

信用等级公告

联合[2019] 385 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
有限公司主体长期信用状况及拟发行的天津渤海国有资产经营
管理有限公司 2019 年度第一期中期票据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 2019 年度第一期中
期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年二月二十二日



天津渤海国有资产经营管理有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 15 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期兑付本金

发行目的: 全部用于偿还公司本部到期债券

评级时间: 2019 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	244.20	216.23	280.44	283.89
资产总额(亿元)	1719.74	1688.72	1790.50	1894.28
所有者权益(亿元)	830.28	785.74	798.77	824.82
短期债务(亿元)	251.94	225.97	367.14	363.82
长期债务(亿元)	343.24	354.52	246.66	305.20
全部债务(亿元)	595.19	580.49	613.80	669.02
营业收入(亿元)	464.78	488.85	568.98	469.49
利润总额(亿元)	28.87	24.99	25.97	23.76
EBITDA(亿元)	56.30	57.69	67.29	--
经营性净现金流(亿元)	45.00	41.60	66.19	39.35
营业利润率(%)	17.46	16.49	16.26	18.72
净资产收益率(%)	2.52	2.29	2.45	--
资产负债率(%)	51.72	53.47	55.39	56.46
全部债务资本化比率(%)	41.75	42.49	43.45	44.79
流动比率(%)	151.50	141.89	111.69	120.77
经营现金流流动负债比(%)	8.76	8.06	9.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.57	10.06	9.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.08	2.31	3.05	--

注: 1.2018 年前三季度财务数据未经审计; 2.其他流动负债中融资回购款计入短期债务, 长期应付款中的贷款利息和其他非流动负债中的应付融资租赁款计入长期债务。

分析师

魏铭江 闫力 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(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政府的重大产业项目投融资主体和优化配置资源的重要公司, 代表天津市国有资产监督管理委员会(以下简称“天津国资委”)对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, 扩大国有企业规模和竞争力, 增强天津市国有经济的盈利能力和持续发展能力。近年来, 公司在推动天津市国有企业改革以及扶持优势产业发展方面发挥着重要作用, 得到天津市政府大力支持, 积极拓展业务多元化, 资产及收入保持较大规模。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, 有息债务规模持续增长且债务结构有待调整等因素可能对公司信用水平造成不利影响。

2017年1月, 天津国资委和公司共同出资成立了天津国有资本投资运营有限公司(以下简称“津投资本”), 公司以金融股权出资40亿元, 持股比例为40%。津投资本主要承担改革国有资产管理体制, 提高国有资本配置和运营效率、国有资产保持增值的改革任务, 是推动天津市国有企业混合所有制改革的支持和服务平台。

未来, 随着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提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿

还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司作为天津市大型产业投资及国有资产经营实体，履行天津市重大产业投资和国有资产经营等职能，在政策、资金等方面获得天津市政府的大力支持。
2. 公司资产及收入保持较大规模，经营性现金流状况良好。
3. 公司及合并子公司业务涉及医药、农业、食品加工、商贸物流等领域，多元化的业务布局提升了公司整体的抗风险能力。
4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

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. 公司有息债务规模较大，其中短期债务增长快，债务结构有待调整。公司以土地及房地产为主的存货和其他应收款持续增长，对运营资金形成较大占用。
3. 公司期间费用持续高企并侵蚀主业利润，整体利润水平高度依赖投资收益和营业外收入。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天津渤海国有资产经营管理有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

天津渤海国有资产经营管理有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

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”）批准并出资组建，具有国家授权投资机构职能。2012 年 3 月，根据天津市政府《关于将渤海国资公司全部股权无偿划转至津联控股公司》（津国资产权【2012】9 号）文件，天津市国资委将公司全部股权无偿划转给天津津联投资控股有限公司（以下简称“津联控股”），公司类型由国有独资公司变更为国有法人独资公司。2012 年 6 月，根据天津市国资委下发的《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》（津国资产权【2012】51 号）文件，将天津市医药集团有限公司和天津市金耀集团有限公司 100% 股权划转至公司，作为公司的全资子公司，并相应增加公司资本公积。后经多次增资及转增注册资本，截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 118.50 亿元，津联控股持股 100%，津联控股是天津市国资委全资子公司。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；房屋租赁（以上范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。

截至 2018 年 9 月底，公司下设资产管理部、财务管理部、风险审计部等 6 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额为 1790.50 亿元，所有者权益 798.77 亿元（含少数股东权益 159.30 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 568.98 亿元，利润总额 25.97 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1894.28 亿元，所有者权益 824.82 亿元（含少数股东权

益 165.01 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 469.49 亿元，利润总额 23.76 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、本期中期票据概况

公司 2019 年拟注册中期票据额度 100 亿元。公司 2019 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行额度 15 亿元，期限 3 年，所募资金全部用于偿还公司本部到期债券。

本期中期票据无担保。

三、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正式推出，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%。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业

(1) 医药工业概况

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。

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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017年医药产业经济运行分析》，2017年中国规模以上医药企业实现主营业务收入29826.0亿元，增速恢复至两位数，达12.2%，较2016年提高2.3个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额3519.7亿元，同比增长16.6%，增速同比提高1.0个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元）

	2015年		2016年		2017年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.70	436.10
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.00	499.00
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.10	325.10
医药工业	26885.19	2768.23	29635.86	3216.43	29826.00	3519.70

资料来源：联合资信整理

注：2016年数据来自国家工信部网站，2017年数据来自国家发改委网站，2017年同比变化数据与2016年数据不符。

(2) 医药商业概况

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.0%，同比下降 0.2 个百分点。其中 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销

售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

图 1 2013~2017 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

预计 2018 年药品流通市场销售增速将有所回落，但销售规模仍会保持稳步增长，药品流通行业将进入结构调整期，在政策驱动下市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。

(3) 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的生产能力和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 2 2016 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定17种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016 年 3 月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，医药企业间竞争力分化将愈加明显
2016 年 4 月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个（含民族药88个）；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 4 月	国务院办公厅《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅《关于深化审评	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质

	审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	管理、提升技术支撑能力、加强组织实施6部分共36项改革措施	量和国际竞争力
2017年12月	CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017年12月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018年4月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策3个方面提出了15项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显

资料来源：联合资信整理

（4）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快

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，市场较为分散。目前，中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。

一致性评价成为工作重点，政策红利加速企业竞争力分化

《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉有关事项的公告》要求，2018年底前须完成仿制药一致性

评价品种共289个。截至2018年4月底，共有17个品种（29个品规）通过一致性评价，其中289品种仅有8个（10个品规）。可见为了抢占市场，不少企业将重点放在了289品种外，但对于市场容量大、竞争对手少的289品种，各企业仍需竞速闯关。

2018年4月3日，国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》（以下简称“《意见》”），主要内容有：促进仿制药研发，重点解决高质量仿制药紧缺问题；突出问题导向，提升仿制药质量疗效；完善支持政策，推动高质量仿制药尽快进入临床使用。《意见》明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义。对于一致性评价优先政策，各省市积极响应并落实，如上海在2018年3月将通过一致性评价而过去未在上海中标或挂网的品种采取直接挂网。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE于2017年12月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终

端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

总体看，仿制药一致性评价将成为近年医药制造企业工作的重点；同时，预计一致性评价品种的优惠政策将在各地逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

药品降价

2015年5月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药品，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

(5) 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游

制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，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。

2. 食品制造业

(1) 行业概况

中国是食品制造和消费大国，食品行业是与人民生活密切相关的基础性行业。2017年，面对国际经济维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，中国食品工业生产销售稳定增长，效益规模继续扩大，消费结构不断升级，价格涨幅维持平稳，总体保持了平稳发展。

2017年，全国规模以上食品工业企业（不含烟草）累计完成主营业务收入105204.5亿元，同比增长6.6%；实现利润总额7015.6亿元，同比增长8.5%；亏损企业亏损总额327.7亿元，同比增长1.8%；资产合计67318.1亿元，同比增长5.6%；存货9504.2亿元，同比增长8.1%（其中产成品存货3806.0亿元，同比增长4.6%）。同期，农副食品加工业、食品制造业及酒、饮料和精制茶制造业完成工业增加值（现价）占全国工业增加值的比重分别为4.4%、2.1%和2.0%，同比分别增长6.8%、9.1%和9.1%。2017年，食品工业完成工业增加值占全国工业增加值的比重为11.2%，对全国工业增长贡献率为12.0%，拉动全国工业增长0.8个百分点。2018年上半年，全国规模以上食品工业累计完成主营业务收入42882.7亿元，同比增长6.4%。其中，农副食品加工业完成主营业务收入25006.5亿元，同比增长4.6%；食品制造业完成主营业务收入9673.6亿元，同比增长7.7%；酒、饮料和精制茶制造业完成主营业务收入8202.6亿元，同比增长10.7%。

