天津渤海国有资产经营管理有限公司主体与2018年度第二期中期票据信用评级报告

大公报D【2018】198号

中期票据信用等级：AAA
主体信用等级：AAA
评级展望：稳定

发债主体：天津渤海国有资产经营管理有限公司
注册总额：100亿元
本期发债额度：20亿元
本期票据期限：5年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还到期债务

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2017.9	2016	2015	2014
总资产	1,731.46	1,688.72	1,708.57	1,661.25
所有者权益	789.60	785.74	820.60	777.18
营业收入	416.82	488.85	464.91	504.45
利润总额	20.65	24.99	28.55	24.66
经营性净现金流	35.78	41.60	51.95	27.20
资产负债率（%）	54.40	53.47	51.97	53.22
债务资本比率(%)	42.88	42.02	41.26	40.72
毛利率（%）	16.52	17.49	18.48	17.53
总资产报酬率(%)	-	2.68	2.73	2.59
净资产收益率(%)	2.10	2.29	2.50	2.33
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	1.67	2.24	0.96
经营性净现金流/总负债（%）	3.88	4.65	5.86	4.04

注：2017年9月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杨绪良
评级小组成员：张雪婷　段夏青
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.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“渤海国资”或“公司”）主要承担天津市产业投资和国有资产经营等职能，是天津市重要的国有资产运营管理主体。评级结果反映了天津市经济财政实力很强，公司业务多元化发展，医药板块竞争力突出，天津食品集团有限公司（以下简称“食品集团”）的整合并入使公司营业收入水平大幅提升，公司在推动天津市国企改革及扶持优势产业发展等方面居重要地位，持续得到天津市政府在资产注入等方面的大力支持等优势；同时也反映了公司对下属子公司控制力较弱，有息债务规模较大等不利因素。综合分析，渤海国资偿还债务的能力极强，本期票据到期不能偿付的风险极小。

预计未来1～2年，渤海国资作为天津市政府产业投融资主体的地位不会改变，天津市政府给予公司的支持力度不会减弱，公司医药板块将保持竞争优势，营业收入有望继续增长。综合来看，大公对渤海国资的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 天津市经济和财政实力很强，公司具备良好的发展环境；
- 公司业务涉及医药、房地产、农业、食品加工、商贸物流等领域，多元化的业务布局提升了公司整体的抗风险能力；
- 公司下属医药企业均为细分行业龙头企业，市场地位稳固，竞争力突出；
- 食品集团整合纳入合并范围后，公司营业收入水平大幅提升；
- 公司是天津市重要的国有资产运营管理主体，在推动天津市国企改革、扶持优势产业发展等方面居重要地位，得到天津市政府在资产注入等方面的大力支持。

大公保留对本期票据信用状况跟踪并公布信用等级变化之权利

主要风险/挑战

- 公司下属子公司众多，经营业务涉及广泛，且多以划转或并购方式取得，控制力较弱，随着公司组织结构和管理体系日趋复杂，管理难度较大；
- 公司有息债务规模较大，在总负债中占比较高，短期有息债务规模较大，公司面临一定的短期偿债压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年三月十四日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

