

信用等级公告

联合〔2020〕2760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，维持“16 渤海国资债 01/PR 渤海 01”“16 渤海国资债
02/PR 渤海 02”“19 津渤海 MTN001”“19 津渤海 MTN002”“20
津渤海 MTN001”和“20 渤海国资债 01/20 津资 01”的信用等级
为 AAA，维持“19 津渤海 CP001”“19 津渤海 CP002”“19 津渤
海 CP003”“19 津渤海 CP004”和“20 津渤海 CP001”的信用等
级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告



天津渤海国有资产经营管理有限公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
天津渤海国有资产经营管理有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01	AAA	稳定	AAA	稳定
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津渤海 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津渤海 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 津渤海 CP001	AAA	稳定	A-1	稳定
19 津渤海 CP002	AAA	稳定	A-1	稳定
19 津渤海 CP003	AAA	稳定	A-1	稳定
19 津渤海 CP004	AAA	稳定	A-1	稳定
20 津渤海 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 津渤海 CP001	AAA	稳定	A-1	稳定
20 渤海国资债 01/20 津资 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01	30 亿元	18 亿元	2023/04/18
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	6 亿元	4.8 亿元	2026/04/18
19 津渤海 MTN001	15 亿元	15 亿元	2022/04/11
19 津渤海 MTN002	15 亿元	15 亿元	2022/03/28
19 津渤海 CP001	12 亿元	12 亿元	2020/08/06
19 津渤海 CP002	12 亿元	12 亿元	2020/08/15
19 津渤海 CP003	13 亿元	13 亿元	2020/08/19
19 津渤海 CP004	13 亿元	13 亿元	2020/08/23
20 津渤海 MTN001	10 亿元	10 亿元	2023/05/25
20 津渤海 CP001	20 亿元	20 亿元	2021/05/20
20 渤海国资债 01/20 津资 01	15 亿元	15 亿元	2027/02/19

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券;“20 渤海国资债 01/20 津资 01”期限为 7 (5+2) 年

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”)作为天津市政府的重大产业项目投融资主体和优化配置资源的重要公司,代表天津市国有资产监督管理委员会(以下简称“天津市国资委”)对所属国有资产进行经营管理,落实天津市委、市政府的产业投资战略结构调整,作为融资主体以市场方式进行资本运作,在扩大国有企业规模和竞争力、增强天津市国有经济的盈利能力和持续发展能力、推动天津市国有企业改革以及扶持优势产业发展方面发挥着重要作用。跟踪期内,公司营业收入受食品集团仓储物流及贸易服务业务规模的收缩而下降,利润水平高度依赖非经营性损益,期间费用对主业利润侵蚀严重。同时,联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)也关注到公司下属公司众多,对其管控能力较弱,债务负担重且债务结构有待改善,公司本部存在债务集中兑付压力等因素可能对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强;经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力强。

未来,公司发展总体目标是在国资公司产融平台基础上,形成优势产业模块、产业结构调整基金模块以及金融投资模块,通过产融结合相互促进,在天津市政府的持续支持下,整体抗风险能力有望提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,“16 渤海国资债 01/PR 渤海 01”“16 渤海国资债 02/PR 渤海 02”“19 津渤海 MTN001”“19 津渤海 MTN002”“20 津渤海 MTN001”和“20 渤海国资债 01/20 津资 01”的信用等级为 AAA,“19 津渤海 CP001”“19 津渤海 CP002”“19 津渤海 CP003”“19 津渤海 CP004”和“20 津渤海 CP001”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

评级时间：2020 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：闫力 闫旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. 公司在天津市国有资产运营管理领域具有垄断地位，区域经济重要性突出，获得政府支持力度大。公司作为天津市大型产业投资及国有资产经营实体，履行天津市重大产业投资和国有资产经营等职能，在政策、资金等方面获得天津市政府的大力支持，核心子公司主要通过政府无偿划入，融资能力强。
2. 跟踪期内，公司医药生产及医药流通板块经营情况稳定。公司医药生产板块产业链完整，涵盖中成药、化学制剂药和化学原料药等领域，品牌知名度及核心产品市场占有率高；医药流通业务销售渠道建设完善，并在区域内形成一定规模销售体系，在天津及周边地区市场占有率高。
3. 公司现金类资产充裕，对一年内到期的债券保障能力强；经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力强。

关注

1. 公司对部分子公司管控能力较弱。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. 其他应收款及存货占用资金。截至 2019 年底，公司其他应收款及存货占流动资产比重分别为 12.38% 和 38.42%，其他应收款主要为借款及往来款，对运营资金形成占用。
3. 债务负担重。公司有息债务规模较大，短期债务规模及占比不断上升，短期偿债压力加大，债务结构有待改善。截至本报告出具日，公司将于一年内到期的应付债券共计 194.60 亿元，本部存在较大集中兑付压力。
4. 期间费用严重侵蚀利润，利润总额高度依赖投资收益。2019 年，公司期间费用率同比增加 2.55 个百分点至 20.85%，严重侵蚀主业利润；同期，公允价值变动收益、投资收益、营业外收入及其他收益合计 47.61 亿元，占当期利润总额的 138.11%。
5. 全资子公司天津市医药集团有限公司可能发生混合所有制改革。跟踪期内，公司发布子公司天津市医药集团有限公司混改进展公告，混改事项完成后，可能导致天津市医药集团有限公司股权发生重大变化。联合资信将持续关注上述事项可能对公司及其存续期债项信用水平带来的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	280.44	283.20	243.28	255.76
资产总额(亿元)	1790.50	1891.44	1872.36	1895.60
所有者权益(亿元)	798.77	820.10	862.51	871.90
短期债务(亿元)	367.14	412.53	420.92	448.31
长期债务(亿元)	246.66	275.74	256.09	252.95
全部债务(亿元)	613.80	688.27	677.00	701.26
营业收入(亿元)	568.98	612.74	538.31	96.09
利润总额(亿元)	25.97	21.11	34.47	4.74
EBITDA(亿元)	67.29	60.60	83.24	--
经营性净现金流(亿元)	66.19	54.71	57.51	-11.90
营业利润率(%)	16.26	18.70	20.43	23.13
净资产收益率(%)	2.45	1.43	3.21	--
资产负债率(%)	55.39	56.64	53.93	54.03
全部债务资本化比率(%)	43.45	45.63	43.98	44.58
流动比率(%)	111.69	114.24	108.43	108.55
经营现金流动负债比(%)	9.32	7.20	8.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.05	2.52	3.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.12	11.36	8.13	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	890.96	893.03	955.26	961.86
所有者权益(亿元)	511.35	503.48	566.51	564.90
全部债务(亿元)	336.87	358.42	361.40	366.19
营业收入(亿元)	2.05	1.61	0.52	0.31
利润总额(亿元)	6.87	-2.65	-3.92	-1.28
资产负债率(%)	42.61	43.62	40.70	41.27
全部债务资本化比率(%)	39.71	41.59	38.95	39.33
流动比率(%)	77.07	76.40	59.13	61.17
经营现金流动负债比(%)	21.11	-7.21	-0.81	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 合并口径其他流动负债中有息部分计入短期债务；
 3. 长期应付款中有息部分计入长期债务

主体评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 津渤海 CP001、19 津渤海 CP002、19 津渤海 CP003、19 津渤海 CP004	A-1	稳定	AAA	2020/1/22	王晴、闫力、闫旭	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907)	阅读全文
20 津渤海 MTN001	AAA	稳定	AAA	2020/1/7	王晴、闫力、闫旭	一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 津渤海 CP001	A-1	稳定	AAA	2020/1/7	王晴、闫力、闫旭		阅读全文
20 渤海国资债 01/20 津资 01	AAA	稳定	AAA	2019/12/22	王晴、闫力、闫旭		阅读全文
19 津渤海 CP004	A-1	稳定	AAA	2019/7/19	魏铭江、闫力、闫旭	主体评级方法总论(2013 年) 综合类行业企业信用评级模型(2016)	阅读全文
19 津渤海 CP003	A-1	稳定	AAA	2019/7/19	魏铭江、闫力、闫旭		阅读全文
19 津渤海 CP002	A-1	稳定	AAA	2019/7/19	魏铭江、闫力、闫旭		阅读全文
19 津渤海 CP001	A-1	稳定	AAA	2019/6/21	魏铭江、闫力、闫旭		阅读全文
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01、16 渤海国资债 02/PR 渤海 02、19 津渤海 MTN001、19 津渤海 MTN002	AAA	稳定	AAA	2019/6/21	闫力、闫旭		阅读全文
19 津渤海 MTN002	AAA	稳定	AAA	2019/2/22	魏铭江、闫力、闫旭		阅读全文
19 津渤海 MTN001	AAA	稳定	AAA	2019/2/22	魏铭江、闫力、闫旭		阅读全文
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01、16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	AAA	稳定	AAA	2018/6/27	方晓、魏铭江、闫力		阅读全文
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01、16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	AAA	稳定	AAA	2017/6/29	魏铭江、张源		阅读全文
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	AAA	稳定	AAA	2016/3/9	马栋、徐璨		阅读全文
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01	AAA	稳定	AAA	2016/3/9	马栋、徐璨		阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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

