信用等级公告

联合〔2020〕186号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天津渤海国有资产经营管理有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19津渤海CP001”、“19津渤海CP002”、“19津渤海CP003”和“19津渤海CP004”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

二〇二〇年一月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

天津渤海国有资产经营管理有限公司
跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天津渤海国有资产经营管理有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津渤海 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津渤海 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津渤海 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
19 津渤海 CP004	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 津渤海 CP001	12 亿元	12 亿元	2020/08/06
19 津渤海 CP002	12 亿元	12 亿元	2020/08/15
19 津渤海 CP003	13 亿元	13 亿元	2020/08/19
19 津渤海 CP004	13 亿元	13 亿元	2020/08/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 1 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价内容
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”或“渤海国资”）主要承担对天津市重大产业投资和国有资产经营等职能，代表天津市国资委对公司所属国有资产进行经营管理。跟踪期内，公司主业运行保持稳定，资产及收入保持较大规模，经营性现金流良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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改善等因素可能对公司信用水平造成不利影响。

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。

综合评估，联合资信确定维持天津渤海国有资产经营管理有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 津渤海 CP001”、“19 津渤海 CP002”、“19 津渤海 CP003”和“19 津渤海 CP004”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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，跟踪期内在政策、资金等方面获得天津市政府的持续支持。
2. 公司医药生产板块产业链完整，涵盖中成药、化学制剂药和化学原料药等领域，跟踪期内产品品牌知名度高，医药流通板块在天津和河北市场占有率高。
3. 跟踪期内，公司资产及收入保持较大规模，各主要业务运行稳定，经营性现金流状况良好。
4. 公司现金类资产对“19 津渤海 CP001”、“19 津渤海 CP002”、“19 津渤海 CP003”和“19 津渤海 CP004”的覆盖程度高。

分析师：王 晴 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

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. 跟踪期内，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；有息债务规模持续增长，短期债务占比较高，债务结构有待改善。
3. 跟踪期内，公司期间费用持续高企对主业利润影响大，公司利润总额高度依赖投资收益和营业外收入。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	195.77	251.42	279.02	269.31
资产总额(亿元)	1688.72	1790.50	1891.44	1952.59
所有者权益(亿元)	785.74	798.77	820.10	835.83
短期债务(亿元)	212.97	367.14	412.53	411.23
长期债务(亿元)	354.52	246.66	275.74	295.49
全部债务(亿元)	567.49	613.80	688.27	706.72
营业收入(亿元)	488.85	568.98	612.74	389.88
利润总额(亿元)	24.99	25.97	21.11	25.37
EBITDA(亿元)	57.69	67.29	60.60	--
经营性净现金流(亿元)	41.60	66.19	54.71	7.86
营业利润率(%)	16.49	16.26	18.70	21.33
净资产收益率(%)	2.29	2.45	1.43	--
资产负债率(%)	53.47	55.39	56.64	57.19
全部债务资本化比率(%)	41.94	43.45	45.63	45.82
流动比率(%)	141.89	111.69	114.24	111.25
经营现金流动负债比(%)	8.06	9.32	7.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	3.05	2.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.12	11.36	--
公司本部（母公司）				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	821.27	890.96	893.03	930.14
所有者权益(亿元)	504.77	511.35	503.48	514.45
全部债务(亿元)	289.09	336.87	358.42	377.87
营业收入(亿元)	0.00	2.05	1.61	0.94
利润总额(亿元)	1.85	6.87	-2.65	-0.18
资产负债率(%)	38.54	42.61	43.62	44.69
全部债务资本化比率(%)	36.42	39.71	41.59	42.35
流动比率(%)	167.94	77.07	76.40	75.03
经营现金流动负债比(%)	7.21	21.11	-7.21	--

注：1. 2019 年三季度财务数据未经审计；2.合并口径其他流动负债中融资回购款计入短期债务，长期应付款中有息债务息计入长期债务

-

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019-07-19	魏铭江　闫力　闫旭	工商企业信用评级方法总论（2018 年） 综合类企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AAA	稳定	2015-01-22	马栋　靳晓龙	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津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。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本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。

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。

天津渤海国有资产经营管理有限公司
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（以下简称“联合资信”）关于天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“渤海国资”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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国有资产经营等职能，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及结构调整战略，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。2016年，天津津联投资控股有限公司（以下简称“津联控股”）向公司增资24000万元，公司注册资本由116.05亿元增加至118.45亿元。截至2019年9月底，公司注册资本及实收资本为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2019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2018年底，公司资产总额为1891.44亿元，所有者权益820.10亿元（含少数股东权益168.78亿元）；2018年，公司实现营业收入612.74亿元，利润总额21.11亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额1952.59亿元，所有者权益835.83亿元（含少数股东权益170.31亿元）；2019年1－9月，公司实现营业收入389.88亿元，利润总额25.37亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内短期融资券为“19津渤海CP001”、“19津渤海CP002”、“19津渤海CP003”和“19津渤海CP004”，具体情况如下表所示。截至报告出具日，上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

表1　公司存续短期融资券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19 津渤海 CP001	12	12	2019/08/06	2020/08/06
19 津渤海 CP002	12	12	2019/08/15	2020/08/15
19 津渤海 CP003	13	13	2019/08/19	2020/08/19
19 津渤海 CP004	13	13	2019/08/23	2020/08/23

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总

体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 2　2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019年1－6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1－6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1－6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1－6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1－6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1－6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1－3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1－6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1－3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1－3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1－3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1－6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1－3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原

油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，国内经济下行压力有所加大，内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

五、行业分析

1. 医药工业

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。医药制造行业属于弱周期行业，在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒，下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑，但目前医药制造行业仍然存在集中度低、产品同质化严重等问题。

2018 年以来，受医改政策持续推进的影响，行业整体收入和利润增速承压。国家统计局发布的数据显示，2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%，增速较上年提高 0.1 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 4.1 个百分点；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%，增速较上年同期下降 8.3 个百分点，低于全国规模以上工业企业同期整体水平 0.8 个百分点；医药制造业主营业务收入利润率为 12.90%，较上年同期提升 1.14 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 6.41 个百分点。2019 年 1—9 月，医药制造业收入和利润增速均表现出下降趋势，其中，医药制造业实现营业收入 18184.2 亿元，同比增长 8.4%，增速较上年同期下降 5.1 个百分点；实现利润总额 2390.3 亿元，同比增长 10%，增速较上年同期下降 1.5 个百分点。

