信用评级公告

联合〔2021〕5786号

联合资信评估股份有限公司通过对天津津融投资服务集团有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津津融投资服务集团有限公司主体长期信用等级为AA$^+$，“15津融集团债/15津融债”信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

天津津融投资服务集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天津津融投资服务集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
15 津融集团债/15 津融债	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 津融集团债/15 津融债	12 亿元	12 亿元	2022/4/23

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，天津津融投资服务集团有限公司（以下简称“公司”或“津融集团”）作为天津市政府、市国资委重点扶持的综合性产业金融服务公司，在政府支持和区域定位等方面保持既有优势。2020 年，公司现代金融服务板块业务规模持续增长，主业进一步聚焦，盈利能力保持稳定。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司现代金融服务客户主要为中小企业，存在一定资金回收风险，非经常性损益对利润总额影响大且可持续性不强，母公司偿债对再融资依赖高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对一年内到期债券保障程度高，经营活动现金流入量对未来待偿还债券本金峰值保障程度高。

未来，津融集团将依托天津市现有产业，以天津企业资源为标的，以资金资本化和资本证券化为目标逐步发展成为提供整体解决方案的金融系统集成服务商，综合竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“15 津融集团债/15 津融债”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司在政府支持和区域定位方面保持既有优势。**公司是天津市政府、市国资委重点扶持的综合性产业金融服务公司，作为天津市国有资产运营管理的重要平台，可获得天津市政府、市国资委的有力支持。
2. **天津津融资产管理有限公司拥有天津市金融企业不良资产收购处置牌照，跟踪期内业务规模持续增长。**公司控股子公司天津津融资产管理有限公司为天津市唯一一家地方国有 AMC 持牌公司。2020 年，公司资产管理业务保持增长，毛利率维持较高水平，带动现代金融服务业务规模及毛利率均有所上升。

分析师：候珍珍　刘祎烜
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **公司可供出售金融资产中的股权质量优良，可为公司提供一定流动性支撑。**截至 2020 年底，公司可供出售权益工具 28.36 亿元，其中按照公允价值计量的可供出售权益工具 10.02 亿元，主要是天津银行股份有限公司和天津普林电路股份有限公司的股权，必要时可为公司提供流动性支撑。

关注

1. **跟踪期内，资产管理业务市场竞争激烈，对公司资产包处置回收能力提出更高要求。**随着金融开放的深度和广度持续提升，不良资产管理业务市场竞争将更加激烈，不良资产管理机构参与不良资产处置的方式等亦趋于多样化和复杂化，对公司专业处置和回收能力提出更高要求。
2. **公司现代金融服务面临一定经营和回款风险。**公司小额贷款板块客户对象主要为规模较小的中小企业，在宏观经济周期下行叠加疫情影响的外部环境下，或面临一定回款风险；截至 2021 年 3 月底，公司小贷板块累计计提坏账准备 1.28 亿元。2020 年，公司融资租赁板块计提减值损失 0.30 亿元（其中 0.15 亿元于 2021 年一季度冲回）。
3. **母公司资产流动性偏弱，偿债对再融资依赖高。**母公司由于承接历史上的待处置资产等，非流动资产占比高，资产流动性偏弱，非经常性损益对利润总额影响大，且 2020 年持续亏损，偿债对再融资依赖高。
4. **非经常性损益对利润总额影响大，投资收益可持续性弱。**2020 年，公司计提资产减值损失规模仍较大，对利润存在影响；当期投资收益以处置可供出售金融资产的投资收益为主，可持续性弱。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.68	25.85	24.00	18.42
资产总额(亿元)	208.16	202.41	203.33	200.11
所有者权益(亿元)	77.34	77.73	78.32	79.28
短期债务(亿元)	12.46	31.35	20.98	18.58
长期债务(亿元)	75.56	44.21	64.10	59.06
全部债务(亿元)	88.02	75.56	85.08	77.64
营业收入(亿元)	9.70	15.25	15.94	3.04
利润总额(亿元)	2.35	2.92	3.68	1.50
EBITDA(亿元)	5.37	6.14	6.73	--
经营性净现金流(亿元)	-29.41	11.92	2.33	1.74
营业利润率(%)	56.70	57.61	61.28	0.00
净资产收益率(%)	2.36	2.85	3.28	--
资产负债率(%)	62.84	61.60	61.48	60.38
全部债务资本化比率(%)	53.23	49.29	52.07	49.48
流动比率(%)	141.92	108.92	129.37	163.23
经营现金流动负债比(%)	-56.89	15.36	3.98	--
现金短期债务比（倍）	1.94	0.82	1.14	0.99
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.81	2.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.39	12.31	12.63	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	117.66	119.69	118.92	113.22
所有者权益(亿元)	44.24	44.38	42.32	42.67
全部债务(亿元)	46.89	43.84	42.74	36.53
营业收入(亿元)	0.38	0.47	0.77	0.21
利润总额(亿元)	0.06	-0.19	-1.42	0.50
资产负债率(%)	62.39	62.92	64.41	62.32
全部债务资本化比率(%)	51.44	49.70	50.24	46.13
流动比率(%)	47.40	52.00	50.58	54.79
经营现金流动负债比(%)	18.31	12.27	-2.27	--

注：1、2021 年一季度财务数据未经审计；2、现金类资产已剔除受限部分；3、公司其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标；4、公司相关债务测算包含了长期借款中已经暂停计息的中国人民银行再贷款 18.99 亿元；5、2018 年数据为 2019 年审计报告期初数

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 津融集团债/15 津融债	AA+	AA+	稳定	2020/6/24	刘嘉敏 闫旭	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
15 津融集团债/15 津融债	AA+	AA+	稳定	2015/1/23	李小建 靳晓龙	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津津融投资服务集团有限公司(以下简称“津融集团”或“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天津津融投资服务集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天津津融投资服务集团有限公司（以下简称“公司”或“津融集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

津融集团成立于2013年7月，是根据天津市人民政府《关于组建天津津融投资服务集团有限公司的批复》（津政函〔2013〕50号）及天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）《关于组建天津津融投资服务集团有限公司的通知》（津国资企改〔2013〕168号）等文件的批准，由天津投资集团有限公司（以下简称“津投集团”）、天津国际投资有限公司（以下简称“天津国投”）、天津科技发展投资总公司（以下简称“科发投总公司”）三家国有企业合并组建设立，注册资本为28.88亿元，其中天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）出资18.98亿元，占比65.72%，天津市泰达国际控股（集团）有限公司出资9.9亿元，占比34.28%。2016年6月，根据津国资预算〔2015〕50号文件，津融集团注册资本增至29.16亿元。2018年9月，根据“津政函〔2018〕78号文”，天津市人民政府将天津市国资委所持有的公司191625万股权注入天津津诚国有资本投资运营有限公司（以下简称“津诚资本”），公司控股股东变更为津诚资本。截至2021年3月底，公司实收资本为29.16亿元；津诚资本持股65.72%，天津市泰达国际控股（集团）有限公司持股34.28%，公司实际控制人为天津市国资委。

公司经营范围：对外投资及管理；资产经营管理（金融资产除外）；自有设备租赁；房屋租赁；会议服务；上述项目相关的咨询服务。（以上经营范围涉及行业许可证件，在有限期限内经营，国家有专项专营规定的按规定办理）。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为203.33亿元，所有者权益合计为78.32亿元（含少数股东权益33.88亿元）。2020年，公司实现营业总收入15.94亿元，利润总额3.68亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为200.11亿元，所有者权益合计为79.28亿元（含少数股东权益34.29亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入3.04亿元，利润总额1.50亿元。

