跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1883 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

二零一六年七月二十九日

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
中期票据跟踪评级报告

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：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	126.31	258.91	244.20	249.19
资产总额(亿元)	1032.25	1385.62	1719.74	1784.07
所有者权益(亿元)	568.83	685.97	830.28	845.19
长期债务(亿元)	176.11	308.49	343.24	342.66
全部债务(亿元)	344.07	505.72	595.19	582.08
营业收入(亿元)	243.29	318.85	464.78	131.20
利润总额(亿元)	12.01	16.85	28.87	3.26
EBITDA(亿元)	25.69	39.34	56.71	--
经营性净现金流(亿元)	-8.08	22.70	45.00	22.63
营业利润率(%)	20.02	17.90	17.46	15.05
净资产收益率(%)	1.65	1.87	2.52	--
资产负债率(%)	44.89	50.49	51.72	52.63
全部债务资本化比率(%)	37.69	42.44	41.75	40.78
流动比率(%)	150.67	163.15	151.50	143.79
全部债务/EBITDA(倍)	13.39	12.86	10.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.60	3.04	--
经营现金流动负债比(%)	-2.94	6.25	8.76	--

注：1.2016 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利息和其他非流动负债中的应付融资租赁款。

分析师

马 栋　魏铭江
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，随着食品集团纳入合并范围，公司资产和收入规模快速增长。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，受食品集团并表影响，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大，其公允价值变动对利润水平有一定影响。

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。2015 年天津津联投资控股有限公司向公司增资 1.5482 亿元，注册资本由 114.5 亿元变更为 116.0482 亿元；2016 年 1 月，天津津联投资控股有限公司向本公司增资 1000 万元，注册资本由 116.0482 亿元变更为 116.1482 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 2016 年 3 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 2015 年底，公司资产总额为 1719.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益 154.66 亿元）830.28 亿元；2015 年公司实现营业收入 464.78 亿元，利润总额 28.87 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1784.07 亿元，所有者权益 845.19 亿元（含少数股东权益 162.68 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 131.20 亿元，利润总额 3.26 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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增

速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济分析

1. 医药工业概况

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

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1～1.5 倍。1998～2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 26885.19 亿元，同比增长 9.02%；利润总额 2768.23 亿元，同比增长 12.22%。2016 年 1~3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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

行业关注

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。同时医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压

力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

2. 区域经济环境

天津是中国四个直辖市之一，市中心距首都北京137公里，位于环渤海经济圈的中心，是中国北方最大的沿海开放城市、近代工业的发源地、近代北方最早对外开放的沿海城市之一，是中国北方国际航运中心和北方国际物流中心。

近年来，天津市经济发展持续向好，经济实力持续增强。根据《2015年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2015年天津市实现生产总值（GDP）16538.19亿元，按可比价格计算，比上年增长9.3%。分三次产业看，第一产业增加值210.51亿元，增长2.5%；第二产业增加值7723.60亿元，增长9.2%；第三产业增加值8604.08亿元，增长9.6%。三次产业结构为1.3:46.7:52.0，服务业增加值比重首次超过50%。

近年来，天津市投资总量保持快速增长。全年全社会固定资产投资13065.86亿元，增长12.1%。其中，城镇投资12352.23亿元，增长12.4%；农村投资713.64亿元，增长6.9%。在城镇投资中，第一产业投资94.91亿元，增长25.7%；第二产业投资5093.47亿元，增长5.1%；第三产业投资7163.85亿元，增长18.1%，比重达到58.0%。实体投资7846.45亿元，增长10.6%，占城镇投资的63.5%；其中，战略性新兴产业投资365.25亿元，增长15.3%，主要投向新能源、新材料、新一代信息技术、高端装备制造等领域，分别增长25.5%、48.1%、1.1倍和1.6倍。

天津市保持财政收入中高速增长。全年一般公共预算收入2666.99亿元，同比增长11.6%。其中，税收收入1577.94亿元，同比增长6.1%，占一般公共预算收入的59.2%。

