跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1284 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”、“16渤海国资债01”、“16渤海国资债02”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十九日

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
16 渤海国资债 01	30 亿元	2016/04/18-2023/04/18	AAA	AAA
16 渤海国资债 02	6 亿元	2016/04/18-2026/04/18	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	258.91	244.20	216.23	228.68
资产总额(亿元)	1385.62	1719.74	1688.72	1714.72
所有者权益(亿元)	685.97	830.28	785.74	791.95
短期债务(亿元)	197.22	251.94	225.97	223.29
长期债务(亿元)	308.49	343.24	354.52	340.06
全部债务(亿元)	505.72	595.19	580.49	563.34
营业收入(亿元)	318.85	464.78	488.85	121.25
利润总额(亿元)	16.85	28.87	24.99	3.97
EBITDA(亿元)	39.34	56.71	57.62	--
经营性净现金流(亿元)	22.70	45.00	41.60	31.29
营业利润率(%)	17.90	17.46	16.49	
净资产收益率(%)	1.87	2.52	2.29	--
资产负债率(%)	50.49	51.72	53.47	53.81
全部债务资本化比率(%)	42.44	41.75	42.49	41.57
流动比率(%)	163.15	151.50	141.89	135.45
经营现金流动负债比(%)	6.25	8.76	8.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.86	10.50	10.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	3.04	2.31	--

注：1.2017 年 1 季报未经审计；2.其他流动负债中的短期应付债券和融资回购计入短期债务，长期应付款中的贷款利息和其他非流动负债中的应付融资租赁款计入长期债务。

分析师

魏铭江　张　源

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696　**传真：**010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”或“渤海国资”）主要承担对天津市重大产业投资和国有资产经营等职能，代表天津市国资委对公司所属国有资产进行经营管理。跟踪期内，公司积极拓展业务多元化，收入规模稳定增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司下属子公司众多且管控能力较弱，医药板块面临基本药物售价下行等因素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”、“16 渤海国资债 01”、“16 渤海国资债 02” AAA 的信用等级。

优势

1. 作为天津市大型产业投资及国有资产经营实体，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. 公司业务涉及医药、房地产、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.
3. 跟踪期内，公司债务负担有所下降，短期偿债压力有所减轻。
4. 公司经营活动现金流入量规模大，对存续期债券保障程度高。

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，公司所有者权益规模有所下降，

盈利能力出现较快下滑。

3. 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。
4. 公司投资支出规模较大，存在一定对外融资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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”、“16 渤海国资债 01”、“16 渤海国资债 02”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。公司作为天津市重要的国有资产运营管理主体，主要承担对天津市重大产业进行投资和国有资产经营等职能，代表天津市国资委对公司所属国有资产进行经营管理，落实天津市委市政府的产业投资及结构调整战略，作为融资主体以市场方式进行资本运作，增强天津市国有经济的盈利能力和持续发展能力。2016 年，天津津联投资控股有限公司（以下简称“津联控股”）向公司增资 24000 万元，公司注册资本由 116.05 亿元增加至 118.45 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 118.45 亿元。公司全部由津联控股出资，津联控股是天津市国资委全资子公司。公司的实际控制人为天津市国资委。

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 2017 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 2016 年底，公司资产总额为 1688.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益 156.09 亿元）785.74 亿元；2016 年公司实现营业收入 488.85 亿元，利润总额 24.99 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 1714.72 亿元，所有者权益 791.95 亿元（含少数股东权益 162.66 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 121.25 亿元，利润总额 3.97 亿元。

公司注册地址：天津市河西区友谊北路 61 号银都大厦 5 层；法定代表人：于学昕。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司存续期内债券包括联合资信评级的 30 亿元的“15 津渤海 MTN001”、30 亿元“16 渤海国资债 01”和 6 亿元“16 渤海国资债 02”，募集资金均用来偿还贷款和补充流动资金。截至目前，上述债券均已正常付息。截至 2017 年 3 月底，上述募集资金已全部使用完毕。

表 1　截至 2017 年 5 月底公司存续期债券情况

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
15 津渤海 MTN001	30.00	2015/03/18	2020/03/18	否	是
16 渤海国资债 01	30.00	2016/04/18	2023/04/18	否	是
16 渤海国资债 02	6.00	2016/04/18	2026/04/18	否	是

资料来源：wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造

业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合

作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。

根据国家统计局公布的数据显示，2016年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入29635.86亿元，同比增长9.92%，全年利润总额3216.43亿元，同比增长15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药工业的经济效益呈现较好的发展态势。

2. 医药商业

根据商务部发布的《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，2016年中国药品流通行业实现销售总额18393亿元，同比增长10.4%，增幅上升0.2个百分点，其中药品零售市场3679亿元，同比增长9.5%，增幅上升0.9个百分点。

