# 信用等级公告

联合〔2020〕1717号

联合资信评估有限公司通过对天津津融投资服务集团有限公司主体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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 天津津融投资服务集团有限公司2020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 | 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：2020年6月24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 | 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 | 2 |
| | | 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。随着子公司天津津融资产管理有限公司（以下简称“津融资产”）增资扩股的完成，公司现代金融服务板块业务规模快速拓展，主业进一步聚焦，盈利能力保持稳定。同时，联合资信评估有限公司（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。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

未来，津融集团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，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+，“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. **津融资产拥有天津市金融企业不良资产收购处置牌照，跟踪期内业务规模快速拓展。**2019年，随着津融资产资本金规模的提升，资产管理业务快速拓展，带动现代金融服务业务规模同比提升明显，主业进一步聚焦。
3. **跟踪期内，公司债务规模进一步下降。**截至2019年底，公司债务规模较上年底减少12.46亿元，考虑到债务测算中包括历史遗留的18.99亿元已暂

分析师：刘嘉敏　闫　旭
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

停计息的中国人民银行再贷款，实际债务负担低于测算值。

4. **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 2019 年底，公司可供出售金融资产 32.50 亿元，均为可供出售权益工具，其中按照公允价值变动法计量的可供出售权益工具 13.45 亿元，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。**公司融资租赁和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。
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，利润对非经常性损益依赖明显；同时承担了一定规模的有息债务，对再融资有一定依赖。
4. **非经常性损益对利润总额影响大，投资收益可持续性弱。**2019 年，公司计提资产减值损失规模较大，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 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元) | 24.89 | 24.68 | 25.70 | 31.90 |
| 资产总额(亿元) | 189.2 | 208.16 | 202.41 | 199.49 |
| 所有者权益(亿元) | 54.52 | 77.34 | 77.73 | 77.32 |
| 短期债务(亿元) | 19.30 | 12.46 | 31.35 | 13.20 |
| 长期债务(亿元) | 68.67 | 75.56 | 44.21 | 63.18 |
| 全部债务(亿元) | 87.97 | 88.02 | 75.56 | 76.38 |
| 营业收入(亿元) | 7.90 | 9.70 | 15.25 | 2.05 |
| 利润总额(亿元) | 2.16 | 2.35 | 2.92 | 0.72 |
| EBITDA(亿元) | 4.27 | 5.37 | 6.14 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -11.62 | -29.41 | 11.92 | -2.60 |
| 营业利润率(%) | 56.08 | 56.70 | 57.61 | 87.31 |
| 净资产收益率(%) | 3.26 | 2.36 | 2.85 | -- |
| 资产负债率(%) | 71.19 | 62.84 | 61.60 | 61.24 |
| 全部债务资本化比率(%) | 61.74 | 53.23 | 49.29 | 49.69 |
| 流动比率(%) | 78.08 | 141.92 | 108.92 | 144.16 |
| 经营现金流动负债比(%) | -18.88 | -56.89 | 15.36 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 20.61 | 16.39 | 12.31 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.95 | 1.78 | 1.81 | -- |
| 公司本部（母公司） | | | | |
| 项　目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 资产总额(亿元) | 121.15 | 117.66 | 119.69 | 119.18 |
| 所有者权益(亿元) | 45.83 | 44.24 | 44.38 | 42.96 |
| 全部债务(亿元) | 49.89 | 46.89 | 43.84 | 46.19 |
| 营业收入(亿元) | 1.76 | 0.38 | 0.47 | 0.09 |
| 利润总额(亿元) | 2.46 | 0.06 | -0.19 | -0.46 |
| 资产负债率(%) | 62.17 | 62.39 | 62.92 | 63.96 |
| 全部债务资本化比率(%) | 52.12 | 51.44 | 49.70 | 51.82 |
| 流动比率(%) | 54.84 | 47.40 | 52.00 | 55.04 |
| 经营现金流动负债比(%) | 33.32 | 18.31 | 12.27 | -- |

注：1、2020 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

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 | 2019/11/13 | 刘嘉敏<br>闫旭 | 一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）<br>一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907） | -- |
| 15 津融集团债/15 津融债 | AA+ | AA+ | 稳定 | 2015/1/23 | 李小建<br>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、天津市泰达国际控股（集团）有限公司（以下简称“泰达国际”）间接持有联合资信 31.19%的股份，泰达国际直接持有津融集团 34.28%的股份，联合资信与津融集团存在一定的关联关系。泰达国际未参与联合资信的经营管理与决策，联合资信与津融集团的关联关系没有对联合资信独立、客观、公正开展评级产生重大影响。联合资信评级人员与津融集团不存在足以影响评级行为独立、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2020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”）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2020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2019年底，公司（合并）资产总额为202.41亿元，所有者权益（含少数股东权益31.83亿元）为77.73亿元；2019年，公司实现营业收入15.25亿元，利润总额2.92亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为199.49亿元，所有者权益（含少数股东权益32.34亿元）为77.32亿元；2020年1－3月，公司实现营业收入2.05亿元，利润总额0.72亿元。

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，5.5亿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，2.5亿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年末，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. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |
| GDP 增速（%） | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速（%） | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速（%） | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速（%） | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅（%） | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅（%） | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇失业率（%） | 4.0 | 3.9 | 4.9 | 5.2 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速（%） | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速（%） | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，

增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万

亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，

提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析及区域经济环境

1．资管行业

**跟踪期内，随着金融开放的深度和广度持续提升，不良资产管理行业对外开放的相关政策逐步推出，国内 AMC 市场“4+N+银行系+外资系”格局基本成型。随着金融开放的持续深入，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。**

（1）行业概况

20 世纪 90 年代末，为化解国有银行经营风险和金融系统性风险，财政部出资设立了“华融、信达、东方、长城”四大 AMC。随着中小商业银行不良资产规模攀升、部分非银金融机构的风险逐渐暴露，金融和非金融企业的不良资产逐渐增加，监管部门据此制定了一系列政策，通过鼓励地方政府设立地方 AMC 的方式，化解区位金融风险。

1999—2008 年，北京、上海、广东等 6 个省市分别成立了国有独资的地方 AMC。2013 年，原银监会发布了《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》（银监发〔2013〕45 号，以下简称“45 号文”），对地方 AMC 的准入门槛及运作方式做了明确规定。从地方 AMC 的审批程序上看，“持牌经营”的地方 AMC 除了需要获得省级政府部门授权外，还需取得银保监会（原银监会）批复。2013 年“45 号文”发布后，2014 年共有 10 家地方 AMC 取得银监会批复。为鼓励地方 AMC 的发展，2016 年 10 月，银保监会发布《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738 号），该函取消了地方 AMC 收购不良资产不得对外转让的限制，允许符合条件的省市设立第二家地方 AMC，目前地方 AMC 已形成“4+2+N”的发展态势。该规则发布后，地方 AMC 数量快速增长。2019 年 12 月地方 AMC 扩容，包括北京资管、湘江资产、成都益航在内的 3 家地方 AMC 获批；同月，中国银河金控官网称，“建投中信转型为全国性第五家金融资产管理公司顺利推进”，截至 2019 年底，由银保监会公布的地方 AMC 已达 56 家。其中，浙江、福建、广东和山东各有 3 家；北京、上海等 17 个省市各 2 家；西藏、新疆等 10 个省份仅分别有 1 家。2020 年 2 月 18 日，首家外资 AMC 落地北京，国内 AMC 市场“4+N+银行系+外资系”格局成型。

