

信用等级公告

联合〔2019〕138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 2020 年第一期天津渤海
国有资产经营管理有限公司公司债券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，
2020 年第一期天津渤海国有资产经营管理有限公司公司债券信
用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



2020 年第一期天津渤海国有资产经营管理有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 15 亿元

本期债券发行期限：5+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次偿还本金及最后一期利息

募集资金用途：项目建设及补充营运资金

评级时间：2019 年 12 月 02 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	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		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 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 分最好，6 分最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 分最好，7 分最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

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，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改善等因素可能对公司信用水平造成不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对本期公司债券的保障能力较强。

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、国有资产保值增值的任务，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。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期公司债券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。

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

3. 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，品牌知名度高；医药流通板块在天津和河北市场占有率高。

4. 公司资产及收入保持较大规模，经营性现金流状况良好。

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，债务结构有待改善。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严重侵蚀主业利润，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利息计入长期债务

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。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

2020 年第一期天津渤海国有资产经营管理有限公司 公司债券信用评级报告

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（以下简称“医药集团”）和天津市金耀集团有限公司（以下简称“金耀集团”）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 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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司已于 2019 年注册企业债券额度 100 亿元，本期债券业经国家发展和改革委员会于 2019 年 5 月 19 日出具的《国家发展改革委关于天津渤海国有资产经营管理有限公司公司债券核准的批复》（发改企业债券〔2019〕67 号）文件批准公开发行。本期计划发行 2020 年第一期天津渤海国有资产经营管理有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元）；单利按年计息，不计复利；本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集资金用于项目建设及补充营运资金。本期债券无担保。

本期债券偿债资金主要来源于公司日常经营利润及债券募集资金投资项目收益。

债券期限及利率方面，本期债券为固定利率债券，期限为 7 年，附设第 5 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，每年付息一次，通过中央国债登记结算有限责任公司簿记建档发行系统，按照公开、公平、公正原则，以市场化方式确定发行利率。簿记建档区间应依据有关法律法规，由公司和主承销商根据市场情况充分协商后确定。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券募集资金总额不超过 15 亿元，其中 1.39 亿元用于符合国家产业政策的食物领域

项目建设，包含和田地区策勒县肉羊屠宰厂项目和广源畜禽公司养殖基地二期百万只蛋鸡项目（以下简称“募投项目”），13.61 亿元用于补充营运资金。

表1 本期债券募集资金使用情况（单位：亿元、%）

资金用途	总投资	募集资金	占项目总投资比
和田地区策勒县肉羊屠宰厂项目	0.42	0.28	66.67
广源畜禽公司养殖基地二期百万只蛋鸡项目	1.59	1.11	69.61
补充营运资金	--	13.61	--
合计	--	15.00	--

资料来源：公司提供

募投项目概况

和田地区策勒县肉羊屠宰厂项目位于新疆和田地区策勒县，计划占地 50 亩，建设规模为年屠宰 50 万只肉羊屠宰场，主要建设内容为屠宰分割车间、低温冷藏库、待宰区及观察区、污水处理站、锅炉房、辅助用房、办公用房、值班室等附属设施建设，总建筑面积 12000 平方米。项目总投资 0.42 亿元，截至 2019 年 11 月底，已投资 30 万元。

广源畜禽公司养殖基地二期百万只蛋鸡项目位于天津市宝坻区大钟庄农场，占地面积约 232 亩，建设内容为：一是在现有雏鸡场占地 132 亩基础上，在场内空地新建 6 栋雏鸡舍及配套设施；二是新建蛋鸡场区占地约 100 亩，新建 7 栋蛋鸡舍及配套设施。项目建成后，引进优质海兰褐壳蛋鸡雏再育雏养殖。项目总投资为 1.59 亿元，截至 2019 年 11 月底，项目已投资 334.9 万元。