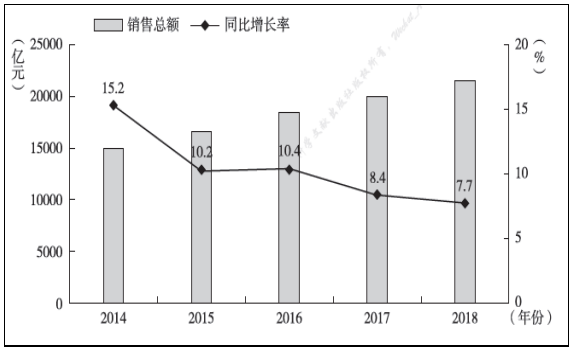
总体看，医药制造行业在经过前期高速增长后已步入结构性调整阶段，随着一致性评价进程的深入、由国家医保局主导的带量采购在全国推行、基药目录和医保目录完成新一轮调整以及重点监控目录的发布，医药制造行业收入和利润增长仍将面临一定压力，行业间分化趋势愈加明显，研发能力、成本控制能力、品种储备、资金实力将对企业竞争力产生重要影响，行业集中度也有望得以提升。

2. 医药商业

随着国内经济增长和结构调整，人民生活水平不断提高，人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。从行业规模来看，根据商务部发布的《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》，

2018 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。全国七大类医药商品销售总额 21586 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.7%，增速同比下降 0.7 个百分点。其中，药品零售市场销售额 4317 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速与上年基本持平。

图 1　中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：商务部《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》

从企业效益来看，2018 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 15774 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.6%，增速同比下降 0.4 个百分点；利润总额 404 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 1.9 个百分点；平均毛利率 8.2%，同比上升 1.0 个百分点；平均费用率 6.5%，同比上升 0.4 个百分点；平均利润率 1.9%，同比上升 0.2 个百分点；净利润率 1.6%，同比上升 0.1 个百分点。

随着“两票制”政策的全面推行，原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化。按销售渠道分类，2018 年对生产企业销售额 135 亿元，占销售总额的 0.6%，同比上升 0.1 个百分点；对批发企业销售额 6454 亿元，占销售总额的 29.9%，同比下降 6.2 个百分点；对终端销售额 14933 亿元，占销售总额的 69.2%，同比上升 5.8 个百分点；直接出口销售额 64 亿元，占销售总额的 0.3%。在对终端销售中，对医疗机构销售额 10413 亿元，占终端销售额的 69.7%，同比上升 0.6 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 4520 亿元，占终端销售额的 30.3%，同比下降 0.6 个百分点。

与此同时，大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局，通过内生增长和外延并购，实现规模和效益的整体提升，行业集中度进一步提高。从销售增速看，药品批发企业销售增速有所上升。2018 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 10.8%，增速同比上升 2.4 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 12.9%，增速同比上升 3.6 个百分点；前 10 位同比增长 14.2%，增速同比上升 5.5 个百分点。从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2018 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 72.0%，同比上升 1.3 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 39.1%，同比上升 1.4 个百分点。

总体看，尽管下游需求较为稳定，但医改政策的持续向纵深推进，使得药品流通行业逐渐进入结构调整期，行业或将继续呈现稳步增长的态势，但增速趋缓。随着行业内生性增长趋缓，预计药品流通行业将进入新一轮的外延并购周期，4 家全国性企业有望进一步拓展全国流通网络覆盖面，区域性流通企业也将继续提升区域覆盖率，行业集中度有望进一步提升；除行业内的兼并重组外，药品流通企业也将通过整合供应链，向上游生产研发服务和下游终端销售服务方向拓展业务，以寻求新的利润增长点。

3. 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。2018 年，食品产业规模继续扩大，市场供应较为充足，经济效益持续提高，食品安全总体稳定，全年实现主营业务收入 9.02 万亿，同比增长 5.29%。

2018 年，全国 40909 家规模以上食品工业企业完成工业增加值同比增长 6.3%，高于全国工业增加值增速 0.1 个百分点。若不计烟草制品业，工业增加值同比增长 6.5%。分行业看，农副食品加工业，食品制造业，酒、饮料和精制茶制造业分别增长 5.9%、6.7%和 7.3%，烟草制品业增长 6.0%。分中类行业看，21 个中类行业中 20 个实现正增长。12 月份，受烟草制品业的影响，食品工业增加值同比仅仅增长 0.9%，是全年的最低点，全年呈现出前高后低的走势。

2018 年，食品工业产销率 98.3%，同比微减 0.5 个百分点，产销平衡。分行业看，农副食品加工业产品销售率 98.3%，食品制造业销售率 97.9%，酒、饮料和精制茶制造业 97.5%，烟草制品业 100.4%。食品工业产销衔接良好与居民消费能力增加有直接关系。2018 年，全国居民收入实现稳步增长，与经济增长基本同步；居民消费支出加快增长。食品消费支出比重（恩格尔系数）进一步降低。2018 年，全国居民人均消费支出 19853 元，比上年名义增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.2%。其中全年全国居民人均食品烟酒消费支出 5631 元，比上年增长 4.8%，占人均消费支出的比重为 28.4%，比上年降低 0.9 个百分点。消费市场的消费规模稳步扩大，消费模式不断创新，消费贡献进一步增强。网上零售比重不断扩大，实体零售保持回暖态势。

2018 年，全国规模以上食品工业企业实现利润总额 6694.4 亿元，按可比口径计算，比上年增长 8.4%。为 5 年里最快的增长水平。

2020 年，食品工业发展机遇和挑战并存。从国际上来看，全球经济增长放缓、不确定因素增加，国际贸易保护势力有所抬头，食品跨国集团加快全球布局，不断提升竞争实力，对中国食品产业发展带来一定影响和冲击。与此同时，随着“一带一路”战略的深入推进，对外投资环境的不断改善，中国食品企业迎来更广阔的发展空间。从国内来看，中国经济进入新常态，经济增速预期放缓，居民收入增速降低，居民消费意愿下降，人力、土地、环境资源保护等综合成本不断上升，食品工业保持高速发展难度加大。并且随着消费理念转变，国内消费市场已经从模仿型排浪式消费逐步进入个性化、多样化、享受型消费，消费结构升级，食品工业发展模式将从量的扩张向质的提升转变。