效益方面，2016年，全国药品流通直报企业主营业务收入13994亿元，同比增长11.6%，增幅上升0.7个百分点；利润总额322亿元，同比增长10.9%，增幅上升0.3个百分点；平均毛利率7.0%，同比上升0.1个百分点；平均费用率5.2%，同比下降0.2个百分点；平均利润率1.8%，同比上升0.1个百分点；净利润率1.5%，同比上升0.1个百分点。

从药品零售市场上看，2016年中国药品零售市场规模总体呈增长态势。随着国家各项医改及健康产业政策的陆续出台，药品零售市场迎来了新的发展机遇。药品零售企业纷纷围绕大健康产业发展方向，把握医改契机，创新服务模式，拓展增值服务。部分企业以网上药房、中医馆、药（美）妆店、品牌专卖店、DTP药房、药店联盟等多种形式，推动行业创新发展；部分企业参与基层医疗机构“医药分开”、“分级诊疗”进程，开展社区配药点建设、处方外配、药（库）房托管等院店合作业务。2016年，药品零售市场销售额为3679亿元，同比增长9.5%，增速同比上升0.9个百分点。截至2016年11月，销售前100位药品零售企业门店总数达到54391家，占全国零售药店门店总数的12.2%，销售总额1070亿元，占零售市场总额的29.1%，同比上升0.3个百分点。其中，7家全国龙头企业的销售总额475亿元，占全国零售市场总额的12.9%，同比上升0.8个百分点；14家区域零售连锁企业的销售总额292亿元，占全国零售市场总额的7.9%，同比下降0.1个百分点；排序最后一位的企业销售额由2015年的1.1亿元增长到2016年的1.4亿元。数据显示，全国龙头企业市场占有率较上年略有提升，区域零售连锁企业市场占有率略有下降。这进一步反映出市场销售逐渐向大型连锁企业集中的趋势。

从药品批发市场来看，2016年药品批发企业主营业务收入前100位同比相比增长14.0%，增速下降1.6个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长12.2%，增速下降7.5个百分点；15家区域龙头企业主营业务收入同比增长17.6%，增速提高5.2个百分点。2016年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.9%，同比上升2.0个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占

同期全国医药市场总规模的37.4%,同比上升0.5个百分点；15家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的18.4%,同比上升1.1个百分点；排序最后一位的企业主营业务收入由2015年的11.5亿元增长到2016年的12.4亿元。随着各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。数据显示，在市场上占有一定规模的药品批发企业都在积极布局，努力提高其经营能力、运营能力和管理能力，向网络化、集约化和信息化目标不断迈进，有利于推进现代药品流通体系建设。

总体看，2017年是深化医改和推进供给侧结构性改革的关键之年。随着“两票制”等一系列医改政策的推行以及产业升级的提升，药品流通行业面临新模式、新业态、新技术的考验，行业集中度将进一步集中，企业将面临新的机遇和挑战。

3. 行业关注

行业集中度低

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。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，2015年底已经超过7000家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头400～500亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

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。

2016年5月20日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这3种药的谈判价格降幅均在50%以上。

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。

4. 行业政策

2016 年以来，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，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表 2　近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着

		（2016-2030年）》	覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	中医药发展已列入国家发展战略。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016 年 4 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

5. 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。

6. 区域经济环境

天津市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。

根据《2016 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016 年天津市全市实现地区生产总值（GDP）17885.39 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%。分三次产业看，第一产业增加值 220.22 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 8003.87 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 9661.30 亿元，增长 10.0%。三次产业结构为 1.2:44.8:54.0。

2016 年天津市居民消费价格上涨 2.1%，涨幅比上年提高 0.4 个百分点，其中医疗保健消费价格同比增长 8.8%。2016 年，天津市全市常住人口 1562.12 万人，比上年末增加 15.17 万人。全年城镇常住居民人均可支配收入 34074 元，增长 8.9%。

总体看，天津市经济发展持续向好，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 118.45 亿元。公司全部由津联控股出资，津联控股是天津市国资委全资子公司。公司的实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模及优势

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”）、天津食品集团有限公司（以下简称“食品集团”）。

七、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员，公司法人治理结构、管理制度及高管人员无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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

2016 年，公司实现营业收入 488.85 亿元，同比增长 5.18%，主要系食品集团收入增长所致。2016 年医药生产和流通板块实现营业收入分别为 56.25 亿元和 78.54 亿元，占营业收入的比重分别为 11.51%和 16.07%，医药板块收入规模较上年有所下降主要受药品价格下调及医药流通环节调整等因素影响；2016 年，食品业务营业收入 262.76 亿元，同比增长 31.33%，主要系食品业务中商贸板块收入增长所致。食品业务收入占营业收入比重为 53.75%，同比上升 10.70 个百分点；2016 年公司其他业务板块营业收入 91.30 亿元，同比下降 23.87%。