（2）行业政策

2019 年 7 月，银保监会发布了《中国银保监会办公厅关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》，以回归本源、专注主业为导向，规定地方 AMC 不得以任何形式帮助金融企业虚假出表掩盖不良资产等监管红线，从资本管理、风险准备金计提和五级分类等方面对地方 AMC 进行监督管理，并鼓励地方政府及相关部

门研究出台支持政策，地方 AMC 迎来统一监管。

随着金融开放的深度和广度持续提升，不良资产管理行业对外开放的相关政策也逐步推出。2019 年 10 月，国家外汇管理局发布《关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》（汇发〔2019〕28 号）和《关于精简外汇账户的通知》（汇发〔2019〕29 号），明确在粤港澳大湾区和海南推进境内信贷资产对外转让试点。2019 年 12 月国务院常务会议指出将开展银行不良债权和贸易融资等跨境转让试点。2020 年 1 月 15 日，中美双方在美国华盛顿签署《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，其中第 4.5 条内容为中国应允许美国金融服务提供者从省辖范围内开始申请资产管理公司牌照，使其可直接在中资银行收购不良贷款，并在授予全国牌照时，对中美金融服务提供者一视同仁。

（3）业务模式

**地方 AMC 具有批量收购省内金融机构不良资产的资质，金融机构不良资产的批量收购处置业务是其赖以生存的核心业务之一。**

地方 AMC 通过公开竞标或者协议转让等方式从银行和信托公司等金融机构收购不良资产包，然后将不良资产包进行分包处理，对于不同类型的不良资产采用不同的手段进行处置。地方资产管理公司会根据自身处置的能力，对部分不良资产采取本息清收、诉讼追偿、处置抵押物等方式进行处置，盈利模式为不良资产的清收收益；对部分不良资产则采取进一步转让给非持牌资产管理公司及不良资产投资者的方式，盈利模式为买卖价差收益。一般来说，不良资产包的折扣率以及处置效率是衡量地方资产管理公司金融机构不良资产收购处置业务的重要指标，较低的折扣率表明较强的议价能力，较高的处置效率表明较强的盈利能力及资金周转率。但另一方面，较低的折扣率也表明不良资产的变现能力相对较难，对地方 AMC 的处置及回收能力提出了更高的要求。此外，地方 AMC 收购的金融机构不良资产多具有抵押物，因此抵押物的估值、抵押物处置过程中可能涉及到的法律风险等问题对于地方 AMC 专业化能力提出较高的要求。

**作为地方 AMC 核心业务，金融机构不良资产收购处置业务在开展过程中会衍生出不同模式，如通道类业务、配资业务等。**

2018 年以前，部分地方资产管理公司开展了较多银行出表类通道业务（即“假出表”），但随着监管的不断加码，尤其是 2019 年“153 号文”对 AMC 业务规范化后，此类业务大幅收缩。另外一种通道类业务则是部分非持牌资产管理公司或有意愿跨区域收购资产包的地方 AMC，委托有资质的地方 AMC 对银行不良资产进行收购，再向前者进行转让的模式，在此过程中地方 AMC 作为通道方主要发挥其牌照优势。因其具有处置周期较短，往往只有几个月的时间的特点，此类业务也被部分公司称为快速处置类业务，加之此类业务目前受到的限制较少，因此也成为部分地方 AMC 成立初期的的主要业务形式。配资业务主要是地方 AMC 与二级市场不良资产投资者的一种合作形式，地方 AMC 对于收购的不良资产包往往享有优先级的固定收益，处置后获得的超额收益归不良资产投资者所有，不良资产投资者需要在收包前向地方资产管理公司缴纳一定比例的保证金并负责不良资产包的主要处置工作。由于配资业务模式对于地方 AMC 来说风险较低且能够获得固定收益，得到许多地方 AMC 的欢迎，但目前部分地区的监管部门对于此类业务监管力度较大，未来的发展情况还有待观察。

**非金融机构不良债权主要为非金融企业的应收账款，资产属性需明确。**

在进行债权收购时，地方资产管理公司与债务人达成重组协议，约定还款金额、方式、时间、抵押物等相关要素，通过履行重组协议的方法经营和处置不良资产，在签订重组协议时已确定重组收益的金额和支付时间，具有一定的确定性。非金融机构不良债权重组业务的

开展需要地方 AMC 对企业真正的不良债权进行真实性转移，即地方 AMC 需对应收账款进行买断。同时，此类业务因为具有较强的融资属性，地方 AMC 需要对不良资产的债权人和债务人的经营及财务状况进行深入了解，以免不良债权再次形成“不良”。非金融机构不良债权重组业务既具有盘活企业不良资产的特性，同时具有相对固定的收益且开展相对容易，目前受到地方 AMC 的广泛欢迎，同时也是展业时间短的地方 AMC 的主要业务选择类型。

**近年来，部分发展相对成熟的地方 AMC 根据市场的变化及需求，陆续探索并开展诸如市场化债转股、上市公司纾困、不良资产证券化等创新业务。**

市场化债转股指金融企业或非金融企业将不良资产转让地方资产管理公司后，地方资产管理公司对于成长性较好的、具备发展前景的公司采取以股抵债的方式取得企业的股份，随后通过改善企业经营模式等方式，逐步提升企业资产价值，最终通过上市、其他股东增持、股份转让、回购等方式退出，实现债转股资产增值。

近年来，由于整体经济增速放缓加之股市价格下跌，许多民营上市公司面临流动性困难存在救助需求，地方 AMC 的纾困业务应运而生。纾困业务一般分为股权投资和债权投资两种，通过这两种途径，地方资产管理公司为上市公司股东提供流动性救助基金后，化解频临平仓的股票质押业务风险。此外，部分地方 AMC 还通过与政府合作成立纾困基金、发行纾困基金专项债券等方式，进一步扩大其纾困规模及范围。

不良资产证券化指地方 AMC 接收银行的不良资产批量转让后，委托信托公司设立专项信托计划并发行资产支持证券，与正常类信贷资产 ABS 不同，不良信贷资产 ABS 的现金流主要取决于资产清收处置带来的收入。

地方 AMC 涉及的投资业务多为基金业务，通过与地方政府平台、金融机构、社会资本等多方合作，设立各类专项基金，对符合基金投向的企业进行支持，扩大业务规模，发挥综合金融服务功能。此外，地方 AMC 还会开展固定收益类投资和股权类投资，其中固定收益类投资包括信托计划、资管计划以及委托贷款等，股权类投资包括定增、一级股权投资等业务。