总体看，天津市经济实力和财力实力的持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模及优势

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

公司（以下简称“医药集团”）、天津金耀集团有限公司（以下简称“金耀集团”）。

3. 技术研发

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

公司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，公司新增一名董事王小磊女士。

王小磊，女，1980年生，经济学硕士，2008.04~2008.08任职德勤关黄陈方会计师行（香港）；2006.07~2014.06任职德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）天津分所；2014.07以来，担任津津联投资控股有限公司财务管理部部长助理兼任津联集团有限公司财务部总经理助理；2015年10月29日以来，担任公司董事。

七、重大事项

2015 年 5 月 21 日，天津市国资委下发《市国资委关于组建天津食品集团有限公司的通知》（津国资企改[2015]74 号），按照《天津市人民政府关于组建天津食品集团有限公司的批复》（津政函 93 号）精神，将天津农垦集团有限公司（以下简称农垦集团）、天津二商集团有限公司（以下简称二商集团）、天津粮油集团有限公司（以下简称粮油集团）、天津立达集团有限公司（以下简称立达集团）整合重组为天津食品集团有限公司（以下简称食品集团）。

天津市国资委将农垦集团、二商集团 100%股权无偿划转至本公司，合并农垦集团、二商集团设立食品集团，将公司持有的天津利达粮油有限公司（以下简称利达粮油）100%股权无偿划转至食品集团，利达粮油对粮油集团实施托管，食品集团对立达集团（立达集团为托管企业，不属于合并范围内的子公司）实施托管，食品集团注册资本由 17.19 亿元增至 50 亿元。

2015 年，公司合并范围新增食品集团。截至 2015 年底，食品集团合并口径总资产 335.81 亿元，所有者权益 110.56 亿元（少数股东权益 15.39 亿元）；2015 年，食品集团合并口径实现

营业收入 200.09 亿元，利润总额 7.34 亿元。

总体看，食品集团资产和收入规模较大，但盈利能力不强，并表后公司的业务布局进一步拓展，收入和资产规模明显增长。

八、经营分析

1.经营概况

2015 年，公司实现营业收入 464.78 亿元，同比增长 45.77%，主要系食品集团并表所致。2015 年医药生产和流通板块实现营业收入分别为 56.34 亿元和 88.44 亿元，占营业收入的比重分别为 12.12%和 19.07%，医药板块收入规模较上年有所下降。2015 年，其他业务板块营业收入 319.79 亿元，同比大幅增长，主要由于跟踪期内食品集团并表所致。2015 年，食品集团实现营业收入 200.09 亿元。

跟踪期内，公司毛利率有所上升，其中医药生产毛利率 52.80%，医药流通毛利率 7.42%，其他业务毛利 15.50%，均较去年有所上升；综合毛利率 22.13%，较上年提高 3.4 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 131.20 亿元，同比增长 92.95%，主要受食品集团并表影响，综合毛利率为 22.12%，较 2015 年略有下降。

表 1　近年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	营业收入				毛利率			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
医药生产	80.34	60.86	56.34	13.39	42.91	51.71	52.80	54.74
医药流通	68.40	90.52	88.44	20.05	7.18	6.16	7.42	6.28
其他业务	94.55	167.47	319.79	97.97	12.24	13.54	15.50	12.08
其中：食品集团	--	--	200.09	43.21	--	--	16.12	15.31
总计	**243.29**	**318.85**	**464.78**	**131.2**	**20.94**	**18.73**	**22.13**	**22.12**

资料来源：公司提供

2.医药产业

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

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

（1）医药生产

中成药

中成药是医药集团第一大支柱产品，中成药生产方面，公司拥有较强的生产技术，多样化的药品品种系列。公司拥有京万红、达仁堂、寿比山、乐仁堂、隆顺榕、松柏、红花、生化、LIGHTS、痹祺、和平、双燕等 14 件中国驰名商标，拥有世扶尼、天药、长城、莫家等 39 件天津市著名商标，拥有速效救心丸、京万红软膏、吲达帕胺片、丁酸氢化可的松乳膏等 39 个天津市名牌产品，达仁堂等中华老字号 6 家，津门老字号 9 家，拥有国家非物质文化遗产 1 件（达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺），天津市非物质文化遗产 8 件，国家专利运营试点企业 1 家（天津药物研究院），天津市级专利示范单位 2 家（药物院和中新药业），国家级品牌培育试点企业 3 家（达仁堂、京万红和乐仁堂）。