3. 本期债券偿债保障措施

为了充分、有效地维护债券持有人的利益，公司为本次债券的按时、足额偿付制定了一系列工作计划，包括确定专门部门与人员、设计

工作流程、安排偿债资金、制定管理措施、做好组织协调等，努力形成一套确保债券安全兑付的内部机制。

（1）设立募集资金专户

为了保证按时偿还本次债券到期本金和利息，公司将在本次债券发行前在资金监管银行处开设募集资金专项账户，用于本次债券募集资金的接受、存储、划转与本息偿付。资金监管银行将检查募集资金专项账户内的资金，并将募集资金专项账户内的资金情况书面通知公司。

（2）制定《债券持有人会议规则》

公司和债权人已按照相关规定要求制定了本期债券的债券持有人会议规则，约定债券持有人通过债券持有人会议行使权利的范围，债券持有人会议的召集、通知、决策机制和其他重要事项，为保障本期债券的本息及时足额偿付做出了合理的制度安排。

（3）设立专门的偿付工作小组

公司将在每年的财务预算中落实安排本期债券本息的兑付资金，保证本息的如期偿付，保证债券持有人的利益。在利息和到期本金偿付日之前的十五个工作日内，公司将组成偿付工作小组，负责利息和本金的偿付及与之相关的工作。

（4）制定并严格执行资金管理计划

本期债券发行后，公司将根据债务结构情况进一步加强公司的资产负债管理、流动性管理、募集资金使用管理、资金管理等，并将根据债券本息未来到期应付情况制定年度资金运用计划，保证资金按计划调度，及时、足额地准备偿债资金用于每年的利息支付以及到期本金的兑付，以充分保障投资者的利益。

（5）充分发挥债权人作用

本期债券引入了债权人制度，由债权人代表债券持有人对公司的相关情况进行监督，并在债券本息无法按时偿付时，代表债券持有人，采取一切必要及可行的措施，保护债券持有人的正当利益。

公司将严格按照债权代理协议的约定，配合债权代理人履行职责，定期向债权代理人报送公司履行承诺的情况，并在可能出现债券违约时及时通知债权代理人，便于债权代理人及时依据债权代理协议采取必要的措施。

（6）严格履行信息披露义务

公司将遵循真实、准确、完整的信息披露原则，使公司偿债能力、募集资金使用等情况受到债券持有人、债权代理人和股东的监督，防范偿债风险。

公司将按照债权代理协议有关规定将发生事项及时通知债权代理人。债权代理人将在发生债券持有人会议规则约定重大事项时及时召集债券持有人大会。

总体看，公司拟投资项目符合公司主营业务发展要求，且公司就本期债券的本息支付作了充分可行的偿债安排，并将严格执行偿债计划，保证本息按时足额兑付。

三、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

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	74.00	82.10	90.00	45.10
GDP 增速	6.70	6.80	6.60	6.30
规模以上工业增加值增速	6.00	6.60	6.20	6.00
固定资产投资增速	8.10	7.20	5.90	5.80
社会消费品零售总额增速	10.40	10.20	9.00	8.40
出口增速	-1.90	10.80	7.10	6.10
进口增速	0.60	18.70	12.90	1.40
CPI 增幅	2.00	1.60	2.10	2.20
PPI 增幅	-1.40	6.30	3.50	0.30
城镇登记失业率	4.00	3.90	3.80	3.60
城镇居民人均可支配收入增速	5.60	6.50	5.60	5.70

注：增速及增幅均为同比增长情况；出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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；固定资产投资增速为不含农户投资增速；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，在中国经济面临下

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中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持续放缓。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，但国内经济下行压力有所加大，中国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。

四、行业分析及区域经济环境

1. 医药行业

(1) 医药制造概况

医药制造业是指将原料经物理变化或化学变化后成为了新的医药类产品的行业，包括化学制药工业（含化学原料药和化学制剂药）、中药工业（含中成药制造和中药饮片加工）、生物制药工业和医疗设备器械制造工业等子行业。由于药品关系到国计民生，具有需求刚性，属于弱周期行业。同时，医药制造行业属于技术密集型和资金密集型行业，具有高投入、高风险的特点。