（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、补血类等产品。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为时尚。

4. 区域经济环境

根据《2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，天津市生产总值（GDP）18809.64 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 172.71 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 7609.81 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 11027.12 亿元，增长 5.9%。三次产业结构为 0.9:40.5:58.6。

2018 年天津市一般公共预算收入 2106.19 亿元。其中，税收收入 1624.84 亿元，占一般公共预算收入的比重为 77.2%，比上年提高 7.7 个百分点。从主体税种看，增值税 698.43 亿元，增长 6.70%；企业所得税 319.51 亿元，增长 3.10%；个人所得税 129.78 亿元，增长 11.4%。全年一般公共预算支出 3104.53 亿元。其中，社会保障和就业支出 504.08 亿元，增长 9.70%；教育支出 446.67 亿元，增长 3.3%。

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。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2019年9月底，公司注册资本及实收资本为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。

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。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，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。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。其中，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）。

表 3 截至 2018 年底主要上市公司财务数据 （单位：亿元）

公司	资产	权益	收入	利润总额
中新药业	71.05	50.54	63.59	6.41
力生制药	39.17	32.12	15.04	2.14
天药股份	48.00	32.82	24.28	2.31

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，公司业务多元化，资产规模大，抗风险能力强。

3. 政府支持

公司作为天津市重要的国有资产运营管理主体，承担着天津市重大产业投资和国有资产经营

等职能，在推动国有企业改革和结构调整等方面具有重要地位。

近年来，公司在资产注入和资金补助方面得到了天津市政府的大力支持，天津市国资委先后将医药集团、金耀集团、食品集团等优质国有资产注入公司，公司资产规模快速增长，业务也涵盖了医药、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。公司的控股股东津联控股多次对公司增资。2012年以来，津联控股多次对公司进行增资，2018年津联控股向公司增资0.05亿元，公司注册及实收资本增至118.50亿元。

总体看，公司作为天津市政府的重大产业项目投融资主体，持续得到天津市政府的大力支持。

4．企业信用记录

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11月4日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清存在一笔欠息记录（已于2009年9月结清），过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、内控体系、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

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，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。

2018年，公司实现营业收入612.74亿元，同比增长7.69%，主要来自其他业务中的产品商品销售及工程业务增长。分板块来看，2018年医药生产和流通板块实现营业收入分别为80.87亿元和71.94亿元，占营业收入的比重分别为13.20%和11.74%，其中医药生产收入同比增长26.97%，主要系医药集团下属的销售公司积极应对两票制，加强学术深度推广等销售模式，使得当期收入较快增长；医药流通收入同比下降5.23%，主要受两票制影响，医药流通环节有所调整所致；2018年食品业务营业收入为307.65亿元，同比下滑12.85%，主要系食品业务中工业、建筑业及服务业收入下滑所致。同期，食品业务收入占营业收入比重为50.21%，同比下降11.83个百分点；2018年公司其他业务板块收入为152.28亿元，同比提升99.34%，主要系产品商品销售及工程业务收入大幅提升所致。2019年前三季度，公司实现营业收入389.88亿元，同比下降16.96%，其中医药生产及医药流通板块收入分别为65.46亿元和55.16亿元，同比均变化不大；受商业收入下滑影响，食品业务同比下降20.89%至217.94亿元；其他业务收入51.32亿元，同比下降34.36%。

从毛利率来看，2018年，受益于毛利率较高的医药生产板块收入增长及其他业务毛利率提升，公司综合毛利率较上年提升2.86个百分点至19.98%。分板块来看，2018年公司医药生产和医药流通板块毛利率稳步提升，分别为65.23%和8.55%；食品业务毛利率则有所下滑，为11.91%；其他业务毛利率2018年为17.65%，同比提升3.53个百分点。2019年前三季度，除医药生产毛利率同比有所下滑外，公司其他各板块毛利率同比均有所提升，带动综合毛利率同比提升2.47个百分点至22.45%。

表4　近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	营业收入				毛利率			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
医药生产	56.25	63.69	80.87	65.46	53.69	60.09	65.23	62.65
医药流通	78.54	75.91	71.94	55.16	7.03	7.84	8.55	8.19
食品业务	232.38	353.01	307.65	217.94	13.22	12.01	11.91	14.99

其他业务	121.68	76.37	152.28	51.32	15.66	14.12	17.65	18.18
总计	**488.85**	**568.98**	**612.74**	**389.88**	**17.49**	**17.12**	**19.98**	**22.45**

资料来源：公司提供

2. 医药产业

公司医药产业的经营主体为医药集团。截至2018年底，医药集团总资产550.91亿元，所有者权益232.20亿元；2018年实现收入214.89亿元，净利润7.25亿元。

为落实天津市人民政府有关国有企业混合所有制改革的总体部署，2019年10月，医药集团拟将其持有的津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）100%股权无偿划转至公司；同时，将津联集团通过其全资子公司金鼎控股集团有限公司持有的隆腾有限公司 33%股权划转至医药集团境外全资子公司天津医药集团国际控股有限公司。本次无偿划转尚需向公司股东津联控股申请批准，联合资信将持续关注此事项进展。

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；在医药流通方面，公司下属二级子公司、三级子公司和参股公司共有 8家医药流通公司，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5 近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年1-9月
营业收入	**63.69**	**80.87**	**65.46**
中成药	27.30	30.75	26.27
化学制剂药	27.40	41.03	27.21
化学原料药	8.99	9.09	11.98
毛利率	**60.09**	**65.23**	**62.65**
中成药	71.61	70.28	71.03
化学制剂药	59.60	69.97	73.32
化学原料药	26.59	26.73	20.03

资料来源：公司提供

医药生产

中成药是医药集团支柱产品。公司已完成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2019年9月底，医药集团累计拥有有效专利1286个，其中发明专利775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、乐仁堂和隆顺榕在内的多个老字号。

截至2019年9月底，医药集团共获得中药新药证书61个，拥有中药保护品种13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11个，申请获得“绿药”（中国药用植物及制剂绿色行业标准）品种11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、酊剂、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逐年提升，毛利率较为平稳，2018年实现营业收入30.75亿元，同期毛利率为70.28%。2019年前三季度，中成药板块收入26.27亿元，毛利率为71.03%。