2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“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,由天津市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“天津市国资委”)批准并出资组建,具有国家授权投资机构职能。2012 年 3 月,根据天津市政府《关于将渤海国资公司全部股权无偿划转至津联控股公司》(津国资产权〔2012〕9 号)文件,天津市国资委将公司全部股权无偿划转给天津津联投资控股有限公司(以下简称“津联控股”),公司类型由国有独资公司变更为国有法人独资公司。2012 年 6 月,根据天津市国资委下发的《关于将天津市医药集团及金耀集团全部股权无偿划转至渤海国资公司的通知》(津国资产权〔2012〕51 号)文件,将天津市医药集团有限公司(以下简称“医药集团”)和天津市金耀集团有限公司(以下简称“金耀集团”)100%股权划转至公司,作为公司的全资子公司,并相应增加公司资本公积。后经多次增资及转增注册资本,截至 2020 年 3 月底,公司注册资本及实收资本均为 118.50 亿元,津联控股持股 100%,津联控股是天津市国资委全资子公司。公司的实际控制人为天津市国资委。

公司经营范围为资产收购;资产处置及相关产业投资;国有产(股)权经营管理;土地收购、储备、整理;房屋租赁(以上范围内国

家有专营专项规定的按规定办理)。

截至 2020 年 3 月底,公司内设资产管理部、财务管理部和风险审计部等 6 个职能部门。

截至 2019 年底,公司合并资产总额为 1872.36 亿元,所有者权益合计 862.51 亿元(含少数股东权益 164.42 亿元);2019 年,公司实现营业收入 538.31 亿元,利润总额 34.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底,公司合并资产总额为 1895.60 亿元,所有者权益合计 871.90 亿元(含少数股东权益 162.44 亿元);2020 年 1—3 月,公司实现营业收入 96.09 亿元,利润总额 4.74 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:陈燕华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日,公司由联合资信评级的存续债券包括“16 渤海国资债 01/PR 渤海 01”“16 渤海国资债 02/PR 渤海 02”“19 津渤海 MTN001”“19 津渤海 MTN002”“19 津渤海 CP001”“19 津渤海 CP002”“19 津渤海 CP003”“19 津渤海 CP004”“20 津渤海 MTN001”“20 津渤海 CP001”“20 渤海国资债 01/20 津资 01”,债券余额合计 132.80 亿元,募集资金均已使用完毕。跟踪期内,存续债券“16 渤海国资债 01/PR 渤海 01”“16 渤海国资债 02/PR 渤海 02”“19 津渤海 MTN001”“19 津渤海 MTN002”均已按时付息,“19 津渤海 CP001”“19 津渤海 CP002”“19 津渤海 CP003”“19 津渤海 CP004”“20 渤海国资债 01/20 津资 01”“20 津渤海 MTN001”和“20 津渤海 CP001”尚未到付息日。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	起息日
16 渤海国资债 01/PR 渤海 01	30.00	18.00	2023/04/18	2016/04/18
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	6.00	4.80	2026/04/18	2016/04/18
19 津渤海 MTN001	15.00	15.00	2022/04/11	2019/04/11
19 津渤海 MTN002	15.00	15.00	2022/03/28	2019/03/28
19 津渤海 CP001	12.00	12.00	2020/08/06	2019/08/06
19 津渤海 CP002	12.00	12.00	2020/08/15	2019/08/15
19 津渤海 CP003	13.00	13.00	2020/08/19	2019/08/19
19 津渤海 CP004	13.00	13.00	2020/08/23	2019/08/23
20 津渤海 MTN001	10.00	10.00	2023/05/25	2020/05/25
20 津渤海 CP001	20.00	20.00	2021/05/20	2020/05/20
20 渤海国资债 01/20 津资 01	15.00	15.00	2027/02/19 (行权日 2025/02/19)	2020/02/19

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增

长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更

趋扩大。

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付

诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排

上,会议确定要释放消费潜力,扩大居民消费,适当增加公共消费。要积极扩大有效投资,实施老旧小区改造,加强传统基础设施和新型基础设施投资,促进传统产业改造升级,扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关,加快落实各项政策,推进减税降费,降低融资成本和房屋租金,提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力,促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明,未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到,由于中国宏观杠杆率较高,政府和企业部门债务负担本来已经较重,政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险,上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束,难以大规模扩张,宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 医药行业

(1) 行业概况

中国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。近年来,随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台,医药制造业行业增速不断放缓。

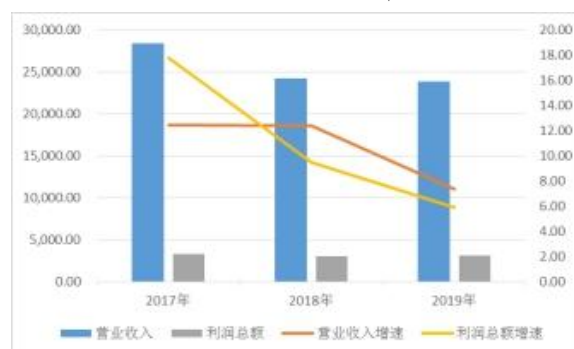
医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一,20世纪70年代以来,全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度,与国际相比,中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生,需求具有刚性,药品需求弹性普遍较小,因此医药制造业具有防御性特征,抵御经济周期风险的能力较强。此外,医药行业属于技术密集型行业,具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强,近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

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。近年来,随着医

药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台,对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示,中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓,2019年中国医药制造业企业实现营业收入23908.60亿元,较上年增长7.40%,增速较上年下降5.00个百分点;实现利润总额3119.50亿元,较上年增长5.90%,增速较上年下降3.60个百分点。

图1 近年来中国医药工业总产值变化

(单位:亿元、%)



资料来源: Wind

(2) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来,仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻的影响。未来,医疗控费仍将是行业主旋律,政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来,新医改政策密集推出并逐步向纵深推进,2018年以来,医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力,包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等,都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用,并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019年是中国医药产业政策落地的一年,围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采

购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 3 2019 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中 20 种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019 版医保目录中常规准入部分共收载药品 2643 个，其中西药 1322 个、中成药 1321 个，中药饮片采用准入发管理，共纳入 892 个；另有 150 个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有 33 个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019 年 10 月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整

资料来源：联合资信整理

（3）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

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，较易发生商誉减值情形。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

医保目录调整

2019 年 8 月 20 日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019 版医保目录”），将于 2020 年 1 月 1 日起正式实施。2019 版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含 2643 个药品，较 2017 版医保目录增幅约 4.3%，包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个），共调出 150 个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019 版医保目录中收载西药甲类药品 398 个，中成药甲类药品 242 个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入 892 个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付

管理；第三，常规准入部分新增了 148 个品种，其中重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了 128 个拟谈判药品，包括 109 个西药和 19 个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期 2 年（2020—2021 年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019 年 11 月 28 日，国家医保局、人社部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共 97 个药品谈判成功（其中新增 70 个品种，续约谈判品种中 27 个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、糖尿病等 10 余个治疗领域；其中包括 22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病用药和 4 个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

一致性评价进程加快，带量采购扩面，将

加速企业间分化。

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。截至 2019 年 11 月 4 日，共有 455 个品种完成一致性评价，2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。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。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

2019 年 9 月 1 日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，

在“4+7”集采中，每个品种只有1家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为1~3家。采购周期方面，中选企业不超过2家（含）的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。

2019年9月24日，上海阳光医药网公布拟中标结果，从拟中标结果来看，多品种药价再次下调，与“4+7”试点中标价格水平相比，平均降幅25%。以有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例，该品种“4+7”集采中标价为0.55元/片，第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看，一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用；同时，作为一致性评价的关联政策，第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国，而2019年11月20日召开的国务院常委会议在部署进一步深化医药卫生体制改革重点时，要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下，预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压，对于有品种中标的医药制造企业，还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率，具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

2. 食品工业

食品工业是中国国民经济的重要支柱产业，也是关系国计民生及关联农业、工业、流通等领域的大产业，细分包括食品制造业、饮料制造业、烟草加工业、饲料工业。

目前，中国食品工业以农副食品原料的初加工为主，精细加工的程度比较低，处于成长期。食品行业为完全竞争行业，集中度较低，中小企业比例高，技术水平低，同质化严重，价格竞争激烈，利润空间狭小，随着行业整合及行业成熟度的提高，行业利润向大企业迅速集中，行业龙头企业将担当起行业资源整合的

重任。

根据工信部发布的数据，2019年全国规模以上食品工业企业工业增加值保持稳定增长，其中农副食品加工业累计同比增长1.9%，食品制造业累计同比增长5.3%，酒、饮料和精制茶制造业累计同比增长6.2%。全国规模以上食品工业企业营业收入81186.8亿元，同比增长4.2%；利润总额5774.6亿元，同比增长7.8%。其中，农副食品加工业营业收入46810.0亿元，同比增长4.0%；利润总额1887.6亿元，同比增长3.9%。食品制造业营业收入19074.1亿元，同比增长4.2%；利润总额1670.4亿元，同比增长9.1%。酒、饮料和精制茶制造业营业收入15302.7亿元，同比增长5.0%；利润总额2216.6亿元，同比增长10.2%。