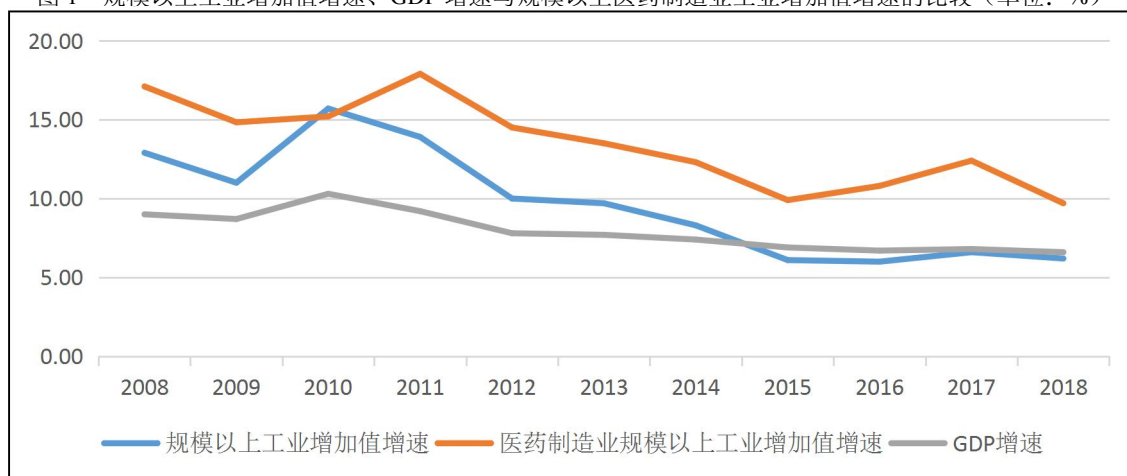
从产业链的分布看，医药制造业上游为能源、种植、化工等行业，下游为医药流通环节，包括医院、零售药店等销售终端。其中，化学制药工业上游行业主要为基础化工原料，化工原料通过化学合成形成化学中间体，再通过进一步的化学反应形成药物有效成分化学原料药，最后依据不同的给药形式制备成不同剂型的制剂药；中药工业上游主要为中药材种植业，经过采摘、晾晒等处理形成中药材，中药材可直接通过炮制形成中药饮片，也可进行有效成分

的提取，制备成丸、散、膏、丹等不同剂型的中成药；生物医药对研发依赖性强，研发服务是主要上游行业。

工业增加值方面，近年来，全国工业增加值增速放缓，医药制造业工业增加值增速亦整体呈下降趋势，但始终高于全国工业增加值增速。2018年，全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，而规模以上医药制造业工业增加值同比增长9.7%，增速较上年同期下降2.7个百分点，高于全国工业整体增速3.5个百分点。2019年前三季度，规模以上医药制造业工业增加值同比增长6.9%，增速明显低于上年同期的10.3%，但高于全国工业增加值整体增速1.3个百分点。

从行业收入和利润情况来看，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。

图1 规模以上工业增加值增速、GDP 增速与规模以上医药制造业工业增加值增速的比较（单位：%）



资料来源：国家统计局，联合资信整理

（2）医药商业概况

医药流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。

医药流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低医药流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。

随着国内医药流通体制改革的深入，医药流通行业发展势头良好。特别是近十年来，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本保障制度刺激了市场需求大幅度增长。

行业市场规模持续增长

由于人口增长，老龄化进程加快，医保体系不断健全，居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，中国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。2019年3月，米内网根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计数据，公布2018年中国三大终端六大市场（不含民营医疗机构）药品销售额实现17131亿元，同比增长6.3%。总体上医药流通行业规模保持持续稳定增长。

行业集中度日趋提高

国内医药流通市场目前呈现出整体分散，趋于集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，

国家出台一系列政策鼓励医药流通行业的整合。

“两票制”、“营改增”、“94号文”、新版《药品经营质量管理规范》（GSP）等政策的推行，将促使行业集中度进一步提升。新修订的GSP对行业内企业药品的采购、验收、储存、配送等环节做出了许多更高要求的规定。“两票制”、“营改增”意在调整国内药品流通结构，解决行业内企业小、散、低的问题，通过强化管理、规范行为、提高准入门槛等方法，鼓励做强做大，进而推动结构调整，提升行业的集中度。