跟踪期内，公司中成药原材料采购及结算政策未发生重大变化。

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，2018年累计销售391.40万条，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，销量同比提升6.04%；紫龙金片是中新药业下属全资子公司隆顺榕的主要产品，2018年销售3062.70万片，同比下滑30.76%，主要系中标量下滑所致；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，2018年销售527.00万瓶，同比增长3.52%；痹祺胶囊是达仁堂的主要产品，用于治疗类风湿性关节炎，2018年销售666.90万盒，同比增长17.47%。

表6 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	
	2017年	2018年	2017年	2018年
速效救心丸（万条）	367.60	394.10	369.10	391.40
通脉养心丸（万瓶）	533.70	563.00	509.10	527.00

紫龙金片(万片)	4675.70	3356.30	4423.00	3062.70
痹祺胶囊(万盒)	587.60	677.80	567.70	666.90
麻仁软胶囊（万粒）	12163.40	13307.50	11228.50	12816.90
清肺消炎丸（万粒）	168825.20	186845.00	160587.00	197886.00

资料来源：公司提供

化学制剂药是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吲达帕胺片；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”牌吲达帕胺片是市场上较为成熟的抗高血压知名品牌药品，在吲达帕胺领域市场占有率达 70.00%，2018 年销量为 72016.90 万片；特子社复针是天津新丰制药有限公司的产品，主要用于治疗败血病、肺炎、支气管炎等症状，具有消炎抗感染的功效，2018 年销售 1082.50 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，2018 年销售 542.60 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 2018 年销售 13515.00 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，2018 年实现营业收入 41.03 亿元，毛利率为 69.97%。2018 年，公司优化营销资源组合，启动营销咨询项目，发掘产品线，化学制剂药收入及毛利率水平大幅提升。2019 年前三季度，化学制剂药收入 27.21 亿元，毛利率进一步提升 3.35 个百分点至 73.32%。

表 7　2018 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
吲达帕胺片（万片）	71455.30	72016.90
特子社复针（万支）	1228.50	1082.50
阿德福韦片（万片）	962.00	542.60
头孢地尼分散片（万片）	17167.40	13515.00
醋酸泼尼松片（万片）	122285.60	106774.40
丁酸氢化可的松乳膏（万支）	499.30	447.50

资料来源：公司提供

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 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。

近年来，公司化学原料药板块销售收入波动下降，主要系部分原料药转为内部供应；毛利率逐年上升，主要系原材料采购成本下降所致。2018 年该板块收入为 9.09 亿元，毛利率为 26.73%。受益于公司原料药在欧美等市场销售的较大突破，2019 年前三季度，化学原料药板块收入 11.98 亿元，收入大幅提升，同期毛利率为 20.03%。

医药流通

受两票制影响及医药流通环节调整，公司医药流通收入逐年下降，2018 年公司医药流通收入为 71.94 亿元，同比下降 5.23%，毛利率为 8.55%，同比提升 0.71 个百分点；2019 年前三季度，医药流通收入 55.16 亿元，同比变化不大。

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。

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

公司食品业务主要由公司旗下食品集团经营。截至2018年底，食品集团资产总额402.59亿元，所有者权益137.22亿元，2018年实现营业收入307.65亿元，净利润6.37亿元。

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。

2018年食品业务收入307.65亿元，同比下滑12.85%，主要系食品业务中工业、建筑业及服务业收入下滑所致。

表 8　食品业务收入情况（单位：亿元）

食品业务	2016 年	2017 年	2018 年
农业	15.89	12.01	16.75
工业	39.36	65.45	38.94
商业	147.49	203.60	226.62
建筑业	25.53	38.12	15.81
服务业	4.11	33.83	9.53
合计	**232.38**	**353.01**	**307.65**

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。2018年公司其他业务板块的收入为152.28亿元，同比增加75.91亿元，毛利率为17.65%，同比上升3.53个百分点。

津联公共事业板块

公司公共事业板块主要由津联集团负责。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“海鸥”手表的生产和销售。

公司公共事业板块收入较为稳定，2018年实现营业收入49.30亿元，同比变化不大。

表 9　津联集团业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	2016 年	2017 年	2018 年
公用设施	30.56	33.48	33.70

机电	8.22	9.76	10.70
手表	5.07	4.60	3.80
酒店	0.93	1.01	1.10
其他	2.22	2.18	0.00
合计	**47.00**	**51.03**	**49.30**

资料来源：公司提供

土地收储

土地收储业务是公司成立之初即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，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，将支付的土地收购补偿金、融资利息等直接计入存货，待土地出让后，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。

2018年，公司无新增土地收储，完成土地出让91亩，出让总金额27亿元，土地整理成本及增值收益返还10亿元；2019年前三季度，公司收购土地4.11亩，支付金额12.21亿元，出让182.12亩，出让总金额6.07亿元，返还金额21.20亿元。

总体看，公司土地收储业务对公司资金占用规模较大，资金回收时间长，但回收风险很小，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

2018 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比有所上升，分别为 8.26 次、1.78 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. 财务质量概况

公司提供了 2018 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司 2019 年三季度报表未经审计。

合并范围方面，2018 年公司合并范围新增 4 家主体，8 家主体不再纳入合并范围。截至 2018 年底，公司合并范围一级子公司 15 家，二级子公司 131 家。2019 年前三季度，公司合并范围内变化的子公司规模均较小。总体看，合并范围的变动对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2018 年底，公司资产总额为 1891.44 亿元，所有者权益 820.10 亿元（含少数股东权益 168.78 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 612.74 亿元，利润总额 21.11 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 1952.59 亿元，所有者权益 835.83 亿元（含少数股东权益 170.31 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 389.88 亿元，利润总额 25.37 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1891.44 亿元，其中流动资产占 45.88%，非流动资产占 54.12%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 867.72 亿元，构成以货币资金（占 30.36%）、其他应收款（占 15.98%）和存货（占 32.51%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 263.46 亿元，以银行存款为主（249.99 亿元），受限资金 4.18 亿元，主要是保证金，占货币资金比重为 1.59%，公司可支配现金占比较高，资金充裕。

截至 2018 年底，公司应收账款 64.58 亿元，较上年底略有增长。公司应收账款账面余额 73.89 亿元，计提坏账准备 9.31 亿元，计提比例为 12.60%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 71.29 亿元，其中 1 年以内的占 71.30%，1～2 年的占 9.32%，2～3 年的占 4.26%，3 年以上的占 15.12%。应收账款中前五位单位合计 6.23 亿元，占应收账款原值的 8.43%，集中度低。