渤海国资成立于2008年5月，是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”）出资组建的国有独资公司，代表天津市人民政府行使出资人职责，初始注册资本为1.40亿元人民币。2012年4月13日，根据津国资产权【2012】9号文件，天津市国资委将公司全部股权无偿划转至天津津联投资控股有限公司（以下简称“津联控股”），公司于2012年4月13日办理完成工商变更登记手续。2012年6月29日，根据津国资产权【2012】51号文件，天津市国资委将天津市医药集团有限公司（以下简称“医药集团”）和天津金耀集团有限公司（以下简称“金耀集团”）100%股权划转至渤海国资，作为公司全资子公司。2014年10月，根据《天津市人民政府关于整合重组天津市医药集团有限公司和天津金耀集团有限公司的批复》（津政函【2013】134号）和《市国资委关于整合重组天津市医药集团有限公司和天津金耀集团有限公司的通知》（津国资企改【2014】274号）文件，将医药集团和金耀集团进行整合重组，将金耀集团100%股权划入医药集团，成为其全资子公司。2015年5月，根据《市国资委关于组建天津食品集团有限公司的通知》（津国资企改【2015】74号），天津市国资委将天津农垦集团有限公司（以下简称“农垦集团”）、天津二商集团有限公司（以下简称“二商集团”）100%股权无偿划转至公司，合并农垦集团、二商集团等公司成立天津食品集团有限公司[1]（以下简称“食品集团”）。2016年12月，为进一步推动渤海国资资源整合，渤海国资拟将全资子公司天津渤海建设投资有限公司（以下简称“渤海建投”）全部股权划转至天津国兴资本运营有限公司（以下简称“国兴公司”）[2]，该划转事项已于2016年12月21日通过渤海国资债券持有人表决通过，渤海国资已于2016年12月25日与国兴公司签署了股权划转合同，并已将该事项上报进行审批，股权划转后，津联控股将继续授权渤海国资代为管理渤海建投，其董事会成员仍由渤海国资委派；截至本报告出具日，该股权划转事项尚未进行工商变更登记。2017年4月30日，渤海国资发布《天津渤海国有资产经营管理有限公司关于子公司股权无偿划转的重大事项公告》，拟将全资子公司天津钢管投资控股有限公司（以下简称“钢投公司”）全部股权无偿划转至国兴公司，津联控股已于2017年4月27日通过《关于渤海国资将所持钢投公司100%股权无偿划转至国兴公司的批复》（津联控【2017】33号）批准了该无偿划转事宜。

[1] 2015年5月，根据津国资企改【2015】74号文，天津市国资委将农垦集团、二商集团、天津粮油集团有限公司（以下简称“粮油集团”）、天津立达集团有限公司（以下简称“立达集团”）整合重组为食品集团。随后将公司持有的天津利达粮油有限公司（以下简称“利达粮油”）100%股权无偿划转至食品集团。截至2017年9月末，食品集团注册资本为50亿元。

[2] 国兴公司为天津市国资委全资子公司，由津联控股代为管理，实际控制人为天津市国资委。

截至2017年9月末，渤海国资合并范围内的上市公司[3]包括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）、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）和天津天药股份有限公司（股票简称“天药股份”，证券代码：600488）；公司联营企业天津中环电子信息集团有限公司持有上市公司天津中环半导体股份有限公司（证券代码：002129）28.34%的股权，是其第一大股东。多年来，津联控股多次向公司增资，截至2017年9月末，公司注册资本和实收资本均为118.45亿元人民币，津联控股持有公司100%股权。津联控股由天津市国资委100%出资控股，公司实际控制人为天津市国资委。

公司作为天津市政府的产业投融资主体，代表天津市国资委对所属国有资产进行经营管理，经营范围涵盖资产收购，资产处置及相关产业投资，国有产（股）权经营管理，国有土地收购整理，医药生产、销售以及药品批发、零售，食品生产和销售等。公司于2016年第一届董事会第十五次会议审议通过了《关于国鑫大厦东塔楼租赁及增加公司经营范围的议案》，2017年1月，经天津市工商行政管理局核准，公司的经营范围新增房屋租赁业务。截至2017年9月末，公司下属二级子公司共12家，其中全资子公司9家，控股子公司3家，具体情况如表1所示。

表1　截至2017年9月末渤海国资下属二级子公司情况（单位：万元、%）

序号	企业名称	简称	注册资本	权益占比
1	天津市医药集团有限公司	医药集团	500,000.00	100.00
2	天津渤海文化产业投资有限公司	渤海文化产投	42,900.00	100.00
3	天津市方通投资集团有限公司	方通投资公司	50,023.73	100.00
4	天津渤海恒源房地产开发股份有限公司	渤海恒源房产	20,000.00	65.00
5	天津市水利工程有限公司	水利工程公司	15,000.00	81.60
6	天津渤海海胜股权投资基金管理有限公司	海胜投资公司	500.00	51.00
7	天津渤海医药产业结构调整股权投资基金有限公司	医药产投公司	100,000.00	100.00
8	天津津联国鑫投资管理有限公司	国鑫资管公司	10,000.00	100.00
9	天津食品集团有限公司	食品集团	500,000.00	100.00
10	天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司	信息产投公司	220,000.00	100.00
11	天津渤海轻工投资集团有限公司	渤海轻工	200,000.00	100.00
12	天津渤海置业有限公司	渤海置业	100,000.00	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

[3] 截至2017年9月末，渤海国资通过全资子公司医药集团分别间接持有中新药业43.07%股权、力生制药38.56%股权、天药股份37.58%股权，均纳入合并范围。

