信用等级公告

联合[2018] 1381 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“15 津渤海 MTN001”、“16 渤海国资债 01/16 渤海 01”和“16 渤海国资债 02/16 渤海 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 津渤海 MTN001	30 亿元	2020/03/18	AAA	AAA
16 渤海国资债 01/16 渤海 01	30 亿元	2023/04/18	AAA	AAA
16 渤海国资债 02/16 渤海 02	6 亿元	2026/04/18	AAA	AAA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	204.19	195.77	251.42	287.32
资产总额(亿元)	1719.74	1688.72	1790.50	1853.8
所有者权益(亿元)	830.28	785.74	798.77	815.95
短期债务(亿元)	251.94	225.97	367.14	385.42
长期债务(亿元)	343.24	354.52	246.66	257.05
全部债务(亿元)	595.19	580.49	613.80	642.47
营业收入(亿元)	464.78	488.85	568.98	92.57
利润总额(亿元)	28.87	24.99	25.97	6.36
EBITDA(亿元)	56.30	57.69	67.29	--
经营性净现金流(亿元)	45.00	41.60	66.19	1.56
营业利润率(%)	17.46	16.49	16.26	22.01
净资产收益率(%)	2.52	2.29	2.45	--
资产负债率(%)	51.72	53.47	55.39	55.99
全部债务资本化比率(%)	41.75	42.49	43.45	44.05
流动比率(%)	151.50	141.89	111.69	112.66
经营现金流动负债比(%)	8.76	8.06	9.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.57	10.06	9.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.08	2.31	3.05	--

注：1.2018 年 1 季报未经审计；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；3.现金类资产已剔除受限资金。

分析师

方 晓 魏铭江 闫 力

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，资产及收入保持较大规模。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司下属子公司众多且公司对其管控能力较弱、有息债务规模持续增长且债务结构有待调整等因素对公司信用水平造成不利影响。

跟踪期内，公司参股天津国有资本投资运营有限公司，助推天津市国有企业混合所有制改革。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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 津渤海 MTN001”、“16 渤海国资债 01/16 渤海 01”和“16 渤海国资债 02/16 渤海 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为天津市大型产业投资及国有资产经营实体，承担对天津市重大产业投资和国有资产管理职能。2017年1月，天津市国有资产监督管理委员会（以下简称“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”），公司出资40亿元，持股占比为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、国有资产保持增值的改革任务，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。

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。
3. 公司资产及收入保持较大规模，经营性现金流状况良好。
4. 跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强。

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，随着两票制等医改新政策的全面推广，公司医药流通板块经营模式有所调整，导致其收入规模有所下滑。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，其中短期债务增长较快，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。
4. 跟踪期内，公司期间费用持续高企并侵蚀主业利润，公司整体利润水平持续高度依赖投资收益和营业外收入。

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。

天津渤海国有资产经营管理有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信关于天津渤海国有资产经营管理有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2018 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 2018 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 2017 年底，公司资产总额为 1790.50 亿元，所有者权益 798.77 亿元（含少数股东权益 159.30 亿元）；2017 年公司实现营业收入 568.98 亿元，利润总额 25.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1853.80 亿元，所有者权益 815.95 亿元（含少数股东权益 163.51 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 92.57 亿元，利润总额 6.36 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

截至本报告出具日，公司存续债券发行额度和存续期等情况如下表所示，所列存续期债券募集资金均已按照用途使用完毕，且正常付息。

表 1　截至本报告出具日公司存续期债券情况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 津渤海 MTN001	30.00	30.00	2015/03/18	2020/03/18
16 渤海国资债 01/16 渤海 01	30.00	30.00	2016/04/18	2023/04/18
16 渤海国资债 02/16 渤海 02	6.00	6.00	2016/04/18	2026/04/18

资料来源：wind 资讯

注：表中所列债券由联合资信进行评级。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、

15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济分析

1. 医药工业现状

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。

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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，增速恢复至两位数，达 12.2%，较 2016 年提高 2.3 个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%，增速同比提高 1.0 个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034. 90	445. 25	4991.70	436.10

化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534. 70	950. 49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956. 36	138. 27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697. 05	736. 28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350. 17	420. 10	3311.00	499.00
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124. 61	191. 75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172. 60	15. 80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765. 47	318. 49	2828.10	325.10
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635. 86**	**3216. 43**	**29826.00**	**3519.70**

资料来源：联合资信整理

注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符。

2. 医药商业

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，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

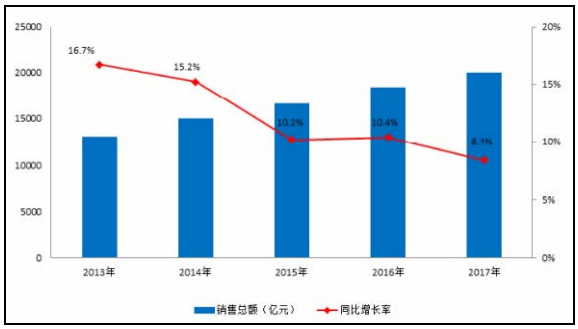
从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.0%，同比下降 0.2 个百分点。其中 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”[1]政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

