

信用等级公告

联合〔2019〕1615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
有限公司及及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主体长期信用等级为
AAA，“15 津渤海 MTN001”“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”和“19 津渤
海 MTN002”信用等级为 AAA，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跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

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/PR 渤海 01	24 亿元	2023/04/18	AAA	AAA
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	5.4 亿元	2026/04/18	AAA	AAA
19 津 渤 海 MTN001	15 亿元	2022/04/11	AAA	AAA
19 津 渤 海 MTN002	15 亿元	2022/03/28	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	216.23	280.44	283.32	298.16
资产总额(亿元)	1688.72	1790.50	1891.44	1881.42
所有者权益(亿元)	785.74	798.77	820.10	825.58
短期债务(亿元)	212.97	367.14	412.53	399.88
长期债务(亿元)	354.52	246.66	275.74	298.18
全部债务(亿元)	567.49	613.80	688.27	698.06
营业收入(亿元)	488.85	568.98	612.74	146.15
利润总额(亿元)	24.99	25.97	21.11	10.98
EBITDA(亿元)	57.69	67.29	60.60	--
经营性净现金流(亿元)	41.60	66.19	54.71	3.16
营业利润率(%)	16.49	16.26	18.70	18.53
净资产收益率(%)	2.29	2.45	1.43	--
资产负债率(%)	53.47	55.39	56.64	56.12
全部债务资本化比率(%)	41.94	43.45	45.63	45.82
流动比率(%)	141.89	111.69	114.24	116.55
经营现金流动负债比(%)	8.06	9.32	7.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.12	11.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	3.05	2.52	--

注: 1. 2019 年一季度财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中融资回购款计入短期债务, 长期应付款中有息债务利息计入长期债务

评级观点

联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)对天津渤海国有资产经营管理有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了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“天津国资委”)对所属国有资产进行经营管理, 作为融资主体以市场方式进行资本运作, 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。公司在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, 得到天津市政府大力支持, 积极拓展多元化业务。跟踪期内, 公司各板块运营稳定, 带动收入稳定增长, 盈利能力有所增强。同时, 联合资信也关注到公司下属子公司众多, 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、期间费用侵蚀主业利润等因素可能对公司信用水平造成不利影响。

未来, 随着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不断提升, 公司有望继续得到天津市政府的大力支持, 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的主体长期信用等级为 AAA, “15 津渤海 MTN001” “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” 和 “19 津渤海 MTN002” 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, 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。
2. 跟踪期内, 公司各主营业务运行稳定, 带动收入稳定增长, 盈利能力有所增强, 经

分析师

魏铭江 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

营性现金流状况良好。

3. 公司现金类资产充裕, 可供出售金融资产流动性较强, 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. 公司以土地及房地产为主的存货和其他应收款持续增长, 对运营资金形成较大占用。母公司资产流动性偏弱, 短期偿债压力较大。
3. 公司期间费用持续高企对主业利润影响大, 整体利润水平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责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于天津渤海国有资产经营管理有限责任公司主体长期信用及“15 津渤海 MTN001”“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”和“19 津渤海 MTN002”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责任公司（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 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 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 2019 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 2018 年底，公司资产总额为 1891.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益 168.78 亿元）820.10 亿元；2018 年，公司实现营业收入 612.74 亿元，利润总额 21.11 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1881.42 亿元，所有者权益 825.58 亿元（含少数股东权益 168.05 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 146.15 亿元，利润总额 10.98 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，公司存续期内债券包括 30 亿元“15 津渤海 MTN001”、30 亿元“16 渤海国资债 01/PR 渤海 01”、5.4 亿元“16 渤海国资债 02/PR 渤海 02”、15 亿元的“19 津渤海 MTN001”和 15 亿元“19 津渤海 MTN002”，募集资金均用于偿还贷款和补充流动资金且已全部使用完毕，跟踪期内，上述债券均已正常付息。

表 1 截至本报告期公司存续期债券情况

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/PR 渤海 01	30.00	24.00	2016/04/18	2023/04/18
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	6.00	5.40	2016/04/18	2026/04/18
19 津渤海 MTN001	15.00	15.00	2019/04/11	2022/04/11
19 津渤海 MTN002	15.00	15.00	2019/03/28	2022/03/28

资料来源：wind 资讯

注：19 津渤海 MTN001 和 19 津渤海 MTN002 未到付息日

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%。2018 年,全国居民人均可支配收入 28228 元,同比名义增长 8.7%,扣除价格因素实际增长 6.5%,增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018 年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年,中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元,同比增加 9.7%,增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元,同比增速分别为 7.1%和 12.9%,较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元,较 2017 年有所减少。从贸易方式来看,2018 年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(57.8%)较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看,2018 年,中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元,同比增长 13.3%,中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动中国外贸增长的新动力。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,进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度,受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,中国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度,中国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP)21.3 万亿元,同比实际增长 6.4%,

