

跟踪评级公告

联合[2015]1501 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主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“15津渤海MTN001” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十九日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

天津渤海国有资产经营管理有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 津渤海 MTN001	30 亿元	2015/03/18-2020/03/18	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	163.79	126.31	258.91	200.61
资产总额(亿元)	1008.09	1032.25	1385.62	1364.53
所有者权益(亿元)	555.15	568.83	685.97	693.13
长期债务(亿元)	127.08	176.11	311.60	329.48
全部债务(亿元)	346.72	344.07	508.82	495.21
营业收入(亿元)	201.15	243.29	318.85	67.95
利润总额(亿元)	11.09	12.01	16.85	4.21
EBITDA(亿元)	24.77	25.69	39.34	--
经营性净现金流(亿元)	10.35	-8.08	22.70	-24.73
营业利润率(%)	23.02	20.02	17.90	18.85
净资产收益率(%)	1.68	1.65	1.87	--
资产负债率(%)	44.93	44.89	50.49	49.20
全部债务资本化比率(%)	38.44	37.69	42.59	41.67
流动比率(%)	127.00	150.67	163.15	174.83
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	13.39	12.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.90	1.60	--
经营现金流动负债比(%)	3.31	-2.94	6.25	--

注: 1.2015 年一季度未经审计; 2.短期债务考虑了其他流动负债中的委托债券融资和融资回购, 长期债务中考虑了长期应付款中的贷款和其他非流动负债中的应付融资租赁款。

分析师

马 栋 方 晓

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

天津渤海国有资产经营管理有限公司(以下简称“公司”)主要承担对天津市重大产业进行投资和经营国有资产等职能,代表天津市国资委对公司所属国有资产进行经营管理。跟踪期内,公司积极拓展业务多元化,收入规模和利润总额持续增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司下属公司众多对其管控能力较弱,医药板块面临基本药物售价下行和中药成本高企等因素可能对公司信用水平造成不利影响。

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

综合考虑,联合资信维持天津渤海国有资产经营管理有限公司 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 津渤海 MTN001”AAA 的信用等级。

优势

1. 作为天津市大型产业投资及国有经营实体,公司得到天津市政府在资金、股权划拨等方面的大力支持。
2. 跟踪期内,受医药业务增长和津联集团并表影响,公司收入快速增长,利润总额持续增长。
3. 公司经营活动现金流入量规模大,对“15 津渤海 MTN001”保障程度高。

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,公司投资性房地产规模较大,且目前公司的大多数土地建设项目尚处于整理期。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津渤海国有资产经营管理有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津渤海国有资产经营管理有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津渤海国有资产经营管理有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津渤海国有资产经营管理有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照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主体长期信用及“15 津渤海 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

天津渤海国有资产经营管理有限公司(以下简称“公司”)成立于 2008 年 5 月,由天津市国资委批准并出资组建,具有国家授权投资机构职能。公司作为天津市重要的国有资产运营管理主体,主要承担对天津市重大产业进行投资和经营国有资产等职能,代表天津市国资委对公司所属国有资产进行经营管理,落实天津市委市政府的产业投资战略结构调整导向,作为融资主体以市场方式进行资本运作,增强天津市国有经济的盈利能力和持续发展能力。经过天津市国资委对公司五次增资,2015 年 3 月底,公司注册资本增加至 114.50 亿元。公司的全资控股股东为天津津联投资控股有限公司,天津津联投资控股有限公司的全资控股股东为天津市国资委。公司的实际控制人为天津市国资委。

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

截至 2015 年 3 月底,公司下设资产管理部、财务部、风险控制部、地产管理部、办公公司等 5 个职能部门;下属二级子公司 16 家。

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

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额 1364.53 亿元,所有者权益 693.13 亿元(含少数股东权益 123.44 亿元);2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 67.95 亿元,利润总额 4.21 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1%左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

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

2. 政策环境

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。

一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

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，关系国计民生，具有刚性需求。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。

2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5531.83 亿元，同比增长 9.51%，利润总额 556.37 亿元，同比增长 12.54%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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

表 1 医药制造业主要细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元；%）

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

资料来源：国家统计局

主要子行业概况

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

化学原料药行业

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

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

化学制剂药行业

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

据国家药监局统计,中国基本药物费用比

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

2. 医药商业概况

美国、日本、欧盟等发达国家和地区的医药商业相对成熟,企业处于相对垄断地位,企业寡头化、经营规模化是国际医药商业产业的总体特点和发展趋势。

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,释放了国内的医疗需求,并带动了药品需求的增长。2006 年以来,中国药品流通行业销售额快速增长,其中 2009 至 2011 年增速均在 20%以上,2012 年起增幅呈回落态势。2014 年受宏观环境影响,中国药品流通行业销售额增速低于 2013 年,为 15.2%,但仍远高于中国 GDP 的增速。根据商务部发布的《2014 年药品流通行业运行统计分析报告》,2014 年,药品流通行业销售总额达 15021 亿元,同比增长 15.2%,仍维持较快增长,但增速有所回落(增幅较 2013 年回落 21.3 个百分点)。其中药品零售市场销售总额 3004 亿元,同比增长 9.1%,增幅回落 2.9 个百分点。