跟踪期内，公司毛利率有所下降，其中医药生产毛利率 53.69%，同比有所上升；医药流通毛利率 7.03%，同比有所下降；食品业务毛利率 13.37%，同比下降 2.75 个百分点，主要系毛利率较低的商贸板块收入占比上升拉低了食品业务板块的毛利率；其他业务毛利率 16.04%，同比上升 1.67 个百分点。2016 年公司综合毛利率 17.49%，较上年下降 0.97 个百分点，主要受收入占比大的食品业务毛利率下降所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 121.35 亿元，同比下降 7.51%，综合毛利率为 17.23%，同比下降 4.89 个百分点。

表 3　近年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	营业收入			毛利率		
	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
医药生产	56.34	56.25	15.67	52.80	53.69	55.33
医药流通	88.44	78.54	19.25	7.42	7.03	8.21
食品业务	200.08	262.76	67.37	16.12	13.37	11.82

其他业务	119.92	91.30	19.06	14.37	16.04	14.14
总计	**464.78**	**488.85**	**121.35**	**18.46**	**17.49**	**17.23**

资料来源：公司提供

2. 医药产业

在医药生产方面，公司主要生产中成药、化学制剂药、化学原料药。化学原料药主要包括皮质激素类原料药和氨基酸原料药；化学制剂药主要包括针剂、片剂、胶囊等。在医药流通方面，公司下属二级子公司及三级子公司和参股公司中共有 8 家医药流通公司，主要包括太平医药、泓泽医药、德泽龙医药等，全部具有基本药物配送资格。公司医药流通公司的销售区域主要以天津、河北为主，涵盖了医院、零售、社区、农村和批发等多个渠道。

（1）医药生产

中成药

中成药是公司医药集团第一大支柱产品。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）。

公司中成药板块近年销售收入和毛利率均保持平稳，2015~2016 年营业收入分别为 25.64 亿元和 25.88 亿元，同期，中成药毛利率分别为 69.70%和 69.01%。2017 年 1~3 月，公司中成药板块实现营业收入 6.95 亿元，毛利率为 73.67%，较上年提高 4.66 个百分点。

表 4　近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
营业收入	**56.34**	**56.25**	**15.67**
中成药	25.64	25.88	6.95
化学制剂药	18.01	18.48	5.79
化学原料药	12.69	11.89	2.93
毛利率	**52.80**	**53.69**	**55.33**
中成药	69.70	69.01	73.67
化学制剂药	53.75	54.06	53.37
化学原料药	17.34	19.76	15.70

资料来源：公司提供

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天津中新药业集团股份有限公司（以下简称“中新药业”）下属药材分公司进行统一采购。药品来源有公司自建基地、公司以外基地、国家各大中药材集散市场。公司一方面从国外进口，另一方面公司库存能够满足几年内的生产需要。

公司所属企业采购中药材原料一般不进行预先付款，结算方式主要是在货物和发票到厂后先支付当批货款的 60%~80%，余款待企业和

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，其中速效救心丸、血府逐瘀胶囊占主要部分。速效救心丸是中新药业旗下的明星产品，2016 年累计销售 380.10 万条，在中药心血管类市场占有率为 10%。由于速效救心丸成方多年及医药功效的特点，虽然销售者购买频次较高，但是单位处方量较小，销量增长幅度较小；紫龙金片是公司子公司中新药业下属全资子公司隆顺榕的主要产品，2016 年销售 3781.70 万片，在中药抗肿瘤药中占有 8.00%的市场，未来销售前景看好；通脉养心丸是中新药业下属全资子公司乐仁堂的主要产品，是中药心血管用药，市场潜力大，2016 年销售 447.10 万瓶，痹祺胶囊是达仁堂的主要产品，用于治疗类风湿性关节炎，2016 年销售 499.90 万盒。

公司生产的大多数中成药均被列入国家基本药品目录中，许多产品还是畅销多年的传统优势品种。在中成药的销售形式上，公司根据不同产品、不同市场供需情况，选择不同的销售模式。以集团中成药的主力生产企业中新药业为例，除了生产中成药外，中新药业还在天津市内自建了销售网络，其产品在天津市内自主销售，在天津市以外通过与各地区的经销商进行合作开展销售。

表 5　近年公司主要中成药产品产量及销售情况　（单位：万元）

中成药主要产品	产量		销售收入	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
速效救心丸（万条）	410.70	377.30	83386.00	85266.00
通脉养心丸（万瓶）	444.00	382.90	12507.00	13938.00
京万红（万支）	966.00	953.40	10259.00	10732.00
紫龙金片（万片）	1712.20	3936.40	8059.00	10140.00
痹祺胶囊（万盒）	422.30	499.00	20501.00	21004.00
麻仁软胶囊（万粒）	8586.10	10050.30	5552.50	6235.00
清肺消炎丸（万粒）	163618.00	157045.60	7327.00	8960.00

资料来源：公司提供

化学制剂药

公司化学制剂药是公司医药集团第二大产品。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，肝素钠针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，2016 年销售 615.50 万支；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，2016 年销售 644.20 万支；阿德福韦片主要用于治疗乙肝等病毒性疾病，在治疗乙型肝炎用药领域全国销量领先，市场前景看好，2016 年销售 3201.60 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 2016 年销售 13963.60 万片。

