

信用等级公告

联合[2018] 3359 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⁺,“18 津融投资 CP002”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月二十六日



天津津融投资服务集团有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 津融投资 CP002	4 亿元	2019/6/28	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2018 年 12 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.57	23.45	25.94	20.14
资产总额(亿元)	156.04	184.71	189.34	206.53
所有者权益(亿元)	50.84	58.13	54.47	78.52
短期债务(亿元)	29.59	25.94	19.30	14.11
长期债务(亿元)	42.39	50.29	68.67	78.79
全部债务(亿元)	71.98	76.23	87.96	92.90
营业收入(亿元)	10.01	6.83	7.90	5.07
利润总额(亿元)	1.85	2.09	2.16	1.92
EBITDA(亿元)	3.09	4.36	4.27	--
经营性现金流(亿元)	-17.06	14.57	-11.62	-7.36
营业利润率(%)	29.88	47.42	56.08	63.91
净资产收益率(%)	2.54	2.69	3.27	--
资产负债率(%)	67.42	68.53	71.23	61.98
全部债务资本化比率(%)	58.61	56.73	61.76	54.20
流动比率(%)	51.92	76.76	77.91	130.01
经营现金流动负债比(%)	-28.82	20.77	-18.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.26	17.49	20.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.10	2.17	2.35	--

注: 2018 年前三季度财务数据未经审计; 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务。

分析师

刘嘉敏 刘 然 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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对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”)的评级反映了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,在行业前景和政府支持等方面具备优势。跟踪期内,公司资产规模持续提升,核心的现代金融服务业务毛利率水平高、收入规模不断扩大,可供出售金融资产中的股权质量优良,带来一定增值收益。同时,联合资信也关注到公司债务规模攀升、主业规模偏小、房地产业务受项目结算影响呈现出周期性波动、利润总额对投资收益依赖大、经营性净现金流波动大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2018年3月,公司下辖的天津津融资产管理有限公司(以下简称“津融资产”)完成重大资产重组并引入战略投资者,注册资本增至30亿元,有助于进一步拓展不良资产处置业务。天津市作为中国北方金融业发达的城市之一,对金融服务需求量大。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,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⁺,“18 津融投资 CP002”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

优势

1. 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,获得天津市政府、市国资委的强有力支持,享受多项税收优惠。
2. 公司在天津投资集团有限公司、天津国际投资有限公司、天津科技发展投资总公司三家国有企业的基础上成立,在各自经营行业均有多年从业经验,专业水平较高。

3. 公司主营业务以现代金融服务业（包括融资租赁、资产管理、小额贷款、创投等）为主，同时辅以房地产业务和商贸物流业务；子公司津融资产拥有天津市金融企业不良资产收购处置的牌照，并于 2018 年 3 月引入战略投资者，注册资本由 10.00 亿元增至 30.00 亿元，资本实力提升；截至 2018 年 9 月底，津融集团及津融资产公司累计收购各种不良资产约 128 亿元。
4. 公司可供出售金融资产中的股权质量优良，可为公司带来一定增值收益。
5. 跟踪期内，公司资产规模不断增长，利润水平稳中有升，核心的现代金融服务业务毛利率水平高、收入规模不断扩大，现金类资产对短期债务保障能力较强。
6. 公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强。

关注

1. 公司现代金融服务对象部分为规模较小的中小企业，面临一定经营风险。
2. 公司创投板块投资的企业培育期较长，实现退出企业较少，盈利能力弱。
3. 公司房地产板块收入受项目结转影响波动较大，且未来仍面临一定投资支出。
4. 跟踪期内，公司债务规模持续上升，经营性净现金流持续为负，存在对外融资压力。
5. 公司利润总额对投资收益依赖程度高，主要为处置及持有资产收益。

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“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 34.40%的股份,泰达国际直接持有天津津融 34.28%的股份,联合资信与天津津融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,联合资信与天津津融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天津津融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。

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关于天津津融投资服务集团有限公司主体长期信用及存续期内的“18 津融投资 CP002”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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¹(以下简称“科发投总公司”)三家国有企业合并组建设立。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”),公司已于 2018 年 9 月 27 日完成工商变更,公司控股股东变更为津诚资本。截至 2018 年 11 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,在有效期内经营,国家有专项专营规定的按规定办理)。

¹后更名为天津科技投资集团有限公司。

截至 2018 年 9 月底,公司下设投资管理部、资产管理部、战略与创新管理部、财务部、人力资源部、法务风控部、审计部、集团办公室、党委工作部、纪检监察部和群众工作部 11 个职能部门。

截至 2017 年底,公司资产总额为 189.34 亿元,所有者权益 54.47 亿元(含少数股东权益 6.09 亿元);2017 年,公司实现营业收入 7.90 亿元,利润总额 2.16 亿元。

截至 2018 年 9 月底,公司合并资产总额为 206.53 亿元,所有者权益合计为 78.52 亿元(其中少数股东权益 30.36 亿元)。2018 年 1~9 月,公司实现营业收入 5.07 亿元,利润总额 1.92 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

截至 2018 年 9 月底,“18 津融投资 CP002”余额 4.00 亿元,资金用于偿还 2017 年第二期短期融资券,目前募集资金已全部按其用途使用完毕。

表 1 2018 年第二期短期融资券概况(单位:亿元)

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18津融投资 CP002	4	4	2018-6-28	2019-6-28

资料来源:公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年,在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017 年中国经济运行总体稳中向好,国内

生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致

固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，

仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

五、行业分析

1. 行业分析

（1）创业投资

2017 年，中国创业投资市场基金募资仍处于较高水平。根据公开资料，募集资金方面，2017 年间中国已完成募集的基金个数达到了 2485 支，较 2016 年的 2101 支有所增加；投资规模达到 2396 亿美元，较 2016 年 2487 亿美元略有减少，单笔基金份额有一定程度的下滑，但大

额募资事件较 2016 年有所上升，2017 年中国创业投资募资市场募集金额超过 10 亿元的基金有 95 支，募资市场进一步两极分化。

投资方面，2017 年中国创业投资市场共发生 4822 起投资案例；其中披露金额的 4437 起投资交易共涉及金额 2025.88 亿人民币，平均投资规模达到 4565.89 万元人民币。从行业来看，50% 以上集中在互联网、IT 和生物技术行业中。从区域分布来看，主要集中于一线城市。从基金币种来看，人民币基金仍占主导地位，外币基金占比持续下降，

综上，无论是从募资的基金数目来看还是从规模来看，2017 年基金目标金额规模和完成金额规模保持较高水平，但在中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》落地之后，资管行业的监管将进一步从严、细化和规范化，部分资金来源将会受到影响，投资机构的募资难度增加。