从药品流通行业运行效益来看,2014 年,全国药品流通直报企业主营业务收入 11321 亿元,同比增长 15.4%,增幅回落 1.6 个百分点;实现利润总额 247 亿元,同比增长 14.8%,增幅回落 1.2 个百分点。行业平均毛利率 6.8%,同比上升 0.1 个百分点。各级医院支付药品货款时间的周期依旧过长(2014 年药品批发企业对公立医疗机构全年应收账款周转天数为 122 天)依然是阻碍医药流通企业运营效率的主要问题。

经营模式来看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到6~8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在3~6个月以上；调拨业务毛利率相对纯销业务较低，一般在4%以下，回款周期相对较短。2014年，批发企业销售额占销售总额的42.8%，纯销销售额占销售总额的57.2%，批发和纯销的业务构成保持稳定。

从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构（包括农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院）三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占据一半以上的市场份额。

从各主要区域市场来看，华东（39.1%）、中南（21.6%）和华北（17.0%）是最大的三个区域市场，与经济发达程度相适应，三个区域市场消费能力较强，高端医药消费集中，医药流通市场相对规范，医药终端回款天数相对较短。

从市场集中度来看，2014年前100位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的65.9%，比2013年提高1.6个百分点。其中，前3位企业占30.9%，比去年增长1.2个百分点。主营业务收入在100亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的48.8%，比上年提高4.3个百分点。整体看，药品批发行业集中度进一步提高。

整体看，经济总量和消费水平的提升、人口总量的增长和社会老龄化程度的提高，导致药品需求呈上升趋势，市场不断扩容；中国作为全球最大的新兴医药市场，随着国家新医改的持续推进和行业管理后续政策及标准的出台，药品流通行业有望得到快速有序的发展；行业经过近20年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度有望提升，企业效率和竞争力将进一步增强。

3. 区域经济环境

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

全年一般公共预算收入2390.02亿元，增长15.0%。其中，税收收入1486.55亿元，增长13.5%，比重达到62.2%。从主体税种看，增值税252.80亿元，增长11.9%；营业税478.47亿元，增长12.6%；企业所得税234.69亿元，增长15.1%。

全年全社会固定资产投资11654.09亿元，增长15.1%，连续七年增量超过1000亿元。其中，城镇投资10986.50亿元，增长15.3%；农村投资667.59亿元，增长12.6%。在城镇投资中，第一产业投资75.50亿元，增长18.8%；第二产业投资4845.20亿元，增长15.1%；第三产业投资6065.80亿元，增长15.4%，占城镇投资的55.2%。三次产业投资结构为0.7:44.1:55.2。第三产业对城镇投资增长的贡献率为55.5%，优势产业投资占工业投资的比重达到91.3%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模及优势

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

有限公司（以下简称“金耀集团”）。

3. 技术研发

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

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

公司拥有国内唯一可规模化生产的植物甾醇合成路线（3029 项目），替代传统的以皂素为起始原料生产皮质激素的工艺路线，该工艺路线的优势在于：原料来源能够保证，能够摆脱皂素价格不断上涨带来的成本压力，具有很强的成本优势；工艺简单，新工艺通过植物甾醇（3028）经一步发酵得到（3029），缩短了工艺步骤；由于采用了生物工程法取代传统的化学合成，同时是废弃资源的再利用，可大幅度减少生产过程中对环境的污染，而且减少植被破坏，有利于环保；采用（3028）经生物工程法生产的（3029），由于减少了在制品的时间，因而降低了出现质量波动的概率，保证产品质量稳定可靠。2009 年，公司（3029）发酵项目实现了规模生产。一方面，国内螺内酯产品全部放弃皂素路线，减少了皂素的使用量，降低了皂素生产中对环境的破坏；另一方面，该项目的实施扩大了公司的生产规模，提高了能源的利用率。

公司自行研发了“生物脱氢”和“生物氧化”两项关键技术，采用全新的生物制造生产工艺，生产皮质激素类原料药中间体，缩短了工艺步

骤，减少生物脱氢副产物和生物氧化副产物的生成，提高主产物的转化率，基本清除原工艺产生的大量需回收的底物，减少了繁琐的回收步骤，降低劳动强度；解决了底物溶解性差、转化速度慢的缺陷，提高了投料浓度。同时，降低能耗 50%以上，降低原材料成本 10%以上。

总体看，公司重视产品研发，研发成果丰富，研发水平处于领先地位。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

