天津津滨发展股份有限公司2009年公司债券跟踪评级报告（2013年）

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用的评级观点，并非建议投资者买卖或持有本债券。
报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

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	2012/5/29
上次评级结果	债项级别 AA+ 主体级别 A 评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA+ 主体级别 A 评级展望：稳定

概况数据

津滨发展	2010	2011	2012	2013.3
所有者权益（亿元）	24.15	23.02	27.66	27.11
总资产（亿元）	76.41	88.49	105.88	101.33
总债务（亿元）	45.21	51.70	47.07	40.66
营业总收入（亿元）	34.48	14.74	25.03	4.30
营业毛利率（%）	21.12	15.03	16.55	12.53
EBITDA（亿元）	4.01	-0.78	4.11	-
所有者权益收益率（%）	3.98	-13.08	2.24	-8.18
资产负债率（%）	68.39	73.98	73.88	73.25
总债务/EBITDA（X）	11.28	-66.42	11.44	-
EBITDA利息倍数（X）	1.34	-0.22	1.11	-

泰达控股	2010	2011	2012
归属于母公司所有者权益（亿元）	273.76	290.04	298.83
总资产（亿元）	1,613.45	1,807.57	2,002.48
总债务（亿元）	966.73	1093.6	1,217.89
营业总收入（亿元）	578.3	583.7	645.78
营业毛利率（%）	9.97	9.02	8.86
EBITDA（亿元）	63.46	69.99	52.15
母公司所有者权益收益率（%）	0.13	0.11	0.34
资产负债率（%）	76.73	77.30	78.37
总债务/EBITDA（X）	15.23	15.62	23.35
EBITDA利息倍数（X）	1.1	1.52	2.36

注：1、津滨发展所有者权益包含少数股东权益；
2、津滨发展2013.Q1所有者权益收益率经过年化处理。

分 析 师
刘子峰 zfliu@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
Tel：（021）51019090
Fax：（021）51019030
www.ccxr.com.cn
2013年5月17日

基本观点

2012年，在“限购”、“限贷”调控政策的持续压力之下，全国房地产市场需求增长缓慢。基于不利的外部环境，天津津滨发展股份有限公司（以下简称“津滨发展”或“公司”）积极推进在建项目投资，加大竣工项目营销力度，并集中出售所持开发区工业厂房、微电子工业厂房以及西康路办公楼等资产，促使当年营业收入回升并实现扭亏。

从未来一年来看，虽然公司商品房可竣工面积有所增长，但由于目前房地产市场调控压力仍旧很大，公司未来的项目销售情况在在较大不确定性，房地产业务盈利基础仍较薄弱。中诚信证券评估公司（以下简称“中诚信证评”）将对公司的在建项目进展以及项目销售情况保持关注。

综上，中诚信证评维持本期公司债券信用等级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。该债项级别考虑了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的保障作用。

正 面

◇房地产销售业绩有所恢复。2012年，公司商品房竣工面积与销售收入均实现增长，并且随着工业厂房、办公楼等租赁物业的集中出售，当年公司总体房地产销售收入同比增长246.71%，现金流状况得以缓解。

◇在建项目稳步推进，未来房源储备有望提升。目前公司体院北住宅、境界梅江H5及惠阳迪亚花园B区等在建项目稳步推进，预计2013年内实现竣工。同时，2013年公司将启动4个新房产项目，未来两年内，公司房源储备有望继续提升。

◇担保方泰达控股资产和收入规模稳步增长，具备较强的综合实力，仍可为公司债的偿还提供有效保障。

关 注

◇房地产调控将一直持续，新出台的调控政策仍会在项目开发、融资、销售等各方面给予房产开发商一定的压力。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对房地产市场的影响。

◇短期偿债压力。公司债务规模仍较大，且短期债务比例较高，并且随着长期债务陆续临近期限，未来一年公司短期偿债压力或将上升。

◇房地产业务盈利基础仍较薄弱。受到房地产市场环境不佳以及公司可结算项目不足的影响，公司房地产主业的盈利基础仍较薄弱，2013年一季度，公司发生净亏损0.53亿元。

