天津津滨发展股份有限公司公司债券2012年跟踪评级报告

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

2012年5月29日

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	2011/4/18
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	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	26.64	24.15	23.02	23.80
总资产(亿元)	83.61	76.41	88.49	91.97
总债务(亿元)	43.70	45.21	51.70	55.23
营业总收入(亿元)	18.13	34.48	14.74	3.61
营业毛利率(%)	19.02	21.12	15.03	6.31
EBITDA(亿元)	2.52	4.01	-0.78	-0.44
所有者权益收益率(%)	0.67	3.98	-13.08	-12.25
资产负债率(%)	68.14	68.39	73.98	74.13
总债务/EBITDA(X)	17.31	11.28	-66.42	-31.19
EBITDA利息倍数(X)	0.94	1.34	-0.22	-2.79

泰达控股	2009	2010	2011
所有者权益(亿元)	270.75	273.76	290.04
总资产(亿元)	1462.88	1613.45	1807.57
总债务(亿元)	862.92	966.73	1093.60
营业总收入(亿元)	435.79	578.30	583.70
营业毛利率(%)	10.65	9.97	9.02
EBITDA(亿元)	65.34	63.46	69.99
所有者权益收益率(%)	0.05	0.13	0.17
资产负债率(%)	74.71	76.73	77.30
总债务/EBITDA(X)	13.21	15.23	15.62
EBITDA利息倍数(X)	1.22	1.10	1.52

注：津滨发展2012.Q1总债务/EBITDA、所有者权益收益率经过年化处理。

基本观点

2011年天津津滨发展股份有限公司（以下简称"津滨发展"或"公司"）可售项目储备不足，且受"限购"、"限贷"行业调控政策影响，销售情况不甚理想，当年房地产收入大幅下滑。2011年以来，公司逐步变现所持厂房、办公楼等出租物业以支撑房地产项目投资，租赁业务逐渐收缩。鉴于滨海国际CX2与境界梅江H5项目将于2012年实现竣工，体院北住宅项目也将达到预售状态，因此公司可售及可结算房源储备将明显改观，为经营业绩的提升奠定了必要基础。

鉴于公司在建及后续规划项目较多且体量较大，未来几年项目投资缺口较大，中诚信证券评估公司（以下简称"中诚信证评"）将对公司的资金筹集与项目建设进度保持关注。

综上，中诚信证评评定本期公司债券信用等级为AA+，维持发行主体津滨发展主体信用等级A，评级展望为稳定。该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

●在建项目稳步推进，可售项目不断增多。公司在建项目稳步推进，预计2012年内公司将有5个新盘预售，可售面积达到18.31万平方米，竣工面积可达15.12万平方米，后续8个项目也将于2013~2015年竣工，未来几年可售房源储备较充足。

●公司拥有大量可变现资产，且主要租赁物业经营状况良好，变现能力强。公司尚拥有29.34万平方米的厂房、办公楼等持有物业，整体资产质量较佳，变现能力较强，可为公司提供必要的备用流动性。

●泰达控股为天津滨海新区最大的国有独资企业，实力雄厚，其提供的不可撤销连带责任保证担保将对本次公司债券按期偿还提供有力的保障。

关 注

●房地产行业政策的影响。从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场正逐步进入"以价换量"的新阶段，并趋近调整的底部。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对销售、投资造成的影响。

●融资渠道面临压力，融资成本上升。在当前房地产信贷收紧，房地产信托、基金审批受限的背景下，公司面临较大的再融资压力，同时借款利率上提导致融资成本增长较快。

●项目资金压力较大。公司多个项目同时建设，项目资金缺口较大，短期内项目资金的筹措仍存在压力。

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。

行业分析

2011年限购、限价等行政调控政策加快了房地产市场回调力度，同时货币政策转向导致市场流动性趋紧，房地产开发企业的融资难度加大，房地产销售和投资增速放缓，行业景气度下滑