七、重大事项

2011 年 9 月，天津市人民政府国有资产监督管理委员会以津国资产权[2011]74 号《关于将津联集团 100%股权无偿划转至医药集团有关问题的批复》，同意将津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）100%股份无偿划转给医药集团，医药集团成为津联集团唯一股东。2013 年 12 月，津联集团已就该股权划转事宜取得了香港税务部门的税务豁免。2014 年 1 月本公司已就该划转在商务部完成了备案并向津联集团派出了一名董事。

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

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

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

八、经营分析

1. 经营概况

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

2014 年，公司实现营业收入 318.85 亿元，较 2013 年增长 31.06%，主要系医药流通和其他业务两部分快速增长所致。2014 年医药生产和流通板块实现营业收入分别为 60.86 亿元和 90.52 亿元，占总收入的比重分别为 19.09% 和 28.39%，其中医药生产板块收入较上年有所下降主要由于中成药成本上涨，为控制成本，公

司降低部分药品产量。2014 年，其他业务板块营业收入 167.47 亿元，同比增长 77.12%，主要系跟踪期内子公司医药集团完成对津联集团的并表所致，占总收入的比重分为 52.52%。公司其他业务收入主要是商品销售收入、工程收入以及医疗器械收入等，2014 年商品销售收入为 61.82 亿元，工程收入为 16.25 亿元，医疗器械生产收入为 9.92 亿元。

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

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.95 亿元，综合毛利率为 19.76%，较 2014 年略有上升。

表 2 近年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	营业收入				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
医药生产	84.37	80.34	60.86	15.10	40.80	42.91	51.71	52.85
医药流通	54.25	68.40	90.52	18.19	7.80	7.18	6.16	7.26
其他业务	62.53	94.55	167.47	34.66	15.51	12.24	13.54	11.92
总计	201.15	243.29	318.85	67.95	24.04	20.94	18.73	19.76

资料来源：公司提供

2. 医药产业

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

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

（1）医药生产

中成药

中成药是医药集团第一大支柱产品，中成药生产方面，公司拥有较强的生产技术，多样化的药品品种系列。公司拥有京万红、达仁堂、

寿比山、乐仁堂、隆顺榕、松柏、红花、生化、LIGHTS、痹祺、和平、双燕等 14 件中国驰名商标，拥有世扶尼、天药、长城、莫家等 39 件天津市著名商标，拥有速效救心丸、京万红软膏、吡达帕胺片、丁酸氢化可的松乳膏等 39 个天津市名牌产品，达仁堂等中华老字号 6 家，津门老字号 9 家，拥有国家非物质文化遗产 1 件（达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺），天津市非物质文化遗产 8 件，国家专利运营试点企业 1 家（天津药物研究院），天津市级专利示范单位 2 家（药物院和中新药业），国家级品牌培育试点企业 3 家（达仁堂、京万红和乐仁堂）。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有有效发明专利 581 项。共获得新药证书 73 个，其中中药新药证书 32 个，化学药 41 个，拥有中药保护品种 12 个，拥有国家秘密产品 3 个，拥有国家机

密产品 1 个。公司所有中成药生产企业均通过了 GMP 认证，其中中新药业的片剂、颗粒、胶囊、软胶囊、酏剂、糖浆剂、丸剂 7 个剂型还通过了澳大利亚 TGA 的 GMP 认证；一些高新技术和设备得到推广应用。

公司中成药板块最近三年销售收入波动增

长，近三年营业收入分别为 47.94 亿元、44.14 亿元和 27.59 亿元。2015 年 1~3 月，公司中成药板块实现营业收入 7.39 亿元，主要由于中成药主要产品销量下降所致，毛利率达到 69.01%，较上年提高 0.29 个百分点。

表 3 近年公司医药生产业务收入构成 (单位: 亿元、%)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
营业收入	84.37	80.34	60.86	15.10
中成药	47.94	44.14	27.59	7.39
化学制剂药	19.74	19.07	19.51	4.52
化学原料药	16.69	17.12	13.76	3.19
毛利率	40.80	42.91	51.71	52.85
中成药	41.32	46.91	68.72	69.01
化学制剂药	55.37	55.39	52.13	51.99
化学原料药	22.05	18.68	17.01	16.61

资料来源：公司提供

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

公司日常生产所需中药材共计 300 余种，为保证原料质量和药品的功效，公司对关

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

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

表 4 近年公司主要中成药产品产量及销售收入

中成药主要产品	产量			销售收入 (万元)		
	2013 年	2014 年	2015 年 1 季度	2013 年	2014 年	2015 年 1 季度
速效救心丸 (万条)	400.00	368.80	178.00	77875.00	85328.00	23394.00
血府逐瘀胶囊 (万盒)	35442.80	35705.00	7639.40	21644.00	22044.00	6944.00
通脉养心丸 (万瓶)	493.00	531.50	109.90	16005.00	16833.00	4400.00
肾炎康复片 (万片)	26206.40	25013.90		9503.00	6551.00	
京万红 (万支)	1017.90	700.10	381.90	10501.00	11224.00	3315.00
紫龙金片 (万片)	3058.00	1712.20	796.70	7475.00	6968.00	2083.00