公司注册地址：天津市和平区马场道144号；法定代表人：郭金利。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“15 津融集团债/15 津融债”募集资金12.00亿元，其中2亿元用于设立天津津融中小微企业创业投资基金有限公司，5.50 亿元用于对天津津融小贷管理有限公司增资，2 亿元用于向津融集团控股子公司天津津投租赁有限公司以委托贷款方式提供专项借款，2.50 亿元用于向鑫源融资租赁（天津）股份有限公司以委托贷款方式提供专项借款。截至本报告出具日，募集资金已全部按其用途使用完毕，并在跟踪期内正常付息。

“15 津融集团债/15 津融债”设有发行人上调票面利率选择权和投资人回售选择权。跟踪期内，公司于2020年4月3日发布《关于“15津融集团债”发行人上调票面利率选择权和投资人回售选择权行使公告》，根据公告内容，在存续期的第5年底，公司不行使上调票面利率选择权，存续期后 2 年的票面年利率仍为5.90%，并在存续债券后2年（2020年4月23日至2022年4月22日）固定不变。根据2020

年 4 月 21 日《关于“15 津融债”回售实施结果公告》，回售有效登记数量为 0，截至本报告出具日，债券余额仍为 12 亿元。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
15津融集团债/15津融债	12.00	12.00	2015-4-23	2022-4-23

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 （5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精

准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析及区域经济环境

1、AMC 行业

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，不良资产管理行业发展空间大。

AMC即资产管理公司（Asset Management Companies）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年末，中国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年末增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年末，中国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年末增长4.48%，截至2020年12月末，中国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年末下降5.68%，系十几年以来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着 AMC 业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量 AMC 核心竞争力的重要标准。同时 AMC 企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理市场格局进一步多元化，市场竞争加剧，地方AMC以国有背景为主，区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，中国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责任公司（2020年3月获批，2020年6月更为现名）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过2家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”），银行设立的主要开展债转股业务的金融资产投资公司（以下简称“AIC”），外资投资控股的不良资产管理公司，以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司（以下简称“非持牌AMC”）。以下主要讨论地方AMC。

联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至 2019 年末，全国共 57 家地方 AMC 企业，较 2018 年末增加 4 家。2020 年以来，根据公开信息，2020 年 4 月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020 年 7 月，海南省获批了第二家地方 AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方 AMC）；2021 年 2 月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取消。截至 2021 年 2 月末，地方 AMC 数量为 58 家，其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有 3 家地方 AMC 企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方 AMC 企业外，其余省份均已设立两家地方 AMC 企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方 AMC 企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方 AMC 企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了 1 家地方 AMC 企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方 AMC 企业。

从控股结构看，国有背景的地方 AMC 占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至 2020 年 5 月末，国有控股的地方 AMC 企业 16 家，国有独资的地方 AMC 企业 9 家，约 76%地方 AMC 的主要股东具有国资背景。

2019年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠偏，引导不良资产管理公司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

监管主体方面，目前地方AMC是特许从事金融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证，其是否属于金融机构一直没有明确说法。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方AMC行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱

象也暴露出监管缺位的问题。2019年7月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153号）（以下简称“153号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方AMC的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方AMC的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但 2019 年以来有所趋严。153 号文针对地方 AMC 的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方 AMC 资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方 AMC 构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的 AMC 监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方 AMC 准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于 12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大 AMC 的监管政策对地方 AMC 监管有一定的风向传导作用。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方 AMC 管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方AMC主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

2020年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。但在经济周期下行期间，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方 AMC 的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方 AMC 倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方 AMC 企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主业业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方 AMC 行业逐步回归主业的背景下，部分地方 AMC 企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

2、融资租赁行业

跟踪期内，融资租赁行业监管趋严，融资租赁企业业务发展模式或将面临一定调整；但另一方面也有利于行业中优质企业的良性发展，行业整合的机遇或将出现。

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前中国有两类租赁企业：一类是由原银监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租

赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的非金融机构类的融资租赁企业（以下简称“融资租赁企业”），主要是由非金融机构设立；按企业形式划分，可分为内资融资租赁企业和外资融资租赁企业（以下分别简称“内资租赁”和“外资租赁”）；按照公司背景划分，还可划分为厂商系融资租赁企业和独立第三方融资租赁企业（以下分别简称“厂商系租赁”和“独立第三方租赁”）。2015 年 5 月起，商务部制定融资租赁公司经营和监管规则的职责划归银保监会，但基于监管效率和成本上的考量，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁和内资租赁将由地方金融监管部门实施监管。

在经历了探索、调整、恢复发展、快速发展期后，2013 年起，中国融资租赁行业进入爆发式增长期，融资租赁公司的数量、注册资本金和合同余额均实现快速增长。根据公开资料，截至 2020 年 6 月底，全国融资租赁企业(不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司，包括一些地区列入失联或经营异常名单的企业)总数约为 12151 家，较上年底的 12130 家增加了 21 家，增辐为 0.17%。但与发达国家相比，中国融资租赁行业渗透率较低，发展相对滞后，目前发展阶段处于“简单融资租赁”和“创新融资租赁”之间，行业集中度相对较低。

资金融通方面，中国融资租赁公司的资金主要来源于银行借款，但因金融租赁公司是持牌金融机构，其融资渠道更为广泛。随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司逐步通过发行债券、资产证券化产品在资本市场进行直接融资。融资租赁公司的融资成本因信用资质的不同分化较为明显。

行业政策方面，2020 年 5 月，银保监会制定了《融资租赁业务经营监管管理暂行办法》（以下简称《办法》），旨在促进行业规范有序发展，减量增质。《办法》主要从融资租赁公司经营规则、监管指标、监督管理和法律责任等方面提出具体要求，通过加强和完善融资租赁公司的事中事后监管，规范业务经营范围，落实指标约束，加强风险防范，以及实施分类处置等，引导行业规范有序发展。《办法》施行前已经设立的融资租赁公司，应当在省级地方金融监管部门规定的过渡期内达到《办法》规定的各项要求，原则上过渡期不超过 3 年。

2、 区域经济概况

跟踪期内，公司所在天津市经济维持稳定，经济结构调整优化，京津冀协同发展项目取得新进展，为公司发展提供了较为稳定的外部环境。

根据《2020年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算2020年天津市生产总值（GDP）14083.73亿元，按可比价格计算，比上年增长1.5%。其中，第一产业增加值210.18亿元，下降0.6%；第二产业增加值4804.08亿元，增长1.6%；第三产业增加值9069.47亿元，增长1.4%。三次产业结构为1.5:34.1:64.4。

2020年，天津市财税结构进一步优化，一般公共预算收入1923.05亿元，其中税收收入1500.08亿元，占一般公共预算收入的比重为78.0%。从主体税种看，增值税650.31亿元，企业所得税310.52亿元，个人所得税103.40亿元。全年一般公共预算支出3151.37亿元，投入民生领域支出占财政总支出比重保持在75%左右。其中，社会保障和就业支出518.51亿元，教育支出443.05亿元，卫生健康支出175.67亿元。

2020年，天津市固定资产投资平稳增长，全年固定资产投资（不含农户）增长3.0%。分产业看，第一产业投资增长83.0%，第二产业投资增长1.6%，第三产业投资增长2.6%。分领域看，工业投资增长1.8%，其中制造业投资增长0.6%；基础设施投资增长20.0%，其中交通运输和邮政投资增长34.6%，信息传输和信息技术服务投资增长33.7%，水利、生态环境和公共设施管理投资增长14.8%。