生产企业和终端客户对医药流通企业的依赖性增强

国外医药商业行业的发展历程表明，随着医药行业市场化程度的提高，医药商业流通渠道的两端（生产企业和终端客户）对医药流通企业的依赖日趋加强。药品生产企业可借助医药流通企业广泛而专业的销售网络实现销售；医疗机构、药店等终端客户可以方便快捷地从医药流通企业购进品种齐全、质优价廉的药品。因此，经过市场竞争和行业整合，拥有强大的市场覆盖、物流配送、客户服务、品种保证等能力的大型医药流通企业将会占领更多的上游资源及市场份额。

行业监管愈加严格，不规范企业将被逐渐淘汰

近年来，国内加大了医药流通行业的规范治理力度，严厉打击各种违法违规行为，一些

不规范的医药流通企业将会逐渐被淘汰，行业环境将会逐步改善，这给规范运行的大型医药流通企业带来了扩张机会。

新版 GSP 标准对药品的流通环节全产业链进行了规范，从药品生产环节开始所涉及的药品销售、储存和运输活动，实现全程的有效控制。计算机系统已经成为新版 GSP 标准里修订的重要内容，用信息化手段实现对药品流通全过程的监管成为 GSP 修订的重点：如电子监管码的实时上传，药品在库、在途温湿度数据的监管，现代医药物流中心众多信息化设施设备的使用等，都有赖于医药流通企业信息化内控手段的提升。信息化程度的提高，有利于降低人力成本，提高药品流通环节的效率。信息化系统的推广将提高行业内企业运营效率，降低运营成本率。

（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去产能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。2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。

表 3 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
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，医药企业间竞争分化将愈加明显
2018 年 4 月	国家中药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药	加快药品进口的进程，减轻广大患

	于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	品)在进口时不再逐批强制检验;口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》,口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自2018年5月1日起,以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者,特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性(BE)试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性(BE)试验的48个品种,其中可豁免人体BE品种15个,可申请豁免人体BE品种17个,可简化人体BE品种(包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE)13个,进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心,时间和资金成本较高,随着2018年底大限临近,此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用,有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《关于优化药品注册审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品,进一步落实药品优先审评审批工作机制;境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请;基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视,有利于提高创新药上市审批效率,科学简化审批程序
2018 年 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立,有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市,符合本规定要求的,实施简化审批,可仅提供药学及非临床安全性研究资料,免报药效学研究及临床试验资料,申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性,更好地满足中医临床使用经典名方的需要,有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录(2018年版)》	目录品种由原来的520种增加到685种,包括417种化学药/生物药、268种中成药,新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构,保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求,提升基层用药水平
2018 年 11 月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法(征求意见稿)》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款,并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018 年 11 月	国家医保局《4+7 城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品,在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点,采取带量采购的方式,单一货源,最低价者中标	仿制药价格大幅下降,缓解医保压力,行业集中度进一步提升
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理,同时提出了要加强目录外药品的处方管理,加强药品临床使用监测和绩效考核,并要求各省级卫生健康行政部门要会	有助于提升合理用药水平;纳入该目录的产品,可预见销量将大幅下跌,促使生产企业优化产品布局

	品)》	同中医药主管部门在《目录》基础上,形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	
2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个,其中西药1322个、中成药1321个,中药饮片采用准入发管理,共纳入892个;另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平,有利于优化用药结构,促进国内医药产业创新发展;但对医保基金的支付造成一定压力,未来药品降价仍为趋势
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展,采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个,包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等,属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请,或临床供应短缺(竞争不充分)以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产,有利于促进仿制药研发,提高药品供应保障能力
2019年10月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平,促进产业升级和结构调整