总体看，中国地方 AMC 成立时间尚短，业务经营在市场需求的推动下不断向专业化、创新化、多元化的趋势发展。随着金融开放的持续深入，在不良资产处置行业已经出现大量投资者涌进的情况下，不良资产管理业务市场竞争将更加激烈。同时，金融创新持续对不良资产管理行业的渗透速度加快，不良资产管理机构参与不良资产处置的方式等趋于多样化和复杂化。依靠低价收购不良资产包再高价处置获取价差收入，和作为通道方帮助银行实现资产出表获取通道费收入的盈利模式已难以维系，如何对不良资产包准确估值和灵活通过多元化手段高效处置不良资产将成为不良资产管理公司的核心竞争力。

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。截至 2019 年 12 月底，中国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的企业）总数约为 12130 家，较上年增加了 353 家，增长 2.91%。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，2018 年 4 月之前，中国租赁行业的监管呈现出“一个市场、两套监管体系、三种企业准入标准”的多头监管特征。为了有效防范和化解融资租赁行业风险隐患，减少监管套利空间，2018 年 5 月，商务部将制定融资租赁公司经营和监管规则的职责划归银保监会，但基于效率考虑，外商租赁和内资租赁由地方金融监管部门实施监管。2020 年 1 月，银保监会下发了《融资租赁业务经营监管管理暂行办法（征求意见稿）》，正在向业内征求意见。《征求意见稿》对融资租赁公司业务范围和融资渠道提出要求，制定了一系列监管指标，并要求对存量融资租赁企业进行分类并进行清理，监管环境有所收紧。

3、 区域经济概况

**跟踪期内，公司所在天津市经济维持稳定，国有企业混合制改革持续推进，京津冀协同发展项目取得初步成效，为公司发展提供了较为稳定的外部环境。**

根据《2019年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算2019年天津市生产总值（GDP）14104.28亿元，比上年增长4.8%。其中，第一产业增加值185.23亿元，增长0.2%；第二产业增加值4969.18亿元，增长3.2%；第三产业增加值8949.87亿元，增长5.9%。三次产业结构为1.3:35.2:63.5。

2019年，天津市一般公共预算收入2410.25亿元，比上年增长14.4%。其中，税收收入1634.20亿元，增长0.6%，占一般公共预算收入的比重为67.8%。2019年，天津市国企改革深入推进。7家市属企业成功实现集团层面混改，带动所属276户企业混改，其他二级及以下企业53家完成混改，共吸引社会资本315.9亿元。国企管理层市场化改革取得实效，11家市属一级企业面向社会公开选聘职业经理人。

固定资产投资增长较快。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长13.9%。分产业看，第一产业投资增长10.3%；第二产业投资增长17.4%，其中食品制造业增长64.5%，医药制造业增长88.6%，计算机通信和其他电子设备制造业增长57.9%；第三产业投资增长12.8%，其中金融业增长1.1倍，租赁和商务服务业增长34.2%。

京津冀协同发展方面，天津市主动服务北京非首都功能疏解和雄安新区建设。承接北京非首都功能疏解取得新成效，国家会展中心、中国核工业大学等开工建设，中国电信京津冀数据中心、中车金融租赁、中科院北京国家技

术转移中心天津中心等一批项目引进落地。滨海一中关村科技园累计注册企业达到1443家，中关村智能制造科创中心项目投入运营，宝坻京津中关村科技城15个承接项目加快施工。全年京冀企业来津投资到位资金1470.67亿元，占全市实际利用内资的51.0%，比上年提高4.6个百分点。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020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。跟踪期内，子公司天津津融资产管理有限公司引入战略资金后，业务规模快速拓展，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支持。

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。公司与天津多家银行之间保持着紧密的业务联系，熟悉天津市国有企业，了解不良资产收购处置的市场需求，随着资本金规模进一步扩大，跟踪期内津融资产业务规模快速拓展，资产规模及盈利能力均实现提升。

### 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2020年5月29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，经公司第二届董事会第52次会议研究决定，聘任柴青山为公司总经理，公司党委书记、董事长郭金利不再兼任总经理职务。经公司股东会研究决定，选举柴青山为公司第二届董事会董事，免去魏政津融集团第二届董事会董事职务。

根据天津市人民政府国有资产监督管理委员会《关于崔荻、刘凤山任免外部董事职务的通知》（津国资董建任〔2020〕10号），津融集团聘任崔荻为津融集团外部董事；刘凤山不再担任津融集团外部董事职务。

柴青山，男，中共党员，工商管理硕士。

曾担任中国银行澳门分行行长助理，国家外汇管理局管理检查司副司长，中国人民银行中国反洗钱监测分析中心总分析师、副主任，中国人民银行郑州培训学院副院长，上海市汇付天下公司副董事长，北京市新华联集团高级副总裁。现任津融集团党委副书记、总经理。

## 八、经营分析

1. 经营现状

**跟踪期内，公司现代金融服务板块受益于资产管理业务拓展，收入提升明显，叠加地产板块项目结转收入的影响，2019 年公司营业收入同比增幅较大，商贸物流业务持续收缩，公司进一步向主业聚焦，综合毛利率水平保持稳定。**

2019 年，公司实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 557.18%，主要来自现代金融服务和地产收入的增长。

从收入构成来看，2019 年现代金融服务实现收入 8.56 亿元，同比增长 48.64%，主要是由于子公司津融资产 2018 年增资扩股后，2019 年业务快速拓展所致，当期实现收入占营业收入比重为 56.15%，仍为公司收入最主要来源；房地产当期实现收入 6.45 亿元，同比增长 116.30%，主要是因为地产板块的铭邸世家项目开始结转收入所致；公司商贸物流业务规模大幅缩减，2019 年仅实现收入 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，2019 年，公司现代金融服务板块毛利率同比大幅增加 12.26 个百分点至 89.07%，主要是资产管理业务比重提升所致；房地产业务毛利率由上年的 51.92%降至 28.75%，主要是由于结转项目毛利率水平差异；商贸物流板块毛利率很低且未来业务规模将持续收缩，对公司盈利影响不大，综上，2019 年公司综合毛利率为 62.26%，较 2018 年全年基本持平。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.05 亿元，同比下降 14.08%，主要来自现代金融服务业务收入的减少，商贸业务大幅收缩至 398.52 万元，地产板块同比变动不大。毛利率方面，现代金融服务业务当期毛利率 90.36%；地产板块毛利率 71.47%（上年同期为 87.03%）。2020 年一季度公司综合毛利率水平为 87.96%，同比增加 4.72 个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 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 | 45941.51 | 58.17 | 73.62 | 57616.25 | 59.37 | 76.81 | 85640.93 | 56.15 | 89.07 | 19451.88 | 95.03 | 90.36 |
| 房地产业 | 11313.31 | 14.32 | 80.90 | 29836.21 | 30.75 | 51.92 | 64535.94 | 42.31 | 28.75 | 619.23 | 3.03 | 71.47 |
| 商贸物流业 | 19454.10 | 24.63 | 9.65 | 9586.62 | 9.88 | 5.29 | 2353.86 | 1.54 | 5.53 | 398.52 | 1.95 | -3.56 |
| 生产制造及其他 | 2273.00 | 2.88 | 19.50 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| **合计** | **78981.92** | **100.00** | **57.65** | **97039.07** | **100.00** | **62.09** | **152530.73** | **100.00** | **62.26** | **20469.62** | **100.00** | **87.96** |

