地产市场景气度和调控政策影响，尤其商业地产去库存压力较大，且部分项目位于三线城市及天津市远郊地区，能否顺利销售存在不确定性。
- **资产流动性较差。**2017 年末，公司存货、应收账款、其他应收账和长期应收款规模合计占公司总资产的比重达 71.86%，且存货主要为在建的房地产及土地一级开发项目，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 2017 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较大，公司面临较大的资金支出压力。
- **有息债务规模攀升，偿债压力较大，较高的财务费用严重侵蚀了公司利润。**2017 年末公司资产负债率达到 91.63%，有息债务合计 494.40 亿元，同比增长 13.06%，占公司总负债的比重为 81.41%，其中短期内债务集中到期规模较大，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，2016-2017 年公司计入财务费用的利息支出分别达 11.12 亿元和 10.63 亿元，严重侵蚀了公司利润。
- **公司并购卓朗科技的整合效果尚待观察。**公司并购卓朗科技增加商誉 4.65 亿元，若未来该标的公司因经营不善或其他原因导致经营状况恶化，该商誉将存在较高的减值风险。考虑公司业务集中在传统房地产开发等行业，在计算机技术及通信领域经验较少，未来能否实现预期的整合效果存在一定不确定性。

主要财务指标：

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 6,627,657.91 | 6,254,783.51 | 5,792,218.69 |
| 归属于母公司所有者权益合计（万元） | 435,276.11 | 421,392.57 | 396,368.82 |
| 有息债务（万元） | 4,943,960.86 | 4,372,962.74 | 4,010,909.62 |
| 资产负债率 | 91.63% | 91.17% | 90.45% |
| 剔除预收账款的资产负债率 | 91.36% | 90.99% | 90.33% |
| 流动比率 | 1.55 | 1.91 | 1.49 |
| 速动比率 | 0.41 | 0.57 | 0.50 |

| | | | |
|---------------|------------|------------|-------------|
| 营业收入（万元） | 426,177.82 | 462,654.41 | 710,374.06 |
| 营业利润（万元） | 45,447.95 | 36,473.46 | 30,782.02 |
| 利润总额（万元） | 42,468.97 | 36,024.96 | 30,737.48 |
| 综合毛利率 | 28.72% | 28.83% | 37.19% |
| 总资产回报率 | 2.31% | 2.44% | 2.92% |
| EBITDA（万元） | 177,136.41 | 164,723.70 | 183,308.04 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.46 | 0.51 | 0.48 |
| 经营活动现金流净额（万元） | 103,344.41 | 216,825.09 | -315,274.66 |

注：公司 2015 年数据来自 2016 年审计报告期初数、2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数。
 资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标：

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 7,266,110.57 | 6,878,490.42 | 6,416,864.43 |
| 归属于母公司所有者权益（万元） | 457,430.91 | 460,712.46 | 458,126.62 |
| 资产负债率 | 91.83% | 91.17% | 90.27% |
| 营业收入（万元） | 603,400.30 | 592,061.42 | 805,168.94 |
| 利润总额（万元） | 30,304.87 | 26,658.87 | 25,662.73 |
| 经营活动现金流净额（万元） | 5,423.15 | 60,673.19 | -282,661.25 |

资料来源：市政集团2016-2017年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年4月26日发行5.5亿元公司债券，募集资金用于天津宝坻现代化农业育种基地（一期）项目、天津市蓟州区生态公园设施农业项目及天津蓟州区生态园山体环境综合治理项目，已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司注册资本、主营业务、股权结构及实际控制人均未发生变化，其股东仍为天津市市政建设集团有限公司，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。2017年，公司新增3家子公司纳入合并报表范围，3家子公司不再纳入合并报表范围，具体如下表所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

| 1、新纳入公司合并范围的子公司情况 | | | | |
|--------------------|--------|---------|-------------------|-------------|
| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 | 合并方式 |
| 天津泊宜建设有限公司 | 20,000 | 100.00% | 市政工程、公路工程等 | 非同一控制合并 |
| 天津泊苑建设有限公司 | 20,000 | 100.00% | 市政工程、公路工程等 | 非同一控制合并 |
| 天津卓朗科技发展有限公司 | 17,500 | 80.00% | 云计算技术、计算机软硬件及网络技术 | 非同一控制合并 |
| 2、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 | 持股比例 | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因 |
| 天津滨辉置业有限公司 | 3,000 | 100.00% | 房地产开发与销售 | 出售 100% 股权 |
| 天津运河城投资有限公司 | 16,000 | 100.00% | 房地产开发与销售 | 出售 100% 股权 |
| 呼和浩特市滨海学校 | 100 | 100.00% | 物业管理 | 出售 100% 股权 |

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为662.77亿元，归属于母公司的所有者权益为43.53亿元，资产负债率为91.63%；2017年度，公司实现营业收入42.62亿元，利润总额4.25亿元，经营活动产生的现金净流入10.33亿元。

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

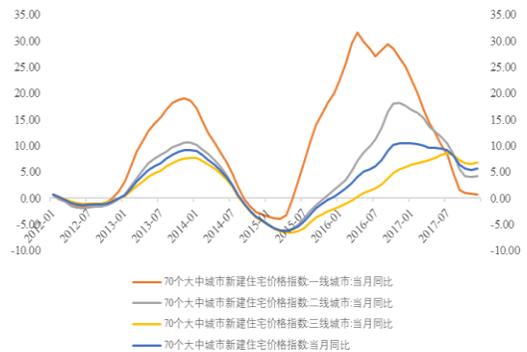
自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，2017年本轮政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，以去库存为主，成为市场成交主力。根据国家统计局数据，2017年全国商品房销售面积16.94亿平方米，同比增长7.7%；商品房销售额13.37万亿元，同比增长13.7%。其中40大中城市中的三线城市商品房销售面积同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%；二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%；一线城市商品房销售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%。

图1 我国商品房销售情况(万平方米, %)



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¹为1.05，降至近年较低水平。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²下

¹ 开售比=当年房屋新开工面积/当年商品房销售面积

² 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

降至55.36个月，较上年下降2.3个月。

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³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

随着调控政策收紧，2017年天津市商品房市场逐渐降温，未来仍需关注楼市限购政策对天津房地产市场的影响

自2016年3季度末以来，天津市重启区域性住房限购并实施差异化住房信贷政策，先后于9月30日、11月25日出台的“津七条”和“津三条”明确规定：对居民家庭申请商业性个人住房贷款购买首套住房的，最低首付款比例为30%；对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买住房的，最低首付款比例为40%；对非天津市户籍居民家庭，在天津市内六区和武清区范围内购买首套住房的，贷款最低首付款比例为40%；对在天津拥有1套及以上住房的非本市户籍居民家庭，暂停在市内六区和武清区范围内再次购买住房，包括新建商品住房和二手住房。2017年3月31日，天津市再次出台房地产市场调控新政，深化区域性住房限购和差异化住房信贷政

³ 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。

策，对在本市拥有1套及以上住房的非本市户籍居民家庭、拥有2套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有1套及以上住房的成年单身（包括未婚和离异）人士，暂停在本市（滨海新区除外）再次购买新建商品住房和二手住房，此外非本市户籍居民家庭在本市范围内购买住房的，需提供在本市3年内连续缴纳2年以上社会保险或个人所得税证明。受此影响，天津市房地产市场逐渐降温，房地产开发及商品房销售均有所下降。

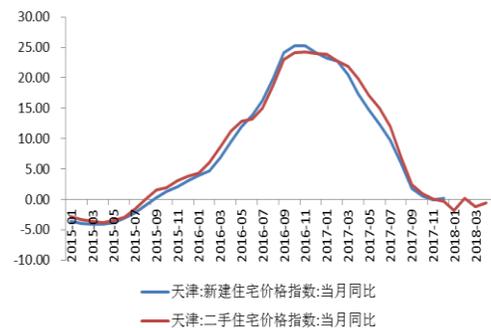
2017年天津市房地产开发投资2,233.39亿元，同比下降2.90%，其中住宅投资1,559.70亿元，同比减少2.41%，住宅投资占房地产开发投资的比重为69.84%；办公楼投资92.58亿元，同比减少25.72%；商业营业用房投资189.39亿元，同比减少24.98%；其他开发投资391.72亿元，同比增长20.66%。从房地产销售来看，2017年天津市商品房销售面积及销售额均较2016年大幅下降，其中销售面积为1,482.12万平方米，同比下降45.33%；销售额为2,272.30亿元，同比下降34.67%。2017年12月天津市新建住宅价格及二手住房当月同比指数分别为0.20和-0.30，处于较低水平。