增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PPIRM 企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施建设投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年,国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展,2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速有望持续企稳,其中,基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用,基础设施补短板力度将有所加大,投资增速有望持续企稳回升;制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速,为制造业投资增长提供重要支撑,但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响,制造业投资仍有继续回落的可能;中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长,但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化,在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,中国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长,但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增

长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

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。

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

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。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

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。

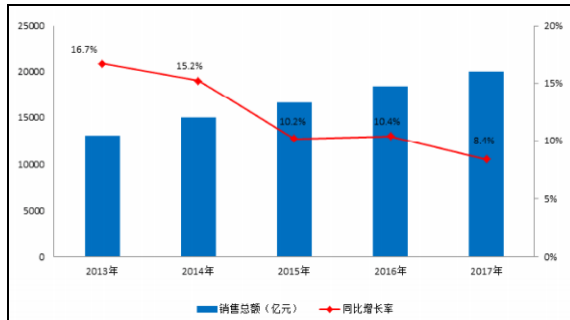
2. 医药商业

（1）行业概况

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，2013-2016 年，中国药品流通行业销售规模增速已从 16.7% 下降至 10.4%，但仍高于中国 GDP 的增速。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。

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》

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”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。

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显改进)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
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 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
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
2018 年 4 月	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自2018年5月1日期，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税将为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员《关于优化药品注册审评审批有	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序

	关事宜的公告》	病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请;基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	
2018年6月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市,符合本规定要求的,实施简化审批,可仅提供药学及非临床安全性研究资料,免报药效学研究及临床试验资料,申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性,更好地满足中医临床使用经典名方的需要,有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录(2018年版)》	目录品种有原来的520种增加到685中,包括417种化学药/生物药、268种中成药,新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构,保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求,提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法(征求意见稿)》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款,并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》	选取了31中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	仿制药价格大幅下降,缓解医保压力,行业集中度进一步提升
2018年12月	国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	将制订辅助用药目录,明确医疗机构辅助用药范围,对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控	有利于控制辅助用药滥用现象,提高合理用药水平

资料来源:联合资信整理

(2) 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。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。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药,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。

一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，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。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

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。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

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。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，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）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，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、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，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，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。

（4）区域经济环境

根据《2018 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，天津市生产总值（GDP）18809.64 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 172.71 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 7609.81 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 11027.12 亿元，增长 5.9%。三次产业结构为 0.9:40.5:58.6。

2018 年天津市一般公共预算收入 2106.19 亿元。其中，税收收入 1624.84 亿元，占一般公共预算收入的比重为 77.2%，比上年提高 7.7 个百分点。从主体税种看，增值税 698.43 亿元，

增长 6.70%；企业所得税 319.51 亿元，增长 3.10%；个人所得税 129.78 亿元，增长 11.4%。全年一般公共预算支出 3104.53 亿元。其中，社会保障和就业支出 504.08 亿元，增长 9.70%；教育支出 446.67 亿元，增长 3.3%。

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 2019 年 3 月底，公司注册资本为 118.50 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. 企业规模及竞争力

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的公司。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，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”，持股比例为 100%）、天津食品集团有限公司（以下简称“食品集团”，持股比例为 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，持股比例为 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，持股比例为 50.79%）3 家上市公司。截至 2019 年 3 月底，医药集团所持上述 3 家上市公司股权均未质押。

公司作为国有资产管理公司，主要代表天津市政府和天津市国资委投资和管理相关国有

资产，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。总体看，公司业务多元化，资产规模大，抗风险能力强。

3. 政府支持

公司作为天津市重要的国有资产运营管理主体，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，业务也涵盖了医药、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。公司的控股股东津联控股多次对公司增资 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。2018 年，公司获得政府补助为 2.15 亿元。

总体看，跟踪期内，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

八、重大事项

无偿划转国机汽车股份有限公司 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。

根据国机汽车 2018 年 7 月 17 日发布的公告，上述股权过户登记手续已办理完毕，划转已完成。

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，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。

2018 年，公司实现营业收入 612.74 亿元，同比增长 7.69%，主要来自其他业务中的产品商品销售及工程业务增长。分板块来看，2018 年，医药生产和流通板块实现营业收入分别为 80.87 亿元和 71.94 亿元，占营业收入的比重分别为 13.20% 和 11.74%，其中医药生产收入同比

增长主要系医药集团下属的销售公司积极应对两票制，加强学术推广深度等销售模式，使得当期收入同比保持快速增长；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。2018 年食品业务营业收入为 307.65 亿元，同比下滑 12.85%，主要系食品业务中工业、建筑业及服务业收入下滑所致。食品业务收入占营业收入比重为 50.21%，同比下降 11.83 个百分点。2018 年公司其他业务板块营业收入为 152.28 亿元，同比提升 99.34%，主要系产品商品销售及工程业务收入大幅提升所致。2019 年一季度，公司实现营业收入 146.15 亿元，同比增长 57.88%，其中医药生产及医药流通板块收入分别为 22.31 亿元和 18.38 亿元，同比均变化不大；受益于商业收入提高，食品业务同比增长 63.03% 至 73.12 亿元；其他业务收入 32.34 亿元，同比增加 24.22 亿元。