资料来源：公司提供

（1）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，资产管理业务随着增资扩股后资本金规模的扩大，业务快速拓展，2019 年实现收入 5.62 亿元，同比增长 95.01%，主要系当期债务重组类业务确认的利息收入增加，带动当期现代金融服务业收入快速增长；融资租赁板块收入保持稳定，2019 年实现收入 1.75 亿元；小额贷款板块收入为 0.48 亿元，同比略有下降。2020 年 1—3 月，公司资产管理业务较上年同期增长 217.52%至 1.29 亿元，

主要是由于津融资产业务拓展所致。

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。跟踪期内，创业投资板块实现退出项目很少，跟踪期内收入进一步下降，2019 年及 2020 年一季度实现收益分别为 76.67 万元和-14.44 万元。截至 2019 年底，公司创投板块有 18 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。

表 4　现代金融服务业收入构成（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 1—3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 创业投资 | 72.85 | 0.16 | 108.45 | 0.19 | 162.88 | 0.19 | 60.93 | 0.31 |
| 资产管理 | 13163.30 | 28.65 | 28803.70 | 50.56 | 56169.99 | 65.59 | 12852.16 | 66.07 |
| 融资租赁 | 17736.19 | 38.61 | 17544.62 | 30.79 | 17462.24 | 20.39 | 3458.17 | 17.78 |
| 小额贷款 | 3274.24 | 7.13 | 5517.33 | 8.56 | 4761.49 | 5.56 | 1067.34 | 5.49 |
| 其他 | 11694.93 | 25.46 | 5642.14 | 9.90 | 7084.32 | 8.27 | 2013.27 | 10.35 |
| **合计** | **45941.51** | **100.00** | **57616.25** | **100.00** | **85640.93** | **100.00** | **19451.88** | **100.00** |

数据来源：公司提供

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

**资产管理板块**

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国投公司和津投集团的相关资产管理类业务。截至2020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8.13亿元，跟踪期内金额未发生变化。

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。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 2020 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 | 信达资产包 | -448.36 |

[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，大多数来自公司成立前原天津市国际信托投资公司（以下简称“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。

| | | |
|---|---|---|
| 项目 | 渤海化工股份天化债权 | 2900.00 |
| | 长城资产包 | 272.96 |
| | 委托贷款 | 75551.76 |
| | 委托放款 | 58.02 |
| | 长期应收款 | 2946.00 |
| 合计 | | 291394.65 |

资料来源：公司提供

**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2019年底，津融资产总资产为671448.87万元，净资产382269.82万元。2019年，津融资产实现营业总收入54498.70万元，净利润31956.48万元。截至2020年3月底，津融资产资产总额为655730.47万元，净资产为389942.67万元；2020年1－3月，津融资产实现营业收入12778.52万元，净利润7661.98万元。截至2019年底，津融资产累计收购不良资产包202.10亿元，已处置147.12亿元，剩余未处置项目余额54.98亿元（计入其他流动资产和其他非流动资产）。

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、债权清收等业务模式开展。

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，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”的经营战术，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。

2019年，公司收购不良资产包42.63亿元，处置不良资产包24.56亿元；公司2020年1－3月新增收购不良资产包3.47亿元；处置不良资产包0.12亿元；截至2020年3月底，剩余未处置不良资产余额20.56亿元。

**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（以下简称“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2020年3月底，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。2019年，津投租赁完成投放11笔，投放规模为12869.00万元，回款规模10564.93万元。截至2019年底，津投租赁公司资产总额为19404.63万元，净资产为18673.96万元。2019年，津投租赁实现营业收入1538.30万元，净利润741.69万元。

截至2020年3月底，津投租赁公司总资产为19516.51万元，净资产为18766.56万元。2020年1－3月，津投租赁公司实现主营业务收入295.78万元，净利润92.60万元。

表6　津投租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年3月 |
|---|---|---|---|
| 汽车 | 3964.50 | 190.68 | 190.68 |
| 机械设备 | 188.54 | 7306.76 | 6914.1 |
| 船舶 | 277.09 | 55.41 | 55.41 |

| 合计 | 4430.13 | 7552.85 | 7160.19 |
|---|---|---|---|

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2019年底，鑫源租赁资产总额212308.21万元，净资产为66401.13万元。2019年，鑫源租赁实现营业收入16112.18万元，净利润4614.23万元。截至2020年3月底，鑫源租赁资产总额为205359.88万元，净资产为67002.48万元。2020年1－3月，鑫源租赁实现营业收入3242.52万元，净利润601.35万元。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，鑫源租赁与关联方的业务持续缩减，重点聚焦能源环保、商业设施设备、仓储物流等民生相关的国家鼓励行业，主要合作对象为上市公司与行业龙头。2019年，鑫源租赁完成投放6笔，投放规模为4.83亿元，当期回款14.27亿元；2020年1－3月，鑫源租赁完成投放2笔，实现投放规模1.50亿元，当期回款1.25亿元。截至2020年3月底，民生领域基础设施相关资产占鑫源租赁资产余额的比重降至35.95%。

表7　鑫源租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 商业设施设备 | 27430.05 | 12319.66 | 11373.38 |
| 仓储物流设施设备 | 55607.05 | 49399.56 | 48088.18 |
| 民生领域基础设施 | 138376.65 | 71351.97 | 67434.14 |
| 生产加工制造设备 | 39841.83 | 18871.98 | 18675.67 |
| 节能环保 | -- | 30172.20 | 41981.97 |
| **合计** | **261255.58** | **182115.37** | **187553.33** |

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。2019年和2020年1－3月，融资租赁板块收回金额分别为15.33亿元和1.29亿元；同期，融资租赁投放额分别为6.12亿元和1.50亿元，净投放量有所下降。融资来源方面，2019年新增项目融资总额21893.00万元，主要融资来源为银行借款和股东借款。截至2020年3月底，公司融资租赁板块逾期规模1456万元。

表8　近年来融资租赁板块年度新增融资及成本

（单位：亿元、%）

| | 2018 年 | | | 2019 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 成本 | 金额 | 占比 | 成本 |
| 银行借款 | 5.29 | 59.38 | 基准利率 | 0.54 | 24.64 | 基准利率 |
| 股东投资 | 3.62 | 40.62 | -- | -- | -- | -- |
| 股东借款 | -- | -- | -- | 1.65 | 75.36 | -- |
| **合计** | **8.91** | **100.00** | -- | **2.19** | **100.00** | -- |

资料来源：公司提供

**小额贷款板块**

截至2020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%）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2019年底，国恒金服合计资产规模10.34亿元，2019年实现营业收入5121.16万元，利润总额2247.54万元。