资料来源:联合资信整理

(4) 行业关注 带量采购扩面

2019年9月1日,上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》,标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区(“4+7”集采试点城市除外),采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种,申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品,申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是,在“4+7”集采中,每个品种只有1家生产企业中标,而第二批集采中,中标企业可以为1~3家。2019年9月24日,第二批集采完成,从拟中标结果来看,多品种药价再次下调。已有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例,该品种“4+7”集采中标价为0.94元/片,第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看,一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要

作用;同时,作为一致性评价的关联政策,第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国,在带量采购下,预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压,对于有品种中标的医药制造企业,还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率,具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

第一批重点监控目录发布

2019年7月1日,国家卫健委办公厅、国家中医药局办公室正式发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)的通知》(以下简称“《通知》”),《通知》中公布了《第一批国家重点监控合理用药药品目录》(以下简称“《目录》”),要求加强《目录》内药品临床应用的全程管理,进一步规范医师处方行为,并重点将纳入《目录》的药品临床使用情况作为医疗机构及其主要负责人的考核内容。《目录》中包括神经节苷脂、脑苷肌肽、奥拉西坦、磷酸肌酸钠、小牛血清去蛋白等品种,可以预见,未来《目录》中品种的销量将

大幅下降，涉及上述品种的生产企业将面临较大业绩压力。

值得关注的是，该目录纳入的 20 个品种均为化药或生物药制品，而未包含被广泛关注的中药注射剂。尽管如此，参考 2019 版医保目录中对中药注射剂的限制，以及目前行业重点提升药品质量的大环境，中药注射剂未来或仍将是合理用药的监控重点。

医保目录调整

2019 年 8 月 20 日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019 版医保目录”）。2019 版医保目录中的常规准入部分共 2643 个药品，较 2017 版医保目录增幅约 4.3%，数量变化不大；包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个）；共调出 150 个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品（其中重点监控目录中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个亮点：第一，从甲乙类品种来看，2019 版医保目录中收载西药甲类药品 398 个，中成药甲类药品 242 个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入 892 个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了 148 个品种，其中重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了 128 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整在医保基金可承受的前提下，从整体上提升了保障能力和水平，特别是新增重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药，势必会对医保支付造成更大压力。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

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。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为时尚。

3. 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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本为 118.50 亿元。津联控股持有公司 100% 股权，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 4 截至 2018 年底主要上市公司财务数据

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. 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,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年底,公司在职职工合计21406人,其中30岁及以下的职工人数占比为30.43%;31岁~40岁占比为40.96%;41岁~50岁的职

工人数占比为15.97%;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、积极引进技术和管理人才,人员素质不断提高。

5 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,已结清的存在一笔欠息(已于2009年9月结清),过往债务履约情况良好。

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》(以下简称“章程”)。按照章程规定,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

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。

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、地产开发部、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. 投资天津国有资本投资运营有限公司

天津国有资本投资运营公司（以下简称“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

2. 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责任公司（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公司与天津津鼎企业管理服务有限责任公司关于

国机汽车股份有限公司6.24%国有股权无偿划转协议》，本次股份划转完成后，公司不再持有国机汽车的股权。

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。

2016—2018年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长率11.96%，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，近三年，医药生产板块收入持续增长，医药流通板块收入规模则持续下降，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，加强学术推广深度等销售模式，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；近三年，食品业务板块有所波动，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；2016—2018年，其他业务板块收入波动增长，2018年公司该板块收入为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，2016—2018 年，公司综合毛利率有所波动。受毛利率较低的食品业务收入占比快速提升影响，2017 年公司综合毛利率同比下滑 0.37 个百分点至 17.12%；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，2018 年公司毛利率较上

年提升 2.86 个百分点至 19.98%。分板块来看，近三年，医药生产和医药流通板块毛利率稳步提升，2018 年分别为 65.23%和 8.55%；食品业务毛利率则持续下滑，2018 年为 11.91%；其他业务毛利率波动增长，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 5 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。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、三级子公司和参股公司共有 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。公司医药流通业务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 6 近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
营业收入	56.25	63.69	80.87	65.46
中成药	25.88	27.30	30.75	26.27
化学制剂药	18.48	27.40	41.03	27.21
化学原料药	11.89	8.99	9.09	11.98
毛利率	53.69	60.09	65.23	62.65
中成药	69.01	71.61	70.28	71.03