2011年房地产市场调控为2010年调控的延续和深化。2011年始，国务院出台了更为严厉的"新国八条"调控政策，包括各地政府第一季度要公布房价控制目标；住房不足5年转手按销售款全额征税；二套房首付款比例提至60%；暂停省会城市居民购第三套房；地方政府问责制等。同时，国务院明确要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施，限购城市亦由2010年的不足20个大幅增加到近50个。随着后续"限购"、"限价"、"限贷"等政策全面升级，调控政策达到史上最严水平，调控效果逐步显现。

从全年情况看，受调控政策的影响，全国房地产开发景气指数（简称"国房景气指数"）也逐步走低。2011年12月份，国房景气指数为98.89，比11月份回落0.98点，延续7个月下滑，创29个月新低。

图1：2010年以来中国房地产行业指数

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

随着政策发挥作用，房地产市场需求开始萎缩，商品房销售增长趋下降态势。2011年，全国商品房销售面积为109,946万平方米，同比增长4.9%，增速较去年同期回落5.7个百分点，其中住宅销售面积为97,018万平方米，同比增长3.9%，增速较去年同期回落4.4个百分点；同期，商品房销售额为59,119亿元，同比增长12.1%，增速较去年同期回落6.8个百分点，其中住宅销售额为48,620亿元，增速较去年同期回落4.6个百分点。

从房价水平看，全国商品房销售额增速高于销售面积增长，表明全国房价整体水平依然向上。其中一、二线城市商品房价格并未出现明显增长，主要是三、四线城市房价上扬拉动全国整体上涨。从地区来看，东部地区的销售面积明显低于中、西部地区，显示城市化和刚性需求推动的中、西部地区受调控的影响弱于东部地区。此外，全国商品房待售面积较上年明显增加，2011年全国商品房待售面积达2,71亿平方米，较上年末增长26.1%。

表1：2011年中国各区域商品房销售情况

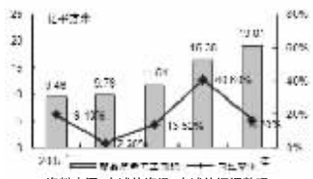
单位：亿平方米/万亿元

	销售面积	增长率	增速	销售额	增长率	增速
东部地区	5.11	0.1%	-4.0	3.46	3.8%	-4.3
中部地区	2.93	11.3%	-2.8	1.19	29.4%	-2.9
西部地区	2.96	8.0%	-2.7	1.26	23.9%	-4.4

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

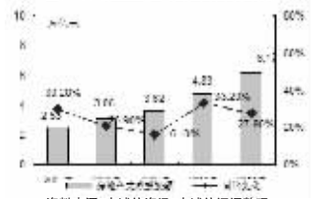
从投资和新开工情况看，2011年全国房地产开发投资6.17万亿元，比上年增长27.9%，增速比上年回落5.3个百分点。同时，全国房地产开发企业房屋施工面积50.8亿平方米，比上年增长25.3%，增速比上年回落1.2个百分点；房屋新开工面积19.01亿平方米，增长16.2%，增速比上年回落24.4个百分点。2011年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出，在房地产调控深化、销售市场低迷的背景下，房地产开发企业投资力度有所减弱。

图2：2011年房地产行业投资增长情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图3：2011年全国房地产行业投资资金来源



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

在保障性住房方面，2011年新开工建设城镇保障性安居工程住房1043万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房432万套。我国大力推进保障性住房建设，其目的一方面在于改善人民群众的居住条件，另一方面在于改善市场供给结构、稳定房价、促进市场健康发展。

从供需指标来看，受商品房销售增速放缓的影响，2011年施工面积、新开工面积与销售面积的比重均恢复并超越2008年水平，因此未来一年的市场供应比较充足。

表2：2008～2011年全国商品房供需相关指标

单位：亿平方米

年份	施工面积/销售面积	新开工面积/销售面积
2008	4.42	1.57
2009	3.41	1.23
2010	3.89	1.57
2011	4.62	1.73

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

货币政策方面，2011年我国货币政策在稳健的基调下，从前三季度的实质偏紧到第四季度定向宽松，共进行了三次利率上调、六次存准率上调和一次存准率下调，整体市场流动性得到收缩。受此影响，我国房地产开发企业融资能力弱化，对外融资规模下降。