截至2019年底，国恒金服贷款余额75159.08万元，共有646笔贷款，当期累计新增发放贷款32088.00万元，累计回收贷款本金41898.59万元，收回贷款利息4912.14万元，利率范围降至7.20%～12%。小贷公司主要业务模式有：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2020年3月底，小贷板块资产余额7.22亿元，其中损失类贷款余额11516.18万元，占比为16.00%，均为以前年度传统业务导致的损失，已于2015年全部计提减值；关注类贷款和次级类贷款余额分别为3000.10万元和7851.02万元，占比分别为4.17%和10.91%。截至2020年3月底，小贷板块贷款余额72154.84万元，其中累计逾期规模19367.20万元，截至2019年底，公司小贷板块累计计提减值规模12346.56万元。

（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。2019年公司房地产开发投资额3.47亿元，同比有所增加；实现房屋销售面积8.24万平方米，实际销售额11.23亿元，主要为铭邸世家项目；2019年新增土地储备8万平方米，主要为2019年8月取得的龙第新城三期项目。该项目处于宝坻城南渠阳路与潮阳大道交口，毗邻龙第新城二期项目，占地58.5亩，项目工程总投资预计7.30亿元。

表 9　金厦房地产经营数据（单位：万元、平方米）

| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|
| 房地产开发完成投资 | 21791.87 | 34723.00 | 3227.21 |
| 房屋竣工面积 | -- | -- | -- |
| 房屋销售面积 | 44594.02 | 82384.00 | 992.25 |
| 土地储备建筑面积 | -- | 80000.00 | 80000.00 |
| 实际销售额 | 61395.96 | 112283.00 | 1338.29 |
| 净利润 | 4262.44 | 7779.60 | -409.37 |

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，金厦房地产在建项目系“铭邸世家”项目，项目东侧为钰华街，南侧和西侧为后期 59 亩地块，北侧隔广阳路与龙第新城一期提香轩项目相望，主要为住宅项目，项目总投资预计 14.20 亿元，截至 2019 年底已投资 8.35 亿元。项目建设期 2.5 年，分为 A、B、C 三区开发，先后分别于 2018 年 3 月、6 月、8 月取得施工许可证。项目已于 2018 年 4 月开工建设，预计 2020 年二季度竣工。该项目已于 2018 年 10 月开盘销售，截至 2019 年底，已经实现销售面积 12.32 万平方米，实现销售回款 16.40 亿元，剩余可售面积 4.6 万平方米，剩余可售货值 6.88 亿元。

2. 经营效率

2019 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均同比提升，分别为 25.98 次、0.77 次和 0.07 次，其中销售债权周转次数同比提升明显，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，这些业务可以互相协作，形成链条式经营，为客户提供综合服务。

## 九、财务分析

公司提供了2019年财务报告，中审华寅五洲会计师事务所（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2020年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2019年底，公司新增子公司1家，系通过投资设立的子公司天津如昊金地房地产开发有限公司；减少子公司两家，分别为天津格瑞绿色工程有限公司和天津市津投金盈国际贸易有限公司。截至2019年底，公司纳入合并报表范围的子公司共计20家。截至2020年3月底，纳入合并报表的子公司数量较2019年底无变化。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2019年底，公司（合并）资产总额为202.41亿元，所有者权益为77.73（含少数股东权益31.83亿元）；2019年，公司实现营业收入15.25亿元，利润总额2.92亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为199.49亿元，所有者权益为77.32亿元（含少数股东权益32.34亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入2.05亿元，利润总额0.72亿元。

### 1. 资产质量

**跟踪期内，随着津融资产业务拓展，以资产包为主的其他流动资产较年初进一步增加，流动资产占比有所提升，整体资产规模变动不大，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 2019 年底，公司资产总额为 202.41 亿元，较年初下降 2.76%。截至 2019 年底，公司资产中流动资产占 41.76%，非流动资产占 58.24%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产为 84.53 亿元，较年初增长 15.41%，构成上以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 19.45%）和其他流动资产（占 57.96%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 9.92 亿元，较年初下降 12.53%。公司货币资金中使用受限的金额为 0.11 亿元。截至 2019 年底，公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较年初增长 18.58%至 16.44 亿元，构成主要为债务工具投资（16.23 亿元），主要为变现能力较强的理财产品。截至 2019 年底，公司存货较年初增长 17.08%至 8.03 亿元，主要来自名邸世家项目新增投资。截至 2019 年底，公司其他流动资产较年初增长 37.99%至 48.99 亿元，主要来自津融资产资产包收购的增加；其中资产包余额 38.06 亿元、应收货币保证金 2.60 亿元，短期贷款 2.95 亿元和收益权产品 5.34 亿元，截至 2019 年底贷款减值损失准备累计计提 1.31 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产为 117.87 亿元，较年初下降 12.63%，主要由可供出售金融资产（占 27.58%）、长期应收款（占 16.07%）和其他非流动资产（占 48.57%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产较年初下降 11.82%至 32.50 亿元，均为可供出售权益工具，其中按照成本法计量的可供出售权益工具账面价值 19.06 亿元，主要包括对渤海证券股份有限公司的投资 10.44 亿元；按照公允价值变动法计量的可供出售权益工具 13.45 亿元，主要为公司持有天津银行和普林电路的股权。

截至 2019 年底，公司长期应收款较年初下降 28.68%至 18.95 亿元，主要是投放的融资租赁款到期回收所致。截至 2019 年底，公司其他非流动资产较年初下降 7.67%至 57.26 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 8.13 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资产包 23.51 亿元和长期贷款 4.58 亿元，主要系津融资产收购的不良资产包。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 199.49 亿元，较 2019 年底小幅下降；流动资产占比较 2019 年底变动不大。其中，货币资金增至 15.61 亿元，其他流动资产较 2019 年底减少 9.54 亿元至 39.46 亿元；截至 2020 年 3 月底非流动资产为 118.55 亿元，较 2019 年底变动不大，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 2020 年 3 月底，公司用于抵、质押的资产及受限货币资产合计 4.41 亿元，受限资产明细如下表。

表 10　2020 年 3 月末受限资产明细

（单位：万元）

| 受限资产类型 | 受限余额 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 房产 | 7626.26 | 房产抵押 |
| 房产 | 7673.66 | 房产抵押 |
| 天津银行股权 | 9183.17 | 股权质押 |
| 应收租赁款 | 12900.00 | 应收款质押 |
| 期货保证金存款 | 6691.84 | 期货业务正常经营 |
| **合计** | **44074.93** | -- |

资料来源：公司提供

2. 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，实收资本和少数股东权益占比较高，稳定性一般。**

截至 2019 年底，公司所有者权益为 77.73 亿元，较年初基本无变化；归属于母公司权益 45.91 亿元中，股本占 63.52%、资本公积占 9.38%、未分配利润占 10.64%。其中未分配利润下降主要是当期归属于母公司所有者的净利润-3232.71 万元；少数股东权益 31.83 亿元，较年初小幅增长 6.1%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 77.32 亿元，其中少数股东权益 32.34 亿元，各科目较上年底变化不大。

