

信用等级公告

联合[2016] 353 号

联合资信评估有限公司通过对天津渤海国有资产经营管理有限公司及其拟发行的 2016 年度 36 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

天津渤海国有资产经营管理有限公司

主体长期信用等级为

AAA

天津渤海国有资产经营管理有限公司

2016 年度 36 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年三月九日

天津渤海国有资产经营管理有限公司

2016 年度 36 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 品种一: 30 亿元; 品种二:
6 亿元

本期债券期限: 品种一: 7 年; 品种二: 10 年

偿还方式: 按年付息, 品种一存续期内第 3~7
年末每年偿还本金的 20%; 品种二
存续期内第 3~6 年末每年偿还本金
的 10%, 第 7~10 年末每年偿还本金
的 15%。

发行目的: 旧城区改造工程及补充流动资金

评级时间: 2016 年 3 月 9 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	1008.09	1032.25	1385.62
所有者权益(亿元)	555.15	568.83	685.97
长期债务(亿元)	127.08	176.11	311.60
全部债务(亿元)	346.72	336.77	508.82
营业收入(亿元)	201.15	243.29	318.85
利润总额(亿元)	11.09	12.01	16.85
EBITDA(亿元)	24.77	25.69	39.34
经营性净现金流(亿元)	10.35	-8.08	22.70
营业利润率(%)	23.02	20.02	17.90
净资产收益率(%)	1.68	1.65	1.87
资产负债率(%)	44.93	44.89	50.49
全部债务资本化比率(%)	38.44	37.19	42.59
流动比率(%)	127.00	150.67	163.15
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	13.11	12.93
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.90	1.60
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.69	0.71	1.09

注: 短期债务考虑了其他流动负债中的委托债券融资和融资回购,
长期债务中考虑了长期应付款中的贷款和其他非流动负债中的
应付融资租赁款。

分析师

马 栋 徐 璨

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

联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)对天津渤海国有资产经营管理有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为天津市国有资产运营管理重要主体之一,在推动天津市国有企业改革以及扶持优势产业发展方面具有重要作用,得到天津市政府大力支持,同时公司业务多元化,资产规模大,抗风险能力强等方面拥有综合优势。同时,联合资信也关注到公司下属公司众多,对其管控能力较弱,医药板块面临基本药物销售价格下行和中药成本高企的压力等因素对公司信用水平的不利影响。

未来,随着天津市经济、财政实力的持续增长,公司在推动天津市国有企业改革及国有经济布局调整中的地位将不断提升,公司有望继续得到天津市政府的大力支持,整体抗风险能力有望提升。

公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力较强,同时考虑到地方政府对公司支持力度大,分期偿还能够降低未来集中兑付压力。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 作为天津市大型产业投资及国有经营实体,公司得到天津市政府在资金、股权划拨等方面的大力支持。
2. 公司业务多元化,其中医药板块竞争实力较强,核心产品市场占有率高,市场地位稳固。
3. 受医药业务增长和津联集团并表影响,公司收入快速增长,利润总额持续增长。
4. 公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。

关注

1. 公司下属子公司众多，且多采用股权划转方式取得，对部分子公司管控能力较弱，管理难度较大。
2. 公司投资性房地产规模较大，且目前公司的大多数土地建设项目尚处于整理期。
3. 医药板块面临基本药物销售价格下行和中药材价格高企的压力，盈利能力有所弱化。

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）与天津渤海国有资产经营管理有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津渤海国有资产经营管理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，未因天津渤海国有资产经营管理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渤海国有资产经营管理有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天津渤海国有资产经营管理有限公司 2016 年度 36 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”）成立于 2008 年 5 月，由天津市国资委批准并出资组建，具有国家授权投资机构职能。公司作为天津市重要的国有资产运营管理主体，主要承担对天津市重大产业进行投资和经营国有资产等职能，代表天津市国资委对公司所属国有资产进行经营管理，落实天津市委市政府的产业投资战略结构调整导向，作为融资主体以市场方式进行资本运作，增强天津市国有经济的盈利能力和持续发展能力。经过天津市国资委对公司五次增资，截至 2015 年 9 月底，公司注册资本增加至 114.50 亿元。公司的全资控股股东为天津津联投资控股有限公司，天津津联投资控股有限公司的全资控股股东为天津市国资委。公司的实际控制人为天津市国资委。

公司经营范围为：资产收购；资产处置及相关产业投资；国有产（股）权经营管理；土地收购、储备、整理（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。

截至 2015 年 9 月底，公司下设资产管理部、财务部、风险审计部、土地整理部、地产开发部\办公室等 6 个职能部门；下属二级子公司 14 家。

截至 2014 年底，公司资产总额为 1385.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益 121.81 亿元）685.97 亿元；2014 年公司实现营业收入 318.85 亿元，利润总额 16.85 亿元。

公司注册地址：天津市河西区友谊北路 61 号银都大厦 5 层；法定代表人：于学昕。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 36 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），品种一为 30 亿元，7 年期；品种二为 6 亿元，10 年期。

本期债券采用固定利率形式，票面利率为

Shibor 基准利率加上基本利差，Shibor 基准利率为发行公告日前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）公布的一年期 Shibor（1Y）利率的算术平均数，基准利率四舍五入保留两位小数。品种一和品种二均采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券每年付息一次，两个品种均从第三年末设置提前偿付条款。品种一在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末每年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金；品种二在债券存续期的第 3、4、5、6 年末分别按照债券发行总额 10% 的比例偿还债券本金，在债券存续期的第 7、8、9、10 年末分别按照债券发行总额 15% 的比例偿还债券本金。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金合计 36 亿元，其中 32 亿用于解放南路老工业区第一、四片区旧城区改造工程；4 亿用于补充流动资金。募集资金使用分配情况见表 1。

表 1 募集资金使用分配表

项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金（亿元）	募集资金占投资总额比例（%）
解放南路老工业区第一片区旧城区改造工程	582721.21	21.00	36.04
解放南路老工业区第四片区旧城区改建工程	322057.78	11.00	34.16
补充流动资金	--	4.00	--
总计	--	36.00	--

资料来源：公司提供

项目 1：解放南路老工业区第一片区旧城区改造工程项目

（1）项目概况

解放南路老工业区位于天津市市区南部，兴建于上世纪 50 年代，曾是天津市著名的工业区，聚集了轧一钢铁、电机总厂、市工具厂、

市化工机械厂等著名工业企业，为当时天津市经济发展做出过巨大贡献。随着时间的推移，城市建设、经济社会发展不断加快，特别是天津市工业战略东移的实施，位于解放南路老工业区的一些企业陆续迁出或停产，使该工业区逐步走向没落。

目前，工业区内工业企业与居住片区相混杂，现有多数厂房、仓库建于上世纪 50、60 年代，建筑多为砖木、砖混结构，年久失修，大多比较破败，存在安全隐患；居住片区分布于工业企业周边，大多建于上世纪 60、70 年代，多为平房，1976 年地震后经统一加固，但由于长期使用加之自然因素，存在较大安全隐患，部分已被列为危房，大多无集中供热、燃气等配套设施，供排水配套实施多为后期改建，管网普遍老化。由于该区域建筑面貌尤显破败，危房集中，基础设施落后，环境脏乱，居民改善居住条件和生活环境的愿望极为强烈。

本项目拟对该区域第一片区进行旧城改造，工程规划用地范围：东至规划路西侧红线，南至现有企业南侧厂界，西至解放南路中心线，北至黑牛城道中心线，占地 42.95 公顷；主要内容：项目区域内房屋征收拆迁、道路工程、排水工程及绿化工程等，其中征收房屋总面积 23.51 万平方米，共计 129 户，新建及改建道路 8 条，总长度 4.66 公里，随道路安装路灯 282 基、敷设雨水管线 11.17 公里、污水管线 6.7 公里，总绿化面积 5530 平方米。

（2）项目审批情况

项目目前已经获得天津市发改委核准，并通过环境影响评估，具体批复文件包括：《市发展改革委关于同意天津渤海建设投资有限公司解放南路老工业区第一片区旧城区改建工程核准的通知》（津发改许可〔2013〕228 号）；《市环保局关于对解放南路老工业区第一片区旧城区改建工程环境影响报告书的批复》（津环保许可函〔2013〕138 号）；《天津市国土资源和房屋管理局行政许可事项建设项目用地预审报告》（2013 建预申字 86 号）。

（3）项目进度情况

该项目于 2014 年开工，目前已完成项目所在区域企业及住户搬迁和土地平整工作，募集资金主要用于沉淀资金置换。

（4）项目经济效益分析

本项目收入来源为项目区土地出让收益及大配套费返还，项目成本中道路工程、照明工程、排水工程等基础设施费用由大配套费返还，其余投资（即房屋征收及补偿费用）靠土地出让收益平衡。

本项目可用于出让的土地为 19.03 公顷，包括居住用地 9.63 公顷，商业用地 9.40 公顷。根据天津天乐国际工程咨询设计有限公司测算，本项目土地出让收益为 573402 万元，再加上大配套费返还将足以覆盖项目的总投资额，保证解放南路老工业区旧城区改造工程的顺利建设。