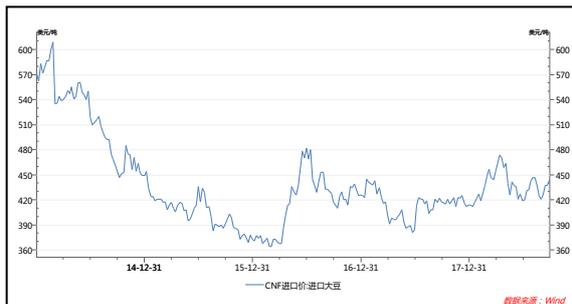
2017年，食品工业完成固定资产投资额21848.0亿元，同比增长1.2%，明显低于上年8.5%的增速，也低于制造业4.8%的增速。食品

工业投资额占全国固定资产投资额的 3.4%，占比比上年降低 0.3 个百分点。自“十二五”以来，食品工业投资增速逐渐放缓，2011 年至 2017 年，投资增速分别是 37.5%、30.7%、25.9%、18.6%、8.4%、8.5%、1.2%。食品工业逐步进入发展的新常态，产业规模快速扩张已经成为历史。

2018 年 7 月 6 日，美国政府发布了加征关税的商品清单，对中国输美的 1333 项 500 亿美元的商品加征 25% 的关税。同日，中国对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25% 的关税。美国大豆期货指数瞬间下跌 3.3%。美国其他农产品期货全线大跌，美国玉米跌 3%、小麦跌 1.7%、豆油跌 1.8%、豆粕跌 2.9%。

2018/19 年度，美国对中国出口大豆量大幅下降，美国对中国大豆销售总量为 126.6 万吨，较去年同期的 1066.6 万吨减少 88.1%。截至 2018 年 8 月底，国内临储大豆库存较为充裕，国内大豆产量有增加的潜力，此外生猪养殖效益难以明显改善将抑制饲料消费需求等原因，将使得国内大豆价格在 2018 年度基本保持平稳。

图 2 2014 年以来大豆进口价格（单位：美元/吨）



数据来源：Wind 资讯

豆制品的下游大多直接向民用终端（即消费者）供给。豆腐大类产品消费习惯形成已久，其他产品对其替代性不强。作为咸腌制品，榨菜等产品对腐乳制品形成一定的替代性，其利润空间受到一定挤压。总体看，食品行业门槛普遍不高，企业数量多，商品同质化严重。公司生产经营的豆制品、咸腌制品及糕点等商

品虽具有相对竞争优势，但同类产品数量多，竞争程度较激烈。

（2）行业政策

食品工业“十三五”发展规划中提到，继续淘汰落后和过剩产能，重点针对粮食加工、肉类屠宰加工、发酵、酿酒、乳制品等严重产能过剩领域，建立健全产能监测预警机制和产能过剩退出机制，坚决淘汰能耗高、出品率低、环保不达标的落后产能；鼓励产业集聚发展，引导食品加工企业向产业园区集聚；推进重点行业兼并重组，培育壮大自主品牌；推动产业转移，在区域结构调整上抓住产业转移机遇，积极搭建产业转移平台，对接产业转移项目，引导具有技术优势的东部沿海地区食品加工企业到具有资源要素优势的中西部地区投资建厂，优化食品工业区域结构。

目前，中国已基本形成了以《食品安全法》为核心的食品安全法律法规体系，通过了《刑法修正案（八）》，为加强食品安全监管、严厉打击违法犯罪提供了法律依据；发布了《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，提出了食品产业结构调整的指导方向，有利于推动食品工业持续健康发展。同时，国家努力推动区域经济协调发展，对中西部开发持续投入及支持东部地区率先发展的政策，给食品工业的初级农产品原料供给和消费提升提供了良好的发展契机，促进食品工业区域产业布局调整发生适应性变化。西部大开发、东北振兴、中部崛起及其他区域规划，都把食品加工业作为主导产业。很多省市也把食品工业作为地方支柱产业，并出台了相关支持政策，食品工业发展的宏观环境逐渐改善。

2017 年 4 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加强地沟油整治和餐厨废弃物管理的意见》（国办发〔2010〕36 号）要求，不断加大打击力度、强化源头治理，以餐厨废弃物为原料制售“地沟油”的违法犯罪活动得到遏制。但“地沟油”综合整治长效机制尚未完全建立，制售“地沟油”的违法犯罪问题仍时有

发生。要把“地沟油”治理作为“十三五”期间食品安全重点工作任务，力争取得突破。进一步加强行政执法和刑事司法的衔接，健全涉嫌犯罪案件的移送通报机制，加大对制售“地沟油”违法犯罪行为的打击力度。

(3) 行业趋势

① 方便快捷性食品将进一步发展，主要是米面制品，如方便面、方便米饭、方便粥和馒头、面包、饼干以及带馅米面食品。副食方便食品，主要是各种畜肉、禽肉、蛋、菜的熟食制品，或经过预处理的半成品。速冻食品制造业是最近几年食品工业中发展最快的新兴行业。

② 工程食品涉及的主要领域有：采用先进技术生产各种原配料，如从低脂原料或植物性原料中提取优质蛋白质，从天然植物中提取色素，从天然资源或用化学方法制造食品添加剂等；在食品加工时，补充某些原料中缺乏的营养素或特殊成份，使消费者获得营养比较完全的食品，减少营养缺乏症及其并发症。进入 21 世纪，越来越成熟的生物技术、真空技术、挤压技术、膜分离技术、超临界萃取技术、超微粉碎技术、微胶囊技术、微波技术、冷杀菌技术、无菌包装等高新技术在食品工业中推广应用，必然会使工程食品推出许多新配料、新产品。

③ 保健功能食品的发展将成为未来食品工业的重点。从目前市场销售的情况看，比较热销的保健品有不饱和脂肪酸、补钙、减肥、美容、补血类产品。未来，其它各类系列保健品，如肽系列，蜂王浆、蜂蜜系列、菌类多糖系列，有益菌系列、低聚糖系列，螺旋藻系列、海洋生物系列以及中草药系列等都将成时尚。

3. 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》，2017 年，天津市生产总值（GDP）18595.38 亿元，按可比价格计算，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。

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 69.50%，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 42.40%；企业所得税 309.90 亿元，增长 11.30%；个人所得税 116.51 亿元，增长 20.40%。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 21.40%；教育支出 435.29 亿元，增长 0.2%。

总体看，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 118.50 亿元。公司全部由津联控股出资，津联控股是天津市国资委全资子公司。公司的实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司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。公司的主要定位是：以国有资本经营和国有股权管理为重点，以国有资本的证券化和价值最大化为目标的公司。公司在天津市国有资产运营管理领域具有垄断地位。

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”，持股比例 100%）、天津食品集团有限公司（以下简称“食品集团”，持股比例 100%）等，医药集团拥有天津中新药业集团股份有限公司（以下简称“中新药业”，证券代码：600329，持股比例 43.07%）、天津力生制药股份有限公司（以下简称“力生制药”，

证券代码：002393，持股比例 51.36%）和天津天药股份有限公司（以下简称“天药股份”，证券代码：002129，持股比例 50.79%）3 家上市公司（医药集团所持上述 3 家上市公司股权均未质押）。

公司作为国有资产管理公司，主要代表天津市政府和天津市国资委投资和管理相关国有资产，旗下公司涉及业务广泛，主要包括医药生产及医药流通板块、津联公共事业板块、食品业务板块、商品销售板块、工程业务及其他板块。总体看，公司业务多元化，资产规模大，抗风险能力强。

3. 人员素质

公司现有董事 5 人，设董事长 1 人，副董事长 1 人¹；监事 3 人，其中股东监事 1 人，职工监事 2 人；总经理 1 人，副总经理 2 人，均有丰富的管理经验。公司总经理兼法人代表于学昕先生，1966 年 6 月出生，1987 年 07 月参加工作，中共党员，硕士研究生。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 年至今任公司副总、常务副总经理；2013 年 5 月任公司董事；2014 年 1 月起任公司总经理。