2017 年 1 月，天津市人民政府办公厅为响应《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发〔2016〕53 号），发布《天津市人民政府办公厅关于促进创业投资持续健康发展的实施意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》提出要牢固树立创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，深入推进供给侧结构性改革，把握天津发展历史性窗口期的指导思想；提出到 2020 年，培育以创业投资业务为主、活跃度较高、有业界影响力的创业投资机构 100 家以上，创业投资基金规模 300 亿元以上，引导带动社会资本 1000 亿元以上的发展目标；提出要扩大创业投资规模、鼓励各类机构参与创投活动、推动创业投资开放创新、健全创业投资管理和服务体系、完善创业投资机制等主要任务。

但是在发展的同时，同创业投资发展发达地区相比，天津还没有形成在全国具有较高影响力的创业投资龙头企业，天津创业投资环境尚未成熟。

（2）资产管理

中国资产管理行业形成了国有四家金融资产管理公司、地方资产管理公司、银行系资产管理公司相竞争的格局。其中，四家国有金融资产管理公司为财政部控股，成立时间早，不良资产管理的经验丰富，专业优势强。且部分公司已引进战略投资者并且完成上市，资本实力极强；银行系资产管理公司主要为国有大型银行设立，资本实力强，在市场化债转股中有先天的业务优势，在宏观经济增速放缓、商业银行不良贷款上升的背景下，未来市场空间较大；地方资产管理公司主要为省级（或自治区、直辖市）资产管理公司，也有少部分地市级资产管理公司。由于地方资产管理公司在区域产业结构调整与转型升级、化解金融风险 and 降低企业财务杠杆率等方面有着至关重要的作用，并且与地方政府有着密切关系，地方资产管理公司在开展业务时会得到地方政府的支持，在当地有着较强的市场竞争力。

监管方面，目前四家国有金融资产管理公司是非银行金融机构，在国内受银监会的监管，银监会对资产管理公司的公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方资产管理公司与金融资产管理公司不同，属于非金融机构，成立时需获得当地省级政府授权，目前监管部门主要为当地国资委、金融办等。此外，地方资产管理公司的“不良资产批量转让处置业务”的资质需要向银监会申请核准，而银监会出台的相关政策也会影响地方资产管理公司业务开展。

中国银监会公布的数据显示，截至 2017 年 12 月底，中国商业银行不良贷款余额进一步增长至 1.71 万亿元，商业银行不良贷款率上升到 1.74% 的高位。商业银行不良资产总量的不断攀升为不良资产管理行业的发展提供了空间。

2016 年 10 月，国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股的指导意见》，提出市场化银行债权转股是降低企业财务杠杆率、化解企业财务

风险的重要手段，也标志着新一轮市场化银行债权转股权大幕的开启。2016 年 12 月，国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，对债转股专项债券的发行等方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进市场化债转股进程。在国内企业杠杆率高企，债务风险不断上升的大背景下，本轮市场化银行债权转股权业务的重启也为资产管理公司提供了广阔的发展空间。

总体来看，未来中国金融资产管理业务有着较大的发展空间，但随着市场主体的多元化趋势，金融资产管理行业的竞争也将更加激烈。对于地方资产管理公司而言，由于主要是地方政府主导设立，在区域内的业务开展将会得到地方政府的支持，但受到成立时间短的因素影响，公司治理结构、人才队伍建设、业务经营理念及经验等方面仍需不断完善。

（3）小额贷款

在全球金融危机的影响下，国内的经济实体受到了难以避免的冲击，特别是中国的小微企业，资金链供给开始出现不同程度的问题，资金紧缺成为其生存所要面临的首要问题。2008 年 5 月 4 日，中国人民银行和银监会联合下发了《关于小额贷款公司试点指导意见》（以下简称“《指导意见》”），明确了民间借贷融资的正确方向，为解决当前小微企业融资难问题开辟了一个合规的渠道。随着《指导意见》的推出，小额贷款公司在全国范围内迅猛发展起来，行业规模急剧增长。

根据中国人民银行发布的《小额贷款公司数据统计报告》，截至 2017 年底，全国共有小额贷款公司 8551 家，同比去年减少 122 家；贷款余额 9799 亿元，同比去年增加 504 亿元。从机构数量来看，江苏省、辽宁省与河北省拥有最多小额贷款公司，分别为 629 家、559 家与 450 家。

从地区贷款余额来看，重庆市贷款余额为 1467.37 亿元，名列全国第一，同比去年增加 475.97 亿元，占全国比重 14.97%。贷款余额第二、第三名依次为江苏省和广东省，其中，江

江苏省932.72亿元，占全国比重9.52%；广东省855.60亿元，占全国比重8.73%。

传统小贷行业有业务模式门槛较低，可替代性较高的缺陷。金融机构中的农商行、消费金融公司以及类金融机构中的P2P公司的客户逐渐与小贷行业的定位客户发生重叠，且具备小贷公司所缺乏的竞争优势。此外，小贷公司的资产端风险收益较低。从信用风险的角度来看，小贷公司客户群体以小微企业和非征信人群为主，信用资质较差，同时受民间贷款利率限制，使得其风险收益不足以补偿信用风险。业务拓展方面，小贷公司规模扩张依赖线下拓展，受地域限制，难以实现跨省发展。但随物联网金融的快速发展，互联网小贷得以突破上述制约，具备业务空间大，运营成本低，发展潜力大等优势。

2008年，天津市政府办公厅下发了《天津市小额贷款公司试点暂行管理办法》，天津市的小额贷款公司试点正式开始实施。截至2017年底，天津市金融办批复开业小额贷款公司95家，较上年减少15家，注册资本金119.54亿元，同比略有下降。

整体看，中国传统小额贷款业务空间增速较低，业务可替代性高，风险收益低，发展受限。

（4）融资租赁

融资租赁是一种以设备为载体，集贸易、金融、租借为一体的特殊金融融资活动。具体是指出租人根据承租人对出售人和承租标的物的选择，向出售人购买标的物后提供给承租人使用，并向承租人收取租金和手续费的交易行为。它以出租人暂时受让租赁标的物的所有权并收取租金为条件，使承租人在租赁合同期内对租赁物拥有使用和获取权益的权利，是一种用特定程序把金融和贸易紧密结合起来的通过融物达到融资的方式。

根据由中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院等机构编写的《2017年中国融资租赁业发展报告》显示，截至2017年底，全国融资租

赁企业（不含单一项目公司、分公司、子公司和收购的海外公司）总数约为9090家，比上年底的7136家增加1954家。其中：金融租赁受中国银行业监督管理委员会审批步伐较往年有所放缓，截至2017年底为69家，较上年底增加10家；内资租赁276家，较上年增加72家；外资租赁约8745家，增速有所放缓。截至2017年底，全国融资租赁合同余额约60600亿元人民币，比2016年底增长13.7%，其中：金融租赁约22800亿元，内资租赁约18800亿元，外资租赁约合19000亿元。从企业地区分布情况来看，天津市金融租赁企业共11家，内资租赁企业79家，外资租赁1484家，占全国比重17.32%，排名靠前。

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。中国融资租赁市场渗透率仍远低于欧美发达国家15%~30%的水平，反映了融资租赁这一金融工具服务实体经济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。