行业关注

2012年以来国家继续施行房地产调控从紧，抑制投资投机性需求并支持合理自住需求。随着调控政策落实，全国房地产开发投资和销售增速均进一步回落，房地产市场呈现低增长态势。

2012年是楼市调控持续深入的一年，中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向；一方面不放松二套房首付比例，限制、停贷三套以上房屋的贷款，通过严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，并通过督查等方式确保政策落实到位；另一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，使得合理自住需求得到一定释放。此外，中央继续推进土地市场管理和改革，加大土地供应，特别是加大保障房土地供应量及相应资金支持力度，以增加市场有效供给。与此同时，随着我国税收制度改革的逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

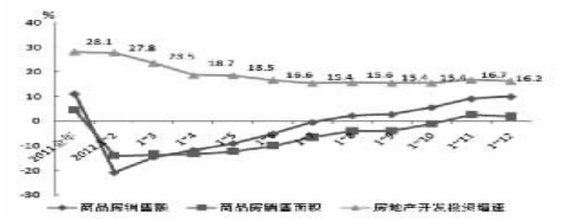
图1：2010~2012年我国国房景气指数

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从景气度来看，国房景气指数2011年持续走低，进入2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.57点，较2011年末降低4.5点。2012年9月份以后，随着金九银十两月销售回升，以及开发商资金状况改善增强，开工能力增强，全国库存压力缓解，房地产景气程度缓慢回升。截止2012年12月国房景气指数为95.59，进入2013年，国房景气指数承接回升势头，截至3月升至97.56点。

从需求情况看，随着政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2012年全国商品房销售面积111,304万平方米，同比增长1.8%，增速降低2.6个百分点；商品房销售额64,456亿元，同比增长10%，增速降低1.4个百分点。从月度数据看，全国商品房销售在前三季度依旧呈现出低迷态势，房屋销售面积同比降低4.0%，而销售额仅增长2.4%。而四季度以来随着开发商积极推盘，当期成交量上涨，并导致全年整体的商品房销售量微增。

图2：全国商品开发、房销售增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从地区来看，东部地区的销售面积和销售额的增长情况好于中、西部地区，主要系东部地区一、二线城市密集，规模聚集效应优势明显。从全国24个样本城市中看，2012年一、二线城市的销售面积同比分别上涨33%和32%，而三、四线城市涨幅较2011年大幅收窄。其原因在于，2011年一、二线城市深受调控影响，市场需求被严重积压，而随着2012年政策效应基本释放完毕，需求得以集中显现；而三、四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三、四线的浪潮，导致前期诸多热点三、四线城市市场快速膨胀，市场有效需求正遭遇阶段性低谷。

表1：2012年中国各区域商品房销售情况

单位：亿平方米万亿元

区域	销售面积	增长率	销售额	增长率
东部	5.32	5.7%	3.84	12.9%
中部	3.01	2.0%	1.32	8.5%
西部	2.79	-5.3%	1.30	3.7%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体看来，2012年在从严的房地产调控政策影响下，全国商品房销售受到抑制，销售量和销售价格增速继续放缓；尽管2012年部分一、二线城市的商品房销售在年末出现增长，但随着需求集中释放的结束和房地产调控的持续，商品房销售将继续保持低增长态势。

从投资和开工情况看，2012年全国房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。其中，住宅投资49,374亿元，增长11.4%，占房地产开发投资的比重为68.8%。同期，房地产开发企业房屋施工面积573,418万平方米，比上年增长13.2%；其中，住宅施工面积428,964万平方米，增长10.6%。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，比上年下降19.5%，土地成交价款7,410亿元，下降16.7%。2012年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出，在销售市场低迷的背景下，房地产开发企业投资力度有所减弱，投资增速趋于平稳。

