跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1149 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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^+，评级展望为稳定，并维持“15津融集团债”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

天津津融投资服务集团有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定		
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定		

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 津融集团债	12 亿元	2015/4/23-2022/4/23	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	6.67	9.23	9.57
资产总额(亿元)	97.45	108.05	156.04
所有者权益(亿元)	41.33	43.56	50.84
长期债务(亿元)	19.58	23.73	42.39
全部债务(亿元)	29.01	30.66	71.98
营业收入(亿元)	6.87	5.64	10.01
利润总额(亿元)	1.42	1.30	1.85
EBITDA(亿元)	2.30	2.23	3.10
经营性净现金流(亿元)	-7.15	-2.22	-17.06
营业利润率(%)	35.45	41.19	30.17
净资产收益率(%)	2.22	2.03	2.65
资产负债率(%)	57.59	59.68	67.42
全部债务资本化比率(%)	41.24	41.30	58.61
流动比率(%)	93.20	99.57	51.93
全部债务/EBITDA(倍)	12.62	13.77	23.22
EBITDA 利息倍数(倍)	3.13	3.05	3.11
经营现金流动负债比(%)	-21.58	-5.98	-28.82

注：表中数据依据 2013~2015 年三年连审财务报表计算。

分析师

马 栋　杨 涵　刘嘉敏

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）

Http：　//www.lhratings.com

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”）资产和收入规模快速增长，现代金融服务业及房地产业保持了较快发展。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司利润增长较为缓慢，整体盈利能力弱化，债务负担加重，经营性净现金流持续为负等因素对公司信用水平带来的不利影响。

天津市作为中国北方金融业发达的城市之一，对金融服务需求巨大。未来，津融集团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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“15 津融集团债”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 公司作为天津市政府、市国资委重点扶持的综合性产业金融服务，公司获得天津市政府、市国资委的支持。
2. 跟踪期内，公司金融服务和房地产业发展迅速。
3. 公司经营活动现金流入量对“15 津融集团债”的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司利润增长较为缓慢，盈利能力弱化，经营性净现金流持续为负。
2. 跟踪期内，公司债务负担加重。
3. 跟踪期内，公司期间费用较高，管理效率有待提高。
4. 公司房地产业务储备项目不足，收入可持续性低。
5. 跟踪期内，公司小额贷款板块出现亏损。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津津融投资服务集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津津融投资服务集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因天津津融投资服务集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津津融投资服务集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于天津津融投资服务集团有限公司主体长期信用及“15津融集团债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、 企业基本情况

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”）成立于2013年7月，是天津市政府整合三家国有企业（天津投资集团公司（以下简称“津投集团”）、天津国际投资公司（以下简称“天津国投”或“国投公司”，成立于2002年，承接了停业清算的天津市国际信托投资公司（以下简称“老国投”）的资产和负债）、天津科技发展投资总公司（以下简称“科发投公司”）后新设合并的机构。2013年7月合并后的注册资本28.88亿元，其中天津市人民政府国有资产监督管理委员持有津融集团65.7%股权，天津市泰达国际控股（集团）有限公司持有34.3%的股权。2015年，公司实收资本增加至29.16亿元，其中天津市天津市人民政府国有资产监督管理委员会持有65.72%，天津市泰达国际控股（集团）有限公司持有34.28%。

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）

公司下设资产运营事业部、投融资部、财务资金中心、企业运营中心等职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额为 156.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益 6.69 亿元）50.84 亿元；2015 年度公司实现营业收入 10.01 亿元，利润总额 1.85 亿元。

公司注册地址：天津市和平区马场道144号；法定代表人：王卫东。

三、 宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、 行业分析

1. 行业分析

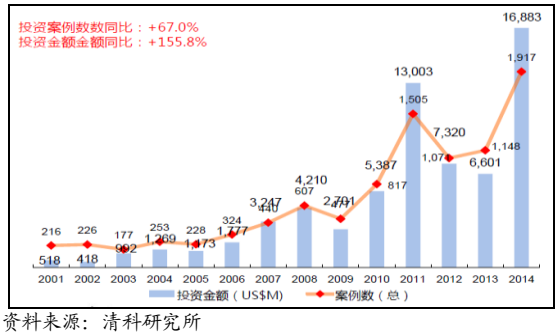
创业投资

创业投资指向处于创业期企业进行股权投资，以期在企业发育成熟或相对成熟后通过股权转让获得资本增值收益的一种以权益资本方式存在的私募股权投资形式。创业投资基金的运作包括融资、投资、管理和退出四个阶段。从募集资金来源看，民营资金、个人富裕资金、地方政府引导资金和海外资金是创业投资基金的主要融资渠道；退出方式上，IPO 仍然是创业投资基金最主要的推出方式，特别是在 2009 年创业板推出后，在创业板市场高溢价推出成为创业投资基金最青睐的退出方式。创业投资一方面具有较高的风险和不确定性，但另一方面又因其高回报性吸引了大量的资金，进而带动行业的快速发展。