总体看，近年来，融资租赁、小额贷款、创业基金等行业均实现快速增长；天津市出台各项政策，对产业金融服务行业提供明显支持。

2. 区域经济环境

根据《2017年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算2017年天津市生产总值

(GDP) 18595.38 亿元,比上年增长 3.6%。其中,第一产业增加值 218.28 亿元,增长 2.0%;第二产业增加值 7590.36 亿元,增长 1.0%;第三产业增加值 10786.74 亿元,增长 6.0%。三次产业结构为 1.2:40.8:58.0。服务业增加值比重继续升高。

2017 年天津市一般公共预算收入 2310.11 亿元。其中,税收收入 1611.71 亿元,占一般公共预算收入的比重为 69.5%,比上年提高 9.9 个百分点。从主体税种看,增值税 649.05 亿元,增长 42.4%;企业所得税 309.90 亿元,增长 11.3%;个人所得税 116.51 亿元,增长 20.4%。全年一般公共预算支出 3282.16 亿元。其中,社会保障和就业支出 458.92 亿元,增长 21.4%;教育支出 435.29 亿元,增长 0.2%。

2017 年天津市全年固定资产投资(不含农户) 11274.69 亿元,增长 0.5%。其中,第一产业投资 262.22 亿元,第二产业投资 3475.80 亿元,第三产业投资 7536.67 亿元。实体投资 6803.95 亿元,占全市投资的 60.3%。工业投资 3352.34 亿元,增长 3.8%。其中,工业优势产业投资增长 6.9%。“三新”产业投资 1926.15 亿元,增长 30.5%,占全市投资的比重为 17.1%,比上年提高 4.0 个百分点。其中,高技术服务业投资增长 66.6%。

跟踪期内,天津市经济保持稳定,为公司发展提供了良好外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至目前,公司注册资本为 291577.00 万元。天津津诚国有资本投资运营有限公司持有公司 65.72%股权,天津市泰达国际控股(集团)有限公司持有 34.28%的股权。公司实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模

公司是在天津市政府整合原行业相近、主业相关、优势互补的津投集团、天津国投和科

发投总公司三家国有企业的基础上成立的。重组之前,上述三家公司在股权投资、资本运营、小额贷款、融资租赁、资产管理、商贸物流等多个领域内积累了丰富的行业经验,重组合并后,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强有力的支持。

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批量收购处置金融企业不良资产的地方资产公司,自2016年12月起,子公司天津津融资产管理有限公司(以下简称“津融资产”)参与天津市金融企业不良资产收购处置业务。目前,公司与天津市商业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,进而开展金融企业不良资产收购与处置工作。目前,天津市多家银行拟与公司建立长期的战略合作,助推公司更快发展。公司已与天津市国资委所属的部分产业集团达成业务合作意向。

七、管理分析

跟踪期内,公司高级管理人员无变动,在管理制度、治理结构等方面无重大变动。

八、重大事项

津融资产引入战略投资人

津融资产于 2016 年 4 月成立,注册资本 10.00 亿元,由公司持有其 100%股权。根据银监会发布的《银监办便函[2016]2229 号》通知要求,自 2016 年 12 月 23 日起,津融资产被准予在天津市范围内开展金融企业不良资产批量转让工作,不再授权公司本部开展天津市范围内金融企业不良资产批量收购处置业务。2018 年 3 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 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(以下简称“星河投资”),天津东疆投资控股有限公司(以下简称“东疆投资”)。增资完成后公司对其持股比例为36.00%,邦信资产持股20.00%,星河投资持股19.50%,天津骏泰持股19.50%,天津东疆持股5.00%,仍由公司纳入合并范围。截至2018年4月底,增资款已经全部到位,2018年6月15日已完成工商变更。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到,本次津融资产引入战略投资者后,资本金规模进一步扩大,有利于其不良资产处置业务规模的拓展,未来业务竞争力有望提升。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以现代金融服务业(包括融资租赁、资产管理、小额贷款、创投等)为主,同时辅以房地产业务和商贸物流业务。

2017年,公司实现营业收入7.90亿元,同比增长15.67%,增长主要系本部处置投资性房地产所致。2017年,现代金融服务业收入占比提升至58.17%,为当期收入主要来源;受提香轩二期项目于2017年交房影响,房地产业实现收入1.13亿元;公司商贸流通业2017年实现收入1.95亿元,同比下降15.30%,主要系取消

了部分产品贸易所致,占营业收入比重24.63%。生产制造板块为公司辅业板块,竞争优势不明显,公司已于2018年退出该板块。

毛利率方面,2017年现代金融服务业受处置投资性房地产收入划分至现代金融服务业影响,毛利率同比略有增长,为73.62%;商贸物流业的毛利率同比下滑至9.65%;房地产板块毛利率同比增加18.38个百分点至80.90%,主要系提香轩二期成本较低所致。整体看,公司综合毛利率同比有所增长,为57.65%。

2018年1~9月,公司实现营业收入5.07亿元,同比变动不大;同期,公司综合毛利率为65.34%,同比提升7.69个百分点,主要系毛利较高的现代金融服务业占比提高所致。分板块来看,现代金融服务业收入同比下降3.92%,毛利率为75.09%,同比变化不大;房地产板块收入同比降幅较大主要是由于项目未达到收入结转条件所致,同期房地产毛利率大幅提升至96.28%,主要是毛利率较高的租金收入占比提升;商贸物流板块收入同比下降46.12%,主要系天津市科学器材公司(以下简称“器材公司”)出表,毛利率为6.97%。

总体看,跟踪期内,公司积极调整业务结构,主营业务不断向盈利能力较好的现代金融服务业聚焦,但受房地产业务结算周期影响有所波动。受盈利能力较强的现代金融服务业收入占比持续提升的影响,公司综合毛利率不断增强,处于较高水平。

表2 公司营业收入和毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 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	33660.57	33.63	78.08	33718.37	49.39	70.78	45941.51	58.17	73.62	40852.67	80.57	75.09
房地产业	49717.11	49.67	15.62	10181.24	14.91	62.52	11313.31	14.32	80.90	1978.08	3.90	96.28
商贸物流业	14422.90	14.41	13.10	22968.96	33.64	14.88	19454.10	24.63	9.65	7872.95	15.53	6.97
生产制造及其他	2290.34	2.29	73.63	1404.55	2.06	20.62	2273.00	2.88	19.50	--	--	--
合计	100090.92	100.00	37.59	68273.12	100.00	49.71	78981.92	100.00	57.65	50703.70	100.00	65.34

资料来源:公司提供

注:公司现代金融服务业包含集团本部的非金融收入,2017年含本部处置投资性房地产收入9282.6万元,实现处置收益8464万元。

2. 业务现状

(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，创业投资板块实现退出项目较少，收入规模进一步下降；2017年，资产管理板块实现收入1.32亿元，同比增长25.62%。融资租赁板块2017年同比进一步增长4.49%至1.77亿元。