截至 2018 年 3 月底，公司在职职工合计 21203 人，其中 30 岁及以下的职工人数占比为 30.45%；31 岁~40 岁占比为 40.98%；41 岁~50 岁的职工人数占比为 15.93%；51 岁以上的职工人数占比为 12.64%。

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。

¹ 根据章程，公司设有董事长和副董事长各 1 人，但目前公司无董事长和副董事长任职。

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，董事会成员由股东按照天津市国资委有关规定委派，每届任期三年，可连任。

根据公司章程，公司设立监事会，由 3 人组成，股东根据《公司法》和有关规定向公司委派或更换 1 人，由公司全体职工或职代会民主选举产生或更换 2 名。监事每届任期三年，可以连任。公司董事、总经理、副总经理、财务负责人、高级管理人员不得兼任监事。

公司聘总经理 1 名，副总经理等高管人员若干名。公司总经理需符合《公司法》规定的任职资格，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责，向董事会报告工作。

2. 管理水平

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，但公司下属子公司众多，且多采用股权划转方式取得，对子公司管控能力较弱。

七、重大事项

1. 股权划转

2015年5月21日，天津市国资委下发《市国资委关于组建天津食品集团有限公司的通知》（津国资企改【2015】74号），按照《天津市人民政府关于组建天津食品集团有限公司的批复》（津政函93号）精神，将天津农垦集团

有限公司（以下简称“农垦集团”）、天津二商集团有限公司（以下简称“二商集团”）、天津粮油集团有限公司（以下简称“粮油集团”）、天津立达集团有限公司（以下简称“立达集团”）整合重组为食品集团。天津市国资委将农垦集团、二商集团 100% 股权无偿划转至公司，合并农垦集团、二商集团设立食品集团，将公司持有的天津利达粮油有限公司（以下简称“利达粮油”）100% 股权无偿划转至食品集团，利达粮油对粮油集团实施托管，食品集团对立达集团实施托管，食品集团注册资本由 17.19 亿元增至 50 亿元。2015 年，公司合并范围新增食品集团。

总体看，食品集团资产和收入规模较大，但盈利能力不强，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。

2. 投资天津国有资本投资运营有限公司

津投资本是天津市人民政府批准组建的天津市首家国有资本运营公司，成立于 2017 年 1 月，注册资本 100 亿元。其中，天津市国资委以货币出资 60 亿元，持股比例 60%，公司以金融股权出资 40 亿元（2017 年 1 月，公司将其持有的 3 家子公司 100% 股权划入津投资本，作为金融股权作价 40.00 亿元出资），持股比例 40%，目前注册资本已全部实缴到位。

津投资本主要职能是发挥政府投资主体作用，推动天津市优势产业的发展，吸引和带动社会资本参与推进天津市重点项目建设、兼并重组、国有企业改制等，以提升国有资本运营效率和国有资本回报为主要目标，协助企业完善国有企业产业链、价值链整合，促进国有资本合理流动，实现国有资产的保值增值，助推天津市国有企业混合所有制改革。截至 2017 年底，津投资本下属二级独资及控股子公司 7 家，主营业务包括股权、债权类投资业务和基金业务，已投资多个优质重点项目，随着项目逐步推进，未来有望实现一定的投资收益。

截至 2017 年底，津投资本合并资产总额

120.68 亿元，所有者权益 103.73 亿元；2017 年，实现营业收入 0.53 亿元，利润总额 3.27 亿元。

3. 无偿划转国机汽车股份有限公司 6.24% 股份

2018 年 5 月 4 日，公司发布《天津渤海国有资产经营管理有限责任公司关于国机汽车股份有限公司 6.24% 国有股权无偿划转的公告》，公司拟将持有的国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”）全部股份 64205073 股（占国机汽车总股本的 6.24%）无偿划转至天津津鼎企业管理服务有限公司（以下简称“津鼎公司”）。公司与津鼎公司的实际控制人均为天津市国资委，此次股权划转属于同一控制人下的股权划转。公司与津鼎公司已于 2018 年 5 月 3 日签署了《天津渤海国有资产经营管理有限责任公司与天津津鼎企业管理服务有限公司关于国机汽车股份有限公司 6.24% 国有股权无偿划转协议》，本次股份划转完成后，公司不再持有国机汽车的股权。

截至 2018 年 3 月底，国机汽车注册资本 102973.68 万元，净资产为 777081.85 万元，公司所持有的 6.24% 的国有股权占公司净资产的比例为 0.61%。根据国机汽车 2018 年 7 月 17 日发布的公告，上述股权过户登记手续已办理完毕，划转已完成。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括：医药生产及医药流通板块、食品业务板块和其他业务，其他业务种类繁多且各个子业务板块占比相对较小，主要包括津联公共事业、产品商品销售、工程业务以及物资贸易等业务，主要的经营主体为津联集团有限公司、天津渤海轻工集团有限公司和天津市水利工程有限公司等。

2015~2017 年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长率 10.64%，2017 年，公司实现营业收入 568.98 亿元，同比增长 16.39%，主要系

食品业务收入增长所致。分板块来看，医药生产板块近三年收入有所增长，医药流通板块收入规模则持续下降，2017年，医药生产和流通板块实现营业收入分别为63.69亿元和75.91亿元，占营业收入的比重分别为11.19%和13.34%，医药流通收入规模较上年有所下降主要受两票制影响，医药流通环节有所调整所致；近三年，食品业务板块快速增长，2017年食品业务营业收入353.01亿元，同比增长51.91%，主要系食品业务中商业板块收入增长所致。食品业务收入占营业收入比重为62.04%，同比上升14.50个百分点；近三年，其他业务板块收入则波动下降，2017年公司其他业务板块营业收入76.37亿元，同比下降37.24%，主要系产品商品销售收入大幅下降所致。2018年前三季度，公司营业收入469.49亿元，同比增长12.63%，其中医药生产板块收入62.83亿元，同比大幅增长29.79%；医药流通板块收入52.99

亿元，同比变化不大；食品业务同比增长25.34%至275.49亿元；其他业务收入78.18亿元，同比下降14.75%，主要系产品商品销售及工程业务收入下降所致。

从毛利率来看，2015~2017年，受收入占比高的食品业务毛利率下滑影响，公司综合毛利率持续下滑，2017年为17.12%，同比下滑0.37个百分点。分板块来看，医药生产毛利率稳步提升，2017年为60.09%，同比上升6.40个百分点；医药流通毛利率有所波动，2017年为7.84%，同比有所上升；食品业务毛利率则持续下滑，2017年为12.01%，同比下降1.21个百分点，主要系毛利率较低的商贸板块收入占比上升拉低了食品业务板块的毛利率；其他业务毛利率波动下降，2017年为14.12%，同比下滑1.54个百分点。2018年前三季度，公司各板块毛利率同比均有所提升，公司综合毛利率同比提升3.54个百分点至20.07%。

表3 近年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	营业收入				毛利率			
	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
医药生产	56.34	56.25	63.69	62.83	52.80	53.69	60.09	63.73
医药流通	88.44	78.54	75.91	52.99	7.42	7.03	7.84	7.93
食品业务	200.08	232.38	353.01	275.49	16.12	13.22	12.01	13.92
其他业务	120.05	121.68	76.37	78.18	14.45	15.66	14.12	14.88
总计	464.91	488.85	568.98	469.49	18.46	17.49	17.12	20.07

资料来源：公司提供

注：2015年食品业务收入已对农垦集团及二商集团并入前做了追溯调整。

2. 医药产业

公司医药产业的经营主体为医药集团。截至2017年底，医药集团总资产517.47亿元，净资产231.07亿元；2017年，医药集团实现收入195.18亿元，净利润7.72亿元。

在医药生产方面，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。在医药流通方面，公司下属二级子公司及三级子公司和

参股公司中共有8家医药流通公司，主要包括天津医药集团太平医药有限公司（以下简称“太平医药”）、天津医药集团泓泽医药有限公司（以下简称“泓泽医药”）、河北德泽龙医药有限公司（以下简称“泽龙医药”）等，全部具有基本药物配送资格。公司医药流通公司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。