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 2016 年化学制剂药销售收入为 18.48 亿元；毛利率为 54.06%。2017 年 1~3 月，公司化学制剂药实现营业收入 5.79 亿元，毛利率为 53.37%。

表 6　近年公司主要化学制剂药产品产量及销售收入　（单位：万元）

产品名称	产量		销售收入	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
吲达帕胺片（万片）	59429.40	70285.00	22130.00	28071.00
特子社复针（万支）	832.30	644.00	6464.00	3537.00
肝素钠针（万支）	698.80	616.00	4166.00	2951.00
头孢地尼分散片（万片）	12842.70	13964.00	8579.00	9947.00
阿德福韦片（万片）	3205.70	3202.00	6666.00	5875.00
琥珀氢可针（万支）	1007.70	843.00	3644.00	2942.00

资料来源：公司提供

化学原料药

化学原料药方面，天津金耀集团有限公司（以下简称“金耀集团”，2014 年金耀集团 100%股权划入医药集团）所生产的化学原料药主要包括皮质激素类原料药和氨基酸原料药。金耀集团的医药业务全部集中在子公司天津药业集团有限公司（以下简称“天津药业”），天津药业是亚洲最大的皮质激素类药物生产基地和国内产量最大、品种最多的皮质激素原料药生产企业，产品有地塞米松、泼尼松、倍他米松、4AD 螺内酯四大产品系列。目前，在国内 24 大类原料药中，公司生产包括呼吸系统、解热镇痛、抗感染、心血管和维生素等 11 类 37 个品种。天津药业皮质激素原料药的 60%销往欧美、南美、南亚等 50 多个国家和地区，外销品种达到 30 个。

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

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

2016 年，公司化学原料药销售收入为 11.89 亿元；毛利率为 19.76%。2017 年 1~3 月，公司化学原料药实现营业收入 2.93 亿元，毛利率为 15.70%。

（2）医药流通

2016 年，公司医药流通收入为 78.54 亿元，毛利率为 7.03%。2017 年 1~3 月，公司医药流通实现营业收入 19.25 亿元，毛利率为 8.21%。

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，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德泽龙医药在河北省市场占有率为 20%。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等医药企业。

随着2016年两票制新政策的全面推广，未来整个医药流通领域将发生重大变化，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影响有限，但医药流通领域政策带来的变化将使得公司改变现有经营模式，未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对公司形成一定压力。

3. 食品业务

公司的食品业务主要由公司旗下食品集团经营，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。

2016年，食品集团实现营业收入262.76亿元，同比增长31.33%，占公司营业收入的比重为53.75%，所占比重同比上升10.70个百分点。

表7　食品业务收入情况（单位：亿元）

食品业务	2015年	2016年	2017年1~3月
农业	6.48	15.89	3.53
工业	4.93	50.71	11.47
商业	42.91	147.49	43.63
建筑业	45.27	44.50	7.92
服务业	100.49	4.17	0.82
合计	**200.08**	**262.76**	**67.37**

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公共事业、土地收储和生产制造等。2016年，公司其他业务板块的收入91.30亿元，同比下降23.87%，占营业收入的比例为18.68%，同比下降7.12个百分点，毛利率为16.04%，同比上升1.67个百分点。2017年1～3月,其他业务收入19.06亿元,占营业收入的15.71%，毛利率为14.14%。

（1）津联公共事业板块

公司公共事业板块主要由津联集团有限公司（以下简称“津联集团”负责）津联集团业务主要包括公用设施、机电、手表、酒店和制药等，其中公用设施包括电力、供水、供热和燃气等业务，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。公司2016年度公共事业板块营业收入47.00亿元。

表8　津联集团业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	2015年	2016年
公用设施	30.11	30.56
机电	8.40	8.22
手表	5.64	5.07
酒店	0.89	0.93
其他	2.23	2.22
合计	**47.27**	**47.00**

资料来源：公司提供

（2）土地收储

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

公司土地收储业务在会计处理上，将土地收购补偿金、融资利息等直接计入存货，待土地出让后，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。

2016年，公司完成110.00亩土地收储工作，协议总金额2.40亿元，无土地出让。2017年计划完成6户企业土地出让，涉及土地325亩，实现土地出让金45亿元，土地整理成本及增值收益返还15亿元。

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9　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
2016年	110.00	2.40	6.20	0	0	10.00	10.50
2017年1~3月	0	0	0.18	0	0	5.00	10.20
截至2017年3月底累计	**9046.00**	**197.60**	**179.00**	**4604.00**	**346.00**	**151.00**	**135.00**

资料来源：公司提供

除以上业务外，公司的其他业务收入商品销售收入、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。

4. 经营效率

2016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7.02次、1.54次和0.29次，与2015年相比变化不大。总体来看，公司整体经营效率尚可。