项目 2：解放南路老工业区第四片区旧城区改建工程项目

（1）项目概况

本项目拟对解放南路老工业区第四片区进行旧城改造，工程规划用地范围：东至规划路西侧红线，南至黑牛城道中心线，西至洪泽路西侧红线，北至大沽南路中心线，占地 28.24 公顷；主要内容：项目区内房屋征收拆迁、道路工程、排水工程及绿化工程，其中征收房屋总面积 6.26 万平方米，共计 674 户，新建及改建道路 5 条，总长度 2.185 公里，随路安装路灯 128 基、敷设雨水管线 5.57 公里、污水管线 3.61 公里，绿化面积 1688 平方米。

（2）项目审批情况

项目目前已经取得天津市发改委的核准通知并通过了环境影响评估，具体文件包括：《市发展改革委关于同意天津渤海建设投资有限公司解放南路老工业区第四片区旧城区改建工程核准的通知》（津发改许可〔2013〕229 号）；《市环保局关于对解放南路老工业区第四片区旧城区改建工程环境影响报告书的批复》（津环保许可函〔2013〕141 号）；《天津市国土资源和房屋管理局行政许可事项建设项目用地预审报告》

(2013 建预申字 85 号)。

(3) 项目进度情况

该项目于 2014 年开工,目前已完成项目所在区域企业及住户搬迁和土地平整工作,募集资金主要用于沉淀资金置换。

(4) 项目经济效益分析

本项目收入来源为项目区土地出让收益及大配套费返还,项目成本中道路工程、照明工程、排水工程等基础设施费用由大配套费返还,其余投资(即房屋征收及补偿费用)靠土地出让收益平衡。

本项目可用于出让的土地为 9.94 公顷,包括居住用地 6.34 公顷,商业用地 3.60 公顷。根据天津天乐国际工程咨询设计有限公司测算,本项目土地出让收益为 353687 万元,再加上大配套费返还,将足以覆盖项目的总投资额,以保证了解放南路老工业区旧城区改造工程的顺利建设。

3. 偿债资金来源

本期债券偿债资金主要来源于公司营业收入,其次为募投项目土地出让收益及配套费返还收入。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1% 左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、

单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元,比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具,创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利

率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业概况

运行概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2008 年中国医药工业

行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5531.83 亿元，同比增长 9.51%，利润总额 556.37 亿元，同比增长 12.54%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原料药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 2 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96
化学药品原料药制造	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35
化学药品制剂制造	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64
中药饮片加工	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04
中成药制造	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79

资料来源：国家统计局

主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；中

药饮片和生物制药的增速最高。

（1）中药子行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是

中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2013 年，中成药制造行业 and 中药饮片加工行业分别实现销售收入 5064.98 亿元和 1259.35 亿元，同比增长 21.09% 和 26.89%。2014 年，中成药制造实现营业收入 5806.46 亿元，同比增长 13.14%；实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 9.29%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

(2) 化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上

优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2014 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

(3) 化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2. 行业关注

行业集中度低

行业集中度低有 800 余家，2012 年底已经超过 6000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只

发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从 2010 年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013 年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及 20 类药品，400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%，这是国家发改委近 15 年来启动的第 31 轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。中成药方面，近 7 年来尚未进行降价调整，但发改委从 2013 年 11 月 14 日开始密集举行了 7 场有关中成药的价格评审会，评

审范围包括了 2010 版医保目录里中成药部分的所有种类。2014 年 2 月 13 日，发改委药品价格评审中心在北京召开了妇科、眼科、耳鼻喉科、骨伤科和皮肤科中成药的价格预评审会议，预计将在年内实现中成药近年来首次降价。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

中药材价格波动

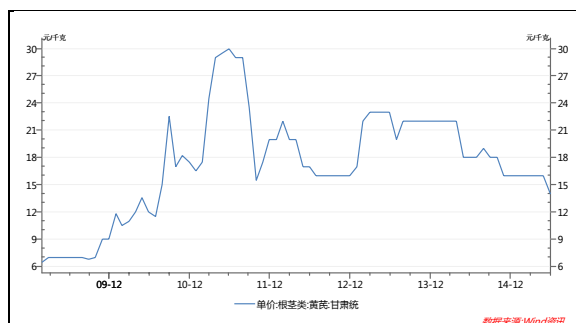
近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

中药材价格每 3-4 年呈现一个周期，波动明显，在 2009-2012 年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。以甘肃省黄芪和党参为例。

2009 年以前，黄芪行情长期徘徊于 7-8 元/千克上下，药农收益甚微，种植积极性低下。2009-2010 年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限于黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，至 2011 年黄芪行情攀升至 30 元/千克高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于 17-21 元之间。从 2014 年情况看，中药材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从 22 元/千克下跌至 18 元/千克。

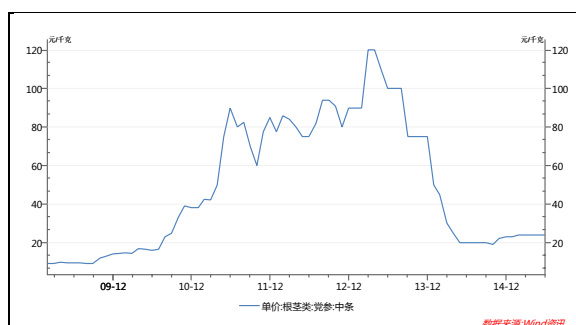
党参价格从 2010 年 5 月开始急剧上涨，一直持续到 2013 年 8 月，价格涨至 120 元/千克，但随着药材市场整体萧条、产量供大于求，价格逐步下滑，党参统货价格逐渐回落至 2014 年 9 月的 20 元/千克。自 2014 年 11 月开始，党参价格逐步回升，截至 2015 年 6 月，党参价格回升至 24 元/千克。

图1 根茎类黄芪价格走势图(单位:元/千克)



资料来源: Wind 资讯

图2 根茎类党参价格走势图(单位:元/千克)



资料来源: Wind 资讯

融资渠道单一, 产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点, 特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前, 中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外, 主要依靠银行贷款, 融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性, 高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强, 资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一, 三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后, 中药材的种植及生产方式较落后, 缺乏必要的组织, 没有形成一定的规模, 生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导, 致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采, 导致部分品种达到濒危的程度, 甚至将要灭绝; 另一方面因为盲目种植, 导致大量积压, 造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

3. 行业政策

近年来新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看, 医疗改革仍是主线, 其推动的基本药物目录、全国医保目录, 公立医院改革等政策, 将促进医药需求量增长和支付制度的改进, 基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表3 近年来相关医药政策汇总

时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起, 开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度, 具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化, 将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 8 月	食品药品监管局	《加强药用辅料监督管理的有关规定》	从 2013 年 2 月起, 药用辅料将实施分类管理。其中, 新药用辅料和安全风险较高的药用辅料将实行许可管理, 其他辅料实行备案管理。	提高药用辅料行业的门槛, 影响到下游制药企业。
2012 年 9 月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则, 通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段, 其中提出革除药品加成, 改为服务收费和政府补助两个补偿渠道, 将对医药行业产生长远影响。

2012年11月	人力资源部、财政部、卫生部	《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》	用两年左右时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制工作，并以此为基础，推进付费方式改革，结合门诊统筹的开展探索按人头付费，结合住院、门诊大病的保障探索按病种付费。	首次明确医保支付改革时间表，将影响到医疗终端的扩容速度和药品结构。
2013年1月	卫生部	《2013年卫生工作要点》	量化明确了相关指标：继续完善新农合制度；巩固完善基本药物制度；积极推进公立医院改革，落实便民惠民服务措施。	持续推进医疗改革的基层建设，纠正基本药物以价格为采购依据的行业做法。
2013年2月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版GMP标准的重要性，有利于行业的升级与重组。
2013年2月	食品药品监督管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。
2013年2月	卫生部	《药品经营质量管理规范》	供应链全程管控，全面质量管理与全员质量管理，强化冷链管理，药品储运环节全面实现温湿度自动监测、记录、跟踪、报警管理，药品流通管理的的信息技术应用以及质量管理要求进行了具体规定。	对药企要求更严，特别是增强了流通环节药品质量风险控制能力，这将是药品批发和零售企业的一次大洗牌，促使医药商业集中度提升。
2013年3月	卫生部	2012年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来09版307种的基础上扩容至500多种，中西药各增加100种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013年7月	国务院	《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》	2013年医改指导性文件，积极推进“十二五”医改规划，统筹基本公共卫生服务均等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信息化、药品生产流通和医药卫生监管体制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划，巩固已有成果，在重点领域和关键环节取得新突破。
2013年12月	国家卫生和计划生育委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2014年3月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。

2015 年 4 月	食 品 药 品 监 督 管 理 局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
------------	-------------------------	--------------------------	--	--

资料来源：联合资信整理

4.未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

5.区域经济

目前公司经营与投资的项目基本在天津市，公司的发展直接受天津市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

天津市是中国四个直辖市之一，是北方重要的经济中心，具有较强的经济实力。

根据《2014 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算 2014 年天津市实现地区生产总值 15722.47 亿元，比上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 201.53 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 7765.91 亿元，增长 9.9%；第三产业增加值 7755.03 亿元，增长 10.2%。三次产业结构为 1.3:49.4:49.3。

全年一般公共预算收入 2390.02 亿元，增

长 15.0%。其中，税收收入 1486.55 亿元，增长 13.5%，比重达到 62.2%。从主体税种看，增值税 252.80 亿元，增长 11.9%；营业税 478.47 亿元，增长 12.6%；企业所得税 234.69 亿元，增长 15.1%。