从毛利率来看，受益于毛利率较高的医药生产板块收入增长及其他业务毛利率提升，2018 年公司毛利率较上年提升 2.86 个百分点。分板块来看，医药生产毛利率稳步提升，2018 年为 65.23%，同比上升 5.14 个百分点；医药流通毛利率持续提升，2018 年为 8.55%；食品业务毛利率持续下滑，2018 年为 11.91%，同比略降；其他业务毛利率波动增长，2018 年为 17.65%，同比提升 3.53 个百分点。2019 年一季度，除其他业务毛利率同比有所提升外，公司其他各板块毛利率同比均有所下滑，公司综合毛利率同比下滑 3.42 个百分点至 19.37%。

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	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
医药生产	56.25	63.69	80.87	22.31	53.69	60.09	65.23	63.33
医药流通	78.54	75.91	71.94	18.38	7.03	7.84	8.55	8.43
食品业务	232.38	353.01	307.65	73.12	13.22	12.01	11.91	11.30
其他业务	121.68	76.37	152.28	32.34	15.66	14.12	17.65	13.51
总计	488.85	568.98	612.74	146.15	17.49	17.12	19.98	19.37

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。截至 2018 年底，医药集团总资产 550.91 亿元，净资产 232.20 亿元；2018 年，医药集团实现收入 214.89 亿元，净利润 7.25 亿元。

在医药生产方面，公司主要生产中成药、化学制剂药和化学原料药。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、三级子公司和

参股公司共有 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。

表 5 近年公司医药生产业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	56.25	63.69	80.87
中成药	25.88	27.30	30.75
化学制剂药	18.48	27.40	41.03
化学原料药	11.89	8.99	9.09
毛利率	53.69	60.09	65.23
中成药	69.01	71.61	70.28
化学制剂药	54.06	59.60	69.97
化学原料药	19.76	26.59	26.73

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。医药集团已完成 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 2019 年 3 月底，医药集团累计拥有有效专利 1286 个，其中发明专利 775 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、乐仁堂和隆顺榕在内的多个老字号。

截至 2019 年 3 月底，医药集团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。

公司中成药板块近年销售收入逐年增长，毛利率保持平稳，2018 年公司中成药营业收入为 30.75 亿元；同比增长 12.64%，同期，中成药毛利率为 70.28%，同比略有下降。

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。

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，2018 年累计销售 391.40 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，销量同比提升 6.04%；紫龙金片是中新药业下属全资子公司隆顺榕的主要产品，2018 年销售 3062.70 万片，同比下滑 30.76%，主要系中标量下滑所致；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，2018 年销售 527.00 万瓶，

同比增长 3.52%；痹祺胶囊是达仁堂的主要产品，用于治疗类风湿性关节炎，2018 年销售 666.90 万盒，同比增长 17.47%。

公司生产的大多数中成药均被列入国家基本药品目录中，许多产品为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	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
速效救心丸（万条）	367.60	394.10	369.10	391.40
通脉养心丸（万瓶）	533.70	563.00	509.10	527.00
紫龙金片（万片）	4675.70	3356.30	4423.00	3062.70
痹祺胶囊（万盒）	587.60	677.80	567.70	666.90
麻仁软胶囊（万粒）	12163.40	13307.50	11228.50	12816.90
清肺消炎丸（万粒）	168825.20	186845.00	160587.00	197886.00

资料来源：公司提供

化学制剂药

化学制剂药是公司医药集团第二大产品类型。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；片剂主要为天力生制药吡达帕胺片；制剂主要为天津生物化学制药有限公司生产的肝素钠等。

公司化学制剂药主打产品之一“寿比山”牌吡达帕胺片是市场上较为成熟的抗高血压知名品牌药品，在吡达帕胺领域市场占有率达 70.00%，2018 年销量为 72016.90 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，2018 年销售 1082.50 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，2018 年销售 542.60 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 2018 年销售 13515.00 万片。

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。2018 年，公司化学制剂药营业收入为 41.03 亿元，同比增长 49.74%，同期，毛利率为 69.97%，同比上升 10.37 个百分点。

表 7 2018 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
吡达帕胺片（万片）	71455.30	72016.90
特子社复针（万支）	1228.50	1082.50
阿德福韦片（万片）	962.00	542.60
头孢地尼分散片（万片）	17167.40	13515.00
醋酸泼尼松片（万片）	122285.60	106774.40
丁酸氢化可的松乳膏（万支）	499.30	447.50

资料来源：公司提供

化学原料药

化学原料药方面，金耀集团所生产的化学原料药主要包括皮质激素类原料药和氨基酸原料药。金耀集团的医药业务全部集中在其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。

公司化学原料药板块近年销售收入有所波动，同时毛利率逐年上升，主要系原材料采购成本下降较快所致。2018 年，公司化学原料药营业收入为 9.09 亿元，同比略有增长，同期，毛利率为 26.73%，同比持平。