5. 未来发展

未来，公司将紧紧围绕天津市国资委、津联控股核心工作，主动适应新常态，以转型发展为主题，以服务国资国企为主线，以调整优化资产结构为主攻方向，以提升上市股权市值管理和地产开发盈利能力为切入点，充分发挥投融资和资本运作平台作用，构筑“资源配置合理、资产流动顺畅、资本运作灵活”的产股权结构，确保公司资产规模和质量得到不断提升，精细化管理和抗风险能力有效加强，服务能力和发展后劲得到持续增强。

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

九、财务分析

公司提供的2016年财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙），并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年一季报未经审计。

从公司财务报表合并范围看，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，纳入合并

报表范围二级子公司 14 家。总体看，对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司资产总额为 1688.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益 156.09 亿元）785.74 亿元；2016 年公司实现营业收入 488.85 亿元，利润总额 24.99 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 1714.72 亿元，所有者权益 791.95 亿元（含少数股东权益 162.66 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 121.25 亿元，利润总额 3.97 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1688.72 亿元，其中流动资产占 43.39%，非流动资产占 56.61%，公司资产以非流动资产为主。公司资产构成与 2015 年相比变化不大。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 732.77 亿元，主要以货币资金（占 26.86%）、其他应收款（占 17.25%）和存货（占 34.46%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 196.80 亿元，以银行存款为主（176.22 亿元）。截至 2016 年底，公司受限资金 20.46 亿元，主要是保证金，占货币资金比重为 10.40%，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

截至 2016 年底，公司应收账款 63.34 亿元，与 2015 年基本持平。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 71.84 亿元，计提坏账准备 8.50 亿元，计提比例为 11.83%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 70.35 亿元，其中 1 年以内的占 76.97%，1～2 年的占 7.79%，2～3 年的占 3.01%，3 年以上的占 12.23%。应收帐款中前五位单位合计 5.24 亿元，占应收账款原值的 7.29%，集中度一般，关联方应收账款 0.28 亿元，总体看坏账风险较低。

表 10　按欠款方金额归集的应收账款前五名单位情况

（单位：亿元）

单位名称	金额
天津市第三医院	1.41
天津津河乳业有限公司	1.29
天津市天津医院	1.06
港中旅国际贸易（天津）有限公司	0.79
普罗旺斯番茄制品（天津）有限公司	0.68
合计	**5.24**

资料来源：审计报告

预付款项主要是预付货款、预付工程款，截至 2016 年底，公司预付款项 23.95 亿元，同比增长 33.42%，其中账龄一年以内的占比 74.79%。按欠款方归集的期末余额前五名的预付账款占比 16.69%，集中度一般。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 135.92 亿元，计提坏账准备 9.50 亿元，账面价值 126.42 亿元，同比增长 23.58%，构成主要为关联方往来款。按组合计提坏账准备的其他应收款账面原值 88.15 亿元，其中 1 年以内的占 29.00%，1~2 年的占 23.67%，2~3 年的占 22.31%，3 年以上的占 25.02%，账龄较长。其他应收款前五名单位合计 51.34 亿元，占其他应收款账面原值的 37.77%，集中度一般。

表 11　2016 年公司其他应收款前五名单位情况

（单位：亿元）

单位名称	金额
上汽集团定增项目退款	20.00
天津渤海建设投资有限公司	13.88
保障房公司一兰江新苑方款	7.12
天津市滨海新区土地发展中心	5.33
食品集团 1400 亩地块补偿	5.01
合计	**51.34**

资料来源：审计报告

截至 2016 年底，公司存货原值 254.81 亿元，计提跌价准备 2.32 亿元，账面价值 252.49 亿元，同比下降 6.49%，主要由土地整理成本（原值 77.99 亿元）、房地产开发成本（原值 44.02 亿元）、自制半成品及在产品（原值 45.97 亿元）和库存商品（原值 45.43 亿元）等构成。截至 2016 年底，公司存货用于抵押的账面总金额为 3.08 亿元。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 43.08 亿元，同比下降 24.95%，主要由于委托贷款、

理财产品等减少所致。截至 2016 年底，公司其他流动资产主要由委托贷款（37.03 亿元）、理财产品（2.59 亿元）构成。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产共计 955.96 亿元，主要由可供出售金融资产（占 18.32%）、长期股权投资（占 13.16%）、投资性房地产（42.21%）、固定资产（占 13.83%）等构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 175.10 亿元，全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的 59.36 亿元，按成本价值计量的 122.75 亿元；共计提减值准备 7.01 亿元。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 125.83 亿元，其中对合营企业投资 3.91 亿元、对联营企业投资 125.84 亿元；共计提长期股权投资减值准备 3.91 亿元。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 403.54 亿元，主要为公司持有的 2.5 万亩盐田，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，土地未来出让前景良好，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 2016 年底，公司固定资产 132.20 亿元，同比增长 13.84%，公司固定资产原值 207.07 亿元，主要包含房屋建筑物（占 54.88%）和机器设备（占 35.79%）等，公司累计折旧 73.22 亿元，减值准备 1.65 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程 41.92 亿元，同比减少 14.36%，主要是西青新厂房建设（6.27 亿元）转入固定资产所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 1714.72 亿元，较 2016 年底略有增长，其中流动资产占比 43.68%，非流动资产占比 56.32%，资产结构较 2016 年变动较小。截至 2017 年 3 月底，预付款项 31.86 亿元，较年初增长 33.04%；其他流资产 27.41 亿元，较年初减少 36.38%；其他非流动资产 8.82 亿元，较年初增加 5.42 亿元。