2013 年，中国创业投资市场延续 2012 年以来的下滑趋势，进入深度盘整期，新募集基金数和新增资本量进一步降至 199 支和 6919.07 亿美元；全年已披露金额基金平均募集规模为 3585.01 万美元，为近 9 年最低点。一方面，宏观经济增势放缓，境外投资者对中国大陆地区投资萎缩严重；另一方面，银监会年初会议强调防范和化解金融风险，并叫停银行代销私募股权（PE）理财产品，使创业投资市场募集渠道受到一定相应；同时，境内 IPO 全年紧闭，退出受阻，抑制了部分投资基金的资金周转，进而对新基金投资放缓。2014 年共完成募资 258 支基金，同比增长 29.6%；而披露募资金额的 253 支基金共募集到位 190.22 亿美元，大幅超过 2013 年同期的 69.19 亿美元，同比涨幅高达 174.9%；单支基金平均募集规模达到 7488.89 万美元。

从投资市场情况上来看，2014 年，中国创投市场共发生投资案例 1917 起，涉及金额 168.83 亿美元。投资案例数同比增长 67.0%，涉及投资金额同比增长 155.8%，活跃度与规模双双达到历年投资峰值。

图 1　创投市场投资情况



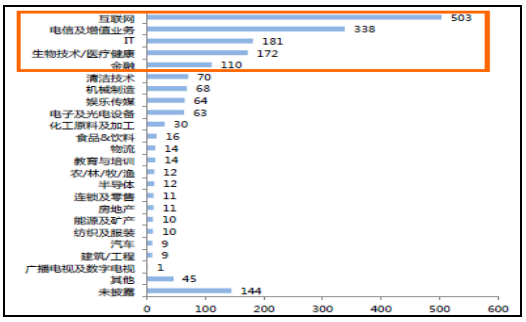
资料来源：清科研究所

从基金募集币种来看，2014 年，人民币基金募集数量依然保持领先地位，期间共有 228 支新募集完成的基金，募资总额为 108.43 亿美元；外币基金方面，2014 年新募集完成的外币基金仅为 30 支，募资总额 81.79 亿美元，平均规模高达 2.73 亿美元。

从行业布局看，2014 年中国创投市场分布于 24 个一级行业，其中互联网、电信及增值业务、IT 行业获得投资案例数最多，分别为 503 起、338 起和 181 起。投资金额方面互联网、生电信及增值业务和半导体分别为 35.96、28.52 和 15.56 亿美元，位居前三位。

图 2　2014 年中国创投市场行业分布

（单位：起）



资料来源：清科研究所

从退出情况来看，2014 年中外创投共发生 444 笔退出交易，同比上升 93.04%。从退出方式上来看，2013 年共发生 111 笔并购退出；IPO 退出有 172 笔，占比 38.74%。2014 年境内 IPO 开闸，打破了 2013 年 A 股的沉寂，IPO 仍然是 VC 推出的主要渠道，中国 2009 年创业板出后，境内创投机构数量在近几年疯长，争相寻求 IPO 退出热潮涌动，并购退出基本处于被冷落的状态。伴随着 2013 年境内 IPO 关闭一年，境内机构对并购这一退出方式更加重视，并且一些机构正在积极筹备并购基金，因此长远看并购在退出市场的地位将会有所提升。

小额贷款

根据中国人民银行发布的《小额贷款公司数据统计报告》显示，截至2014底，全国共有小额贷款公司8791家，较2013年底增长12.14%，贷款余额9420亿元，较2013年底增长15.00%，2014年新增人民币贷款1228亿元。

天津市目前已开业的140多家小贷公司的资产和经营情况良莠不齐，行业规范和制度管理力度也大相径庭，市场秩序较为混乱，监管难度不断上升。一方面，绝大部分小额贷款公司存在资金瓶颈，仅能利用有限自有资金滚动发展，不能够从银行等金融机构取得借款。另一方面，小贷行业监管机构一直希望行业内具有竞争优势的小贷公司能主动发起整合，以规范小贷市场的竞争秩序。

融资租赁

根据《融资租赁蓝皮书：中国融资租赁业发展报告(2014～2015)》，截至2014年底，融资租赁企业总数超过2000家，增长速度为100%。融资租赁合同余额超过3万亿人民币，增长速度超过50%。

近年来，天津、上海、深圳等城市出台了一系列鼓励租赁行业发展的优惠政策，在中国金融业改革不断深化的背景下，中国融资租赁业进入了蓬勃发展的新时期，企业数量和资产规模大幅增加，租赁业务范围逐步扩大，经营管理和风险控制能力得到提升。