[1] “两票制”指国家为优化药品购销秩序，压缩流通环节，在全国所有省份陆续推行的“生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票”的医药流通体制。

图 1　2013～2017 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

预计 2018 年药品流通市场销售增速将有所回落，但销售规模仍会保持稳步增长，药品流通行业将进入结构调整期，在政策驱动下市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。

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。

表 3　2016 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	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	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明细改进）的优先审批，规定17种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
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，医药企业间竞争力分化将愈加明显
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
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；	降低药品价格、完善医疗机构绩效

	步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	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	工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
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
2017 年 4 月	国务院办公厅《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017 年 12 月	CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017 年 12 月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于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，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显
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，医药企业间竞争力分化将愈加明显

资料来源：联合资信整理

4. 行业关注

（1）行业集中度低，兼并重组步伐加快

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，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。

（2）一致性评价成为工作重点，政策红利加速企业竞争力分化

《关于落实〈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〉有关事项的公告》要求，2018 年底前须完成仿制药一致性评价品种共 289 个。截至 2018 年 4 月底，共有 17 个品种（29 个品规）通过一致性评价，其中 289 品种仅有 8 个（10 个品规）。可见为了抢占市场，不少企业将重点放在了 289 品种外，但对于市场容量大、竞争对手少的 289 品种，各企业仍需竞速闯关。

2018 年 4 月 3 日，国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》（以下简称“《意见》”），主要内容有：促进仿制药研发，重点解决高质量仿制药紧缺问题；突出问题导向，提升仿制药质量疗效；完善支持政策，推动高质量仿制药尽快进入临床使用。《意见》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。对于一致性评价优先政策，各省市积极响应并落实，如上海在 2018 年 3 月将通过一致性评价而过去未在上海中标或挂网的品种采取直接挂网。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

总体看，仿制药一致性评价将成为近年医药制造企业工作的重点；同时，预计一致性评价品种的优惠政策将在各地逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

（3）药品降价

2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。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，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。

5 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，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。

6. 区域经济环境

根据《2017 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，天津市生产总值（GDP）18595.38 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 218.28 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 7590.36 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 10786.74 亿元，增长 6.0%。三次产业结构为 1.2:40.8:58.0。

2017 年天津市一般公共预算收入 2310.11 亿元。其中，税收收入 1611.71 亿元，占一般公共预算收入的比重为 69.50%，比上年提高 9.9 个百分点。从主体税种看，增值税 649.05 亿元，增长 42.40%；企业所得税 309.90 亿元，增长 11.30%；个人所得税 116.51 亿元，增长 20.40%。全年一般公共预算支出 3282.16 亿元。其中，社会保障和就业支出 458.92 亿元，增长 21.40%；教育支出 435.29 亿元，增长 0.2%。

总体看，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 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

公司是天津市国有资产管理公司，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”，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，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度及高管人员均未发生重大变化。

八、重大事项

1、投资天津国有资本投资运营有限公司

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，股权占比 60%，公司拟以金融股权出资 40 亿元，股权占比 40%（上述注资均为认缴出资，截至本报告出具日，津投资本未收到任何实缴资本）。津投资本经营范围为：以自有资金对国家法律法规允许的行业投资、投资管理、投资咨询、企业管理、对外贸易经营、商务信息咨询、财务信息咨询等。

截至 2018 年 3 月底，津投资本共有领导班子成员 3 人，员工 31 人（含下属二级公司人员），平均年龄 35 岁，其中研究生及以上学历占比 75%。团队成员全部由曾供职于政府部门、大型国有企业、银行、证券、信托、保险、基金管理公司的人员组成。目前，津投资本本部下设党群工作部、综合管理部、财务风控中心和 1 个业务团队，津投资本共有下属公司 9 家，围绕投资融资、产业培育和资本整合，全面开展投行业务；依托行业领先机构，引入社会资本，拟发起设立总规模 150 亿元母基金，并在城市更新、科技金融、大数据、大消费、大健康、互联网经济、高新技术、TMT 等新兴领域设立子基金，开展全方位投资业务；依托国有平台资源聚集能力，强化市场化、专业化运作和资本运营，为国有企业混合所有制改革提供专业性智力支持。

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 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，本次股份无偿划转尚需经国务院国有资产管理监督委员会批准后执行。

截至 2018 年 3 月底，国机汽车注册资本 102973.68 万元，净资产为 777081.85 万元，6.24%的国有股权占公司净资产的比例为 0.61%。

联合资信将持续关注上述事项进展。

九、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。

2017 年，公司实现营业收入 568.98 亿元，同比增长 16.39%，主要系食品业务收入增长所致。2017 年医药生产和流通板块实现营业收入分别为 63.69 亿元和 75.91 亿元，占营业收入的比重分别为 11.19%和 13.34%，医药流通收入规模较上年有所下降主要受两票制影响，医药流通环节有所调整所致；2017 年，食品业务营业收入 353.01 亿元，同比增长 51.91%，主要系食品业务中商业板块收入增长所致。食品业务收入占营业收入比重为 62.04%，同比上升 14.50