近几年，中国食品工业产品结构调整取得较大进展。各类食品在质量、件次、品种、功能以及包装等方面已基本满足不同消费层次的需求。如全精炼油产量已占油脂总产量的30%左右；粮食加工中，特二级以上精度的小麦粉已占面粉总产量的70%左右。名优产品得到较快发展，产品质量稳定，产量不断增加，产品市场覆盖面扩大。

食品工业企业科技研发投入持续增长，高新技术在食品工业中得到较好应用。大中型企业技术装备水平有了较大提高，如生物工程技术、超高温杀菌、冷冻速冻、超临界萃取、膜分离、分子蒸馏等一大批高新技术在食品行业得到了推广应用，有力地促进了食品工业生产水平的提高和产品的更新换代，中国食品机械设备制造水平正在逐步适应食品工业的发展和技术改造的要求。

目前，中国食品产业链各环节的发展水平不均衡，产业链上游整体处于小规模化、分散化、粗放式的生产方式；产业链中游的发展水平和加工能力基本与国际上同业先进水平保持同步，但存在产能过剩现象；产业链下游食品物流特别是冷链物流发展水平远远滞后于食品产业发展需要。未来，食品产业发展仍需产业

链规模化整合与均衡性发展，产业链一体化成为行业发展的趋势。

3. 区域环境

跟踪期内，公司所在天津市经济维持稳定，国有企业混合制改革持续推进，京津冀协同发展项目取得初步成效，为公司发展提供了较为稳定的外部环境。

根据《2019年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算2019年天津市生产总值（GDP）14104.28亿元，比上年增长4.8%。其中，第一产业增加值185.23亿元，增长0.2%；第二产业增加值4969.18亿元，增长3.2%；第三产业增加值8949.87亿元，增长5.9%。三次产业结构为1.3:35.2:63.5。

2019年，天津市一般公共预算收入2410.25亿元，比上年增长14.4%。其中，税收收入1634.20亿元，增长0.6%，占一般公共预算收入的比重为67.8%。2019年，天津市国企改革深入推进。7家市属企业成功实现集团层面混改，带动所属276户企业混改，其他二级及以下企业53家完成混改，共吸引社会资本315.9亿元。国企管理层市场化改革取得实效，11家市属一级企业面向社会公开选聘职业经理人。

固定资产投资增长较快。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长13.9%。分产业看，第一产业投资增长10.3%；第二产业投资增长17.4%，其中食品制造业增长64.5%，医药制造业增长88.6%，计算机通信和其他电子设备制造业增长57.9%；第三产业投资增长12.8%，其中金融业增长1.1倍，租赁和商务服务业增长34.2%。

京津冀协同发展方面，天津市主动服务北京非首都功能疏解和雄安新区建设，承接北京非首都功能疏解取得新成效，国家会展中心、中国核工业大学等开工建设，中国电信京津冀数据中心、中车金融租赁、中科院北京国家技术转移中心天津中心等一批项目引进落地。滨海—中关村科技园累计注册企业达到1443家，

中关村智能制造科创中心项目投入运营，宝坻京津中关村科技城15个承接项目加快施工。全年京冀企业来津投资到位资金1470.67亿元，占全市实际利用内资的51.0%，比上年提高4.6个百分点。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本为118.50亿元。津联控股持有公司100%股权，津联控股是天津市国资委全资子公司。公司的实际控制人为天津市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司作为天津市重要的国有资产运营主体，承担着天津市重大产业投资和国有资产经营等职能，在天津市国有资产运营管理领域具有垄断地位，区域地位重要性突出。跟踪期内，公司业务保持多元化发展，资产规模大，抗风险能力强，核心子公司医药集团持有3家上市公司股份，融资渠道通畅。

公司由天津市国资委批准并出资组建，具有国家授权投资机构职能。公司的主要定位是：以国有资本经营和国有股权管理为重点，以国有资本的证券化和价值最大化为目标。公司在天津市国有资产运营管理领域具有垄断地位。

公司正式运营以来，以国有产（股）权投资及经营管理为核心产业板块，旗下公司涉及业务广泛，主要包括医药生产及医药流通板块、津联公共事业板块、食品业务板块、商品销售板块、工程业务及其他板块。经营主体主要是公司本部以及下属医药集团（持股比例100%）和天津食品集团有限公司（以下简称“食品集团”，持股比例100%）等。其中，医药集团拥有天津中新药业集团股份有限公司（以下简称“中新药业”，证券代码：600329，截至2020年3月底持股比例为42.85%）、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，截至 2020 年 3 月底持股比例为 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，截至 2020 年 3 月底持股比例为 50.79%）3 家上市公司（股权均未质押）。

表 3 截至 2019 年底主要上市公司财务数据（单位：亿元）

公司	资产	权益	收入	利润总额
中新药业	78.43	55.23	69.94	7.43
力生制药	52.73	44.17	16.15	2.17
天药股份	52.81	35.86	29.16	2.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 政府支持

公司作为天津市政府的重大产业项目投融资主体，持续得到天津市政府的大力支持。

公司作为天津市重要的国有资产运营主体，在推动国有企业改革和结构调整等方面具有重要地位。近年来，公司在资产注入和资金补助方面得到了天津市政府的大力支持，天津市国资委先后将医药集团、金耀集团、食品集团等优质国有资产注入公司，公司资产规模快速增长，业务涵盖了医药、农业、食品加工、商贸物流等领域，多元化的业务布局提升了公司整体的抗风险能力。2012 年以来，公司的控股股东津联控股多次对公司进行增资，2018 年津联控股向公司增资 0.05 亿元，公司注册及实收资本增至 118.50 亿元。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G10120103020974901），截至 2020 年 7 月 27 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清的存在一笔欠息（已于 2009 年 9 月结清），过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，于学昕不再担任公司法定代表人职务，由陈燕华担任公司董事长及法定代表人职务，截至 2020 年 6 月底，公司已完成工商变更。

陈燕华，男，1974 年出生，党员，研究生学历。2011 年 7 月至 2014 年 8 月任中科实业集团（控股）有限公司党委委员、副总裁；2014 年 8 月至 2017 年 12 月任北京绿领致远投资管理中心合伙人；2017 年 12 月至 2019 年 5 月任国新文化控股股份有限公司党委书记、董事、总经理；2019 年 5 月至 2020 年 6 月，任津联控股党委副书记、总经理。现任公司董事长、法定代表人。

公司董事长及法定代表人变动不影响公司日常管理和生产经营，对公司董事会决议的有效性不构成影响。

八、重大事项

跟踪期内，公司发布子公司医药集团混改进展相关公告，公告披露医药集团混合所有制改革事项完成后，可能导致医药集团股权发生重大变化。

为落实天津市人民政府有关国有企业混合所有制改革的总体部署，2019 年 10 月，医药集团将其持有的津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）100%股权无偿划转至公司；同时，将津联集团通过其全资子公司金鼎控股集团有限公司持有的隆腾有限公司 33%股权划转至医药集团境外全资子公司天津医药集团国际控股有限公司，目前已完成工商变更。

公司于 2020 年 6 月 16 日发布《天津渤海国有资产经营管理有限公司关于下属子公司天津市医药集团有限公司混合所有制改革的进展公告》（以下简称“《公告》”），并将持有的医药集团股权在天津产权交易中心进行产权转让项目信息预披露，转让比例不低于 65%。根据天津产权交易中心网站于 2020 年 6 月 16 日披露的医药集团产权转让信息：1. 转让方天津渤海国有资产经营管理有限公司拟通过产权转让方式引入 1~2 家投资者持有标的企业不低于 65%股权，最终股权转让比例以正式披露信息为准；2. 经天津市国资委批准，渤海国资

对标的企业增资 4.9295 亿元，增资后标的企业注册资本为 54.9295 亿元，增资款已于 2020 年 6 月 15 日缴付到位，尚未完成工商变更手续；

3. 其他披露内容以正式披露信息为准。

《公告》同时披露，本次混合所有制改革事项完成后，可能导致医药集团股权发生重大变化。本次产权转让项目的信息预披露工作不构成交易行为。本次混合所有制改革将在天津产权交易中心以公开挂牌方式进行，是否有受让方成功摘牌存在不确定性。

截至 2019 年底，医药集团总资产为 316.89 亿元，所有者权益合计 133.79 亿元；2019 年实现收入 204.66 亿元，净利润 13.57 亿元。

联合资信将对上述事项持续关注，并与公司保持沟通，以便全面分析并及时揭示相关事项可能对公司及其存续期债项信用水平带来的影响。

九、经营分析

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。跟踪期内，公司医药产业经营情况稳定，食品业务和其他业务收入均有所下降；2020 年一季度国内爆发的新冠肺炎疫情对公司营业收入产生较大影响，各板块收入均出现不同程度下滑。