与此同时，中国融资租赁行业与商业银行、信托、保险等传统金融行业仍有较大差距。我国融资租赁市场渗透率仍远远低于欧美发达国家15%～30%的水平，这反映了融资租赁这一金融工具服务实体经济服务能力有待于进一步提高。当前中国融资租赁业发展过程中，存在租赁企业融资渠道单一、缺乏完整产业链、监管制度不健全、专业人才匮乏、缺乏配套政策支持等诸多问题。

未来，中国产业结构转型升级将逐步释放融资租赁需求；金融改革的深化有利于融资租赁企业拓宽融资渠道；城镇化和工业化发展将为融资租赁提供了广阔发展空间。

2. 区域经济环境

根据《2015 年天津市国民经济和社会发

展统计公报》，初步核算 2015 年天津市实现地区生产总值 16538.19 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.3%。分三次产业看，第一产业增加值 210.51 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 7723.60 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 8604.08 亿元，增长 9.6%。三次产业结构为 1.3:46.7:52.0，服务业增加值比重首次超过 50%

全年一般公共预算收入 2666.99 亿元，增长 11.6%。其中，税收收入 1577.94 亿元，增长 6.1%，占一般公共预算收入的 59.2%。从税源看，服务业税收 1039.28 亿元，占全市税收的 65.9%。从税种看，增值税 252.02 亿元，下降 0.3%；营业税 501.41 亿元，增长 4.8%；企业所得税 259.89 亿元，增长 10.7%。

全年全社会固定资产投资13065.86亿元，增长12.1%。其中，城镇投资12352.23亿元，增长12.4%；农村投资713.64亿元，增长6.9%。在城镇投资中，第一产业投资94.91亿元，增长25.7%；第二产业投资5093.47亿元，增长5.1%；第三产业投资7163.85亿元，增长18.1%，比重达到58.0%。实体投资7846.45亿元，增长10.6%，占城镇投资的63.5%；其中，战略性新兴产业投资365.25亿元，增长15.3%，主要投向新能源、新材料、新一代信息技术、高端装备制造等领域，分别增长25.5%、48.1%、1.1倍和1.6倍。

总体看，跟踪期内，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。

五、 基础素质分析

1. 产权状况

津融集团现由2家股东持股，天津市国资委持有津融集团65.72%股权，天津市泰达国际控股（集团）有限公司持有34.28%的股权。公司实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模及优势

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，以商贸物流、创业投资、小额贷款、融资租赁、房地产业为主体的多元化集团公司。

天津市政府重视公司发展，在天津市国资委范围内，实现公司在各个行业产业服务功能，打造多门类、多领域的新型综合性集团。公司所在的和平区政府给与公司多项税收优惠政策，包括所得税地方返还部分的40%优惠等等。

六、 管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员有所变动，原副总经理王家瑞于 2016 年 5 月退休。

七、 经营分析

1.经营概况

公司营业收入主要来源于现代金融服务业、房地产业和商贸物流业。

收入方面，2015年公司实现营业收入10.01亿元，同比增长77.33%，主要由于房地产及现代金融服务业收入大幅增长所致。分板块看，2015年现代金融服务业实现收入3.37亿元，同比增长82.33%，主要由于鑫源融资租赁纳入合并范围，使得营业收入增长较大所导致；房地产业收入4.97亿元，同比增长321.85%，主要由于2015年公司下属房地产公司楼盘办理竣工手续，当年结转确认了以前年度及本年度的销售收入，造成2015年房地产收入突增；跟踪期内，随着公司商贸物流板块的逐步优化调整，商贸物流营业收入有所下降，金盈国际贸易有限公司进入低效企业转型重组阶段，并于2014年10月正式停止经营煤炭贸易，导致2015年商贸物流业收入同比下滑30.78%。

从毛利率变动情况看，2015年，公司综合毛利率为37.59%，同比下降8.11个百分点，其

中现代金融服务业下降17.95个百分点，房地产业下降53.45个百分点，商贸物流业上升20.90个百分点。

总体看，跟踪期内公司营业收入大幅增长，但毛利率有所下滑。

表1 近年来公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	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	14566.70	21.20	97.44	18460.98	32.71	96.03	33660.57	33.63	78.08
房地产业	17328.31	25.22	37.62	11785.45	20.88	69.07	49717.11	49.67	15.62
商贸物流业	33325.30	48.50	14.74	20834.92	36.91	-7.80	14422.90	14.41	13.10
生产制造及其他	3491.52	5.08	33.03	5361.27	9.50	28.97	2290.34	2.29	73.63
合计	**68711.83**	**100.00**	**38.97**	**56442.63**	**100.00**	**45.70**	**100090.92**	**100.00**	**37.59**

资料来源：公司提供

2. 现代金融服务业

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，公司资产管理、融资租赁业务收入大幅增长，创业投资和小额贷款业务收入明显下降。