表 4 近年公司医药生产业务收入构成 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	56.34	56.25	63.69
中成药	25.64	25.88	27.30
化学制剂药	18.01	18.48	27.40
化学原料药	12.69	11.89	8.99
毛利率	52.80	53.69	60.09
中成药	69.70	69.01	71.61
化学制剂药	53.75	54.06	59.60
化学原料药	17.34	19.76	26.59

资料来源: 公司提供

(1) 医药生产

中成药

中成药是医药集团支柱产品。医药集团已完成 500 多项科研成果, 其中包括主导开发的大多数创新品种。截至 2018 年 3 月底, 医药集团累计拥有有效专利 1196 个, 其中发明专利 732 件。公司在中成药方面拥有较强的生产技术, 多样化的药品品种系列, 并拥有包括天津同仁堂、达仁堂、乐仁堂、隆顺榕在内的多个老字号。

截至 2018 年 3 月底, 医药集团共获得中药新药证书 23 个, 拥有中药保护品种 5 个, 拥有国家秘密产品京万红、牛黄降压系列等 3 种, 拥有国家机密产品速效救心丸 1 种, 建立中药药源基地 1 个, 申请获得“绿药”(中国药用植物及制剂绿色行业标准) 品种 6 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、酞剂、糖浆剂、丸剂 7 个剂型还通过了澳大利亚 TGA 的 GMP 认证。

公司中成药板块近年销售收入和毛利率均保持平稳, 2015~2017 年营业收入分别为 25.64 亿元、25.88 亿元和 27.30 亿元, 同期, 中成药毛利率分别为 69.70%、69.01% 和 71.61%。

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。公司所属生产基地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, 主要是依托三级子公司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。

公司所属企业采购中药材原料一般不进行预先付款, 结算方式主要是在货物和发票到厂后先支付当批货款的 60%~80%, 余款待公司和权威机构对药材检测合格后再结清。

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。速效救心丸是中新药业旗下的明星产品, 2017 年累计销售 369.10 万条, 在中药心血管类市场占有率为 10%。由于速效救心丸成方多年及医药功效的特点, 虽然销售者购买频次较高, 但是单位处方量较小, 销量同比小幅下滑 2.87%; 紫龙金片是中新药业下属全资子公司隆顺榕的主要产品, 2017 年销售 4423.00 万片, 同比增长 16.95%, 在中药抗肿瘤药中占有 8.00% 的市场份额, 未来销售前景看好; 通脉养心丸是中新药业下属全资子公司乐仁堂的主要产品, 是中药心血管用药, 市场潜力大, 2017 年销售 509.10 万瓶, 同比增长 13.89%; 痹祺胶囊是达仁堂的主要产品, 用于治疗类风湿性关节炎, 2017 年销售 567.70 万盒, 同比增长 13.54%。

公司生产的大多数中成药均被列入国家基本药品目录中, 许多产品为畅销多年的传统优势品种。在中成药的销售形式上, 公司根据不

同产品、不同市场供需情况，选择不同的销售模式。以集团中成药的主力生产企业中新药业为例，除了生产中成药外，中新药业还在天津

市内自建了销售网络，其产品在天津市内自主销售，在天津市以外通过与各地区的经销商进行合作开展销售。

表 5 近年公司主要中成药产品产量及销量情况

中成药主要产品	产量		销量	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
速效救心丸（万条）	377.00	367.60	380.00	369.10
通脉养心丸（万瓶）	383.00	533.70	447.00	509.10
紫龙金片（万片）	3936.00	4675.70	3782.00	4423.00
痹祺胶囊（万盒）	499.00	587.60	500.00	567.70
麻仁软胶囊（万粒）	10050.00	12163.40	11477.00	11228.50
清肺消炎丸（万粒）	157046.00	168825.20	150606.00	160587.00

资料来源：公司提供

化学制剂药

化学制剂药是公司医药集团第二大产品类型。公司化学制剂药产品有 342 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；片剂主要为天力生制药吡达帕胺片；制剂主要为天津生物化学制药有限公司生产的肝素钠等。

公司化学制剂药主打产品之一“寿比山”牌吡达帕胺片是市场上较为成熟的抗高血压知名品牌药品，在吡达帕胺领域市场占有率达 70.00%，2017 年销量 70488.30 万片；特子社复针是天津新丰制药有限公司的产品，主要用于治疗败血症、肺炎、支气管炎等症状，具有消炎抗感染的功效，2017 年销售 1044.50 万支；阿德福韦片主要用于治疗乙肝等病毒性疾病，在治疗乙型肝炎用药领域全国销量领先，市场前景看好，2017 年销售 2755.20 万片；头孢地尼是公司在头孢克肟的基础上开发的第三代头孢类口服抗菌药物，有较强的抗菌活性以及较长的术后效应，其中头孢地尼分散片 2017 年销售 12940.70 万片。

化学制剂药主要通过公司下属医药流通企业与各地区经销商进行合作来开展销售。公司化学制剂药板块近年销售收入逐年增长，同时毛利率持续上升，2015~2017 年营业收入分别为 18.01 亿元、18.48 亿元和 27.40 亿元，同期，毛利率分别为 53.75%、54.06% 和 59.60%。

表 6 2017 年公司主要化学制剂药产品产量及销量情况

产品名称	产量	销量
吡达帕胺片（万片）	71160.80	70488.30
特子社复针（万支）	1064.80	1044.50
阿德福韦片（万片）	2903.80	2755.20
头孢地尼分散片（万片）	16509.40	12940.70
醋酸泼尼松片（万片）	213914.40	213683.60
丁酸氢化可的松乳膏（万支）	442.60	462.60

资料来源：公司提供

化学原料药

化学原料药方面，天津金耀集团有限公司（以下简称“金耀集团”，2014 年金耀集团 100% 股权划入医药集团）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集团有限公司（以下简称“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。

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。对于生产中所需原材料，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。

公司化学原料药板块近年销售收入逐年下降，主要系部分原料药转为内部供应，同时毛利率逐年上升，主要系原材料采购成本下降较快所致。2015~2017 年营业收入分别为 12.69 亿元、11.89 亿元和 8.99 亿元，同期，毛利率分别为 17.34%、19.76% 和 26.59%。

(2) 医药流通

近三年，受两票制影响及医药流通环节有所调整，公司医药流通收入逐年下降，2017 年公司医药流通收入为 75.91 亿元，同比下降 3.35%，毛利率为 7.84%，同比提升 0.81 个百分点；2018 年前三季度，医药流通收入 52.99 亿元，同比下滑 6.89%，毛利率同比小幅提升至 7.93%。

公司下属主要医药流通企业太平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，下游客户中，医院约占医药流通总销售规模的 50%，药品批发企业约占 30%，药店等其它客户约占 20%，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医药生产企业。

近年来公司着力在天津市以外发展销售渠道，公司医药流通板块子公司泽龙医药在河北省市场占有率为 20%。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等医药企业。

随着两票制新政策的全面推广，医药流通行业将加速整合。由于公司具有一定规模的销售体系，以两票制为主的医药流通政策对公司医药商业业务影响有限，但未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对公司形成一定压力。

3. 食品业务

公司的食品业务主要由公司旗下食品集团经营。截至 2017 年底，食品集团资产总额 367.72 亿元，所有者权益 123.64 亿元，2017 年实现营业收入 283.32 亿元，净利润 5.98 亿元。

食品集团业务板块主要包括农业、工业、商业、建筑业和服务业。

农业板块主要为种植、养殖等，通过超市、批发市场、零售网点进行销售。

工业板块主要包含宝德包装和兴华织造等，其中奶业为重点业务。农垦奶业包括奶牛饲养、牛奶加工及销售、奶牛育种、奶牛防疫治病、乳品质量监测检验、奶牛饲料生产等，形成了奶牛产业化一条龙体系，对 8 个国有农场的 16 个国有奶牛场进行统一管理，经营实体主要包括天津嘉立荷牧业有限公司和天津海河乳业有限公司。

商业板块主要以物流贸易、食品冷链分销等为主，食品集团的商业板块是以食品生产、冷链物流、现代分销与专业市场为主导产业，以食品科研、职业教育、进出口贸易、商业连

锁、餐饮服务、仓储运输等为重要支撑的业务模式。食品集团拥有冷库4座，冷藏容量近7万吨、上万平米以上大型零售商厦2家、产品销售终端达6300个，拥有“迎宾”“利民”“桂顺斋”“起士林”等一批久负盛名的食品老字号，在市场上具有很高的知名度、信誉度。