痹祺胶囊（万盒）	330.00	422.30	151.90	13757.00	18391.00	5914.00
麻仁软胶囊（万粒）	11987.00	8586.10	2723.10	5954.00	4571.00	1747.30
清肺消炎丸（万粒）	97641.00	163618.00	87635.40	6434.00	8756.00	2921.00

资料来源：公司提供

化学制剂药

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

公司化学制剂药的主要产品中，阿德福韦

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

化学制剂药主要通过公司下属医药流通企业和与各地区经销商进行合作来开展销售。公司最近三年化学制剂药销售收入分别 19.74 亿元、19.07 亿元和 19.51 亿元；毛利率分别为 55.37%、55.39%和 52.13%。2015 年 1~3 月，公司化学制剂药实现营业收入 4.52 亿元，毛利率达到 51.99%，较上年下降 0.14 个百分点。

表 5 近年公司主要化学制剂药产品产量及销售收入

	产量			销售收入（万元）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1 季度	2013 年	2014 年	2015 年 1 季度
吡达帕胺片（万片）	98439.00	42658.00	16227.30	42924.00	20211.00	7222.00
特子社复针（万支）	932.00	1221.00	421.80	11307.00	9509.00	2017.00
肝素钠针（万支）	1358.00	606.70	169.50	6888.00	6275.00	1837.00
头孢地尼分散片（万片）	10392.00	12352.80	4223.70	8569.00	8543.00	1687.00
阿德福韦片（万片）	3870.00	4105.80	291.40	9130.00	8780.00	2279.00
琥珀氢可针（万支）	1253.00	1308.30	414.20	5427.00	5146.00	1530.00

资料来源：公司提供

化学原料药

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

药的 60%销往欧美、南美、南亚等 50 多个国家和地区，外销品种达到 30 个。

2012~2014 年，公司化学原料药销售收入分别为 16.69 亿元、17.12 亿元和 13.76 亿元；毛利率分别为 22.05%、18.68%和 17.01%。2015 年 1~3 月，公司化学原料药实现营业收入 3.19 亿元，毛利率为 16.61%，较上年下降 0.40 个百分点。

公司原材料采购一般采用货到付款形式，账期一般为 30 到 60 天。对于生产所需原材料，公司实行货比三家的采购原则从而控制生

产成本；对供应商进行现场审计及进行年度评估考核，有资质的供应商才可为公司提供原料。

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

(2) 医药流通

近三年，公司医药流通收入分别为 54.25 亿元、68.40 亿元和 90.52 亿元（大幅增长主要系公司加大了药品流通板块发展力度所致），占营业收入的比例分别为 26.99%、28.11%和 28.39%；毛利率分别为 7.80%、7.18%和 6.16%。2015 年 1~3 月，公司医药流通实现营业收入 18.19 亿元，毛利率为 7.26%，较上年提高 1.10 个百分点。

公司下属主要医药流通企业太平医药、泓泽医药的药品主要是通过购买和划拨的形式在全国进行采购，之后在天津地区进行销售。药品的交易主要是以协议付款的方式进行，不同品种的药品由于供求关系的变化，协议付款比例和账期都会发生变化。

太平医药目前是天津地区最大的药品批发企业之一，其所属连锁药店、药品批发站等主要分布在天津地区，主要客户包括各医院、药品批发企业和药店等，在天津市场总占有率超过 50%，具有一定的垄断优势。太平医药主要供应商为诺和诺德（中国）制药有限公司、拜耳医药保健有限公司、辉瑞制药有限公司、江苏恒瑞医药股份有限公司等。

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

3. 国有企业土地整理业务

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

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

表 6 公司土地收储业务情况（单位：亩、亿元）

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

资料来源：公司提供

4. 金融资产管理

公司可通过股权划转、参与增资扩股、吸

收合并等形式，参股或间接控股金融机构和准金融机构（银行、保险、信托、财务公司、期

货、证券、风险投资基金、金融租赁等)，公司目前已通过天津市医药集团、津联集团（天津）资产管理有限公司间接持有天津农村商业银行20%股份。公司积极开拓创新资本市场业务模式，依托公司业务资源优势，通过股权投资、资本运营实现公司资本积累，确保资金良性循环。

5 其他业务

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

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

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

6.经营效率

2014年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为6.41次、1.30次和0.26次，较2013年均有提高。总体来看，公司整体经营效率有待提高。