图9 近年天津商品房销售情况



资料来源：Wind，鹏元整理

图10 近年天津住宅价格指数



资料来源：Wind，鹏元整理

自2018年5月中旬天津发布人才落户政策后，由于相对宽松的落户条件，加上天津突出的教育资源以及与北京的便利联系，短期内带动房地产市场迅速升温。2018年6月，天津市政府印发《关于进一步做好我市房地产市场调控工作的通知》，表态毫不动摇地坚持房地产市场调控目标，强调严格按照土地出让价格、新建商品房价格、二手房价格“三价联控”原则，有效调控土地出让价格，稳定住房市场价格预期。未来一段时间仍需持续关注限购政策变动对天津房地产市场的影响。

天津市土地成交量受房地产走势影响较大，出现回落，但土地成交价格仍大幅上涨

随着新一轮房地产调控政策的出台，2017年天津市土地成交面积及成交总价分别较2016年下降29.54%和14.54%，后续仍需关注天津市房地产走势对土地成交量的影响。土地成交价格方面，2017年以来天津市各种用途用地季度平均地价均大幅上涨，截至2018年3月，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17,564.00元/平方米、

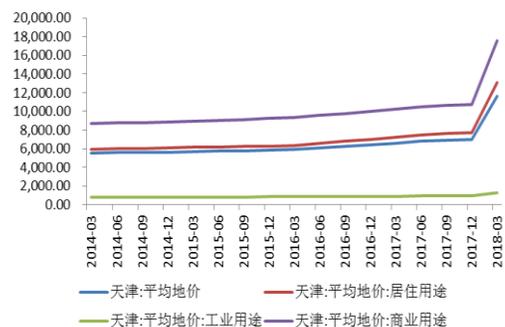
13,071.00元/平方米和1,253.00元/平方米，较2017年同期分别增长70.96%、81.74%和39.22%。

图11 近年天津市土地成交情况



资料来源：Wind，鹏元整理

图12 近年天津市土地成交情况（元/平方米）



资料来源：Wind，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事房地产开发、土地一级开发、基础设施建设及生态农业等业务，其中，房屋销售收入、土地出让收入仍是营业收入的最主要来源。2017年，公司实现营业收入426,177.82万元，同比下滑7.88%，主要系房地产销售收入、土地出让收入及代建费收入均有所下滑所致；公司其他服务收入主要系天津松江股份有限公司（以下简称“松江股份”）融资租赁收入及2017年并购的卓朗科技实现的信息服务收入4.30亿元、滨海团泊新城（天津）控股有限公司（以下简称“团泊新城”）的医疗检测收入及物业管理收入、以及天津滨海友谊投资有限公司（以下简称“滨海友谊”）的大岛酒店收入等。另外，公司取得少量的其他业务收入，主要系松江股份处置海山南里投资性房地产收入及租赁收入、团泊新城的对外委贷业务收入。2017年公司综合毛利率为28.72%，较2016年基本持平。具体收入结构及毛利率情况如下表所示。

表2 2016-2017年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 |
| 房地产销售收入 | 173,437.67 | 23.24% | 216,666.19 | 26.15% |
| 土地出让收入 | 90,902.24 | 36.48% | 99,651.76 | 29.98% |
| 代建费收入 | 24,705.14 | 23.49% | 62,623.44 | 14.90% |
| 工程施工收入 | 34,793.77 | 11.42% | 22,236.72 | 12.87% |
| 其他服务收入 | 94,969.10 | 37.89% | 39,002.06 | 43.53% |
| 其他业务收入 | 7,369.91 | 43.19% | 22,474.23 | 78.66% |

| | | | | |
|----|------------|--------|------------|--------|
| 合计 | 426,177.82 | 28.72% | 462,654.41 | 28.83% |
|----|------------|--------|------------|--------|

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司房地产业务销售收入及其他多项指标均有所下滑，且截至2017年末公司计划销售面积下降较多，考虑该业务易受房地产市场景气度和调控政策影响，尤其商业地产去库存压力较大，且部分项目位于三线城市及天津市远郊地区，能否顺利实现销售存在不确定性

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松江股份及天津滨海发展建设有限公司（以下简称“滨海建设”）开展，业务主要集中在天津、内蒙古、广西及江西，其中天津占比较大。2017年，公司房地产业务范围拓展至江西抚州，主要系松江股份与抚州高新区发展投资集团有限公司和卓朗科技合作设立项目公司江西松江智慧城市建设发展有限公司，以项目公司为投资性平台，积极推进抚州云计算数据中心、信息技术产业园及宜居化生活设施项目的开发建设工作，2017年项目公司已摘得江西省抚州市两宗工业用地土地使用权，用于智慧城市相关云计算数据中心和信息技术产业园的建设。

2017年，公司房地产新开工面积24.13万平方米，竣工面积11.93万平方米，实现签约面积20.54万平方米，签约金额18.23亿元，结算面积18.43万平方米，结算收入17.34亿元。与2016年相比，公司主要房地产业务指标均有所回落，其中签约面积和签约金额同比分别下降23.93%和32.48%，结算面积与结算收入同比分别下降59.66%和19.98%。

表3 2016-2017年公司房地产开发业务主要指标

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 同比变化 |
|------------------|-------|-------|---------|
| 新开工面积（万平方米） | 24.13 | 29 | -16.79% |
| 竣工面积（万平方米） | 11.93 | 24 | -50.29% |
| 签约面积（万平方米） | 20.54 | 27 | -23.93% |
| 签约金额（亿元） | 18.23 | 27 | -32.48% |
| 结算面积（万平方米） | 18.43 | 45.69 | -59.66% |
| 其中：结算销售面积（万平方米） | 18.43 | 22.85 | -19.34% |
| 结算在建项目转让面积（万平方米） | - | 22.84 | - |
| 结算收入（亿元） | 17.34 | 21.67 | -19.98% |
| 其中：结算销售收入（亿元） | 17.34 | 14.59 | 18.85% |
| 结算在建项目转让收入（亿元） | - | 7.07 | - |

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年，公司共实现房地产销售收入173,437.67万元，同比下降19.95%，主要来自水岸公馆、津滨置地广场、滨海友谊商业广场、阳光诺卡二期、松江城玫瑰郡、唐华公馆、

松江之星、东湖小镇、宁越花园、左右城4#地、东盟生态园酒店、汇秀庭苑一二期等项目的销售收入。

截至2017年末，公司共有在建项目17个，项目规划建筑面积合计242.16万平方米，计划总投资219.55亿元，已投资127.50亿元，尚需投资92.05亿元，仍需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。截至2017末，公司房地产项目计划销售面积⁴合计23.85万平方米，同比下滑66.45%，主要分布在天津和呼和浩特市，考虑公司在建房地产项目较多，未来该业务收入有一定保障。但受房地产市场景气度和调控政策影响，尤其商业地产去库存压力较大，且部分项目位于三线城市及天津市远郊地区，此类项目能否顺利销售存在不确定性。截至2017年末，公司尚未开发的项目规划建筑面积111.02万平方米，预计总投资50.82亿元，考虑上述项目主要位于三线城市，未来需持续关注项目开发进度及后续销售压力。