发债情况

本期票据概况

渤海国资已在银行间债券市场交易商协会注册总额为 100 亿元人民币的中期票据，分期发行，本期为第二期，发行金额为 20 亿元人民币，发行期限 5 年，票据面值 100 元。本期票据采取簿记建档、集中配售方式按面值发行，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 20 亿元，将用于偿还公司本部成本较高的到期债务。

宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 12.0%。同期，全社会融资规模增量为 17.80 万亿元，新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年前三季度，我国国民经济延续了稳中向好的发展态势，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比实际增长 6.7%，固定资产投资（不含农户）同比增长 7.5%，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，进出口总额同比增长 16.6%。同期，全国公共财政预算收入为 13.41 万亿元，同比增长 9.7%；政府性基金预算收入为 3.85 万亿元，同比增长 33.3%。此外，2017 年前三季度，我国全社会融资规模增量为 15.67 万亿元，同比增长 2.21 万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 11.46 万亿元，同比增长 1.46 万亿元。截至 2017 年 9 月末，广义货币（M2）余额 165.57 万亿元，同比增长 9.2%，增速

较去年同期下降 2.3 个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，不断增强我国经济创新力和竞争力。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济

增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

随着收入水平的不断提高、自我保健意识的不断增强、人口老龄化以及社会保障体系的不断完善，医药产品需求日益增长，医药企业面临较为广阔的市场前景；国内医药制造近年来保持快速发展，医药流通企业数量较多，市场竞争压力较大

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，随着我国经济的快速发展，城乡居民收入不断提高，居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识不断提高。2016 年，我国全年全国居民人均可支配收入 23,821 元，人均医疗保健消费支出 1,307 元，占全国居民人均消费支出总额的 7.6%，同比上升 0.2 个百分点。据国家统计局初步统计，2017 年，我国全年全国居民人均可支配收入累计 25,974 元，其中人均医疗保健消费支出 1,451 元。我国居民人均收入不断增加的同时，医疗保健消费支出也不断增加。

人口因素决定着药品的总需求和消费结构。我国人口数量持续增长，2016 年末全国总人口数为 13.83 亿人，其中 65 周岁及以上人口数为 1.50 亿人，占总人口的 10.8%，同比增长 0.3 个百分点；经初步统计，2017 年末全国总人口数为 13.90 亿人，其中 65 周岁及以上人口数为 1.58 亿人，占总人口的 11.4%。人口增长及老龄化都将对药品消费起到持续推动的作用，为医药产品提供市场空间。另外，伴随着城镇化的发展，人口集中度提高，消费能力上升，也将扩大对医药产品的市场容量。

我国医疗卫生体制改革继续深化，加上社会保障制度的不断完善，为医药行业的快速发展提供了良好的市场和机遇。围绕药品采购，药品降价，城市、县级公立医院综合改革，分级诊疗体系，社会办医，“两保”并轨等制定的系列政策，已成为医药行业发展的强大推动力。社会保障制度的不断完善，扩大了对经济支付弱势人群的医疗保障程度，对下游药品需求的释放起到很好的支撑作用。

医药需求的释放促进医药行业不断发展，2013 年以来我国医药制造业主营业务收入及利润规模呈逐年增长，但增速有所下降，呈现放缓趋稳状态。2014～2016 年，我国医药制造业分别实现主营业务收入 23,326 亿元、25,537 亿元和 28,063 亿元，增速分别为 12.9%、9.1%和 9.7%；利润总额分别为 2,322.2 亿元、2,627.3 亿元和 3,002.9 亿元，增速分别为 12.1%、12.9%和 13.9%，增速逐年上升；同期，医药制造业毛利率和利润率均呈逐年小幅上升趋势。

从药品类型细分市场来看，我国药品市场上化学制剂的销售额占比最高，约占国内药品市场总量的 65%，中成药市场规模约占市场总量的 25%，其余为生物药品等，占比较小。从医药制造企业类型来看，中

成药、原料药制剂和化药制剂企业占制药企业比重较大。从上游行业来看，化学原料药是药品制剂行业的基础，化学原料药的品质和需求决定了药品制剂的质量和产量，原料药本身的价格波动也会直接影响制剂药企业的生产成本。在我国原料药品种中，抗生素类和维生素类占比最大，其次是氨基酸类、激素类和解热镇痛类等大宗原料药。大宗原料药具有技术壁垒低的特点，长期处于价格上涨—产能扩张—价格下跌—部分产能闲置—价格再上涨的周期性波动中。