据国家统计局统计，2011年，房地产开发企业本年资金来源累计83,246亿元，比上年增长14.1%，增速比上年回落12.1个百分点。从资金来源结构来看，2009~2011年房地产开发企业自筹资金占比分别为31.05%、36.52%和40.96%，占比提升较为明显，表明银行贷款的紧缩促使房地产企业开始主动降低杠杆水平，主要采取内部融资的形式获得资金。

表3：2009～2011年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2009	2010	2011
资金来源合计	57,799	72,944	83,246
增速	45.90%	26.20%	14.10%
其中：自筹资金	17,949	26,637	34,093
占比	31.05%	36.52%	40.96%
增速	17.20%	48.40%	28.00%
国内贷款	11,365	12,564	12,564
占比	19.66%	17.22%	15.09%
增速	49.40%	10.60%	0.00
利用外资	479.39	790.68	813.63
占比	0.83%	1.08%	0.98%
增速	-34.20%	64.90%	2.90%
其他来源	28,006	32,952	35,775
占比	48.45%	45.17%	42.98%
增速	75.30%	17.70%	8.60%

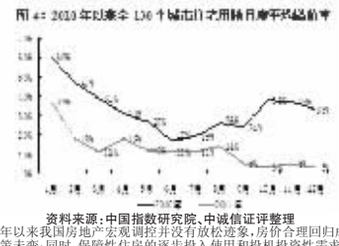
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

保民生将继续贯穿2012年的房地产调控，随着主要城市新建商品房价格全部停涨、土地溢价率走低，房地产市场正逐步进入"以价换量"的新阶段，并趋近调整的底部

立足于"保民生"的出发点，近年来我国政府持续加大对房地产市场的调控力度。2011年12月，中央经济工作会议进一步明确表示，要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归。通过近一年来的严厉调控，效果也逐步显现。据国家统计局数据显示，2012年1月份全国70个大中城市中，新建商品住宅（不含保障性住房）价格下降的城市有48个，持平的有22个，首次出现新建商品住宅价格全部停涨现象。受调控政策不放松的影响，全国房地产市场正逐步进入"以价换量"的新时期，目前市场成交量中10%的跌价项目已占据约90%的市场成交量。我们预计后期房价全面回落的城市将持续增多，房价回归趋势将在全国范围内日益显现，市场也将趋近调整的底部。

随着房地产调控的推进，楼市成交持续低迷，土地市场也随之降温。据中国指数研究院数据信息中心监测报告显示，2011年全国130个城市土地出让金总额为19,052.3亿元，同比减少11%，其中住宅类用地12,666.8亿元，同比减少23%。此外，从土地溢价来看，2010年以来，全国130个城市住宅用地月度土地平均溢价率处于振荡下调趋势。2012年2月，全国300个城市土地平均溢价率为1%，与1月份2%的土地平均溢价率基本持平，较去年同期减少15个百分点。我们认为，作为房地产投资的先行指标，土地溢价率在2011年4季度以来正逐步趋近见底，意味着土地资产的市场交易价格已回归基价或成本价，也意味着土地资产价格下行的空间有限。

图4：2010年以来全国130个城市住宅用地月度平均溢价率



资料来源：中国指数研究院、中诚信证评整理

短期来看，进入2012年以来我国房地产宏观调控并没有放松迹象，房价合理回归成为调控的目标，目前的"限购"、"限价"的调控政策未变；同时，保障性住房的逐步投入使用和投机投资性需求的逐制也将打破原有相对稳定的供需关系，使得房地产企业库存和新建商品房的销售压力较2011年进一步提升，房地产市场正逐步进入"以价换量"的新阶段，并趋近调整的底部。中诚信证评认为，房地产市场调控推动了行业进一步整合，行业集中度逐步提升，优势房地产开发商经营、财务状况表现相对较好，信用水平稳定，并具备较强的业绩修复能力。

2011年天津房地产市场调控力度加大，当地房地产供应量的上升也加重了市场观望气氛，致使市场成交量明显下滑

2011年同为天津市"房地产调控年"，"限购"、"限贷"、"限价"为政策调控的主题。2011年2月21日，国八条天津细则（关于贯彻国务院办公厅文件精神进一步做好我市房地产市场调控工作实施意见的通知）出台，在贯彻原有信贷政策的同时，将限购范围扩大至全市，设计新建商品房和二手房，旨在通过限购等调控措施打压投资性需求；3月5日，天津首套房利率优惠逐步取消，审批速度放缓；3月31日，天津市公布2011年度新建住房价格控制目标，即新建住房价格涨幅低于城镇居民人均可支配收入增长速度。