京津冀协同发展方面，天津市承接北京非首都功能疏解和支持雄安新区建设取得新进展。发挥能动机制作用，积极对接服务北京，北京地区在津投资1262.27亿元，占全市利用内资比重达到43.1%。持续完善“1+16”承接载体，出台支持重点平台服务京津冀协同发展的政策措施，滨海—中关村科技园新增注册企业666家，宝坻京津中关村科技城新增注册企业210家。签署“世界一流津冀港口全面战略合作框架协议”，发挥天津港集团雄安新区服务中心作用，天津港雄安绿色通道操作量9694标准箱。重点领域协同发展。京津、京沪、京滨、津兴四条高铁联通北京格局加快形成。全年天津口岸进出口总额13214.53亿元，其中来自京冀的货物占比31.0%。京津冀异地就医门诊直接结算试点有序推进。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本为291577.00万元。津诚资本持有公司65.72%股权，天津市泰达国际控股（集团）有限公司持有公司34.28%的股权。公司实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为天津市政府旗下资产管理平台，在市场定位、业务拓展等方面保持一定竞争优势。子公司天津津融资产管理有限公司（以下简称“津融资产”）引入战略资金后，业务规模持续拓展，资产管理业务竞争力及盈利水平进一步提高。

公司是根据天津市政府“聚集优势资源，打造一个品牌优、效益好、产业引领作用强的综合性投融资平台”的创新思路和决心而成立的，以资产管理、小额贷款、融资租赁、房地产业为主体的多元化集团公司，其市场定位主要为承接政府对于市场的指导作用，同时发挥集团的市场化职能，针对天津亟需发展的金融服务领域提出思路，依托天津市现有产业，以天津企业资源为标的，以资金资本化和资本证券化为目标，提供包括资产管理、融资租赁、股权（创业）投资、小额贷款等业务的一站式、链条化、集成的综合金融服务方案。作为天津市国有资产运营管理的重要平台，公司得到了国家有关部门和天津市政府的有力支持。2018－2020年，公司分别收到政府补助0.25亿元、0.32亿元和0.45亿元，计入营业外收入。

公司控股子公司天津津融资产管理有限公司（以下简称“津融资产”）为天津市唯一一家地方国有AMC持牌公司。2018年6月，津融资产以1.21元/股的价格引入战略资金24.20亿元，注册资本增加至30.00亿元，战略投资者包括邦信资产管理有限公司（以下简称“邦信资产”）、天津骏泰企业管理有限公司（以下简称“天津骏泰”）、天津市星河投资发展有限公司和天津东疆投资控股有限公司。其中邦信资产及天津骏泰的控股股东分别为四大全国性AMC公司之一的中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方资管”）及远东国际融资租赁有限公司（以下简称“远东租赁”），可分别在业务运营及资金方面给予津融资产一定支持。跟踪期内，津融资产业务规模进一步拓展，业务规模及盈利能力均稳步提升。截至2020年底，津融资产总资产为673137.04万元，净资产403769.48万元。2020年，津融资产实现营业总收入61333.61万元，净利润35999.66万元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码为：9112000007313603XM），截至2021年6月24日，公司本部无未结清和已结清不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理发生变更；公司在

法人治理结构、管理架构和管理制度方面无重大变化。

高管人员方面，2021 年 4 月，经公司第二届董事会第 72 次会议审议决定，解聘公司总经理职务，由公司党委书记、董事长郭金利兼任总经理职务。

公司董事长、总经理郭金利先生，1963 年 6 月生，管理学博士，高级会计师。先后担任中国银行塘沽分行会计科副科长、科长，中国银行塘沽分行副行长，中国银行天津分行会计处副处长、处长，中国银行天津分行行长助理、党委委员，中国银行天津分行副行长兼财务总监、党委委员，渤海银行党委委员、董事、副行长、首席财务官。现任津融集团董事长、党委书记、总经理。

除上述人员变化外，公司在法人治理结构、管理架构和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司进一步向主业聚焦，现代金融服务板块的良好发展带动公司整体收入规模有所增长，地产板块项目结转收入保持稳定，商贸物流业务规模变化不大，综合毛利率持续上升。

2020 年，公司实现营业收入 15.94 亿元，同比略有增长，收入构成仍以现代金融服务和地产收入为主。

2020 年，公司现代金融服务业实现收入 9.32 亿元，同比增长 8.77%，主要是由于子公司津融资产业务持续增长所致，占营业收入比重为 58.43%，仍为公司收入最主要来源；房地产当期实现收入 6.39 亿元，同比略有下降，主要来自铭邸世家项目结转收入；公司商贸物流业务规模仍较小，2020 年收入为 0.24 亿元。公司未来将逐步退出商贸物流板块，聚焦主业。

从毛利率来看，2020 年，公司现代金融服务板块毛利率维持高水平，为 90.41%；房地产业务毛利率为 31.84%，同比小幅增长；商贸物流板块毛利率进一步下降，对公司盈利影响不大。综上，2020 年公司综合毛利率为 65.62%，同比增加 3.36 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.04 亿元，同比大幅增长 48.66%，系 2020 年一季度公司业务受新冠疫情影响有所下降，而 2021 年在疫情影响因素减缓的同时公司现代金融服务业务收入同比增加 1.05 亿元所致。毛利率方面，2021 年一季度公司现代金融服务业毛利率有所下降，为 75.21%（上年同期为 90.36%），主要系毛利较低的小额贷款业务收入占比上升所致；地产板块毛利率 92.51%（上年同期为 71.47%，地产板块收入主要为租金收入）；综合毛利率水平为 75.46%（上年同期为 87.96%）。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代金融服务业	57616.25	59.37	76.81	85640.93	56.15	89.07	93154.00	58.43	90.41	29917.00	98.31	75.21
房地产业	29836.21	30.75	51.92	64535.94	42.31	28.75	63904.00	40.08	31.84	488.00	1.60	92.51
商贸物流业	9586.62	9.88	5.29	2353.86	1.54	5.53	2380.00	1.49	2.51	26.00	0.09	43.36
合计	**97039.07**	**100.00**	**62.09**	**152530.73**	**100.00**	**62.26**	**159438.00**	**100.00**	**65.62**	**30431.00**	**100.00**	**75.46**

资料来源：公司提供

（1）现代金融服务业

跟踪期内，公司资产管理业务保持增长态势，毛利率维持较高水平；融资租赁及小额贷款板块有所波动，面临一定回款风险。

公司现代金融服务业主要包括创业投资、资产管理、融资租赁和小额贷款四项业

务。跟踪期内，资产管理业务保持较快增长，2020年实现收入6.51亿元，同比增长15.82%，主要来自当期债务重组类业务确认的利息收入增加；融资租赁板块收入有所下降，2020年实现收入1.40亿元，主要系经营主体之一的天津津投租赁有限公司（以下简称“津投租赁”）受人员调整影响，全年开展业务规模收缩所致；小额贷款板块收入为0.41亿元，同比略有下降。2021年1－3月，公司资产管理业务较上年同期增长11.56%至1.43亿元；小额贷款业务收入同比大幅增长435.06%至0.57亿元，主要系保理业务增长所致；其他业务主要为津投期货经纪有限公司业务形成的期货业务收入，2021年1－3月同比增长264.15%至0.73亿元。