7.未来发展

“十二五”期间，公司将天津渤海发展股权投资基金规模扩大到50亿元，提高基金资本运作实力，挖掘、整合天津市优质国有企业资产，投资参与划入集团后备上市企业的股份制改

制，支持企业在境内外资本市场上市，同时，积极参与国有控股上市公司并购重组，加强资源整合，促进国有大公司、大集团整体上市或核心业务资产上市，做强做优上市公司，实现资产资本化、资本证券化。借助资本市场，实现国有重点产业的聚集和优化升级，提高优势产业和上市公司的规模和竞争力，增强天津市上市公司的再融资能力和国有经济的盈利能力以及持续发展能力。推进主业不突出、资产量差、赢利水平低的上市公司重组整合，加大资产重组、主营业务重组和债务处置力度，腾出壳资源，注入新的主业资产，提高资产质量和经营业绩，恢复其再融资能力。十二五期间，公司已陆续完成对粮油集团、一轻集团、二轻集团、医药集团、金耀集团的整合重组，2015年正在协助新成立的食物集团进行优质资产的整合，并根据市国资委部署完成股权的划入。目前，公司正在结合天津市国资委及天津津联控股安排，制定十三五规划。

九、募集资金使用情况

截至2015年6月底，公司发行“15津渤海MTN001”所募集资金已全部使用。30亿元资金已全部用于偿还银行贷款。

十、财务分析

公司提供的2012~2014年财务报表均已经过中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年一季报未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2014年纳入合并报表范围二级子公司14家，新纳入5家，不再纳入合并范围子公司4家。

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

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产为 1364.53 亿元，所有者权益 693.13 亿元（其中少数股东权益 123.44 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.95 亿元，利润总额 4.21 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 318.85 亿元，同比增长 31.06%。2014 年公司营业利润率为 17.90%，较 2013 年下降 2.12 个百分点。2015 年 1-3 月，公司营业收入 67.95 亿元，为 2014 年全年的 21.31%，营业利润率小幅上升至 18.85%。

随着公司医药商业板块的扩大，市场推广和营销投入持续增长，导致 2014 年公司销售费用较 2013 年增长 3.80%；由于物价上涨导致的人工、日常开支增加和研发费用投入增加所致，2014 年公司管理费用 30.17 亿元，同比增长 72.78%，主要系 2014 年公司支付税费（包括房产税、印花税等）增加所致；2014 年公司加大对外融资力度，通过短长期借款和发行债券等融资方式募集公司经营业务发展、重大项目建设和股权并购项目所需的资金，导致 2014 年有息债务规模明显增加，使得公司财务费用同比增长 96.41%，达到 9.91 亿元。2014 年公司期间费用 64.05 亿元，占营业收入的 20.09%，较 2014 年提高 1.35 个百分点。公司期间费用规模较大，费用控制力度有待加强。

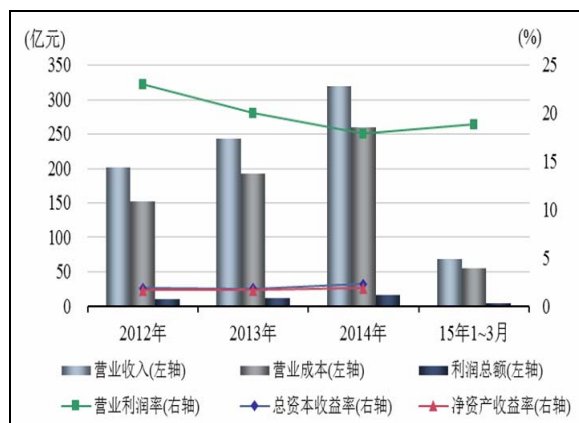
2014 年，公司投资收益 22.09 亿元，同比大幅增长 240.66%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益、持有权益性交易性金融资产公允价值变动带来的投资收益和委托贷款、委托理财收益增长所致。

2014 年，公司营业外收入 5.69 亿元，同比增长 35.08%，主要由于来自于政府补助、非流动资产处置利得和企业发展资金增加所致。随着公司收入规模的增长，以及投资收益和营业外收入的补充，2014 年公司实现利润总额 16.85 亿元，同比增长 40.34%。

从盈利指标看，2014 年，公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 17.90%、2.30%、1.87%，其中总资产收益率和净资产收益率较 2013 年略有上升，营业利润率下降 2.12 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 67.95 亿元，占 2014 年全年营业收入的 21.31%，实现利润总额 4.21 亿元。同期，公司营业利润率 18.85%，较 2014 年上升 0.95 个百分点。

图1 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报表

总体看，跟踪期内，公司营业收入规模增长较快，营业利润率有所下降，期间费用较快增长，费用控制力度有待加强，公司利润总额对营业外收入依赖程度高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入量 444.26 亿元，同比增长 18.14%。2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 292.54 亿元，同比增长 34.34%，主要系公司医药流通和其他板块中销售增长所致；收到的其他与经营活动有关的现金主要源于公司土地业务的回款等，2014 年为 150.06 亿元。2014 年公司经营活动产生的现金流出量为 421.56 亿元，，主要由购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金构成，其中支付的其他与经营活动有关的现金 100.46 亿元，主要是由于公司与其他单位间的往来款快速增长所致。受益于经营活动流入量的较快增长，跟踪