我国医药流通企业数量较多，行业竞争压力较大，专业化大型医药流通企业凭借明显的成本优势和流通效率，通过并购整合进一步提高市场份额成为医药流通行业的发展趋势。近年来，国家为提升医药流通行业集中度，出台诸项政策促进行业整合，对于行业内中小型企业而言，由于其自身基础薄弱、资金实力不足，将面临被市场淘汰的风险，但这为大型企业并购整合提供了条件，为大型医药流通企业带来新的发展机遇。2016 年 11 月，国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》，提出推进药品、医疗器械流通企业向供应链上下游延伸开展服务，形成现代流通新体系。规范医药电子商务，丰富药品流通渠道和发展模式。2017 年 2 月，国务院办公厅印发《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，提出整顿药品流通秩序，推进药品流通体制改革；打破医药产品市场分割、地方保护，推动药品流通企业跨地区、跨所有制兼并重组；培育大型现代药品流通骨干企业，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”，争取到 2018 年在全国推开。

随着经济的发展，城乡居民医疗保健意识不断加强，人口老龄化及城镇化进程加快促使药品的刚性需求持续扩容，医药行业未来市场空间广阔。同时，新医改制度的医保扩容将进一步刺激医药行业需求释放，推动医药行业持续发展，但经过多年的高速发展，我国医药行业增速有所放缓。国内医药制造业近年来保持快速发展，医药流通企业数量较多，市场竞争压力较大。

政策不断推动药品价格形成机制改革，药价将逐渐趋于市场化；随着医药工业发展成熟、医保支出压力加大，药品均面临价格下降压力，对企业的创新能力提出较高要求

国家最早通过最高零售价、出厂价、批发价等对不同类别的药品价格进行管制，但 2015 年以来，药价改革逐步向纵深挺近。2015 年 3 月，国家卫生和计划生育委员会起草《建立药品价格谈判机制试点工作方案（征求意见稿）》，对部分专利、独家药品建立价格谈判机制，意在通过谈判将药品价格降下来。同年 5 月，国家发改委印发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，要求自 2015 年 6 月 1 日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格，同时完善药品采购机制，加强医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。这次改革是中国建立以市场为主导的

药品价格形成机制的顶层设计，政府部门的角色将转变为药品市场竞争秩序和合理价格形成机制的维护者。

此外，2015 年 2 月和 6 月，国家卫生计生委颁布药品采购相关政策，规定公立医院使用的所有药品 100%均要通过省级平台采购。激烈的招标过程对形成合理的药品价格也将起到积极作用。

医保支付方式改革被称为医改的核心，2015 年 5 月，《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》出台，要求深化医保支付方式改革，强化医保基金收支预算，建立以按病种付费为主，按人头付费、按服务单元付费等复合型付费方式，逐步减少按项目付费，鼓励推行按疾病诊断相关组付费方式，同时要求 2015 年医保支付方式改革要覆盖区域内所有公立医院，并逐步覆盖所有医疗服务。不同支付方式将对药品需求量、需求结构等产生不同的影响，但整体来看，疗效明确、高性价比的药品将从中受益。

整体来看，随着政策的不断推出，药品价格形成机制将逐步完善。在此过程中，独家、专利、首仿等具有高附加值，或一致性评价结果好、疗效确定的高性价比药品将具有更强的市场竞争力。而随着我国医药工业的发展和成熟，企业能够生产的药品种类将不断丰富，一般品类的药品都将面临激烈的市场竞争，药品甚至是目前单独定价的药品都可能面临价格下降压力，对制药企业的创新能力提出较高要求。

新版 GMP 认证重塑竞争格局，医药企业兼并重组步伐加快，行业规模化、集约化程度有所提高，规模医药企业面临较好的发展机遇

散而杂是我国药企的基本特征，通过新版 GMP 认证能使一部分实力较弱的企业被淘汰。2015 年 12 月 25 日,据国家食药监局发布的《2015 年全国收回药品 GMP 证书情况统计》，全年我国共有 140 家药企 144 张 GMP 证书被收回，在中药饮片领域，全年收回 82 张，占比高达 56.9%。收回无力改造、不符要求药企的 GMP 证书,可以促进行业洗牌加速。国务院总理李克强于 2016 年 2 月 14 日主持召开的国务院常务会议上指出，支持医药企业兼并重组，培育龙头企业，解决行业“小散乱”问题，医药行业集中度将有所提高。