表 2 金融服务业收入构成（单位：万元）

	2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
创业投资	5498.50	29.78%	684.11	2.03%
资产管理	1941.19	10.52%	10823.83	32.16%
融资租赁	2332.30	12.63%	13852.77	41.15%
小额贷款	8689.00	47.07%	5847.54	17.37%
其他	0.00	0.00%	2452.32	7.29%
合计	**18460.98**	**100.00%**	**33660.57**	**100.00%**

数据来源：公司提供

创业投资板块

公司创投板块主要以天津科技投资集团有限公司（原科发投公司)为运作主体。天津科技投资集团有限公司是经天津市政府批准成立的全市首家创业投资公司，旨在服务中小型科技企业、推动天津市高新技术产业化发展，2006年成为第一批在天津市发改委备案的创投机构。

截至2016年3月末，津融集团创投板块的总投资收益率约为20%。随着国家宏观政策对于创投小微科技企业的支持，津融集团的投资收益率将实现稳定增长。创投业务开展以来，累计投资额超5亿元。截至2016年3月底，公司创投板块有8家控股公司，12家参股公司。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。

资产管理板块

资产管理是津融集团产业金融服务业务板块的核心组成部分。2014年7月15日，天津市政府印发《关于同意津融集团开展金融企业不良资产批量收购处置业务的批复》（津政函〔2014〕56号）授权公司作为天津地区唯一一家批量收购处置金融企业不良资产的地方资产公司，被授权参与天津市金融企业不良资产的收购处置业务。天津成为继江苏、浙江、安徽、广东和上海第六个设置地方金融资产管理公司的城市，津融集团也成为全国第六家，也是天津市唯一一家家地方资产管理公司。该部分业务主要由集团本部资产运营事业部门管理运营，负责不良资产批量收购、管理、处置的运作事宜。

公司资产管理板块主要是以债转股、收购债务、法律追偿、多样化出售、债权清收等业务模式开展。根据公司不良资产的受让来源，

主要分为牌照取得前的来自于政府项目的存量不良资产处置，和牌照取得后的来自于金融企业的不良资产处置业务。

截至2016年3月底，公司受托清理人民币资产及利息11.99亿元，大部分来源于天津国际投资有限公司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；受托清理美元资产及利息8.56亿元，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；受托清理挪威克朗资产及利息470.79万元，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。

截至2016年3月底，公司待处置资产8.46亿元，其中信达资产包：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，目前已实现盈利367.36万元；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，津融集团将进一步对此部分业务进行处置；海珠大楼：1998年6月，广州国投进入债务重组。该资产系津融集团通过诉讼追偿的方式追缴的其对广州国投的债权，通过法院判决以天津海珠大楼冲抵原债务；渤海银行股权投资集合信托：2005年9月，天津信托发行“渤海银行股权投资集合资金信托计划”，募集资金5亿元，用于“与其它有资质的投资者共同发起设立渤海银行”，期限长达20年。国投公司为该计划参与者之一，投资2585.07万元。目前天津信托作为渤海银行的第六大股东，持股比例为10%，投资金额为8.5亿。公司通过天津信托此资产计划间接持股渤海银行，目前渤海银行盈利情况良好，该部分资产安全性较高。

表 3　截至 2016 年 3 月底公司未清收资产情况（万元）

项目	明细	余额
受托清理资产	受托人民币资产	107666.62
	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	-367.36
	渤海化工股份天化债权	2900.00
	长城资产包	272.96
	委托贷款	75881.53
	代垫资产费用—海珠大楼	367.50
	渤海银行股权投资集合信托	2585.07
	委托放款	58.02
	长期应收款	2946.00

数据来源：公司提供

融资租赁板块

公司融资租赁业务主要由天津津投租赁有限公司和鑫源融资租赁（天津）股份有限公司经营。其中，天津津投租赁有限公司是经国家商务部批准的全国首批内资企业开展融资租赁业务的九家试点单位之一。鑫源融资租赁（天津）股份有限公司是由国家商务部批准的天津

市国资委旗下注册资金最大的融资租赁公司。

目前，公司主要以售后回租（以下简称“回租”）模式开展业务。售后回租是指物件的实际所有权人（承租企业）将物件通过购买合同售让给租赁公司，然后与租赁公司签订融资租赁合同，按约定的条件，以按期交付租金的方式使用该物件，直到还完租金重新取得该物件的所有权。2015年，公司融资租赁投放额22.03亿元，较上年同期（2014年投放额为2.87亿元）大幅增长。

融资来源方面，公司融资租赁业务融资来源主要包括银行借款、关联公司借款及股东投资。2015年公司新增项目融资总额220840万元，其中银行借款占融资总额的65.43%，为主要融资方式。

表 4　近年来融资租赁板块融资来源及成本（万元）

	2014 年		2015 年	
	金额	成本	金额	成本
银行借款	25000	6.3%~8%	144500	基准或上浮 5%
关联公司借款	0	--	28000	基准或上浮 5%
股东投资	3670	8.25%~13%	48340	8%
合计	**28670**	--	**220840**	--