全年全社会固定资产投资 11654.09 亿元，增长 15.1%，连续七年增量超过 1000 亿元。其中，城镇投资 10986.50 亿元，增长 15.3%；农村投资 667.59 亿元，增长 12.6%。在城镇投资中，第一产业投资 75.50 亿元，增长 18.8%；第二产业投资 4845.20 亿元，增长 15.1%；第三产业投资 6065.80 亿元，增长 15.4%，占城镇投资的 55.2%。三次产业投资结构为 0.7:44.1:55.2。第三产业对城镇投资增长的贡献率为 55.5%，优势产业投资占工业投资的比重达到 91.3%。总体看，天津市经济快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司的全资控股股东为天津津联投资控股有限公司，天津津联投资控股有限公司的全资控股股东为天津市国资委。公司的实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模及优势

公司是国有资产管理公司，其经营活动主要是代表天津市政府和市国资委投资和管理相关国有资产，公司正式运营以来，以国有产（股）权投资及经营管理为核心产业板块，经营主体主要是公司本部以及下属天津市医药集团有限公司（以下简称“医药集团”）、天津金耀集团有限公司（以下简称“金耀集团”）。

3. 技术研发

公司是中国最早研制并生产皮质激素类原料药的企业之一，国内大多数皮质激素类原料药产品是由公司首先研制并投入生产。公司是经国家认定的高新技术企业，中国化学制药工业协会会长单位，中国首家获得皮质激素类原料药 GMP 认证和天津市第一家全部通过国家 GMP 认证的原料药生产企业，目前亚洲最大的皮质激素类药物科研、生产、出口基地。

公司最近三年来获得了省部级以上奖励的科研成果共计 13 项，其中“生物脱氢（节杆菌）产业化新技术”、“生物氧化（霉菌）产业化新技术”和“高质量标准的螺内酯产业化项目”通过天津市科学技术委员会组织的科技成果鉴定，达到国际先进水平。

公司拥有可规模化生产的植物甾醇合成路线（3029 项目），替代传统的以皂素为起始原料生产皮质激素的工艺路线，该工艺路线的优势在于：原料来源能够保证，能够摆脱皂素价格不断上涨带来的成本压力，具有很强的成本优势；工艺简单，新工艺通过植物甾醇（3028）经一步发酵得到（3029），缩短了工艺步骤；由于采用了生物工程法取代传统的化学合成，同时是废弃资源的再利用，可大幅度减少生产过程中对环境的污染，而且减少植被破坏，有利于环保；采用（3028）经生物工程法生产的（3029），由于减少了在制品的时间，因而降低了出现质量波动的概率，保证产品质量稳定可靠。2009 年，公司（3029）发酵项目实现了规模生产。一方面，国内螺内酯产品全部放弃皂素路线，减少了皂素的使用量，降低了皂素生产中对环境的破坏；另一方面，该项目的实施扩大了公司的生产规模，提高了能源的利用率。

公司自行研发了“生物脱氢”和“生物氧化”两项关键技术，采用全新的生物制造生产工艺，生产皮质激素类原料药中间体，缩短了工艺步骤，减少生物脱氢副产物和生物氧化副产物的生成，提高主产物的转化率，基本清除原工艺产生的大量需回收的底物，减少了繁琐的回收

步骤，降低劳动强度；解决了底物溶解性差、转化速度慢的缺陷，提高了投料浓度。同时，降低能耗 50% 以上，降低原材料成本 10% 以上。

总体看，公司重视产品研发，研发成果丰富，研发水平处于领先地位。

4. 人员素质

公司拥有高级管理人员 2 名，其中总经理 1 名，副总经理 1 名。

公司总经理于学昕先生，1966 年生，研究生学历，1987 年至 1990 年任天津市油漆助剂厂办公室干部；1991 年至 1994 年任天津市化学工业局办公室干部；1994 年至 2010 年 2 月任天津市经委、市国资委企改处副处长；2010 年 3 月至 2011 年 4 月任天津市国资委综合协调处处长；2011 年 5 月至今任天津市国资委监事会正处级领导职务专职监事；2008 年至今任天津渤海国有资产经营管理有限公司副总、常务副总经理；2013 年 5 月任天津渤海国有资产经营管理有限公司董事；2014 年 1 月 28 日至今，任天津渤海国有资产经营管理有限公司总经理。

公司前任董事长李庆云先生于 2015 年退休，公司董事长职位暂时空缺，新任董事长目前等待天津国资委委派。

公司其他高层管理人员都具有长期从事相关业务工作和管理工作的经验，整体素质较高。

截至 2014 年底，公司共有在岗员工 20736 人，其中 30 岁及以下的占 30.36%；31 岁~50 岁的占 56.96%；50 岁以上的占 12.68%。

近年来，公司通过加大对内部管理人员的培养和培训、积极引进本科及以上学历的技术和管理人才，人员素质不断提高。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《中华人民共和国公司登记管理条例》和国家有关法律、法规的要求，建立并不断完善法人治理结构，推进公司规范化运作，加强信息披露工作。公司管

理层能够依法贯彻董事会各项决议，合理、审慎地管理公司，履行管理层应尽义务。为规范公司的组织和行为，确保公司的合法权益，公司制订了天津渤海国有资产经营管理有限公司章程。按照公司章程规定，董事会是公司最高经营决策机构，对出资人负责。根据公司章程，公司制定了董事会、经理层等工作规则。公司的重大决策符合法定程序。

公司不设立股东会，设立董事会，由出资人授权公司董事会行使出资人的部分职权。董事会由 5 名董事组成，董事会成员由出资人委派或更换，并办理相关任免手续，每届任期三年，可连任。董事会设董事长一名，由出资人从董事会成员中指定。

根据公司章程，公司设立监事会，由 9 人组成，设监事会主席 1 人。其中职工监事两名，由公司全体职工民主选举产生或更换人选，监事会由出资人委派或更换。监事会主席为监事会召集人，由监事会选举产生。

公司聘总经理一名，副总经理若干名，任期三年，可连聘连任，总经理为公司法定代表人。公司总经理和副总经理按干部管理程序经有关部门批准后，推荐给董事会聘任或解聘。经出资人批准，董事可兼任总经理。

2. 管理制度

公司建立健全了内部管理规章制度，规范了经营管理中各项活动准则，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

对于重大生产经营、投资和财务决策，公司根据《公司法》及相关法规，制定了《天津渤海国有资产经营管理有限公司章程》；《天津渤海国有资产经营管理有限公司董事会议事规则》；《天津渤海国有资产经营管理有限公司各部门工作职责》；《天津渤海国有资产经营管理有限公司“三重一大”事项管理实施办法》等制度，规范了公司重大生产经营、投资、财务决策和权限等工作的程序与规则。根据上述公司制度规定，公司经营中的重大项目投资管理

事项、重大建设项目、重大投融资项目、重大担保项目等均需上报董事会审议批准，董事会是公司所有重大事项的决策机构，公司资产管理部、财务管理部、土地整理部、土地开发部、风险审计部在各自分管职责范围内负责项目投资管理的可行性研究、编制项目计划、融资方案、协调和监督项目实施、资金管理、风险及合同审核、组织项目竣工验收和项目后评价等工作；公司的其他各职能部门作为项目投资管理的参与部门，协助开展项目投资分析、统计及其他工作。

财务管理方面，为规范公司财务会计行为，加强财务管理和会计核算，提高经济效益，确保国有资本及企业资产保值增值，公司制订完善了财务管理及资金使用制度文件体系。公司根据相关会计制度及天津市经营性土地出让成本管理的有关规定制订了成本核算暂行办法，规范了公司在进行土地收购、整理和出让期间发生的土地出让实际成本的相关核算。公司明确了资金管理职责，规范公司各类货币资金（包括资本金、各项融入资金、公司处置资产所获资金以及通过其它形式取得的货币资金）的规划决策、审批程序、预算管理、资金控制等流程。

风险控制方面，公司将经营风险具体划分为战略风险、财务风险、市场风险、运营风险、法律风险等，并针对性地建立起各个经营环节中执行风险管理的基本流程，包括各管理岗位职责、信息收集、风险评估、解决方案、监督与改进等制度规范。

对外担保方面，公司制定了《担保业务管理暂行办法》，规范和细化了公司及其所属企业（包括所属各级独资企业、控股企业、企业化管理的事业单位）的对内、对外担保业务原则、担保条件、担保期限与审批程序、日常管理、反担保要求、监督检查等工作。公司所属企业原则上不对无产权关系的企业提供担保、确需担保的，报公司核准。公司所属企业为其参股企业提供的担保业务，报公司核准，并按照担

保人在参股企业中所占的股权比例提供担保，即最高担保额以被担保人的担保总量与股权比例的乘数为限。

对下属子公司管理方面，公司主要通过向子公司委派董事、监事，向子公司推荐高级管理人员候选人，并对其履行职责进行监督管理；实施战略、财务、重大事项管理等方式对子公司进行管理。公司对子公司实施重大事项管理制度，“重大事项”指子公司审议决策的事项，董事、监事、派出人员必须报请公司领导，经经理办公会确定重大事项的决策提议，并通过董事、监事、派出人员向子公司表明态度。“重大事项”包括但不限于增加或减少注册资本；发行股票、债券；利润分配方案和弥补亏损方案；对外投资、对外担保、融资、委托理财等事项；收购或出售重要资产；资产或债务重组；大股东股权转让；以及公司认定的其他重要事项。但公司下属企业众多，且多通过股权划转取得，公司对部分子公司管控能力较弱，管理难度较大。