期内经营活动产生的现金流量净额快速上升，2014 年公司经营活动产生的现金净流量为 22.70 亿元，扭转了 2013 呈现净流出的趋势。2014 年公司现金收入比为 91.75%，较 2013 年上升 2.24 个百分点，公司现金收入质量进一步提高。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入量为 341.90 亿元，主要为收回投资收到的现金。同期，由于可供出售金融资产增加 131.91 亿元，导致公司投资活动现金流出量达到 379.91 亿元，使得 2014 年公司投资活动产生的现金流量净额为-38.01 亿元。

2014 年公司筹资活动前现金流量净额 15.31 亿元。总体看，公司经营性活动产生的现金净流量快速增长，但仍不能满足公司投资资金需求。

筹资活动方面，2014年公司筹资活现金流入量867.08亿元，主要包括取得借款收到的现金、发行债券收到的债券和收到其他与筹资活动有关的现金。2014年公司筹资活动产生的净流量106.75亿元。

2015年1~3月，公司经营性现金流入量125.44亿元，经营性现金流净额-24.73亿元；现金收入比100.92%，较2014年有所上升；投资活动现金流净额10.72亿元，筹资活动现金流净额为-39.13亿元。

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

3. 资本及债务结构

资产

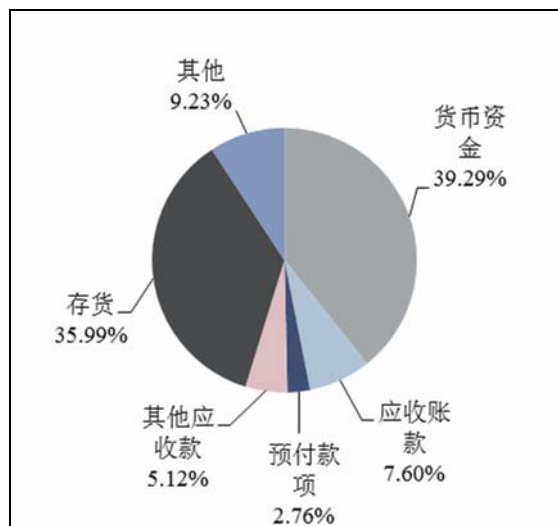
截至2014年底，公司合并资产总额1385.68亿元，其中流动资产占42.76%，非流动资产占57.24%，公司资产以非流动资产为主。公司资产构成与2013年相比变化不大。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产592.56亿

元，主要以货币资金（占39.29%）、应收账款（占7.60%）和存货（占35.99%）为主。

图2 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随着公司收入规模的快速增长，以及发行债券，公司货币资金随之大幅度增加，截至2014年底，公司货币资金232.84亿元，以银行存款为主，占94.30%。截至2014年底，公司受限资金8.19亿元，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

截至2014年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产15.37亿元，较2013年增加13.41亿元，主要系交易性债券投资和国债逆回购大幅增长所致。

随着公司主营业务收入规模不断扩大，且受医药商业应收款账期较长影响，跟踪期内，公司应收账款较2013年增长35.49%。截至2014年底，公司应收账款45.06亿元，截至2014底，公司的质押应收账款1.01亿元。按账龄组合计提坏账准备的应收账款站应收账款账面原值98.95%，其中，1年以内的占71.98%，1~2年的占6.52%，2~3年的占5.86%，3年以上的占15.64%，公司根据账龄分析法计提坏账准备7.36亿元，计提比例为14.17%。应收账款中前五位单位合计4.93亿元，占应收账款总额的9.40%，主要是医药商业客户，集中度一般，全部为1年以内欠款，总体看坏账风险较低。

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

非流动资产

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

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 156.99 亿元，同比大幅增长 194.29%，主要系公司将持股比例 20%以下不具有控制或重大影响的投资调整至可供出售金融资产增加 133.28 亿元所致，公司共计提减值准备 1.36 亿元。

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

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

截至 2014 年底，公司固定资产 81.83 亿元，同比增长 33.23%，主要系房屋建筑物、办公设备和机器设备增加所致，公司累计折旧 47.28 亿元（主要包括对房屋建筑物计提 15.43 亿元

折旧和对机器设备计提 23.20 亿元），减值准备 1.06 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 1364.53 亿元，较 2014 年底略有下降。其中流动资产占比 40.96%，非流动资产占比 59.04%。资产结构较 2014 年变动较小。

综合看，跟踪期内，伴随公司业务规模的不断扩大，公司资产规模快速增长。公司资产结构较为合理，流动资产中货币资金和存货占比较大，资产流动性较好；非流动资产中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。总体看，公司整体资产质量好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益同比增长 20.59%，主要受资本公积和少数股东权益增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）685.97 亿元，归属于母公司所有者权益中股本占 16.69%、资本公积占 59.73%，未分配利润占 3.39%。截至 2014 年底，公司股本 114.50 亿元、资本公积 409.76 亿元。