公司创投板块主要以天津科技投资集团有限公司（原科发投总公司，以下简称“科技投资公司”）为运作主体。2020年及2021年一季度，创业投资板块实现收入分别为921.77万元和36.51万元，2020年同比大幅增长主要系被投公司石化贸易收入增加所致，该公司2020年内已完成转让，故2021年一季度收入回落。截至2020年底，公司累计投资28家企业，主要涉及医疗、生物制药、工业制造、商贸、管理咨询、投资服务等行业。

表4　现代金融服务业收入构成（单位：万元、%）

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
创业投资	108.45	0.19	162.88	0.19	921.77	0.99	36.51	0.12
资产管理	28803.70	50.56	56169.99	65.59	65057.85	69.84	14338.43	47.93
融资租赁	17544.62	30.79	17462.24	20.39	14045.81	15.08	2499.75	8.36
小额贷款	5517.33	8.56	4761.49	5.56	4086.31	4.39	5710.94	19.09
其他	5642.14	9.90	7084.32	8.27	9042.56	9.71	7331.41	24.51
合计	**57616.25**	**100.00**	**85640.93**	**100.00**	**93154.29**	**100.00**	**29916.86**	**100.00**

注：本部资产业务、租金及利息收入均计入资产管理板块；其他业务主要为津投期货经纪有限公司业务收入；2018年本部处置投资性房地产收入在其他中体现；现代金融服务业其他板块的收入主要收入为期货公司业务收入
数据来源：公司提供

资产管理板块

（1）政府存量不良资产处置

资产管理板块是公司现代金融服务业务的核心组成部分，主要由公司本部资产管理部、天津和融资产管理有限公司（以下简称“和融资产”）及津融资产运营。

政府项目存量不良资产处置主要来自于津融集团成立前原天津市国际信托投资公司（以下简称“老国投”）和津投集团的相关资产管理类业务。截至2021年3月底，公司受托清理资产及利息[1]21.01亿元，待处置资产项目[2]合计5.88亿元，较2019年底减少2.25亿元，主要系2020年计提委托贷款中地贷基金和能交基金减值所致。

[1]受托清理资产和受托清理利息:人民币资产合计111860.34万元，大多数来自老国投对地方各类企业的支持，亚洲金融危机后，企业无力偿还贷款所致。主要的项目为老国投支持天津国际联合轮胎橡胶股份有限公司购买生产设备产生的外债，由于企业经营不善无力偿还该笔贷款，老国投以债转股的形式偿还了其债务；美元资产合计34105.98万元，为老国投支持天津国展中心股份有限公司发展，当年用于引进先进技术和进口设备产生的外债。后老国投以债转股的形式持有天津国展中心股权。目前，津融集团成为天津国展中心股份有限公司第二大股东；挪威克朗资产合计201.41万元，源于天津市酒精厂为扩大产能海外融资，后酒精厂无力偿还这部分外债，老国投承接了其债务持有其债权。

[2]待处置资产项目：信达资产包：系2004年6月国投公司以3000万元购买信达资产管理公司的资产包，目前盈利金额448.36万元；渤海化工股份天化债权：系原天津大沽化工股份有限公司所欠德意志银行外债。2004年2月，天津大沽化工有限公司成立，国投公司以债转股的形式持有其部分股权。目前，津融集团持有天津大沽化工股份有限公司16.99%的股权；长城资产包：该资产来源于国投公司收购长城资产管理公司的一笔总计272.6万元的债务。津融集团成立后继续持有其债权，并将进一步进行相关业务处置；贷款业务（包括：委托贷款，委托放款和长期应收款）：该部分业务均为原津投集团按照政府相关部署支持地方建设性项目和能源交通类项目所发放的贷款，审计部门根据业务性质不同进行科目的划分。

目前，受托清理资产和受托清理利息对应着公司负债中的人民银行再贷款，其清收回款是偿还再贷款的资金来源，由于受托清理资产和受托清理利息产生原因较为复杂，其每笔资产核销须经政府相关部门批准，因此公司对此类资产进行挂账处理（分别计入其他非流动资产和长期借款），待政府相关部门批准核销后进行相应地处理，短时间内大规模收回各类债务的可能性低，可能计提减值损失，形成非经常性损益。跟踪期内，相关资产、负债未发生变动，联合资信将持续关注公司历史遗留再贷款余额及对应资产的剥离情况。

表 5　截至 2021 年 3 月底公司政府项目存量未清收资产情况（单位：万元）

项目	明细	余额
受托清理资产	受托人民币资产	111860.34
	受托美元资产	34105.98
	受托挪威克朗资产	201.41
受托清理利息	人民币利息	12206.62
	美元利息	51470.54
	挪威克朗利息	269.38
待处置资产项目	信达资产包	-448.36
	渤海化工股份天化债权	2900.00
	长城资产包	272.96
	委托贷款	55881.53
	委托放款	58.02
	长期应收款	2946.00
合计		268868.76

资料来源：公司提供

（2）金融企业不良资产收购处置业务

公司主要依托地缘优势和各类资源积极开展不良资产收购处置业务。目前，金融企业不良资产收购处置业务主要由津融资产开展，津融资产于2018年6月完成增资扩股，引入战投资金24.20亿元，注册资本增加至30.00亿元，权益规模明显提升，截至目前，公司对津融资产持股比例36%。截至2020年底，津融资产总资产为673137.04万元，净资产403769.48万元。2020年，津融资产实现营业总收入61333.610万元，净利润35999.66万元。截至2021年3月底，津融资产资产总额为678998.66万元，净资产为403783.01万元；2021年1－3月，津融资产实现营业收入12757.70万元，净利润6759.56万元。

公司不良资产收购及处置模式主要包括债转股、收购债务、法律追偿、多样化出售、债权清收等。

除通过市场化的方式批量收购银行不良资产包之外，公司还收购金融企业正常债务，上游主要包括各大银行、非银金融企业资产和企业，其中非银金融企业和企业客户占比较高。公司收购债权后，对债务的利率、期限及担保措施进行重新约定，并按合同约定确认债务重组收益。目前，所有债务重组合约均包含担保措施，包括房地产、股权等的抵质押，收益率根据市场利率决定，为津融资产目前主要的业务模式。

债转股资产经营业务，即通过债转股、以股抵债、追加投资等方式获得股权资产，上游主体不仅局限于金融企业，通过改善企业经营提升资产价值，再通过资产置换、并购、重组和上市等方式退出，赚取股权溢价。

为遵循资管市场的经营规律，公司成立初期采取“指定收购与处置”的经营策略，即根据每笔资产收购处置的综合成本，评估确定持有时长，通过提前市场化寻求资产受让方，将收购资产转让至受让方后获取差额收益，主要发挥公司的持牌优势以实现公司的收益最大化，该类业务处置周期通常较快。

2020年，公司收购不良资产包43.32亿元，处置不良资产包39.82亿元，截至2020年底公司累计收购各种不良资产包约248.50亿元；公司2021年1－3月新增收购不良资产包12.59亿元，处置不良资产包13.26亿元；截至2021年3月底，剩余未处置不良资产余额60.89亿元。

融资租赁板块

公司融资租赁业务主要由津投租赁和鑫源融资租赁（天津）股份有限公司（以下简称“鑫源租赁”）经营。

跟踪期内，公司对津投租赁持股未发生变动，仍为95.18%，津投租赁业务底层资产由汽车转向机械设备。截至2021年3月底，津投

租赁在所有融资租赁项目中，涉及机械设备的项目规模占比达到95%以上。2020年，津投租赁由于人员调整未开展新业务，期间无新增投放，回收规模为1908.44万元。截至2020年底，津投租赁资产总额为16121.84万元，净资产为15369.20万元。2020年，津投租赁实现营业收入1120.08万元，净利润-2999.38万元，亏损原因主要系计提减值损失0.30亿元。