公司中成药板块最近三年销售收入持续下滑，近三年营业收入分别为 44.14 亿元、27.59 亿元和 25.64 亿元。2016 年 1~3 月，公司中成药板块实现营业收入 6.67 亿元，毛利率达到 70.31%，较上年提高 0.31 个百分点。

表 2　近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
营业收入	**80.34**	**60.86**	**56.34**	**13.39**
中成药	44.14	27.59	25.64	6.67
化学制剂药	19.07	19.51	18.01	4.16
化学原料药	17.12	13.76	12.69	2.56
毛利率	**42.91**	**51.71**	**52.80**	**54.74**
中成药	46.91	68.72	69.70	70.31
化学制剂药	55.39	52.13	53.75	51.68
化学原料药	18.68	17.01	17.34	19.14

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。

公司日常生产中所需中药材共计 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 3　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）		
	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
速效救心丸（万条）	368.80	410.70	194.00	85328.00	83386.00	24692.00
通脉养心丸（万瓶）	531.50	444.00	135.10	16833.00	12507.00	3251.00
京万红（万支）	700.10	966.00	261.40	11224.00	10259.00	2923.00
紫龙金片（万片）	1712.20	2532.00	2538.00	6968.00	8059.00	2254.00
痹祺胶囊（万盒）	422.30	492.00	112.00	18391.00	20501.00	4980.00
麻仁软胶囊（万粒）	8586.10	9761.30	1921.60	4571.00	5552.50	1735.00
清肺消炎丸（万粒）	163618.00	109024.20	97537.20	8756.00	7327.00	2668.00

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 19.07 亿元、19.51 亿元和 18.01 亿元；毛利率分别为 55.39%、52.13%和 53.75%。2016 年 1~3 月，公司化学制剂药实现营业收入 4.16 亿元，毛利率达到 51.68%。

表 4　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）		
	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
吲达帕胺片（万片）	42658.00	59,429.4	13,162.0	20211.00	22,130.0	7,101
特子社复针（万支）	1221.00	832.3	--	9509.00	6,464.0	--
肝素钠针（万支）	606.70	698.8	129.8	6275.00	4,166.0	990
头孢地尼分散片（万片）	12352.80	12,842.7	2,349.7	8543.00	8,579.0	2,499
阿德福韦片（万片）	4105.80	3,205.7	1,095.7	8780.00	6,666.0	371
琥珀氢可针（万支）	1308.30	1,007.7	275.5	5146.00	3,644.0	1,181

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。

2013~2015 年，公司化学原料药销售收入分别为 17.12 亿元、13.76 亿元和 12.69 亿元；毛利率分别为 18.68%、17.01%和 17.34%。2016 年 1~3 月，公司化学原料药实现营业收入 2.56 亿元，毛利率为 19.14%。

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

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

（2）医药流通

近三年，公司医药流通收入分别为 68.40 亿元、90.52 亿元和 88.44 亿元，毛利率分别为 7.18%、6.16%和 7.42%。2016 年 1~3 月，公司医药流通实现营业收入 20.05 亿元，毛利率为 6.28%。

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

太平医药目前是天津地区最大的药品批发企业之一，其所属连锁药店、药品批发站等主

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

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

3 其他业务

公司其他业务板块主要包括土地收储、工程建筑、房地产、食品加工、金融、服务、农业、和生产制造等。2015 年，公司其他业务板块的收入319.79 亿元，占营业收入的比例为68.18%，毛利率为 15.50%。2016 年 1～3 月，其他业务收入97.97 亿元，占营业收入的57.93%，毛利率为 12.08%。