综合看，近年来公司所有者权益规模快速增长，其中股本和资本公积合计占比较大，所有者权益稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 699.65 亿元，同比增长 50.97%。公司负债中流动负债占 51.91%，非流动负债占 48.09%，公司非流动负债占比上升，负债结构有所改善。

截至 2014 年底，公司流动负债 363.21 亿元，较 2013 年增长 32.23%。流动负债主要由短期借款（占 20.64%）、应付票据（7.48%）、应付账款（占 14.35%）、其他应付款（占 20.97%）、一年内到期的非流动负债（占 15.94%）构成。

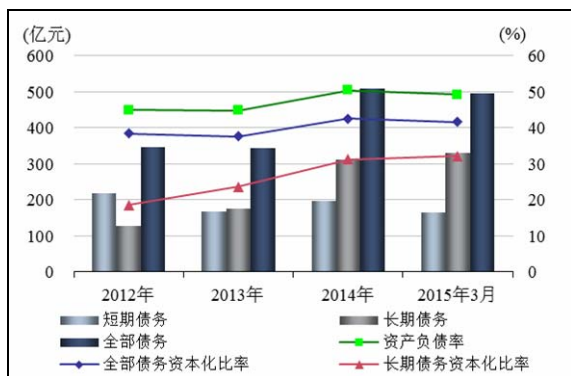
截至 2014 年底，公司短期借款 74.98 亿元，主要包括信用借款（占 43.32%）、抵押借款（占 7.74%）、保证借款（占 47.43%）和质押借款（占 1.50%）。

随着医药流通和其他业务板块中销售业务规模扩大，公司应付款项大幅增长。截至 2014 年底，公司应付票据 27.18 亿元，同比增长 54.29%，其中银行承兑汇票增加 8.36 亿元和商业承兑汇票增加 1.21 亿元；截至 2014 年底，公司应付账款 52.11 亿元，同比增长 39.82%，截至 2014 年底应付账款余额中前五名合计 6.47 亿元，占应付账款 12.42%，集中度较低；截至 2014 年底，公司其他应付款 76.15 亿元，同比增长 46.62%，前五位占比 26.13%。

截至 2014 年底，公司非流动负债 336.44 亿元，同比增长 78.24%，以长期借款（占 40.92%）和应付债券（占 50.73%）为主。截至 2014 年底，公司长期借款 137.67 亿元，其中信用借款占 29.39%、抵押借款占 65.14%、保证借款占 4.89%。截至 2014 年底，公司应付债券 170.67 亿元，同比大幅增长 157.23%，主要系公司银行债券增加 59.80 亿元和私募债增加 49.65 亿元所致。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 671.40 亿元，较 2014 年底下降 4.04%。其中流动负债 319.69 亿元（占比 47.61%），非流动负债 351.71 亿元（占比 52.39%）。

图 3 2012~2015 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至 2014 年底公司全部债务为 508.82 亿元，同比增长 47.88%，其中短期债务占比为 38.76%，长期债务占比为 61.24%。2014 年，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均较上年明显上升，2014 年上述

指标分别为 50.49%、31.24%、42.59%。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 495.21 亿元，较 2014 年底下降 2.67%。其中，短期债务 165.73 亿元（占比 33.47%），长期债务 329.48 亿元（占比 66.53%）；公司债务以长期债务为主。截至 2015 年 3 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均较 2014 年均变化较小，分别为 49.20%，32.22% 和 41.67%。

总体看，公司负债以非流动负债为主，有息债务持续增长，债务结构较合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 163.15% 和 104.43%，较 2013 年均有所提高。公司流动比率较高，但流动资产中存货规模较大，速动资产对流动负债的覆盖能力存在一定的不足。2014 年，公司经营现金流动负债比为 6.25%，较 2013 年提高 9.19 个百分点。整体看，公司短期债务偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2014 年公司 EBITDA 为 39.34 亿元，较 2013 年增长 53.13%；同期 EBITDA 利息倍数为 1.60 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；同期公司全部债务/EBITDA 为 12.39 倍，较 2013 年略有下降，EBITDA 对全部债务保护能力有所提高。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额为 450.58 亿元，已使用额度为 234.74 亿元，尚未使用额度为 215.84 亿元。公司间接融资渠道较畅通。此外，公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径无对外担保。

5. 对存续期债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“15 津渤海 MTN001”30 亿元。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入

量和经营活动现金净流量对存续期债券的保护倍数分别为1.31倍、14.81倍和0.76倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量规模大,对存续期债券的覆盖程度高。

6. 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2015年7月13日,公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