（2）医药流通

受两票制影响及医药流通环节有所调整，公司医药流通收入逐年下降，2018 年公司医药流通收入为 71.94 亿元，同比下降 5.23%，毛利

率为 8.55%，同比提升 0.71 个百分点；2019 年一季度，医药流通收入 18.38 亿元，同比变化不大，毛利率同比小幅下滑至 8.43%。

公司下属主要医药流通企业太平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医药企业。

随着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业务影响有限，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。截至2018年底，食品集团资产总额402.59亿元，所有者权益137.22亿元，2018年实现营业收入307.65亿元，净利润6.37亿元。

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。

农业板块主要为种植、养殖等，通过超市、批发市场、零售网点进行销售。

工业板块主要包含宝德包装和兴华织造等，其中奶业为重点业务。农垦奶业包括奶牛饲养、牛奶加工及销售、奶牛育种、奶牛防疫治病、乳品质量监测检验、奶牛饲料生产等，形成了奶牛产业化一条龙体系，对8个国有农场的16个国有奶牛场进行统一管理，经营实体主要包括天津嘉立荷牧业有限公司和天津海河乳业有限公司。

食品集团的商业板块是以食品生产、冷链物流、现代分销与专业市场为主导产业，以食品科研、职业教育、进出口贸易、商业连锁、餐饮服务、仓储运输等为重要支撑的业务模式。食品集团拥有冷库4座，冷藏容量近7万吨、上万平方米以上大型零售商业2家、产品销售终端达6300个，拥有“迎宾”“利民”“桂顺斋”“起士林”等一批久负盛名的食品老字号，在市场上具有很高的知名度、信誉度。

建筑业板块主要由房地产业务和建筑业务两部分构成，其中食品集团房地产业务主要包括金地艺城华府、宝坻圣缇湾、仕林苑、红旗保障房和解放南路35#地块住宅等项目的开发和销售。

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。近年来，壳牌华北加快发展速度，天津地区加油站累计达到70余家。上游采购主要通过壳牌中国进行，通过加油站销售给加油车辆。

2018年，食品板块实现营业收入307.65亿元，同比下滑12.85%，主要系食品业务中工业、建筑业及服务业收入下滑所致，该业务板块占公司营业收入的比重为50.21%。

表8 食品业务收入情况（单位：亿元）

食品业务	2016年	2017年	2018年
农业	15.89	12.01	16.75
工业	39.36	65.45	38.94
商业	147.49	203.60	226.62

建筑业	25.53	38.12	15.81
服务业	4.11	33.83	9.53
合计	232.38	353.01	307.65

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。2018年公司其他业务板块的收入为152.28亿元，同比增加75.91亿元，毛利率为17.65%，同比上升3.53个百分点。

（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，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；手表业务为天津海鸥表业集团有限公司（以下简称“海鸥手表”），海鸥手表每年可分别生产机械表机芯六百万件及腕表一百万块，超过90%的海鸥产品拥有自主研发的知识产权，在中国的10多个大中型城市共拥有超过20家专卖店。

2018年公共事业板块实现营业收入49.30亿元，同比变化不大。

表9 津联集团业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	2016年	2017年	2018年
公用设施	30.56	33.48	33.70
机电	8.22	9.76	10.70
手表	5.07	4.60	3.80
酒店	0.93	1.01	1.10
其他	2.22	2.18	0.00
合计	47.00	51.03	49.30

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%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。

2018年，公司无新增土地收储，完成土地出让91亩，出让总金额27亿元，土地整理成本及增值收益返还10亿元。2019年计划完成2户企业土地出让，涉及土地796.02亩，实现土地出让金16.10亿元。截至2019年3月底，公司累计收购土地9100亩，出让土地4745亩，尚未出让4355亩。

总体看，公司土地收储业务对公司资金占用规模较大，土地出让进度受政府规划影响周期较长，但该项业务的资金回收风险很小，收益较为稳定。

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。

5. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数有所上升，存货周转次数有所下降，总资产周转次数保持稳定，2018年分别为8.26次、1.78次和0.33

次，总体看，公司经营效率尚可。

6. 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

公司提供的2018年的财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司2019年一季度报表未经审计。

合并范围方面，2018年公司合并范围新增4家主体，8家主体不再纳入合并范围。截至2018年底，公司合并范围一级子公司15家，二级子公司131家。公司合并范围内变化的子公司规模均较小。总体看，公司近三年财务数据具有较强的可比性。

截至2018年底，公司资产总额为1891.44亿元，所有者权益（含少数股东权益168.78亿元）820.10亿元；2018年，公司实现营业收入612.74亿元，利润总额21.11亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1881.42亿元，所有者权益825.58亿元（含少数股东权益168.05亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入146.15亿元，利润总额10.98亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额1891.44

亿元，其中流动资产占 45.88%，非流动资产占 54.12%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 867.72 亿元，构成以货币资金（占 30.36%）、其他应收款（占 15.98%）和存货（占 32.51%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 263.46 亿元，以银行存款为主（249.99 亿元），受限资金 4.18 亿元，主要是保证金，占货币资金比重为 1.59%，公司可支配货币现金占比较高，资金充裕。