2017年，小额贷款板块转让一家小额贷款公司，同时小贷板块实现转型，收入同比增长28.21%。2017年，现代金融服务业中其他业务实现收入1.17亿元，同比大幅增长，主要系本部处置投资性房地产所致。2018年1~9月，公司现代金融服务业实现收入4.09亿元，同比增长7.95%，其中，资产管理业务取得较快发展，占比提升至47.28%。

表3 现代金融服务业收入构成（单位：万元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年1-9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
创业投资	684.11	2.03	519.47	1.54	72.85	0.16	92.78	0.23
资产管理	10823.83	32.16	10478.57	31.08	13163.30	28.65	19313.23	47.28
融资租赁	13852.77	41.15	16973.67	50.34	17736.19	38.61	13684.10	33.50
小额贷款	5847.54	17.37	2553.82	7.57	3274.24	7.13	3814.71	9.34
其他	2452.32	7.29	3192.84	9.47	11694.93	25.46	3947.84	9.66
合计	33660.57	100.00	33718.37	100.00	45941.51	100.00	40852.67	100.00

数据来源：公司提供

注：本部资产业务、租金及利息收入均进入资产管理板块；本部处置投资性房地产收入在其他中体现。

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（原科发投总公司，以下简称“科技投资公司”）为运作主体。科技投资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发展，2006年成为第一批在天津市发改委备案的创投机构。

科技投资公司业务开展以来，全部采用股权直投的方式，累计投资额超7亿元。截至2018年9月底，公司创投板块有3家控股公司，14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。创投业务开展以来，公司累计获取投资收益12217.78万元，退出方式主要为上市退出及挂牌转让。2017年，创投板块收入规模下降明显，主要系2016年收入主要来自已经处置的天津创投之家有限责任公司。整体来看，公司创投板块项目主要以原科发投总公司在公司成立前投资的存量项目为主，投资培育期较长，实现退出企业数量较少，创投板块目前收益实现规模

较小。

未来公司创投板块计划以控股或参股的形式发起设立若干支基金，同时下设基金管理公司，负责基金的投资运作，打造创业投资公司品牌。基金经营模式为公司发起设立基金，并成为基金管理人收取基金管理费，基金管理费按照所管理基金资产净值的2%计算收取。

资产管理板块

资产管理板块是公司现代金融服务业的核心组成部分，主要由公司本部资产运营事业部、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。

资产管理板块业务主要分为政府项目存量不良资产处置（包括以债转股、收购债务、法律追偿、多样化出售、债权清收等业务模式开展）和金融企业不良资产处置业务。

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批量收购处置金融企业不良资产的地方资产公司，参与天津市金融企业不良资

产收购处置业务。2016年4月，津融资产成立，根据银监会发布的《银监办便函[2016]2229号》通知要求，自2016年12月23日起，津融资产被准予在天津市范围内开展金融企业不良资产批量转让工作，不再授权公司本部开展天津市范围内金融企业不良资产批量收购处置业务。截至2016年底，津融集团将不良资产收购处置业务全部移至津融资产运营，本部只负责政府项目存量不良资产处置。目前，政府项目的存量不良资产处置业务基本处于停滞状态，2015~2017年资产管理板块收入基本来自取得牌照后的金融企业不良资产处置。

①政府项目存量不良资产处置

截至2018年9月底，公司受托清理人民币资产及利息12.41亿元，大部分来源于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。主要的项目包括老国投为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债务，由于企业经营不善无力偿还该笔贷款，以债转股的形式偿还了其债务，老国投对其持股比例21.74%。

表4 截至2018年9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	-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	75551.76
	委托放款	58.02
	长期应收款	2946.00

资料来源：公司提供

②金融企业不良资产处置业务

目前，金融企业不良处置业务主要由津融资产开展，截至2017年底，津融资产的资产总额26.49亿元，权益总额10.59亿元，2017年实现收入6703.29万元，净利润5855.60万元（实现投资收益2051.50万元）。2018年6月，津融资产完成增资扩股，截至2018年9月底，津融资产的资产总额56.45亿元，权益总额35.85亿元；2018年1~9月，实现收入18213.16万元，净利润10597.82万元（实现投资收益2953万元），收入和利润的提升主要源于债务重组业务的开展。

由于公司不良资产处置业务尚处于成立初期，处置能力较弱，在市场化竞争日益激烈的不良资产行业，依托地缘优势和银行资源积极开展不良资产收购处置业务，截至2017年底，津融集团及津融资产公司累计收购各种不良资产约128亿元，由于市场竞争激烈，且不良资产包价格不断抬升，公司2018年1~9月未新增不良资产包。截至2018年9月底，除某资产包（3.81亿元）尚在处置过程中外，其他资产包均已处置完毕，平均处置周期在一年之内。

自2018年起，津融资产开展债务重组业务，主要是从非银机构承接债权，对债务的利率、期限及保证措施进行重新约定，并按合同分批或一次性确认收益。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。截至2018年9月底，公司累计实施债务重组项目32亿元，余额26亿元，期限为6个月至2年。

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。其中，津投租赁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。鑫源租赁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。

津投租赁成立于1996年，公司持股90%，

另外股东为威海同元创业投资有限公司（持股比例10%），津投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。津投租赁于2005年获得融资租赁牌照至今共开展项目124个，累计投放金额30.64亿元，累计实现收入2.52亿元。截至2017年底，津投租赁总资产为13772.6万元，净资产为9872.75万元，注册资本8200.00万元。2017年，津投租赁实现主营业务收入2112.39万元，同比下降44%，主要系业务到期后未有新投放所致，净利润495.54万元。截至2018年9月底，津投租赁总资产22548.1万元，净资产为19011.77万元。2018年1~9月，津投租赁实现主营业务收入690.13万元，净利润-63.94万元，同比减少526.71万元，主要系融资租赁合同普遍为三年，由于部分订单到期，且新订单业务还未开展导致。

表5 津投租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
基础设施/道路桥梁/轨道交通	26809.00	8600.00	--	--
汽车	2682.00	583.96	318.32	4069.25
机械设备	--	1195.63	1022.04	642.19
船舶	--	1067.19	592.89	237.15
合计	29491	11446.78	1933.25	4948.59

资料来源：公司提供

鑫源租赁成立于2014年12月，注册资本10亿元，实缴资本6.00亿元。公司原持股29.994%，2017年12月，鑫源租赁第二大股东天津天保租赁有限公司将其持有部分鑫源租赁股权转让给公司，股权转让完成后，公司现持有鑫源租赁股权42.5015%，仍为鑫源租赁第一大股东。鑫源租赁借助股东方优势围绕商业物业、基础设施、生产制造设备等开展业务。截至2017年底，融资租赁资产中基础设施等余额占比82%，其余集中在机器设备，占比18%，业务类型集中

度高。截至2017年底，鑫源租赁总资产为367553.00万元，净资产为36931.00万元。2017年，鑫源租赁实现主营业务收入1.57亿元，净利润2913.82万元。