货币政策方面，2012年我国货币政策在稳健的基调下，中国人民银行两次利率下调、两次存准率下调，货币供给总体缓慢放松。尽管相关部门仍然严格执行“差别化房贷”政策，但2012年房地产贷款的上升势头比较强劲，个人购房贷款、地产开发贷款增速有所回升。截至2012年末，主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社、外资银行人民币房地产贷款余额12.11万亿元，同比增长12.8%。其中，地产开发贷款余额8,630亿元，同比增长12.4%；房产开发贷款余额3万亿元，同比增长10.7%；个人购房贷款余额8.1万亿元，同比增长13.5%。

表2：2010~2012年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2010	2011	2012
资金来源合计	72,944	83,246	96,538
增速%	26.20	14.10	12.7
其中：			
自筹资金	26,637	34,093	39,083
占比%	36.52	40.96	40.48
增速%	48.40	28.00	11.7
国内贷款	12,564	12,564	14,778
占比%	17.22	15.09	15.31
增速%	10.60	0.00	13.2
利用外资	790.68	813.63	402
占比%	1.08	0.98	0.42
增速%	64.90	2.90	-48.8
其他来源	32,952	35,775	42,275
占比%	45.17	42.98	43.79
增速%	17.70	8.60	14.7

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2012年，房地产开发企业本年资金来源累计9.65万亿元，比上年增长12.7%，增速比上年回落1.4个百分点。从资金来源结构来看，2012年房地产开发资金来源中自筹资金占比40.48%，其他资金占比43.79%；在其他资金中，定金及预收款2.66万亿元，增长18.2%，个人按揭贷款1.05万亿元，增长21.3%。由此可见，内部融资和销售回款仍为房地产开发最主要资金来源。

房企分化更趋明显，行业加速洗牌，企业集中度持续上升。同时，行业利润水平逐渐回落，且未来继续回落的趋势基本确立。

2012年以来，国内主要的房地产企业销售情况明显好转，大部分全国性房企累计销售额同比实现增长，其中万科、绿地集团、保利地产均进入千亿元级梯度。房地产企业的分化则表现为强者更强，大企业领先优势继续扩大，中型企业不进则退，小企业面临边缘化。

经过两轮的宏观调控，房地产行业加速洗牌，企业集中度持续上升，但行业整体利润水平逐渐回落。据国家统计局数据显示，2012年前三季度，行业排名前10的房产企业占全国市场的比例达14.06%，较上年同期增长了1.48个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为19.25%，同比增长了2.14个百分点，行业集中度继续上升。2012年房地产企业利用市场回暖期加紧去库存化，快销有助于资金回笼，从而使得全年的销售表现优于上年，但去利润化也成为2012年行业的主基调。随着政府对房地产行业的调控持续加压，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。但短期内国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，房产市场仍需要谨慎看待。

短期来看，2013年对房地产市场“调控”与“保障”仍是政府工作的重点。在2012年12月25日召开的住建部年度工作会议上，住建部部长姜伟新明确表示，2013年要坚定不移地搞好房地产市场调控，继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和限购措施，坚决抑制投机投资性住房需求，支持合理自住和改善性需求。会议还透露将继续加快推进房产税改革试点扩大工作，随着长效机制的逐渐完善，房产税或将成为房地产调控的新方向，同时，继续加大保障性住房建设力度也仍是2013年的重点。2013年随着新“国五条”的颁布，国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，商品房投资建设和销售速度可能保持低增长态势，市场有望保持相对平稳发展。

长期来看，在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。预计未来新增城镇人口首次置业需求和原有居民改善需求均超过50亿平米，旧房更新换代需求近60亿平米，因而房地产行业在城镇化过程中拉动内需的地位将日益突出。

中诚信证评认为，房地产行业的波动特征与政策导向高度相关。短期内，调控政策对行业影响主要体现在构建住房双轨体系、扩大市场供给和引导市场合理需求上。但从中长期来看，中国持续的城镇化建设、居民财富的快速增长以及国民经济支柱产业的地位，均有利于房地产行业持续向好。由于资金、品牌等多方面的差距，行业的快速整合对小型房企的发展产生一定冲击，未来马太效应仍将继续显现。