表4 2017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 m ²) | 计划总投资 (万元) | 截至 2017 年末已投资 (万元) | 2017 年签约面积 (m ²) | 2017 年签约金额 (万元) | 2017 年结算金额 (万元) | 2017 年末计划销售面积 (万 m ²) |
|-------------------|---------|-------|----------------------------|-------------------|--------------------|------------------------------|------------------|------------------|-----------------------------------|
| 已完工项目 | | | | | | | | | |
| 华盈大厦 | 天津 | 商业 | 2.03 | 18,082 | 18,082 | 216 | 203 | - | - |
| 水岸公馆一二期 | 天津 | 住宅 | 21.80 | 188,921 | 188,921 | 2,385 | 7,234 | 4,689.79 | 0.31 |
| 水岸公馆三期 | 天津 | 住宅 | 9.68 | 101,704 | 101,704 | 1,351 | 5,733 | 5,460 | - |
| 松江之星空港 9 号 | 天津 | 商业 | 6.12 | 51,200 | 51,200 | 698 | 756 | 719.58 | 0.15 |
| 津滨置地广场 | 天津 | 商业 | 13.38 | 144,559 | 149,582 | 2,751 | 3,265 | 6,700.84 | 0.80 |
| 东疆港项目 | 天津 | 商业 | 5.25 | 79,591 | 58,931 | 170 | 340 | 430.75 | 0.50 |
| 武清项目 ⁵ | 天津 | 住宅 | - | - | - | - | - | 2,984.30 | - |
| 滨海友谊商业广场 | 呼和浩特 | 商业 | 13.45 | 94,500 | 94,500 | 1,035.64 | 1,524 | 1,375 | 5.79 |
| 阳光诺卡二期 | 呼和浩特 | 住宅 | 17.05 | 80,005 | 81,942 | 2,864.97 | 2,090.72 | 2,398.53 | 0.60 |
| 松江城-玫瑰郡 | 呼和浩特 | 商业、住宅 | 12.67 | 71,242 | 71,513 | 31,468 | 15,734 | 16,874.49 | 3.84 |
| 汇秀庭苑一期一标项目 | 津南区八里台 | 住宅 | 1.63 | 12,285.58 | 12,285.58 | 336.16 | 447.25 | 425.95 | 0.03 |
| 唐华公馆 | 蓟州区体育公园 | 商业 | 3.41 | 26,200 | 20,953 | 2,677.67 | 2,859.24 | 2,859.24 | 0.34 |
| 小计 | - | - | 106.47 | 868,289.58 | 849,613.58 | 45,953.44 | 40,186.21 | 44,918.47 | 12.36 |

⁴ 计划销售面积为截至 2017 年末，公司房地产项目中全部被列入销售计划的达到可售标准的房屋面积。

⁵ 武清项目来自天津运河城投资有限公司（以下简称“运河城”），由于运河城 2017 年 3 月初完成股权转让变更登记，因此仅将运河城 1-2 月份收入并入公司合并审计报告中。

在建项目

| | | | | | | | | | |
|------------|----------|----------|---------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| 武台松江城 | 天津 | 住宅 | 23.98 | 273,876 | 273,644 | - | - | 755.84 | - |
| 高尔夫小镇 | 天津 | 住宅 | 15.47 | 176,221 | 78,616 | 1,264 | 2,829 | 4,760.94 | 2.61 |
| 团泊西区依山郡 | 天津 | 住宅 | 13.97 | 78,388 | 19,746 | - | - | - | - |
| 团泊西区松江之星 | 天津 | 商业、住宅 | 15.67 | 138,036 | 30,895 | - | - | 19,381.32 | 1.00 |
| 东湖小镇 | 天津 | 住宅、商务金融 | 18.04 | 131,038 | 110,342 | 41,858 | 35,711 | 33,829.05 | 2.03 |
| 广西钦州宁越花园 | 钦州 | 商服、住宅 | 21.53 | 95,630 | 85,556 | 28,852 | 10,980 | 4,665.63 | 2.81 |
| 东南角项目 | 天津 | 商业金融 | 5.30 | 174,080 | 119,976 | - | - | - | 0.60 |
| 松江置地广场 | 天津 | 商业金融 | 10.64 | 225,337 | 188,698 | 4,199 | 9,611 | - | 1.17 |
| 抚州云计算数据中心 | 江西抚州 | 工业 | 17.47 | 200,660 | 28,847 | - | - | - | - |
| 左右城 4#地 | 呼和浩特 | 住宅 | 15.06 | 82,525 | 76,860 | 37,234 | 28,426.50 | 28,012.78 | 0.10 |
| 东盟生态园酒店 | 广西钦州市 | 住宅 | 6.73 | 57,800 | 13,178 | 8,468.69 | 9,548.35 | 8,602.12 | 1.17 |
| 汇秀庭苑一期二标项目 | 津南区八里台 | 住宅 | 2.83 | 24,383 | 16,536 | 13,562.32 | 17,562.32 | 15,751.47 | - |
| 汇秀庭苑二期项目 | 津南区八里台 | 住宅 | 5.69 | 27,030 | 17,562.32 | 24,012.44 | 27,490.43 | 12,760.26 | - |
| 汇秀庭三期项目 | 津南区八里台 | 住宅 | 8.03 | 72,665.81 | 25,632.16 | - | - | - | - |
| 汀泽庭苑 | 天津市津南区 | 住宅 | 25.51 | 148,000 | 43,544 | - | - | - | - |
| 上河苑项目 | 天津市宝坻区 | 商业 | 24.41 | 177,000 | 133,691 | - | - | - | - |
| 上林苑项目 | 天津市宝坻区 | 住宅 | 11.83 | 112,788 | 11,678 | - | - | - | - |
| 小计 | - | - | 242.16 | 2,195,457.81 | 1,275,001.48 | 159,450.45 | 142,158.60 | 128,519.41 | 11.49 |

尚未开发项目

| | | | | | | | | | |
|-----------|-----------|-----|-------|---------|--------|---|---|---|---|
| 广西钦州宁越东园 | 钦州 | 住宅 | 20.19 | - | - | - | - | - | - |
| 南大附中地库项目 | 天津 | 地库 | 6.35 | 44,551 | 1,875 | - | - | - | - |
| 抚州信息产业园 | 江西抚州 | 产业园 | 15.88 | 72,000 | 10,488 | - | - | - | - |
| 左右城 2#地 | 呼和浩特 | 住宅 | 15.34 | 76,703 | - | - | - | - | - |
| 左右城 3#地二期 | 呼和浩特 | 住宅 | 20.48 | 120,013 | - | - | - | - | - |
| 滨海听海墅二期 | 广西钦州市滨海新城 | 住宅 | 19.10 | 120,000 | - | - | - | - | - |
| 山与墅 | 广西钦州 | 住宅 | 13.68 | 74,969 | 1,598 | - | - | - | - |

| | | | | | | | | | |
|-----------|-------|---|---------------|----------------|---------------|---|---|---|---|
| | 市滨海新城 | | | | | | | | |
| 小计 | - | - | 111.02 | 508,236 | 13,961 | - | - | - | - |

注：抚州信息产业园项目因手续不全，已投资额未在公司审计报告中体现，故在尚未开发项目中统计。
 资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司土地出让面积及收入均有所下滑；公司可出让地块较多，土地出让收入持续性较强，但未来收入的实现易受房地产市场景气度及政府土地出让计划影响，存在一定的不确定性

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，并负责项目前期规划、征地拆迁、村民安置社会保障、村民还迁住宅建设、基础设施建设、公建设施建设等费用以及其他与项目有关而发生的投资，宗地范围内的土地出让后，先将土地整理开发成本返还公司，剩余收益与当地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出让金，无需与政府进行分成。目前，公司土地整理项目主要有团泊新城西区项目、张贵庄土地整理项目等，其中张贵庄土地整理项目为第二种经营模式，团泊新城西区项目等其余项目均为第一种模式。

2017年，公司通过天津土地交易中心挂牌出让了团泊新城西区的荣盛地块，出让面积219.89亩，同比下降55.48%，出让金额17.92亿元，同比增长9.54%，确认土地出让收入9.09亿元，同比减少8.78%。受出让土地性质及价格不同影响，该业务毛利率为36.48%，较上年提高6.50个百分点。

目前公司土地整理项目仍主要分布在天津、内蒙古呼和浩特及广西钦州等地。截至2017年末，公司土地整理项目总占地面积为11.48万亩，已完成土地整理面积为3.28万亩，尚需投资209.35亿元，具体如下表所示。

表5 截至2017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 ⁶ | 已完成土地整理面积 ⁷ | 总投资 | 已投资 |
|--------------|------|----------------------|------------------------|-----------|-----------|
| 张贵庄土地整理项目 | 天津 | 5,015 | 4,779 | 687,057 | 516,127 |
| 团泊新城西区项目 | 天津 | 77,835 | 14,158 | 3,233,841 | 1,649,336 |
| 蓟州区项目 | 天津 | 17,017 | 4,577 | 571,200 | 370,985 |
| 内蒙东河河西土地整理项目 | 呼和浩特 | 3,777 | 2,146 | 300,000 | 196,844 |

⁶ 项目总占地面积包括道路等基础设施面积。

⁷ 已完成土地整理面积包括道路等基础设施面积。

| | | | | | |
|--------------|------|----------------|---------------|------------------|------------------|
| 内蒙东河河东土地整理项目 | 呼和浩特 | 1,200 | 997 | 56,272 | 27,546 |
| 广西钦州滨海新城项目 | 钦州 | 9,927 | 6,152 | 178,000 | 172,000 |
| 合计 | - | 114,771 | 32,809 | 5,026,370 | 2,932,838 |