截至2018年9月底，鑫源租赁总资产293898.06万元，净资产为64402.22万元。2018年1~9月，鑫源租赁实现主营业务收入12993.97万元，同比增长10.51%；净利润3385.01万元，同比增长29.98%。考虑到鑫源租赁大部分的租赁业务将于2018年还款，2018年有一定项目续接压力，未来公司将逐步转型，进一步拓宽承租对象。2017年，公司融资租赁板块通过与各类机构合作储备了一批轨道交通、高速公路、城市快速路、医疗养老、节能减排等租赁项目，重点选取外部评级AA以上目标客户、所处行业龙头企业，以及拥有优质标的物（核心城市核心区域商业物业）的客户作为承租人。现已与相关潜在承租人进行了深入洽谈，达成合作意向。2018年1~9月，鑫源租赁实现项目投放9.10亿元，主要为港口项目和码头设施等。

表6 鑫源租赁近年来分行业资产余额（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年9月
商业物业	--	3915.90	2331.94
基础设施	215091.00	210065.42	206981.43
生产制造设备	20771.00	40830.03	64945.80
合计	235862.00	254811.40	274259.17

资料来源：公司提供

目前，租赁板块主要以售后回租（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，平均租期2~3年，还本付息方式包括一次性还本付息、按季度还本付息及半年还本付息，目前业务均有担保，发展至今未出现逾期情况。2017~2018年9月，租赁板块融

资收回金额分别为11.79亿元和8.50亿元；2017~2018年9月，租赁板块融资租赁投放额分别为10.83亿元和9.33亿元，投放量不断下滑，主要是资金回笼需要时间且处在业务转型期所致，2017~2018年是项目资金回笼高峰，在新

业务承接方面，鑫源租赁将更多承接市场化项目。

融资来源方面，融资租赁业务资金来源主要包括银行借款、关联公司借款及股东投资。

表7 近年来融资租赁板块融资来源及成本（单位：万元、%）

	2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	金额	占比	成本	金额	占比	成本	金额	占比	成本
银行借款	104200.00	97.20	基准或上浮 5%	97200.00	100.00	平均基准上浮 2%	52900.00	84.76	基准利率
关联公司借款	3000.00	2.80	基准或上浮 5%	--	--	--	--	--	--
股东投资	--	--	--	--	--	--	9513.00	15.24	--
合计	107200.00	100.00	--	97200.00	100.00	--	62413.00	100.00	--

资料来源：公司提供

小额贷款板块

截至2018年9月底，公司旗下的小贷业务板块共包括三家小额贷款公司，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60%）、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%）。2017年8月，公司转让天津国投科技小额贷款有限公司（以下简称“科技小贷”）45%股权，转让价格9388.40万元，产生收益约380万元，剩余15%股权，不再并表。2016年科技小贷资产总额21204.60万元，其中不良小贷规模6800万元，权益20878.95万元，营业收入919.53万元，利润总额1397.77万元。

2014年集团组建了天津津融小贷管理有限公司，后更名为天津津融国恒金融服务集团有限公司（以下简称“国恒金服”），2015年11月将旗下全部小贷公司纳入国恒金服，对板块业务进行整合梳理，根据客户群体划分贷款种类，小贷公司主要面向科技型中小企业、小微企业主、个体工商户、农户、创业人群等发放贷款。小贷公司主要业务模式有：①流动资金贷款，

借款主体将其作为银行贷款的补充，用以弥补银行贷款的不足，此类贷款多为3~6个月，容易形成长期客户，循环贷款。②2016年以来，公司积极推动业务转型，开展双创贷款业务，主要面向小微企业、小微企业主和个体工商户，目前双创贷款业务均以个人资产作为担保，业务风险相对可控。

公司根据《关于小额贷款公司试点的指导意见》（银监发[2008]23号）、《关于印发天津市小额贷款公司试点暂行管理办法的通知》（津政办发[2011]70号）、按照《关于金融企业贷款损失准备金企业所得税税前扣除有关政策的通知》（财税[2015]9号）的相关管理规定，建立了审慎规范的资产分类制度和拨备制度，公司每年年末按年末贷款余额的1%计提准备金。公司放贷资金全部为自有资本金及资产转让资金，国恒金服贷款利率执行国家相关规定，利率区间约为7.2%~11.4%。

截至2017年底，小贷板块资产规模合计9.40亿元，2017年实现营业收入3405.87万元，同比上升32.89%；利润总额3107.44万元，同比下降28%，主要系转让科技小贷公司及转型所致。截至2017年底，三家小贷公司贷款余额

89034.78万元。2017年，累计新增发放贷款71223万元，累计回收贷款本金12968.89万元，收回贷款利息2363.33万元。截至2018年9月底，三家小贷公司累计出现逾期不良小贷规模12193.43万元，均为2016年前历史遗留不良，其中已计提损失规模11662.17万元，不良类小

贷中无抵押占比92.24%。公司对不良贷款进行了系统梳理，区分清收优先级，完善各不良贷款相关法律措施，对重点项目密切跟踪，拟定清收方案，配合法院保证案件执行进度，目前无抵押不良小贷可回收性不确定。

表8 公司控股小额贷款公司2017年度经营指标

(单位: 万元)

项目	滨海小贷	融顺小贷	君盛小贷	子公司合计	国恒金服	差额表	板块合计
资产总额	8163.09	9907.17	21207.56	39277.82	85962.58	-31279.05	93961.36
负债总额	13.39	50.47	7024.33	7088.19	39532.76	-6999.76	39621.20
净资产	8149.70	9856.70	14183.23	32189.63	46429.82	-24279.29	54340.16
营业收入	361.66	631.08	1378.15	2370.89	1589.71	-554.73	3405.87
利润总额	253.06	893.75	1258.15	2404.96	614.92	87.56	3107.44
净利润	189.56	670.51	941.28	1801.35	450.30	0.71	2252.36

资料来源: 公司提供

(2) 房地产业务

公司目前从事的房地产业务有3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及天津金厦投资有限公司（下称“金厦房地产”），其中房地产板块收入主要来自金厦房地产的提香轩项目，同时，公司有部分自持房产进行出租，收入占比21%左右。

提香轩项目位于天津市宝坻区广阳路北侧、津围公路西侧，主要为住宅项目，分二期开发，其中一期项目总投资4.15亿元，截至2016年底已投资3.96亿元，项目建设期3年，已于2013年开始预售，目前已全部销售并竣工交房。二期项目总建筑面积30151平方米，项目总投资2.00亿元，建设期2年，公司已全额支付地价5340万元，项目于2016年4月开工，当年10月开始预售，截至2016年底已全部销售完毕。

表9 金厦房地产经营数据

(单位: 万元、平方米)

项目	2016年	2017年	2018年1-9月
房地产开发完成	37825.00	7902.38	15020.63

投资			
房屋竣工面积	--	30654.92	--
房屋销售面积	33576.00	893.06	--
土地储备情况	260000.00	260000.00	--
实际销售额	37340.00	1813.95	--
净利润	612.00	2777.00	-79.44