个百分点；2017 年公司其他业务板块营业收入 76.37 亿元，同比下降 37.24%。

2017 年，公司毛利率有所下降，其中医药生产毛利率 60.09%，同比上升 6.40 个百分点；医药流通毛利率 7.84%，同比有所上升；食品业务毛利率 12.01%，同比下降 1.21 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 14.12%，同比下滑 1.54 个百分点。2017 年公司综合毛利率 17.10%，较上年下降 0.39 个百分点，主要受毛利率较低的食品业务收入提升所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.57 亿元，同比下降 23.71%，主要是部分产业停工导致食品业务收入下降，综合毛利率为 22.79%，同比提升 5.56 个百分点。

表 4　近年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

类别	营业收入			毛利率		
	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
医药生产	56.25	63.69	21.32	53.69	60.09	65.62
医药流通	78.54	75.91	18.28	7.03	7.84	9.35
食品业务	232.38	353.01	44.85	13.22	12.01	11.57
其他业务	121.68	76.37	8.12	15.66	14.12	2.58
总计	**488.85**	**568.98**	**92.57**	**17.49**	**17.10**	**22.79**

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。

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。截至目前，公司累计拥有有效专利 1196 个，其中发明 732 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、隆顺榕在内的多个老字号。

截至 2018 年 3 月底，公司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。

公司中成药板块近年销售收入和毛利率均保持平稳，2016~2017 年营业收入分别为 25.88 亿元和 27.30 亿元，同期，中成药毛利率分别为 69.01%和 71.61%。2018 年 1~3 月，公司中成药板块实现营业收入 8.32 亿元，毛利率为 72.72%，较上年同期小幅下滑 0.95 个百分点。

表 5　近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业收入	**56.25**	**63.69**	**21.32**
中成药	25.88	27.30	8.32

化学制剂药	18.48	27.40	10.53
化学原料药	11.89	8.99	2.47
毛利率	**53.69**	**60.09**	**65.62**
中成药	69.01	71.61	72.72
化学制剂药	54.06	59.60	70.85
化学原料药	19.76	26.59	19.43

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，2017 年累计销售 369.10 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，销量同比小幅下滑 2.87%；紫龙金片是中新药业下属全资子公司隆顺榕的主要产品，2017 年销售 4423.00 万片，同比增长 16.95%，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，2017 年销售 509.10 万瓶，同比增长 13.89%；痹祺胶囊是达仁堂的主要产品，用于治疗类风湿性关节炎，2017 年销售 567.70 万盒，同比增长 13.54%。

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 6　近年公司主要中成药产品产量及销量情况

中成药主要产品	产量		销量	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
速效救心丸（万条）	377.00	367.60	380.00	369.10
通脉养心丸（万瓶）	383.00	533.70	447.00	509.10
紫龙金片（万片）	3936.00	4675.70	3782.00	4423.00
痹祺胶囊（万盒）	499.00	587.60	500.00	567.70
麻仁软胶囊（万粒）	10050.00	12163.40	11477.00	11228.50
清肺消炎丸（万粒）	157046.00	168825.20	150606.00	160587.00

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。

公司化学制剂药主打产品之一“寿比山”牌吲达帕胺片是市场上较为成熟的抗高血压知名品牌药品，在吲哒帕胺领域市场占有率达 70.00%，2017 年销量 70488.30 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，2017 年销售 1044.50 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，市场前景看好，2017 年销售 2755.20 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 2017 年销售 12940.70 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 2017 年化学制剂药销售收入为 27.40 亿元，同比大幅增长 48.27%；毛利率为 59.60%。2018 年 1~3 月，公司化学制剂药实现营业收入 10.53 亿元，毛利率为 70.85%。

表 7　2017 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
	2017 年	2017 年
吲达帕胺片（万片）	71160.80	70488.30
特子社复针（万支）	1064.80	1044.50
阿德福韦片（万片）	2903.80	2755.20
头孢地尼分散片（万片）	16509.40	12940.70
醋酸泼尼松片	213914.40	213683.60
丁酸氢化可的松乳膏	442.60	462.60

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。

2017 年，公司化学原料药销售收入为 8.99 亿元；毛利率为 26.59%。2018 年 1~3 月，公司化学原料药实现营业收入 2.47 亿元，毛利率为 19.43%。公司化学原料药毛利率波动较大，主要系原材料采购价格波动所致。

（2）医药流通

2017 年，公司医药流通收入为 75.91 亿元，毛利率为 7.84%。2018 年 1~3 月，公司医药流通实现营业收入 18.28 亿元，毛利率为 9.35%。

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 2017 年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