注：2017年公司提供的团泊新城西区项目统计口径有所调整，已完成土地整理面积由17,045亩变更为14,158亩。

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，截至2017年末，张贵庄项目待转让地块因手续未办理齐备而暂未完成转让。根据公司制定的转让计划，公司将于2020年6月底前完成四期C地块和A地块等剩余块地的转让。

团泊新城西区项目系目前公司最大的一级土地开发项目，由团泊新城负责运营。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年东亚运动会及2017年全运会均在团泊新城举办。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。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，建设具有国际水准的健康产业示范园区。截至2017年末，公司在团泊新城西区的一级土地整理项目规模较大，可用于出让的土地较多，在健康产业园区中还有较多代建项目。

蓟州区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，目前项目仍处于开发阶段，暂未实现土地出让。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⁸，目前部分土地已进入挂牌出让阶段，但未实现出让交易。为推动呼和浩特地区土地及房地产联动开发，2017年松江股份将其持有的内蒙古松江房地产开发有限公司100%股权通过协议转让给内蒙古滨江投资股份有限公司（同一控制合并，同为公司的子公司），有望带动呼和浩特地区土地加快出让及后续房地产开发。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处于开发阶段。

截至2017年末，公司主要已完成整理可用于出让的土地面积合计5,779.38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将主要来自团泊新城西区项目及张贵庄土地整理项目。但土地出让价格易受房地产市场景

⁸ 此处面积为公司与政府签订的框架协议面积。

气度及政府土地出让计划影响，未来公司土地出让收入的实现也具有一定的不确定性。

表6 截至2017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 ⁹ 在公司与政府间分配情况 |
|-----------------|-----------------|-------------------------------|
| 张贵庄土地整理项目 | 338.00 | 项目所得收益100%归公司 |
| 团泊新城西区项目 | 924.00 | 项目所得收益30%归公司、70%归政府 |
| 蓟州区项目 | 1,777.00 | 项目所得收益100%归公司 |
| 内蒙东河河西及河东土地整理项目 | 588.00 | 项目所得收益30%归公司、70%归政府 |
| 广西钦州滨海新城项目 | 2,152.38 | 分成比例依地块而有所不同 ¹⁰ |
| 合计 | 5,779.38 | - |

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出让进度仍较慢，资金回收较少，导致公司债务压力较大。截至2017年末公司正在开发的一级土地开发项目预计总投资高达502.64亿元，尚需投资209.35亿元，未来仍面临较大的资金支出压力。

公司基础设施代建项目较多，未来代建费收入较有保障，但后续尚需投入较多资金，公司存在较大的资金压力

公司是天津市最早开展工程项目管理、项目代建工作的企业，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较好的合作关系。截至2017年末，除团泊新城西区、蓟州区、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，公司主要的代建项目还有天津市中心城区快速路系统工程、体育基地、天津体育学院、天津中医院大学、天津医科大学、糖尿病医院、血液病医院等。

天津中医药大学、天津医科大学、天津体育学院及体育基地代建模式相似，按照“交钥匙”工程的要求，委托团泊新城负责新校区或体育基地融资和建设组织等全过程工作。新校区或体育基地建成后实现资产的移交。项目的收入来源于老校区或老体育基地地块出让后的返还资金。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¹¹（以下简称“团泊新城建设总公司”）委托团泊新城负责医院建设项目的融资和建设组织等全过程工作，并以团泊新城建设总公司名义进行医院工程建设的招标采购、建

⁹ 项目收益是指在覆盖成本后的收益。

¹⁰ 其中，592.89亩的项目所得收益100%归公司，1,029.11亩的项目所得收益70%归公司、30%归政府，530.38亩的项目所得收益30%归公司，70%归政府。

¹¹ 该公司为静海区政府所属国有企业，受政府委托，负责上述医院的建设及资产管理。

设管理等，医院建成后进行资产的移交。糖尿病医院最终由团泊新城建设总公司回购，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。

公司代建业务模式主要分为两类：一类为公司按照实际投资额的一定比例确认代建费收入；另一类为按照投资成本及一定加成比例确认融资代建收入。2017年，公司实现代建费收入2.47亿元，同比下滑60.55%，但毛利率较上年提升8.59个百分点至23.49%，主要系按投资成本及一定加成比例确认的融资代建收入占比下降所致。目前，公司基础设施代建项目仍较多，未来代建费收入较有保障。截至2017年末，公司在建的代建项目总投资522.89亿元，已投资396.25亿元，尚需投资126.65亿元，投资金额较多，资金支出压力较大。

表7 截至2017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 | 预计完工时间 |
|-----------|------------------|------------------|----------|
| 快速路系统工程 | 3,128,719 | 3,089,108 | 2018年 |
| 体育基地 | 385,000 | 276,066 | 2019年12月 |
| 天津体育学院 | 457,000 | 321,201 | 一二期已搬迁 |
| 天津中医药大学 | 470,000 | 226,395 | 一二期已搬迁 |
| 天津医科大学 | 451,011 | 3,111 | 2020年12月 |
| 糖尿病医院 | 103,579 | 23,007 | 2020年12月 |
| 血液病医院 | 233,624 | 23,576 | 2020年12月 |
| 合计 | 5,228,933 | 3,962,464 | - |

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司生态农业板块业务收入实现较快增长，对公司收入及利润形成一定补充

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其他服务收入。

2017年，松江生态承接了天津静海瑞城东苑绿化工程、天房天拖项目F地块景观项目、梧桐北里园林景观工程、静海区生态储备林项目（一期工程）植树工程王口镇四标段、王稳庄镇静王线北侧绿化建设项目、天津健康产业园区迎全运市容环境综合整治工程二合同、远洋心里项目B地块景观工程、团泊新桥和顶湖路景观提升工程项目等项目，绿化施工中标合同额大幅提升，实现绿化工程收入为3.21亿元，带动公司工程施工收入增长56.47%至3.48亿元。

目前，松江生态苗木基地位于静海县，截至2017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、美桐、金叶榆、紫叶稠李、北海道黄杨、水蜡等。2017年松江生态共实现苗木销售收入969.19万元，同比下降26.34%，主要系公司内部使用部分苗木，使得外部销售有所下降。

并购卓朗科技或将带动公司收入及利润规模实现增长，但未来能否实现预期的整合效果存在一定不确定性

在发展传统房地产业务的同时，公司着手布局智慧城市领域，实现城市管理和服务的智能化。2017年9月16日，松江股份发布《关于重大资产重组实施完成的公告》，宣布完成以现金方式收购卓朗科技80%的股权。卓朗科技目前主要为各地方政府部门和企事业单位提供软件开发、系统集成解决方案及IT产品分销与增值服务等业务。卓朗科技建立了较为完善的研发体系并具备较强的技术研发能力，与华为、思科、希捷、西部数据等国内众多知名的科技公司建立起长期、稳定的合作关系。截至2017年末，卓朗科技总资产为21.91亿元，所有者权益为6.69亿元，资产负债率为69.47%。2017年度，卓朗科技实现营业收入6.64亿元，净利润0.99亿元，经营活动现金净流出3.19亿元。

根据卓朗科技相关股东业绩承诺，卓朗科技2017-2019年实现的净利润（扣除非经常性损益）分别不低于9,000万元、11,000万元及13,000万元，若卓朗科技在业绩承诺期间内实现的实际净利润低于承诺净利润数，业绩承诺方需向上市公司做出补偿。但我们也注意到，若标的公司在未来商业环境出现极端变化导致其整体业绩出现大幅亏损的状况，可能出现业绩承诺方的补偿无法覆盖所有损失的情况，进而对公司盈利构成一定负面影响。另外，公司并购卓朗科技增加商誉4.65亿元，若未来该标的公司因经营不善或其他原因导致经营状况恶化，该商誉将存在较高的减值风险。考虑公司业务集中在传统房地产开发等行业，在计算机技术及通信领域经验较少，未来能否实现预期的整合效果存在一定不确定性。

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2017年审计报告，报告采用新会计准则编制，其中2016年数据来自公司2017年审计报告的期初数。2017年，公司新增3家子公司纳入合并报表范围，3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，但以存货、应收款项为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性较差

截至2017年末，公司总资产合计662.77亿元，同比增长5.96%，资产结构仍以流动资产为主，但随着项目投资支出的增多，非流动资产占比有所提高，截至2017年末流动资产占公司总资产的比重由82.76%降为74.45%。