1. 经营概况

2019 年，公司实现营业收入 547.33 亿元，同比下降 10.68%，主要来自食品业务收入的减少。分板块来看，2019 年，医药生产板块收入

持续增长，医药流通板块收入规模有所回升，2019 年分别实现营业收入 87.95 亿元和 75.59 亿元，占营业收入的比重分别为 16.07%和 13.81%，其中医药生产收入同比增长 8.75%，主要系医药集团中成药销量增加以及原料药海外市场扩张；医药流通收入同比增长 5.07%。2019 年，公司食品业务收入同比下降 17.07%，主要系食品集团旗下仓储物流及贸易服务业中的钢铁贸易收入大幅下滑所致。同期，食品业务收入占营业收入比重为 46.61%，同比减少 3.60 个百分点；2019 年，公司其他业务板块收入有所下降，为 128.66 亿元，同比下降 15.51%。

2020 年一季度，国内爆发新冠肺炎疫情，对公司营业收入产生较大影响。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 94.43 亿元，同比下降 35.38%，其中医药生产及医药流通板块收入分别为 17.27 亿元和 16.87 亿元，同比分别下降 22.59%和 8.22%；食品业务同比下降 36.50%至 46.44 亿元；其他业务收入 13.85 亿元，同比下降 57.17%，主要是公用事业及其他业务的下降。

从毛利率来看，2019 年，公司综合毛利率为 19.91%，同比变动不大。其中，医药生产板块毛利率为 62.07%，同比减少 3.14 个百分点；医药流通板块毛利率为 8.70%，同比略增 0.15 个百分点；食品业务毛利率为 14.65%，同比增加 2.74 个百分点，主要系食品集团毛利较低的仓储物流及贸易业务占比下降所致；其他业务毛利率为 8.11%，同比减少 10.36 个百分点。2020 年 1—3 月，公司综合毛利率为 22.45%，较上年同期增加 3.08 个百分点。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	营业收入				毛利率			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
医药生产	63.69	80.87	87.95	17.27	60.09	65.23	62.07	60.63
医药流通	75.91	71.94	75.59	16.87	7.84	8.55	8.70	8.54
食品业务	353.01	307.65	255.13	46.44	12.01	11.91	14.65	16.45
其他业务	76.37	152.28	128.66	13.85	14.12	17.65	8.11	11.68

总计	568.98	612.74	547.33	94.43	17.12	19.98	19.91	22.45
----	--------	--------	--------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

2. 医药产业

医药产业是公司核心板块之一，医药生产板块产业链完整，涵盖中成药、化学制剂药和化学原料药等领域，品牌知名度及核心产品市场占有率高；医药流通业务主要集中在天津及周边地区，销售渠道建设完善，在区域内形成一定规模的销售体系。跟踪期内，公司医药板块收入及利润规模稳定增长。考虑到医药集团拟进行混合所有制改革，未来公司或失去对医药集团的控制权，将对公司产生较大影响，联合资信将持续关注相关事项进展。

公司医药产业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，公司下属医药流通企业主要有 8 家，其中包括天津医药集团太平医药有限公司（以下简称“太平医药”）、天津医药集团泓泽医药有限公司（以下简称“泓泽医药”）、河北德泽龙医药有限公司（以下简称“泽龙医药”）等，全部具有基本药物配送资格。公司医药流通业务销售区域主要以天津、河北为主，涵盖了医院、零售、社区、农村和批发等多个渠道。

表 5 近年公司医药生产业务收入构成及毛利率情况
(单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	63.69	80.87	87.95
中成药	27.30	30.75	34.91
化学制剂药	27.40	41.03	38.85
化学原料药	8.99	9.09	14.19
毛利率	60.09	65.23	62.07
中成药	71.61	70.28	70.27
化学制剂药	59.60	69.97	68.70
化学原料药	26.59	26.73	23.75

资料来源：公司提供

(1) 医药生产

中成药

中成药是医药集团支柱产品，经营主体为

医药集团下属子公司中新药业。公司在中成药方面拥有较强的生产技术，多样化的药品品种系列，并拥有包括天津同仁堂、达仁堂、乐仁堂和隆顺榕在内的多个老字号。截至 2019 年底，中新药业拥有 17 个剂型，499 个药品批准文号，拥有专利申请 1259 件，其中发明专利 748 件；截至 2020 年 3 月底，共获得中药新药证书 61 个，拥有中药保护品种 13 个，拥有国家秘密产品京万红、牛黄降压系列等 3 种，拥有国家机密产品速效救心丸 1 种，建立中药药源基地 11 个，申请获得“绿药”（中国药用植物及制剂绿色行业标准）品种 11 个。公司所有中成药生产企业均通过了 GMP 认证，其中中新药业的片剂、颗粒、胶囊、软胶囊、酏剂、糖浆剂、丸剂 7 个剂型还通过了澳大利亚 TGA 的 GMP 认证。

跟踪期内，公司中成药板块销售收入保持增长，毛利率维持稳定，2019 年营业收入及毛利率分别为 34.91 亿元和 70.27%。2020 年 1—3 月，公司中成药收入 7.89 亿元，毛利率为 72.37%。

公司日常生产所需中药材共计 300 余种，为保证原料质量和药品的功效，公司对关键产品的关键原料均建立了生产基地，实现原材料自给自足。公司所属生产基地的药材均首先满足公司内部企业采购所需，收购价格是在最低保护价基础上按市场价格收购。

公司所需非关键药材主要通过对外采购获得，主要是依托三级子公司中新药业下属药材分公司进行统一采购。药品来源有公司自建基地、公司以外基地、国家各大中药材集散市场。公司一方面从国外进口，另一方面库存能够满足几年内的生产需要。从结算方式来看，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。其中，速效救心丸是医药集团子公司中新药业明星产品，入选国家医保目录，是国家机密级保密品种，2019年累计销售448.00万盒，同比增长14.57%，在口服中药心血管类市场占有率为4.2%；紫龙金片是中新药业下属全资子公司隆顺榕的主要产品，为中药抗肿瘤药，2019年销售76.9万盒，同比增长6.57%，在抗肿瘤药物中市场占有率约为1%；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，2019年销售550.50万瓶，同比增长4.46%；痹祺胶囊是达仁堂的主要产品，用于治疗类风湿性关节炎，2019年销售735.7万盒，同比增长5.73%。

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	
	2018年	2019年	2018年	2019年
速效救心丸（万条）	394.10	429.00	391.40	448.00
通脉养心丸（万瓶）	563.00	620.13	527.00	550.50
紫龙金片（万片）	65.77	76.22	72.16	76.90
痹祺胶囊（万盒）	677.80	715.08	666.90	735.70

资料来源：公司提供

化学制剂药

化学制剂药是医药集团第二大产品类型，经营主体主要为力生制药。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；片剂主要为力生制药吲达帕胺片；制剂主要为天津生物化学制药有限公司生产的肝素钠等。

化学制剂药主要通过公司下属医药流通企业与各地区经销商进行合作来开展销售，2019

年，公司化学制剂药销售收入及毛利率分别为38.85亿元和68.70%，同比均略有下降。2020年一季度，化学制剂药收入6.42亿元，毛利率为65.58%。

化学原料药

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

采购及结算方面，公司原材料采购一般采用货到付款形式，账期一般为30到60天。对于生产所需原材料，公司实行货比三家的采购原则从而控制生产成本；对供应商进行现场审计及进行年度评估考核，有资质的供应商才可为公司提供原料。销售方面，公司原料药根据重点品种、重点区域自建销售网络，偏远地区选择代理招商的模式协助进行推广。

跟踪期内，受益于公司原料药在欧美等市场销售的较大突破，2019年该板块收入为14.19亿元，同比增长56.11%；同期，毛利率为23.75%；2020年一季度，该板块收入及毛利率分别为2.96亿元和18.58%。

（2）医药流通

公司医药流通业态涵盖批发和零售，覆盖医疗及零售终端，业务范围集中在天津及周边地区。截至2020年3月底，医药集团下属共有25家医药流通企业，均具有基本药物配送资格，均已通过新版GSP认证。公司所销售的药品主要来源是工业生产厂家直接供货及商业调拨。公司药品经销主要是根据天津市药品集中采购

招标中心每年公开招标中标的医药生产企业和医药品种，成为其天津地区的一级代理商，向天津地区的医院、药店销售药品。公司主要经销的药品包括拜糖平、诺和龙、拜新酮、硝苯地平、盐酸莫西沙星等。定价方面，公司代理药品主要为国家医保目录内药品，需根据国家指定价格销售，非医保目录内的药品则根据实际采购价格和市场指导价格与下游客户协商定价。公司医药流通下游客户主要为医院、药店等，结算方面，应收账款账期不超过 30 天，应付账款账期不超过 90 天。医药零售方面，截至 2020 年 3 月底，公司拥有 69 家零售门店，医保药店 60 家。

医药集团下辖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。

跟踪期内，公司医药流通收入有所回升，2019 年公司医药流通收入为 75.59 亿元，同比增长 5.07%，毛利率为 8.70%，同比提升 0.15 个百分点；2020 年一季度，医药流通收入 16.87 亿元，毛利率为 8.54%。

此外，公司着力在天津市以外发展销售渠道，公司医药流通板块子公司泽龙医药在河北省市场占有率为 20%。泽龙医药主要供应商为哈药集团制药六厂、吉林吴太药业集团有限公司、国药控股股份有限公司、石药集团中诚医药有限公司、南京金陵药业有限公司等。