2011年全年天津商品住宅新增供应13.18万套，同比增长9%，供应面积1489.14万平方米，同比增长了14%。天津房地产供应量的上升加重了市场观望气氛，全年共成交商品住宅7.99万套，同比下降18%。成交面积867.56万平方米，较2010年下降17%。2011年全年商品住宅成交总金额为824.62亿元，同比下降14%。

2012年国家房地产宏观调控政策未见放松，2012年一季度，天津市商品房成交量为152.46万平方米，与上年第四季度相比下降29.08%。一季度天津市商品房成交均价为10480元/㎡，与2011年第四季相比下降3.35%。

业务运营

公司主营业务包括房地产开发、房屋租赁与商品贸易（主要是钢材贸易）三大业务板块。从收入规模上来看，商品贸易业务比重最大，占比达到65.98%，其次为房地产开发与房屋租赁业务，占比分别为24.09%与4.26%。从利润贡献度看，房地产业务为公司核心业务，营业毛利占比达到71.21%，房屋租赁其次，占比为23.10%，商品贸易业务仅为3.09%。中诚信证评关注到，近来公司为筹集资金以保障房地产主业发展，不断变现持有的出租物业，预计未来1~2年内房屋租赁业务或将逐步终止。

由于受到国家房地产宏观调控政策打压以及公司结算项目的周期性波动的双重影响，2011年公司房地产业务收入大幅下滑，并直接导致当年营业收入的明显缩减和经营亏损。2011年公司营业收入为14.74亿元，较上年下降57.24%，净亏损2.98亿元。

表4：2011年公司营业收入、营业毛利构成情况

单位：万元、%

	营业收入			营业毛利		
	金额	同比增长	占比	金额	同比增长	占比
贸易业务	97,276	8.09	65.98	685	127.10	3.09
房屋租赁	6,278	-7.41	4.26	5,121	-6.21	23.10
房地产	35,514	-85.25	24.09	15,783	-76.33	71.21
其他	8,354	16.54	5.67	576	61.83	2.60
合计	147,423	-57.24	100.00	22,165	-69.55	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2011年公司无新增可结算项目，尾盘项目销售状况欠佳，房地产业务明显下滑

2011年，由于房地产市场受到"限购"、"限贷"行业调控等政策影响，市场需求受到抑制，加之公司前期项目储备不足造成的项目销售断档，当年公司销售房源主要为滨海国际CX1、玛歌庄园项目的尾盘以及2011年下半年推出的滨海国际CX2与境界梅江H5等在建项目的少部分房源，总体销售情况不甚理想。2011年房产销售面积5,68万平方米，比去年大幅下降70.15%；预收房款3.72亿元，结转房产销售收入3.55亿元，销售收入比去年大幅下降85.26%。

表5：2011年公司主要房产销售项目情况

单位：平方米、万元

项目名称	销售面积	销售收入	结转面积	结转收入	剩余可售面积
雅都底商	2,489	3,430	2,489	3,430	4,052
境界梅江H5	13,014	19,630	-	-	50,000
博润商务广场车位	632	319	632	319	-
博润商务广场	7,923	13,484	7,923	13,484	3,435
滨海国际CX2	12,157	18,125	-	-	38,555
汉沽科技园厂房	5,422	1,220	-	-	73,122
亲亲家园	578	628	578	628	388
玛歌庄园	14,066	17,224	14,066	17,224	9,382
津滨杰座	480	413	480	413	-
合计	56,766	74,476	26,171	35,499	178,937

资料来源：公司提供

2011年以来，公司持续推进滨海国际CX2、体院北住宅、境界梅江H5、惠阳迪亚花园B区等在建项目的开发，当年施工面积达到近三年的最高水平29.58万平方米。此外，按照在建项目工程进度，预计2012年将新增竣工面积15.12万平方米，可见公司目前可售房源的储备较充足，为主业恢复增长奠定了基础。