总体看，公司基本建立健全了一整套管理办法和规章制度，运作较为规范，整体管理水平较高，但对部分子公司管控能力较弱。

七、重大事项

2012年，天津市人民政府国有资产监督管理委员会以津国资产权[2012]51号《关于将天津市医药集团及金耀集团全部股权无偿划转至渤海国资公司的通知》，同意将天津市医药集团有限公司（以下简称“医药集团”）100%股份无偿划转给公司，公司成为医药集团唯一股东。2014年9月，医药集团已完成工商变更。

截至2014年底，医药集团总资产433.75亿元；2014年实现销售收入338.87亿元，实现利润20.00亿元。

2011年9月，天津市人民政府国有资产监督管理委员会以津国资产权[2011]74号《关于将津联集团100%股权无偿划转至医药集团有

关问题的批复》，同意将津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）100%股份无偿划转给医药集团，医药集团成为津联集团唯一股东。2013年12月，津联集团已就该股权划转事宜取得了香港税务部门的税务豁免。2014年1月本公司已就该划转在商务部完成了备案并向津联集团派出了一名董事。

津联集团是一家香港注册成立的有限公司，主要从事公用设施包括供应电力、自来水及热能；酒店；机电，包括制造及销售液压机及机械设备、以及水力发电设备及大型泵组；生产及销售手表；策略性及其他投资，包括投资于津联集团的联营公司，其主要从事生产、销售及分销酿酒产品、升降机及扶手电梯以及于中国天津提供港口服务。

截至2014年底，津联集团总资产324亿港元，净资产157亿港元；2014年，公司实现营业收入77.6亿港元，利润总额5.0亿港元。

总体看，医药集团和津联集团资产和收入规模较大，并表后公司的业务布局进一步拓展，收入和资产规模明显增长。

八、经营分析

1. 经营现状

公司经营主体主要是公司本部、下属医药集团、金耀集团。公司本部经营范围为：资产收购；资产处置及相关产业投资；国有产（股）权经营管理；土地收购、储备、整理（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。医药生产和医药流通业务经营主体是医药集团、金耀集团，是公司收入和利润的主要来源。

2012~2014年，公司实现营业收入分别为201.01亿元、243.29亿元和318.85亿元，呈快速增长趋势。2014年医药生产和流通板块实现营业收入分别为60.86亿元和90.52亿元，占总收入的比重分别为19.09%和28.39%，其中医药生产板块收入较上年有所下降主要由于中成药成本上涨，为控制成本，公司降低部分药品产

量。2012~2014 年，其他业务板块营业收入分别为 62.39 亿元、94.55 亿元和 167.47 亿元，占总收入的比重分别为 31.04%、38.86%和 52.52%，其中 2014 年快速增长主要由于子公司医药集团完成对津联集团的并表所致。其他板块收入主要是商品销售、房地产、医疗器械等，2014 年商品销售收入为 61.82 亿元，工程收入为

16.25 亿元，医疗器械生产收入为 9.92 亿元。

近几年公司盈利水平基本稳定，其中医药生产毛利率最高也最为稳定，近三年毛利率分别为 40.80%、42.91%和 51.71%；医药流通板块毛利率较低且波动较大；其他板块毛利率波动中有所下滑。

表 4 近年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药生产	84.37	41.97	40.80	80.34	33.02	42.91	60.86	19.09	51.71
医药流通	54.25	26.99	7.80	68.40	28.11	7.18	90.52	28.39	6.16
其他业务	62.39	31.04	15.51	94.55	38.86	12.24	167.47	52.52	13.54
合计	201.01	100.00	24.04	243.29	100.00	20.94	318.85	100.00	18.73

资料来源：公司提供

2. 医药产业

公司主要生产中成药、化学制剂药、化学原料药；化学原料药主要包括皮质激素类原料药和氨基酸原料药；化学制剂药主要包括针剂、片剂、胶囊等。

医药流通经营主体主要包括太平医药、德泽龙医药等，均具有基本药物配送资格。公司医药流通企业的销售区域主要以天津、河北为主，涵盖了医院、零售、社区、农村和批发等多个渠道。

（1）医药生产

中成药

中成药是医药集团第一大支柱产品，中成药生产方面，公司拥有较强的生产技术，多样化的药品品种系列。公司拥有京万红、达仁堂、寿比山、乐仁堂、隆顺榕、松柏、红花、生化、LIGHTS、痹祺、和平、双燕等 14 件中国驰名商标，拥有世扶尼、天药、长城、莫家等 39 件天津市著名商标，拥有速效救心丸、京万红软膏、吲达帕胺片、丁酸氢化可的松乳膏等 39

个天津市名牌产品，达仁堂等中华老字号 6 家，津门老字号 9 家，拥有国家非物质文化遗产 1 件（达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺），天津市非物质文化遗产 8 件，国家专利运营试点企业 1 家（天津药物研究院），天津市级专利示范单位 2 家（药物院和中新药业），国家级品牌培育试点企业 3 家（达仁堂、京万红和乐仁堂）。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有有效发明专利 581 项。共获得新药证书 73 个，其中中药新药证书 32 个，化学药 41 个，拥有中药保护品种 12 个，拥有国家秘密产品 3 个，拥有国家机密产品 1 个。公司所有中成药生产企业均通过了 GMP 认证，其中中新药业的片剂、颗粒、胶囊、软胶囊、酏剂、糖浆剂、丸剂 7 个剂型还通过了澳大利亚 TGA 的 GMP 认证；一些高新技术和设备得到推广应用。

公司中成药板块最近三年销售收入波动增长，近三年营业收入分别为 47.94 亿元、44.14 亿元和 27.59 亿元，毛利率呈现快速上升趋势。

表 5 近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	84.37	80.34	60.86
中成药	47.94	44.14	27.59
化学制剂药	19.74	19.07	19.51

化学原料药	16.69	17.12	13.76
毛利率	40.80	42.91	51.71
中成药	41.32	46.91	68.72
化学制剂药	55.37	55.39	52.13
化学原料药	22.05	18.68	17.01

资料来源：公司提供

公司中成药以生产蜜丸和片剂为主，蜜丸和片剂产量约占中成药总产量的 85% 左右。公司中成药品种包括速效救心丸、血府逐瘀胶囊、清肺消咽丸、肾炎康复片、痹祺胶囊、京万红、藿香正气软胶囊等，其中速效救心丸、血府逐瘀胶囊占主要部分。速效救心丸是公司三级子公司天津中新药业集团股份有限公司（以下简称“中新药业”）旗下的明星产品；血府逐瘀胶囊是公司三级子公司天津宏仁堂药业有限公司的产品，在血瘀症用药中占据 70% 的市场份额；紫龙金片在中药抗肿瘤药中占有 8.00% 的市场，未来销售前景看好；肾炎康复片占肾病中药用药的 60%，属中西医结合成果，在同类产品中影响力较大。

公司日常生产所需中药材共计 300 余种，

为保证原料质量和药品的功效，公司对关键产品的关键原料均建立了生产基地，实现原材料自给自足。公司近年来共在四川、云南等中药材特色产地建立中草药种植基地 10 个，种植川芎、当归等关键中药材，对签约农户实行统一管理，以保证所产药材的品质。公司所属基地生产的药材均首先满足公司内部企业采购所需，收购价格是在最低保护价基础上按市场价格收购。

公司所需非关键药材主要通过对外采购获得，公司主要是依托中新药业下属药材分公司进行统一采购。药品来源有公司自建基地、公司以外基地、国家各大中药材集散市场。公司一方面从国外进口，另一方面公司库存能够满足几年内的生产需要。

表 6 近年公司主要中成药产品产量及销售收入

中成药主要产品	产量			销售收入（万元）		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
速效救心丸（万条）	436.27	400.06	368.80	72048.00	77874.69	85328.00
清咽滴丸（万瓶）	1365.47	1271.34	936.20	10266.00	10244.86	7711.00
紫龙金片（万片）	3234.40	3058.00	1712.20	9030.00	6325.80	6968.00
京万红（万支）	901.00	947.00	700.10	8597.00	10500.81	11224.00
藿香正气胶囊（万粒）	17300.80	17446.30	17422.00	4301.00	4445.00	5250.00
金芪降糖片（万片）	11969.00	8657.60	5884.70	2468.00	2076.00	3009.00

资料来源：公司提供

化学制剂药

公司化学制剂药产品有 300 多种，覆盖膏剂制剂、片剂、胶囊、水针剂、输液制剂等多个系列品种。其中膏剂制剂主要为鱼石脂软膏、红霉素软膏等；水针剂主要为天津金耀氨基酸有限公司生产的盐酸甲氧氯普胺注射液、尼可刹米注射液等；氨基酸输液产品主要为天津天安药业股份有限公司生产的小儿复方氨基酸注射液、复方氨基酸注射液等；片剂主要为天津市力生制药股份有限公司吡达帕胺片；制剂主要为天津生物化学制药有限公司生产的肝

素钠等。

公司化学制剂药的主要产品中，阿德福韦酯片在治疗乙型肝炎用药领域全国销量领先，市场前景看好。头孢地尼是公司开发的第三代头孢类口服抗菌药物。肝素钠是天津生物化学制药有限公司的主要产品，具有抗凝血，降血脂作用，市场空间大。“尤卓尔”牌丁酸氢化可的松软膏 2006 至 2012 年连续 6 年销售收入过亿，是同类产品中消费者认知程度较高的品牌。