化学制剂药	54.06	59.60	69.97	73.32
化学原料药	19.76	26.59	26.73	20.03

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。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、酏剂、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，2016—2018 年营业收入分别为 25.88 亿元、27.30 亿元和 30.75 亿元，同期，毛利率分别为 69.01%、71.61%和 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%。

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，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%。

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 7 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

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%，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，2016—2018 年营业收入分别为 18.48 亿元、27.40 亿元和 41.03 亿元；同期毛利率分别为 54.06%、59.60%和 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 8 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
吡达帕胺片（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

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。

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。

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

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。2016—2018 年该板块收入分别为 11.89 亿元、8.99 亿元和 9.09 亿元，同期，毛利率分别为 19.76%、26.59%和 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%。

（2）医药流通

近三年，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。

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。

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、仓储运输等为主要支撑的业务模式。食品集团拥有冷库4座，冷藏容量近7万吨、上万平方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。

2016—2018年，食品业务收入有所波动，分别为232.38亿元、353.01亿元和307.65亿元，2018年，食品板块营业收入同比下滑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 9 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。近三年，其他业务收入波动增长，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。

(1) 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。

近三年，公司公共事业板块收入较为稳定，2018年公共事业板块实现营业收入49.30亿元，同比变化不大。

表 10 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	0.94	0.00
合计	47.00	49.79	49.30

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

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

2016—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有所上升,三年均值分别为7.91次、1.74次和0.32次,2018年分别为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. 财务概况

公司提供了2016年—2018年财务报告²,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,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;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,公司近三年财务数据具有较强的可比性。

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

2016—2018年,公司资产规模有所增长。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。

(1) 流动资产

2016—2018年,公司流动资产逐年增长。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。

2016—2018年,公司货币资金波动增长。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。

2016—2018年,公司应收账款保持相对稳定。截至2018年底,公司应收账款64.58亿元,同比略有增长。截至2018年底,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%。

² 2016年财务报告采用2014—2016年度三年连审的合并财务报告

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 11 2018 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	1.86
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

2016—2018 年，公司预付款项快速增长，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，同比增长 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。

2016—2018 年，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 12 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

2016—2018 年，公司存货有所增长。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，同比上升 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。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动较大，分别为 43.08 亿元、33.50 亿元和 51.47 亿元，截至 2018 年底同比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 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。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产有所增长。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。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产规模不断下降。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 146.22 亿元，同比下降 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 13 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
渤海证券股份有限公司	16.51
天津滨海农村商业银行股份有限公司	8.31
天津农村商业银行股份有限公司	12.50
天津银行股份有限公司	26.06

资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司长期股权投资快速增长。截至 2018 年底, 公司长期股权投资 172.29 亿元, 同比增长 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 14 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

2016—2018 年, 公司投资性房地产小幅增长。截至 2018 年底, 公司投资性房地产 431.40 亿元, 同比增长 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管理运营有限公司的通知》(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管理运营有限公司 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 and 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。

2016—2018 年, 公司固定资产规模有所增长。截至 2018 年底, 公司固定资产 144.52 亿元, 同比增长 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。

2016—2018 年, 公司在建工程有所下降。截至 2018 年底, 公司在建工程 36.89 亿元, 同比下降 10.84%, 公司在建工程项目众多, 无规模占比较大的在建项目。

2016—2018 年, 公司无形资产有所增长。截至 2018 年底, 公司无形资产为 41.98 亿元, 同比增长 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 15 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 2018 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 2018 年底增长 19.07%。

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

2016—2018 年，公司负债规模有所增长。截至 2018 年底，公司负债总额为 1071.34 亿元，同比增长 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%。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，分别为 516.45 亿元、709.92 亿元和 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。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长。截至 2018 年底，公司短期借款 267.63 亿元，同比上升 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。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长。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。