表 10　2018 年底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	1.86
天津市第三医院	1.38
天津医科大学总医院	1.16
山东省高唐蓝山集团总公司	1.11
天津市肿瘤医院	0.73
合计	**6.23**

资料来源：公司审计报告

公司预付款项构成主要是预付货款、预付工程款。截至 2018 年底，公司预付款项 34.20 亿元，较上年底增长 28.80%，其中账龄一年以内的占 84.91%。按欠款方归集的期末余额前五名的预付账款 17.80 亿元，占 52.05%，集中度高。

公司其他应收款主要是关联方借款和往来款。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 153.23 亿元，计提坏账准备 14.60 亿元，账面价值 138.63 亿元，同比上升 18.34%，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 147.45 亿元，其中 1 年以内的占 61.57%，1～2 年的占 7.23%，2～3 年的占 4.02%，3 年以上的占 27.18%（计提比例为 28.08%），账龄较长。其他应收款前五名单位合计 41.53 亿元，占其他应收款账面原值的 27.10%，集中度一般。

表 11　2018 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
天津国恒投资控股有限公司	15.30
天津物产化轻国际贸易有限公司	10.00
保障房公司—兰江新苑房款（兰江新苑项目）	7.23
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	**41.53**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货原值 285.56 亿元，计提跌价准备 3.48 亿元，账面价值 282.09 亿元，较上年底上升 4.96%，主要系原材料上升；公司存货主要由土地整理成本（原值 83.00 亿元）、自制半成品及在产品（原值 83.62 亿元）、库存商品（原值 58.66 亿元）和原材料（原值 25.18 亿元）等构成。

截至 2018 年底公司其他流动资产 51.47 亿元，较上年底大幅增长，主要系委托贷款和理财产品分别同比增加 6.57 亿元和 7.22 亿元所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产主要由委托贷款（31.34 亿元）、待抵扣进项税及预缴税款（9.71 亿元）和理财产品（9.88 亿元）构成。公司委托贷款的主要全部为天津市国资委体系内企业。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产共计 1023.72 亿元，主要由可供出售金融资产（占 14.28%）、长期股权投资（占 16.83%）、投资性房地产（42.14%）、固定资产（占 14.12%）等构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 146.22 亿元，较上年底下降 11.87%，主要系公司子公司天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司（以下简称“渤海信息投资基金”）减持了天津中环半导体股份有限公司 0.51%股权（目前渤海信息投资基金持有中环股份 9.64%，为其第二大股东）以及公司本部于 2018 年 5 月将持有的国机汽车 6.24%的股权无偿划转至天津津鼎。公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具。其中按公允价值计量的 40.70 亿元，按成本价值计

量的 110.23 亿元；累计计提减值准备 4.71 亿元。

表 12　2018 年底公司主要可供出售金融资产情况

（单位：亿元）

单位名称	账面价值	计量方式
渤海证券股份有限公司	16.51	按成本计量
天津滨海农村商业银行股份有限公司	8.31	按成本计量
天津农村商业银行股份有限公司	12.50	按成本计量
天津银行股份有限公司	26.06	按成本计量

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司长期股权投资 172.29 亿元，较上年底增长 3.48%。2018 年公司对合营企业投资 1.17 亿元，同比减少 0.57 亿元，对联营企业投资 179.72 亿元，同比增加 8.87 亿元，其中主要包括新增对天津药物研究院有限公司的 7.09 亿元投资（权益法确认投资收益 0.54 亿元）和对天津市渠阳水务有限公司的 1.60 亿元投资。

表 13　2018 年底公司主要长期股权投资标的情况

（单位：亿元）

单位名称	账面价值
天津中环电子信息集团有限公司	57.43
天津国有资本投资运营有限公司	43.30
天津港发展控股有限公司	32.24
天津药物研究院有限公司	6.55
王朝酒业集团有限公司	6.71
中美天津史克制药有限公司	4.03
奥的斯电梯（中国）投资有限公司	6.66

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司投资性房地产 431.40 亿元，较上年底增长 6.60%，主要为公司持有的 2.5 万亩盐田（账面价值 345.12 亿元），采用公允价值计量。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。截至 2018 年底，公司投资性房地产中有两项土地使用权抵押，分别抵押 12.90 亿元和 4.40 亿元，抵押期限均为 2014 年 12 月 19 日至 2024 年 12 月 19 日。

截至 2018 年底，公司固定资产 144.52 亿元，较上年底增长 3.28%，公司固定资产原值 230.87 亿元，主要包含房屋建筑物（占 57.89%）和机器设备（占 33.22%）等；累计折旧 84.28 亿元，减值准备 2.07 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 36.89 亿元，较上年底下降 10.84%，公司在建工程项目众多，无规模占比较大的在建项目。

截至 2018 年底，公司无形资产为 41.98 亿元，较上年底增长 11.75%，构成主要为软件（账面价值 11.42 亿元）和土地使用权（27.31 亿元）；累计摊销 8.68 亿元，减值准备 1.70 亿元。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 69.20 亿元，占公司资产总额的 3.66%。具体明细见下表：

表 14　截至 2018 年底公司资产受限明细

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.18	信用保证金、担保保证金、定期存款等
应收票据	0.37	开具银行承兑汇票票据质押
应收账款	0.98	附追索权的保理
在建工程	1.23	银行借款的抵押
固定资产	6.11	银行借款的抵押
无形资产	0.28	银行借款的抵押
投资性房地产	56.04	银行借款的抵押
总计	**69.20**	--

资料来源：公司 2018 年财务报告

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 1952.59 亿元，较上年底增长 3.23%，其中流动资产占 45.19%，非流动资产占 54.81%，资产结构较 2018 年底变动不大。截至 2019 年 9 月底，公司其他应收款较上年底增长 19.94%至 166.26 亿元；长期股权投资 205.14 亿元，较上年底增长 19.07%。

跟踪期内，公司货币资金充裕，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，可供出售金融资产且流动性较强，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债总额为1071.34亿元，较上年底增长8.03%，主要来自流动负债的增长。公司负债以流动负债为主，截至2018年底，流动负债占70.90%，非流动负债占29.10%。