截至 2018 年底，公司应收账款 64.58 亿元，同比略有增长。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额 73.89 亿元，计提坏账准备 9.31 亿元，计提比例为 12.60%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 71.29 亿元，其中 1 年以内的占 71.30%，1~2 年的占 9.32%，2~3 年的占 4.26%，3 年以上的占 15.12%。应收账款中前五位单位合计 6.23 亿元，占应收账款原值的 8.43%，集中度低。

表 10 2018 年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	1.86
天津市第三医院	1.38
天津医科大学总医院	1.16
山东省高唐蓝山集团总公司	1.11
天津市肿瘤医院	0.73
合计	6.23

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要是预付货款、预付工程款。截至 2018 年底，公司预付款项 34.20 亿元，同比增长 28.80%，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。

公司其他应收款主要是关联方借款和往来款。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 153.23 亿元，计提坏账准备 14.60 亿元，账面价值 138.63 亿元，同比上升 18.34%，构成主要为往来款。按组合计提坏账准备的其他应收

款账面原值 147.45 亿元，其中 1 年以内的占 61.57%，1~2 年的占 7.23%，2~3 年的占 4.02%，3 年以上的占 27.18%（计提比例为 28.08%），账龄较长。其他应收款前五名单位合计 41.53 亿元，占其他应收款账面原值的 27.10%，集中度一般。

表 11 2018 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
天津国恒投资控股有限公司	15.30
天津物产化轻国际贸易有限公司	10.00
保障房公司—兰江新苑房款（兰江新苑项目）	7.23
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	41.53

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货原值 285.56 亿元，计提跌价准备 3.48 亿元，账面价值 282.09 亿元，同比上升 4.96%，主要系原材料上升；公司存货主要由土地整理成本（原值 83.00 亿元）、自制半成品及在产品（原值 83.62 亿元）、库存商品（原值 58.66 亿元）和原材料（原值 25.18 亿元）等构成。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 51.47 亿元，同比增长 53.61%，主要系委托贷款和理财产品分别同比增加 6.57 亿元 7.22 亿元所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产主要由委托贷款（31.34 亿元）、待抵扣进项税及预缴税款（9.71 亿元）和理财产品（9.88 亿元）构成。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产共计 1023.72 亿元，主要由可供出售金融资产（占 14.28%）、长期股权投资（占 16.83%）、投资性房地产（42.14%）、固定资产（占 14.12%）等构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 146.22 亿元，同比下降 11.87%，主要系公司子公司天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司（以下简称“渤海信息投资基金”）减持了天津中环半导体股份有限公司 0.51%股权

(目前渤海信息投资基金持有中环股份 9.64%，为其第二大股东)以及公司本部于 2018 年 5 月将持有的国机汽车 6.24%的股权无偿划转至天津津鼎。公司可供出售金融资产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、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 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。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 172.29 亿元，同比增长 3.48%。2018 年公司对合营企业投资 1.17 亿元，同比减少 0.57 亿元，对联营企业投资 179.72 亿元，同比增加 8.87 亿元，其中主要包括新增对天津药物研究院有限公司的 7.09 亿元投资(权益法确认投资收益 0.54 亿元)和对天津市渠阳水务有限公司的 1.60 亿元投资。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 431.40 亿元，同比增长 6.60%，主要为公司持有的 2.5 万亩盐田(账面价值 345.12 亿元)，采用公允价值计量。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。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 2018 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 2018 年底，公司固定资产 144.52 亿元，同比增长 3.28%，公司固定资产原值 230.87 亿元，主要包含房屋建筑物(占 57.89%)和机器设备(占 33.22%)等，公司累计折旧 84.28 亿元，减值准备 2.07 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 36.89 亿元，同比下降 10.84%，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 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 13.15 亿元，占公司资产总额的 0.70%，主要为受限货币资金 4.18 亿元和固定资产 6.11 亿元。公司受限资产规模不大，具体明细见下表：

表 12 截至 2018 年底公司资产受限情况(单位：亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.18	信用保证金、担保保证金、定期存款等
应收票据	0.37	开具银行承兑汇票票据质押
应收账款	0.98	附追索权的保理
在建工程	1.23	银行借款的抵押
固定资产	6.11	银行借款的抵押
无形资产	0.28	银行借款的抵押
总计	13.15	--

资料来源：公司 2018 年财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1881.42 亿元，较 2018 年底略有下降，其中流动资产占 44.47%，非流动资产占 55.53%，资产结构较 2018 年变动不大。截至 2019 年 3 月底，公司存货 256.30 亿元，较 2018 年底下降 9.14%；其他流动资产 32.07 亿元，较 2018 年底下降 37.69%；长期股权投资 202.50 亿元，较 2018 年底增长 17.53%。