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2017年末，公司货币资金合计49.51亿元，同比下降26.78%，主要系项目投资支出及并购卓朗科技所致。公司货币资金中有19.94亿元属于受限资金，主要为用于担保的定期存款或通知存款、银行承兑汇票保证金及共管户等，其流动性受到限制。公司应收账款主要为与土地整理相关的基础设施回购款、售房款及代建管理费等。截至2017年末，公司应收账款规模合计17.68亿元，较上年变化不大。其中前五大欠款单位分别为天津市蓟州区土地整理中心、呼和浩特市土地收储中心、关联方钦州市天钦投资有限公司、天津市津南区土地整理中心及长春通邑投资有限公司。公司预付款项主要为预付的工程款、服务费等，截至2017年末公司预付款项12.77亿元，同比增长16.20%。公司其他应收款主要为应收政府下属单位及关联方的股权转让款、往来款、代垫款及保证金等。截至2017年末其他应收款为39.49亿元，同比下降19.78%，其中前五大应收款项分别为应收天津市静海县团泊新城开发建设总公司体育场转让款7.32亿元（账龄3年以上，已计提坏账准备3.66亿元）、市政集团往来款5.66亿元（账龄2-4年）、呼和浩特市土地收储中心代垫款3.64亿元（账龄在1年以内）、静海县财政局往来款3.03亿元及关联方钦州市天钦投资有限公司往来款2.19亿元（账龄均在1-2年），合计占其他应收款总额的49.67%。考虑应收对象较为集中且部分款项账龄较长，未来存在一定的回收风险。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，2017年末公司存货规模达363.57亿元，同比下降0.30%，占总资产的比重为54.86%。存货的变现是公司未来的主要收入来源，具有一定增值潜力，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、投资性房地产、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返还资金来实现项目收入，项目周期较长，故将相关应收款项计入长期应收款中。随着对外部代建项目的投入，2017年末公司长期应收款攀升至55.50亿元，同比增长86.37%。公司投资性房地产主要系梅江中心大厦、津滨置地广场、松江置地广场等房地产项目，由于商业地产项目经营正常且自持目的明确，公司将其从存货中结转出来，2017

年末增至25.43亿元，同比增长369.43%。公司固定资产主要为房屋建筑物，截至2017年末账面价值为19.57亿元，同比增长7.82%。公司在建工程主要有生态农业设施工程、抚州数据中心及云平台、津静（挂）第2015-32号宗地（医疗附属设施用地）等，截至2017年末账面价值合计5.77亿元，同比下降56.88%，主要系国际网球中心项目属于团泊新城配套项目，随着项目完工，账面金额转到长期应收款，另外，津静（挂）2013-30号宗地属于天津滨辉置业有限公司（以下简称“滨辉置业”），已随着滨辉置业股权划走。截至2017年末，公司其他非流动资产共计41.01亿元，同比增长84.40%，主要为团泊新城未来收益权、融资代建项目融资成本、应收大新华航空有限公司的租金债权、预付天津卓朗数据中心云平台项目工程款及设备款、以及预付江西抚州数据中心云平台工程款及设备款等。

表8 2016-2017年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 | 495,077.76 | 7.47% | 676,134.68 | 10.81% |
| 应收账款 | 176,807.65 | 2.67% | 174,689.51 | 2.79% |
| 预付款项 | 127,655.93 | 1.93% | 109,862.69 | 1.76% |
| 其他应收款 | 394,883.26 | 5.96% | 492,223.33 | 7.87% |
| 存货 | 3,635,656.17 | 54.86% | 3,646,717.41 | 58.30% |
| 流动资产合计 | 4,934,246.39 | 74.45% | 5,176,256.21 | 82.76% |
| 长期应收款 | 555,007.22 | 8.37% | 297,801.63 | 4.76% |
| 投资性房地产 | 254,271.43 | 3.84% | 54,166.20 | 0.87% |
| 固定资产 | 195,671.38 | 2.95% | 181,485.45 | 2.90% |
| 在建工程 | 57,663.37 | 0.87% | 133,716.68 | 2.14% |
| 其他非流动资产 | 410,068.23 | 6.19% | 222,375.94 | 3.56% |
| 非流动资产合计 | 1,693,411.52 | 25.55% | 1,078,527.30 | 17.24% |
| 资产总计 | 6,627,657.91 | 100.00% | 6,254,783.51 | 100.00% |

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

综合来看，公司资产规模有所增长，但2017年末存货、应收账款、其他应收款和长期应收款合计占总资产的比重达71.86%，其中存货主要为在建的房地产项目、土地一级开发项目等投资支出，对公司资金占用较大。此外，截至2017年末，公司用于抵质押的土地使用权、房屋、股权等资产规模较大，资产流动性较差。

资产运营效率

公司净营业周期较上年有所延长，资金和资产运营效率仍较低

截至2017年末，公司存货规模、应收账款及应付账款账面金额与上年基本持平，2017年公司营业收入及营业成本受房地产销售下滑等因素影响均有所下降。受此影响，公司应付账款及存货的周转效率均有所回落，整体来看，公司净营业周期延长302.89天至4,207.49天，资金运营效率较低。

另外，虽然公司资产规模的不断扩张，但营业收入却有所下滑影响，使得公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均有所延长，公司整体资产运营效率有所下降。

表9 2016-2017年公司资产运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2017年 | 2016年 |
|----------|----------|----------|
| 应收账款周转天数 | 148.46 | 330.16 |
| 存货周转天数 | 4,315.15 | 3,803.97 |
| 应付账款周转天数 | 256.12 | 229.53 |
| 净营业周期 | 4,207.49 | 3,904.60 |
| 流动资产周转天数 | 4,270.26 | 3,949.60 |
| 固定资产周转天数 | 159.30 | 143.39 |
| 总资产周转天数 | 5,441.01 | 4,687.00 |

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入继续下降，较高的期间费用仍严重侵蚀公司利润，投资收益对公司利润形成较大贡献

2017年，公司实现营业收入42.62亿元，同比下降7.88%。土地出让收入和房屋销售收入仍是公司收入的主要来源。截至2017年末，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；公司在售房地产项目较多，未来收入有一定保障，但计划销售面积有所下降，且考虑该业务易受房地产市场景气度和调控政策影响，尤其商业地产去库存压力较大，且部分项目位于三线城市及天津市远郊地区，能否顺利实现销售存在不确定性。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为28.72%，与上年基本持平。

2017年，公司营业收入同比有所减少，但财务费用、管理费用等期间费用规模不断攀升，金额较大，因此2017年公司期间费用率较上年提高7.28个百分点至41.97%，对公司利润形成严重侵蚀。受益于公司处置运河城及滨辉置业股权，投资收益同比增长63.19%至13.67亿元，对公司利润形成较大贡献。2017年公司实现营业利润4.54亿元，同比增长24.61%，实现利润总额4.25亿元，同比增长17.89%。但受公司所得税费用较高影响，2017

年公司净利润仅为1.33亿元。

虽然公司利润总额较上年有所增加，但随着在建项目推进，资本化利息支出增多而费用化利息支出下降，综合使得2017年公司总资产回报率有所下降。整体来看，公司营业收入有所下滑，且较高的期间费用仍严重侵蚀公司利润，投资收益对公司利润形成较大贡献。

表10 2016-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 |
|--------|------------|------------|
| 营业收入 | 426,177.82 | 462,654.41 |
| 管理费用 | 56,651.12 | 52,266.12 |
| 投资收益 | 136,700.23 | 83,768.78 |
| 资产处置收益 | 124.36 | 5,918.47 |
| 营业利润 | 45,447.95 | 36,473.46 |
| 营业外收入 | 446.17 | 334.25 |
| 利润总额 | 42,468.97 | 36,024.96 |
| 净利润 | 13,303.76 | 16,437.43 |
| 综合毛利率 | 28.72% | 28.83% |
| 期间费用率 | 41.97% | 34.69% |
| 总资产回报率 | 2.31% | 2.44% |

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动收现情况尚可，但公司有息债务规模较大，且后续项目投资规模较大，仍存在较大的资金支出压力和筹资压力

2017年公司经营活动收现情况仍表现尚可，收现比为1.33，主要系收到较多房屋销售回款、预售房款、土地出让款及代建费用等。同时，由于往来款流出减少，2017年公司经营活动现金流净额为10.33亿元。不过，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，且房地产销售和土地出让收入易受房地产市场景气度和调控政策影响，因此未来公司经营性现金流存在一定的波动性。