跟踪期内，流动资产中货币资金规模较大，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。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 902.99 亿元，与 2015 年基本持平。公司负债中流动负债占 57.19%，非流动负债占 42.81%，负债结构与 2015 年相比变化不大。

截至 2016 年底，公司流动负债 516.45 亿元。流动负债主要由短期借款（占 23.19%）、应付账款（占 13.42%）、预收款项（占 11.12%）、其他应付款（占 27.30%）、一年内到期的非流动负债（占 15.64%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 119.74 亿元，同比下降 32.94%，主要由信用借款（占 49.66%）、保证借款（占 42.11%）构成；公司应付账款 69.31 亿元，账龄在一年以内的应付账款占比 70.69%；账龄超过一年的应付账款余额前五名客户占比合计 7.03%，集中度较低；公司预收款项 57.42 亿元，同比增长 57.39%；账龄在一年以内的预收账款占比 79.91%；账龄超过 1 年的预收账款余额前五大客户占比合计 10.83%，占比较低；公司其他应付款 140.96 亿元，主要为企业间往来拆借（占 66.08%）和补偿款（占 15.08%）；账龄 1 年以上的其他应付款余额前五大客户占比 10.67%，集中度较低。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 80.79 亿元，同比增长 88.84%，主要由一年内到期的长期借款（占 13.40%）和一年内到期的应付债券（占 86.58%）。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 15.81 亿元，同比增长 152.72%，主要系计入一年内到期的 13 亿元应付债券。

截至 2016 年底，公司非流动负债 386.54 亿元，以长期借款（占 31.57%）和应付债券（占 57.25%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款 122.03 亿元，同比增长 18.57%，主要包含信用借款（占 77.74%）、抵押借款（占 10.34%）和保证借款（占 20.38%）；公司应付债券 221.29 亿元，同比下降 7.75%，主要包含中期票据（占 49.50%）、定项债（占 20.68%）、私募债（占 17.50%）和公司债（占 12.32%）。

表 12　截至 2016 年底应付债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行时间	期限（年）	发行金额
14 天药集 MTN001	2014.3.5	5	17
16 天药集 MTN001	2016.10.26	5	8
中期票据（兴业）第一期	2013.4.17	5	50
中期票据（兴业）第二期	2014.8.21	5	20
并购私募债	2014.5.16	5+5	1
15 津渤海 MTN001	2015.3.17	5	30
15 津渤海 PPN001	2015.5.25	3	4.5
15 津渤海 PPN002	2015.6.4	3	49
16 渤海国资债 01	2016.4.18	7	30
16 渤海国资债 02	2016.4.19	10	6
16 津渤海 PPN001	2016.6.16	3	6.85
合计			**222.35**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2016 年底，公司全部债务为 580.49 亿元，同比下降 2.47%，其中短期债务占比为 38.93%，长期债务占比为 61.07%。截至 2016 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 53.47%、31.09%、42.49%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 922.77 亿元，与 2016 年底基本持平，其中流动负债 552.95 亿元（占 59.92%），非流动负债 369.82 亿元（占 40.08%）。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 563.34 亿元，较 2016 年底小幅下降。其中，短期债务占 38.93%，长期债务占 61.07%；公司债务以长期债务为主。截至 2017 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 53.81%，30.04%和 41.57%，较 2016 年底基本保持稳定。

总体看，有息债务略有下降，公司负债以长期债务为主，债务结构较为合理。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）785.74 亿元，同比减少 5.36%，主要受资本公积（同比减少 48.40 亿元）和其他综合收益减少（可供出售金融资产公允价值减少 10.34 亿元）所致。归属于母公司所有者权益中实收资本占 18.81%、资本公积占 69.71%。

截至 2016 年底，公司实收资本 118.45 亿元，同比增长 2.07%，主要由于天津津联投资控股有限公司 2016 年增资 2.40 亿元所致；资本公积 438.96 亿元，同比减少 9.93%，主要是公司将天津钢管投资控股有限公司（以下简称“钢投公司”）的全部股权划转至天津国兴资本运营有限公司（以下简称“国兴公司”）导致相应的资本公积减少所致 [1]；其他综合收益 11.38 亿元，同比减少 9.93%，主要是可供出售金融资产公允价值变动损益减少 10.34 亿元所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 791.95 亿元，与年初基本持平，各科目变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益规模有所下降，其中股本和资本公积合计占比较大，所有者权益稳定性好。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 488.85 亿元，同比增长 5.18%；2016 年，公司营业成本 403.34 亿元，同比增长 6.42%。2016 公司营业利润率为 16.49%，较 2015 年下降 0.97 个百分点。