建筑业板块主要由房地产业务和建筑业务两部分构成，其中食品集团房地产业务主要包括金地艺城华府、宝坻圣缇湾、仕林苑、红旗保障房和解放南路35#地块住宅等项目的开发和销售。

服务业板块以壳牌石油的销售为主，由壳牌华北石油有限公司（以下简称“壳牌华北”）负责。近年来，壳牌华北加快发展速度，天津地区加油站累计达到70余家。上游采购主要通过壳牌中国进行，通过加油站销售给加油车辆。

2015~2017年，食品业务收入快速增长，分别为200.08亿元、232.38亿元和353.01亿元，2017年，食品板块实现营业收入353.01亿元，同比增长51.91%，占公司营业收入的比重为62.04%，同比上升14.50个百分点。其中，收入的增长主要来自商业、工业和服务业板块。2016年，公司商业板块收入大幅增长、服务业板块出现大幅下降，主要系公司调整统计口径，在2016年将大部分原属于服务业的收入划入商业板块所致。

表7 食品业务收入情况(单位:亿元)

食品业务	2015年	2016年	2017年
农业	6.48	15.89	12.01
工业	4.93	39.36	65.45
商业	42.91	147.49	203.60
建筑业	45.27	25.53	38.12
服务业	100.49	4.11	33.83
合计	200.08	232.38	353.01

资料来源:公司提供

4. 其他业务

公司其他业务板块主要包括津联公共事业、产品商品销售、工程业务以及物资贸易等业务。近三年，其他业务收入波动下降，2017

年公司其他业务板块的收入76.37亿元，同比下降37.24%，毛利率为14.12%，同比下滑1.54个百分点。

(1) 津联公共事业板块

公司公共事业板块主要由津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）负责。津联集团业务主要包括公用设施、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，主要为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；机电业务主要为液压机、水力发电设备等机械设备的生产销售；手表业务为天津海鸥表业集团有限公司（以下简称“海鸥手表”），海鸥手表每年可分别生产机械表机芯六百万件及腕表一百万块，超过90%的海鸥产品拥有自主研发的知识产权，在中国的10多个大中型城市共拥有超过20家专卖店。

近三年，公司公共事业板块收入较为稳定，2017年公共事业板块实现营业收入51.03亿元，同比增长8.57%。

表8 津联集团业务收入情况(单位:亿元)

业务板块	2015年	2016年	2017年
公用设施	30.11	30.56	33.48
机电	8.40	8.22	9.76
手表	5.64	5.07	4.60
酒店	0.89	0.93	1.01
其他	2.23	2.22	2.18
合计	47.27	47.00	51.03

资料来源:公司提供

(2) 土地收储

土地收储业务是公司成立之初就开始开展的一项重要业务，该项业务的流程为：公司支付土地收购补偿款给卖地国企，然后卖地国企交付符合验收标准的土地给公司，公司将土地交给当地政府挂牌出让，挂牌出让成功后由买地企业支付土地出让金给天津市财政局，天津市财政局将土地整理成本和增值收益返还公司，公司将土地增值收益的80%款项返还给被

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，也通过公司返还给被收购土地的国有企业。从土地收购-出让-返还的运作流程和资金流向方面看，公司的土地收购整理项目现金流可100%覆盖项目融资的本息规模。

公司土地收储业务在会计处理上，将土地收购补偿金、融资利息等直接计入存货，待土地出售后，公司将政府相关部门返还的土地整理成本（包含银行贷款和资本化利息、拆迁补偿款等）直接冲抵存货，将土地收购补偿费的0.8%作为管理费计入营业收入。总体看，土地收储业务对公司财务表现的影响主要体现在资产结构和现金流方面，对损益的影响较小。

2017年，公司无新增土地收储，协议总金额0.19亿元，无土地出让。2018年计划完成7户企业土地出让，涉及土地276亩，实现土地出让金17亿元，土地整理成本及增值收益返还10亿元。截至2018年3月底，公司累计收购土地9100亩，出让土地4744亩，尚未出让4356亩。

总体看，公司土地收储业务对公司资金占用规模较大，时间长，但该项业务的资金回收风险很小，收益较为稳定。

除以上业务外，公司的其他业务收入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、管理咨询收入和医疗器械生产收入等。

5. 经营效率

2015~2017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波动下降，三年均值分别为8.83次、1.93次和0.36次，2017年分别为7.92次、1.81次和0.33次，总体看公司经营效率尚可。

6. 未来发展

未来，公司将紧紧围绕天津市国资委、津联控股核心工作，主动适应新常态，以转型发展为主题，以服务国资国企为主线，以调整优

化资产结构为主攻方向，以提升上市股权市值管理和地产开发盈利能力为切入点，充分发挥投融资和资本运作平台作用，构筑“资源配置合理、资产流动顺畅、资本运作灵活”的产股权结构，确保公司资产规模和质量得到不断提升，精细化管理和抗风险能力有效加强，服务能力和发展后劲得到持续增强。

总体看，公司未来定位清晰，后续随着业务和管理不断优化，公司有望保持持续向好发展。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，均出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司提供的2018年前三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2015年公司合并范围新纳入食品集团1家主体，不再纳入合并范围主体3家；2016年减少1家天津渤海建设投资有限公司，增加1家津联集团（天津）资产管理有限公司；2017年公司合并范围新纳入6家主体，转让处置2家主体，注销3家主体。截至2017年底，公司合并范围一级子公司12家，二级子公司137家。资产和收入规模大的食品集团于2015年新纳入公司合并范围，对公司2015~2017年的财务数据可比性影响较小，公司合并范围内变化的其他子公司规模均较小。总体看，公司近三年财务数据具有较强的可比性。

截至2017年底，公司资产总额为1790.50亿元，所有者权益（含少数股东权益159.30亿元）798.77亿元；2017年，公司实现营业收入568.98亿元，利润总额25.97亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额1894.28亿元，所有者权益824.82亿元（含少数股东权益165.01亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入469.49亿元，利润总额23.76亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额波动增长，年均复合增长2.04%。截至2017年底，公司合并资产总额1790.50亿元，其中流动资产占44.28%，非流动资产占55.72%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产波动中略有增长。截至2017年底，公司流动资产792.88亿元，构成以货币资金（占33.37%）、其他应收款（占14.76%）和存货（占33.90%）为主。

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长7.31%；截至2017年底，公司货币资金264.60亿元，以银行存款为主（235.49亿元），受限资金40.64亿元，主要是保证金，占货币资金比重为15.36%，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

2015~2017年，公司应收账款波动中略有增长，年均复合增长1.23%；截至2017年底，公司应收账款61.70亿元，同比变化不大。截至2017年底，公司应收账款账面余额71.82亿元，计提坏账准备9.82亿元，计提比例为13.67%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额69.81亿元，其中1年以内的占75.40%，1~2年的占7.04%，2~3年的占3.37%，3年以上的占14.19%。应收账款中前五位单位合计6.36亿元，占应收账款原值的8.84%，集中度一般，关联方应收账款0.23亿元，总体看坏账风险较低。

表9 2017年公司应收账款前五名单位情况
(单位：亿元)

单位名称	金额
天津医科大学代谢病医院	1.50
天津市第三医院	1.37
东峡大通(北京)管理咨询有限公司	1.36
山东省高唐蓝山集团总公司	1.11
天津市天津医院	1.02
合计	6.36

资料来源：审计报告

公司预付款项主要是预付货款、预付工程

款，2015~2017年，公司预付款项持续增长，年均复合增长21.63%；截至2017年底，公司预付款项26.56亿元，同比增长10.89%，其中账龄一年以内的占80.68%。按欠款方归集的期末余额前五名的预付账款5.88亿元，占22.14%，集中度一般。

公司其他应收款主要是关联方借款和往来款。2015~2017年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合下降6.98%；截至2017年底，公司其他应收款账面余额127.95亿元，计提坏账准备10.88亿元，账面价值117.07亿元，同比下降7.40%，构成主要为往来款。按组合计提坏账准备的其他应收款账面原值107.07亿元，其中1年以内的占43.72%，1~2年的占6.99%，2~3年的占13.30%，3年以上的占35.99%，账龄较长。其他应收款前五名单位合计26.59亿元，占其他应收款账面原值的20.78%，集中度一般。