3. 食品业务

食品集团业务板块主要包括现代农牧渔业、食品生产加工、仓储物流及贸易服务业、房地产业和其他业务五大板块。跟踪期内，公司现代农牧业经营情况稳定，收入规模有所增长；食品加

工业产品丰富，销售收入及毛利率均有所增长；仓储物流及贸易服务业务受逐步停止钢铁贸易影响，收入明显下降；地产业务受收入结转进度影响大幅增长。

公司食品业务主要由公司旗下食品集团经营。截至2019年底，食品集团（合并）资产总额为368.70亿元，所有者权益140.58亿元（含少数股东权益24.15亿元）；2019年，公司实现营业收入255.13亿元，利润总额10.32亿元。

现代农牧业板块作为公司核心板块之一，业务包含生猪、肉羊、奶牛、蛋鸡、水产及特色养殖业、粮食、苗木、果蔬、青饲种植业、现代种业、观光农业、生态循环农业等，承担着保障天津市放心农产品供应的重要社会责任。现代农牧渔业营业收入来源于种植业、生态观光业、畜牧业和水产养殖业。公司现代农牧业经营主体主要为天津嘉立荷牧业集团有限公司（以下简称“嘉立荷牧业”）和天津市广源畜禽养殖有限公司（以下简称“广源公司”），拥有嘉立荷牛奶、家爱格鸡蛋等天津知名农产品品牌，在市场上具有较高的知名度。截至2019年底，嘉立荷牧业资产总额16.64亿元，所有者权益合计9.87亿元，2019年实现营业收入8.09亿元，利润总额0.60亿元。截至2019年底，广源公司资产总额2.12亿元，所有者权益合计1.57亿元，2019年实现营业收入1.31亿元，利润总额0.06亿元。跟踪期内，公司主要农牧产品销量持续提升，2019年实现收入为12.93亿元，同比增长19.06%，其中畜牧业是该板块主要收入来源，2019年收入11.09亿元，收入占比为85.76%；毛利率为21.28%，同比略有增长。

食品加工业板块的产业主要有猪肉产业、牛奶产业、葡萄酒产业、调料产业、糕点产业和水稻产品等，整合了从上游种植、养殖到下游物流和贸易的全产业链资源。该板块经营主体较多，其中，天津市利民调料有限公司（以下简称“利民调料”）以生产利民牌调料为主；天津二商迎宾肉类食品有限公司（以下简称“二商迎宾”）是大型国有肉类联合加工企业；延

寿利达粮油有限公司（以下简称“延寿利达”），从事原粮稻谷、玉米的存储和贸易业务；天津海河乳业有限公司（以下简称“海河乳业”）主要生产海河牌及帕马拉特牌牛奶制品，包括各种规格定量包装的巴氏消毒鲜奶、高温灭菌奶、发酵酸奶和奶粉等。2019年，该业务板块实现收入37.88亿元，同比增长14.51%；同期，该板块毛利率为2019年为9.04%，同比略有增加。

仓储物流及贸易服务业包括仓储物流商业连锁、成品油批发与零售、其他贸易和其他服务业四大板块，是食品集团主要收入来源，2019年实现收入164.99亿元，收入占比为64.67%，同比大幅减少73.78亿元，主要系钢铁贸易规模大幅下降所致。贸易服务业板块以壳牌石油的销售为

主，由壳牌华北石油有限公司（以下简称“壳牌华北”）负责。截至2019年底，壳牌华北的资产总额为36.17亿元，所有者权益为20.10亿元；2019年实现营业收入60.70亿元，利润总额为0.06亿元；经营加油站300余座。

房地产业务主要涉及商业地产和住宅地产，受住宅地产收入结转进度影响收入波动较大，2019年实现收入34.21亿元，同比增长202.74%，其中住宅地产是房地产业务最主要的收入来源，2019年收入28.18亿元。

食品集团其他业务规模较小，主要包含包装、纸业、花型制造和小额信贷等业务，2019年为5.12亿元。

表 7 食品集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代农牧渔业	11.26	3.97	19.54	10.86	3.61	21.24	12.93	5.07	21.28	3.06	6.59	21.39
食品生产加工	34.39	12.14	8.40	33.08	11.00	8.87	37.88	14.85	9.04	8.69	18.71	8.60
仓储物流及贸易服务业	198.85	70.22	10.65	238.77	79.42	9.09	164.99	64.67	12.26	27.10	58.34	10.99
房地产业务	31.30	11.05	19.64	11.30	3.76	65.19	34.21	13.41	28.98	6.87	14.80	47.70
其他业务	7.41	2.62	26.65	6.64	2.21	35.05	5.12	2.01	20.59	0.72	1.55	-3.34
合计	283.32	100.00	12.14	300.65	100.00	12.19	255.13	100.00	14.65	46.44	100.00	16.44

资料来源：公司提供

4. 其他业务

公司其他业务板块主要包括津联公共事业、产品商品销售、工程业务以及物资贸易等业务。其中，土地收储业务对公司资金占用规模较大，资金回收时间长，土地出让易受政府政策和进度影响，收入确认及土地出让款返还进度存在不确定性。

（1）津联公共事业板块

公司公共事业板块主要由津联集团负责。津联集团业务主要包括公用设施、机电、手表、酒店和制药等，其中公用设施包括电力、供水、供热和燃气等业务，主要为在天津开发区经营供电、供电设备维护，自来水供应、水管安装、维修和蒸汽及暖气供应等服务；机电业务主要为液

压机、水力发电设备等机械设备的生产销售；手表业务为海鸥手表的生产和销售。

表 8 津联集团业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	2017 年	2018 年	2019 年
公用设施	33.48	33.70	34.1
机电	9.76	10.70	11.05
手表	4.60	3.80	3.2
酒店	1.01	1.10	0.9
其他	0.94	0.00	0
合计	49.79	49.30	49.25

资料来源：公司提供

（2）土地收储

土地收储业务是公司成立之初即开展的一项重要业务，该项业务的流程为：公司支付

土地收购补偿款给卖地国企，卖地国企交付符合验收标准的土地给公司，公司将土地交给当地政府挂牌出让，挂牌出让成功后由买地企业支付土地出让金给天津市财政局，天津市财政局将土地整理成本和增值收益返还公司，公司将土地增值收益的80%款项返还给被收购土地的国有企业，其余20%增值收益用于补偿规划为绿地等公益性用地的收购成本，由公司统筹安排。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，将支付的土地收购补偿金、融资利息等直接计入存货，待土地出让后，公司将政府相关部门返还的土地整理成本（包含银行贷款和资本化利息、拆迁补偿款等）直接冲抵存货，将土地收购补偿费的0.8%作为管理费计入营业收入。总体看，土地收储业务对公司财务表现的影响主要体现在资产结构和现金流方面，对损益的影响较小。

2019年，公司收购土地4.11亩，支付金额13.59亿元，出让182.12亩，出让总金额6.07亿元，返还金额21.20亿元。

5. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，分别为7.43次、1.45次和0.29次，公司经营效率尚可。

6. 未来发展

未来，公司的总体发展目标是在国资公司产融平台基础上，形成优势产业模块、产业结构调整基金模块以及金融投资模块，通过产融结合相互促进；围绕天津市国资委、津联控股核心工作，主动适应新常态，促进业务转型，调整优化资产结构，提升上市股权市值管理和地产开发盈利能力，充分发挥投融资和资本运作平台作用，构筑“资源配置合理、资产流动顺畅、资本运作灵活”的产股权结构，确保公司资产规模和质量得到不断提升，精细化管理

和抗风险能力有效加强，服务能力和发展得到持续增强。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年审计报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度报表未经审计。

合并范围方面，2019年，公司合并范围一级子公司较上年底增加11家至26家。2020年一季度，公司合并范围较上年底无变化。总体看，公司合并范围变动对财务数据可比性有一定影响。

截至2019年底，公司合并资产总额为1872.46亿元，所有者权益862.51亿元（含少数股东权益164.42亿元）；2019年，公司实现营业收入538.31亿元，利润总额34.47亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为1895.60亿元，所有者权益871.90亿元（含少数股东权益162.44亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入96.09亿元，利润总额4.74亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金充裕，其他应收款和存货占比较高，对运营资金形成占用；非流动资产以可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主，可供出售金融资产流动性较强，长期股权投资可持续带来投资收益，公司整体资产质量较好。

截至2019年底，公司合并资产总额为1872.36亿元，较上年底下降1.01%；其中流动资产占41.53%，非流动资产占58.47%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产为777.53亿元，构成以货币资金（占29.12%）、其他应

收款（占 12.38%）和存货（占 38.42%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 226.40 亿元，较上年底下降 14.07%，构成以银行存款（205.42 亿元）为主，受限资金 5.49 亿元，主要是保证金，占货币资金比重为 2.39%，公司可支配现金占比高，资金充裕。

截至 2019 年底，公司应收账款为 59.18 亿元，较上年底下降 8.36%。截至 2019 年底，公司应收账款账面余额 67.33 亿元，计提坏账准备 8.15 亿元，计提比例为 12.10%，其中按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 62.76 亿元，其中 1 年以内的占 77.05%，1~2 年的占 2.42%，2~3 年的占 1.67%，3 年以上的占 17.86%，账龄较短。集中度方面，应收账款中前五单位合计 6.02 亿元，占应收账款余额的 8.94%，集中度低。