天津市房地产市场调控力度持续强化，2012年全市房地产投资增速下滑，交易市场表现平淡

2012年，“限购”、“限贷”、“限价”仍为天津市房地产调控政策的主题。2013年3月31日，天津“国五条”细则出台，明确了2013年房价控制目标，对于能核实房屋原值的，将严格按照转让住房所得的20%计征个人所得税，同时“限购”、“限贷”政策也将持续施行。

2012年，天津房地产开发投资增速继续回落，全年完成投资1,260亿元，同比增长16.70%，较上年回落7.9个百分点；从运行趋势看，2012年一季度、上半年，前三季度和全年增速分别为29.7%、25.4%、22.4%和16.7%，呈逐步回落态势。从销售来看，着房价过快上涨的势头逐步减弱，投机性需求受到一定抑制，刚需购房者成为主力，商品房市场交易相对平淡，2012年销售面积为1,661.69万平方米，同比增长4.2%，销售额为1365.53亿元，同比下降2.1%。（数据来源：天津市统计局）

2013年一季度，由于刚需和初步改善型需求大量涌入，使得全市成交较同期出现量价齐升局面，商品住宅成交量达到248.18万平米，同比去年同期上升97.04%；成交均价环比下降2.19%，降至9,966元/平方米。

业务运营

2012年，在“限购”、“限贷”等调控等政策的持续压力之下，全国房地产市场需求增长放缓。基于不利的外部市场环境，当年公司继续加大在建项目投资以及竣工项目的营销力度，并集中出售所持开发区工业厂房、微电子工业厂房以及西康路办公楼等长期资产。2012年公司实现营业收入25.03亿元，同比增长69.76%。

从营业收入构成来看，2012年，公司的房地产销售、钢材贸易、物业管理与土地整理以及工业厂房租赁业务的营业收入占比分别为49.02%、42.33%、6.40%和2.07%。其中，房地产销售业务为公司核心业务与主要利润来源，毛利贡献度达到76.74%，钢材贸易业务虽然占收入规模比重较高，但主要是服务于公司的房地产及园区开发，毛利率非常低，并不作为公司的主要盈利来源。

2012年，公司商品房竣工项目存量不足，销售进度较为缓慢，整体业绩仍不理想；2013年，公司竣工面积或将明显提升，但鉴于当前房地产市场环境较低迷，其项目销售进度与业绩前景还需关注

2012年，公司可售商品房房源主要包括滨海国际住宅二期（当年竣工）、玛歌庄园尾盘以及在建在售的体院北住宅、境界梅江H5及惠阳迪亚花园B区等项目部分房源。2012年，公司新增竣工面积5.02万平方米，加上上年剩余0.98万平方米，合计竣工面积仅为6.00万平方米。从实际销售情况来看，当年公司实际销售面积为9.01万平方米（含预售），同比增长58.63%；结算面积为4.18万平方米，同比增长59.54%；结算销售收入为5.60亿元，同比增长57.75%。

整体来看，公司商品房销售情况虽较上年有所增长，但仍存在项目存量不足、销售进展缓慢的问题，商品房销售业绩情况仍不理想。

表3：2012年公司主要商品房项目（含车位）销售情况

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	截至2012年末剩余可售面积
体院北住宅	0.90	1.82	-	-	4.19
境界梅江H5	4.81	5.69	-	-	3.99
惠阳迪亚花园B区	0.32	0.24	-	-	2.96
博润商务广场	0.15	0.23	0.15	0.23	0.19
和润园住宅	2.02	2.88	3.23	4.68	1.84
和润园车位	0.17	0.10	0.17	0.10	0.04
玛歌庄园	0.62	0.57	0.62	0.57	0.32
其他	0.01	0.02	0.01	0.02	0.03
合计	9.01	11.55	4.18	5.60	13.56

资料来源：公司提供；

注：博润商务广场、和润园住宅及和润园车位属滨海国际住宅二期项目。

2012年以来，公司继续推进体院北住宅、境界梅江H5、惠阳迪亚花园B区3个在建项目的开发建设，2012年施工面积达到29.76万平方米。此外，公司将于2013年启动境界梅江H2、H6、惠阳迪亚花园A/C/D区与泉州红树湾项目一期项目。按照上述项目工程进度，预计2013年公司可新增竣工面积约20.77万平方米，加上亲亲家园、玛歌庄园等项目尾盘，合计竣工面积可达到21.12万平方米。但鉴于近来我国宏观经济持续低迷，房地产调控政策压力也将持续，未来一年公司项目销售情况存在较大不确定性。