香港津联

香港津联的前身是津联有限公司，主要经营进出口贸易，1997 年经天津市人民政府一批优质资产注入，改组成为香港津联集团有限公司。香港津联控股的天津发展于 1997 年 12 月在香港联交所主板挂牌上市。2001 年，香港津联进行第二次资产重组，将天津经济技术开发区的水、电、气、热等 5 家企业的资产注入，目前业务范围涉及城市基础设施、公用事业、酿酒、机械制造、商业地产、投资等领域。

香港津联业务板块有公用设施、机电、手表、酒店和制药等，其中，公用设施包括电力、供水、供热和燃气等业务，公用设施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。2015年，香港津联全资子公司世诺有限公司向其全资子公司金鼎控股有限公司收购隆腾有限公司67%股权，该协议已于2015年12月21日完成。制药业务主要通过隆腾全资子公司金浩医药来运营。

表 5　香港津联业务情况（单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年
公用设施	32.20	31.13	30.11
机电	7.92	10.09	8.40
手表	6.15	7.00	5.64
酒店	0.93	0.94	0.89
其他	2.52	1.98	2.23
合计	**49.72**	**51.14**	**47.27**

资料来源：公司提供

食品集团

食品集团成立于2015年7月14日，2015年，根据《天津市人民政府关于组建天津食品集团有限公司的批复》（津政函【2014】93号）和津国资企改【2015】74号文，将农垦集团、二商集团、粮油集团和立达集团整合重组为食品集团。天津市国资委将农垦集团、二商集团100%股权无偿划转至公司，合并农垦集团、二商集团设立食品集团，将公司持有的利达粮油100%股权无偿划转至食品集团，食品集团注册资本由17.19亿元增至50亿元。目前业务范围涉及农牧业、食品加工、商业房产、金融和商贸物流等领域。

食品集团重点以现代农牧渔业、食品生产加工业、仓储物流及贸易服务及房地产开发为主要发展方向，承担天津及周边地区“菜篮子”、肉禽蛋奶、粮油等食品供应，集团旗下有“海河”奶、“王朝”酒、“迎宾”肉、“利民”调料、“桂顺斋”糕点、“玉川居”酱菜、“起士林”西点、“利达”粮油、“山海关”豆制品等知名品牌、驰名商标、中华老字号、津门老字号70余个，具有较高的市场认知度。

食品集团目前主要业务板块有房地产、食品销售、建筑、金融、服务、农业和生产制造等。2015年，食品集团实现营业收入200.09亿

元，占公司营业收入的比重为43.05%，占比较高。其中，房地产业收入43.56亿元，食品销售收入35.30亿元，服务收入68.47亿元，农业收入6.35亿元，金融收入5.73亿元，生产制造收入4.48亿元，建筑收入0.98亿元，其他收入35.23亿元。

截至2016年3月末，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；食品销售业务主要产品包括米、面、猪肉、熟制品、奶、调料和其他农产品等。

土地收储

土地收储业务是公司成立之初就开始开展的一项重要业务，该项业务的流程为：公司支付土地收购补偿款给卖地国企，然后卖地国企交付符合验收标准的土地给公司，公司将土地交给当地政府挂牌出让，挂牌出让成功后由买地企业支付土地出让金给天津市财政局，天津市财政局将土地整理成本和增值收益返还公司，公司将土地增值收益的80%款项返还给被收购土地的国有企业，其余 20%增值收益由公司进行统筹安排。从土地收购-出让-返还的运作流程和资金流向方面看，公司的土地收购整理项目现金流可 100%覆盖项目融资的本息规模。

公司土地收储业务在会计处理上，将土地收购补偿金、融资利息等直接计入存货，待土地出让后，公司将政府相关部门返还的土地整理成本直接冲抵存货，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。

2015 年，公司完成 71.75 亩土地收储工作，协议总金额 3.80 亿元，并完成 40.40 亩土地的出让工作，出让金总额 5.80 亿元。

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

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
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
2015年	71.75	3.8	8.3	40.4	5.8	45	37.2
合计	**493.13**	**16.69**	**28.51**	**2722.91**	**321.22**	**134.5**	**111.78**