化学制剂药主要通过公司下属医药流通企业和与各地区经销商进行合作来开展销售。

公司最近三年化学制剂药销售收入分别 19.74 亿元、19.07 亿元和 19.51 亿元；毛利率分别为 55.37%、55.39%和 52.13%。

表 7 近年公司主化学制剂药产品产量及销售收入

	产量			销售收入（万元）		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
吡达帕胺片（万片）	112350	98439.00	42658.00	40125	42924.00	20211.00
特子社复针（万支）	852	932.00	1221.00	13617	11307.00	9509.00
肝素钠针（万支）	1632	1358.00	606.70	11625	6888.00	6275.00
头孢地尼分散片（万片）	10937	10392.00	12352.80	8362	8569.00	8543.00
阿德福韦片（万片）	4471	3870.00	4105.80	8694	9130.00	8780.00
琥珀氢可针（万支）	2242	1253.00	1308.30	8906	5427.00	5146.00

资料来源：公司提供

化学原料药

化学原料药方面，金耀集团所生产的化学原料药主要包括皮质激素类原料药和氨基酸原料药。金耀集团的医药业务全部集中在子公司天津药业，天津药业是亚洲最大的皮质激素类药物生产基地和国内产量最大、品种最多的皮质激素原料药生产企业，产品有地塞米松、泼尼松、倍他米松、4AD 螺内酯四大产品系列。目前，在国内 24 大类原料药中，公司生产包括呼吸系统、解热镇痛、抗感染、心血管和维生素等 11 类 37 个品种。天津药业皮质激素原料药的 60%销往欧美、南美、南亚等 50 多个国家和地区，外销品种达到 30 个。

2012~2014 年，公司化学原料药销售收入分别为 16.69 亿元、17.12 亿元和 13.76 亿元；毛利率分别为 22.05%、18.68%和 17.01%。

公司原材料采购一般采用货到付款形式，账期一般为 30 到 60 天。对于生产所需原材料，公司实行货比三家的采购原则从而控制生产成本；对供应商进行现场审计及进行年度评估考核，有资质的供应商才可为公司提供原料。

公司原料药依靠根据重点品种、重点区域自建销售网络，在一些偏远地区选择代理招商的模式协助进行推广。

表 8 金耀集团近年营业收入情况

	收入（亿元）			占比（%）		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
皮质激素类原料药	13.02	13.91	11.22	58.91	58.02	52.97
氨基酸原料药	1.31	1.33	1.23	5.93	5.54	5.81
膏剂制剂	2.10	1.00	1.72	9.50	4.17	8.12
水针剂	2.29	2.99	3.46	10.36	12.46	16.34
氨基酸输液产品	1.03	1.13	0.48	4.66	4.71	2.27
其他	2.35	3.62	3.07	10.63	15.10	14.49
合 计	22.10	23.98	21.18	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

（2）医药流通

近三年，公司医药流通收入分别为 54.25 亿元、68.40 亿元和 90.52 亿元（大幅增长主要系公司加大了药品流通板块发展力度所致），占营业收入的比例分别为 26.99%、28.11%和 28.39%；毛利率分别为 7.80%、7.18%和 6.16%。

公司下属主要医药流通企业太平医药、泓泽医药的药品主要是通过购买和划拨的形式

在全国进行采购，之后在天津地区进行销售。药品的交易主要是以协议付款的方式进行，不同品种的药品由于供求关系的变化，协议付款比例和账期都会发生变化。

太平医药目前是天津地区最大的药品批发企业之一，其所属连锁药店、药品批发站等主要分布在天津地区，主要客户包括各医院、药品批发企业和药店等，在天津市场总占有率

超过 50%，具有一定的垄断优势。太平医药主要供应商为诺和诺德（中国）制药有限公司、拜耳医药保健有限公司、辉瑞制药有限公司、江苏恒瑞医药股份有限公司等。

近年来公司着力在天津市以外发展销售渠道，并通过收购德泽龙医药打入了河北以及周边市场。德泽龙医药在河北省市场占有率为 7%。德泽龙医药主要供应商为哈药集团制药六厂、吉林吴太药业集团有限公司、国药控股股份有限公司、石药集团中诚医药有限公司、南京金陵药业有限公司。

3. 其他业务板块

公司其他业务板块主要包括土地收储、公共设施、机电、制药、商品销售、工程、医疗器械生产和餐饮住宿等。2012~2014 年，公司其他板块收入分别为：62.39 亿元、94.55 亿元和 167.47 亿元，其中 2014 年大幅增长主要由于公司新增合并香港津联。

香港津联业务

香港津联的前身是津联有限公司，主要经营进出口贸易，1997 年经天津市人民政府一批优质资产注入，改组成为香港津联集团有限公司。香港津联控股的天津发展于 1997 年 12 月在香港联交所主板挂牌上市。2001 年，香港津联进行第二次资产重组，将天津经济技术开发区的水、电、气、热等 5 家企业的资产注入。

香港津联业务板块有公用设施、机电、手表、酒店和制药等，其中，公用设施包括电力、供水、供热和燃气等业务，制药业务为 2014 年新增，主要是金浩医药划入所致。香港津联公用设施业务，主要是在天津开发区经营供电、供电设备维护，自来水供应、水管安装、维修和蒸汽及暖气供应等服务，运营主体分别为天津发展控股的天津泰达津联电力有限公司、天津泰达津联自来水有限公司和天津泰达津联热电有限公司。机电业务的运营主体主要有天津发展旗下天津市天发重型水电设备制造有限公司（以下简称“天发设备”）和天津市天锻压力机有限公司，从事液压机、水力发电设

备等机械设备的生产销售。酒店业务是指天津发展通过津联置业有限公司经营的香港万怡酒店，是一座位于港岛黄金地段拥有 245 间客房的四星级酒店。手表业务主要由海鸥表业运营。

表 9 香港津联收入情况（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年
公用设施	32.10	32.20	31.13
机电	--	7.92	10.09
手表	5.90	6.15	7.00
酒店	0.95	0.93	0.94
制药	--	--	11.81
其他	0.68	0.81	0.50
合 计	39.63	48.01	61.47

资料来源：公司提供

土地收储业务

公司根据天津市产业布局总体规划要求，在天津市国资委指导协调下，结合各企业所处行业的产业布局和结构调整规划以及搬迁改造计划，拟定年度土地收购整理计划，报请天津市国土资源和房屋管理局审批同意，由天津市土地整理中心向公司出具土地整理委托书，公司将达到出让条件的土地交由市土地交易中心统一公开出让。根据公司与相关企业签订的《土地收购整理协议书》，公司收购国有企业土地的主要运作模式为：

A) 根据天津市国土资源和房屋管理局制定的当年土地整理计划，对某企业某宗土地实施土地收购整理。

B) 公司与相关企业签订《土地收购整理协议书》，在签订后 10 日内支付相关企业第一笔补偿费，约占协议收购补偿费总金额的 40%。

C) 相关企业将《天津市房地产权证》过户到公司名下，并将使用权类型注明为“整理储备”。在过户后 10 日内，公司支付相关企业第二笔补偿费，约占协议收购补偿费总金额的 40%。

D) 相关企业将收购地块按照土地交付验收标准交付公司。由相关企业负责平整和整理土地，以达到交付验收的标准。

E) 相关企业交付土地给公司后 10 日内，

公司支付给相关企业第三笔补偿费，约占协议收购补偿费总金额的 20%。

F) 为争取收购整理土地价值最大化，从而使被收购土地企业利益最大化，公司在原有控规的基础上对已收购土地进行规划调整，进而取得规划条件，交由政府主管部门进行挂牌出让。

G) 公司所收购的土地实现出让收益的划款流程为：土地交由政府主管部门进行招拍挂时，摘牌单位缴纳出让总金额的 25% 作为保证金，摘牌后 3 个月内付清剩余 75% 款项；土地出让后，出让金总额全部上缴天津市财政局。

H) 天津市财政局将土地整理成本返还公司，土地整理成本包含银行贷款本金和资本化利息，以及拆迁补偿款、管理费等项。土地出让金总额扣除整理成本、政府净收益、政策性成本及相关税费后的余额是土地增值收益。市财政局将土地增值收益的 80% 款项通过公司返还给被收购土地的国有企业，其余 20% 增值收益用于补偿规划为绿地等公益性用地的收购成本。

财务处理方面，公司将土地收购补偿款（含整理费）、融资利息（资本化）、管理费等资金直接计入存货成本；公司根据规定按土地

收购成本的 0.8% 计提管理费，同时增加存货（土地收购整理成本）和营业收入；待土地出让时，财政部门根据经审计的土地整理成本返还给公司，按照土地整理管理办法直接冲抵存货，不结转公司收入。公司土地收购整理业务带来的现金流入与流出（不包括管理费返还形成的现金流）只是改变了公司的资产结构，不在损益表中体现收入与利润，主要会计处理方式，公司支付土地补偿款时：借记存货，贷记银行存款。公司收到土地收购整理成本返还款时：借记银行存款，贷记存货。

2014 年完成 261.55 亩土地收储工作，协议总金额 8.47 亿元，并完成 709.51 亩土地的出让工作，出让金总额 145.22 亿元。2015 年 3 月底，公司共实现 8864 亩土地收储，收购协议总金额 197.83 亿元；已收储土地中，约有 52% 已完成出让。公司目前完成了扶持轧一、海鸥手表厂等企业搬迁和发展项目，未来将重点扶持粮油集团等天津市大型重点企业发展。2014 年，公司收储土地面积大幅增加，预计未来 3 年，公司还将收储 800 亩国企土地，粗略估计收购资金需求将在 50 亿元以上。