表4：2010~2012年公司商品房开工、竣工及销售面积

单位：万平方米、亿元

	2010	2011	2012
开工面积	20.77	8.91	3.61
竣工面积	10.19	0.00	5.02
销售面积	19.03	5.68	9.01
结算面积	26.87	2.62	4.18
销售收入	17.77	7.45	11.55
结算收入	24.08	3.55	5.60

资料来源：公司提供

得益于房地产销售业绩的增长与长期资产的变现，公司资金相对充裕，在建项目投资压力有所缓解

截至2012年末，公司在建项目主要包括体院北住宅、境界梅江H5与惠阳迪亚花园B区，预计2013年内竣工。此外，境界梅江H2、境界梅江H6、惠阳迪亚花园A/C/D区及泉州红树湾项目一期预计2013年相继启动开发。根据测算，2013~2014年，公司房地产开发项目投资规模将达31.34亿元。由于2012年公司大量变现长期资产，现金流较为充裕，2012年末，公司货币资金余额已达到31.04亿元，虽然部分资金将用于偿还到期借款，但总体来看，公司未来2年的项目资金压力仍能得到一定缓解。

表5：截至2012年12月31日公司在建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	占地面积	建筑面积	计划投资	完成投资	开工/完工时间
体院北住宅	2.68	5.09	11.35	6.78	2011.9~2013.9
境界梅江H5	7.34	9.80	12.62	10.86	2010.9~2013.4
惠阳迪亚花园B	5.68	3.61	2.28	1.34	2011.12~2013.7
合计	15.70	18.50	26.25	18.98	-

资料来源：公司提供

为回笼资金以支撑房地产开发业务，同时提升经营业绩，2012年公司集中出售所持租赁物业以及部分长期股权

2012年，由于新开工项目资金需求增大，而公司融资渠道相对受限，为盘活资产、回笼资金，公司将开发区工业厂房、微电子工业厂房及西康路55号办公楼等租赁物业全部出售，合计销售面积为19.54万平方米，实现销售收入6.71亿元。截至2012年12月31日，公司所持租赁物业尚余雅都底商、金融街地下及汉沽科技园厂房，剩余租赁面积为7.41万平方米。

此外，公司2012年将所持天津天潇投资发展有限公司（以下简称“天潇公司”）的全部股权以3.85亿元转让给锐振有限公司，当年实现投资收益2.05亿元。

钢材贸易经营主体为公司物资采购平台，业务规模历年波动较小，盈利能力偏弱，对公司业务的利润贡献度较小

钢材贸易业务主要由天津建金成贸易有限公司（以下简称“建金成公司”）负责，建金成公司系作为津滨发展的物资采购平台，为公司房地产开发项目供应以钢材为主的各种工程物资。为保证采购规模以获得采购折扣等，建金成公司除覆盖公司内部需求外，还将相当比例的材料销售给外部客户，但由于该业务主要作为采购平台的特殊性，对公司利润的贡献较小。2010~2012年，公司钢材贸易收入分别为10.59亿元、9.73亿元、9.00亿元，毛利率分别为0.76%、0.70%、0.34%。

财务分析

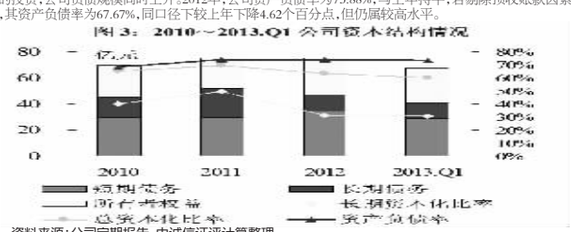
以下我们的分析基于2010~2011年经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计、2012年经国富浩华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的津滨发展合并财务报告以及未经审计的2013年1季度财务报告。