截至2018年底，公司流动负债为759.57亿元，主要来自短期借款和一年内到期的非流动负债的增长。截至2018年底，公司流动负债主要由短期借款（占35.23%）、应付账款（占11.03%）、预收款项（占10.13%）、其他应付款（占20.39%）、一年内到期的非流动负债（占17.94%）构成。

截至2018年底，公司短期借款267.63亿元，较上年底上升11.98%，主要系信用借款同比大幅上升128.55%至212.17亿元所致。公司短期借款主要由信用借款（占79.28%）和保证借款（占19.19%）构成。

截至2018年底，公司应付账款为83.76亿元，同比变动不大。账龄方面，公司1年以内应付账款占75.13%，1—2年占11.93%，账龄较短；集中度方面，公司应付账款余额前五名合计1.90亿元，占2.27%，集中度低。

截至2018年底，公司其他应付款154.85亿元，较上年底增长2.32%，主要为公司与部分国有企业或单位的往来拆借款（占56.99%）和补偿款（占17.55%）；其他应付款余额前五大客户占11.38%，集中度低。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债136.29亿元，较上年底增长15.59%，主要由一年内到期的长期借款（占18.54%）和一年内到期的应付债券（占81.27%）构成。

截至2018年底，公司非流动负债311.77亿元，较上年底上升10.63%，主要系公司发行债券和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占27.04%）和应付债券（占56.25%）构成。

截至2018年底，公司长期借款为84.30亿元，较上年底增长7.47%，主要包含信用借款92.16亿元和保证借款14.08亿元，其中一年内到期的长期借款为25.29亿元。

截至2018年底，公司应付债券175.37亿元，较上年底增长6.09%，包含中期票据156.26亿元、公司债35.91亿元、超短融67.00亿元、理财直融20.00亿元、定向债6.85亿元和私募债2.00亿元，其中一年内到期的部分为110.84亿元。

截至2018年底，公司全部债务为688.27亿元，较上年底增长12.13%，其中短期债务占59.94%，长期债务占40.06%，公司有息债务结构以短期债务为主。2018年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均值分别为56.64%、45.63%和25.16%。

截至2019年9月底，公司负债总额1116.76亿元，较上年底增长4.24%，其中流动负债793.14亿元（占71.02%），非流动负债323.62亿元（占28.98%）。

表15　截至2019年底一年内到期/行权的债券情况

（单位：亿元）

项目	债券余额	到期日
19津渤海CP001	12.00	2020-8-6
19津渤海CP002	12.00	2020-8-15
19津渤海CP003	13.00	2020-8-19
19津渤海CP004	13.00	2020-8-23
19津渤海SCP001	17.00	2020-5-4
16渤海国资债01	6.00	2020-4-18（分期偿还）
16渤海国资债02	0.60	2020-4-18（分期偿还）
15津渤海MTN001	30.00	2020-3-18
合计	**103.60**	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2019年9月底，公司全部债务706.72亿元，较上年底略有上升。其中，短期债务占58.19%，长期债务占41.81%；公司债务仍以短期债务为主，债务结构较2018年底变化不大。同期，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57.19%、45.82%和26.12%，较2018年底基本保持稳定。

跟踪期内，公司债务规模持续上升，短期债务占比较高，债务结构有待改善。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 820.10 亿元（含少数股东权益 168.78 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 18.19%、资本公积占 68.59%、未分配利润占 9.92%。同期，公司实收资本为 118.50 亿元，同比增加 0.05 亿元，主要系公司控股股东津联控股增资所致；资本公积为 446.77 亿元，同比有所增长，主要系食品集团土地补偿款 8.32 亿计入资本公积所致；其他综合收益 18.91 亿元，同比增长 30.53%，主要系食品集团将部分非投资性房地产转为投资性房地产产生的评估增值所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 835.83 亿元（含少数股东权益 170.31 亿元），规模和结构较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比较高，所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入612.74亿元，同比增长7.69%；同期，公司营业成本490.32亿元，同比略有增长。2018年，公司营业利润率提升至18.70%。

2018年公司期间费用合计112.11亿元，同比上升17.45%，主要系销售费用和管理费用增加所致。2018年，公司期间费用率为18.30%，同比有所上升。公司期间费用对主业利润侵蚀严重。

2018年公司资产减值损失为8.65亿元，主要包括3.12亿元坏账损失（主要为对其他应收款坏账损失2.71亿元）和3.14亿元长期股权投资减值损失（主要为对天津港发展控股有限公司计提2.59亿元减值准备）。

2018 年公司公允价值变动收益为 0.70 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动收益。

2018 年公司投资收益为 22.85 亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益 8.00 亿元，其中包括天津国有资本投资运营有限公司 1.35 亿元、天津中环电子信息集团有限公司 0.72 亿元、中美天津史克制药有限公司 2.30 亿元、奥的斯电梯（中国）投资有限公司 2.91 亿元；处置长期股权投资的收益 6.26 亿元和可供出售金融资产持有期间取得的投资收益 3.53 亿元。

表 16　2018-2018 年公司投资收益构成　（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
权益法核算的长期股权投资收益	6.15	8.00
处置长期股权投资产生的投资收益	15.75	6.25
以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产期间取得的投资收益	0.17	--
持有至到期投资期间取得的投资收益	--	1.38
可供出售金融资产持有期间取得的投资收益	3.65	3.53
处置可供出售金融资产取得的投资收益	3.25	1.42
借出资金、委托贷款、委托理财收益	0.83	1.00
信托投资收益		0.01
分配的股息红利、上缴的利润	0.88	0
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	--	0.14
其他债权投资处置收益	--	-0.13
其他债权投资持有期间取得的利息收入	--	0.02
交易性金融资产持有期间取得的投资收益	--	0.06
处置交易性金融资产取得的投资收益	--	0.07
其他	0.42	1.07
合计	**31.11**	**22.85**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，2018 年公司营业外收入为 2.32 亿元，同比下降 50.68%，主要系部分政府补助调整到其他收益所致。

2018 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）合计 26.89 亿元，占当期利润总额的 127.35%。公司利润对非经营性损益依赖大。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.37%和 1.43%，分别同比下降 0.58 个百分点和 1.02 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 389.88 亿元，同比下降 16.96%，实现利润总额 25.37 亿元，同比上升 5.36%。同期，公司营业利润率 21.33%，同比有所上升。