表 10 公司土地收储业务情况（单位：亩、亿元）

年份	收购土地			出让土地		返还	
	收购面积	协议价格	支付金额	出让面积	出让金额	应返还金额	实际返还金额
2011 年	202.00	7.78	5.17	1157.00	22.67	11.33	7.01
2012 年	105.33	1.97	7.06	826.00	41.50	17.50	17.52
2013 年	54.50	2.45	7.96	1147.00	128.70	72.00	50.00
2014 年	261.55	8.47	5.19	709.51	145.22	0.00	7.06
合计	623.38	20.67	25.38	3839.51	338.09	100.83	81.59

资料来源：公司提供

其他业务

公司其他业务板块还包括商品销售收入、餐饮住宿收入、工程收入、服务收入、租赁收入、修理修配收入、管理咨询收入、房地产、医疗器械生产等。

销售商品销售收入主要包括精密机械、仪

器仪表、化工产品、塑料制品以及粮食收购、食用农产品，和煤炭、铁矿粉、汽油、柴油等。2012~2014 年，公司商品销售收入分别为 40.41 亿元、61.82 亿元和 84.34 亿元；工程收入分别为 13.44 亿元、18.98 亿元和 16.25 亿元；医疗器械生产收入分别为 3.78 亿元、7.54 亿元和 9.92

亿元。

公司商品销售主要为钢管产品，其主要上下游公司为天津冶金轧一钢铁集团有限公司（采购方）、天津冶金轧一钢铁贸易有限公司（销售方）等。公司矿产品主要通过天津大无缝新矿业有限公司进行生产、销售；煤炭产品主要通过天津市津塘煤炭销售中心进行销售。公司销售商品以现金、承兑汇票结算。

7. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数波动上升，三年分别为 6.20 次、5.81 次和 6.41 次；同期公司存货周转次数呈上升趋势，三年分别为 0.96 次、1.11 次和 1.30 次；近三年，公司总资产周转次数分别为 0.22 次、0.24 次和 0.26 次，呈上升趋势。总体来看，公司整体经营效率有待提高。

8. 未来发展

“十二五”期间，公司将天津渤海发展股权投资基金规模扩大到50亿元，提高基金资本运作实力，挖掘、整合天津市优质国有企业资产，投资参与划入集团后备上市企业的股份制改制，支持企业在境内外资本市场上市，同时，积极参与国有控股上市公司并购重组，加强资源整合，促进国有大公司、大集团整体上市或核心业务资产上市，做强做优上市公司，实现资产资本化、资本证券化。借助资本市场，实现国有重点产业的聚集和优化升级，提高优势产业和上市公司的规模和竞争力，增强天津市上市公司的再融资能力和国有经济的盈利能力以及持续发展能力。推进主业不突出、资产质量差、赢利水平低的上市公司重组整合，加大资产重组、主营业务重组和债务处置力度，腾出壳资源，注入新的主业资产，提高资产质量和经营业绩，恢复其再融资能力。十二五期间，公司已陆续完成对粮油集团、一轻集团、二轻集团、医药集团、金耀集团的整合重组，2015年正在协助新成立的食物集团进行优质资产

的整合，并根据市国资委部署完成股权的划入。目前，公司正在结合天津市国资委及天津津联控股安排，制定十三五规划。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表均已经过中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

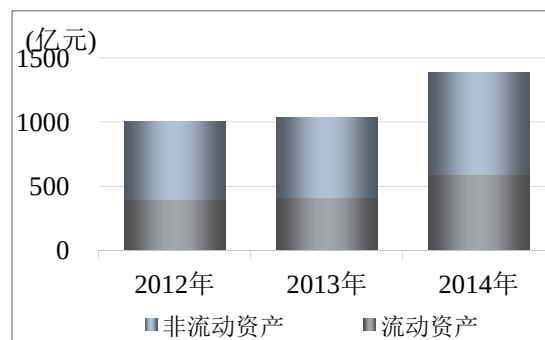
2012年，公司合并范围较2011年新纳入14家子公司，同时移出3家子公司；2013年，公司合并范围较2012年新纳入7家子公司，同时移出3家子公司；2014年，公司纳入合并报表范围二级子公司14家，新纳入5家，不再纳入合并范围子公司4家。公司合并范围的变化多由于子公司的相互合并，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 1385.62 亿元，所有者权益为 685.97 亿元（其中少数股东权益 121.81 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 318.85 亿元，利润总额 16.85 亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额年均复合增长17.24%，截至2014年底，公司合并资产总额1385.68亿元，其中非流动资产占57.24%，公司资产以非流动资产为主，但三年间公司流动资产占比稳定上升，截至2014年底为42.76%。

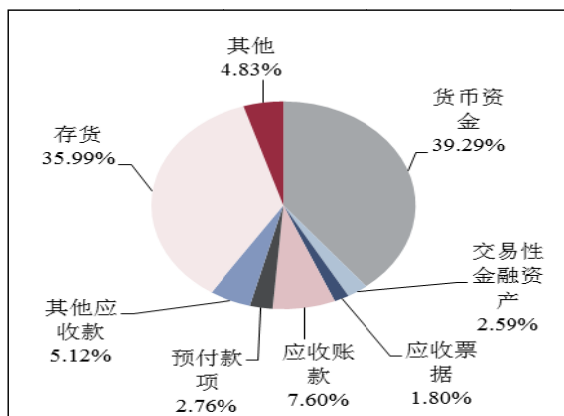
图3 2012~2014年公司资产结构情况



资料来源：公司审计报告

流动资产

图4 2014年公司流动资产结构情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司流动资产年均复合增长22.20%，截至2014年底为592.56亿元，主要为存货、货币资金、应收账款和其他应收款。

2012~2014年，公司货币资金波动增长，年均增长22.94%，截至2014年底为232.84亿元，以银行存款为主，占94.30%。截至2014年底，公司受限资金8.19亿元，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

截至2014年底，公司交易性金融资产15.37亿元，较2013年增加13.41亿元，主要系交易性债券投资和国债逆回购大幅增长所致。

随着公司主营业务收入规模不断扩大，且受医药商业应收款账期较长影响，公司应收账款不断增长。2012~2014年，公司应收账款年均复合增长21.97%，截至2014年底，公司应收账款45.06亿元，较2013年底增长35.49%，截至2014年底，公司的质押应收账款1.01亿元。按账龄组合计提坏账准备的应收账款占应收账款账面原值98.95%，其中，1年以内的占71.98%，1~2年的占6.52%，2~3年的占5.86%，3年以上的占15.64%，公司根据账龄分析法计提坏账准备7.36亿元，计提比例为14.17%。应收账款中前五位单位合计4.93亿元，占应收账款总额的9.40%，主要是医药商业客户，集中度较低，全部为1年以内欠款，总体看坏账风险较低。

2012~2014年，公司预付款项年均复合增

长16.20%，截至2014年底为16.34亿元，公司预付款项主要是预付医药公司的采购款。其中账龄在一年以内的占52.03%，1~2年的占11.13%，2~3年的占13.54%，3年以上的占23.30%。

2012~2014年，公司其他应收款波动不大，截至2014年底，公司其他应收款余额为36.56亿元，主要为公司与其他国有企业之间的往来款，计提坏账准备6.22亿元，其中1年内款项占62.02%、1~2年占10.09%、2~3年占3.38%、3年以上占23.70%。其他应收款欠款前五名合计欠款4.32亿元，占全部其他应收款的11.82%，集中度较低。

2012~2014年，公司存货持续增长，年均增长15.86%。截至2014年底，公司存货213.28亿元，同比增长14.51%，主要由土地整理成本（占66.10%）、原材料（占5.13%）和半成品及库存商品（占15.41%）构成，其中土地整理成本主要为土地整理费用和资金占用成本。截至2014年底，公司累计计提存货跌价准备0.98亿元，计提比例0.46%，计提较低。截至2014年底，公司存货用于抵押的账面总金额为5.87亿元。

2012~2014年，公司其他流动资产快速增长，三年分别为1.68亿元、13.81亿元和21.60亿元，其中，2013年其他流动资产主要包括委托贷款3.03亿元、购买理财产品6.00亿元、债券逆回购2.00亿元等。截至2014年底，公司委托贷款进一步增至19.82亿元，全部为对天津市国有企业的委托贷款。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产年均增长13.90%，截至2014年底，公司非流动资产共计793.06亿元，主要由可供出售金融资产（占19.80%）、长期股权投资（占13.15%）、投资性房地产（46.36%）、固定资产（占10.32%）和在建工程（占5.29%）构成。

2012~2014年，公司可供出售金融资产大幅增长，截至2014年底，公司可供出售金融

资产 156.99 亿元，同比大幅增长 194.29%，主要系公司将持股比例 20%以下不具有控制或重大影响的投资调整至可供出售金融资产增加 133.28 亿元所致，公司共计提减值准备 1.36 亿元。

2012~2014年，公司长期股权投资波动不大，截至2013年底为104.32亿元，较2013年变动较小，主要包括对合营企业投资1.16亿元和对联营企业投资106.70亿元，共计提长期股权投资减值准备2.38亿元（减值准备全部为王朝酒业集团有限公司）。