财务结构

2011年以来，公司滨海国际CX2、体院北住宅、境界梅江H5及惠阳迪亚花园B区等项目投资持续推进，带动总资产规模显著增长。截至2012年12月31日，在项目投资带动之下，公司总资产较上年末增长19.65%至105.88亿元。2012年12月31日，公司所有者权益为27.66亿元，同比增长20.14%，主要系少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益同比增幅近3.85%。

由于当年在售项目的销售回款有限，公司仍需依托一定外部融资弥补项目投资缺口，因此随着项目工程的投资，公司负债规模同时上升。2012年，公司资产负债率为73.88%，与上年持平，若剔除预收账款因素影响，其资产负债率为67.67%，同口径下较上年下降4.62个百分点，但仍属较高水平。

图3：2010~2013.Q1公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

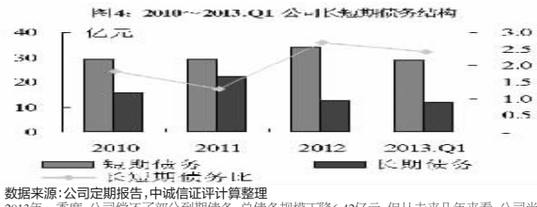
表6：截至2012年12月31日部分上市公司资本结构指标

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
中粮地产	78.26%	61.06%	62.34%	0.93
万科A	78.32%	66.85%	48.25%	1.12
保利地产	78.19%	65.90%	59.81%	0.46
金地集团	69.77%	60.28%	49.80%	0.46
招商地产	73.04%	63.54%	48.91%	0.96
华侨城A	69.95%	67.44%	53.32%	0.44
首开股份	80.32%	76.04%	71.93%	0.81
津滨发展	73.88%	67.67%	62.99%	2.71

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

随着银行借款的逐步偿还，至2012年12月31日，公司总债务规模较上年同期下降8.96个百分点，降至47.07亿元。但从债务期限结构来看，由于一年内到期的长期债务（包括信托借款5.50亿元与长期借款2.28亿元）同比增长125.36%，促使短期债务同比增长17.79%，致使公司长短期债务比由上年的1.30增至2.71，其短期债务压力明显增加。

图4：2010~2013.Q1公司长短期债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

2013年一季度，公司偿还了部分到期债务，总债务规模下降6.42亿元，但从未来几年来看，公司尚有较大体量的在建、待建房项目，资金需求仍较大，未来债务压力仍较大。截至2013年3月31日，公司资产总额为101.33亿元，负债总额为74.22亿元，所有者权益为27.11亿元，资产负债率为73.25%。

盈利能力

2012年，公司实现营业收入25.03亿元，营业毛利率为16.55%。其中，房地产业务销售收入同比增长246.71%至12.31亿元，其中54.53%来自开发区工业厂房、微电子工业厂房及西康路办公楼等租赁物业的销售收入。由于公司出售了大部分租赁物业，致使当年租赁收入同比下降17.53%，降至5,177.84万元。2012年，公司房地产销售毛利率与上年持平，为25.81%，与行业内主要上市公司相比，其毛利率尚属较低水平；物业租赁业务毛利率同比下降7.82个百分点，为73.74%。

表7：2010~2012年公司主营业务变化情况

单位：亿元

	销售收入			毛利率（%）		
业务类别	2010	2011	2012	2010	2011	2012
商品房销售	24.08	3.55	12.31	27.69	44.44	25.81
房屋出租	0.68	0.63	0.52	80.52	81.57	73.74
商品销售	9.00	9.73	10.59	0.34	0.70	0.76
其他	0.72	0.84	1.60	4.97	6.90	31.26
合计	34.48	14.74	25.02	-	-	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理。

表8：2010~2012 年部分房地产上市公司毛利率

单位：%

上市公司	2010	2011	2012
万科A	40.70	39.78	36.56
保利地产	34.12	37.20	36.19
金地集团	38.07	38.73	32.05
首开股份	47.02	53.87	41.62
北辰实业	34.31	51.22	45.07
金融街	44.50	43.87	31.47
中华企业	53.83	52.58	53.30
津滨发展	27.69	44.44	25.81