表6：2009～2011年公司开工、竣工和销售面积

单位：万平方米、亿元

	2009	2010	2011
开工面积	0.00	20.77	8.91
竣工面积	22.28	10.19	0.00
销售面积	20.63	19.03	5.68
结算面积	13.12	26.87	2.62
销售收入	15.31	17.77	7.45
结算收入	9.07	24.08	3.55

资料来源：公司提供

2012年初，公司新推的滨海国际CX2与境界梅江H5部分房源销售情况趋好，如后续开盘项目能够持续目前的销售热度，2012年公司房地产业务有望获得改观。

未来几年，公司在建项目较多，投资规模巨大，其项目资金筹集与项目投资进度需关注

2011年，公司在建项目包括境界梅江H5、滨海国际CX2、体院北住宅及惠阳迪亚花园B区，计划总投资32.76亿元，截至2011年12月31日已投资16.82亿元，后续15.94亿元将于2012年、2013年内投资完毕。此外，公司储备地块境界梅江H1~4、H6、惠阳迪亚花园A/D/E区、汇龙？大江盛世E/F区等也将在2012年、2013年相继启动开发。

如上述项目均按公司目前规划进行建设，预计2012~2015年其项目投资规模将达125.76亿元，其中2012年、2013年的投资规模分别达到17.30亿元、35.80亿元，公司面临较大的项目资金筹措压力。

表7：截至2011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
滨海国际CX2	5.19	5.02	5.82	4.01	2010.4~2012.6
体院北住宅	2.68	5.09	11.20	5.13	2011.9~2013.9
境界梅江H5	7.34	9.80	13.61	7.18	2010.9~2012.10
惠阳迪亚花园B区	5.68	3.26	2.13	0.50	2011.12~2013.1
境界梅江H3	5.56	7.38	11.13	2.54	2012.9~2013.11
境界梅江H2	11.53	9.45	18.05	5.26	2012.9~2013.11
境界梅江H6	3.28	5.46	6.93	1.66	2013.3~2014.8
境界梅江H1	16.25	9.11	22.32	7.00	2014.5~2015.12
境界梅江H4	4.18	6.55	9.60	2.05	2013.3~2014.8
惠阳迪亚花园A/C/D/E区	25.22	30.58	7.72	1.87	2013.1~2015.12
汇龙·大江盛世E、F区	8.89	32.40	23.72	4.50	2012.6~2015.12
合计	95.80	124.10	132.23	41.70	-

资料来源：公司提供

为了回笼资金支持房地产主业的发展，公司将逐步变现所持厂房、办公楼资产，预计房屋租赁业务将逐步萎缩

截至2011年12月31日，公司出租物业主要为开发区厂房、微电子厂房、金融街地下及汉沽科技园厂房，合计出租面积为29.34万平方米，综合出租率约为70%，当年实现租金收入6278万元。

2011年公司为保障在建项目资金需求，加大了对持有型房产项目的处置力度，变现了1.58万平方米雅都底商及汉沽科技园厂房，从而导致当年租赁收入较上年下降7.41%。鉴于公司房地产项目投资缺口较大，剩余出租物业或将逐步变现，预计房屋租赁业务将继续收缩直至清理完毕。

表8：2011年公司主要租赁物业情况表

单位：元/平方米/日、万元

项目名称	建筑面积(平方米)	出租率(%)	平均租金(元/平方米/日)	租金收入
开发区厂房	152,133.84	94.15	0.76	4,138.89
微电子厂房	40,595.63	100.00	0.67	974.30
金融街地下	16,938.08	47.00	0.57	19.79
博润家园车位	4,814.16	10.35	1.2	10.76
汉沽科技园厂房	73,122.56	56.53	0.51	760.20
西康路55号办公楼	2,704.08	100.00	3.35	330.64
玛歌公建2#、4#	3,129.02	100.00	0.5	42.75
其他	-	-	-	0.96
合计	293,437.37	-	-	6,278.30