2017年公司投资活动现金流入规模大幅增长，主要系公司收回2016年转让天津滨奥置业有限公司及天津滨耀置业有限公司的股权款、松江股份收回的委托贷款资金、公司转让运河城及滨辉置业股权收到的现金，综合使得公司投资活动现金净流入14.09亿元。

2017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，筹资活动由一定规模的现金净流入转为较大规模的现金净

流出。截至2017年末，公司有息债务规模达494.40亿元，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428.05亿元，公司面临较大的资金支出压力和筹资压力。

表11 2016-2017年公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 |
|----------------------|---------------------|---------------------|
| 收现比 | 1.33 | 2.20 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 565,140.73 | 1,017,931.58 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 721,634.86 | 774,682.23 |
| 经营活动现金流入小计 | 1,287,069.72 | 1,792,773.30 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 552,004.73 | 550,504.46 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 505,492.95 | 831,978.01 |
| 经营活动现金流出小计 | 1,183,725.31 | 1,575,948.21 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 103,344.41 | 216,825.09 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 140,884.45 | -49,810.24 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -344,251.40 | 73,216.48 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -100,022.56 | 240,231.33 |

资料来源：公司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，资产负债率很高，面临较大的债务压力

2017年以来，公司负债规模进一步攀升，截至2017年末公司负债总额达607.31亿元，同比增长6.50%。2017年末公司所有者权益合计55.46亿元，同比增长0.41%。2017年末，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12 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2017年 | 2016年 |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 6,073,073.29 | 5,702,449.88 |
| 所有者权益 | 554,584.62 | 552,333.63 |
| 产权比率 | 10.95 | 10.32 |

资料来源：公司2017年审计报告，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、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2017年末，公司短期借款规模为38.58亿元，同比增长5.09%，其中有质押借款3.96亿元，抵押借款5.50亿元，保证借款25.57亿元，信用借款3.55亿元。公司应付票据均为应付银行承兑汇票，截至2017年末共计8.41亿元，同比增长12.19%。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、中国建筑第六工程局有限公司、

江苏南通二建集团有限公司及南通建工集团股份有限公司等单位的未结算的工程款和公建配套费等，2017年末共计21.55亿元。公司预收款项主要为预收的房屋销售款及项目款，2017年末共计20.93亿元，同比增加69.55%。其他应付款主要为应付市政集团、天津市蓟州区土地整理中心、天津丰盛友信投资发展有限公司及天津招胜房地产有限公司等单位的往来款及项目款，2017年末公司其他应付款共计62.59亿元，同比下降30.09%。2017年末公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款及长期应付款，二者分别为149.20亿元和10.42亿元，共计159.62亿元。

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。2017年末公司长期借款规模为198.54亿元，同比下降13.90%，主要为保证借款、抵押借款和质押借款。2017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，截至2018年4月末，该债券本金已回售52,199.20万元，剩余余额为2,800.80万元，未回售部分的利率为7.79%。2017年末公司长期应付款合计83.74亿元，同比增长35.26%，主要系2017年新增对中国融资租赁有限公司及浦银金融租赁股份有限公司等单位的融资租赁款等。

表13 2016-2017年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 | 385,759.88 | 6.35% | 367,091.90 | 6.44% |
| 应付票据 | 84,138.91 | 1.39% | 75,000.00 | 1.32% |
| 应付账款 | 215,475.06 | 3.55% | 216,752.29 | 3.80% |
| 预收款项 | 209,313.87 | 3.45% | 123,454.89 | 2.16% |
| 其他应付款 | 625,929.68 | 10.31% | 895,349.49 | 15.70% |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,596,242.42 | 26.28% | 950,699.73 | 16.67% |
| 流动负债合计 | 3,174,927.68 | 52.28% | 2,705,513.31 | 47.44% |
| 长期借款 | 1,985,370.88 | 32.69% | 2,306,011.58 | 40.44% |
| 应付债券 | 55,000.00 | 0.91% | 55,000.00 | 0.96% |
| 长期应付款 | 837,448.78 | 13.79% | 619,159.53 | 10.86% |
| 非流动负债合计 | 2,898,145.61 | 47.72% | 2,996,936.57 | 52.56% |
| 负债合计 | 6,073,073.29 | 100.00% | 5,702,449.88 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 4,943,960.86 | 81.41% | 4,372,962.74 | 76.69% |

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，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494.40亿元，同比增长13.06%，占公司总负债的比重为81.41%，其中2018-2019年债务集中到期规模较大，公司面临较大的偿债压力。具体来看，公司未来有息债务偿还计划如下：

表14 公司未来5年有息债务还款计划（单位：万元）

| 年份 | 偿还金额 | 偿还资金来源 |
|-------|--------------|--|
| 2018年 | 2,462,821.92 | 房地产销售收入、土地出让收入、代建费收入等日常收入所得及银行借款、发行债券等外部融资 |
| 2019年 | 1,767,529.01 | |
| 2020年 | 494,126.47 | |
| 2021年 | 282,611.01 | |
| 2022年 | 90,994.50 | |

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2017年末公司债务规模进一步增长，资产负债率为91.63%，仍处于很高的水平。由于2017年公司流动资产规模下滑，而一年内到期债务增加带动流动负债规模增长较快，使得2017年公司流动比率和速动比率均有所回落，且由于流动资产中存货占比较高，公司速动比率表现一般，速动资产对流动负债的保障程度较低。2017年，公司有息债务规模继续攀升，且利息支出较高，EBITDA利息保障倍数继续回落且仍处于较低水平，偿债压力加大。

表15 2016-2017年公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|------------|------------|
| 资产负债率 | 91.63% | 91.17% |
| 流动比率 | 1.55 | 1.91 |
| 速动比率 | 0.41 | 0.57 |
| EBITDA（万元） | 177,136.41 | 164,723.70 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.46 | 0.51 |
| 有息债务/EBITDA | 27.91 | 26.55 |

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

市政集团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

本期债券由市政集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。市政集团是公司的控股股东，主要业务均由公司负责。市政集团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。2017年，市政集团实现营业收入603,400.30万元，同比增长1.92%。具体来看，房地产销售收入同比下降21.37%，土地出让收入同比下降8.78%，代建费收入同比下降60.18%，而工程施工收入同比增长55.39%，其他服务收入同比增长223.39%，受益于其他服务收入大幅增长，市政集团营业收入仍实现增长。2017年市政集

团营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表16 市政集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 房地产销售收入 | 255,819.58 | 24.73% | 325,366.32 | 25.14% |
| 土地出让收入 | 90,902.24 | 36.48% | 99,651.76 | 29.98% |
| 代建费收入 | 25,195.02 | 24.97% | 63,278.01 | 15.78% |
| 工程施工收入 | 34,793.77 | 11.42% | 22,390.67 | 13.26% |
| 其他服务收入 | 187,243.66 | 25.73% | 57,899.38 | 46.50% |
| 其他业务小计 | 9,446.03 | 48.46% | 23,475.27 | 76.42% |
| 合计 | 603,400.30 | 26.42% | 592,061.42 | 28.63% |

资料来源：市政集团 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，市政集团资产总额为726.61亿元，归属于母公司的所有者权益合计45.74亿元，资产负债率为91.83%；2017年度，市政集团实现营业收入60.34亿元，利润总额3.03亿元，经营活动产生的现金净流入0.54亿元。

表17 市政集团主要财务指标

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 7,266,110.57 | 6,878,490.42 | 6,416,864.43 |
| 归属于母公司所有者权益合计（万元） | 457,430.91 | 460,712.46 | 458,126.62 |
| 有息债务（万元） | 5,746,014.26 | 5,045,330.14 | 4,421,056.49 |
| 资产负债率 | 91.83% | 91.17% | 90.27% |
| 剔除预收账款的资产负债率 | 91.47% | 90.96% | 90.11% |
| 流动比率 | 1.58 | 2.15 | 1.52 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.69 | 0.52 |
| 营业收入（万元） | 603,400.30 | 592,061.42 | 805,168.94 |
| 投资收益（万元） | 136,959.68 | 86,315.86 | 9,640.42 |
| 营业利润（万元） | 32,714.54 | 26,955.05 | 25,326.37 |
| 营业外收入（万元） | 1,114.61 | 654.31 | 1,097.74 |
| 利润总额（万元） | 30,304.87 | 26,658.87 | 25,662.73 |
| 综合毛利率 | 26.42% | 28.63% | 36.58% |
| 总资产回报率 | 2.22% | 2.43% | 2.68% |
| EBITDA（万元） | 191,699.61 | 182,089.22 | 187,892.58 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.43 | 0.49 | 0.42 |
| 经营活动现金流净额（万元） | 5,423.15 | 60,673.19 | -282,661.25 |