总体看，跟踪期内，公司资产构成以非流动资产为主；流动资产中货币资金充裕，其他应收款和存货对资金形成一定占用。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，可供出售金融资产且流动性较强，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 1071.34 亿元，同比增长 8.03%，主要来自流动负债的增长。公司负债以流动负债为主，截至 2018 年底，流动负债占 70.90%，非流动负债占 29.10%。

截至 2018 年底，公司流动负债 759.57 亿元，同比增长 6.99%，主要来自短期借款的增长。流动负债主要由短期借款（占 35.23%）、应付账款（占 11.03%）、预收款项（占 10.13%）、其他应付款（占 20.39%）、一年内到期的非流动负债（占 17.94%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 267.63 亿元，同比上升 11.98%，主要系信用借款同比大幅上升 128.55%至 212.17 亿元所致。公司短期借款主要由信用借款（占 79.28%）和保证借款（占 19.19%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款 154.85 亿元，同比增长 2.32%，主要为公司与部分国有企业或单位的往来拆借款（占 56.99%）和补偿款（占 17.55%）；其他应付款余额前五大客户占 11.38%，集中度低。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 136.29 亿元，同比增长 15.59%，主要由一年内到期的长期借款（占 18.54%）和一年内到期的应付债券（占 81.27%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债 311.77 亿元，同比上升 10.63%，主要系公司发行债券和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 27.04%）和应付债券（占 56.25%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 84.30 亿元，同比上升 7.47%，主要包含信用借款 92.16 亿元和保证借款 14.08 亿元，其中一年内到期的长期借款为 25.29 亿元。

截至 2018 年底，公司应付债券 175.37 亿元，同比增长 6.09%，截至 2018 年底，公司存续债券包含中期票据 156.26 亿元、公司债 35.91 亿元、超短融 67.00 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，其中一年内到期的部分为 110.84 亿元。

截至 2018 年底，公司全部债务为 688.27 亿元，同比增长 12.13%，其中短期债务占比为 59.94%，长期债务占比为 40.06%，公司有息债务结构以短期债务为主。截至 2018 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 56.64%、25.16%和 45.63%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 1055.85 亿元，较 2018 年底下降 1.45%，其中流动负债 717.90 亿元（占 67.99%），非流动负债 337.94 亿元（占 32.01%）。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 698.06 亿元，较 2018 年底略有上升。其中，短期债务占 57.28%，长期债务占 42.72%；公司债务仍以短期债务为主，债务结构较 2018 年底变化不大。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 56.12%、26.53%和 45.82%，较 2018 年底基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司负债以流动负债为主，短期债务规模持续上升，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 820.10 亿元（含少数股东权益 168.78 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 18.19%、资本公积占 68.59%、未分配利润占 9.92%。

截至 2018 年底，公司实收资本为 118.50 亿元，同比增加 0.05 亿元，主要系公司控股股东津联控股增资所致。

截至 2018 年底，公司资本公积为 446.77 亿元，同比有所增长，主要系食品集团土地补偿款 8.32 亿计入资本公积所致。截至 2018 年底，其他综合收益 18.91 亿元，同比增长 30.53%，主要系食品集团将部分非投资性房地产转为投资性房地产产生的评估增值所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 825.58 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变动不大，其中股本和资本公积合计占比较大，所有者权益稳定性尚可。

3. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入612.74亿元，同比增长7.69%；同期公司营业成本490.32亿元，同比增长10.62%。2018年公司营业利润率为18.70%，期间费用对利润侵蚀影响大。

2018年公司期间费用112.11亿元，同比上升17.45%，主要系销售费用和管理费用增加所致。2018年，公司期间费用率为18.30%，2018年有所上升。

2018年，公司资产减值损失为8.65亿元，主要包括3.12亿元坏账损失、3.14亿元长期股权投资减值损失。

2018年，公司公允价值变动收益为0.70亿元，主要为投资性房地产公允价值变动收益。

2018年公司投资收益22.85亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益8.00亿元、处置长期股权投资的收益6.26亿元和可供出售金融资产持有期间取得的投资收益3.53亿元。

公司营业外收入主要包括政府补助、非流动资产处置利得及其他。2018年，公司营业外收入为2.32亿元，同比下降50.68%，主要系部分政府补助调整到其他收益所致。

2018年，公司非经营性损益（主要包括公允价值变动收益、投资收益、营业外收入及其他收益）为26.89亿元，占当期利润总额的127.35%，公司利润对非经营性损益依赖大。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.37%和1.43%，分别同比下降0.58个百分点和1.02个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业收入146.15亿元，同比上升57.88%，实现利润总额10.98亿元，同比上升72.64%。同期，公司营业利润率18.53%，同比持平。