表10 2017年底公司其他应收款前五名单位情况
(单位：亿元)

单位名称	金额
保障房公司—兰江新苑房款(兰江新苑项目)	7.20
天津市滨海新区土地发展中心	5.33
天津市二轻集团工业联社	5.06
阳光壹佰(湖南)置业发展有限责任公司	5.00
湖北阳光一百房地产开发有限公司	4.00
合计	26.59

资料来源：审计报告

2015~2017年，公司存货波动中略有下降。截至2017年底，公司存货原值271.89亿元，计提跌价准备3.12亿元，账面价值268.76亿元，同比上升6.44%，主要由土地整理成本（原值84.37亿元）、房地产开发成本（原值49.36亿元）、自制半成品及在产品（原值44.93亿元）和库存商品（原值45.94亿元）等构成。截至2017年底，公司存货用于抵押的账面总金额为0.67亿元。

2015~2017年，公司其他流动资产持续下降，年均复合下降23.60%；截至2017年底，公司其他流动资产33.50亿元，同比下降

22.23%，主要系委托贷款由 37.03 亿元减少至 24.77 亿元所致。截至 2017 年底，公司其他流动资产主要由委托贷款（24.77 亿元）、待抵扣进项税及预缴税款（4.68 亿元）和理财产品（2.78 亿元）构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 2.93%，主要系长期股权投资增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产共计 997.61 亿元，主要由可供出售金融资产（占 16.63%）、长期股权投资（占 16.69%）、投资性房地产（40.57%）、固定资产（占 14.03%）等构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产持续下降，年均复合下降 3.20%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 165.92 亿元，全部为可供出售权益工具，主要包括投资天津农村商业银行股份有限公司 12.50 亿元、天津银行股份有限公司 26.06 亿元、投资渤海证券股份有限公司 16.51 亿元及投资其他 300 多家公司的股权。其中按公允价值计量的 65.04 亿元，按成本价值计量的 106.14 亿元；累计计提减值准备 5.26 亿元。

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 16.36%；截至 2017 年底，公司长期股权投资 166.50 亿元，同比增长 32.32%，主要系增加对联营企业的投资所致。2017 年公司对合营企业投资 1.73 亿元，同比减少 1.92 亿元，对联营企业投资 170.31 亿元，同比增加 49.48 亿元，其中主要包括新增对津投资资本的 41.08 亿元投资（权益法确认投资收益 1.12 亿元及其他综合收益调整 -0.08 亿元）和对天津五联众合科技发展有限公司的 3.75 亿元投资；累计计提减值准备 5.54 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产变动不大；截至 2017 年底，公司投资性房地产 404.69 亿元，主要为公司持有的 2.5 万亩盐田（账面价值 345.05 亿元），采用公允价值计量的方法。根据《关于将天津长芦海晶集团有限公司 2.5

万亩盐田划拨给天津渤海国有资产经营管理有限公司的通知》（津国资企改【2009】-12 号），2009 年天津市国资委将坐落于塘沽区大沽排污河南的 2.5 万亩盐田划拨给公司。根据《关于对渤海国有资产经营管理有限公司 2.5 万亩盐田规划性质的复函》（规总字【2009】411 号），公司 2.5 万亩盐田地块规划已纳入《滨海新区总体规划（2008-2020 年）》方案中，并初步明确该地区的规划性质为以居住和公建为主的城市发展用地。公司 2.5 万亩盐田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，土地未来出让前景良好，但暂不进行开发，待未来土地增值后进行转让。

2015~2017 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 9.77%。截至 2017 年底，公司固定资产 139.92 亿元，同比增长 5.84%，公司固定资产原值 224.18 亿元，主要包含房屋建筑物（占 53.77%）和机器设备（占 36.58%）等，公司累计折旧 82.57 亿元，减值准备 1.69 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程规模持续下降，年均复合下降 8.06%；截至 2017 年底，公司在建工程 41.38 亿元，同比持平，公司在建工程项目众多，无规模占比较大的在建项目。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 55.05 亿元，占公司资产总额的 3.07%，主要为受限货币资金 40.64 亿元、5.11 亿元的持有至到期投资（融资回购抵押债券）和用于抵押的 5.00 亿元固定资产及 2.21 亿元无形资产。公司受限资产金额较大，但占公司资产总额的比例较低。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1894.28 亿元，较 2017 年底略有增长，其中流动资产占 46.32%，非流动资产占 53.68%，资产结构较 2017 年变动不大。截至 2018 年 9 月底，公司其他应收款 142.75 亿元，较上年底增长 21.94%，主要是新增加的往来款。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主；流动资产中货币资金规模较大，其他应收款和存货对资金形成一定占用。非流动资产以可供

出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债持续增长，年均复合增长5.59%。截至2017年底，公司负债总额为991.72亿元，同比增长9.83%，主要来自流动负债的增长。公司负债以流动负债为主，截至2017年底，流动负债占71.58%，非流动负债占28.42%。

2015~2017年，公司流动负债持续增长，年均复合增长17.57%；截至2017年底，公司流动负债709.92亿元，同比增长37.46%，主要来自短期借款的增长。流动负债主要由短期借款（占33.66%）、应付账款（占11.91%）、预收款项（占11.34%）、其他应付款（占21.32%）、一年内到期的非流动负债（占16.61%）构成。

2015~2017年，公司短期借款持续增长，年均复合增长15.69%；截至2017年底，公司短期借款238.99亿元，同比上升99.59%，主要系信用借款同比大幅上升171.78%至165.05亿元所致。公司短期借款主要由信用借款（占69.06%）、保证借款（占29.32%）构成。

2015~2017年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长5.94%；截至2017年底，公司其他应付款151.34亿元，同比增长7.36%，主要为公司与部分国有企业或单位的往来拆借款（占57.52%）和补偿款（占17.99%）；账龄1年以上的其他应付款余额前五大客户占4.51%，集中度低。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，年均复合增长66.02%；截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债117.91亿元，同比增长45.96%，主要由一年内到期的长期借款（占12.21%）和一年内到期的应付债券（占87.78%）构成。

2015~2017年，公司其他流动负债波动较大，其中2016年底大幅增长主要系计入一年内

到期的13亿元应付债券。截至2017年底，公司其他流动负债2.70亿元，同比下降82.91%，主要系公司偿还13亿元债券所致。

2015~2017年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降13.41%；截至2017年底，公司非流动负债281.80亿元，同比下降27.10%，主要系公司将部分即将偿还的长期借款和应付债券计入流动负债中。公司非流动负债主要由长期借款（占27.84%）和应付债券（占58.66%）构成。

2015~2017年，公司长期借款波动下降；截至2017年底，公司长期借款78.44亿元，同比下降35.72%，主要包含信用借款72.96亿元和抵押借款19.59亿元，其中一年内到期的长期借款为14.40亿元。

2015~2017年，公司应付债券持续下降，年均复合下降16.99%；截至2017年底，公司应付债券165.30亿元，同比下降25.30%，截至2017年底公司应付债券包含中期票据136.60亿元、定向债60.31亿元、公司债35.89亿元、超短融15.00亿元、理财直融20.00亿元和私募债1.00亿元，其中一年内到期的部分为103.50亿元。

2015~2017年，公司全部债务波动中略有增长；截至2017年底，公司全部债务为613.80亿元，同比增长5.74%，其中短期债务占比为59.81%，同比上升20.88个百分点，长期债务占比为40.19%，公司有息债务结构变为以短期债务为主。截至2017年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为55.39%、23.59%和43.45%。

截至2018年9月底，公司负债总额1069.45亿元，较2017年底增长7.84%，其中流动负债726.45亿元（占67.93%），非流动负债343.00亿元（占32.07%），非流动负债占比有所上升。

截至2018年9月底，公司全部债务669.02亿元，较2017年底上升9.00%。其中，短期债务占54.38%，长期债务占45.62%；公司债务以短期债务为主，但长期债务占比较上年底有所

上升,债务结构有所改善。截至 2018 年 9 月底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 56.46%、27.01% 和 44.79%,较 2017 年底基本保持稳定。