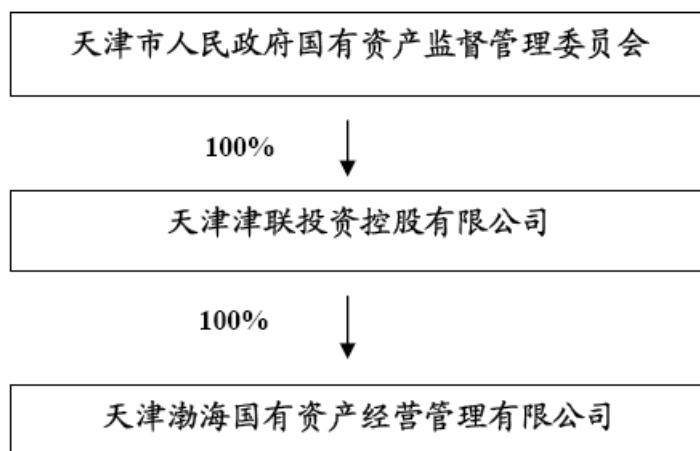
7. 抗风险能力

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

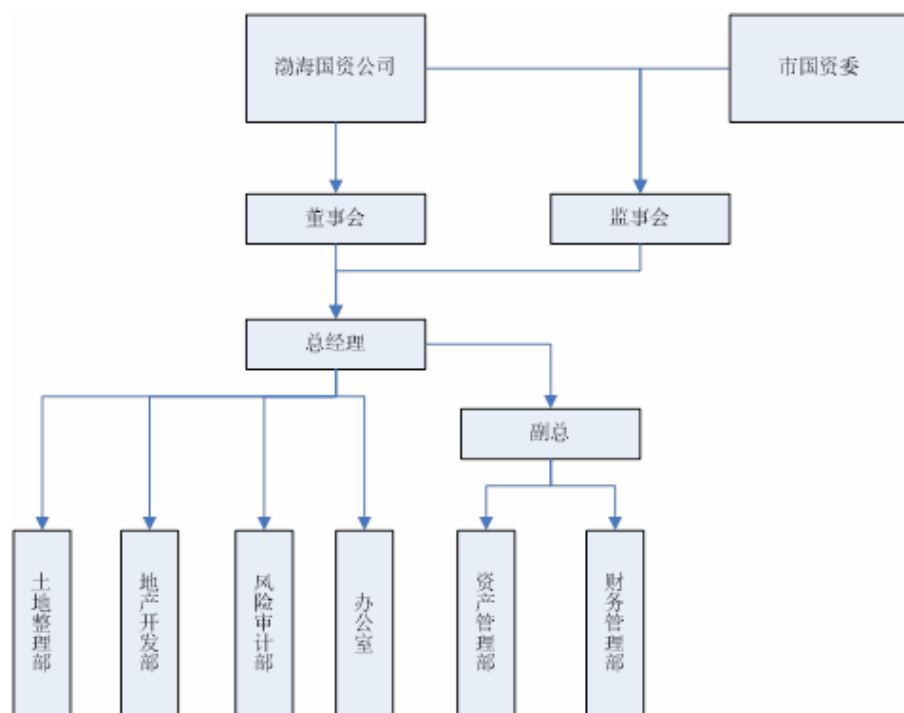
十一、结论

综合考虑,联合资信维持天津渤海国有资产经营管理有限公司 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 津渤海 MTN001” AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	163.79	126.31	258.91	200.61
资产总额(亿元)	1008.09	1032.25	1385.62	1364.53
所有者权益(亿元)	555.15	568.83	685.97	693.13
短期债务(亿元)	219.64	167.96	197.22	165.73
长期债务(亿元)	127.08	176.11	311.60	329.48
全部债务(亿元)	346.72	344.07	508.82	495.21
营业收入(亿元)	201.15	243.29	318.85	67.95
利润总额(亿元)	11.09	12.01	16.85	4.21
EBITDA(亿元)	24.77	25.69	39.34	--
经营性净现金流(亿元)	10.35	-8.08	22.70	-24.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.20	5.81	6.41	--
存货周转次数(次)	0.96	1.11	1.30	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.24	0.26	--
现金收入比(%)	84.97	89.51	91.75	100.92
营业利润率(%)	23.02	20.02	17.90	18.85
总资本收益率(%)	1.88	1.85	2.30	--
净资产收益率(%)	1.68	1.65	1.87	--
长期债务资本化比率(%)	18.63	23.64	31.24	32.22
全部债务资本化比率(%)	38.44	37.69	42.59	41.67
资产负债率(%)	44.93	44.89	50.49	49.20
流动比率(%)	127.00	150.67	163.15	174.83
速动比率(%)	76.15	82.86	104.43	99.78
经营现金流动负债比(%)	3.31	-2.94	6.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.73	1.90	1.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	13.39	12.39	--

注：1.2015 年一季报未经审计；2.短期债务考虑了其他流动负债中的委托债券融资和融资回购，长期债务中考虑了长期应付款中的贷款和其他非流动负债中的应付融资租赁款。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。