2016 年. 国内医药健康行业兼并重组项目超过 400 起，总金额超过 1,800 亿元，其中超过亿元的并购超过 150 起。根据国家食品药品监督管理总局发布的《2016 年度食品药品监管统计年报》显示，截至 2016 年 11 月末，全国共有原料药和制剂生产企业 4,176 家，相比 2015 年同期减少了 889 家。由于新版 GMP 认证改造费用较大，使不少中小企业沦为上市公司的并购对象，上市公司在并购交易中发挥主导作用。政策支持，行业兼并重组进一步加快，集中化程度不断提高，规模企业将面临较好的发展机遇。

天津市是中国北方重要的经济、物流和航运中心，主要经济指标在全国位居前列，经济实力很强；2017 年，天津市主要经济指标增速出现大幅下滑

天津市地处环渤海地区中心，是中国北方最大的国际现代化港口城市，依托滨海新区被纳入国家发展战略的政策优势，已形成航空航天、石油化工、装备制造、电子信息、生物医药、新能源材料、国防科技和轻工纺织八大优势产业。近年来，天津市经济保持较快发展，但主要经济指标增速均有所下降。2014～2016 年，全市地区生产总值逐年增加，在经济增长的带动下，地方一般预算收入稳步提升，增速均在 10.0%以上。同期，工业增加值有所波动，全社会固定资产投资和社会消费品零售总额均持续增加。近年来，天津市第三产业发展迅速，三次产业结构持续优化，第三产业比重逐年增加。同期，受国内外宏观环境影响，全市进出口总额逐年下降。

天津市是中国重要的老工业基地和当前重要的工业城市，工业基础良好，自滨海新区成为国家综合配套改革试验区以来，天津市开始采取依靠重大工业项目拉动的策略优化产业结构，近年来工业发展迅速，优势产业对工业经济发展的支撑作用明显。2016 年，天津市装备制造业增加值占规模以上工业增加值的 36.1%，拉动全市工业增长 3.7 个百分点，其中航空航天、汽车制造、电气机械、专用设备等行业分别增长 14.9%、11.9%、22.3%和 12.2%。消费品制造业增加值占规模以上工业增加值的 20.8%，同比增长 1.6 个百分点。航空航天、新材料以及生物医药战略性新兴产业不断发展壮大，建成 7 个国家级新型工业化示范基地，产业聚集效应进一步显现。同时，新产品产量快速增长，全年生产节能与新能源汽车 4.79 万辆，增长 8.1 倍；城市轨道车辆实现从无到有，生产 311 辆；工业机器人 33 套，增长 26.9%。

表 2　2014～2016 年天津市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	17,885.39	9.0	16,538.19	9.3	15,722.47	10.0
一般预算收入	2,723.46	10.0	2,666.99	11.6	2,390.02	15.0
工业增加值	7,238.70	-	7,723.60	9.2	7,083.39	10.0
全社会固定资产投资	14,629.22	12.0	13,065.86	12.1	11,654.09	15.1
社会消费品零售总额	5,635.81	7.2	5,245.69	10.7	4,738.65	6.0
进出口总额（亿美元）	1,026.51	-10.2	1,143.47	-14.6	1,339.12	4.2
三次产业结构	1.2:44.8:54.0		1.3:46.7:52.0		1.3:49.4:49.3	

数据来源：2014～2016 年天津市国民经济和社会发展统计公报

据天津市统计局网站初步统计，2017 年，天津市实现地区生产总值 18,595.38 亿元，同比增长 3.6%，增速大幅下滑，三次产业比重为

1.2:40.8:58.0，第三产业占比持续提升；规模以上工业增加值增速为2.3%，固定资产投资额累计实现 11,274.69 亿元，全年社会消费品零售总额 5,729.67 亿元。2018 年 1 月，天津市公开发布将滨海新区 2016 年 GDP 由 10,002 亿元调整为 6,654 亿元，缩减 33.47%，主要系修改滨海新区 GDP 统计口径所致，按修改后的统计口径滨海新区 2017 年 GDP 预计为 7,000 亿元，受此影响，2017 年天津市主要经济指标增速均明显下滑。