资料来源：公司提供

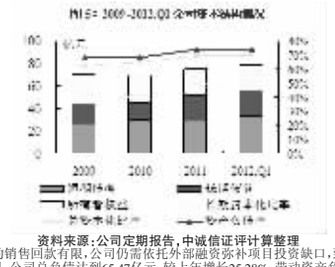
财务分析

以下我们的分析基于经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的津滨发展2009~2011年合并财务报告以及未经审计的2012年1季度合并财务报表，其中2009、2010年财务数据分别为2010、2011年财务报告的期初数，2011年数据为2012年1季度财务报告的年初数。

资本结构

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区等在建项目持续推进，带动总资产规模显著增长。截至2011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15.81%至88.49亿元。

图5：2009-2012.Q1公司资本结构概况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

由于当年在售项目的销售回款有限，公司仍需依托外部融资弥补项目投资缺口，致使总负债水平大幅上升。截至2011年12月31日，公司总负债达到65.47亿元，较上年增长25.28%，带动资产负债率、总资本化比率分别增至73.98%、69.19%，分别比上年增长5.59、4.01个百分点。2012年1季度，随着在建项目投资的继续进行，公司资产负债率与总资本化率延续上升趋势。

表9：截至2011年12月31日部分上市公司资本结构指标

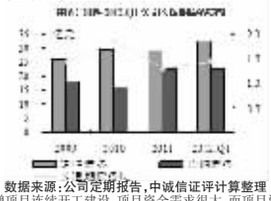
公司	资产负债率	总资本化比率	扣除预收账款的资产负债率	短期债务/长期债务
津滨发展	73.98%	69.19%	67.88%	1.30
北辰实业	66.02%	53.87%	61.01%	0.25
万科A	77.10%	42.64%	63.36%	0.88
首创置业	78.18%	61.19%	72.52%	1.73
金融街	69.03%	53.72%	59.88%	1.13
万通地产	66.60%	46.22%	59.34%	0.61
首开股份	79.36%	66.84%	75.15%	0.76
鲁商置业	92.04%	69.41%	89.33%	0.90
京能置业	68.46%	31.71%	58.62%	1.25

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司融资渠道主要为银行借款、公司债券及房地产信托方式，因此付息债务规模较大。截至2011年12月31日，公司总债务为51.70亿元，其中短期债务29.18亿元，包括短期借款25.73亿元、一年内到期的长期借款3.45亿元；长期债务22.52亿元，其中包括长期借款10.06亿元、应付债券6.96亿元与应付房地产信托5.5亿元。截至2011年12月31日，公司长短期债务比为1.30，在行业中处于偏高水平。

中诚信证评关注到，2012年内公司将有2.25亿元长期借款及1.2亿元房地产信托于一年内到期，届时公司长短期债务比将大幅提高，短期偿债压力继续上升。

图6：2009-2012.Q1公司债务结构概况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

未来几年内，公司大量新增项目连续开工建设，项目资金需求很大，而项目资金的筹措预计将通过新盘销售、持有物业变现及外部融资等多种渠道实现，因此未来资产负债率走势还取决于项目资金的具体筹措方式。

总的来看，公司付息债务规模较大，且短期债务比重较大，同时随着长期债务陆续临近期限，未来一年内短期偿债压力将上升。

流动性

截至2011年12月31日，公司流动资产占到总资产88.80%，而货币资金与存货占到流动资产的90.19%，其中货币资金为17.53亿元，占到流动资产的22.31%；存货中99%以上系房地产项目资产，当年由于公司多个项目同时投建，加之可售房源较少且销售状况欠佳，致使存货规模增长明显。2011年12月31日存货余额为53.33亿元，占流动资产的比重由上年的63.75%升至67.87%。

表10：2009～2011年公司资产结构及周转率分析

	2009	2010	2011
流动资产/总资产	86.60%	85.33%	88.80%
存货/流动资产	66.18%	63.75%	67.87%
货币资金/流动资产	21.40%	22.46%	22.31%
存货余额同比增长	9.10%	-13.27%	28.32%
货币资金同比增长	279.37%	-5.49%	19.75%
存货周转率	0.32	0.61	0.26
总资产周转率	0.23	0.43	0.18