2012~2014年，公司投资性房地产规模保持稳定，截至2014年底，公司投资性房地产 367.64 亿元，较 2013 年变动较小，该投资性房地产主要为公司持有的 2.5 万亩盐田，并采用公允价值计量的方法。该土地使用权位于天津市滨海新区内，紧邻于家堡中心商务区和核心金融开发区，土地未来出让情景良好，但目前尚无开发详细规划。由于公司不涉足土地二级开发即房地产开发业务，因此上述 2.5 万亩盐田统一纳入滨海新区的城市规划中，其所在区域的整体规划为商务、金融、住宅等。

2012~2014年，公司固定资产持续增长，年均增长18.34%。截至2014年底，公司固定资产81.83亿元，同比增长33.23%，主要系房屋建筑物、办公设备和机器设备增加所致，公司累计折旧47.28亿元（主要包括对房屋建筑物计提15.43亿元折旧和对机器设备计提23.20亿元），减值准备1.06亿元。

2012~2014年，公司在建工程年均快速增长39.25%，截至2014年底为41.94亿元，主要由国新大厦项目、力生新冠公司厂房项目、天津药物研究院药业有限责任公司高新技术产业化示范基地、杂货码头工程项目等构成。

2012~2014年，公司无形资产年均增长39.31%，截至2014年底为23.28亿元，构成主要为土地使用权和专利权及专有技术。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，其中投资性房地产占比高；公司流动资产中存

货占比较高，但货币资金较为充足，整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均复合增长率为11.16%，主要由于增资导致资本公积和实收资本增长，以及少数股东权益增长所致。截至2014年底，公司所有者权益（含少数股东权益）685.97亿元，归属于母公司所有者权益中股本占16.69%、资本公积占59.73%，未分配利润占3.39%。截至2014年底，公司股本114.50亿元、资本公积409.76亿元。

总体看，公司权益稳定性较好。

负债

2012~2014年，公司负债总额年均复合增长24.29%。截至2014年底，公司负债总额为699.65亿元，同比增长50.97%，系公司业务规模和在建工程的增长导致应付款项规模增大，以及公司发行的私募债所致。公司负债中流动负债占51.91%，非流动负债占48.09%，公司非流动负债占比上升，负债结构有所改善。

2012~2014年，公司流动负债年均波动增长7.81%，截至2014年底，公司流动负债363.21亿元，较2013年增长32.23%，主要为应付账款、其他应付款和其他流动负债的增长。流动负债主要由短期借款（占20.64%）、应付票据（7.48%）、应付账款（占14.35%）、其他应付款（占20.97%）、一年内到期的非流动负债（占15.94%）构成。

2012~2014年，公司短期借款波动较大，截至2014年底，公司短期借款74.98亿元，主要包括信用借款（占43.32%）、抵押借款（占7.74%）、保证借款（占47.43%）和质押借款（占1.50%）。

随着医药流通和其他业务板块中销售业务规模扩大，公司应付款项大幅增长。截至2014年底，公司应付票据27.18亿元，同比增长54.29%，其中银行承兑汇票增加8.36亿元和商

业承兑汇票增加1.21亿元；2012~2014年，公司应付账款年均复合增长21.78%，截至2014年底，公司应付账款52.11亿元，同比增长39.82%，截至2014年底应付账款余额中前五名合计6.47亿元，占应付账款12.42%，集中度较低。

2012~2014年，公司其他应付款持续增长，年均增长率为30.86%，2014年底为76.15亿元，主要为公司与市属国有企业或单位的往来款，前五位占比26.13%，集中度一般。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债年均复合下降7.70%，截至2014年底为57.90亿元，主要为一年内到期的长期借款47.90亿元和一年内到期的应付债券10.00亿元。

2012~2014年，公司非流动负债年均增长54.76%，截至2014年底为336.44亿元，同比增长78.24%，以长期借款（占40.92%）和应付债券（占50.73%）为主。

2012~2014年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长19.70%，截至2014年底为137.67亿元，其中信用借款占29.39%、抵押借款占65.14%、保证借款占4.89%。

2012~2014年，公司应付债券大幅增长，构成为中期票据69.22亿元、私募债50.65亿元和银行债券59.80亿元。

有息债务方面，2012~2014年，公司全部有息债务呈现较快增长趋势，年均复合增长率为21.14%。截至2014年底增长至508.82亿元，由于长期借款和应付债券的快速增长，有息债务中短期债务占比下降至38.76%，长期债务占比61.24%。

债务指标方面，2012~2014年，公司资产负债率波动中有所上升，三年平均值为46.77%；2014年底为50.49%，同比上升5.60个百分点；公司全部债务资本化比率波动增长，三年平均值为39.57%，2014年底为42.59%，同比增长4.90个百分点；公司长期债务资本化比率逐年增长，三年平均值为24.50%，2014年底31.24%，同比增长7.60个百分点。

总体看，公司负债规模逐年增加，以流动

负债为主。随着公司资产规模的增大，公司有息负债规模也逐年增加，但整体占比较为稳定，公司债务负担尚可。

4. 盈利能力

受益于业务扩张，公司营业收入增长较快。2012~2014年，公司营业收入年复合增长25.90%，2014年达到318.85亿元；同期，公司营业成本年复合增长30.23%，增速略高于营业收入增速，2014年营业成本为259.13亿元。近三年，公司营业利润率持续下降，2014年为17.90%。

2012~2014年，公司期间费用年均增长22.16%，其中财务费用增长较快，2014年公司加大对外融资力度，通过短长期借款和发行债券等融资方式募集公司经营业务发展、重大项目建设和股权并购项目所需的资金，导致2014年有息债务规模明显增加，使得公司财务费用同比增长96.41%，达到9.91亿元。近三年期间费用占营业收入比重分别为21.34%、18.74%和20.09%，其中销售费用和管理费用占比较大，公司期间费用占比呈波动下降趋势，但仍处于较高水平，费用控制力度有待加强。

公司投资收益规模较大，投资收益是公司利润的重要来源。2012~2014年，公司投资收益分别为6.63亿元、6.48亿元和22.09亿元，分别占当年营业利润的72.62%、73.89%和155.67%。近三年公司投资收益主要为长期股权投资收益及转让、持有权益性交易性金融资产公允价值变动带来的投资收益和委托贷款、委托理财收益增长所致。

2012~2014年，公司营业外收入分别为2.26亿元、4.21亿元和5.69亿元，对利润总额贡献较大，其中政府补助分别为0.81亿元、1.66亿元和2.92亿元，其他营业外收入包括非流动资产处置利得、其他等。

2012~2014年，公司实现利润总额分别为11.09亿元、12.01亿元和16.85亿元。其中，2014年公司营业外收入和投资收益合计27.78亿元，

占利润总额的164.87%。

盈利指标方面，2012~2014年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动增长趋势，三年平均值为2.01%和1.73%；2014年分别为2.30%和1.87%。

总体看，近三年公司盈利能力有所下降，利润总额受投资收益和营业外收入影响很大，未来随着业务扩张，公司抗风险能力有望增强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2012~2014年，公司现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金与收到其他与经营活动有关的现金，年复合增长率分别为30.83%和-16.05%；公司收到其他与经营活动有关的现金主要是公司土地业务的回款，2014年为150.06亿元。2012~2014年，公司经营活动现金流出年复合增长6.12%，2014年为421.56亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金构成。公司支付其他与经营活动的现金主要是公司与其他单位间的往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为10.35亿元、-8.08亿元和22.70，波动较大。从收入实现质量看，2012~2014年，公司现金收入比分别为84.97%、89.51%和91.75%，现金收入实现质量一般。

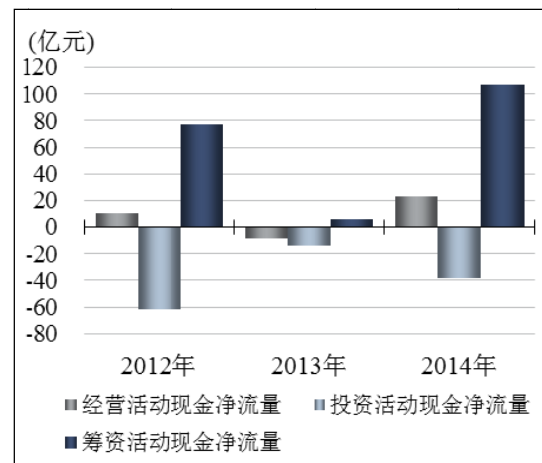
从投资活动看，2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-62.04亿元、-13.55亿元和-38.01亿元。2012年以来，公司产业投资和股权投资项目较多，投资性净现金流为净流出。2014年收回投资收到的现金285.20亿元，金额较大，主要由于医药集团中新药业的子公司参与国债投资业务，进行了多笔国债正、逆回购交易，其中逆回购体现在投资支付的现金和收回投资收到的现金，正回购体现在收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关的现金，由于交易频繁体现现金流金额变动较大。

2012~2014年公司筹资活动前产生的现

金流净额分别为-51.69亿元、-21.64亿元和-15.31亿元，经营活动现金流净额无法覆盖投资活动的资金需求，公司对外融资依赖性较高。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流入量持续增长，筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金、发行债券收到的现金及收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金；2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为77.04亿元、6.28亿元和106.75亿元。