总体看，跟踪期内，公司营业收入持续增长，利润水平高度依赖非经营性损益，期间费用对利润侵蚀影响大，费用控制能力有待加强。

4. 现金流分析

经营活动方面，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2018年，公司经营活动现金流入量为841.53亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为586.83亿元；收到其他与经营活动有关的现金为252.66亿元，主要为经营相关的往来款。从收入实现质量看，公司现金收入比三年加权均值为100.00%，2018年为95.77%，收入实现质量一般。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为453.17亿元，支付其他与经营活动有关的现金为251.87亿元，主要为支付的往来款。2018年，公司经营活动产生的现金流净额为54.71亿元，同比下降17.35%，主要系当期支付的往来款有所上升所致。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要以收回投资收到的现金为主。2018年，公司投资活动现金流入为527.04亿元，其中收回投资收到的现金为454.15亿元。公司投资活动现金流出以投资支付的现金为主，2018年为545.34亿元，其中投资支付的现金为485.83亿元。2018年，公司投资活动产生的现金流净额为-18.31亿元，2018年投资活动现金流为负主要系当期投资支付的金额较大所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以取得借款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金为主，2018年为667.81亿元，其中取得借款收到的现金362.26亿元，发行债券收到的现金为175.00亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为125.49亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金为主，2018年为669.05亿元，其中偿还债务支付的现金472.11亿元，支付其他

与筹资活动有关的现金为162.86亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.24亿元，净流出规模同比大幅下降。

2019年1-3月，公司经营性现金流入量221.77亿元，经营性现金流净额3.16亿元；现金收入比为104.34%；投资活动现金流净额-1.26亿元，筹资活动现金流净额为23.61亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力稳定，经营活动现金净额均能满足投资活动支出需求。

5. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为893.03亿元，同比变化不大。从资产构成看，流动资产占18.18%，非流动资产占81.82%。母公司流动资产为162.37亿元，以货币资金（占26.08%）和存货（占51.12%）为主；非流动资产为730.65亿元，以长期股权投资为主（占47.28%）和投资性房地产（占47.83%），整体看，母公司资产流动性偏弱，资产质量尚可。

截至2018年底，母公司负债总额为389.55亿元，其中流动负债212.54亿元，以其短期借款（占33.55%）和一年内到期的非流动负债（占52.48%）为主；非流动负债为177.01亿元，主要包括应付债券155.37亿元；截至2018年底，母公司全部有息债务规模为374.49亿元。其中短期债务182.85亿元，长期债务191.64亿元，母公司资产负债率为43.62%。母公司整体债务负担尚可，但短期偿债压力较大。

截至2018年底，母公司所有者权益为503.48亿元，其中实收资本118.50亿元，资本公积378.72亿元，盈余公积1.36亿元，未分配利润6.04亿元，母公司所有者权益结构稳定性较好。

2018年，母公司实现营业收入1.61亿元，期间费用合计12.47亿元，包括管理费用0.62亿元和财务费用11.85亿元。2018年母公司利润总额为-2.65亿元，同比下降56.82%至8.16亿元，主要构成为下属子公司分红。

2018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，母公司经营活动现金流净额为-15.33亿元；母公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金11.92亿元，而当期投资活动流出主要为投资支付的现金27.41亿元，使得投资活动现金流净额为-15.43亿元；筹资活动以取得借款、发行债券收到的现金和偿还债务、分配股利、利润等支付的现金为主，筹资活动现金流量净额为3.15亿元。

整体看，跟踪期内，母公司经营业务规模较小，资产构成以长期股权投资和投资性房地产为主，资产质量一般；母公司负债以短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券为主，有息债务主要是长/短期借款及发行的债券，整体债务规模偏重；盈利主要来源于持有的子公司的分红；母公司投资活动现金支出规模较大，仍存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率为114.24%，同比略有上升，速动比率为77.10%，同比有所下降。同期，公司经营现金流对负债比为7.20%，同比有所下降。考虑到流动资产中应收账款、其他应收款及存货占比相对较大，公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为60.60亿元，同比下降9.93%；公司EBITDA利息倍数为2.52倍，同比有所下降；公司全部债务/EBITDA倍数为11.36倍，同比有所上升。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年底，公司本部获得各商业银行综合授信额度206.50亿元，尚未使用额度为63.51亿元，公司本部间接融资渠道较畅通。

截至2019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2019年6月13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

级展望为稳定。

公司作为天津市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

截至报告出具日，公司一年内到期的债券余额合计为 85.00 亿元，为公司于 2015 年 3 月发行的 5 年期中期票据“15 津渤海 MTN001”30.00 亿元以及五期超短期融资券合计 55 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 298.16 亿元，为一年内到期的债券余额的 3.51 倍。

截至报告出具日，公司应付债券余额合计 215.40 亿元。2018 年底，公司经营活动现金流入量和净额分别为 841.53 亿元和 54.71 亿元，分别为公司应付债券余额的 3.91 倍和 0.25 倍；同期，公司 EBITDA 为 60.60 亿元，为公司应付债券余额的 0.28 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强；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）