公司的食品业务主要由公司旗下食品集团经营。

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。农业板块主要包括生鲜、鸡蛋、生猪、观赏鱼、各类果蔬等。工业板块主要为奶牛饲养、牛奶加工及销售，乳品质量监测检验，奶牛饲料生产等。商业板块主要以物流贸易、食品冷链分销等。建筑业板块由房地产业务和建筑业务组成。服务业板块以壳牌石油的销售为主。

2017年，食品板块实现营业收入353.01亿元，同比增长51.91%，占公司营业收入的比重为62.04%，所占比重同比上升14.50个百分点。其中，收入的增长主要来自商业、工业和服务业板块。

表 8　食品业务收入情况（单位：亿元）

食品业务	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
农业	15.89	12.01	2.32
工业	39.36	65.45	14.87
商业	147.49	203.60	48.78
建筑业	25.53	38.12	10.00
服务业	4.11	33.83	2.50
合计	**232.38**	**353.01**	**78.47**

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。2017年，公司其他业务板块的收入76.37亿元，同比下降37.24%，毛利率为14.12%。2018年1~3月，其他业务收入8.12亿元，毛利率为2.58%。

（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2017年公共事业板块实现营业收入51.03亿元。

表 9　津联集团业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	2016 年	2017 年
公用设施	30.56	33.48
机电	8.22	9.76
手表	5.07	4.60
酒店	0.93	1.01
其他	2.22	2.18
合计	**47.00**	**51.03**

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20.00%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。

2017 年，公司无新增土地收储，协议总金额 0.19 亿元，无土地出让。2018 年计划完成 7 户企业土地出让，涉及土地 276 亩，实现土地出让金 17 亿元，土地整理成本及增值收益返还 10 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司累计收购土地 9100 亩，出让土地 4744 亩，尚未出让 4356 亩。

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

表 10　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	0.00	0.00	10.00	10.50
2017 年	0.00	0.19	0.19	0.00	0.00	10.00	11.78
截至 2018 年 3 月底累计	**9100.00**	**198.00**	**168.00**	**4744.00**	**346.00**	**153.00**	**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。

4. 经营效率

2017 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 7.92 次、1.81 次和 0.33 次，较 2016 年均有所提升。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，公司有望保持持续向好发展。

十、财务分析

公司提供了 2017 年财务报表已经中审华会计师事务所（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 2018 年一季报未经审计。

从公司财务报表合并范围看，截至 2017 年底，公司合并范围内 1 级子公司 12 家，2 级子公司 137 家。2017 年公司新纳入 6 家 2 级子公司，转让处置 2 家 2 级子公司，注销 3 家 2 级子公司。总体看，合并范围的变动对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额为 1790.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益 159.30 亿元）798.77 亿元；2017 年公司实现营业收入 568.98 亿元，利润总额 25.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1853.80 亿元，所有者权益 815.95 亿元（含少数股东权益 163.51 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 92.57 亿元，利润总额 6.36 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1790.50 亿元，其中流动资产占 44.28%，非流动资产占 55.72%，公司资产以非流动资产为主。公司资产构成与 2016 年底相比变化不大。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 792.88 亿元，主要以货币资金（占 33.37%）、其他应收款（占 14.76%）和存货（占 33.90%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 264.60 亿元，以银行存款为主（235.49 亿元）。截至 2017 年底，公司受限资金 40.64 亿元，主要是保证金，占货币资金比重为 15.36%，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

截至 2017 年底，公司应收账款 61.70 亿元，同比变化不大。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 71.82 亿元，计提坏账准备 9.82 亿元，计提比例为 13.67%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 69.81 亿元，其中 1 年以内的占 75.40%，1～2 年的占 7.04%，2～3 年的占 3.37%，3 年以上的占 14.19%。应收帐款中前五位单位合计 6.36 亿元，占应收账款原值的 8.84%，集中度一般，关联方应收账款 0.23 亿元，总体看坏账风险较低。

表 11　2017 年底公司应收账款前五名单位情况

（单位：亿元）

单位名称	金额
天津医科大学代谢病医院	1.50
天津市第三医院	1.37
东峡大通（北京）管理咨询有限公司	1.36
山东省高唐蓝山集团总公司	1.11
天津市天津医院	1.02
合计	**6.36**

资料来源：公司审计报告

预付款项主要是预付货款、预付工程款，截至 2017 年底，公司预付款项 26.56 亿元，同比增长 10.89%，其中账龄一年以内的占比 80.68%。按欠款方归集的期末余额前五名的预付账款 5.88 亿元，占比 22.14%，集中度一般。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 127.95 亿元，计提坏账准备 10.88 亿元，计提比例 8.50%。其他应收款账面价值 117.07 亿元，同比下降 7.40%，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 107.07 亿元，其中 1 年以内的占 43.72%，1~2 年的占 6.99%，2~3 年的占 13.30%，3 年以上的占 35.99%，坏账计提比例分别为 0.94%、1.47%、8.15%和 22.39%，账龄较长，计提比例一般。其他应收款前五名单位合计 26.59 亿元，