总体看,公司负债以流动负债为主,且近三年流动负债比例持续上升,使得公司短期偿还压力持续上升,公司负债结构有待改善。

所有者权益

2015~2017 年,公司所有者权益波动下降;截至 2017 年底,公司所有者权益 798.77 亿元(含少数股东权益 159.30 亿元),同比变动不大。归属于母公司所有者权益中实收资本占 18.52%、资本公积占 68.72%、未分配利润占 10.11%。

2015~2017 年,公司实收资本分别为 116.05 亿元、118.45 亿元和 118.45 亿元,其中 2016 年实收资本增长主要系公司控股股东津联投资增资 2.40 亿元所致。

2015~2017 年,公司资本公积分别为 487.36 亿元、438.96 亿元和 439.42 亿元,其中 2016 年公司资本公积同比减少 9.93%,主要是公司将天津钢管投资控股有限公司(以下简称“钢投公司”)的全部股权无偿划转至天津国兴资本运营有限公司(以下简称“国兴公司”)导致相应的资本公积减少所致;截至 2017 年底,公司资本公积 439.42 亿元,同比持平;其他综合收益 14.49 亿元,同比增长 27.24%,主要是可供出售金融资产公允价值变动损益增加 4.36 亿元所致。

截至 2018 年 9 月底,公司所有者权益合计 824.82 亿元,规模和结构较上年底变化不大。

总体看,近三年公司所有者权益规模波动中有所下降,其中股本和资本公积合计占比较大,所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2015~2017 年,公司营业收入持续增长,年均复合增长 10.64%;2017 年,公司实现营业收入 568.98 亿元,同比增长 16.39%;同期公司

营业成本 471.57 亿元,同比增长 16.92%。2017 年公司营业利润率为 16.26%,较 2016 年下降 0.23 个百分点。

2015~2017 年,公司期间费用波动增长,2016 年公司期间费用 79.63 亿元,同比下降 3.11%,主要系管理费用和财务费用下降所致;2017 年,公司期间费用 95.46 亿元,同比上升 19.88%。2015~2017 年,公司期间费用占营业收入的比重分别为 17.68%、16.29% 和 16.78%,所占比重变动不大。

2015~2017 年,公司资产减值损失分别为 3.19 亿元、8.65 亿元和 7.37 亿元。2015 年,公司资产减值损失主要包括坏账损失 0.53 亿元、存货跌价损失 0.80 亿元、长期股权投资减值损失 1.35 亿元等。2016 年,公司资产减值损失同比大幅增长 171.09%,主要包括坏账损失 3.69 亿元、无形资产损失 1.22 亿元、其他流动资产减值损失 2.42 亿元;2017 年,公司资产减值损失 7.37 亿元,同比下降 14.81%,主要由坏账损失 2.65 亿元、存货跌价损失 0.80 亿元、其他非流动资产减值损失 2.62 亿元构成。

2015~2017 年,公司公允价值变动收益分别为 7.92 亿元、5.13 亿元和 1.00 亿元,主要为投资性房地产公允价值变动收益。

2015~2017 年,公司投资收益快速增长,年均复合增长 20.64%;2015 年,公司投资收益 21.37 亿元,主要包括权益法核算的长期股权投资收益 8.44 亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益 6.58 亿元等;2016 年,公司投资收益 22.27 亿元,主要包括权益法核算的长期股权投资收益 6.64 亿元和分配的股息红利、上缴的利润 8.52 亿元等;2017 年,公司投资收益为 31.11 亿元,主要包括权益法核算的长期股权投资收益 6.16 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 15.76 亿元等。近三年公司投资收益构成变化较大,稳定性一般。

公司营业外收入主要包括政府补助、非流动资产处置利得及其他。2015~2017 年,公司营业外收入波动下降,2017 年为 4.71 亿元,同

比下降 29.16%，主要系非流动资产报废利得从 2016 年 1.21 亿元下降至 0.11 亿元所致。公司作为天津市国有资产经营管理平台，近三年持续获得政府补助。

2015~2017 年，公司非经营性损益（主要包括公允价值变动收益、投资收益、营业外收入及其他收益）分别为 34.23 亿元、34.04 亿元和 37.71 亿元，分别占当期利润总额的 118.58%、136.21%和 145.20%，公司利润对非经营性损益依赖大。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资产收益率波动上升、净资产收益率波动下降，三年均值分别为 2.97%和 2.41%，2017 年上述两项指标分别为 2.95%和 2.45%。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 469.49 亿元，同比上升 12.64%，实现利润总额 23.76 亿元，同比上升 15.06%。同期，公司营业利润率 18.72%，较 2017 年同期增加 2.93 个百分点。

总体看，公司营业收入持续增长，利润水平高度依赖非经营性损益，期间费用对利润有所侵蚀，费用控制能力有待加强。

5. 现金流分析

经营活动方面，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2015~2017 年，随着经营收入的增长，公司经营活动现金流入量年均复合增长 4.33%，2017 年为 796.61 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 583.06 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为经营相关的往来款。从收入实现质量看，公司现金收入比三年均值为 103.03%，2017 年为 102.48%，收入实现质量尚可。2015~2017 年，公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，年均复合增长 8.71%。2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 452.69 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 200.62 亿元，主要为支付的往来款。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流净额波动中有

所上升，2017 年为 66.19 亿元，同比增长 59.10%，主要系当期支付的往来款有所下降所致。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要以收回投资收到的现金为主。2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 15.70%，2017 年为 478.30 亿元，其中收回投资收到的现金为 406.25 亿元。公司投资活动现金流出以投资支付的现金为主，近三年波动增长，2017 年为 448.41 亿元，其中投资支付的现金为 400.35 亿元。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-67.03 亿元、-44.83 亿元和 29.89 亿元，其中 2015~2016 年投资活动现金流为负主要系当期投资支付的金额和取得子公司等支付的金额较大所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以取得借款和收到其他与筹资活动有关的现金为主，2017年为417.83亿元，其中取得借款收到的现金247.71亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为107.98亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金为主，2017年为447.72亿元，其中偿还债务支付的现金263.19亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为152.70亿元。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-23.12亿元、-28.47亿元和-29.89亿元。

2018年1~9月，公司经营性现金流入量911.81亿元，经营性现金流净额39.35亿元；现金收入比为95.55%；投资活动现金流净额-72.65亿元，筹资活动现金流净额为34.90亿元。

总体看，近年来公司经营获现能力尚可，投资规模较大，需要外部融资持续支持。

6. 母公司财务分析

截至2017年底，母公司资产总额为890.96亿元，同比增长8.55%，主要来自货币资金和长期股权投资的增长，从资产构成看，流动资产占19.63%，非流动资产占80.37%。母公司流动资产为174.90亿元，以货币资金（占40.01%）

和存货(占48.24%)为主;非流动资产为716.05亿元,以长期股权投资为主(占46.59%)和投资性房地产(占48.80%),整体看,母公司资产流动性偏弱,资产质量一般。

截至2017年底,母公司负债总额为379.61亿元,其中流动负债226.93亿元,以其短期借款(占36.58%)和一年内到期的非流动负债(占45.61%)为主;非流动负债为152.68亿元,主要包括应付债券128.36亿元;截至2017年底,母公司全部有息债务规模为336.87亿元,短期债务186.50亿元,长期债务150.37亿元,母公司资产负债率为42.61%。母公司整体债务负担尚可,但短期偿债压力较大,债务结构有待改善。

截至2017年底,母公司所有者权益为511.35亿元,其中实收资本118.45亿元,资本公积379.07亿元,盈余公积1.36亿元,未分配利润9.92亿元,母公司所有者权益结构稳定性较好。

2017年,母公司实现营业收入2.05亿元,母公司期间费用合计13.00亿元,包括管理费用0.56亿元和财务费用12.44亿元。2017年母公司利润总额为6.92亿元,主要来自投资收益的贡献,当期投资收益为18.89亿元,主要构成为持有的长期股权投资收益。

2017年,母公司经营活动现金流主要为收到和支付其他与经营活动有关的现金,母公司经营活动现金流净额为47.91亿元;母公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金18.55亿元,而当期投资活动流出主要为取得子公司支付的现金净额37.50亿元,使得投资活动现金流净额为-26.10亿元;筹资活动以取得借款、发行债券收到的现金和偿还债务、分配股利、利润等支付的现金为主,筹资活动现金流量净额为29.36亿元。