图5 2012~2014年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体上，公司经营活动获取现金能力一般，受益于销售规模扩大，公司经营活动现金流量净额有所改善，但投资支出规模较大，经营现金净流量不能有效覆盖投资支出，对外部融资依赖性仍较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率持续上升，三年平均值分别为146.94%和87.81%，2014年底上述两项指标分别为163.15%和104.43%，同比分别增加12.48个百分点和21.57个百分点。2012~2014年，公司经营现金流动负债比随经营现金流量净额变化影响波动较大，近三年平均值为2.90%；2014年为6.25%，同比上升9.19百分点。公司流动比率较高，但流动资产中存货规模较

大，流动资产对流动负债的覆盖能力存在一定的不足。总体看，公司短期偿债能力指标尚可。

2012~2014年，公司 EBITDA 稳定增长，三年分别为24.77亿元、25.69亿元和39.34亿元，但由于债务规模和利息支出的增长，EBITDA 利息倍数和全部债务的保障能力均持续下降，2014年公司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为1.60倍和12.93倍。总体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至2015年3月底，公司合并口径无对外担保。

公司与银行建立良好的合作关系，截至2015年9月底，公司已获得各商业银行授信527.79亿元，其中已使用264.45亿元，尚有263.34亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G10120103020974901），截至2016年3月7日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力分析

公司作为天津市最重要的国有资产运营管理主体，承担着对天津市重大产业进行投资和经营国有资产等职能，公司业务涉足多个领域，资产规模大。总体上看，公司抗风险能力极强。

十、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行额度为 36 亿元，占 2014 年底长期债务和全部债务的 11.55%和 7.08%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2014 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 50.49%、42.59%和 31.24%，以公司 2014 年底报表财务数据为基础，预计本期 36 亿元

债券发行后，上述三项比率将分别上升至 51.75%、44.27%和 33.63%，公司债务负担有所加重，仍处于适宜水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA/本期发债额度分别为 0.69 倍、0.71 倍和 1.09 倍，公司 EBITDA 对本期债券保障能力一般。

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量为本期债券额度的 10.69 倍、10.45 倍和 12.34 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期债券额度的 0.29 倍、-0.22 倍和 0.63 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券本金覆盖程度较高。

本期债券募集资金监管方和受托管理人为招商银行，本期债券偿债资金主要来源于公司营业收入，其次为募投项目土地出让收益及大配套费返还收入。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力较强，考虑到地方政府对公司的大力支持，本期债券到期不能偿还的风险低，同时两期债券期限不同且提前分期偿还本金。公司集中偿付压力较小。

十一、结论

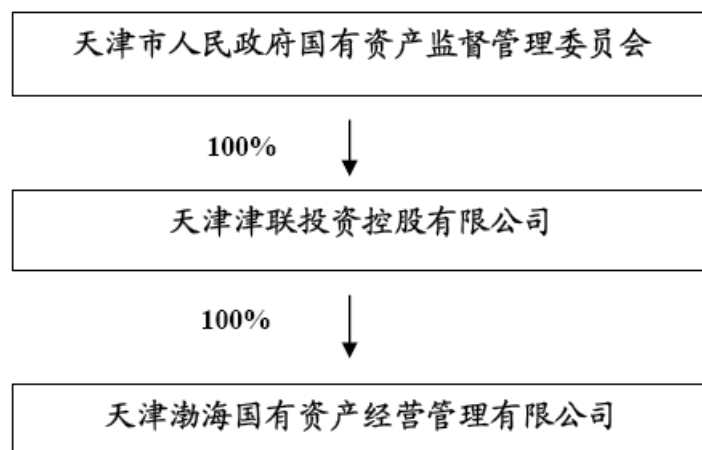
天津市是中国北方重要的经济、物流和航运中心，2012年以来经济财政保持高速增长。公司作为天津市政府的重大产业投融资主体，在推动天津市国有企业改革和结构调整、扶持骨干企业和优势产业等方面仍然具有重要地位，天津市国资委将逐步向公司注入优质国有资产，有利于公司的长期发展；医药行业是天津市八大支柱产业之一，公司医药企业均为天津市医药行业的龙头企业，享受天津市优惠政策，主要产品市场占有率保持较高水平。近年来，基本药物目录药品零售价格下降和中药材价格的上涨，影响公司的盈利能力；公司经营性净现金流波动较大，影响对债务保障的稳定性。

随着天津市经济、财政实力持续增长，公司在推动天津市国有企业改革及国有经济布局调整中的地位不断提升，公司有望继续得到天津市政府的大力支持，整体抗风险能力有望进一步提升。

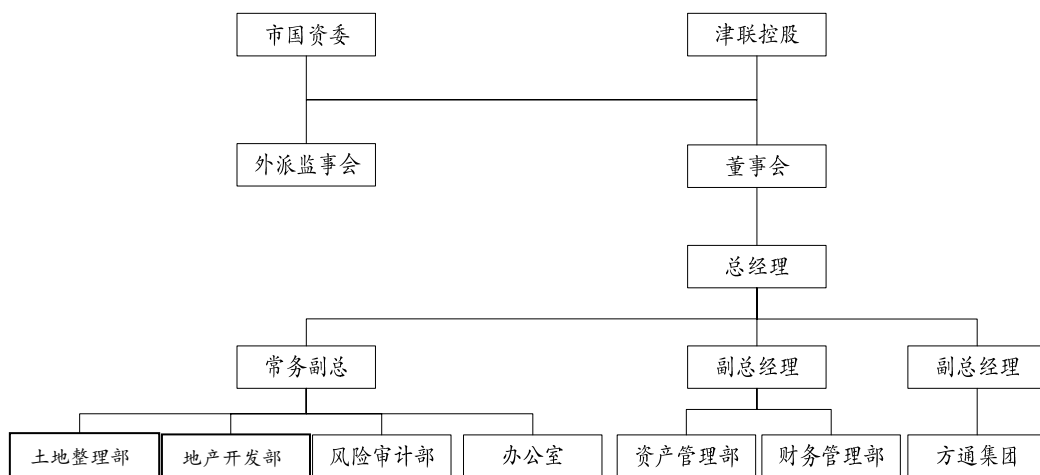
本期债券的发行对公司现有债务结构有一定影响；公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力较强，考虑到地方政府对公司的大力支持，本期债券到期不能偿还的风险极低，同时分期偿还降低未来集中兑付压力。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2015 年 9 月底公司主要二级子公司

序号	二级子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股 比例
1	天津市医药集团有限公司	生产	404441.56	100.00%
2	天津渤海文化产业投资有限公司	投资文化艺术产业	42900	100.00%
3	天津渤海恒源房地产开发股份有限公司	房地产开发、租赁	20000	65.00%
4	天津市水利工程有限公司	水利工程	15000	81.60%
5	天津渤海海胜股权投资基金管理有限公司	金融	500	51.00%
6	天津渤海发展股权投资基金有限公司	金融	50000	100.00%
7	天津市方通投资集团有限公司	贸易	50023.73	100.00%
8	天津渤海建设投资有限公司	房地产开发	1000	100.00%
9	天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司	对未上市企业的投资	160000	100.00%
10	天津渤海津镭产业结构调整股权投资基金有限公司	对未上市企业的投资	100000	100.00%
11	天津渤海轻工集团有限公司	精密器械、仪器仪表制造、销售	159878.08	100.00%
12	天津渤海医药产业结构调整股权投资基金有限公司	对未上市企业的投资	100000	100.00%
13	天津食品集团有限公司	生产	500000	100.00%
14	天津渤海置业有限公司	房地产开发	50000	100.00%

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	97.04	90.35	250.72
资产总额(亿元)	1008.09	1032.25	1385.62
所有者权益(亿元)	555.15	568.83	685.97
短期债务(亿元)	219.64	160.66	197.22
长期债务(亿元)	127.08	176.11	311.60
全部债务(亿元)	346.72	336.77	508.82
营业收入(亿元)	201.15	243.29	318.85
利润总额(亿元)	11.09	12.01	16.85
EBITDA(亿元)	24.77	25.69	39.34
经营性净现金流(亿元)	10.35	-8.08	22.70
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.20	5.81	6.41
存货周转次数(次)	0.96	1.11	1.30
总资产周转次数(次)	0.22	0.24	0.26
现金收入比(%)	84.97	89.51	91.75
营业利润率(%)	23.02	20.02	17.90
总资本收益率(%)	1.88	1.85	2.30
净资产收益率(%)	1.68	1.65	1.87
长期债务资本化比率(%)	18.63	23.64	31.24
全部债务资本化比率(%)	38.44	37.19	42.59
资产负债率(%)	44.93	44.89	50.49
流动比率(%)	127.00	150.67	163.15
速动比率(%)	76.15	82.86	104.43
经营现金流动负债比(%)	3.31	-2.94	6.25
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.90	1.60
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	13.11	12.93
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.69	10.45	12.34
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.29	-0.22	0.63
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.69	0.71	1.09

注：短期债务考虑了其他流动负债中的委托债券融资和融资回购；长期债务中考虑了长期应付款中的贷款和其他非流动负债中的应付融资租赁款；现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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%
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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 + 一年内到期的长期（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

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 天津渤海国有资产经营管理有限公司 2016 年度 36 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

天津渤海国有资产经营管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。天津渤海国有资产经营管理有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，天津渤海国有资产经营管理有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天津渤海国有资产经营管理有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天津渤海国有资产经营管理有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如天津渤海国有资产经营管理有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天津渤海国有资产经营管理有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年三月九日