2021年一季度，津投租赁完成1笔项目投放，投放规模0.70亿元。截至2021年3月底，津投租赁总资产为24572.23万元，净资产为16550.00万元。2021年1－3月，津投租赁公司实现主营业务收入350.00万元，净利润1180.80万元，系收回减值项目0.15亿元。

表6　津投租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
汽车	190.68	189.82	73.92
机械设备	7306.76	4160.02	9204.13
船舶	55.41	0	0
合计	**7552.85**	**4349.84**	**9278.05**

注：资产余额为本金余额，不包括尚未回款的利息收入
资料来源：公司提供

公司现持有鑫源租赁股权42.5015%，截至2020年底，鑫源租赁资产总额189669.81万元，净资产为65592.70万元。2020年，鑫源租赁实现营业收入13192.81万元，净利润3345.04万元。截至2021年3月底，鑫源租赁资产总额为171142.96万元，净资产为66298.21万元，融资租赁余额14.43亿元。2021年1－3月，鑫源租赁实现营业收入2441.31万元，净利润705.51万元。公司融资租赁投放的资产余额计入长期应收款核算。

跟踪期内，鑫源租赁无新增关联方业务，聚焦固废环保领域。2020年，鑫源租赁完成投放6笔，投放规模为6.58亿元，当期回款8.63亿元；2021年1－3月，鑫源租赁无新增投放，当期回款2.63亿元。从行业分布来看，节能环保资产余额占比不断提升。

表7　鑫源租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
商业设施设备	12319.66	11313.65	9789.36
仓储物流设施设备	49399.56	43800.00	42300.00
民生领域基础设施	71351.97	47000.00	33700.00
生产加工制造设备	18871.98	18100.00	17900.00
节能环保	30172.20	47920.43	40605.37
合计	**182115.37**	**168134.08**	**144294.73**

注：资产余额为本金余额，不包括尚未回款的利息收入
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司仍主要以售后回租模式开展业务，业务模式无较大变动。2020 年和 2021 年 1－3 月，融资租赁板块收回金额分别为 8.82 亿元和 2.67 亿元；同期，融资租赁板块投放额分别为 6.58 亿元和 0.70 亿元，净投放量有所下降。融资来源方面，2020 年新增项目融资总额 3.62 亿元，主要融资来源为银行借款。截至 2021 年 3 月底，公司融资租赁板块关注类余额为 0.90 亿元，计提坏账损失 960 万元，存在一定回款风险。

表8　近年来融资租赁板块年度新增融资及成本
（单位：亿元、%）

	2019 年			2020 年		
	金额	占比	成本	金额	占比	成本
银行借款	0.54	24.64	基准利率	3.62	100.00	基准利率
股东借款	1.65	75.36	--	--	--	--
合计	**2.19**	**100.00**	--	**3.62**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

小额贷款板块

截至2021年3月底，公司旗下小贷业务共三家经营主体，分别是：天津国投滨海小额贷款有限公司（以下简称“滨海小贷”，持股比例66.67%）、天津国投融顺小额贷款有限公司（以下简称“融顺小贷”，持股比例70.00%）和天津国投君盛小额贷款有限公司（以下简称“君盛小贷”，持股比例100%），全部纳入天津津融国恒金融服务集团有限公司（以下简称“国恒金服”）合并范围。截

至2020年底，国恒金服合计资产规模9.43亿元，2020年实现营业收入4373.45万元，利润总额1800.22万元，收入及利润总额同比均有所下降，主要系2020年暂停双创贷投放，贷款余额收缩所致。

小贷板块主要业务模式有：①标准化双创贷款业务，主要面向小微企业主、个体工商户及有消费需求的个人，目前标准化双创贷款业务借款用途为经营或者消费，且均以个人名下不动产作为抵押，业务风险相对可控。②2019年以来，国恒金服积极推动业务转型，深入布局供应链金融领域，不断拓展业务渠道和资源，现阶段已成功围绕软件外包服务行业独角兽企业开展了供应链融资业务，以及围绕大型国有冷库、仓储、物流平台开展的冷链供应链融资业务。此外，以进口葵花籽油质押、冷链物流运输车抵押、核心企业应收账款质押等为主要风险缓释措施的供应链业务已经完成了行业调研、产品设计、相关流程制定等工作，将适时向市场进行推广。截至2021年3月底，小贷板块贷款余额47693.63万元，其中损失类贷款余额11602.56万元，占比为24.33%，其中以前年度传统业务导致的损失为11510.89万元，已于2015年全部计提减值，标准版双创贷款业务导致的损失为91.67万元，分别于2019年、2020年底计提；关注类贷款和次级类贷款余额分别为1307.46万元和11889.89万元，占比分别为2.74%和24.93%。截至2021年3月底，小贷板块累计逾期规模23492.45万元，累计计提坏账准备12791.55万元。

（3）房地产业务

公司目前从事的房地产业务由2家控股子公司经营，分别为天津津信房地产建设开发有限公司、天津津投金厦房地产发展股份有限公司（以下简称“金厦房地产”），其中房地产板块收入主要来自金厦房地产，同时，公司有部分自持房产进行出租。2020年，公司房地产开发投资额2.29亿元，同比有所下降；实现房屋销售面积2.17万平方米，实际销售额3.19亿元，主要为铭邸世家项目。2020年，公司无新增土地储备；截至2020年底公司土地储备规模仍为8.00万平方米。

表 9　金厦房地产经营数据（单位：万元、平方米）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
房地产开发完成投资	34723.00	22893.00	6365.00
房屋竣工面积	--	--	--
房屋销售面积	82384.00	21691.00	2690.00
土地储备建筑面积	80000.00	80000.00	80000.00
实际销售额	112283.00	31865.00	3876.00
净利润	7779.60	8077.47	35.02

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，金厦房地产在建项目“铭邸世家”主要为住宅项目，总投资预计 14.20 亿元，截至 2021 年 3 月底已投资 11.27 亿元。项目建设期 3 年半，分为 A、B、C 三区开发，已于 2018 年 4 月开工建设，2018 年 10 月开盘销售，截至 2020 年底，已经实现销售面积 14.74 万平方米，实现销售回款 20.24 亿元，剩余可售面积 2.11 万平方米，剩余可售货值 4.24 亿元。

2. 经营效率

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均变化不大，分别为 24.11 次、0.77 次和 0.08 次，公司整体经营效率一般。

3. 未来发展

未来，公司将继续坚持集团化道路，对于现有的业务板块实施集团化经营，实现总部集团为管控中心、二级集团为利润中心。公司的发展方向是成为提供整体解决方案的金融系统集成服务商，即依托天津市现有产业，以天津企业资源为标的，以资金资本化和资本证券化为目标，提供包括股权（创业）股权投资、小额贷款、融资租赁、融资担保、

资产管理、保理等业务的一站式、链条化、集成的综合金融服务方案，为客户提供综合服务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018－2020财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2020年底，公司新增子公司1家；截至2021年3月底，公司合并范围无变化，纳入合并报表范围的子公司共计20家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为203.33亿元，所有者权益合计为78.32亿元（含少数股东权益33.88亿元）。2020年，公司实现营业收入15.94亿元，利润总额3.68亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为200.11亿元，所有者权益合计为79.28亿元（含少数股东权益3429亿元）。2020年，公司实现营业收入3.04亿元，利润总额1.50亿元