2016年公司期间费用79.63亿元，同比降低3.12%，其中销售费用33.46亿元、管理费用32.57亿元、财务费用13.60亿元。2016年公司期间费用占营业收入的16.29%，较2015年下降1.39个百分点。公司期间费用规模较大，对利润侵蚀

[1] 截至 2016 年 9 月底，钢投公司净资产 27.94 亿元，占公司所有者权益 3.28%，此次股权划转对公司生产经营和财务状况影响较小。

严重，费用控制力度有待加强。

2016年，公司资产减值损失8.65亿元，同比大幅增长171.09%，主要是坏账损失（3.69亿元）、无形资产损失（1.22亿元）、其他流动资产减值损失（2.42亿元）增加所致。

2016年，公司公允价值变动收益5.13亿元，同比下降35.32%，主要由于投资性房地产公允价值变动收益同比减少3.05亿元所致。

2016年，公司投资收益22.27亿元，同比小幅增长4.19%，其中权益法核算的长期股权投资收益6.64亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益2.16亿元、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益2.52亿元、委托贷款及委托理财收益1.73亿元。

2016年，公司营业外收入6.64亿元，同比增长34.62%，主要由于政府补助增加1.39亿元和非流动资产处置利得1.14亿元所致。

从盈利指标看，2016年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为2.80%和2.29%，较2015年相比变化不大。

2017年1~3月，公司实现营业收入121.25亿元，同比下降7.58%，实现利润总额3.97亿元，同比上升21.76%。同期，公司营业利润率16.62%，较2016年同期增加1.57个百分点。

跟踪期内，公司营业收入平稳增长，期间费用对利润侵蚀大，费用控制力度有待加强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入量789.64亿元，同比增长7.89%，，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2016年公司销售商品、提供劳务收到的现金522.41亿元，同比增长6.77%。2016年公司经营活动产生的现金流出量为748.03亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2016年公司经营活动产生的现金净流量为41.60亿元，同比下降7.54%。2016年公司现金收入比为106.87%，较2015年上升1.60个百分点，公司现金收入质量有所提高。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流入量为481.41亿元，主要为收回投资收到的现金。同期，公司投资活动现金流出526.24亿元，主要为投资支付的现金；2016年公司投资活动产生的现金流量净额为-44.83亿元，同比增加22.20亿元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活现金流入量458.42亿元，主要包括取得借款收到的现金246.62亿元和收到其他与筹资活动有关的现金145.30亿元。2016年，公司筹资活动现金流出486.89亿元，主要为偿还债务支付的现金307.97亿元和支付其他与筹资活动有关的现金153.30亿元。2016年，公司筹资活动产生的净流量-28.47亿元。

2017年1~3月，公司经营性现金流入量190.52亿元，经营性现金流净额31.29亿元；现金收入比111.14%，较2016年略有上升；投资活动现金流净额12.47亿元，筹资活动现金流净额为-31.45亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额规模尚可，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，对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016年底公司流动比率和速动比率分别为141.89%和93.00%，较2015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一般。2016年，公司经营现金流动负债比为8.06%。整体看，考虑到公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2016年公司EBITDA为57.62亿元；同期EBITDA利息倍数为2.31倍，EBITDA对利息保护能力较强；同期公司全部债务/EBITDA为10.07倍。总体看，公司经营状况良好，长期偿债能力较强。

截至2017年3月底，公司本部获得各商业银行综合授信额度557.88亿元，尚未使用额度为434.91亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2016 年底，公司合并口径对外担保 1.33 亿元，担保比率 0.16%，担保比率低。

表 13　截至 2016 年底对外担保明细

（单位：亿元）

被担保人	担保金	担保到期日
天津实发新源科技发展有限公	4900.00	2017 年 7 月 18 日
天津海鸥表业集团有限公司	6000.00	2019 年 4 月 28 日
天津达一琦精细化工有限公司	1000.00	2017 年 12 月 4 日
天津达一琦精细化工有限公司	400.00	2017 年 3 月 30 日
天津达一琦精细化工有限公司	1000.00	2017 年 4 月 9 日
合计	**13300.00**	

资料来源：公司提供

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 2017 年 2 月 10 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、存续期内债券偿还能力分析