占其他应收款账面原值的 20.78%，集中度一般。

表 12　2017 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
保障房公司—兰江新苑房款（兰江新苑项目）	7.20
天津市滨海新区土地发展中心	5.33
天津市二轻集团工业联社	5.06
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	**26.59**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货原值 271.89 亿元，计提跌价准备 3.12 亿元，账面价值 268.76 亿元，同比上升 6.44%，主要由土地整理成本（原值 84.37 亿元）、房地产开发成本（原值 49.36 亿元）、自制半成品及在产品（原值 44.93 亿元）和库存商品（原值 45.94 亿元）等构成。截至 2017 年底，公司存货用于抵押的账面总金额为 0.67 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 33.50 亿元，同比下降 22.23%，主要系委托贷款由 37.03 亿元减少至 24.77 亿元所致。截至 2017 年底，公司其他流动资产主要由委托贷款（24.77 亿元）、待抵扣进项税及预缴税款（4.68 亿元）和理财产品（2.78 亿元）构成。公司委托贷款的主要全部为天津市国资委体系内企业。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产共计 997.61 亿元，主要由可供出售金融资产（占 16.63%）、长期股权投资（占 16.69%）、投资性房地产（占 40.57%）、固定资产（占 14.03%）等构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 165.92 亿元，全部为可供出售权益工具，主要包括投资天津农村商业银行股份有限公司 12.50 亿元、投资天津银行股份有限公司 26.06 亿元、投资渤海证券股份有限公司 16.51 亿元及投资其他 300 多家公司的股权。其中按公允价值计量的 65.04 亿元，按成本价值计量的 106.14 亿元；累计计提减值准备 5.26 亿元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 166.50 亿元，同比增长 32.32%，主要系增加对联营企业的投资所致。2017 年公司对合营企业投资 1.73 亿元，同比减少 1.92 亿元，对联营企业投资 170.31 亿元，同比增加 49.48 亿元，其中主要包括新增对津投资本的 41.08 亿元投资（权益法确认投资收益 1.12 亿元及其他综合收益调整-0.08 亿元）和对天津五联众合科技发展有限公司的 3.75 亿元投资；累计计提减值准备 5.54 亿元。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 404.69 亿元，主要为公司持有的 2.5 万亩盐田（账面价值 345.05 亿元），采用公允价值计量的方法。根据《关于将天津长芦海晶集团有限公司 2.5 万亩盐田划拨给天津渤海国有资产经营管理有限公司的通知》（津国资企改【2009】-12 号），2009 年天津市国资委将坐落于塘沽区大沽排污河南的 2.5 万亩盐田划拨给公司。根据《关于对渤海国有资产经营管理有限公司 2.5 万亩盐田规划性质的复函》（规总字【2009】411 号），公司 2.5 万亩盐田地块规划已纳入《滨海新区总体规划（2008-2020 年）》方案中，并初步明确该地区的规划性质为以居住和公建为主的城市发展用地。截至目前，公司的贷款主要以 2.5 万亩盐田地作为担保抵押物，该部分资产长期处于受限制的状态，抵押登记手续尚未撤销，因此未完成 2.5 万亩盐田房地产权证的用途变更。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。

截至 2017 年底，公司固定资产 139.92 亿元，同比增长 5.84%，公司固定资产原值 224.18 亿元，主要包含房屋建筑物（占 53.77%）和机器设备（占 36.58%）等，公司累计折旧 82.57 亿元，减值准备 1.69 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程 41.38 亿元，同比持平，公司在建工程项目众多，无规模占比较大的在建项目。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1853.80 亿元，较 2017 年底略有增长，其中流动资产占 45.14%，非流动资产占 54.86%，资产结构较 2017 年变动较小。截至 2018 年 3 月底，公司其他应收款 133.95 亿元，较上年底增长 14.42%，主要是新增加的往来款；非流动资产中长期股权投资 175.72 亿元，较上年底增长 5.54%。

跟踪期内，公司货币资金规模较大，其他应收款和存货对资金形成一定占用；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 2017 年底，公司负债总额为 991.72 亿元，同比增长 9.83%，主要来自流动负债的增长。公司负债中流动负债占 71.58%，同比增长 14.39 个百分点，非流动负债占 28.42%。

截至 2017 年底，公司流动负债 709.92 亿元，同比增长 37.46%，主要来自短期借款的增长。流动负债主要由短期借款（占 33.66%）、应付账款（占 11.91%）、预收款项（占 11.34%）、其他应付款（占 21.32%）、一年内到期的非流动负债（占 16.61%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 238.99 亿元，同比上升 99.59%，主要系信用借款同比大幅上升 171.78%至 165.05 亿元所致。公司短期借款主要由信用借款（占 69.06%）、保证借款（占 29.32%）构成。公司应付账款 84.56 亿元，同比增长 22.00%，主要为应付上游客户的原材料结算款，其中账龄在 1 年以内的应付账款占比 71.39%，账龄较短。公司其他应付款 151.34 亿元，同比增长 7.36%，主要为公司与部分国有企业或单位的往来拆借款（占 57.52%）和补偿款（占 17.99%）；账龄 1 年以上的其他应付款余额前五大客户占比 4.51%，集中度低。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 117.91 亿元，同比增长 45.96%，主要由一年内到期的长期借款（占 12.21%）和一年内到期的应付债券（占 87.78%）。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 2.70 亿元，同比下降 82.91%，主要系公司偿还了 13 亿元一年内到期的短期应付债券。