（2）负债

**跟踪期内，公司债务规模波动下降，期限仍以长期负债为主，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，但仍处于较高水平。**

截至 2019 年底，公司负债合计 124.67 亿元，较年初下降 4.7%，其中流动负债占 62.25%，占比较年初大幅提升 22.73 个百分点。截至 2019 年底，公司流动负债为 77.61 亿元，较年初大幅增长 50.13%，主要由预收款项（占 12.66%）、其他应付款（占 22.67%）和其他流动负债（占 31.90%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 4.95 亿元，较年初增加 2.95 亿元，主要系新增质押借款 2.90 亿元所致。随着房地产板块名邸世家 C 区的预售，公司预收款项由 2018 年底的 5.42 亿元增长至 9.82 亿元。截至 2019 年底，公司其他应付款为 17.59 亿元，较年初增长 5.93%，主要构成为往来款 16.84 亿元。随着长期借款到期日逐渐接近，公司一年内到期的非流动负债大幅增加至 17.70 亿元。截至 2019 年底，其他流动负债为 24.76 亿元，仍保持较大规模，其中应付短期债券 8.70 亿元，主要系 6 亿元“19 津融投资 SCP004”和 2.7 亿元“19 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。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 47.06 亿元，较年初大幅下降 40.52%，构成主要为长期借款（占 68.43%）和应付债券（占 25.5%）。

截至 2019 年底，公司长期借款为 32.21 亿元，较年初下降 49.33%，构成主要为抵押借款（7.90 亿元）、质押借款（4.58 亿元）和中国人民银行再贷款（18.99 亿元）。截至 2019 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 2019 年底，公司全部债务 75.56 亿元，较年初下降 14.16%，受长期借款临近到期的影响，短期债务较年初大幅增长 151.63%；截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 61.60%、49.29%和 36.25%，较年初均有所下降。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 2019 年底调整后长期债务和全部债务分别为 25.22 亿元和 56.57 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 24.50%和 42.12%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 122.17 亿元，较 2019 年底小幅下降 2.00%。其中，一年内到期的非流动负债由 2019 年底的 17.70 亿元降至 0.00 亿元，长期借款大幅增加至 51.18 亿元，结构转为以非流动负债为主，负债结构较 2019 年底有所改善。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 77.02 亿元，较上年底小幅增长 1.93%。截至 2020 年 3 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 44.97%、49.69%和 61.24%。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 2020 年 3 月底，公司调整后长期债务和全部务分别为 44.19 亿元和 57.39 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 36.37%和 42.6%。

3. 盈利能力

**跟踪期内，随着公司金融服务业务的快速拓展及房地产板块结转收入的增加，公司收入规模同比提升明显，期间费用控制能力有所提升，整体盈利能力尚可。公司当期资产减值损失规模较大，一定程度抵消其处置股权资产获取的投资收益。整体看，公司非经营性损益对利润总额的影响大，投资收益可持续性不强。**

跟踪期内，随着津融资产业务的拓展和地产板块收入的结转，公司营业收入同比增长明显，2019年，公司实现营业收入15.25亿元，同比增长57.18%，营业成本5.76亿元，同比增长56.48%，营业利润率57.61%，同比小幅增加0.91个百分点。

2019年，公司期间费用合计6.24亿元，同比增长14.92%，主要来自管理费用的增长。2019年，管理费用为3.10亿元，同比增长13.80%；同期财务费用为2.87亿元，同比增长19.09%。2019年，期间费用占40.90%，较上年下降15.04个百分点，费用管控能力有所增强。

2019 年，公司资产减值损失（因会计准则调整，含信用减值损失）5.25 亿元，较上年同期的 2.86 亿元大幅增加，主要包括坏账损失 3.04 亿元（上年为 1.27 亿元）、可供出售金融资产减值损失 1.27 亿元（主要为对天津京津玻壳股份有限公司计提减值 1.05 亿元）和长期股权投资减值损失 1.00 亿元（主要为对南开戈德集团有限公司计提减值 0.81 亿元），其中公司子公司天津市津投金盈国际贸易有限公司破产计提坏账损失 2.20 亿元。2019 年，公司实现投资收益为 5.13 亿元，同比增长 5.62%，主要包括处置可供出售金融资产取得的投资收益 3.11 亿元，主要为处置北方国际信托投资有限公司股权盈利 2.40 亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生的投资收益 0.70 亿元。

2019 年，公司实现利润总额为 2.92 亿元，同比增长 24.38%。从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.40%和 2.85%，均较 2018 年小幅增长。2019 年，公司归属于母公司的净利润-0.32 亿元，由正转负。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.05 亿元，同比下降 14.08%，营业利润率为 87.31%；同期，公司期间费用较上年变动不大，资产减值损失 522.58 万元，同比有所增

加，当期实现利润总额 0.72 亿元（上年同期为 0.78 亿元）。

4. 现金流及保障

**跟踪期内，公司经营活动现金流受资产包收购及处置影响波动较大，投资活动活动受短期理财购买及到期影响波动大，筹资活动现金净流量由正转负，筹资活动有所减少，考虑到公司资产包收购处置及地产投入均为资金密集型行业，未来存在对外融资压力。**

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量及流出量分别为 66.11 亿元和 54.20 亿元，均同比大幅增长，主要是由于收到及支付与其他经营活动有关的现金大幅增加，当期公司销售商品、提供劳务收到的现金为 33.13 亿元，同比略降 3.53%，同期公司购买商品、接受劳务支付的现金仅 8.72 亿元，较上年的 58.63 亿元大幅下降，主要是由于计入到支付其他与经营有关的现金所致。受上述因素影响，当期经营活动现金流量净额转负为正，当期为 11.92 亿元。

投资活动方面，2019年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为102.37亿元和95.72亿元，主要系进行短期理财并在当年收回投资，同比均明显下降，系短期投资操作频率降低所致；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104.08亿元和102.93亿元；投资活动产生的现金流量净额为1.15亿元（2018年为7.15亿元）。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入为33.36亿元，主要为取得借款收到的现金16.66亿元和发行债券收到的现金16.70亿元；筹资活动现金流出47.34亿元，主要为偿还债务支付的现金42.54亿元；筹资活动现金流量净额为-13.99亿元，当期筹资活动现金净流量同比由正转负。

2020 年 1－3 月，公司经营性现金流入和流量净额分别为 4.84 亿元和-2.60 亿元，其中，支付其他与经营活动有关的现金为 3.96 亿元；公司投资活动现金流入和投资活动现金流出分别为 33.04 亿元和 26.75 亿元，当期投资活动现金流量净额 6.30 亿元；公司筹资活动现金流入为 10.22 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 2.01 亿元。

5. 偿债能力

**跟踪期内，公司现金类资产对短期债务保障能力有所波动，随着债务结构调整，短期偿债指标有所提升，短期偿债能力较强；考虑到公司为天津市政府旗下资产管理平台，政府支持力度较强，同时公司持有一定规模的金融类资产股权，公司整体偿债能力强。**

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均较年初有所下降，截至2019年底，分别为108.92%和98.57%；截至2020年3月底，上述两项指标分别为144.16%和129.55%。2019年，公司经营现金流动负债比率为15.36%。2019年底和2020年3月底，公司现金类资产/短期债务分别为0.82倍和2.31倍，考虑到公司目前融资渠道畅通，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 6.14 亿元；同期，EBITDA 利息倍数小幅增至 1.81 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 12.31 倍，若剔除全部债务中 18.99 亿元的不计息再贷款，公司调整后全部债务/EBITDA 为 9.21 倍，考虑到公司为天津市政府旗下资产管理平台，政府支持力度较强，总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 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 56.64 亿元，已使用额度 41.84 亿元，未使用额度 14.80 亿元间接融资渠道通畅。