2. 资产质量

跟踪期内，公司整体资产规模变动不大，资产包期限结构变动使得流动资产有所下降，可供出售金融资产中的股权为公司流动性提供一定支撑。考虑到公司历史遗留再贷款资产规模较大，存在计提资产减值的可能性，且不良资产包处置存在一定周期，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额为 203.33 亿元，较上年底增长 0.42%；流动资产占 37.19%，非流动资产占 62.81%。

截至 2020 年底，公司流动资产为 75.62 亿元，较上年底下降 10.55%。公司流动资产主要由货币资金（占 16.13%）、交易性金融资产（占 18.58%）、存货（占 8.19%）和其他流动资产（占 54.47%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 12.02 亿元，较上年底增长 22.99%，主要包括银行存款 11.23 亿元和其他货币资金 0.97 亿元。受限货币资金为 2.25 亿元。

截至 2020 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 14.05 亿元，较上年底下降 14.53%，构成主要为短期理财产品 12.02 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动资产为 41.19 亿元，较上年底下降 15.93%，主要系流动资产中的资产包随业务期限调整而减少所致。截至 2020 年底，公司其他流动资产主要为资产包（25.37 亿元）、应收货币保证金（4.71 亿元）和收益权产品（6.75 亿元）。

截至 2020 年底，公司非流动资产为 127.71 亿元，较上年底增长 8.29%，主要由可供出售金融资产（占 22.20%）、长期应收款（占 13.45%）和其他非流动资产（占 57.42%）构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产较上年底下降 12.94%至 28.36 亿元，均为可供出售权益工具。其中，按照公允价值计量的可供出售权益工具为 10.02 亿元，主要为持有天津银行股份有限公司（以下简称“天津银行”）和天津普林电路股份有限公司（以下简称“普林电路”）的股权；按照成本法计量的可供出售权益工具账面价值 18.24 亿元，主要包括对渤海证券股份有限公司（以下简称“渤海证券”）的投资 10.44 亿元。

公司长期应收款均为融资租赁款，截至 2020 年底为 17.18 亿元，较上年底下降 9.35%，主要是投放的融资租赁款到期回收所致。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产为 73.33 亿元，较上年底增长 28.07%，其中受托清理资产 14.62 亿元、受托清理利息 6.39 亿元、待处置资产项目 6.16 亿元（较上年底减

少 1.97 亿元），上述资产均为历史遗留问题，较年初无变动；此外，其他非流动资产还包括津融资产收购的不良资产包，其中资产包 40.91 亿元（较上年底增加 17.40 亿元，主要系资产包期限调整）和长期贷款 2.72 元（较上年底减少 1.86 亿元）。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 200.11 亿元，较 2020 年底变动不大；资产结构发生一定变动。其中，流动资产较上年底增长 28.17%至 96.92 亿元，非流动资产较 2020 年底下降 19.20%至 103.19 亿元，主要系资产包期限结构调整所致。截至 2021 年 3 月底，公司持有至到期投资及受托清理资产科目的增加主要系季度报表重分类所致；其他科目变动不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产包括受限货币资金 6.93 亿元（房地产监管资金和存单质押）和受限固定资产 2.43 亿元。

3. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，少数股东权益占比较高，稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 78.32 亿元，较上年底增长 0.56%。公司归属于母公司权益合计中实收资本占 65.61%、资本公积占 9.69%、盈余公积占 3.19%、未分配利润占 10.07%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 56.74%，少数股东权益占 43.26%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 79.28 亿元，其中少数股东权益 34.29 亿元，各科目较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模有所下降，以长期债务为主；考虑到债务测算中包括历史遗留的18.99亿元已暂停计息的中国人民银行再贷款，实际债务负担低于测算值。

截至 2020 年底，公司负债总额为 125.02 亿元，较上年底变动不大。其中，流动负债占 46.75%，非流动负债占 53.25%。

截至 2020 年底，公司流动负债为 58.45 亿元，较上年底下降 24.61%。截至 2020 年，公司流动负债主要由短期借款（占 7.87%）、预收款项（占 12.16%）、其他应付款（合计）（占 27.96%）和其他流动负债（占 43.83%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 4.60 亿元，较上年底下降 7.07%；包括抵押借款 2.15 亿元、保证借款 0.45 亿元和信用借款 2.00 亿元。随着房地产板块名邸世家竣工结算，公司预收款项由 2019 年底的 9.82 亿元下降至 7.11 亿元。公司其他应付款为 16.34 亿元，较上年底下降 7.11%，主要构成为往来款 15.52 亿元（含股东借款 9.15 亿元）。随着到期债务偿还，公司一年内到期的非流动负债大幅减少 16.47 亿元至 1.23 亿元。其他流动负债为 25.62 亿元，仍保持较大规模，其中应付短期债券 6.00 亿元，主要系 3.00 亿元“20 津融投资 SCP002”和 3.00 亿元“20 津融投资 SCP003”，应付代结利息 12.96 亿元，主要为历史遗留的再贷款产生的代结利息；应付货币保证金 6.55 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 66.57 亿元，较上年底增长 41.44%，主要系长期借款大幅增加所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 78.27%）和应付债券（占 18.03%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 52.10 亿元，较上年底增长 61.78%，主要来自信用借款的增长；构成主要为质押借款 5.69 亿元、新增信用借款 24.29 亿元和中国人民银行再贷款 18.99 亿元。截至 2020 年底，公司应付债券余额 12.00 亿元全部为公司发行的企业债“15 津融集团债/15 津融债”。

截至 2020 年底，公司短期债务为 20.98 亿元，较上年底下降 33.09%；长期债务为 64.10 亿元，较上年底增长 45.01%。截至 2020 年底，公司全部债务为 85.08 亿元，较上年底

增长 12.60%，短期债务占 24.66%，长期债务占 75.34%，债务结构有所优化。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.48%、52.07%和 45.01%，较上年底分别减少 0.11 个百分点、增加 2.78 个百分点和增加 8.75 个百分点。考虑到公司长期债务中存在 18.99 亿元中国人民银行再贷款已暂停计息仅做挂账处理，公司 2020 年底调整后长期债务和全部债务分别为 45.11 亿元和 66.09 亿元，调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 36.55%和 45.77%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 120.83 亿元，较 2020 年底小幅下降 3.35%。其中，其他应付款较上年底增加 5.30 亿元至 21.65 亿元，主要系科目列报产生的差异；长期借款较上年底减少 5.04 亿元至 47.06 亿元；其他科目变动不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 77.64 亿元，较上年底下降 11.18%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.38%、49.48%和 42.69%。考虑到公司长期债务中存在 18.99 亿元中国人民银行再贷款已暂停计息仅做挂账处理，截至 2021 年 3 月底，公司调整后长期债务和全部债务分别为 40.07 亿元和 58.65 亿元，调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 33.57%和 42.52%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入保持增长，营业利润率小幅提升，主业盈利能力尚可，但公司投资收益的可持续性弱，资产减值对利润形成侵蚀。总体看，非经常性损益对利润总额影响大。

跟踪期内，随着津融资产业务拓展和地产板块收入结转，公司营业收入维持增长，2020年，公司实现营业总收入15.94亿元，同比增长4.53%；实现营业成本5.48亿元，同比下降4.78%。营业利润率61.28%，同比小幅增加3.67个百分点。