表 9 2019 年底公司应收账款前五单位情况
(单位：亿元)

单位名称	金额
天津医科大学朱宪彝纪念医院	2.07
天津市第三医院	1.35
天津中医药大学第一附属医院	0.96
天津市第一中心医院	0.86
普罗旺斯番茄制品(天津)有限公司	0.77
合计	6.02

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司预付款项为 26.75 亿元，较上年底下降 21.80%，构成主要是预付货款及预付工程款；其中账龄一年以内的占 84.91%。按欠款方归集的期末余额前五名的预付账款 17.80 亿元，占 52.05%，集中度高。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 96.27 亿元，较上年底减少 42.36 亿元，系应收款项回款所致，构成主要是借款和往来款。其中，关联方其他应收款为 19.92 亿元，计提坏账准备 16.55 亿元。公司按组合计提坏账准备的其他应收款账面原值 97.88 亿元，其中 1 年以内的占 52.77%，1~2 年的占 17.90%，2~3 年的占 6.12%，3 年以上的占 23.21%（计提比例为 28.08%），账龄较长。集中度方面，公司其他

应收款前五单位合计 28.81 亿元，占其他应收款账面原值的 25.73%，集中度一般。

表 10 2019 年底公司其他应收款前五单位情况
(单位：亿元)

单位名称	金额
天津国恒投资控股有限公司	8.10
Tianjin Pharmaceutical Holdings Limited	7.82
中粮糖业辽宁有限公司	5.82
天津津联智达上午信息咨询有限公司	3.80
深圳联新投资管理有限公司	3.28
合计	28.81

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货原值合计 300.97 亿元，计提跌价准备 2.23 亿元，净值合计 298.74 亿元，较上年底增长 5.90%。公司存货主要由自制半成品及在产品（原值 75.87 亿元）、库存商品（原值 55.54 亿元）、房地产开发产品（原值 44.29 亿元）和房地产开发成本（原值 28.15 亿元）等构成。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 48.44 亿元，较上年底下降 5.88%，主要为委托贷款（27.20 亿元）、理财产品（10.63 亿元）和待抵扣进项税及预缴税款（9.55 亿元）。

(2) 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产共计 1094.83 亿元，主要由可供出售金融资产（占 15.77%）、长期股权投资（占 19.74%）、投资性房地产（占 39.93%）、固定资产（占 13.52%）等构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 172.64 亿元，较上年底增长 18.07%，主要系增加对国投泰康信托产品-信天翁 399 号、天津滨海农村商业银行股份有限公司、天津海鸥表业集团有限公司、天津农村商业银行股份有限公司等股权投资所致。公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具。其中按公允价值计量的 40.70 亿元，按成本价值计量的 110.23 亿元；累计计提减值准备 4.71 亿元。

表 11 2019 年底公司主要可供出售金融资产情况

(单位: 亿元)

单位名称	账面价值
天津银行股份有限公司	26.31
天津农村商业银行股份有限公司	25.00
天津滨海农村商业银行股份有限公司	13.31
国投泰康信托产品-信天翁 399 号	5.00

资料来源: 公司审计报告

截至 2019 年底, 公司长期股权投资为 216.11 亿元, 较上年底增长 25.44%。其中, 对合营企业投资 1.34 亿元, 对联营企业投资 221.56 亿元。2019 年初公司长期股权投资由 2018 年底的 172.29 亿元调增至年初的 214.30 亿元。2019 年期间, 公司对北方国际信托股份有限公司的追加投资 17.55 亿元、对天津泰达电力有限公司追加投资 11.15 亿元, 以及在权益法核算下确认的投资损益 14.39 亿元, 主要包括天津中环电子信息集团有限公司 5.60 亿元、中美天津史克制药有限公司 2.59 亿元、王朝酒业集团有限公司 1.55 亿元和奥的斯电梯(中国)投资有限公司 4.20 亿元等。同期, 公司减少对天津国有资本投资运营有限公司的 43.96 亿元投资, 系公司根据天津市国资委文件津国资产权(2019)22 号文件, 通过无偿划转的方式将天津国有资本投资运营有限公司 39.48% 股权划转至天津市人民政府国有资产监督管理委员会所致。

表 12 2019 年底公司主要长期股权投资标的情况

(单位: 亿元)

单位名称	账面价值
天津中环电子信息集团有限公司	64.26
天津港发展控股有限公司	32.92
天津五联合众科技发展有限公司	7.50
天津泰达电力有限公司	11.15
渤海证券股份有限公司	34.37
北方国际信托股份有限公司	21.18

资料来源: 公司审计报告

截至 2019 年底, 公司投资性房地产为 437.14 亿元, 较上年底略有增长, 主要为公司持有的 2.5 万亩盐田, 采用公允价值计量。公司 2.5 万亩盐田位于天津市滨海新区内, 紧邻于家堡中心商务区和核心金融开发区, 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 2019 年底, 公司投资性房地产中有两项土地使用权抵押, 分别抵押 12.90 亿元和 4.40 亿元, 抵押期限均为 2014 年 12 月 19 日至 2024 年 12 月 19 日。

截至 2019 年底, 公司固定资产规模为 148.04 亿元, 较上年底增长 2.44%, 公司固定资产原值 239.23 亿元, 主要包含房屋建筑物(占 56.55%)和机器设备(占 32.98%)等; 累计折旧 88.71 亿元, 减值准备 2.60 亿元。

截至 2019 年底, 公司在建工程为 19.27 亿元, 较上年底下降 47.78%, 公司在建工程项目众多, 无规模占比较大的在建项目, 减少原因主要系在建工程转固所致。

截至 2019 年底, 公司无形资产为 45.61 亿元, 较上年底增长 8.64%, 构成主要为土地使用权(35.19 亿元)和特许权(6.18 亿元); 累计摊销 11.42 亿元, 减值准备 1.03 亿元。

截至 2019 年底, 公司所有权或使用权受限的资产合计 43.41 亿元, 占公司资产总额的 2.32%。具体明细见下表:

表 13 截至 2019 年底公司资产受限明细

(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	5.49	信用保证金、担保保证金、定期存款等
应收票据	1.83	开具银行承兑汇票票据质押
固定资产	17.84	银行借款的抵押
无形资产	0.27	银行借款的抵押
投资性房地产	18.25	银行借款的抵押
总计	43.41	--

资料来源: 公司 2019 年审计报告

截至 2020 年 3 月底, 公司资产总额为 1895.60 亿元, 较 2019 年底略有增长, 其中流动资产占 41.67%, 非流动资产占 58.33%, 资产结构较 2019 年底变动不大。截至 2020 年 3 月底, 公司可供出售金融资产由上年底的 172.64 亿元降至 88.20 亿元, 其他权益工具投资由上年底 0.83 亿元增至 77.43 亿元, 系科目

列报变动所致。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，债务规模较大，债务负担重，短期债务规模及占比持续上升，短期偿债压力加大，债务结构有待改善。

截至 2019 年底，公司负债总额为 1009.85 亿元，较上年底下降 5.74%。公司负债以流动负债为主，截至 2019 年底，流动负债占 71.01%，非流动负债占 28.99%。

截至 2019 年底，公司流动负债较上年底下降 5.59% 至 717.09 亿元，主要由短期借款（占 38.06%）、应付账款（占 11.14%）、预收款项（占 9.03%）、其他应付款（占 17.95%）和一年内到期的非流动负债（占 19.05%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款较上年底略有增长，为 272.91 亿元。公司短期借款由信用借款（214.82 亿元）、保证借款（46.49 亿元）、质押借款（9.90 亿元）和抵押借款（1.69 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款为 79.88 亿元，较上年底下降 4.64%。账龄方面，公司 1 年以内应付账款占 74.22%，1~2 年占 10.65%，账龄较短；集中度方面，公司账龄超过 1 年的应付账款余额前五名合计 6.47 亿元，占应付账款余额的 8.10%，主要为应付工程款。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 128.73 亿元，较上年底下降 16.86%，主要为公司与部分国有企业或单位的往来拆借款（占 36.73%）和补偿款（占 33.60%，主要系食品集团土地统筹补偿款）。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 136.59 亿元，较上年底变动不大，主要由一年内到期的长期借款（17.53 亿元）和一年内到期的应付债券（117.00 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 292.76 亿元，较上年底下降 6.10%，主要由长期借款

（占 36.09%）和应付债券（占 50.87%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 105.66 亿元，较上年底增长 25.34%，主要包含信用借款 88.92 亿元和保证借款 26.39 亿元。

截至 2019 年底，公司应付债券为 148.92 亿元，较上年底下降 15.08%，包含中期票据 149.39 亿元（一年内到期债券 117.00 亿元在流动负债中核算）、公司债 29.33 亿元、超短融 17.00 亿元、短期融资券 50.00 亿元，理财直融 20.00 亿元、定向债 6.85 亿元和私募债 2.00 亿元。