整体看,母公司经营业务规模较小,资产构成以长期股权投资和投资性房地产为主,资产质量一般;母公司负债以短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券为主,有息债务主要是长/短期借款及发行的债券,母公司负债结构有待调整,财务弹性有待提升,整体债务

规模偏重;盈利主要来源于持有子公司的股权收益投资,稳定性尚可;母公司投资活动现金支出规模较大,仍存在对外融资需求。

7. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017年,公司的流动比率和速动比率持续下降,加权平均值分别为128.71%和84.60%。截至2017年底,公司流动比率和速动比率分别为111.69%和73.83%。同期,公司经营现金流动负债比分别为8.76%、8.06%和9.32%。考虑到流动资产中应收账款、其他应收款及存货占比相对较大,公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看,2015~2017年公司EBITDA年均复合增长9.33%;2017年为67.29亿元;公司EBITDA利息倍数呈波动下降趋势,分别为3.08倍、2.31倍和3.05倍;公司全部债务/EBITDA倍数分别为10.57倍、10.06倍和9.12倍。总体看,公司长期偿债能力一般。

截至2018年9月底,公司本部获得各商业银行综合授信额度778.16亿元,尚未使用额度为612.75亿元,公司本部间接融资渠道较畅通。

截至2018年9月底,公司无对外担保。

8. 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2019年1月28日,公司本部无未结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

公司作为天津市最重要的国有资产运营主体,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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司拟发行本期中期票据的额度15亿元,

占 2018 年 9 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 4.91% 和 2.24%。本期中期票据的发行将对公司现有的债务规模影响较小。

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 56.46%、44.79% 和 27.01%，以公司 2018 年 9 月报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 58.95%、48.73% 和 33.75%，公司债务负担有所上升。考虑到公司本期中期票据募集资金用于偿还当期债券，实际指标将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 56.30 亿元、57.69 亿元和 67.29 亿元，对本期中期票据发行额度的覆盖倍数分别为 3.75 倍、3.85 倍和 4.49 倍。2015~2017 年，公司经营现金流入量净额分别为 45.00 亿元、41.60 亿元和 66.19 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.00 倍、2.77 倍和 4.41 倍。2015~2017 年，公司经营现金流入量分别为 731.91 亿元、789.64 亿元和 796.61 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 48.79 倍、52.64 倍和 53.11 倍，公司经营现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能强。

总体看，本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小，公司经营现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能强。

十一、结论

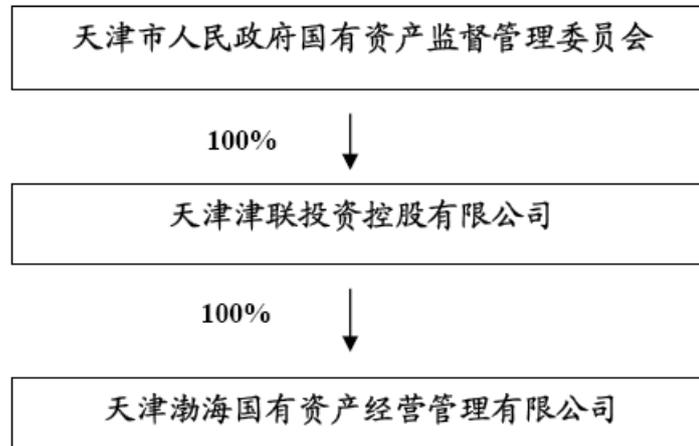
公司作为天津市国有资本运营管理的主要平台之一，在推动天津市国有企业改革等方面具有重要作用，一直得到天津市政府的大力支持。公司作为多元控股型企业，资产规模大，收入规模持续增长，业务覆盖广泛，整体抗风险能力极强。但联合资信也关注到公司下属子公司众多，公司对其管控能力较弱，资产构成

中存货、应收账款和其他应收款占流动资产比重重大，短期偿债压力持续上升等因素等公司信用水平造成不利影响。

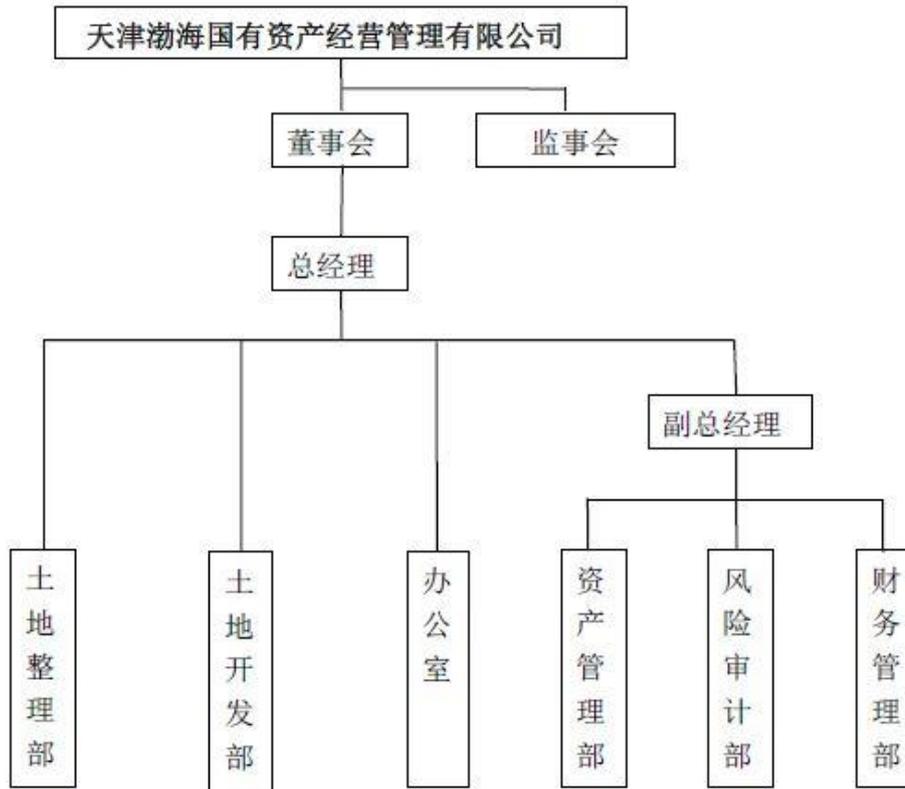
本期中期票据对公司现有债务影响较小，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 公司股权关系图



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)	244.20	216.23	280.44	283.89
资产总额(亿元)	1719.74	1688.72	1790.50	1894.28
所有者权益(亿元)	830.28	785.74	798.77	824.82
短期债务(亿元)	251.94	225.97	367.14	363.82
长期债务(亿元)	343.24	354.52	246.66	305.20
全部债务(亿元)	595.19	580.49	613.80	669.02
营业收入(亿元)	464.78	488.85	568.98	469.49
利润总额(亿元)	28.87	24.99	25.97	23.76
EBITDA(亿元)	56.30	57.69	67.29	--
经营性净现金流(亿元)	45.00	41.60	66.19	39.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.82	7.02	7.92	--
存货周转次数(次)	2.81	1.67	1.81	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.29	0.33	--
现金收入比(%)	105.27	106.87	102.48	95.55
营业利润率(%)	17.46	16.49	16.26	18.72
总资本收益率(%)	2.75	3.15	2.95	--
净资产收益率(%)	2.52	2.29	2.45	--
长期债务资本化比率(%)	29.25	31.09	23.59	27.01
全部债务资本化比率(%)	41.75	42.49	43.45	44.79
资产负债率(%)	51.72	53.47	55.39	56.46
流动比率(%)	151.50	141.89	111.69	120.77
速动比率(%)	98.96	93.00	73.83	81.21
经营现金流动负债比(%)	8.76	8.06	9.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.08	2.31	3.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.57	10.06	9.12	--

注：1.公司 2018 年前三季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中融资回购款计入短期债务，长期应付款中的贷款利息和其他非流动负债中的应付融资租赁款计入长期债务。

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	
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%

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 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。

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 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

天津渤海国有资产经营管理有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天津渤海国有资产经营管理有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，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，或发现存在或出现可能对天津渤海国有资产经营管理有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天津渤海国有资产经营管理有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天津渤海国有资产经营管理有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天津渤海国有资产经营管理有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。