注：2015 年数据来自市政集团 2016 年审计报告期初数，2016 年数据来自市政集团 2017 年审计报告期初数。

资料来源：市政集团 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

经鹏元综合评定，市政集团2018年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

截至2017年末，公司无对外担保事项，对控股股东市政集团担保金额为36.11亿元，占同期净资产的比重为65.12%，规模较大。

表18 公司对控股股东担保情况

| 担保对象 | 担保金额（万元） | 担保起始日 | 担保到期日 |
|--------------|-------------------|------------|------------|
| 天津市政建设集团有限公司 | 34,545.45 | 2016-7-13 | 2018-7-12 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 20,000.00 | 2016-6-15 | 2018-6-14 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 20,000.00 | 2015-5-28 | 2018-5-27 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 59,000.00 | 2016-7-27 | 2018-7-26 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 60,000.00 | 2016-1-21 | 2019-1-20 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 90,000.00 | 2016-3-15 | 2018-3-14 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 50,000.00 | 2016-4-21 | 2018-4-20 |
| 天津市政建设集团有限公司 | 27,600.00 | 2017-11-29 | 2019-11-29 |
| 合计 | 361,145.45 | - | - |

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

跟踪期内，公司土地出让收入和代建费收入持续性较强，随着公司并购卓朗科技，未来或将带动公司收入及利润规模实现增长，市政集团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，公司部分房地产项目存在销售压力，公司资产流动性较差，存在较大的资金支出压力，有息债务规模攀升，偿债压力较大，较高的财务费用严重侵蚀了公司利润，并购卓朗科技的整合效果尚待观察等风险因素。

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 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金 | 495,077.76 | 676,134.68 | 559,539.01 |
| 应收票据 | 23.40 | - | - |
| 应收账款 | 176,807.65 | 174,689.51 | 673,908.81 |
| 预付款项 | 127,655.93 | 109,862.69 | 123,710.73 |
| 应收利息 | 5,565.49 | 4,610.42 | 8,021.60 |
| 应收股利 | 1,953.31 | 1,953.31 | - |
| 其他应收款 | 394,883.26 | 492,223.33 | 272,654.32 |
| 存货 | 3,635,656.17 | 3,646,717.41 | 3,311,959.96 |
| 划分为持有待售的资产 | 11,975.20 | - | - |
| 一年内到期的非流动资产 | 11,406.60 | - | 33.33 |
| 其他流动资产 | 73,241.62 | 70,064.85 | 25,576.58 |
| 流动资产合计 | 4,934,246.39 | 5,176,256.21 | 4,975,404.33 |
| 可供出售金融资产 | 38,176.27 | 37,530.62 | 35,703.26 |
| 持有至到期投资 | 900.00 | 900.00 | 500.00 |
| 长期应收款 | 555,007.22 | 297,801.63 | 105,608.12 |
| 长期股权投资 | 22,624.31 | 36,047.18 | 41,033.09 |
| 投资性房地产 | 254,271.43 | 54,166.20 | 43,831.10 |
| 固定资产净额 | 195,671.38 | 181,485.45 | 187,069.63 |
| 在建工程 | 57,663.37 | 133,716.68 | 135,156.80 |
| 固定资产清理 | 0.26 | 41.66 | 41.66 |
| 无形资产 | 28,077.69 | 19,642.96 | 19,839.93 |
| 商誉 | 72,305.74 | 25,822.65 | 25,822.65 |
| 长期待摊费用 | 22,221.88 | 22,902.68 | 15,328.80 |
| 递延所得税资产 | 36,423.74 | 46,093.67 | 33,860.01 |
| 其他非流动资产 | 410,068.23 | 222,375.94 | 173,019.31 |
| 非流动资产合计 | 1,693,411.52 | 1,078,527.30 | 816,814.36 |
| 资产总计 | 6,627,657.91 | 6,254,783.51 | 5,792,218.69 |
| 短期借款 | 385,759.88 | 367,091.90 | 833,045.40 |
| 应付票据 | 84,138.91 | 75,000.00 | 149,500.00 |
| 应付账款 | 215,475.06 | 216,752.29 | 203,127.20 |
| 预收款项 | 209,313.87 | 123,454.89 | 74,143.70 |
| 应付职工薪酬 | 2,577.46 | 816.73 | 535.77 |
| 应交税费 | 37,907.85 | 47,080.05 | 87,438.25 |
| 应付利息 | 7,506.25 | 6,716.61 | 6,292.96 |

| | | | |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 应付股利 | 7,468.00 | 17,222.96 | 4,391.56 |
| 其他应付款 | 625,929.68 | 895,349.49 | 829,278.56 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,596,242.42 | 950,699.73 | 1,144,862.05 |
| 其他流动负债 | 2,608.31 | 5,328.66 | - |
| 流动负债合计 | 3,174,927.68 | 2,705,513.31 | 3,332,615.45 |
| 长期借款 | 1,985,370.88 | 2,306,011.58 | 1,612,760.69 |
| 应付债券 | 55,000.00 | 55,000.00 | 55,000.00 |
| 长期应付款 | 837,448.78 | 619,159.53 | 222,741.48 |
| 专项应付款 | 4,440.00 | 4,440.00 | 3,840.00 |
| 递延收益 | 335.70 | - | - |
| 递延所得税负债 | 15,550.25 | 12,325.46 | 12,271.83 |
| 非流动负债合计 | 2,898,145.61 | 2,996,936.57 | 1,906,613.99 |
| 负债合计 | 6,073,073.29 | 5,702,449.88 | 5,239,229.44 |
| 实收资本 | 76,000.00 | 76,000.00 | 76,000.00 |
| 资本公积 | 190,698.22 | 180,853.48 | 181,976.34 |
| 其他综合收益 | 5,727.84 | 5,971.53 | 5,971.53 |
| 盈余公积 | 20,825.69 | 20,825.69 | 18,709.11 |
| 未分配利润 | 142,024.36 | 137,741.87 | 113,711.84 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 435,276.11 | 421,392.57 | 396,368.82 |
| 少数股东权益 | 119,308.51 | 130,941.07 | 156,620.44 |
| 所有者权益合计 | 554,584.62 | 552,333.63 | 552,989.26 |
| 负债和所有者权益总计 | 6,627,657.91 | 6,254,783.51 | 5,792,218.69 |

注：公司 2015 年数据来自 2016 年审计报告期初数、2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 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 |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 一、营业总收入 | 426,177.82 | 462,654.41 | 710,374.06 |
| 减：营业成本 | 303,773.26 | 329,277.47 | 446,156.42 |
| 税金及附加 | 11,686.62 | 13,595.21 | 59,708.46 |
| 销售费用 | 23,183.15 | 21,698.89 | 21,103.53 |
| 管理费用 | 56,651.12 | 52,266.12 | 46,690.69 |
| 财务费用 | 99,017.38 | 86,531.40 | 100,449.96 |
| 资产减值损失 | 23,516.93 | 12,499.11 | 15,075.51 |
| 加：投资收益（损失以“-”号填列） | 136,700.23 | 83,768.78 | 9,592.52 |
| 资产处置收益（损失以“-”号填列） | 124.36 | 5,918.47 | - |
| 其他收益 | 274.01 | - | - |
| 二、营业利润（亏损以“-”号填列） | 45,447.95 | 36,473.46 | 30,782.02 |
| 加：营业外收入 | 446.17 | 334.25 | 517.03 |
| 减：营业外支出 | 3,425.16 | 782.75 | 561.57 |
| 三、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 42,468.97 | 36,024.96 | 30,737.48 |
| 减：所得税费用 | 29,165.21 | 19,587.53 | 24,128.50 |
| 四、净利润（净亏损以“-”号填列） | 13,303.76 | 16,437.43 | 6,608.97 |
| （一）按经营持续性分类 | 13,303.76 | 16,437.43 | 6,608.97 |
| 1、持续经营净利润（净亏损以“-”号填列） | 13,494.97 | 16,437.43 | 6,608.97 |
| 2、终止经营净利润（净亏损以“-”号填列） | -191.21 | - | - |
| （二）按所有权归属分类 | 13,303.76 | 16,437.43 | 6,608.97 |
| 1、少数股东损益（净亏损以“-”号填列） | 4,290.28 | -14,243.14 | 50,925.52 |
| 2、归属于母公司所有者的净利润（净亏损以“-”号填列） | 9,013.48 | 30,680.58 | -44,316.55 |