2016—2018 年，公司其他应付款有所增长。截至 2018 年底，公司其他应付款 154.85 亿元，同比增长 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。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 136.29 亿元，同比增长 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。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降。截至 2018 年底，公司非流动负债 311.77 亿元，同比上升 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。

2016—2018 年，公司长期借款分别为 122.03 亿元、78.44 亿元和 84.30 亿元，截至 2018 年底长期借款主要包含信用借款 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。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降。截至 2018 年底，公司应付债券 175.37 亿元，同比增长 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。

2016—2018 年，公司全部债务逐年上升。截至 2018 年底，公司全部债务为 688.27 亿元，同比增长 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。2016—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 55.63%、44.24%和 25.88%；

截至 2018 年底，上述指标分别为 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 2018 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 16 截至 2019 年 11 月底一年内到期的债券情况
(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 2018 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。

总体看，公司负债以流动负债为主，短期债务规模持续上升，债务结构有待改善。

(2) 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益保持相对稳定。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

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长。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。2016—2018 年，公司营业利润率有所上升，三年均值为 17.52%；2018 年为 18.70%。

2016—2018 年，公司期间费用快速增长。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。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 8.65 亿元、7.37 亿元和 8.65 亿元；2018 年公司资产减值损失主要包括 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）。

2016—2018 年，公司公允价值变动收益分别为 5.13 亿元、1.00 亿元和 0.70 亿元，2018 年主要为投资性房地产公允价值变动收益。

2016—2018 年，公司投资收益有所波动，2018 年为 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 17 近三年公司投资收益构成（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
权益法核算的长期股权投资收益	6.14	6.15	8.00
处置长期股权投资产生的投资收益	0.48	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	0.06	0.17	--
持有至到期投资期间取得的投资收益	0.20	--	1.38
可供出售金融资产持有期间取得的投资收益	2.52	3.65	3.53
处置可供出售金融资产取得的投资收益	2.16	3.25	1.42
借出资金、委托贷款、委托理财收益	1.73	0.83	1.00
信托投资收益			0.01
分配的股息红利、上缴的利润	8.52	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	-0.24	0.42	1.07
合计	21.77	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，2016—2018 年呈持续下降态势。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。

2016—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）有所波动，2018 年合计 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，2016—2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为 2.70%和 1.90%；2018 年，公司总资产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。

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，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. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，经营活动现金流入有所增长。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，公司现金收入比三年加权均值为 100.00%，2018 年为 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。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 41.60 亿元、66.19 亿元和 54.71 亿元。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，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。2016—2018 年，公司投资活动现金流出有所波动，2018 年为 545.34 亿元，其中，投资支付的现金为 485.83 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为 -44.83 亿元、29.89 亿元和 -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，2016—2018 年分别为 458.42 亿元、417.83 亿元和 667.81 亿元。2018 年公司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。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -28.47 亿元、-29.89 亿元和 -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。

总体看，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. 母公司财务分析

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。

7. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率三年均值分别为119.00%和79.30%。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%。2016—2018年，公司经营现金流负债比波动下降，分别为8.06%、9.32%和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，2016—2018年，公司EBITDA有所波动。2018年，公司EBITDA为60.60亿元，同比下降9.93%。近三年，公司EBITDA利息倍数分别为2.31倍、3.05倍和2.52倍；公司全部债务/EBITDA倍数分别为9.84倍、9.12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。

十、本期公司债券偿债能力

1. 本期公司债券对现有债务的影响

公司本期公司债券拟发行额度不超过15亿元，按最高15亿元测算，占2019年9月底长期债务和全部债务的5.08%和2.12%，对公司债务结构影响不大。

截至2019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57.19%、45.82%和26.12%。以公司2019年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，按最高额度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上升至57.52%、46.34%和27.09%。本期公司债券的发行对公司整体债务规模及债务负担情况影响不大。