数据来源：公司提供

2015年，津投租赁公司实现主营业务收入3511万元，实现净利润394万元。津投租赁公司的租赁业务主要集中在基础设施、汽车和企业设备板块。在所有融资租赁项目中，涉及国有企业设备、基础设施、汽车等标的项目规模占比达到90%以上。

表5 津投租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
基础设施/道路桥梁/轨道交通	30000	25000	26809.33
汽车	--	1600	2682.30
机械设备	--	2070	--
合计	**30000**	**28670**	**29491.63**

资料来源：公司提供

鑫源租赁公司成立于2014年12月，成立时间较短但业务发展较快。2015年，实现营业收入共计10339.75万元，实现净利润3838.66万元。鑫源租赁公司借助股东方优势围绕道路桥梁、轨道交通、商业物业等开展业务。2015年，融资租赁资产中基础设施、厂房、轨道交通等余额占比92.10%，其余集中在商业物业，占比7.90%。

小额贷款板块

公司旗下的小贷业务板块共包括四家小额贷款公司，分别是：天津国投滨海小额贷款有限公司、天津国投科技小额贷款有限公司、天津国投融顺小额贷款有限公司和天津国投君盛小额贷款有限公司。公司四家小贷公司业务模式相近，根据客户群体划分贷款种类，主要面向科技型中小企业、小微民营企业、个体工商户、农户、创业人群等发放贷款。

截至2015年底，四家控股小额贷款公司合计资产规模4.93亿元，2015年实现营业收入5847.54万元，利润总额-17586.42万元，净利润-13150.66万元。四家控股小额贷款公司净利润累计为负主要是由于2015年计提了2.29亿元的资产减值损失。

表 6　津融集团控股小额贷款公司 2015 年度主要经营指标（单位：万元）

	滨海小贷	科技小贷	融顺小贷	君盛小贷	合计
资产总额	8211.25	20087.72	8314.56	12707.79	**49321.31**
负债总额	174.87	256.92	203.07	226.41	**861.26**
净资产	8036.38	19830.80	8111.49	12481.38	**39978.16**
营业收入	735.59	2547.96	856.69	1707.30	**5847.54**
利润总额	-3289.10	-4633.32	-4584.65	-5079.36	**-17586.42**
净利润	-2467.02	-3475.42	-3398.11	-3810.11	**-13150.66**

资料来源：公司提供

3. 房地产业

公司房地产业务主要由控股子公司经营，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及天津

金厦投资有限公司。公司房地产板块的主要收入来自天津市津投金厦房地产股份发展有限公司（下称“金厦房地产”）。

跟踪期内，金厦房地产的房屋销售面积和平均销售价格均有较大波动，净利润呈下降趋势。

表 7　金厦房地产经营数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
房地产开发完成投资（万元）	13264	9494	26135
房屋竣工面积（平方米）	-	-	70007
房屋销售面积（平方米）	3927	38051	27258
土地储备情况（平方米）	40466	-	98665
实际销售额（万元）	21771	35558	23343
净利润（万元）	1985	2577	1008

注：实际销售额包括今年销售收入加上结转以前年度的收入
资料来源：公司提供

在建项目方面，公司主要在建项目为提香轩一期，截至2015底已投资3.96亿元，未来投资支出规模小；拟建项目为提香轩二期，计划总投资2.00亿元，项目类型为住宅。

表 8　公司房地产主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类别	项目位置	项目建设期	总投资金额	截至 2015 年底已投金额	未来三年投资支出	项目进度	资金来源	批文情况
提香轩一期	住宅	宝坻区广阳路北侧、津围公路西侧	3 年	41500	39608	1892	竣工	贷款自筹	津宝审批函【2015】10 号

资料来源：公司提供

表 9　公司拟建项目情况

项目名称	项目类别	项目位置	批文情况(或批文号)	计划建筑总面积（万平）	地价款(万元)	已支付金额（万元）	项目开发期	计划总投资（万元）
提香轩二期	住宅	宝坻区渔阳路南侧、钰华街西侧	津宝审批许可【2015】69 号	30151	5340	5340	2 年	20000

资料来源：公司提供

4. 商贸物流

公司商贸物流核心业务主要由天津市和融久盛机电设备有限公司、天津市科学器材公司和天津市轻化实业进出口公司等公司经营，目前公司主要经营国内贸易。天津市和融久盛机电设备有限公司主要从事机电设备安装，家用电器、机械电子设备、金属制品批发兼零售等；天津市科学器材公司主要从事各类仪器的贸易；轻化实业公司主要从事设备、轻化产品的贸易等。2015年天津市和融久盛机电设备工程有限公司经营的空调、机电设备在商贸物流板块营业收入中占比最大。

跟踪期内，受到全球经济低迷的影响，机电设备、轻化产品的交易量和价格持续下降，给津融集团的贸易物流板块带来了显著的负面影响。2015年，公司商贸物流业务实现收入1.44亿元，同比下降30.78%。