资料来源：公司提供

除以上业务外，公司的其他业务收入还包括商品销售收入、工程收入、医疗器械生产、餐饮住宿收入等。粮食收购、食用农产品其主要上下游公司为天津市高德粮油公司（采购方） 、天津顶益食品有限公司（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。

4.经营效率

2015 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 7.56 次、1.57 次和 0.30 次，较 2014 年均有提高。总体来看，公司整体经营效率有所提高。

5.未来发展

未来，公司将紧紧围绕天津市国资委、津联控股公司核心工作，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，公司有望保持持续发展。

九、募集资金使用情况

目前，公司发行“15 津渤海 MTN001”所募集资金已按原计划使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表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 2016 年一季报未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2015 年纳入合并报表范围二级子公司 14 家，合并范围新纳入食品集团，不再纳入合并范围主体 3 家：天津万盛恒海金属制品有限公司（由于涉诉案件，未提供财务资料，已被托管，无法实际控制）、天津隆兴集团进出口有限公司（已列入退出企业）、天津新科百奥保健食品发展有限公司（已注销）。由于新纳入合并范围的食品集团资产和收入规模大，对公司财务数据可比性影响较大。

截至 2015 年底，公司资产总额为 1719.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益 154.66 亿元）830.28 亿元；2015 年公司实现营业收入 464.78 亿元，利润总额 28.87 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1784.07 亿元，所有者权益 845.19 亿元（含少数股东权益 162.68 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 131.20 亿元，利润总额 3.26 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 464.78 亿元，同比增长 45.77%。2015 公司营业利润率为 17.46%，较 2014 年下降 0.44 个百分点。2016 年 1-3 月，公司营业收入 131.20 亿元，为 2015 年全年的 28.23%，营业利润率下滑至 15.05%。

受食品集团并表影响，2015年公司期间费用大幅增长28.32%，2015年达到82.19亿元，其中销售费用32.04亿元、管理费用35.99亿元、财务费用14.16亿元。2015年公司期间费用占营业收入的17.68%，较2014年下降2.40个百分点。公司期间费用规模较大，对利润侵蚀严重，费用控制力度有待加强。

2015 年，公司公允价值变动收益 7.92 亿元，同比大幅增长 262.56%，主要由于投资性房地产公允价值增加所致。2015 年，公司公允价值变动收益中按公允价值计量的投资房地产 7.90 亿元。

2015 年，公司投资收益 21.37 亿元，同比小幅下降 3.23%，其中权益法核算的长期股权投资收益 8.44 亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益 6.58 亿元、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益 2.09 亿元、委托贷款及委托理财收益 2.01 亿元。

2015 年，公司营业外收入 4.93 亿元，同比下降 13.34%，主要由于政府补助下降所致。

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 2.76%和 2.52%，总资本收益率和净资产收益率较 2014 年略有上升。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 131.20 亿元，占 2015 年全年营业收入的 28.23%，实现利润总额 3.26 亿元。同期，公司营业利润率 15.05%，较 2015 年下降 2.40 个百分点。

总体看，跟踪期内，受食品集团并表影响，公司营业收入规模增长较快，营业利润率有所下降，期间费用对利润侵蚀大，费用控制力度有待加强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入量 731.91 亿元，同比增长 64.75%。2015

年公司销售商品、提供劳务收到的现金 489.28 亿元，同比增长 67.26%。2015 年公司经营活动产生的现金流出量为 686.91 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。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，2015 年公司经营活动产生的现金净流量为 45.00 亿元，同比大幅增长 98.25%。2015 年公司现金收入比为 105.27%，较 2014 年上升 13.52 个百分点，公司现金收入质量进一步提高。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入量为 357.31 亿元，主要为收回投资收到的现金。同期，公司投资活动现金流出 424.33 亿元，主要为投资支付的现金；2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为-67.03 亿元，同比大幅下降。