数据来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理；注：津滨发展数据系房地产开发板块毛利率。

期间费用方面，2012年，公司三费合计4.72亿元，三费收入占比为18.84%。投资收益方面，公司将所持天潇公司全部股权以3.85亿元转让给锐振有限公司，当年结转投资收益2.05亿元。

综上，公司2012年实现利润总额9,596.47万元，实现净利润6,194.17万元，净资产收益率为2.24%。未来一年，鉴于当前较为低迷的房地产市场环境，公司的房地产开发主业盈利基础仍较薄弱，公司整体盈利前景仍存在较大不确定性。公司当年盈利主要依靠出售长期资产和股权处置，这部分收入和盈利均不具有持续性，剔除这部分因素，公司主营盈利能力较弱，且短期难有较大改善。

偿债能力

2012年，公司利润总额为0.96亿元，EBITDA仅为4.11亿元，EBITDA利息倍数为1.11，总债务/EBITDA为11.44，表明EBITDA对利息及总债务的保障仍偏弱。

从现金流来看，得益于上述厂房、办公楼等长期资产的变现以及投资服务中心所欠售房款（2012年6月8日，公司收到天津经济技术开发区国有资产经营公司支付的购买滨海投资服务中心大厦的欠付购房款3.29亿元，该事项已于2012年6月13日经2012-22号公告披露。）的回收，2012年公司实现经营性净现金流达到14.27亿元，经营活动净现金流/总债务与经营活动净现金流利息保障倍数分别为0.30、3.84，表明经营性净现金流对当期债务及利息的可提供一定保障。同时，2012年，公司出售了部分租赁物业与长期股权资产，资产流动性明显提升。至2012年12月31日，公司货币资金等价物余额达到31.04亿元，亦可为当期债务本息偿付提供一定保障。

表9：2010~2012年公司偿债能力指标

	2010	2011	2012
资产负债率（%）	68.39	73.98	73.88
长期资本化比率（%）	39.72	49.45	31.47
EBITDA（亿元）	4.01	-0.78	4.11
EBITDA利息倍数（X）	1.34	-0.22	1.11
总债务/EBITDA（X）	11.28	-66.42	11.44
经营活动净现金流量（亿元）	7.49	-5.21	14.27
经营活动净现金流/总债务（X）	0.17	-0.10	0.30
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	2.51	-1.45	3.84

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理。

股东方泰达控股背景实力较强，可给予公司融资担保支持，同时公司与多家银行也保持良好的合作关系，2013年3月31日，公司银行授信额度合计为38.28亿元，尚余可用额度为5.72亿元，在当前房地产信贷偏紧的背景下，公司仍有一定备用流动性。

担保实力

本次债券由天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）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，主要经营领域为区域开发与房地产、公用事业、制造业、金融和现代服务业等，拥有14家全资公司、24家控股公司与22家参股公司。截至2012年12月31日，泰达控股总资产2,002.48亿元，所有者权益为433.13亿元，其中归属于母公司所有者权益为298.83亿元，资产负债率为78.37%。2012年泰达控股实现营业收入645.78亿元，实现净利润5.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.02亿元。

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。2012年12月7日，天津市国资委以津国资企改【2012】373文将所持有的天津国泰会展有限公司92.68%的股权对泰达控股进行增资，增加实收资本25.30亿元，增资后泰达控股实收资本增为100.00亿元，股东天津市经济开发区管委会与天津市国资委持股比例分别为74.70%、25.30%，控股股东仍为天津市经济开发区管委会。

业务运营方面，2012年泰达控股实现营业收入645.78亿元，其中商品销售、房地产、公共事业和服务业占比分别为80.53%、12.20%、2.70%与1.24%。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、铜材等销售收入仍是泰达控股商品销售的主要收入构成。