截至 2019 年底，公司全部债务为 677.00 亿元，较上年底略有下降，其中短期债务为 420.91 亿元，较上年底增长 2.03%；长期债务为 256.09 亿元，较上年底下降 7.13%，公司有息债务结构以短期债务为主。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.93%、43.98% 和 22.89%，较上年底分别减少 2.71 个百分点、1.66 个百分点和 2.27 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 1023.69 亿元，较 2019 年底增长 1.37%，其中流动负债 727.73 亿元（占 71.09%），非流动负债 295.97 亿元（占 28.99%）。同期，公司全部债务 701.26 亿元，较 2019 年底略有上升。其中，短期债务占 63.93%，长期债务占 36.07%，短期债务占比进一步上升；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.00%、44.58% 和 22.49%。

(2) 所有者权益

公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 862.51 亿元（含少数股东权益 164.42 亿元），较上年底增长 5.17%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.98%、资本公积占 66.84%、未分配利润占 11.81%。同期，公司实收资本为 118.50 亿元，较上年底无变化；资本公积为 466.57 亿元，较上年底增长 4.43%；其他综合

收益 28.23 亿元，较上年底增长 49.33%，主要系被投资单位北方国际信托股份有限公司、渤海证券股份有限公司、天津渤海泰达投资有限公司、天津滨海盛世国际汽车园投资发展有限公司调整为权益法核算；未分配利润 82.42 亿元，较上年底增长 27.52%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 871.90 亿元（含少数股东权益 162.44 亿元），规模和结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润水平高度依赖非经营性损益，主要是长期股权投资及可供出售金融资产公允价值变动或处置带来的收益，存在一定波动；公司期间费用对主业利润侵蚀严重，费用控制能力有待加强。

2019 年，公司营业收入同比下降 12.15% 至 538.31 亿元，主要系食品业务和其他业务规模下降；同期，公司营业成本 422.30 亿元，同比下降 13.87%。2019 年，公司营业利润率为 20.43%，同比增加 1.73 个百分点。

2019 年，公司期间费用合计 112.22 亿元，同比变化不大，其中，销售费用为 51.06 亿元，管理费用为 32.16 亿元，财务费用为 21.58 亿元。2019 年，公司期间费用率为 20.85%，同比增加 2.55 个百分点。公司期间费用对主业利润侵蚀严重。

2019 年，公司资产减值损失为 8.39 亿元，主要包括坏账损失 1.86 亿元（主要为对其他应收款坏账损失）、2.32 亿元商誉减值损失（主要系对天津农垦保加利亚有限公司的 2.12 亿元减值损失）以及 1.71 亿元长期股权投资减值损失。同期，公司公允价值变动收益为 -1.32 亿元，包括投资性房地产公允价值损失 0.58 亿元和交易性金融资产公允价值减少 0.74 亿元。

2019 年，公司投资收益为 35.84 亿元，同比增加 13.00 亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益 14.39 亿元，其中包括天津中

环电子信息集团有限公司 5.60 亿元、中美天津史克制药有限公司 2.59 亿元、王朝酒业集团有限公司 1.55 亿元、奥的斯电梯（中国）投资有限公司 4.20 亿元；处置长期股权投资的收益 7.14 亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益 5.94 亿元、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益 3.70 亿元和借出资金、委托贷款、委托理财收益 2.06 亿元。

2019 年，公司营业外收入为 8.83 亿元，同比增加 6.51 亿元，主要包括政府补助 1.43 亿元和违约赔偿金 5.76 亿元。

2019 年，公司利润总额为 34.47 亿元，其中公允价值变动收益、投资收益、营业外收入及其他收益合计 47.61 亿元，同比有所增加，占当期利润总额的 138.11%。公司利润对非经营性损益尤其是投资收益高度依赖。

从盈利指标看，2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为 3.41% 和 3.21%，分别同比增加 1.06 个百分点和 1.78 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 96.09 亿元，同比下降 34.25%，实现利润总额 4.74 亿元，同比下降 56.83%。同期，公司营业利润率 23.13%，同比增加 1.90 个百分点。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金持续净流入，经营获现能力稳定，经营活动现金流量净额对投资净支出覆盖程度较高，对外筹资压力尚可。考虑到公司短期债务规模较大，短期偿债资金依赖对外筹资。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入为 831.48 亿元，同比略有下降，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 542.43 亿元；收到其他与经营活动有关的现金为 286.30 亿元，主要为经营相关的往来款。从收入实现质量看，2019 年公司现金收入比为 100.77，同比增加 5.00 个百分点，收入实现质量尚可。同期，公司经营活动现金流出为 773.96 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 410.69 亿元，支

付其他与经营活动有关的现金 291.29 亿元。2019 年，公司经营性净现金流为 57.51 亿元，同比略有增长，经营获现能力稳定。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入为 946.72 亿元，同比增加 419.69 亿元，其中收回投资收到的现金 806.39 亿元，同比增加 352.24 亿元。2019 年，公司投资活动现金流出为 1007.74 亿元，其中投资支付的现金为 793.79 亿元。同期，公司投资活动产生的现金流净额为-61.01 亿元，净支出规模增加 42.70 亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入为495.20亿元，以取得借款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金为主。同期，公司筹资活动现金流出为543.17亿元，其中偿还债务支付的现金503.76亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为39.41亿元。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-47.98亿元，净流出规模同比增加46.74亿元。

2020年1—3月，公司经营性现金流净额为-11.90亿元；现金收入比为107.27%；投资活动现金流净额为-3.30亿元，筹资活动现金流净额为-38.33亿元。

6. 母公司财务分析

公司本部经营业务规模很小，资产构成以长期股权投资和投资性房地产为主。跟踪期内，随着本部对地产项目和股权投资基金投资的增加以及津联集团划转，本部长股权投资快速增长，资产质量尚可；母公司有息债务持续增长，公开市场发行的债券规模大，整体债务负担很重，且跟踪期内短期债务占比进一步上升，短期偿债压力大；盈利主要来源于持有的子公司分红，财务费用对利润侵蚀利润严重，母公司持续亏损，偿债对再融资较为依赖。

截至2019年底，母公司资产总额为955.26亿元，同比增加62.23亿元。从资产构成看，流动资产占15.01%，非流动资产占84.99%。母公司流动资产主要为其他应收款（46.20亿元）和

存货（70.19亿元）；非流动资产主要为长期股权投资（441.65亿元，2019年增加对津联集团有限公司的投资）和投资性房地产（349.42亿元）。整体看，母公司资产流动性弱，资产质量尚可。

表 14 2019 年底公司本部其他应收款主要欠款情况
(单位：亿元)

单位名称	账面价值	账龄
天津泰津房地产开发有限公司	9.69	1 年以内
三亚新天房投资发展有限公司	7.69	1 年以内、1-2 年
盐城津信东方置业有限公司	8.26	1 年以内
天津渤海置业有限公司	8.00	1 年以内
唐山市信玉置业有限公司	3.72	1 年以内
合计	37.36	--

注：欠款单位均为公司子公司

资料来源：公司2019年审计报告

表 15 2019 年底公司本部主要长期股权投资标的情况
(单位：亿元、%)

单位名称	账面价值	持股比例
天津渤海文化产业投资有限公司	39.29	100.00
天津渤海医药产业结构调整股权投资基金有限公司	9.00	90.00
天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司	22.00	100.00
天津渤海轻工投资集团有限公司	21.13	10.00
天津渤海置业有限公司	10.00	100.00
天津市医药集团有限公司	40.91	100.00
天津食品集团有限公司	80.35	100.00
天津津联海河国有企业改革创新投资基金合伙企业（有限合伙）	7.99	79.90
天津渤海建设投资有限公司	9.99	100.00
天津渤海津谡产业结构调整股权投资基金有限公司	10.73	100.00
天津国有资产管理有限公司	12.60	100.00
津联集团有限公司	62.70	100.00

资料来源：公司2019年审计报告

截至2019年底，母公司负债总额为388.75亿元，较上年底略有下降；其中流动负债242.47亿元，主要为短期借款（90.30亿元）和一年内到期的非流动负债（126.18亿元）；非流动负债为146.28亿元，主要为应付债券（128.92亿元）；截至2019年底，母公司全部有息债务为361.40亿元，其中短期债务216.48亿元，长期

债务144.92亿元，短期债务占比进一步上升。母公司资产负债率为40.70%。截至2019年底，母公司所有者权益为566.51亿元，其中实收资本118.50亿元，资本公积446.11亿元。

2019年，母公司实现营业收入0.52亿元，期间费用合计13.18亿元，包括管理费用0.81亿元和财务费用11.82亿元。2019年母公司利润总额为-3.92亿元（2018年为-2.65亿元），其中，投资收益为8.43亿元，构成主要为下属子公司分红和权益核算的长期股权投资收益。

2019年，母公司经营活动现金流主要为收到和支付其他与经营活动有关的现金，经营活动现金流净额为-18.19亿元；母公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金24.50亿元，投资活动现金流净额为17.19亿元；筹资活动以取得借款、发行债券收到现金和偿还债务支付的现金为主，筹资活动现金流量净额为-16.56亿元。