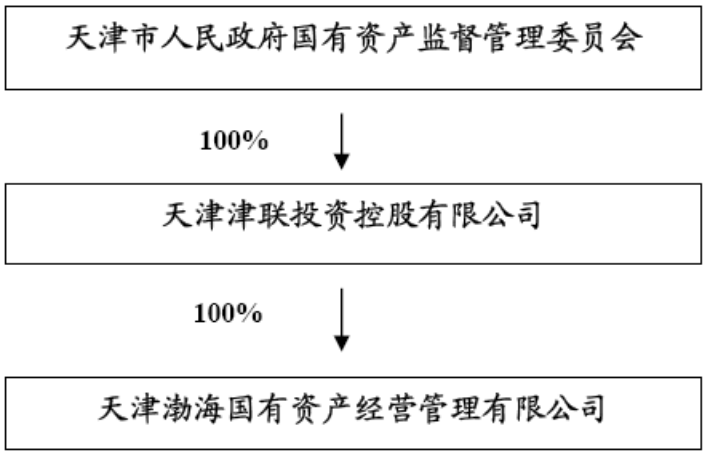
截至 2017 年 3 月底，公司存续期内中期票据为“15 津渤海 MTN001”30 亿元，企业债为“16 渤海国资债 01”30 亿元、“16 渤海国资债 02”6 亿元，由于上述债券到日期间隔较大，以下保障能力分析均单独计算。

2016 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 1.92 倍、26.32 倍和 1.39 倍；对“16 渤海国资债 01”的保护倍数分别为 1.92 倍、26.32 倍和 1.39 倍，对“16 渤海国资债 02”的保护倍数分别为 9.60 倍、131.61 倍和 6.93 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。

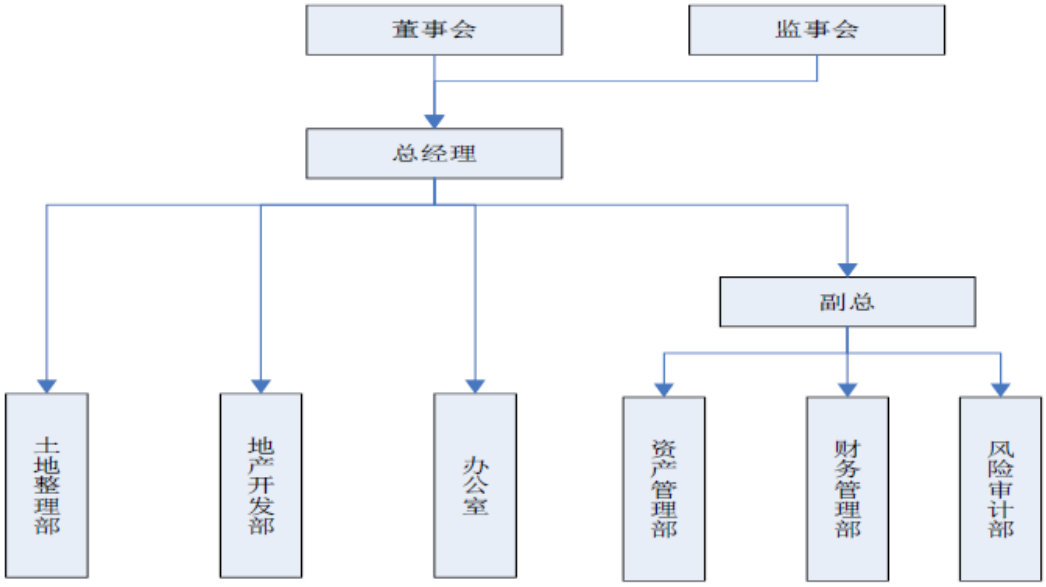
十一、结论

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”、“16 渤海国资债 01”、“16 渤海国资债 02” 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　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	258.91	244.20	216.23	228.68
资产总额(亿元)	1385.62	1719.74	1688.72	1714.72
所有者权益(亿元)	685.97	830.28	785.74	791.95
短期债务(亿元)	197.22	251.94	225.97	223.29
长期债务(亿元)	308.49	343.24	354.52	340.06
全部债务(亿元)	505.72	595.19	580.49	563.34
营业收入(亿元)	318.85	464.78	488.85	121.25
利润总额(亿元)	16.85	28.87	24.99	3.97
EBITDA(亿元)	39.34	56.71	57.62	--
经营性净现金流(亿元)	22.70	45.00	41.60	31.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.41	7.56	7.02	--
存货周转次数(次)	1.30	1.57	1.54	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.30	0.29	--
现金收入比(%)	91.75	105.27	106.87	111.14
营业利润率(%)	17.90	17.46	16.49	16.62
总资本收益率(%)	2.31	2.76	2.80	--
净资产收益率(%)	1.87	2.52	2.29	--
长期债务资本化比率(%)	31.02	29.25	31.09	30.04
全部债务资本化比率(%)	42.44	41.75	42.49	41.57
资产负债率(%)	50.49	51.72	53.47	53.81
流动比率(%)	163.15	151.50	141.89	135.45
速动比率(%)	104.43	98.96	93.00	89.38
经营现金流动负债比(%)	6.25	8.76	8.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	3.04	2.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.86	10.50	10.07	--

注：1.2017 年 1 季报未经审计；2.其他流动负债中的短期应付债券和融资回购计入短期债务，长期应付款中的贷款利息和其他非流动负债中的应付融资租赁款计入长期债务。

附件 3　主要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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。