表 10　公司贸易板块主营产品经营情况

主营产品	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	11333.80	21.86%	7380.00	1.50%	2095.00	6.78%

各类器材	2968.67	12.52%	2749.00	11.38%	2380.00	2.60%
仪器设备	483.39	22.35%	410.00	15.36%	105.00	18.00%
技术设备	733.36	61.11%	1611.00	17.94%	721.00	7.60%
空调、小家电	5424.00	18.40%	7961.00	9.88%	9121.90	4.30%

资料来源：公司提供

5. 未来发展

未来，津融集团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，使得总部集团成为管控中心、二级集团成为利润中心。

在建项目方面，公司在建项目主要为网络工程等四个项目，在建项目普遍较小，未来投资规模不大。

表 11 公司在建工程情况（单位：万元）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
网络工程	104.06	104.06	104.06
志泽园工程	342.20	864.11	888.68
房产	133.92	133.92	187.99
红日南路仓库改造工程	701.12	1022.24	0
合计	**1281.30**	**2124.33**	**1180.73**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的2013～2015年三年连审合并报表已经中审华寅五洲会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，2015 年公司新纳入合并范围主题 1 家：鑫源融资租赁（天津）股份有限公司。鑫源租赁公司 2015 年收入规模大，合并范围变化对公司财务数据可比性有影响。

1. 盈利能力

公司2015年实现营业收入10.01元，较上年大幅增长77.33%，主要由于房地产及现代金融服务业收入大幅增长所致。

2015年，公司期间费用3.58亿元，同比增长17.30%。2015年，公司期间费用率为35.79%，较上年同期下降18.32个百分点。2015年公司管理费用2.33亿元，占期间费用的65.09%。公司期间费用高，管理费用占比大，管理效率有待提高。

2015年，公司资产减值损失2.29亿元，较上年大幅增长，主要由于计提其他减值损失2.26亿元。

2015年，公司实现投资收益4.43亿元，其中处置可供出售金融资产取得的投资收益2.83亿元，持有至到期投资在持有期间的投资收益0.94亿元。

2015年，公司实现营业利润1.69亿元，同期实现利润总额为1.85亿元，营业利润和利润总额均较2014年小幅上涨。

从盈利指标来看，2015年公司营业利润率为30.17%，较上年下降11.02个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为1.91%和2.65%，总资本收益率较上年同期下降0.26个百分点，净资产收益率较上年上升0.62个百分点。

总体看，跟踪期内公司营业收入大幅增长，利润规模增长幅度明显小于收入，整体盈利能力有待提高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为9.35亿元，较上年同期增长16.78%；收到其他与经营活动有关的现金42.46亿元，同比增长97.42%。公司购买商品、接受劳务支付的现金22.84亿元，同比增长197.26%；支付其他与经营活动有关的现金42.62亿元，大幅增长105.69%；公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要是与关联企业往来款项、集团下属四家小贷公司的贷款业

务、资产管理板块的不良资产清收业务以及政府主管部门拨付的各项补贴款等组成。同期公司实现经营活动产生的现金流量净额-17.06亿元，净流出规模较上年大幅增长。2015年公司现金收入比为93.42%，较2014年下降48.44个百分点。

投资活动方面，2015年投资活动现金流入25.14亿元，同比增长20.24%；同期投资活动现金流出53.95亿元，同比增长167.46%，主要系投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金大幅增长所致。2015年投资活动产生的现金流量净额为-28.80亿元，同比大幅下降。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入量和流出量分别为63.24亿元和16.13亿元，其中取得借款收到的现金51.05亿元，偿还债务支付的现金14.93亿元，公司筹资活动现金流量净额47.11亿元，同比大幅增长。

总体看，公司经营活动净现金流明显恶化，投资活动净流出快速增长，公司对外部融资依赖度提高。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至2015年底，公司资产总额156.04亿元，其中流动资产30.75亿元，占比19.70%；非流动资产125.29亿元，占比80.30%。

截至2015年底，公司流动资产30.75亿元，同比下降16.69%。流动资产以货币资金（占25.78%）、其他应收款（占29.03%）、其他流动资产（占13.18%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 7.93 亿元，其中使用受限的银行保函保证金 4.43 万元、银行承兑汇票保证金 138.71 万元。

截至2015年底，公司应收账款账面余额2.61亿元，计提坏账准备0.02亿元，其中2.58亿元按按账龄组合计提坏账准备的应收账款，0.03亿元单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款。按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，账龄1年以内占58.05%、1~2年占13.84%、2~3年占7.40%、3年以上占20.71%。从集中度看，公司应收账款前五名占应收账款总额的33.73%，集中度较高。总体看，公司应收账款增长快，坏账准备计提比例低。