6. 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，利润对非经常性损益依赖明显；同时承担了一定规模的有息债务，对再融资有一定依赖。**

截至2019年底，母公司资产总额较年初变动不大，为119.69亿元，以非流动资产为主，占比为82.68%。流动资产中，货币资金为1.29亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产10.16亿元，主要是短期隔夜理财；其他应收款5.41亿元；母公司非流动资产98.96亿元，主要包括可供出售金融资产25.44亿元（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40.00亿元和其他非流动资产30.67亿元，主要为受托清理资产、受托清理利息和待处置资产。

截至2019年底，母公司负债较年初小幅增至75.31亿元；流动负债与非流动负债占比分别为52.94%和47.06%。其中，短期借款2.05亿元，较年初增加500万元；其他应付款为13.86亿元，其他流动负债为21.66亿元，主要为待结利息12.96亿元和超短期融资券8.70亿元；非流动负债方面，长期借款21.09亿元，主要系中国人民银行再贷款；应付债券与上年底持平，为12.00亿元。2019年底，母公司所有者权益为44.38亿元，同比变动不大。

从盈利能力来看，2019年，母公司营业收入由2018年的0.38亿元增至0.47亿元；期间费用包括1.15亿元管理费用和1.67亿元财务费用，财务费用较上年略有下降。同期，母公司资产减值2.84亿元（2018年为1.26亿元）；投资收益5.38亿元，较2018年的3.78亿元增加，主要来自处置北方国际信托投资有限公司股权2.40亿元。2019年，利润总额-0.19亿元（2018年为0.06亿元）。整体看，母公司盈利能力受非经常性损益影响大，可持续性不强。

从经营活动来看，2019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27.86亿元和22.97亿元，当期经营性净现金流为4.89亿元。从投资活动来看，母公司投资活动现金流入及流出分别为69.37亿元和71.19亿元（2018年分别为73.72亿元和71.71亿元），主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金；投资活动现金净流出1.82亿元。2019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3.41亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力

**公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度高，现金类资产对一年内到期债券保障程度高，整体来看，存续期内债券偿还能力强。**

截至 2020 年 5 月底，公司处于存续期内的债券共有 4 期，包括 1 期企业债、3 期超短期融资券，债券余额共计 21 亿元，其中一年内到期的债券余额 9 亿元。

2019 年，公司 EBITDA 为 6.14 亿元，为存续期内债券总额的 0.29 倍；经营活动现金流量净额为 11.92 亿元，对存续期债券的覆盖倍数为 0.57 倍；经营活动现金流入量对存续期内债券覆盖倍数为 3.15 倍；截至 2019 年底，公司剔出受限后现金类资产为 25.70 亿元，为一年内到期债券余额的 2.86 倍。

表 11 截至本报告出具体公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

| 项目 | 2019 年 |
|---|---|
| 一年内到期债券余额 | 9 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 2.86 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 3.15 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | 0.57 |
| EBITDA/应付债券余额 | 0.29 |

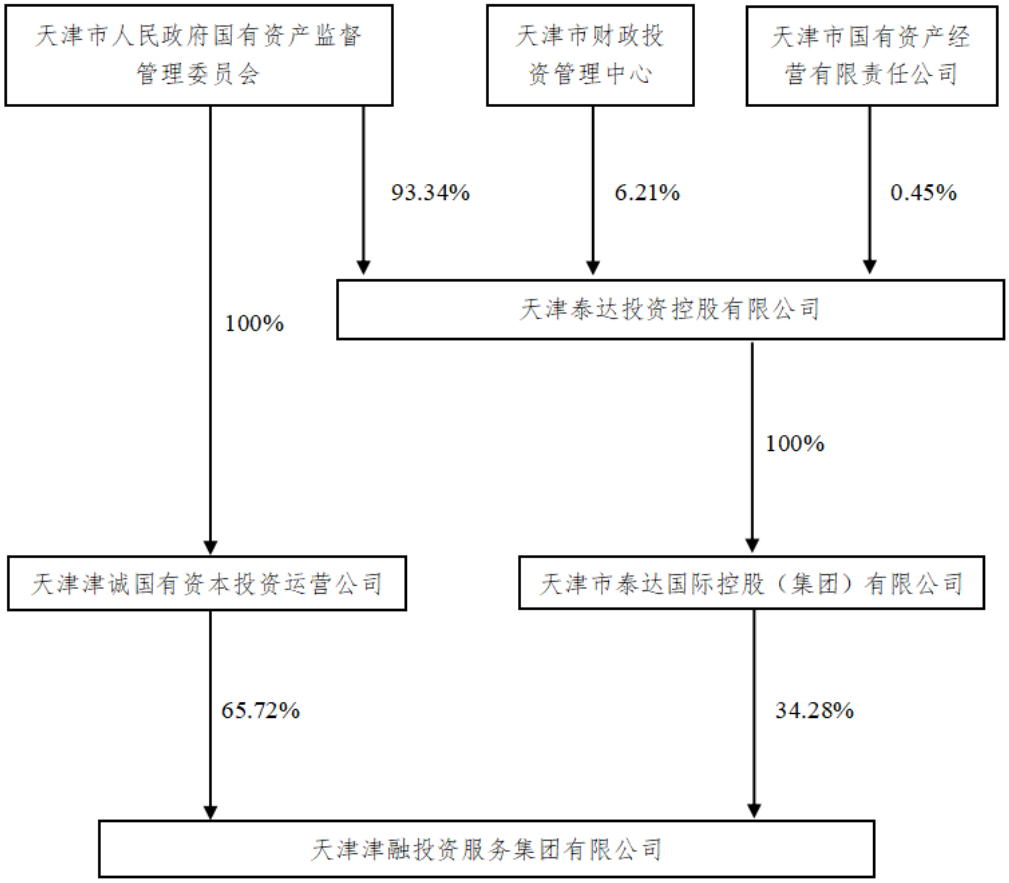
资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 十一、结论