截至 2017 年底，公司非流动负债 281.80 亿元，同比下降 27.10%，以长期借款（占 27.84%）和应付债券（占 58.66%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 78.44 亿元，同比下降 35.72%，主要包含信用借款 72.96 亿元和抵押借款 19.59 亿元，其中一年内到期的长期借款为 14.40 亿元；公司应付债券 165.30 亿元，同比下降 25.30%，截至 2017 年底公司应付债券包含中期票据 136.60 亿元、定向债 60.31 亿元、公司债 35.89 亿元、超短融 15.00 亿元、理财直融 20.00 亿元和私募债 1.00 亿元，其中一年内到期的部分为 103.50 亿元。

截至 2017 年底，公司全部债务为 613.80 亿元，同比增长 5.74%，其中短期债务占比为 59.81%，同比上升 20.88 个百分点，长期债务占比为 40.19%，公司有息债务结构变为短期债务为主。截至 2017 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 55.39%、23.59%和 43.45%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 1037.86 亿元，较 2017 年底增长 4.65%，其中流动负债 742.76 亿元（占 71.57%），非流动负债 295.10 亿元（占 28.43%）。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 642.47 亿元，较 2017 年底上升 4.67%。其中，短期债务占 59.99%，长期债务占 40.01%；公司债务以短期债务为主。截至 2018 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 55.99%、23.96%和 44.05%，较 2017 年底基本保持稳定。

总体看，跟踪期内公司有息债务持续上升且短期债务占比提升，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 798.77 亿元（含少数股东权益 159.30 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 18.52%、资本公积占 68.72%、未分配利润占 10.11%。

截至 2017 年底；公司资本公积 439.42 亿元，同比持平；其他综合收益 14.49 亿元，同比增长 27.24%，主要是可供出售金融资产公允价值变动损益增加 4.36 亿元所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 815.95 亿元规模和结构较上年底变化不大。

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

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 568.98 亿元，同比增长 16.39%；同期公司营业成本 471.57 亿元，同比增长 16.92%。2017 年公司营业利润率为 16.26%，较 2016 年下降 0.23 个百分点。

2017年公司期间费用95.46亿元，同比上升19.88%，其中销售费用39.59亿元、管理费用36.75亿元、财务费用19.12亿元。2017年公司期间费用占营业收入的16.78%，同比持平。公司期间费用规模较大，对利润有侵蚀度较高，费用控制能力有待加强。

2017年，公司资产减值损失7.37亿元，同比下降14.81%，主要由坏账损失（2.65亿元）、存货跌价损失（0.80亿元）、其他非流动资产减值损失（2.62亿元）构成。

2017年，公司公允价值变动收益1.00亿元，同比大幅下降80.45%，主要由于投资性房地产公允价值变动收益同比减少3.82亿元所致。

2017 年，公司投资收益 31.11 亿元，同比大幅增长 39.70%，其中权益法核算的长期股权投资收益 6.16 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 15.76 亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益 3.25 亿元、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益 3.65 亿元。

2017 年，公司营业外收入 4.71 亿元，同比下降 29.16%，主要系非流动资产报废利得从 2016 年 1.21 亿元下降至 0.11 亿元所致。2017 年，公司营业外收入主要包括 2.96 亿元政府补助和其他收入 1.63 亿元。2017 年，公司投资收益和营业外收入合计 35.81 亿元，占当期利润总额的 137.93%，公司利润对投资收益和营业外收入依赖大。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 2.95%和 2.45%，较 2016 年相比变化不大。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.57 亿元，同比下降 26.39%，实现利润总额 6.36 亿元，同比上升 58.61%，主要系当期资产减值损失转回 3.54 亿元所致。同期，公司营业利润率 22.01%，较 2017 年同期增加 5.39 个百分点。

跟踪期内，公司营业收入持续增长，期间费用对利润侵蚀度较高，利润水平仍高度依赖投资收益和营业外收入。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年公司经营活动现金流入量 796.61 亿元，同比增长 0.88%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 583.06 亿元，同比增长 11.61%。2017 年公司经营活动产生的现金流出量为 730.42 亿元，同比下降 2.35%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2017 年公司经营活动产生的现金净流量为 66.19 亿元，同比增长 59.10%，主要系支付其他与经营活动有关的现金同比下降 22.93%所致。2017 年公司现金收入比为 102.48%，较 2016 年下降 4.39 个百分点，公司现金收入质量尚可。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量为 478.30 亿元，同比持平，主要为收回投资收到的现金。同期，公司投资活动现金流