2012年，泰达控股房地产业务实现收入78.79亿元，比上年增长27.33%。其中，由于受到外部环境以及开发结算周期等因素影响，房地产项目销售收入29.57亿元，同比下降23.49。但土地开发收入达到26.04亿元，同比增长89.66%，推动了房地产开发总收入规模的增长。

泰达控股还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，2012年泰达控股获得补贴收入35.77亿元。此外，泰达控股还持有包括银行、基金、保险、信托等在内的规模可观的金融资产，具体包括渤海银行、渤海财险、渤海证券、北方国际信托等金融企业。

从财务表现来看，2012年，泰达控股实现营业收入645.78亿元，同比增长10.61%，营业毛利率为8.86%，营业利润为-32.26亿元，但加上高额的补贴收入，泰达控股仍实现利润总额9.62亿元，实现净利润5.38亿元。

表10：2012年泰达控股营业收入结构变化情况

单位：亿元

业务类别	2011	2012
商品销售	469.92	520.04
房地产销售	61.88	78.79
公共事业	20.97	17.45
服务业	8.93	8.04
其他	22.11	21.46
合计	583.81	645.78

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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2012年12月31日，公司总债务规模已达到1,217.89亿元，资产负债率和总资本化比率分别达到78.37%、80.30%，分别较2011年末增加1.07和1.26个百分点。

2012年泰达控股EBITDA利息保障倍数为2.36倍，总债务/EBITDA为23.35倍。未来随着资本支出规模与举债规模的扩大，泰达控股的债务压力可能进一步增加。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。2012年12月31日，泰达控股银行授信额度为366亿元，未使用授信余额为108亿元，财务弹性较强。

表11：2010~2012年泰达控股偿债能力分析

	2010	2011	2012
长期债务（亿元）	422.71	446.17	568.14
总债务（亿元）	966.73	1093.60	1217.89
EBITDA（亿元）	63.46	69.99	52.15
资产负债率（%）	76.73	77.30	78.37
总资本化比率（%）	77.93	79.04	80.30
EBITDA利息倍数（X）	1.10	1.52	2.36
总债务/EBITDA（X）	15.25	15.62	23.35
经营活动净现金流（亿元）	-4.02	27.23	10.38
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.07	0.59	0.47

资料来源：公司提供，中诚信证评计算

总体来说，随着滨海新区的不断发展，泰达控股承担的区域开发建设业务规模将不断扩大，较大的资本支出压力也将进一步增加其债务负担。但考虑到强有力的股东背景、天津市政府的持续支持以及很强的财务弹性，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

中诚信证评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（截至2012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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	146,416.38	175,329.44	310,363.94	251,746.80
应收账款净额	47,700.86	38,620.18	5,919.11	7,024.62
存货净额	415,643.62	533,361.89	541,184.63	541,684.56
流动资产	651,993.51	785,810.28	1,009,176.91	962,327.52
长期投资	18,270.02	4,606.25	14,419.74	14,269.74
固定资产合计	81,577.09	78,431.60	19,281.85	19,214.13
总资产	764,112.57	884,893.66	1,058,815.76	1,013,284.86
短期债务	293,010.00	291,800.00	343,700.00	287,100.00
长期债务	159,137.49	225,209.67	127,000.00	119,450.00
总债务（短期债务+长期债务）	452,147.49	517,009.67	470,700.00	406,550.00
总负债	522,567.16	654,652.78	782,212.70	742,227.14
预收账款	26,100.21	53,980.79	203,223.54	215,994.38
所有者权益（含少数股东权益）	241,545.41	230,240.88	276,603.05	271,057.73
营业总收入	344,768.27	147,422.60	250,264.16	42,952.83
三费前利润	54,557.40	17,686.41	30,173.58	4,002.56
投资收益	103.51	1,766.23	20,544.54	0.00
净利润（含少数股东损益）	9,619.57	-30,110.87	6,194.17	-5,545.34
息税折旧摊销前盈余EBITDA	40,076.44	-7,783.66	41,147.74	-
经营活动产生现金净流量	74,919.88	-52,137.96	142,728.23	-13,878.79
投资活动产生现金净流量	-72,830.94	-2,446.85