资料来源：公司定期报告

由于公司开发项目较为集中，项目开发与结算的周期性变动较大，导致存货周转效率指标波动较明显。就2011年来看，公司可售项目储备不足，存量房源消化较慢，致使存货周转速度下滑至0.26。2012年，公司可售房源逐渐增加，从一季度来看，新盘的销售节奏已明显加快，存货周转效率或将逐步回升。

表11：2011年部分上市公司运营指标

单位：亿元

公司	存货周转率	总资产周转率	货币资金/短期债务	经营性净现金流
津滨发展	0.26	0.18	0.60	-5.21
万科A	0.27	0.29	2.25	22.37
保利地产	0.28	0.30	2.61	-223.7
金地集团	0.28	0.31	2.70	-30.39
招商地产	0.24	0.26	2.91	-44.46
华侨城A	0.59	0.44	1.08	-53.62
首开股份	0.20	0.20	1.48	-58.11
中华企业	0.12	0.17	1.23	-51.4
北辰实业	0.25	0.21	0.90	-6.62

资料来源：Wind资讯，中诚信证评整理

2011年公司经营活动现金净流出5.21亿元，经营净现金流对短期债务覆盖不足；期末货币资金17.53亿元，对短期债务的覆盖为0.60。可见，由于经营业绩下滑，加之短期债务规模相对较大，公司经营性现金流及货币资金对短期债务覆盖程度较低，存在流动性压力。

表12：2009～2011年公司部分流动性指标

	2009	2010	2011
经营净现金流/短期债务	0.39	0.26	-0.18
货币资金/短期债务	0.60	0.50	0.60

资料来源：公司定期报告

此外，公司投资性房地产账面价值7.29亿元，主要系用于出租的厂房、办公楼等，目前整体出租情况较好，每年可带来6000万元以上的租金收入，因此该部分资产质量较佳，变现前景相对乐观。公司为保障项目投资资金需求，或将变现上述出租物业资产。截至2011年12月31日，公司90%以上投资性房地产已抵押给银行作为3.33亿元银行借款的抵押物。鉴于以上，中诚信证评将持续关注公司相关资产的处置情况。

总的来看，2011年国内房地产市场景气度不高，公司可售项目较少且销售不畅，经营性现金流表现欠佳，公司存在流动性压力。短期内，随着项目投资不断进行，如楼盘销售状况无显著改观，公司仍将面临较大的流动性压力。

盈利能力

2011年公司无新增可结算项目，在售房源主要为前期项目尾盘及少量新推楼盘，并且在房地产政策的调控之下，总体销售进度较缓慢，房地产业务收入大幅下滑，已对当年总体盈利水平产生较大影响。2011年公司营业收入为14.74亿元，较上年下降57.24%。其中房地产业务收入为3.55亿元，较上年下降85.25%。营业毛利为1.58亿元，较上年下降76.33%；此外，租赁业务与商品贸易业务对公司盈利状况影响较为有限。

表13：2009～2011年公司主要业务变化情况

	收入(亿元)			毛利率(%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
商品房销售	9.07	24.08	3.55	26.49	27.69	44.44
房地产出租	1.06	0.68	0.63	81.96	80.52	81.57
商品销售	7.39	9.00	9.73	0.54	0.34	0.70
其他	0.60	0.72	0.83	22.25	4.97	6.90
合计	18.13	34.48	14.74	19.02	21.12	15.03

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2011年公司销售项目较少，其销售费用的增长主要是玛歌庄园项目售后维修费用大幅增加所致；管理费用与上年基本持平，支出规模较为适度；财务费用增至2.48亿元，同比上升35.52%，主要是由于2011年银行借款规模增加，借款利率不断上提所致。综上，2011年公司三费支出明显增长，加之业务规模大幅收缩，三费收入比已升至26.52%，其费用控制压力上升。

表14：2009～2011年公司三项费用情况

	2009	2010	2011
销售费用(亿元)	0.37	0.38	0.53
管理费用(亿元)	0.82	0.94	0.90
财务费用(亿元)	1.34	1.83	2.48
三费合计(亿元)	2.53	3.14	3.91
三费收入占比(%)	13.95	9.11	26.52