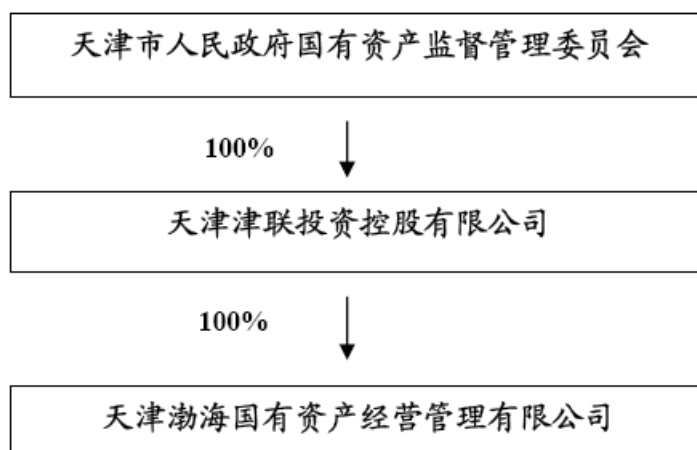
项目	2018 年
一年内到期债券余额	85.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.51
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.91
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.25
EBITDA/应付债券余额	0.28

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

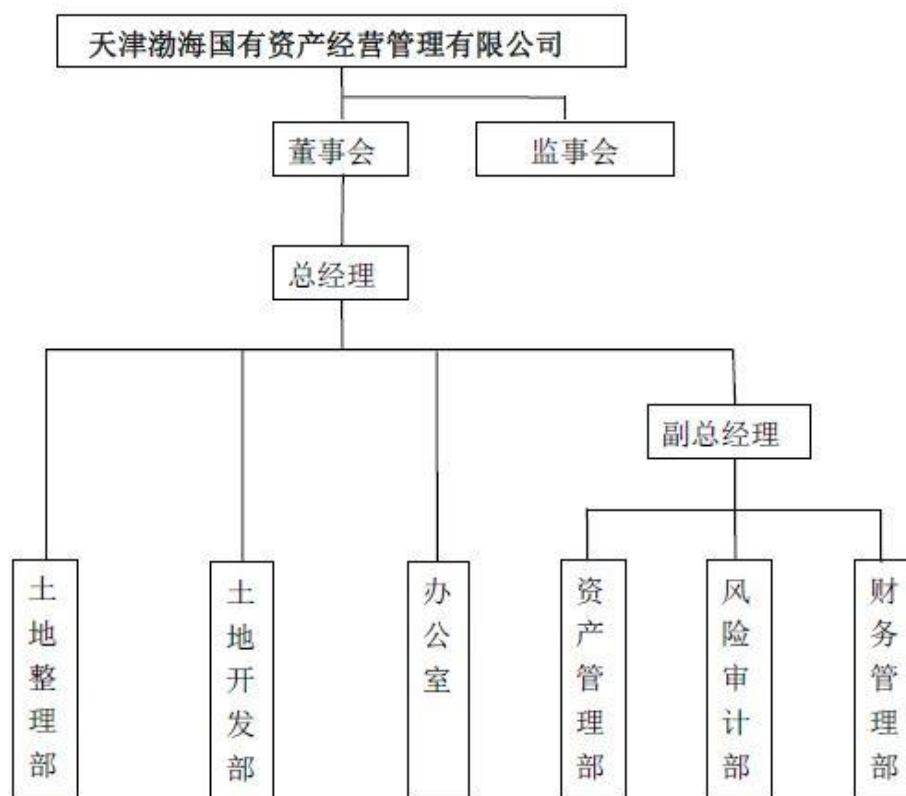
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，“15 津渤海 MTN001”“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”和“19 津渤海 MTN002”的信用等级为 AAA，评

附件 1-1 公司股权关系图



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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	216.23	280.44	283.32	298.16
资产总额(亿元)	1688.72	1790.50	1891.44	1881.42
所有者权益(亿元)	785.74	798.77	820.10	825.58
短期债务(亿元)	212.97	367.14	412.53	399.88
长期债务(亿元)	354.52	246.66	275.74	298.18
全部债务(亿元)	567.49	613.80	688.27	698.06
营业收入(亿元)	488.85	568.98	612.74	146.15
利润总额(亿元)	24.99	25.97	21.11	10.98
EBITDA(亿元)	57.69	67.29	60.60	--
经营性净现金流(亿元)	41.60	66.19	54.71	3.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.56	7.92	8.26	--
存货周转次数(次)	3.19	1.81	1.78	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.33	0.33	--
现金收入比(%)	106.87	102.48	95.77	104.34
营业利润率(%)	16.49	16.26	18.70	18.53
总资本收益率(%)	3.18	2.95	2.37	--
净资产收益率(%)	2.29	2.45	1.43	--
长期债务资本化比率(%)	31.09	23.59	25.16	26.53
全部债务资本化比率(%)	41.94	43.45	45.63	45.82
资产负债率(%)	53.47	55.39	56.64	56.12
流动比率(%)	141.89	111.69	114.24	116.55
速动比率(%)	93.00	73.83	77.10	80.84
经营现金流动负债比(%)	8.06	9.32	7.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	3.05	2.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.12	11.36	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中融资回购款计入短期债务，长期应付款中有息债务息计入长期债务

附件 3 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 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 4-3 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