截至2015年底，公司其他应收款为8.93亿元，同比下降5.26%，主要为资金拆借、往来款及保证金。从集中度看，公司其他应收账款前五名占其他应收款总额的73.08%，集中度较高，其中天津钧鹏房地产开发有限公司资金拆借3.67亿元，宝坻新城房屋建设办公室资金往来款2.00亿元，天津土地交易中心保证金1.15亿元。公司其他应收账款采用单项和账龄组合两种方式计提坏账准备，截至2015年底，公司已计提坏账准备0.16亿元，计提不够充分。

截至2015年底，公司存货账面价值2.26亿元，同比下降58.01%。存货中库存商品占65.34%，自制半成品及在产品占27.78%。截至2015年底，公司计提存货跌价准备65.42万元，计提比例很低。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动资产2.12亿元，同比大幅增长主要由于一年内到期的持有至到期投资规模大幅增长所致。

截至2015年底，公司其他流动资产账面价值4.05亿元，同比下降56.01%，主要由于委托贷款规模大幅下降2亿元同时计提贷款损失准备2.30亿元所致。截至2015年底，公司其他流动资产原值6.35亿元，其中短期贷款4.16亿元，委托贷款0.90亿元，应收货币保证金0.80亿元。

截至2015年底，公司非流动资产合计125.29亿元，以可供出售金融资产（占比30.18%）、持有至到期投资（占比11.59%）、长期应收款（占比14.56%）和其他非流动资产（占比37.22%）为主。

截至2015年底，公司可供出售金融资产37.81亿元，全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的权益工具14.76亿元（成本4.59亿元），按成本法计量的权益工具23.14亿元。

截至2015年底，公司持有至到期投资14.52亿元，全部为公司持有的信托产品。

截至2015年底，公司长期应收款18.24亿元，全部为应收融资租赁款，同比大幅增长主要由于融资租赁业务增长所致。

截至2015年底，公司其他非流动资产46.63亿元，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8.46亿元、长期应收款-不良资产16.80亿元。

跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产为主，整体资产质量尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益50.84亿元，较上年底增长16.70%。其中实收资本占57.35%、资本公积占6.26%、盈余公积占4.75%、未分配利润占3.01%、其他综合收益占15.41%，少数股东权益占13.16%。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2015年底，公司负债总额为105.20亿元，其中，流动负债占56.28%，非流动负债占43.72%。负债总额同比增长63.13%，主要系短期借款、应付债券及长期借款增长所致。

截至2015年底，公司短期借款28.66亿元，同比增长326.16%，其中信用借款26.20亿元，保证借款2.00亿元，抵押借款0.46亿元；

截至2015年底，公司其他应付款11.67亿元，同比增长22.48%。从账龄看，1年以内占42.53%、1~2年占20.96%、2~3年占4.45%、3年以上占32.06%。

截至2015年底，公司应付债券12.00亿元，为15年发行的15津融集团债；长期借款30.39亿元，其中中国人民银行再贷款18.99亿元、保证借款11.15亿元。

截至2015年底，公司全部债务71.98亿元，同比增长134.80%，其中长期债务42.39亿元，同比增长78.65%，短期债务29.59亿元，同比增长327.13%。截至2015年底，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67.42%、58.61%和45.47%，同比分别上升7.74、17.30和10.21个百分点。

总体看，跟踪期内公司长期债务增长快，债务负担加重。

4．偿债能力

从短期偿债指标看，2015年底公司流动比率和速动比率分别为51.93%和48.10%，与2014年底相比，分别下降47.64和36.92个百分点。经营现金流动负债比由上年的-5.98%下降至-28.82%。总体看，公司短期偿债能力明显下降。

从长期偿债指标看，2015年，公司EBITDA为3.10亿元，同比增长39.23%；EBITDA利息倍数由上年的3.05倍上升至3.11倍，全部债务/EBITDA倍数由上年的13.77倍上升至23.22倍。跟踪期内，公司长期偿债能力有所改善。

目前，公司存续期债券为“15津融集团债”（以下简称“存续期债券”），额度为12亿元；2015年公司经营活动产生的现金流入量51.82亿元，是存续期债券的4.32倍，覆盖程度较好；经营活动产生的现金流量净额为-17.06亿元，对存续期债券不具备保障能力。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

截至2016年3月底，公司二级子公司对外提供借款担保187万元，被担保方为天津市科技进出口公司。

截至2016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58.50亿元，已使用额度43.39亿元，未使用额度15.11亿元。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G10120101041428103），截至2016年6月20日，公司本部无未结清和已结清不良信贷记录，公司整体过往债务履约情况良好。