出 448.41 亿元，同比下降 14.79%，主要系 2016 年公司取得子公司等支付的现金规模较大，而 2017 年公司此项现金支付规模大幅下降。公司投资活动现金流出量主要为投资支付的现金（2017 年为 400.35 亿元）。综合上述原因，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额由负转正为 29.89 亿元，同比净增加 74.72 亿元。

筹资活动方面，2017年公司筹资活现金流入量417.83亿元，同比下降8.85%，主要系收到其他与筹资活动有关的现金下降所致，其中以取得借款收到的现金247.71亿元（同比持平）和收到其他与筹资活动有关的现金107.98亿元（同比下降25.69%）为主。2017年，公司筹资活动现金流出447.72亿元，同比下降8.04%，主要为偿还债务支付的现金263.19亿元和支付其他与筹资活动有关的现金152.70亿元。2017年，公司筹资活动产生的现金净流量为-29.89亿元。

2018年1~3月，公司经营性现金流入量241.18亿元，经营性现金流净额1.56亿元；现金收入比127.19%，较2017年有所上升；投资活动现金流净额-23.66亿元，筹资活动现金流净额为27.30亿元。

跟踪期内，公司经营活动获现能力维持较好水平，大规模的经营及投资活动需要外部融资持续支持。

5. 母公司财务状况分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 890.96 亿元，流动资产 174.90 亿元（占 19.63%），非流动资产 716.05 亿元（占 80.37%）；流动资产主要由货币资金（69.97 亿元）和存货（84.37 亿元）构成；非流动资产主要由长期股权投资（333.58 亿元）和投资性房地产（349.46 亿元）构成。

截至 2017 年底，母公司负债合计 379.61 亿元，流动负债 226.93 亿元（占 59.78%），非流动负债 152.68 亿元（占 40.22%）；流动负债中短期借款和一年内到期的非流动负债规模较大，分别为 83.00 亿元和 103.50 亿元；非流动负债中应付债券规模较大，为 128.36 亿元。

截至 2017 年底，母公司所有者权益合计 511.35 亿元，其中实收资本 118.45 亿元，资本公积 379.07 亿元，未分配利润 9.92 亿元。

总体看，母公司资产以非流动资产为主，债务负担尚可，但短期偿债压力较大。

2017年，母公司营业收入2.05亿元，营业成本0.99亿元。2017年，母公司期间费用合计为13.00亿元，其中财务费用占比为95.72%；期间费用占营业收入的比重为634.15%。2017年，母公司投资收益为18.89亿元，较2016年增加8.26亿元。同期，母公司营业利润率为45.54%。

总体看，母公司主营业务收入规模较小，期间费用对经营性利润造成严重侵蚀，利润主要依赖投资收益。

2017年，母公司经营活动产生的现金流入量主要为157.33亿元，同比增长26.90%，其中收到其他与经营活动有关的现金为157.14亿元。母公司经营活动现金流出为109.42亿元，主要为支付的其他与经营活动有关的现金；2017年，母公司经营活动产生的现金流量净额为47.91亿元，同比下降30.90%。投资活动方面，2017年，母公司投资活动现金流净额为-26.10亿元，净流出规模同比有所收窄。2017年，母公司筹资活动现金流净额为29.36亿元，同比增长162.14%，主要系当期取得借款收到的现金大幅增长所致。

总体看来，公司经营获现能力有所改善；公司投资活动现金净流出规模有所下降，对外部筹资依赖性仍较强。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 111.69%和 73.83%，较 2016 年底均大幅下降，主要系 2017 年公司短期债务规模大幅上升所致。2017 年，公司经营现金流动负债比为 9.32%。整体看，公司资产流动性一般，短期偿债压力较大。

从长期偿债指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 67.29 亿元；同期 EBITDA 利息倍数为 3.05 倍，EBITDA 对利息保护能力尚可；同期公司全部债务/EBITDA 为 9.12 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司本部获得各商业银行综合授信额度 504.95 亿元，尚未使用额度为 369.01 亿元，公司本部间接融资渠道较畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 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 2018 年 6 月 14 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 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、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部一年内到期的债券余额合计为 20.00 亿元，为公司于 2014 年 5 月 19 日发行的 5 年期 20.00 亿元中期票据“14 津渤海 MTN001”。截至 2017 年底，公司现金类资产（剔除受限资金）为 251.42 亿元，为一年内到期的债券余额的 12.57 倍。

截至本报告出具日，公司本部应付债券余额合计 207.85 亿元。截至 2017 年底，公司经营活动现金流入量和净额分别为 796.61 亿元和 66.19 亿元，分别为公司应付债券余额的 3.83 倍和 0.32 倍；同期，公司 EBITDA 为 67.29 亿元，为公司应付债券余额的 0.32 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力较强；经营活动现金流入量对应付债券的保障能力较强。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