资料来源: 公司提供

注: 实际销售额包括当年销售收回金额加上结转以前年度的收入。

2017年，金厦房地产房屋竣工面积大幅增加3.07万平方米，主要是提香轩二期竣工带动增加。截至2018年9月底，金厦房地产在建项目土地面积为26.00万平方米，土地成本3.20亿元，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，工程总投资预计14.20亿元，截至2018年9月底已投资5.16亿元，项目建设期2年，目前已取得土地证，已取得C区建设规划证及施工许可证办理，B区总包招标已开标，2018年4月开工，2018年四季度已开盘销售，2020年二季度竣工。

(3) 商贸物流业务

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（以下简称“久盛机电”）、器材公司、天津市轻化进出口公司（以下简称“轻化进出口”）和天津天津市津投金盈国际贸易有限公司（以下简称“金盈国际”）等公司经营，目前公司主要经营国内贸易。

久盛机电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、有

色金属及黑色金属等的批发、零售等；器材公司主要从事各类仪器的贸易；轻化实业主要从事设备、轻化产品的贸易等；金盈国际主要从事有色金属及黑色金属等的批发、零售等。

从收入来看，2017年，公司商贸物流业务收入为1.95亿元，营业收入占比为24.63%。2017年，公司贸易业务不再进行技术设备贸易，收入规模有所下降。

表 10 近年来公司贸易板块主营产品经营情况（单位：万元、%）

主营产品	2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	1847.51	0.08	--	--	--	--
木材、金属材料、药材	1341.44	5.12	3128.55	2.95	360.39	16.02
仪器设备	3349.53	19.53	4212.21	10.23	2618.21	3.33
技术设备	--	--	--	--	--	--
空调、小家电	11963.95	3.19	9550.37	2.84	3033.59	2.44
合计	18502.43	--	16891.13	--	6012.19	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司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。截至2018年9月底，公司在建项目尚需投资规模较大，存在对外融资需求。

十、财务分析

公司提供的2017年财务报告已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司提供的2018年前三季度财务数据未经审计。

2017年，公司合并范围新增子公司1家，为天津津融国金投资有限公司；不再纳入合并范围的子公司5家，分别为天津国投科技小额贷款有限公司、天津市万博咨询有限公司、天津市金宝公司、天津市黄金公司和天津市立津经济发展公司。2018年1~9月，公司不再纳入合并

范围的子公司2家，包括天津市金润天太阳能科技有限公司，以及被本部吸收合并的天津海华实业发展有限公司。公司合并范围对财务影响不大，财务可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额为 189.34 亿元，所有者权益 54.47 亿元（含少数股东权益 6.09 亿元）；2017 年度公司实现营业收入 7.90 亿元，利润总额 2.16 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额为 206.53 亿元，所有者权益合计为 78.52 亿元（其中少数股东权益 30.36 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 5.07 亿元，利润总额 1.92 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 189.34 亿元，同比略增 2.51%，其中，流动资产占 25.37%，非流动资产占 74.63%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产同比下降 10.78%至 48.04 亿元，以货币资金（占 16.05%）、交易性金融资产（占 37.91%）、存货（占 14.13%）和其他流动资产（占 19.10%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 7.71 亿元，同比大幅下降 52.05%，主要系金融板块开展业务所致，其中使用受限的货币资金 1.05 亿元，主要系银行承兑汇票保证金及信用保证金，受限资金占比小。

截至 2017 年底，公司交易性金融资产同比增长 147.14%至 18.22 亿元，主要为债务投资工具 10.89 亿元以及其他投资 5.38 亿元（包括购买短期信托理财和信托产品）。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 3.35 亿元，同比大幅下降 45.46%，主要系计提单项金额重大的其他应收款坏账准备 2.35 亿元所致，系公司根据谨慎性原则计提天津钧鹏房地产开发有限公司坏账准备 2.24 亿元（计提比例 55%）。公司其他应收款账面余额以单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款为主，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额中，3 年以上占 67.38%。整体看，公司其他应收款账龄偏长，发生坏账风险较高。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 6.79 亿元，同比增长 13.46%，主要是房地产板块开发成本。公司计提存货跌价准备 0.01 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产同比大幅增长 152.59%至 9.18 亿元，主要为短期贷款由上年底 4.32 亿元增至 8.90 亿元所致，计提贷款损失准备 1.31 亿元，贷款损失准备同比减少 0.75 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 141.30 亿元，同比增长 7.98%，以可供出售金融资产（占 41.86%）、长期应收款（占 25.14%）和其他非流动资产（占 25.35%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 59.14 亿元，同比增长 26.35%，其中按公允价

值计量的权益工具 18.63 亿元；按成本法计量的权益工具 40.74 亿元，主要是渤海证券 10.44 亿元、信托产品 19.16 亿元，其他投资较为分散。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产中天津银行股权存在 50%质押。

截至 2017 年底，公司长期应收款 35.52 亿元，同比增长 43.74%，主要为融资租赁款。公司累计计提坏账 0.02 亿元。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 35.83 亿元，同比下降 30.05%，主要系不良资产包处置完毕下降所致；其他非流动资产主要包括受托清理资产 14.62 亿元、受托清理利息 6.39 亿元、待处置资产项目 8.17 亿元以及金融资产不良资产包 3.81 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额为 206.53 亿元，较 2017 年底增长 9.08%，流动资产占 28.34%，非流动资产占 71.66%，流动资产占比略有上升。公司流动资产中，货币资金 8.64 亿元，较 2017 年底增长 12.12%；交易性金融资产 11.49 亿元，较 2017 年底下降 36.90%，主要系短期理财到期，构成主要为 8.98 亿元短期信托理财和 1.70 亿元信托产品投资；其他流动资产 1.16 亿元，较 2017 年底大幅下降 8.02 亿元，主要系当期小贷借款未在本科目，而在短期贷款科目核算。公司非流动资产中，可供出售金融资产较上年底减少 17.12 亿元至 42.02 亿元，主要系公司季报将部分可供出售金融资产列报在持有至到期投资所致，其构成主要包括 10.90 亿元天津银行股份有限公司和 10.44 亿元渤海证券股份有限公司；持有至到期投资较上年底增长 32.07 亿元，新增较多主要系公司下属资产管理公司开展债务重组业务所致；长期应收款 34.04 亿元，较上年底变动不大，其构成除应收融资租赁款 27.73 亿元外，还包括尚未处置的不良资产 3.82 亿元和质押给齐鲁银行的大额存单 2.50 亿元（2018 年年报中均将列报在其他非流动资产科目中）；其他非流动资产下降至 29.15 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 8.14 亿元。