6．抗风险能力

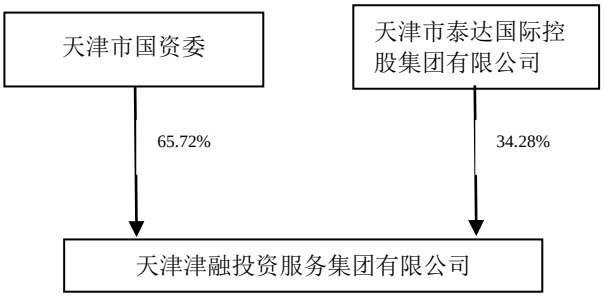
公司作为天津市政府、市国资委重点扶持的综合性金融服务公司，在行业前景、经营规

模和政府支持等方面有明显优势。联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

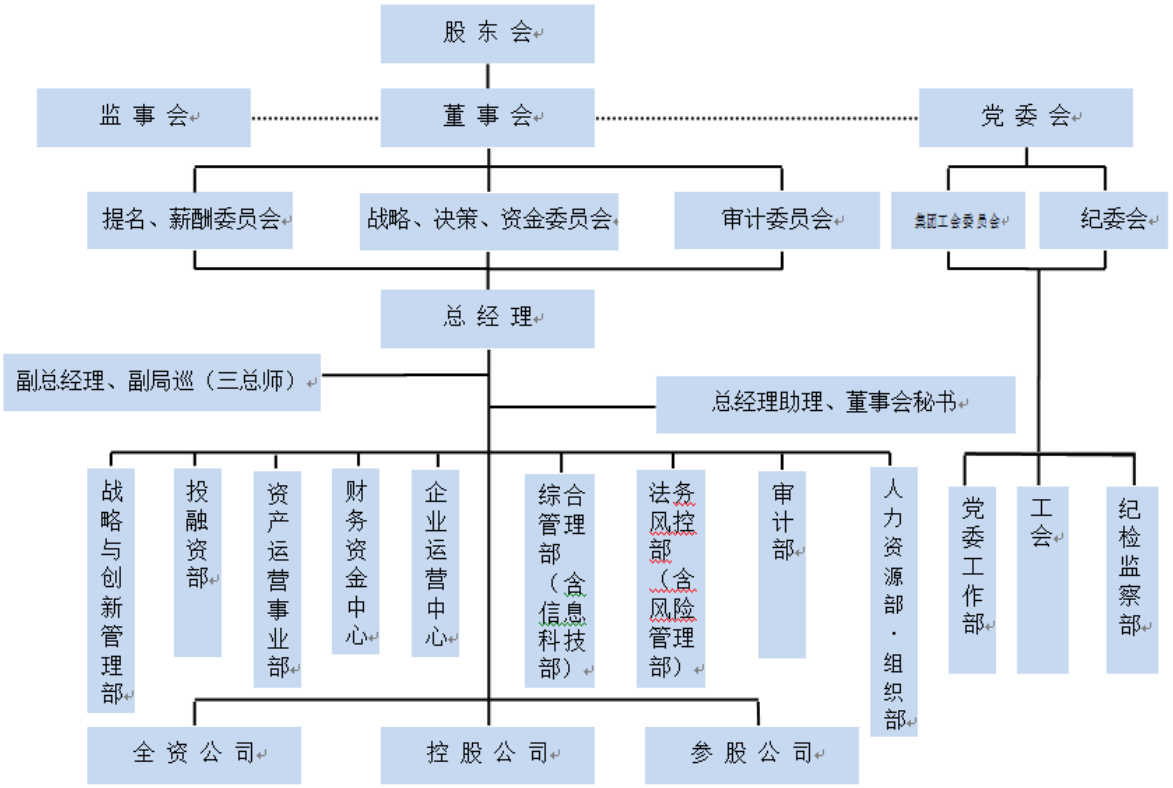
九、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“15津融集团债”AA^+的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.67	9.23	9.57
资产总额(亿元)	97.45	108.05	156.04
所有者权益(亿元)	41.33	43.56	50.84
短期债务(亿元)	9.43	6.93	29.59
长期债务(亿元)	19.58	23.73	42.39
全部债务(亿元)	29.01	30.66	71.98
营业收入(亿元)	6.87	5.64	10.01
利润总额(亿元)	1.42	1.30	1.85
EBITDA(亿元)	2.30	2.23	3.10
经营性净现金流(亿元)	-7.15	-2.22	-17.06
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.44	3.08	4.64
存货周转次数(次)	1.02	0.66	1.63
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.08
现金收入比(%)	124.72	141.87	93.42
营业利润率(%)	35.45	41.19	30.17
总资本收益率(%)	2.35	2.17	1.91
净资产收益率(%)	2.22	2.03	2.65
长期债务资本化比率(%)	32.15	35.26	45.47
全部债务资本化比率(%)	41.24	41.30	58.61
资产负债率(%)	57.59	59.68	67.42
流动比率(%)	93.20	99.57	51.93
速动比率(%)	81.58	85.03	48.10
经营现金流动负债比(%)	-21.58	-5.98	-28.82
EBITDA 利息倍数(倍)	3.13	3.05	3.11
全部债务/EBITDA(倍)	12.62	13.77	23.22

注：表中数据依据 2013~2015 年三年连审财务报表计算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。