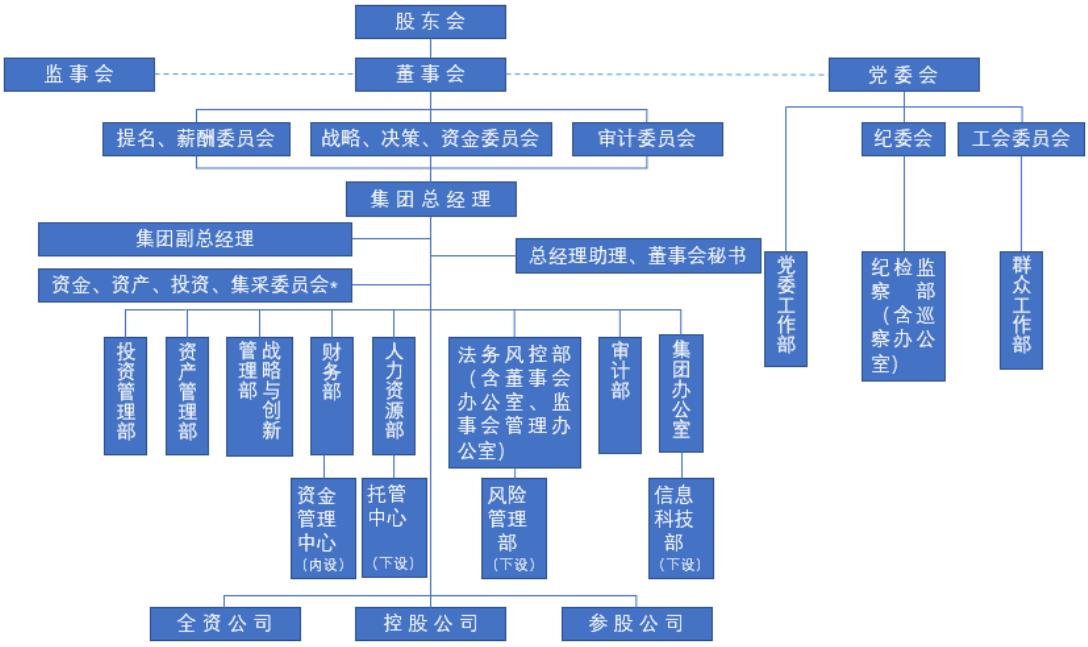
综合评估，联合资信确定维持公司主体

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 2019 年底公司股权结构图



# 附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



# 附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 24.89 | 24.68 | 25.70 | 31.90 |
| 资产总额(亿元) | 189.26 | 208.16 | 202.41 | 199.49 |
| 所有者权益(亿元) | 54.52 | 77.34 | 77.73 | 77.32 |
| 短期债务(亿元) | 19.30 | 12.46 | 31.35 | 13.20 |
| 长期债务(亿元) | 68.67 | 75.56 | 44.21 | 63.18 |
| 全部债务(亿元) | 87.96 | 88.02 | 75.56 | 76.38 |
| 营业收入(亿元) | 7.90 | 9.70 | 15.25 | 2.05 |
| 利润总额(亿元) | 2.16 | 2.35 | 2.92 | 0.72 |
| EBITDA(亿元) | 4.27 | 5.37 | 6.14 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -11.62 | -29.41 | 11.92 | -2.60 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 4.47 | 9.41 | 25.98 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.53 | 0.54 | 0.77 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.04 | 0.05 | 0.07 | -- |
| 现金收入比(%) | 470.60 | 353.92 | 217.21 | 156.16 |
| 营业利润率(%) | 56.08 | 56.70 | 57.61 | 87.31 |
| 总资本收益率(%) | 2.53 | 2.73 | 3.40 | -- |
| 净资产收益率(%) | 3.26 | 2.36 | 2.85 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 55.74 | 49.42 | 36.25 | 44.97 |
| 全部债务资本化比率(%) | 61.74 | 53.23 | 49.29 | 49.69 |
| 资产负债率(%) | 71.19 | 62.84 | 61.60 | 61.24 |
| 流动比率(%) | 77.95 | 141.69 | 108.92 | 144.16 |
| 速动比率(%) | 67.05 | 128.42 | 98.57 | 129.55 |
| 经营现金流动负债比(%) | -18.88 | -56.89 | 15.36 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.95 | 1.78 | 1.81 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 20.61 | 16.39 | 12.31 | -- |

注：1、2020 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 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 12.65 | 8.97 | 11.45 | 15.36 |
| 资产总额(亿元) | 121.15 | 117.66 | 119.69 | 119.18 |
| 所有者权益(亿元) | 45.83 | 44.24 | 44.38 | 42.96 |
| 短期债务(亿元) | 12.00 | 10.00 | 10.75 | 13.20 |
| 长期债务(亿元) | 37.89 | 36.89 | 33.09 | 32.99 |
| 全部债务(亿元) | 49.89 | 46.89 | 43.84 | 46.19 |
| 营业收入(亿元) | 1.76 | 0.38 | 0.47 | 0.09 |
| 利润总额(亿元) | 2.46 | 0.06 | -0.19 | -0.46 |
| EBITDA(亿元) | 4.20 | 1.86 | 1.54 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 11.43 | 6.24 | 4.89 | -0.09 |
| **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) | 0.01 | 0.00 | 0.00 | -- |
| 现金收入比(%) | -- | -- | -- | -- |
| 营业利润率(%) | 94.10 | 94.74 | 97.18 | -54.35 |
| 总资本收益率(%) | 4.15 | 2.34 | 2.33 | -- |
| 净资产收益率(%) | 4.86 | 0.76 | 0.79 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 45.26 | 45.46 | 42.72 | 43.44 |
| 全部债务资本化比率(%) | 52.12 | 51.44 | 49.70 | 51.82 |
| 资产负债率(%) | 62.17 | 62.39 | 62.92 | 63.96 |
| 流动比率(%) | 54.84 | 47.40 | 52.00 | 55.04 |
| 速动比率(%) | 54.84 | 47.40 | 52.00 | 55.04 |
| 经营现金流动负债比(%) | 33.32 | 18.31 | 12.27 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.41 | 1.03 | 0.89 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 11.87 | 25.18 | 29.43 | -- |

注：1、2020 年一季度财务数据未经审计；2、现金类资产已经剔除受限；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 4　同行业企业对比数据

| 发行人 | 厦门金圆投资集团有限公司 | 山东省鲁信投资控股集团有限公司 | 西安投资控股有限公司 | 天津津融投资服务集团有限公司 |
|---|---|---|---|---|
| 主体信用等级 | AAA | AAA | AA$^{+}$ | AA$^{+}$ |
| 企业性质 | 地方国企 | 地方国企 | 地方国企 | 地方国企 |
| 综合毛利率(%)（2019 年） | 30.63 | 35.73 | 65.85 | 62.26 |
| 销售债权周转次数(次)（2019 年） | 2.66 | 14.74 | 0.85 | 25.98 |
| **财务数据时点** | **2019 年** | | | |
| 资产总额(亿元) | 511.21 | 2015.58 | 531.32 | 202.41 |
| 所有者权益(亿元) | 277.61 | 667.01 | 315.19 | 77.73 |
| 营业收入(亿元) | 70.79 | 122.85 | 6.46 | 15.25 |
| 利润总额(亿元) | 12.20 | 23.65 | 9.21 | 2.92 |
| 经营活动现金流净额(亿元) | 17.40 | -624.13 | 26.11 | 11.92 |
| 资产负债率(%) | 45.46 | 66.91 | 40.68 | 61.60 |

资料来源：联合资信整理

# 附件 5　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%<br>（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% |

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 6-1　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 6-2　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 6-3　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 |