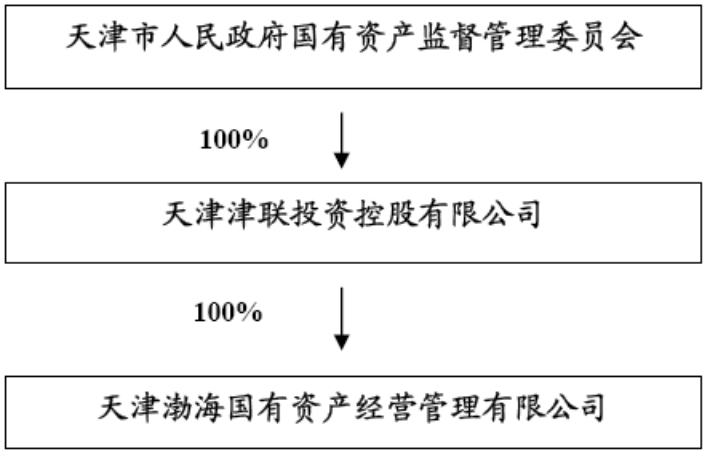
项目	2017 年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	12.57
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.83
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.32
EBITDA/应付债券余额	0.32

资料来源：联合资信整理

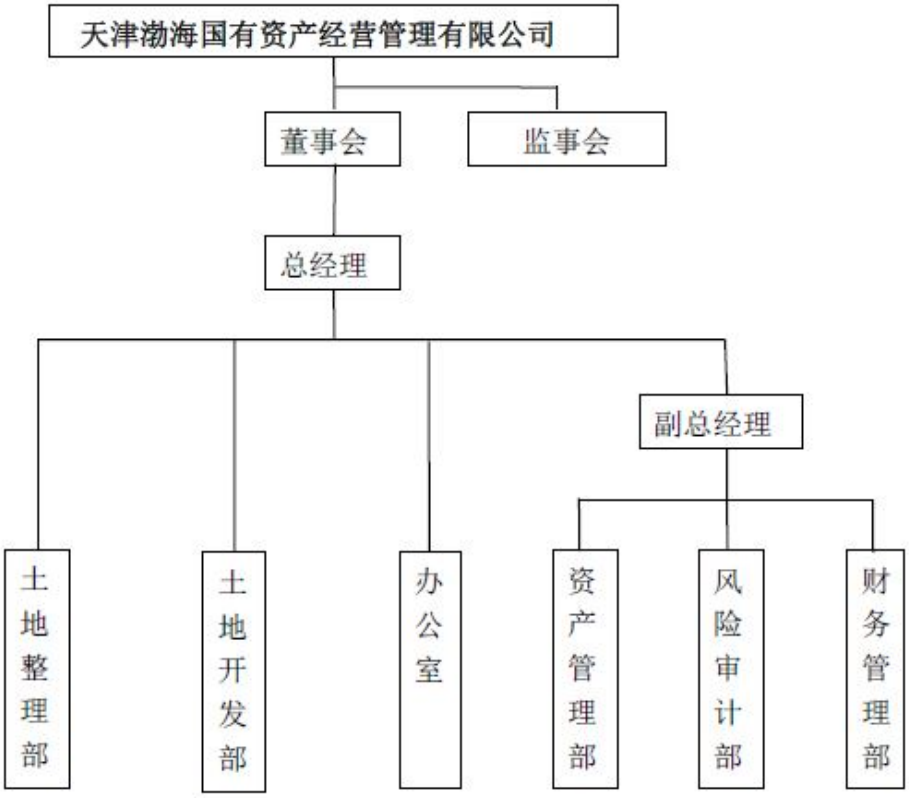
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 津渤海 MTN001”、“16 渤海国资债 01/16 渤海 01”和“16 渤海国资债 02/16 渤海 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	204.19	195.77	251.42	287.32
资产总额(亿元)	1719.74	1688.72	1790.50	1853.80
所有者权益(亿元)	830.28	785.74	798.77	815.95
短期债务(亿元)	251.94	225.97	367.14	385.42
长期债务(亿元)	343.24	354.52	246.66	257.05
全部债务(亿元)	595.19	580.49	613.80	642.47
营业收入(亿元)	464.78	488.85	568.98	92.57
利润总额(亿元)	28.87	24.99	25.97	6.36
EBITDA(亿元)	56.30	57.69	67.29	--
经营性净现金流(亿元)	45.00	41.60	66.19	1.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.82	7.02	7.92	--
存货周转次数(次)	2.81	1.54	1.81	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.29	0.33	--
现金收入比(%)	105.27	106.87	102.48	127.19
营业利润率(%)	17.46	16.49	16.26	22.01
总资本收益率(%)	2.75	3.15	2.95	--
净资产收益率(%)	2.52	2.29	2.45	--
长期债务资本化比率(%)	29.25	31.09	23.59	23.96
全部债务资本化比率(%)	41.75	42.49	43.45	44.05
资产负债率(%)	51.72	53.47	55.39	55.99
流动比率(%)	151.50	141.89	111.69	112.66
速动比率(%)	98.96	93.00	73.83	74.60
经营现金流动负债比(%)	8.76	8.06	9.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.08	2.31	3.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.57	10.06	9.12	--

注：1.2018 年 1 季报未经审计；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；3. 现金类资产已剔除受限资金。

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 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。