7. 偿债能力

跟踪期内，从偿债指标来看，公司短期偿债指标进一步弱化，长期偿债指标有所改善，考虑到公司作为天津市大型产业投资及国有资产经营实体，获得政策和资金方面支持力度大，资本市场融资能力强等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为108.43%和66.77%，较上年底分别减少5.81个百分点和10.33个百分点。2019年，公司经营现金流动负债比为8.02%，同比略有上升。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为108.55%和69.50%；公司现金类资产/短期债务为0.56倍，短期偿债压力加重。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为83.24亿元，同比增长37.35%；EBITDA利息倍数为3.32倍，全部债务/EBITDA倍数为8.13倍，公司长期偿债能力尚可。

截至2020年3月底，公司本部获得各商业银行综合授信额度671.38亿元，尚未使用额度为213.00亿元，公司本部间接融资渠道较畅通。

截至2020年3月底，公司存在对外担保2笔，分别是对天津实发新源科技发展有限公司的4900万元和天津海鸥表业集团有限公司的2000万元的担保，到期日分别为2020年1月和2020年9月，均未出现逾期，被担保单位正常运营。

十一、存续期内债券偿还能力分析

1. 存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期债券余额合计306.80亿元，其中“16渤海国资债01/PR渤海01”和“16渤海国资债02/PR渤海02”均设有分期偿还条款；截至本报告出具日，公司194.60亿元应付债券将于一年内到期，本部存在较大集中兑付压力。

截至2020年3月底，公司现金类资产为255.76亿元，对一年内到期的债券的保障倍数为1.31倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为存续债券余额的2.71倍、0.19倍和0.27倍。截至报告出具日，由联合资信评级的债券“16渤海国资债01/PR渤海01”“16渤海国资债02/PR渤海02”“19津渤海MTN001”“19津渤海MTN002”“19津渤海CP001”“19津渤海CP002”“19津渤海CP003”“19津渤海CP004”“20津渤海MTN001”“20津渤海CP001”“20渤海国资债01/20津资01”余额合计132.80亿元，2019年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为上述存续债券余额合计的6.26倍、0.43倍和0.63倍。公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

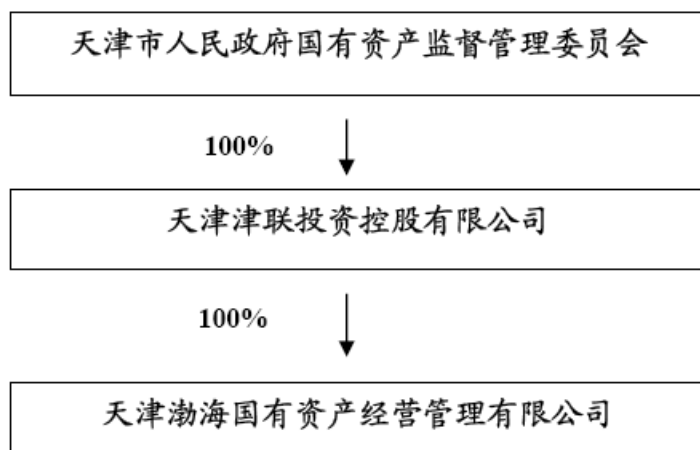
项 目	2019 年
一年内到期债券余额（含行权）	194.60
现金类资产/一年内到期债券余额	1.31
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.71
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.19
EBITDA/应付债券余额	0.27

资料来源：联合资信整理

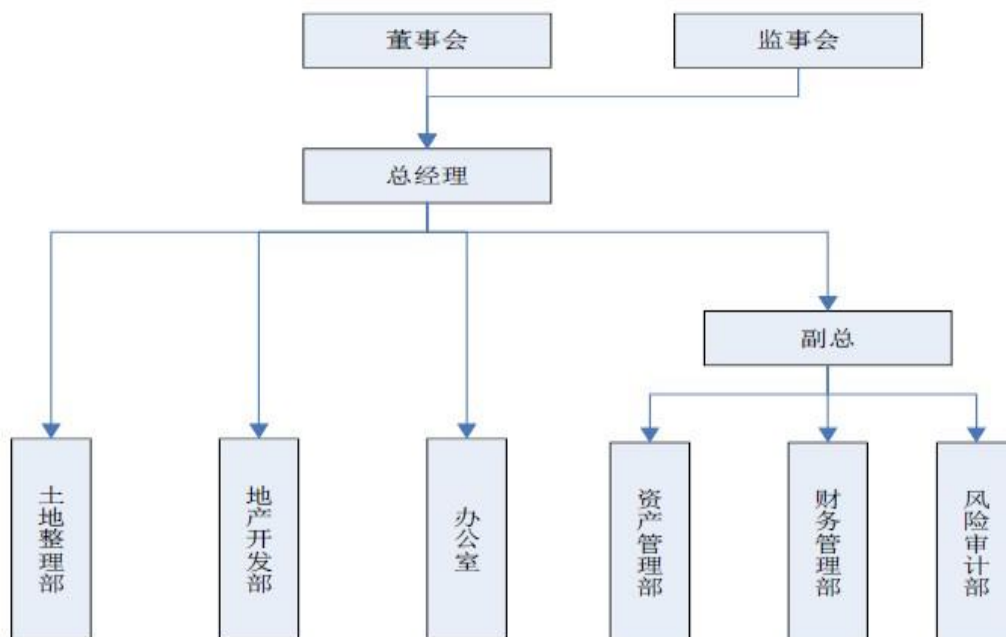
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“16 渤海国资债 01/PR 渤海 01”“16 渤海国资债 02/PR 渤海 02”“19 津渤海 MTN001”“19 津渤海 MTN002”“20 津渤海 MTN001”和“20 渤海国资债 01/20 津资 01”的信用等级为 AAA，“19 津渤海 CP001”“19 津渤海 CP002”“19 津渤海 CP003”“19 津渤海 CP004”和“20 津渤海 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	280.44	283.20	243.28	255.76
资产总额(亿元)	1790.50	1891.44	1872.36	1895.60
所有者权益(亿元)	798.77	820.10	862.51	871.90
短期债务(亿元)	367.14	412.53	420.92	448.31
长期债务(亿元)	246.66	275.74	256.09	252.95
全部债务(亿元)	613.80	688.27	677.00	701.26
营业收入(亿元)	568.98	612.74	538.31	96.09
利润总额(亿元)	25.97	21.11	34.47	4.74
EBITDA(亿元)	67.29	60.60	83.24	--
经营性净现金流(亿元)	66.19	54.71	57.51	-11.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.92	8.26	7.43	--
存货周转次数(次)	1.81	1.78	1.45	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.33	0.29	--
现金收入比(%)	102.48	95.77	100.77	107.27
营业利润率(%)	16.26	18.70	20.43	23.13
总资本收益率(%)	2.95	2.37	3.43	--
净资产收益率(%)	2.45	1.43	3.21	--
长期债务资本化比率(%)	23.59	25.16	22.89	22.49
全部债务资本化比率(%)	43.45	45.63	43.98	44.58
资产负债率(%)	55.39	56.64	53.93	54.03
流动比率(%)	111.69	114.24	108.43	108.55
速动比率(%)	73.83	77.10	66.77	69.50
经营现金流动负债比(%)	9.32	7.20	8.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.05	2.52	3.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.12	11.36	8.13	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中有息部分计入短期债务；3. 长期应付款中有息部分计入长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.97	42.35	18.14	21.58
资产总额(亿元)	890.96	893.03	955.26	961.86
所有者权益(亿元)	511.35	503.48	566.51	564.90
短期债务(亿元)	186.50	182.85	216.48	211.48
长期债务(亿元)	150.37	175.57	144.92	154.71
全部债务(亿元)	336.87	358.42	361.40	366.19
营业收入(亿元)	2.05	1.61	0.52	0.31
利润总额(亿元)	6.87	-2.65	-3.92	-1.28
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	47.91	-15.33	-18.19	6.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.01	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	9.28	498.13	5423.08	0.00
营业利润率(%)	45.53	95.74	84.62	96.77
总资本收益率(%)	0.75	-0.29	0.92	--
净资产收益率(%)	1.35	-0.54	-0.68	--
长期债务资本化比率(%)	22.72	25.86	20.37	21.50
全部债务资本化比率(%)	39.71	41.59	38.95	39.33
资产负债率(%)	42.61	43.62	40.70	41.27
流动比率(%)	77.07	76.40	59.13	61.17
速动比率(%)	39.89	37.34	30.18	30.60
经营现金流流动负债比(%)	21.11	-7.21	-0.81	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. EBITDA 因部分数据无相关统计无法计算；3. 销售债权周转次数因无应收账款及应收票据数据无法计算

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	辽宁省国有资产经营有限公司	镇江国有投资控股集团有限公司	台州市椒江区国有资产经营有限公司	天津渤海国有资产经营管理有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	2019 年			
综合毛利率（%）	14.96	12.44	39.87	19.91
销售债权周转次数（次）	11.63	7.41	6.97	7.43
财务数据时点	2019 年			
资产总额（亿元）	454.12	569.13	506.63	1872.36
所有者权益（亿元）	239.60	246.21	184.00	862.51
营业收入（亿元）	204.68	110.65	124.39	538.31
利润总额（亿元）	8.49	6.52	6.98	34.47
经营活动现金流净额（亿元）	10.90	14.03	10.40	57.51
资产负债率（%）	47.24	56.74	63.68	53.93

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-4 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