跟踪期内，公司资产构成以非流动资产为主，可供出售金融资产中的股权质量较好，公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益54.47亿元，较上年底减少6.30%；其中，实收资本占53.53%、资本公积占5.67%、盈余公积占2.41%、未分配利润占8.93%、其他综合收益占18.27%，少数股东权益占11.19%。截至2017年底，其他综合收益同比下降24.89%，主要系天津普林公允价格波动所致。截至2018年9月底，公司所有者权益增加至78.52亿元，系少数股东权益由上年底的6.09亿元增至30.36亿元，系津融资产引入战略投资者所致。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2017年底，公司负债总额为134.87亿元，同比增长6.55%，其中，流动负债占45.72%，非流动负债占54.28%。

截至2017年底，公司流动负债合计61.66亿元，同比下降12.10%，主要系其他应付款大幅下降所致；构成以短期借款（占16.04%）、应付账款（占18.54%）、其他应付款（占19.20%）和其他流动负债（占45.72%）为主。

截至2017年底，公司短期借款9.89亿元，同比下降24.37%，均为信用借款。

截至2017年底，公司应付账款11.43亿元，同比大幅增长420.97%，主要系鑫源租赁的保理业务9.80亿元。从账龄来看，公司一年以内的应付账款占89.57%，3年以上占9.33%。

截至2017年底，公司其他应付款11.84亿元，同比大幅下降51.57%，主要系不良资产收购业务款项支付所致。从账龄看，1年以内占18.13%、1~2年占46.48%、2~3年占2.30%、3年以上占33.09%。

截至2017年底，公司其他流动负债21.90亿元，同比增长23.18%。其中，待结利息12.96亿

元²（主要包括人民币利息3.29亿元和美元利息9.53亿元）和短期应付债券8.00亿元，分别为一般短期融资券“17津融投资CP001”和“17津融投资CP002”。

截至2017年底，公司非流动负债为73.21亿元，同比增长29.74%，主要为长期借款（占77.41%）和应付债券（占16.39%）。

截至2017年底，公司长期借款为56.67亿元，同比增长47.99%，主要为中国人民银行再贷款（2002年为解决各省地方信托公司问题而形成的政策性资金拨付）18.99亿元（不占授信额度）、保证借款18.03亿元和信用借款11.46亿元。公司应付债券规模不变，截至2017年底为12.00亿元，为公司于2015年发行的“15津融集团债/15津融债”（5+2年）。

截至2017年底，公司全部债务87.96亿元，同比增长15.40%，其中，长期债务68.67亿元，同比增长36.54%，短期债务19.30亿元，同比下降25.60%。从债务指标来看，截至2017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71.23%、61.76%和55.77%，同比分别上升2.70、5.02和9.38个百分点。

截至2018年9月底，公司负债合计128.01亿元，较2017年底有所下降。其中，流动负债占35.17%，非流动负债占64.83%，流动负债占比进一步下降。公司流动负债中，短期借款较2017年底减少7.89亿元至2.00亿元，均为信用借款；应付账款大幅下降至1.20亿元；其他科目变动主要系列报原因。公司非流动负债83.00亿元，较2017年底增加9.79亿元，主要是长期借款的增加，其中，信用借款较上年底增长111.23%至24.21亿元。

截至2018年9月底，公司全部债务92.90亿

²待结利息系2002年6月国务院批准由人民银行向老国投提供的专项贷款，即“再贷款”，贷款期限8年，贷款利率2.25%，由天津市政府提供担保，为政策性资金拨付，该部分负债对应公司受托清理资产和受托清理利息，其清收回款是偿还再贷款的资金来源，由于待处置资产形成原因复杂，部分债权已转为股权，短时间内大规模收回各类债务的可能性很低，核销须经政府相关部门批准。因而人民银行对该类再贷款未设归还时限，8年贷款期限到期后，不再计提利息。

元,较2017年底略有增长,其中,长期债务较上年底增长10.12亿元至78.79亿元;短期债务14.11亿元,较2017年底下降26.87%。截至2018年9月底,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61.98%、54.20%和50.09%,较2017年底分别下降9.25、7.56和5.68个百分点。

总体看,跟踪期内,公司负债以非流动负债为主,随公司业务扩张,债务负担不断加重,并向长期债务倾斜,债务结构有所优化。

3. 盈利能力

2017年,公司实现营业收入7.90亿元,较上年增长15.69%,主要系公司本部处置和持有投资性房地产所致。

2017年,公司期间费用共计4.56亿元,较上年无明显变化,期间费用率由2016年的67.04%降至57.75%,其中,财务费用为1.65亿元,同比下降13.17%,系利息支出下降所致。公司费用控制能力弱。

2017年,公司资产减值损失3.23亿元,同比大幅增加3.35亿元,主要系计提其他应收款中天津钧鹏房地产开发有限公司的坏账损失2.24亿元所致。

2017年,公司实现投资收益5.34亿元,同比增长70.43%,其中,包括持有至到期投资在持有期间的投资收益1.45亿元,处置可供出售金融资产取得投资收益1.22亿元。公司投资收益对利润贡献大,以处置资产取得的投资收益为主。

2017年,公司实现利润总额2.16亿元,较上年保持相对稳定。从利润相对指标来看,2017年,公司营业利润率达到56.08%,呈上升态势。从盈利指标来看,2017年,公司总资产收益率为2.53%,同比略有下降;净资产收益率为3.27%,同比有所增长。

2018年1~9月,公司实现营业收入5.07亿元,同比变动不大;实现投资收益1.85亿元,同比下降32.23%,实现利润总额1.92亿元,同

比有所增长,营业利润率为63.91%,较2017年提升7.83个百分点。2018年1~9月,公司期间费用累计3.49亿元,同比增长13.68%,占营业收入的68.85%。

跟踪期内,公司营业收入有所提升,期间费用对利润影响大,利润构成以处置和持有资产取得的收益为主,投资收益稳定性一般。

4. 现金流及保障

经营活动方面,2017年,公司经营性现金流入为46.98亿元,同比大幅下降63.48%,其中,销售商品、提供劳务收到现金同比增长81.48%至37.17亿元;收到其他与经营活动有关的现金规模大幅下降,由2016年的108.08亿元降至9.78亿元,主要系2017年资产业务划转到销售商品、提供劳务收到的现金里核算。2017年,公司经营性现金流出同比下降48.63%至58.60亿元,其中,购买商品、接受劳务支付的现金同比增长78.99%至47.82亿元,支付其他与经营活动有关的现金由2016年的84.62亿元降至7.63亿元,主要是由于收购不良资产包核算科目调整所致。2017年,公司经营活动产生的现金流量净额为-11.62亿元,由正转负,主要系收购资产包规模大幅下降所致;现金收入比为470.60%。

投资活动方面,2017年,公司收回投资收到的现金及投资支付的现金大幅增长,分别为258.15亿元和267.81亿元,主要是由于进行短期理财并在当年收回投资所致;受上述科目带动,公司投资活动现金流入及流出规模同比大幅提高,分别为262.87亿元和268.21亿元;投资活动产生的现金流量净额同比减少2.13亿元至-5.34亿元。