注：公司 2015 年数据来自 2016 年审计报告期初数、2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 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 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 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 | 565,140.73 | 1,017,931.58 | 242,814.82 |
| 收到的税费返还 | 294.13 | 159.49 | 19.71 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 721,634.86 | 774,682.23 | 858,017.42 |
| 经营活动现金流入小计 | 1,287,069.72 | 1,792,773.30 | 1,100,851.94 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 552,004.73 | 550,504.46 | 467,266.93 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 38,902.43 | 33,653.96 | 33,649.27 |
| 支付的各项税费 | 87,325.21 | 159,811.79 | 85,740.18 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 505,492.95 | 831,978.01 | 829,470.22 |
| 经营活动现金流出小计 | 1,183,725.31 | 1,575,948.21 | 1,416,126.60 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 103,344.41 | 216,825.09 | -315,274.66 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | |
| 收回投资收到的现金 | 190,968.65 | 29,702.50 | 221,100.11 |
| 取得投资收益收到的现金 | 26,161.80 | 0.05 | 2,236.00 |
| 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 | 4,860.38 | 15,834.37 | 7,266.07 |
| 处置子公司及其他营业单位收回的现金净额 | 117,832.93 | - | 1,325.08 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 38,613.17 | 722.22 | - |
| 投资活动现金流入小计 | 378,436.94 | 46,259.14 | 231,927.26 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 45,785.79 | 37,724.46 | 23,172.08 |
| 投资支付的现金 | 40,628.90 | 58,085.80 | 255,515.00 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | 90,043.21 | - | - |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 61,094.60 | 259.12 | 5,000.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 237,552.49 | 96,069.39 | 283,687.08 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 140,884.45 | -49,810.24 | -51,759.82 |
| 三、筹资活动产生的现金流量： | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 8,946.96 | - | 126,153.38 |
| 取得借款收到的现金 | 1,742,560.13 | 2,719,949.67 | 2,457,775.25 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 271,009.92 | 255,621.70 | 381,015.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 2,022,517.00 | 2,975,571.38 | 2,964,943.63 |
| 偿还债务所支付的现金 | 1,762,518.89 | 2,407,800.76 | 2,605,150.29 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 383,567.82 | 354,445.35 | 424,191.44 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 220,681.69 | 140,108.78 | 111,339.41 |
| 筹资活动现金流出小计 | 2,366,768.41 | 2,902,354.90 | 3,140,681.14 |

| | | | |
|--------------------|-------------|------------|-------------|
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -344,251.40 | 73,216.48 | -175,737.51 |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响 | -0.01 | 0.01 | -6.94 |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -100,022.56 | 240,231.33 | -542,778.94 |
| 加：期初现金及现金等价物余额 | 405,135.94 | 164,904.61 | 707,683.55 |
| 六、期末现金及现金等价物余额 | 305,113.38 | 405,135.94 | 164,904.61 |

注：公司 2015 年数据来自 2016 年审计报告期初数、2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数。
 资料来源：公司 2016-2017 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 |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| 净利润 | 13,303.76 | 16,437.43 | 6,608.97 |
| 加：资产减值准备 | 23,516.93 | 12,499.11 | 15,075.51 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 16,076.45 | 12,035.56 | 9,782.65 |
| 无形资产摊销 | 4,659.13 | 656.69 | 296.47 |
| 长期待摊费用摊销 | 7,669.25 | 4,814.17 | 4,725.38 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列） | -53.95 | -5,919.52 | -1,175.84 |
| 固定资产报废损失（收益以“-”号填列） | 5.39 | 1.05 | 1.15 |
| 财务费用（收益以“-”号填列） | 109,828.66 | 111,192.30 | 137,766.06 |
| 投资损失（收益以“-”号填列） | -136,700.23 | -83,768.78 | -9,592.52 |
| 递延所得税资产减少（增加以“-”号填列） | 3,896.64 | -12,233.66 | -188.34 |
| 递延所得税负债增加（减少以“-”号填列） | -1,647.21 | 53.63 | 6,603.92 |
| 存货的减少（增加以“-”号填列） | -80,779.23 | 13,471.34 | 75,778.91 |
| 经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列） | -93,580.90 | -711,369.68 | -121,958.15 |
| 经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列） | 237,132.61 | 858,955.43 | -438,998.83 |
| 其他 | 17.11 | - | - |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 103,344.41 | 216,825.09 | -315,274.66 |

注：公司 2015 年数据来自 2016 年审计报告期初数、2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 有息债务（万元） | 4,943,960.86 | 4,372,962.74 | 4,010,909.62 |
| 资产负债率 | 91.63% | 91.17% | 90.45% |
| 剔除预收账款的资产负债率 | 91.36% | 90.99% | 90.33% |
| 流动比率 | 1.55 | 1.91 | 1.49 |
| 速动比率 | 0.41 | 0.57 | 0.50 |
| 产权比率 | 10.95 | 10.32 | 9.47 |
| EBITDA（万元） | 177,136.41 | 164,723.70 | 183,308.04 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.46 | 0.51 | 0.48 |
| 有息债务/EBITDA | 27.91 | 26.55 | 21.88 |
| 综合毛利率 | 28.72% | 28.83% | 37.19% |
| 总资产回报率 | 2.31% | 2.44% | 2.92% |
| 期间费用率 | 41.97% | 34.69% | 23.68% |
| 收现比 | 1.33 | 2.20 | 0.34 |
| 应收账款周转天数 | 148.46 | 330.16 | 227.64 |
| 存货周转天数 | 4,315.15 | 3,803.97 | 2,579.32 |
| 应付账款周转天数 | 256.12 | 229.53 | 158.41 |
| 净营业周期 | 4,207.49 | 3,904.60 | 2,648.55 |
| 流动资产周转天数 | 4,270.26 | 3,949.60 | 2,529.89 |
| 固定资产周转天数 | 159.30 | 143.39 | 82.06 |
| 总资产周转天数 | 5,441.01 | 4,687.00 | 2,923.39 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的二级子公司

| 公司名称 | 注册资本(万元) | 持股比例 (%) | 主营业务 |
|------------------|-----------|----------|------------|
| 天津松江股份有限公司 | 93,549.26 | 48.30 | 房地产开发经营 |
| 天津市松江科技发展股份有限公司 | 5,000 | 60.00 | 软件和信息技术服务业 |
| 天津市滨海市政建设发展有限公司 | 5,000 | 100.00 | 其他建筑安装 |
| 天津市松江生态产业有限公司 | 5,000 | 100.00 | 其他建筑安装 |
| 滨海团泊新城(天津)控股有限公司 | 162,000 | 84.60 | 其他建筑安装 |
| 天津滨海资产管理有限公司 | 5,000 | 100.00 | 企业管理服务 |
| 天津市松江酒店管理有限公司 | 100 | 100.00 | 酒店管理 |
| 天津大岛餐饮有限公司 | 400 | 100.00 | 餐饮 |
| 天津滨海友谊投资有限公司 | 2,000 | 55.00 | 企业管理服务 |
| 天津松江体育文化产业有限公司 | 2,000 | 75.00 | 体育文化 |
| 天津市北星高尔夫球场管理有限公司 | 1,000 | 100.00 | 休闲健身服务 |
| 天津滨海盘山投资建设有限公司 | 20,000 | 100.00 | 房地产开发经营 |
| 天津松江生态建设开发有限公司 | 10,000 | 100.00 | 房地产开发经营 |
| 天津耀华滨海学校 | 204 | 100.00 | 教育 |
| 天津松江田园高尔夫运动有限公司 | 1,000 | 45.00 | 休闲健身服务 |
| 天津滨海发展建设有限公司 | 42,000 | 100.00 | 房地产开发经营 |

资料来源：公司 2017 年审计报告及国家企业信用信息公示系统，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 应收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$ |
| 存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$ |
| 应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$ |
| 净营业周期 | 应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数 |
| 流动资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$ |
| 固定资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$ |
| 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 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 |
| 产权比率 | 负债总额 / 所有者权益 |
| 资产负债率 | 负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$ |
| 剔除预收账款的资产负债率 | $(\text{负债总额} - \text{预收账款}) / (\text{资产总额} - \text{预收账款}) \times 100\%$ |
| 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 + 长期应付款中的有息债务 |
| 短期有息债务 | 短期借款 + 应付票据 + 一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。 |