2020年，公司期间费用为6.38亿元，同比增长3.40%。其中，管理费用为3.27亿元，同比增长7.83%；同期财务费用为2.91亿元，同比增长1.44%。2020年，期间费用占营业总收入的40.01%，同比变化不大，公司费用控制能力有待提升。

2020年，公司资产减值损失（因会计准则调整，含信用减值损失）2.79亿元，主要系本部计提的其他非流动资产中待处置资产项目中地贷基金和能交基金的减值。2020年，公司实现投资收益为2.25亿元，同比下降56.11%，主要包括处置可供出售金融资产取得的投资收益0.95亿元（2019年为3.11亿元），此类投资收益可持续性弱，可供出售金融资产分红取得的收益0.76亿元，此类收益存在波动。2020年，公司营业外收入为0.50亿元，主要为政府补助（企业发展基金）。

2020年，公司实现利润总额为3.68亿元，同比增长 23.09%。其中，非经常性损益（公允价值变动收益+其他收益+投资收益+营业外收入）为 3.06 亿元，占利润总额的 83.09%。

从盈利指标看，2020 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.34%和 3.28%，净资产收益率小幅增长。2020 年，公司归属于母公司的净利润-0.28 亿元，仍为负值。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 48.66%，营业利润率为 74.64%；公司期间费用同比增长 21.21%至 1.65 亿元；其他收益 0.32 亿元，营业外收入 0.63 亿元，同比均有所增加，当期实现利润总额 1.50 亿元（上年同期为 0.72 亿元）。

5. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动现金流受租赁回款周期和资产包收购及处置影响波动较大，经营性净现金流大幅下降；投资活动受短期理财购买及到期影响波动大；筹资活动现金净流出规模仍较大，筹资持续减少，考

虑到公司资产包收购存在资金需求，未来存在对外融资压力。

公司经营活动现金流受租赁回款周期和资产包收购及处置的影响较大，2020 年，公司经营活动现金流入和流出分别为 36.21 亿元和 33.88 亿元，同比分别下降 45.23%和 37.49%。公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金（20.01 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（15.73 亿元）为主；经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金（8.93 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（20.19 亿元）为主。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.33 亿元，同比大幅减少 9.59 亿元。

投资活动方面，2020年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为154.52亿元和147.86亿元，主要系进行短期理财并在当年收回投资，同比均有所增长，系短期投资操作频率提高所致；受上述科目变化影响，公司投资活动现金流入及流出规模同比均有所下降，分别为156.39亿元和147.91亿元；投资活动产生的现金流量净额为8.48亿元（2019年为1.15亿元）。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入为33.82亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出44.58亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额为-10.76亿元，筹资活动现金流呈持续净流出态势。

2021 年 1－3 月，公司经营性现金流入和净额分别为 18.06 亿元和 1.74 亿元；投资活动现金流入和流出分别为 28.99 亿元和 21.29 亿元，当期投资活动现金流量净额 7.70 亿元；公司筹资活动现金流入为 4.68 亿元，筹资活动产生的现金流净额为-8.34 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，随着债务结构调整，短期偿债指标有所提升，长期偿债能力指标一般。

考虑到公司为天津市政府旗下资产管理平台，政府支持力度强，同时公司持有一定规模的金融类资产股权，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至2020年底，公司流动比率为129.37%，较上年底增加20.45个百分点；速动比率为118.78%，较上年底减少20.21个百分点。2020年，公司经营性现金流动负债比为3.98%，同比减少11.38个百分点。截至2020年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为24.00亿元，为短期债务的1.14倍（2019年为0.82倍）。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 6.73 亿元，较上年增长 9.72%；2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.13 倍，公司全部债务/EBITDA 倍数为 12.63 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司本部及下属子公司在各银行的授信额度总计为 60.58 亿元，已使用额度 42.38 亿元，未使用额度 18.20 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保 17.00 亿元，均为对天津国康信用增进有限公司的担保，担保到期时间为 2021 年 5 月 31 日。截至本报告出具日，公司已无对外担保。

7. 母公司财务分析

母公司由于承接历史上的待处置资产等，非流动资产占比高，资产流动性偏弱；收入规模较小，主要为利息收入，非经常性损益对母公司利润总额影响大；同时承担了一定规模的有息债务，偿债对再融资依赖高。

截至2020年底，母公司资产总额较上年底变动不大，为118.92亿元，以非流动资产为主，占比为82.29%。流动资产中，货币资金为2.56亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产7.30亿元，主要是短期隔夜理财；其他应收款4.64亿元；母公司非流动资产97.68亿元，主要包括可供出售金融资产22.33亿元（主要包括渤海证券股权和天津银

行的部分股权）、长期股权投资39.78亿元和其他非流动资产31.28亿元，主要为受托清理资产、受托清理利息和待处置资产。

截至2020年底，母公司负债较年初小幅增长至76.60亿元；流动负债与非流动负债占比分别为54.83%和45.17%。其中，短期借款4.15亿元，较上年底增加2.10亿元；其他应付款为17.11亿元，其他流动负债为18.96亿元；非流动负债方面，长期借款20.57亿元，主要系中国人民银行再贷款；应付债券较上年底持平，为12.00亿元。截至2020年底，母公司债务总额为42.74亿元；母公司所有者权益为42.32亿元，较上年底小幅下降。

从盈利能力来看，2020年，母公司营业收入由2019年的0.47亿元增至0.77亿元，收入规模仍较小，主要为利息收入；期间费用包括1.22亿元管理费用和1.47亿元财务费用，财务费用较上年略有下降。同期，母公司资产减值2.20亿元（2019年为2.84亿元），其中2.00亿元其他减值损失主要系计提其他非流动资产中待处置资产项目的减值；投资收益2.95亿元，较2019年的5.38亿元有所下降，系2019年处置可供出售金融资产取得的收益较多（包括北方国际信托投资有限公司股权盈利2.40亿元）。2020年，母公司利润总额-1.42亿元（2019年为-0.19亿元），盈利能力受非经营性损益影响大，可持续性不强。

从经营活动来看，2020年，母公司经营活动现金流入和经营活动现金流出主要为收到与支付其他与经营活动有关的现金，当期分别为26.31亿元和27.26亿元，当期经营性净现金流由正转负，为-0.95亿元。从投资活动来看，母公司投资活动现金流入及流出主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金，分别为122.29亿元和116.40亿元；投资活动现金净流入5.89亿元。2020年，母公司筹资活动现金流入和流出分别主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金；筹资活动现金净流出3.66亿元。

十、存续期内债券偿还能力

公司现金类资产对一年内到期债券保障程度高，经营活动现金流入量对未来待偿还债券本金峰值保障程度高，整体来看，公司存续期内债券偿还能力强。

截至本报告出具日，公司处于存续期内的债券为“15 津融债/15 津融集团债”，债券余额 12.00 亿元，将于 1 年内到期。

截至2021年3月底，公司剔除使用受限货币资金后的现金类资产（18.42亿元）对一年内到期的债券（12.00亿元）的保障倍数为1.53倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为36.21亿元、2.33亿元和6.73亿元，是未来待偿还债券本金峰值的3.02倍、0.19倍和0.56倍。公司EBITDA对存续债券的保障能力较强。

表10　截至本报告出具日公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	0.00
未来待偿还债券本金峰值	12.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.53
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.02
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.56