跟踪期内，公司营业收入持续增长，利润水平高度依赖非经营性损益，其中投资收益中处置资产取得收益占比高，持续性较弱；期间费用对主业利润侵蚀严重，费用控制能力有待加强。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年公司经营活动现金流入量为 841.53 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 586.83 亿元；收到其他与经营活动有关的现金为 252.66 亿元，主要为经营相关的往来款。从收入实现质量看，2018 年公司现金收入比为 95.77%，收入实现质量一般。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。2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 453.17 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 251.87 亿元，主要为支付的往来款。2018 年公司经营活动产生的现金流净额为 54.71 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主。2018 年公司投资活动现金流入为 527.04 亿元，其中收回投资收到的现金为 454.15 亿元。2018 年公司投资活动现金流出 545.34 亿元，其中投资支付的现金为 485.83 亿元。2018 年，公司投资活动产生的现金流净额为-18.31 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以取得借款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金为主，2018年为667.81亿元，其中取得借款收到的现金362.26亿元，发行债券收到的现金为175.00亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为125.49亿元。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，2018年为669.05亿元，其中偿还债务支付的现金472.11亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为162.86亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.24亿元，净流出规模同比大幅下降。

2019年1—9月，公司经营性现金流入量634.02亿元，经营性现金流净额7.86亿元；现金收入比为100.97%；投资活动现金流净额-17.30亿元，筹资活动现金流净额为-1.12亿元。

跟踪期内，公司经营活动产生的现金持续净流入，获现能力稳定，经营活动现金净额均能满足投资活动支出需求，对外筹资压力尚可。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率为 114.24%，同比略有上升，速动比率为 77.10%；同期，公司经营现金流动负债同比有所下降，为 7.20%。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 111.25%和 74.80%。考虑到流动资产中其他应收款及地产类存货占比相对较大，公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 60.60 亿元，同比下降 9.93%；同期，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.52 倍和 11.36 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月底，公司本部获得各商业银行综合授信额度 448.70 亿元，尚未使用额度为 116.90 亿元，公司本部间接融资渠道较畅通。

截至2019年9月底，公司存在对外担保2笔，分别是对天津实发新源科技发展有限公司的 4900 万元和天津海鸥表业集团有限公司的2000万元的担保，到期日分别为 2020 年 1 月和 2020 年 9 月，均未出现逾期，被担保单位正常运营。

7. 母公司财务状况分析

截至2018年底，母公司资产总额为893.03亿元，同比变化不大。从资产构成看，流动资产占18.18%，非流动资产占81.82%。母公司流动资产为162.37亿元，以货币资金（占26.08%）和存货（占51.12%）为主；非流动资产为730.65亿元，以长期股权投资（占47.28%）和投资性房地产（占47.83%）为主，整体看，母公司资产流动性偏弱，资产质量尚可。

截至2018年底，母公司负债总额为389.55亿元，其中流动负债212.54亿元，以短期借款（占33.55%）和一年内到期的非流动负债（占52.48%）为主；非流动负债为177.01亿元，主要包括应付债券155.37亿元；截至2018年底，母公司全部有息债务为358.42亿元。其中短期债务182.85亿元，长期债务175.57亿元，母公司资产负债率为43.62%。母公司整体债务负担尚可，但短期偿债压力较大。

截至2018年底，母公司所有者权益为503.48亿元，其中实收资本118.50亿元，资本公积378.72亿元，盈余公积1.36亿元，未分配利润6.04亿元，母公司所有者权益结构稳定性较好。

2018年，母公司实现营业收入1.61亿元，期间

费用合计12.47亿元，包括管理费用0.62亿元和财务费用11.85亿元。2018年母公司利润总额为-2.66亿元，其中，投资收益同比下降56.82%至8.16亿元，构成主要为下属子公司分红。

2018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-15.33亿元；母公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金11.92亿元，当期投资活动流出主要为投资支付的现金27.41亿元，使得投资活动现金流净额为-15.43亿元；筹资活动以取得借款、发行债券收到现金和偿还债务、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3.15亿元。

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，资产质量尚可，流动性偏弱；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，整体债务规模偏重；盈利主要来源于持有的子公司分红；母公司投资活动现金支出规模较大，仍存在对外融资需求。

十、存续期内债券偿还能力

目前公司存续期内短期融资券为“19 津渤海 CP001”、“19 津渤海 CP002”、“19 津渤海 CP003”和“19 津渤海 CP004”，余额合计 50 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）为 269.31 亿元，为存续短期融资券余额合计的 5.39 倍，为一年内到期债券余额（含行权）的 2.13 倍；2018 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续短期融资券的保障倍数分别为 16.83 倍和 1.09 倍。总体看，公司现金类资产对存续短期融资券的覆盖程度高。

表17　公司存续短期融资券保障情况（单位：倍、亿元）

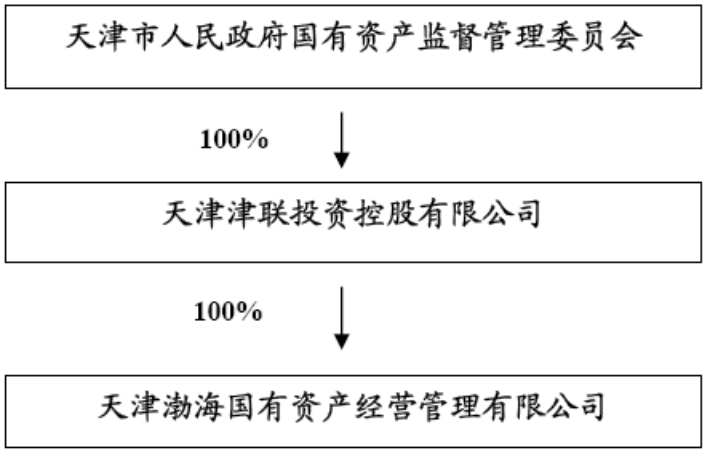
项 目	2018 年
一年内到期债券余额（含行权）	126.40
现金类资产/一年内到期债券余额	2.13
经营活动现金流入量/存续短期融资券余额	16.83
经营活动现金流净额/存续短期融资券余额	1.09