筹资活动方面,2017年,公司筹资活动现金流入同比下降13.03%至37.64亿元,主要为取得借款收到的现金29.63亿元,同比下降24.57%;筹资活动现金流出主同比下降36.38%至29.78亿元,主要为偿还债务支付的现金25.64亿元,同比下降37.21%;筹资活动现金流量净

额为7.86亿元，同比增加11.38亿元。

2018年1~9月，公司经营性现金流入和流量净额分别为27.98亿元和-7.36亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、提供劳务支付的现金分别为13.44亿元和14.92亿元；公司投资性现金流入和流量净额分别为129.96亿元和-18.52亿元，其中收回投资收到的现金与投资支付的现金分别为127.68亿元和147.81亿元；公司筹资活动现金流入为49.79亿元，公司筹资活动产生的现金流净额为26.95亿元。

总体看，公司经营活动现金流受资产收购及回收波动较大，经营活动及投资活动存一定资金缺口，存在对外融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为77.91%和66.90%。截至2018年9月底，上述两项指标分别增至130.01%和112.07%。公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为4.27亿元，较上年保持相对稳定；公司EBITDA利息倍数为2.35倍；全部债务/EBITDA为20.61倍。整体看，受债务规模增加的影响，公司对长期债务偿还能力一般。

截至2018年9月底，公司无对外担保。

截至2018年9月底，公司本部及下属子公司在各银行的授信额度总计为82.84亿元，已使用额度43.23亿元，未使用额度39.61亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 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2018年12月14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。

7. 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强。

十一、存续期间债券偿债能力分析

截至2018年9月底，公司存续期内短期融资券为“18津融投资CP001”和“18津融投资CP002”发行额度共8亿元。

截至2017年底，公司剔除使用受限后的现金类资产对一年内到期的债券（8.00亿元）的保障倍数为3.11倍；2017年经营活动现金流入量对应付债券的保障倍数为2.35倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力较强；经营活动现金流入量对应付债券的保障能力较强。

表11 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.11
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.35
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.58
EBITDA/应付债券余额	0.21

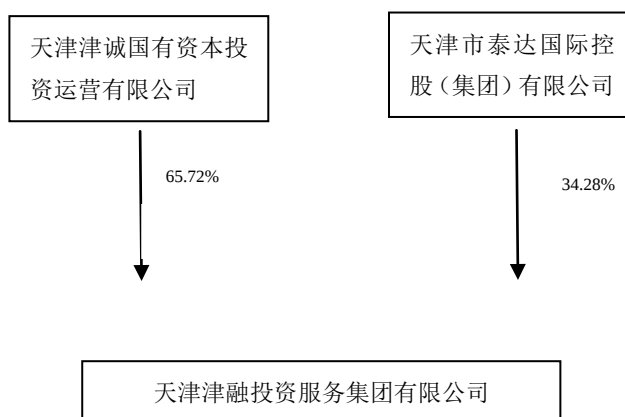
资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

注：现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

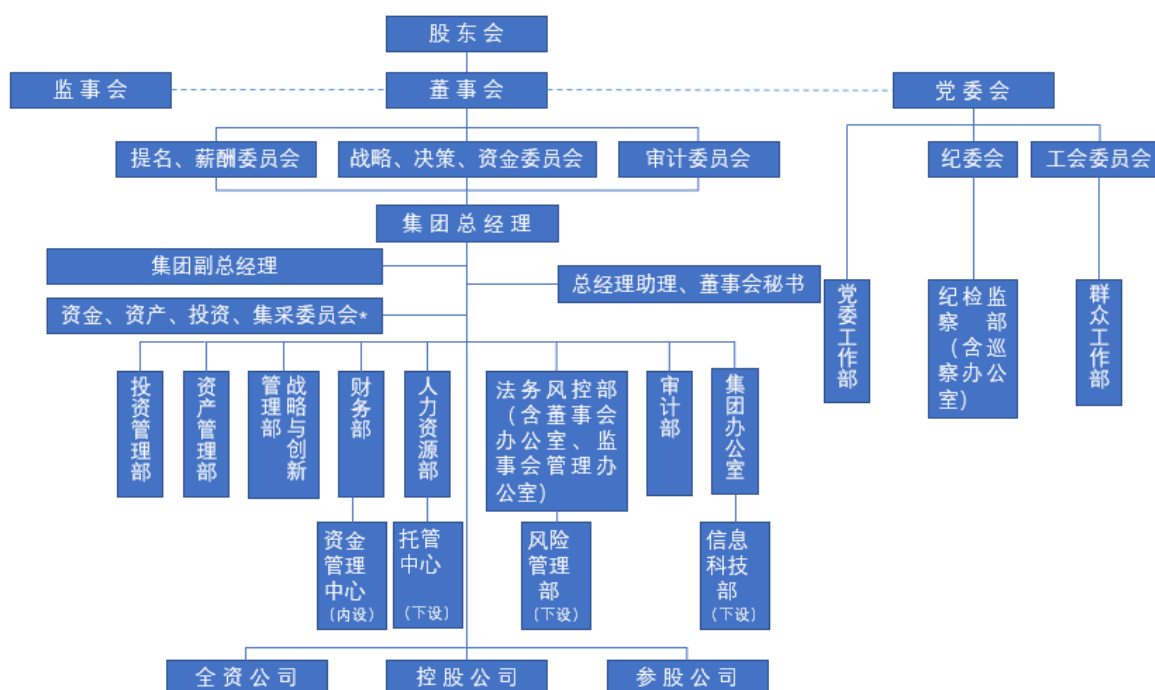
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，“18津融投资CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.57	23.45	25.94	20.14
资产总额(亿元)	156.04	184.71	189.34	206.53
所有者权益(亿元)	50.84	58.13	54.47	78.52
短期债务(亿元)	29.59	25.94	19.30	14.11
长期债务(亿元)	42.39	50.29	68.67	78.79
全部债务(亿元)	71.98	76.23	87.96	92.90
营业收入(亿元)	10.01	6.83	7.90	5.07
利润总额(亿元)	1.85	2.09	2.16	1.92
EBITDA(亿元)	3.09	4.36	4.27	--
经营性净现金流(亿元)	-17.06	14.57	-11.62	-7.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.69	2.74	4.47	--
存货周转次数(次)	1.63	0.83	0.53	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	93.42	299.99	470.60	265.04
营业利润率(%)	29.88	47.42	56.08	63.91
总资本收益率(%)	1.86	2.66	2.53	--
净资产收益率(%)	2.54	2.69	3.27	--
长期债务资本化比率(%)	45.47	46.40	55.77	50.09
全部债务资本化比率(%)	58.61	56.73	61.76	54.20
资产负债率(%)	67.42	68.53	71.23	61.98
流动比率(%)	51.92	76.76	77.91	130.01
速动比率(%)	48.10	68.23	66.90	112.07
经营现金流动负债比(%)	-28.82	20.77	-18.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.10	2.17	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.26	17.49	20.61	--

注：2018 年前三季度财务数据未经审计；其他流动负债中的短期融资券计入短期债务。

附件 3 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-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 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息