筹资活动方面，2015年公司筹资活现金流入量739.37亿元，主要包括取得借款收到的现金267.15亿元、收到其他与筹资活动有关的现金374.23亿元。2015年，公司筹资活动现金流出762.49亿元，主要为偿还债务支付的现金335.86亿元、支付其他与筹资活动有关的现金394.81亿元。2015年，公司筹资活动产生的净流量-23.12亿元。

2016年1~3月，公司经营性现金流入量261.64亿元，经营性现金流净额22.63亿元；现金收入比99.75%，较2015年略有下降；投资活动现金流净额-0.71亿元，筹资活动现金流净额为-24.33亿元。

总体看，跟踪期内，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，对外部融资依赖性较强。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司合并资产总额1719.74亿元，其中流动资产占 45.24%，非流动资产占54.76%，公司资产以非流动资产为主。公司资产构成与 2014 年相比变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 778.07 亿元，主要以货币资金（占 29.53%）、应收账款（占 7.74%）、其他应收款（占 13.15%）、存货（占 34.68%）和其他流动资产（占 7.38%）为主。

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2015年底，公司货币资金 229.79 亿元，以银行存款为主（189.68 亿元）。截至 2015 年底，公司受限资金 8.71 亿元，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

截至 2015 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 7.37 亿元，较 2014 年底大幅下降，主要系交易性债务投资和国债逆回购大幅下降所致。

截至 2015 年底，公司应收账款较 2014 年增长 33.62%。截至 2015 年底，公司应收账款账面原值 67.73 亿元，计提坏账准备 7.52 亿元，计提比例为 11.10%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款原值 66.38 亿元，其中 1 年以内的占 79.58%，1～2 年的占 5.32%，2～3 年的占 3.26%，3 年以上的占 11.85%。应收帐款中前五位单位合计 5.33 亿元，占应收账款原值的 7.87%，主要是医院，集中度一般，总体看坏账风险较低。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面原值 110.42 亿元，计提坏账准备 8.12 亿元，账面价值 102.30 亿元，同比大幅增长 237.17%，主要受食品集团并表影响。按组合计提坏账准备的其他应收款账面原值 100.45 亿元，其中 1 年以内的占 53.34%，1~2 年的占 25.17%，2~3 年的占 2.66%，3 年以上的占 18.84%，账龄较长。其他应收款前五名单位合计 11.13 亿元，占其他应收款账面原值的 10.08%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司存货原值 271.78 亿元，计提跌价准备 19.50 亿元，账面价值 269.83

亿元，同比增长 26.52%，主要由房地产开发成本（原值 33.84 亿元）、建造合同形成的已完工未结算资产（原值 6.71 亿元）构成。截至 2015 年底，公司存货用于抵押的账面总金额为 5.87 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 57.40 亿元，同比大幅增长 165.68%，主要由于委托贷款、理财产品等增长所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产主要由委托贷款（46.72 亿元）、理财产品（7.24 亿元）构成。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产共计 941.66 亿元，主要由可供出售金融资产（占 18.80%）、长期股权投资（占 13.06%）、投资性房地产（42.27%）、固定资产（占 12.33%）和在建工程（占 5.20%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 177.06 亿元，同比增长 12.78%，主要是公司新增对外投资增加，其中对渤海证券股份有限公司新增投资 21.26 亿元。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 75.85 亿元，按成本价值计量的 108.58 亿元，共计提减值准备 7.37 亿元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 122.97 亿元，同比增长 17.89%，其中对合营企业投资 4.86 亿元、对联营企业投资 121.88 亿元，共计提长期股权投资减值准备 3.77 亿元。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 398.04 亿元，同比增长 8.27%，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，但暂不进行开发，待未来土地增值后进行转让，并计入投资性房地产按公允价值计量模式核算。

截至 2015 年底，公司固定资产 116.13 亿元，同比增长 41.91%，主要系将食品集团纳入合并范围所致，公司累计折旧 65.79 亿元，减值准备 1.63 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1784.07 亿元，较 2015 年底略有增长，其中流动资产占比 45.17%，非流动资产占比 54.83%。资产结构较 2014 年底变动较小。