2. 本期公司债券偿债能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为57.69亿元、67.29亿元和60.60亿元，对本期债券的最高发行额度的覆盖倍数分别为3.84倍、4.49倍和4.04倍；2016—2018年，公司经营现金流入量分别为789.64亿元、796.61亿元和841.53亿元，分别为本期公司债券的52.64倍、53.11倍和56.10倍；2016—2018年，公司经营性净现金流分别为41.60亿元、66.19亿元和54.71亿元，分别为本期公司债券的2.77倍、4.41倍和3.65倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金净流量对本期公司债券的保障能力较强。

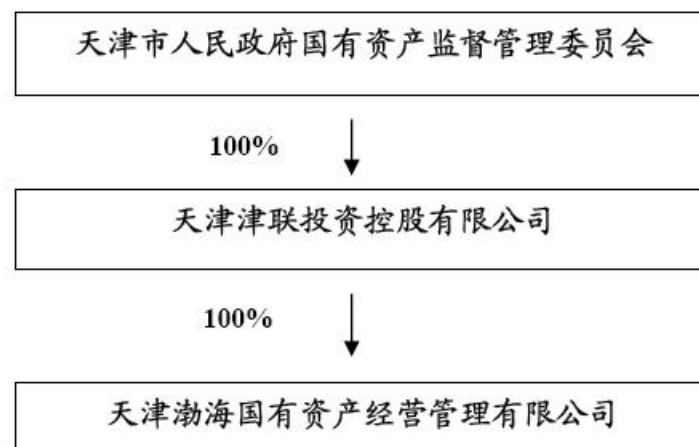
十一、 结论

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，成立以来得到天津市的大力支持。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

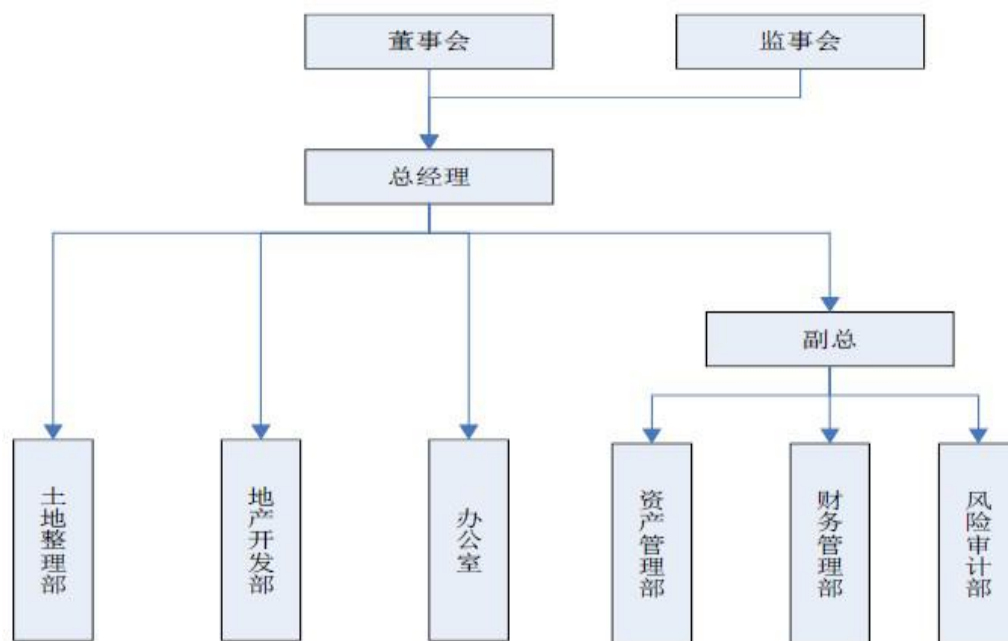
下属子公司众多，公司对其管控能力较弱，资产流动性偏弱，短期偿债压力持续上升等因素对公司信用水平造成不利影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为本期公司债券偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权关系图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 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

联合资信评估有限公司关于 2020 年第一期天津渤海国有资产经营管理有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。