资料来源：联合资信整理

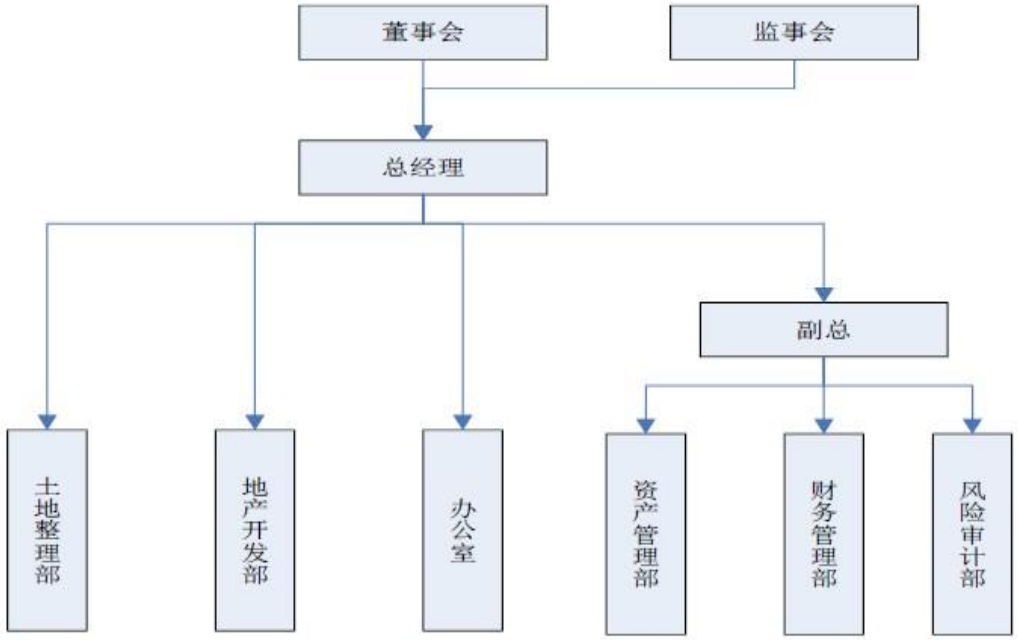
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19津渤海CP001”、“19津渤海CP002”、“19津渤海CP003”和“19津渤海CP004”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 9 月底股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 9 月底组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司下属一级子公司基本情况表

（单位：万元）

企业名称	简称	注册资本	权益占比（%）
天津市医药集团有限公司	医药集团	500000.00	100.00
天津渤海文化产业投资有限公司	渤海文化产投	392900.00	100.00
天津市方通投资集团有限公司	方通投资公司	50023.73	100.00
天津渤海恒源房地产开发股份有限公司	渤海恒源房产	20000.00	65.00
天津市水利工程有限公司	水利公司	15000.00	81.60
天津渤海海胜股权投资基金管理有限公司	海胜投资公司	500.00	51.00
天津渤海医药产业结构调整股权投资基金有限公司	医药产投公司	100000.00	90.00
天津津联国鑫投资管理有限公司	天津国资资管	10000.00	100.00
天津食品集团有限公司	食品集团	500000.00	100.00
天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司	信息产投公司	220000.00	100.00
天津渤海轻工投资集团有限公司	渤海轻工	200000.00	100.00
天津渤海置业有限公司	渤海置业	100000.00	100.00
三亚新天房投资发展有限公司	三亚新天房	5000	100.00
天津津联环保产业基金合伙企业（有限合伙）	津联环保基金	2500	99.00
天津津联海河国有企业改革创新发展基金合伙企业（有限合伙）	津联海河基金	100000	80.00

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	195.77	251.42	279.02	269.31
资产总额(亿元)	1688.72	1790.50	1891.44	1952.59
所有者权益(亿元)	785.74	798.77	820.10	835.83
短期债务(亿元)	212.97	367.14	412.53	411.23
长期债务(亿元)	354.52	246.66	275.74	295.49
全部债务(亿元)	567.49	613.80	688.27	706.72
营业收入(亿元)	488.85	568.98	612.74	389.88
利润总额(亿元)	24.99	25.97	21.11	25.37
EBITDA(亿元)	57.69	67.29	60.60	--
经营性净现金流(亿元)	41.60	66.19	54.71	7.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.02	7.92	8.26	--
存货周转次数(次)	1.54	1.81	1.78	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.33	0.33	--
现金收入比(%)	106.87	102.48	95.77	100.97
营业利润率(%)	16.49	16.26	18.70	21.33
总资本收益率(%)	3.18	2.95	2.37	--
净资产收益率(%)	2.29	2.45	1.43	--
长期债务资本化比率(%)	31.09	23.59	25.16	26.12
全部债务资本化比率(%)	41.94	43.45	45.63	45.82
资产负债率(%)	53.47	55.39	56.64	57.19
流动比率(%)	141.89	111.69	114.24	111.25
速动比率(%)	93.00	73.83	77.10	74.80
经营现金流动负债比(%)	8.06	9.32	7.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	3.05	2.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.12	11.36	--

注：1. 2019 年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，长期应付款中有息债务息计入长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.79	69.97	42.35	45.03
资产总额(亿元)	821.27	890.96	893.03	930.14
所有者权益(亿元)	504.77	511.35	503.48	514.45
短期债务(亿元)	70.00	186.50	182.85	201.17
长期债务(亿元)	219.09	150.37	175.57	176.70
全部债务(亿元)	289.09	336.87	358.42	377.87
营业收入(亿元)	0.00	2.05	1.61	0.94
利润总额(亿元)	1.85	6.87	-2.65	-0.18
EBITDA(亿元)	1.85	6.87	-2.65	--
经营性净现金流(亿元)	6.93	47.91	-15.33	-0.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	0.01	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	--	9.28	498.13	--
营业利润率(%)	--	45.53	95.74	98.74
总资本收益率(%)	0.22	0.82	-0.31	--
净资产收益率(%)	0.35	1.35	-0.54	--
长期债务资本化比率(%)	30.27	22.72	25.86	25.57
全部债务资本化比率(%)	36.42	39.71	41.59	42.35
资产负债率(%)	38.54	42.61	43.62	44.69
流动比率(%)	167.94	77.07	76.40	75.03
速动比率(%)	86.79	39.89	37.34	42.58
经营现金流动负债比(%)	7.21	21.11	-7.21	--
EBITDA 利息保护倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	155.90	49.04	-135.26	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计

附件 4　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-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 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

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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