综合看，跟踪期内，随着食品集团纳入合并范围，公司资产规模快速增长。流动资产中货币资金较大，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，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益同比增长 21.04%，主要受资本公积、未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）830.28 亿元，归属于母公司所有者权益中股本占 17.18%、资本公积占 72.14%，未分配利润占 7.18%。截至 2015 年底，公司实收资本 116.05 亿元，同比增长 1.55 亿元，主要由于股东增资所致。总体看，跟踪期内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 2015 年底，公司负债总额为 889.46 亿元，同比增长 27.13%。公司负债中流动负债占 57.74%，非流动负债占 42.26%，公司非流动负债占比有所下降。

截至 2015 年底，公司流动负债 513.59 亿元，较 2014 年增长 36.74%。流动负债主要由短期借款（占 34.77%）、应付票据（占 4.76%）、应付账款（占 13.77%）、其他应付款（占 26.25%）、一年内到期的非流动负债（占 8.33%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 178.55 亿元，主要由信用借款（131.82 亿元）、保证借款（43.50 亿元）构成。

截至 2015 年底，公司应付票据 24.45 亿元，同比下降 10.06%，其中银行承兑汇票 22.77 亿元和商业承兑汇票 1.68 亿元；截至 2015 年底，

公司应付账款 70.75 亿元，同比增长 35.76%，截至2015年底应付账款余额中前五名合计5.12亿元，占应付账款的 7.24%，集中度较低；截至 2015 年底，公司其他应付款 134.84 亿元，同比增长 77.06%（主要由于代垫款项增长所致），主要为企业间往来拆借（占 57.50%）、代垫款项（占 29.85%）。

截至 2015 年底，公司非流动负债 375.88 亿元，同比增长 11.72%，以长期借款和应付债券为主。截至 2015 年底，公司长期借款 102.92 亿元，其中信用借款 66.54 亿元、抵押借款 21.01 亿元、保证借款 19.21 亿元。截至 2015 年底，公司应付债券 239.88 亿元，同比大幅增长 40.55%，主要系公司中期融资债券增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 938.88 亿元，较 2015 年底增长 5.56%。其中流动负债 560.48 亿元（占比 59.70%），非流动负债 378.40 亿元（占比 40.30%）。

截至 2015 年底，公司全部债务为 595.19 亿元，同比增长 17.69%，其中短期债务占比为 42.33%，长期债务占比为 57.67%。截至 2015 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 41.72%、29.25%、41.75%。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 582.08 亿元，较 2015 年底小幅下降。其中，短期债务占 41.13%，长期债务占 58.87%；公司债务以长期债务为主。截至 2016 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分别为 52.63%，28.85%和 40.78%。

总体看，公司负债以非流动负债为主，有息债务持续增长。

4．偿债能力

从短期偿债指标来看，2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 151.50%和 98.96%，较 2014 年均有所下降。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尚可。2015 年，公司经营现金流动负债比为8.76%，较2014年提高2.51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，2015 年公司 EBITDA 为 56.71 亿元，较 2014 年增长 44.15%；同期 EBITDA 利息倍数为 3.04 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；同期公司全部债务/EBITDA 为 10.50 倍，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 2016 年 3 月底，公司本部获得各商业银行综合授信额度 159.25 亿元，尚未使用额度为 84.14 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径无对外担保。

5．存续期中期票据偿还能力分析

截至目前，公司存续期内中期票据为“15 津渤海 MTN001”30 亿元。

2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“15津渤海MTN001”的保护倍数分别为1.89倍、24.40倍和1.50倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量规模大，对“15津渤海MTN001”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 2016 年 7 月 7 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7．抗风险能力