资料来源：公司定期报告

2011年公司共实现利润总额-3.50亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-2.98亿元。2012~2015年公司在建项目陆续进入销售期，充足的项目储备可为经营业绩的回升奠定良好基础，但具体盈利表现还依赖于项目建设的推进情况以及开盘项目的销售进展情况。进入2012年，公司的新盘推出节奏已明显加快，目前销售业绩表现优于上年平均水平。此外，较大规模的预售房款预计于2012年内实现结转，其整体经营业绩有望改善。

综合来看，2011年公司房地产销售项目断档导致收入规模大幅下滑，并最终导致当年的巨额亏损。随着在建项目的陆续竣工，未来几年的可售房源储备较为充足，将有助于经营业绩的回升。

偿债能力

2011年，随着房产在建项目的投入，公司融资需求上升，带动总债务规模持续增长。2009~2011年12月31日公司总债务分别为43.70亿元、45.21亿元和51.70亿元。并且短期内来看，公司短期债务比重呈现上升趋势，即期偿债压力不断上升。

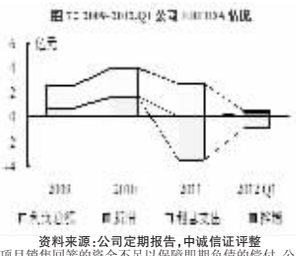
表15：2009～2011年公司偿债能力指标

	2009	2010	2011
资产负债率(%)	68.14	68.39	73.98
长期资本化比率(%)	40.33	39.72	49.45
EBITDA(亿元)	2.52	4.01	-0.78
EBITDA利息倍数(X)	0.94	1.34	-0.22
总债务/EBITDA(X)	17.31	11.28	-66.42
经营活动净现金流量(亿元)	9.94	7.49	-5.21
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	0.17	-0.10
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	3.68	2.51	-1.45

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011年公司业绩大幅下滑，净利润亏损3.01亿元，致使EBITDA仅为-0.78亿元，无法保障当期债务本息的偿还。从现金流情况看，2011年公司发生经营活动现金净流出5.21亿元，经营活动净现金流也无法保障债务本息的偿付。

图7：2009-2012.Q1公司现金流及EBITDA情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整

鉴于公司现有流动性与项目销售回笼的资金不足以保障即期负债的偿付，公司或将变现所持出租物业与部分房地产项目以提升整体偿债能力。

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。2012年3月31日，公司银行授信额度合计为46.02亿元，尚余可用额度为5.78亿元，在当前房地产信贷紧缩的背景下，公司仍有一定备用流动性。

总体来看，公司对外部债务的依赖程度较高，随着后续项目建设的推进，债务压力不断上升。公司需变现部分资产以保障当期负债的偿付。同时，考虑到股东方的支持，公司偿债能力仍然较强。

担保实力

本次债券由天津泰达投资控股有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。泰达控股是天津市经济技术开发区国有资产的授权经营单位，下属全资、控股、参股企业106家。截至2011年12月31日，泰达控股总资产1807.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）290.04亿元，资产负债率77.30%。2011年泰达控股实现主营业务收入583.70亿元，净利润5019.50万元。

根据天津市政府2008年9月17日津政发〔2008〕72号文件，泰达控股将在两年内纳入天津市国资委直接监管范围，股东将由目前天津市经济开发区管委会变更为天津市国资委。但截至2011年12月31日，泰达控股股东仍未发生变更，中诚信证评将对此保持关注。

业务运营方面，2011年泰达控股实现营业收入583.70亿元，其中商品销售、房地产、公共事业和服务业占比分别为80.51%、10.60%、3.59%与1.54%。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、钢材等销售收入是泰达控股商品销售的主要收入构成。2010年7月，天津市国资委出资整合天津钢管、天津钢铁集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团，四家国有钢铁企业联合组建成立了国有独资公司渤海钢铁集团有限公司，未来若天津钢管股权变更，将给泰达控股的收入和利润带来一定的影响。

房地产开发方面，受外部环境以及开发结算周期等因素影响，2011年实现收入61.88亿元，比上年下降21.43%。而由于泰达控股承担着天津经济技术开发区全部基础建设和公共服务职能，包括水、电、气、热等，开发区财政给予一定