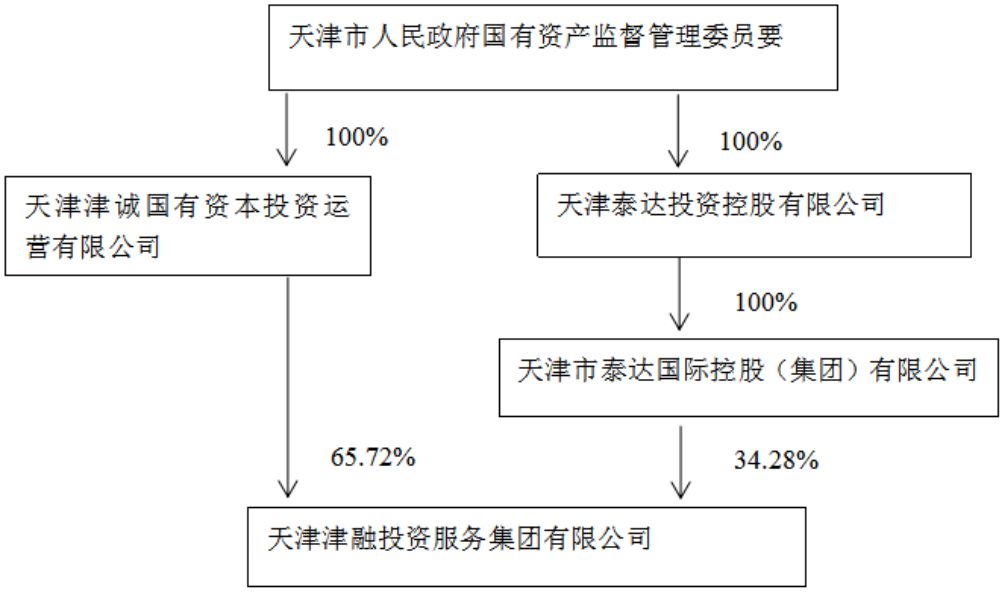
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

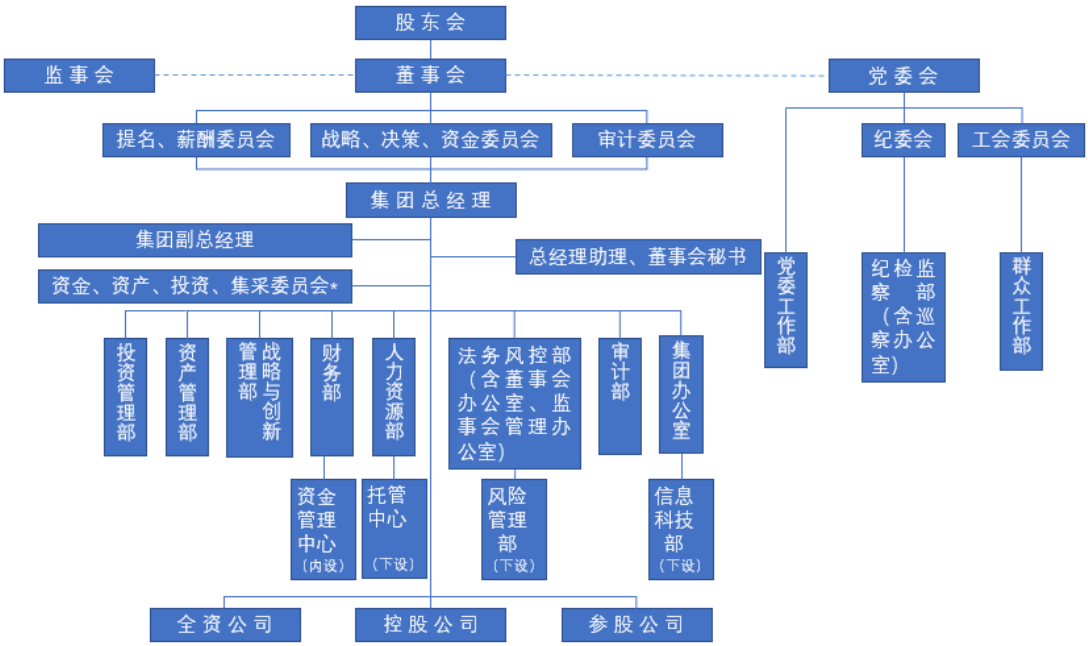
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“15 津融集团债/15 津融债”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.68	25.85	24.00	18.42
资产总额(亿元)	208.16	202.41	203.33	200.11
所有者权益(亿元)	77.34	77.73	78.32	79.28
短期债务(亿元)	12.46	31.35	20.98	18.58
长期债务(亿元)	75.56	44.21	64.10	59.06
全部债务(亿元)	88.02	75.56	85.08	77.64
营业收入(亿元)	9.70	15.25	15.94	3.04
利润总额(亿元)	2.35	2.92	3.68	1.50
EBITDA(亿元)	5.37	6.14	6.73	--
经营性净现金流(亿元)	-29.41	11.92	2.33	1.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.41	25.98	24.11	--
存货周转次数(次)	0.54	0.77	0.77	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.08	--
现金收入比(%)	353.92	217.21	125.48	173.92
营业利润率(%)	56.70	57.61	61.28	0.00
总资本收益率(%)	2.73	3.40	3.34	--
净资产收益率(%)	2.36	2.84	3.28	--
长期债务资本化比率(%)	49.42	36.22	45.01	42.69
全部债务资本化比率(%)	53.23	49.25	52.07	49.48
资产负债率(%)	62.84	61.60	61.48	60.38
流动比率(%)	141.69	108.92	129.37	163.23
速动比率(%)	128.42	98.57	118.78	151.65
经营现金流动负债比(%)	-56.89	15.36	3.98	--
现金短期债务比(倍)	1.94	0.82	1.14	0.99
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.81	2.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.39	12.31	12.63	--

注：1、2021 年一季度财务数据未经审计；2、现金类资产已剔除受限；3、公司其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标；4、公司相关债务测算包含了长期借款中已经暂停计息的中国人民银行再贷款 18.99 亿元；5、2018 年数据为 2019 年审计报告期初数。

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.97	11.45	9.86	6.80
资产总额(亿元)	117.66	119.69	118.92	113.22
所有者权益(亿元)	44.24	44.38	42.32	42.67
短期债务(亿元)	10.00	10.75	10.15	4.10
长期债务(亿元)	36.89	33.09	32.59	32.43
全部债务(亿元)	46.89	43.84	42.74	36.53
营业收入(亿元)	0.38	0.47	0.77	0.21
利润总额(亿元)	0.06	-0.19	-1.42	0.50
EBITDA(亿元)	1.86	1.54	--	--
经营性净现金流(亿元)	6.24	4.89	-0.95	1.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	*	*	*	*
存货周转次数(次)	*	*	*	*
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	94.74	97.18	31.22	20.95
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	0.76	0.79	-2.21	--
长期债务资本化比率(%)	45.46	42.72	43.50	43.18
全部债务资本化比率(%)	51.44	49.70	50.24	46.13
资产负债率(%)	62.39	62.92	64.41	62.32
流动比率(%)	47.40	52.00	50.58	54.79
速动比率(%)	47.40	52.00	50.58	54.79
经营现金流动负债比(%)	18.31	12.27	-2.27	--
现金短期债务比（倍）	0.90	1.06	0.97	1.66
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：1、2021 年一季度财务数据未经审计；2、公司其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标；3、公司相关债务测算包含了长期借款中已经暂停计息的中国人民银行再贷款 18.99 亿元；4、2018 年数据为 2019 年审计报告期初数

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。