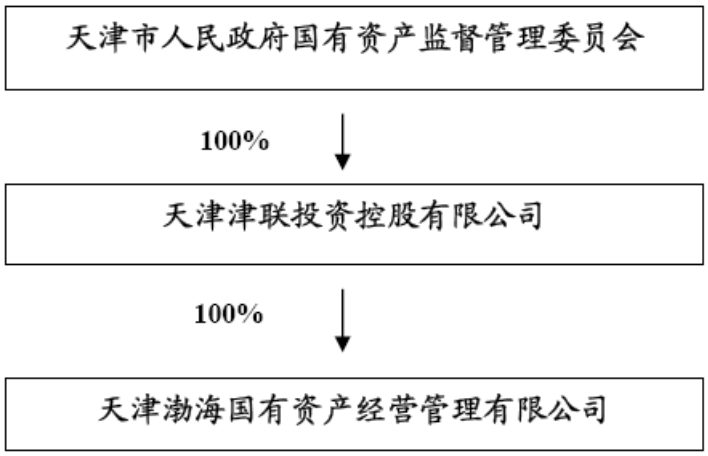
公司作为天津市最重要的国有资产运营管理主体，承担着对天津市重大产业进行投资和经营国有资产等职能，公司业务涉足多个领域，资产规模大。总体上看，公司抗风险能力极强。

十一、结论

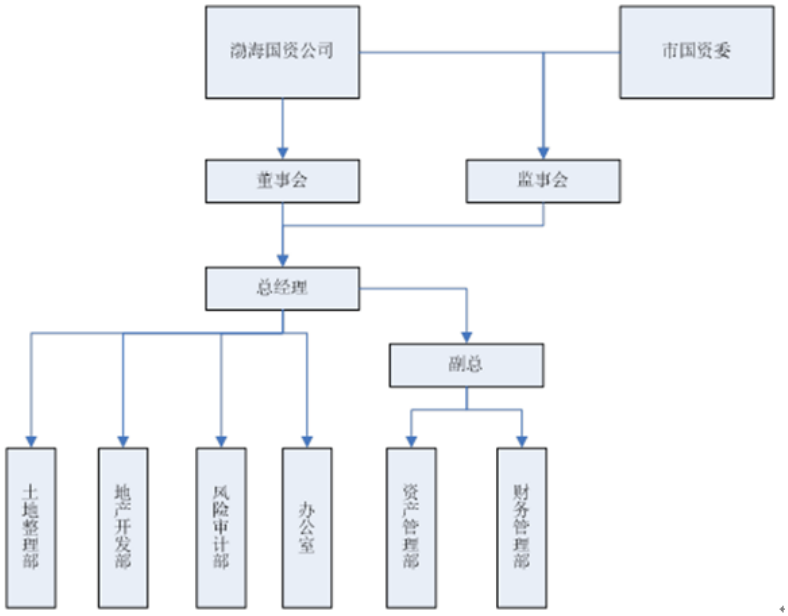
综合考虑，联合资信维持天津渤海国有资

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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	126.31	258.91	244.20	249.19
资产总额(亿元)	1032.25	1385.62	1719.74	1784.07
所有者权益(亿元)	568.83	685.97	830.28	845.19
短期债务(亿元)	167.96	197.22	251.94	239.42
长期债务(亿元)	176.11	308.49	343.24	342.66
全部债务(亿元)	344.07	505.72	595.19	582.08
营业收入(亿元)	243.29	318.85	464.78	131.20
利润总额(亿元)	12.01	16.85	28.87	3.26
EBITDA(亿元)	25.69	39.34	56.71	--
经营性净现金流(亿元)	-8.08	22.70	45.00	22.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.81	6.41	7.56	--
存货周转次数(次)	1.11	1.30	1.57	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.26	0.30	--
现金收入比(%)	89.51	91.75	105.27	99.75
营业利润率(%)	20.02	17.90	17.46	15.05
总资本收益率(%)	1.85	2.31	2.76	--
净资产收益率(%)	1.65	1.87	2.52	--
长期债务资本化比率(%)	23.64	31.02	29.25	28.85
全部债务资本化比率(%)	37.69	42.44	41.75	40.78
资产负债率(%)	44.89	50.49	51.72	52.63
流动比率(%)	150.67	163.15	151.50	143.79
速动比率(%)	82.86	104.43	98.96	88.05
经营现金流动负债比(%)	-2.94	6.25	8.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.60	3.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.39	12.86	10.50	--

注：1.2016 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利息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。