综上所述，天津市作为北方重要的经济、物流和航运中心，经济稳定发展，区位优势显著，优势产业对工业经济发展的支撑作用明显。经初步统计，2017 年天津市主要经济指标增速均出现大幅下滑，预计未来 1～2 年，天津市经济增速将有所放缓。

经营与竞争

公司业务涉及医药、房地产、农业、食品加工、商贸物流等领域，多元化的业务布局提升了公司整体的抗风险能力；食品集团的整合并入使公司营业收入水平大幅提升，食品集团收入在公司营业收入中占比逐年上升；近年来，医药生产和流通业务收入持续下降，公司收入和利润主要来源于医药集团和食品集团

公司业务涉及医药、房地产、农业、食品加工、商贸物流、水利工程等领域，目前，公司收入和利润主要来自医药集团和食品集团，其中，医药集团的医药生产及流通是其重要组成部分，受药品价格下调及医药流通环节调整等因素影响，医药生产和流通业务收入持续下降。2014～2016 年，公司营业收入有所波动，食品集团的整合并入使公司营业收入水平大幅提升，多元化的业务布局提升了公司整体的抗风险能力。

医药生产和流通业务由下属子公司医药集团经营。医药集团作为国有独资大型企业，是国家 520 户重点企业之一，在国内、国际医药行业享有较高的知名度，销售收入连续多年位居全国医药行业前列。医药集团大多数主导产品长期处于区域市场份额第一位。

食品集团于2015年合并纳入公司报表范围，主要业务包括房地产、食品销售、建筑、金融、服务、农业和生产制造等领域。食品集团整合并入属于同一控制下的企业合并，经过对 2014 年同期可比数据进行调整可以看出，食品集团的整合并入使公司营业收入水平大幅提升，食品集团营业收入在公司营业收入中占比逐年上升，已成为公司营业收入的重要来源。

公司营业收入还包括医药集团下属香港津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）的公用设施、机电、手表、酒店等业务收入；此外，还有产品商品销售、工程、医疗器械生产及销售等业务收入。

从毛利率来看，近年来，公司盈利能力整体保持稳定，综合毛利

率水平小幅波动。

2017 年 1～9 月，公司实现营业收入 416.82 亿元，同比小幅下降 3.39%；毛利润为 68.88 亿元，同比增长 7.80%；毛利率为 16.53%，同比提升 1.74 个百分点。

表 3　2014～2016 年及 2017 年 1～9 月公司营业收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目		2017 年 1～9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入		**416.82**	**100.00**	**488.85**	**100.00**	**464.91**	**100.00**	**504.45**	**100.00**
医药板块	医药生产	48.41	11.61	56.25	11.51	56.34	12.12	60.86	12.06
	医药流通	56.91	13.65	78.54	16.07	88.44	19.02	90.52	17.94
	小计	105.32	25.26	134.79	27.58	144.78	31.14	151.38	30.00
津联集团		34.53	8.28	47.00	9.61	47.27	10.17	51.14	10.14
食品集团		219.79	52.73	232.38	47.54	200.08	43.04	185.60	36.79
产品商品销售		23.75	5.70	50.16	10.26	55.40	11.92	74.42	14.75
工程业务		22.69	5.44	14.19	2.90	17.05	3.67	16.25	3.22
其他业务		10.74	2.58	10.33	2.11	0.33	0.07	25.66	5.09
毛利润		**68.88**	**100.00**	**85.51**	**100.00**	**85.90**	**100.00**	**88.45**	**100.00**
医药板块	医药生产	26.82	38.94	30.20	35.32	29.75	34.63	31.47	35.58
	医药流通	3.80	5.52	5.52	6.46	6.56	7.64	5.58	6.31
	小计	30.62	44.46	35.72	41.78	36.31	42.27	37.05	41.89
津联集团		2.61	3.79	5.70	6.67	5.39	6.27	6.00	6.78
食品集团		26.31	38.20	30.73	35.94	32.26	37.56	28.73	32.48
产品商品销售		6.36	9.23	9.01	10.54	9.84	11.46	10.30	11.64
工程业务		1.22	1.77	1.47	1.72	1.96	2.28	3.37	3.81
其他业务		1.76	2.26	2.88	3.37	0.14	0.16	3.00	3.39
毛利率			**16.53**		**17.49**		**18.48**		**17.53**
医药板块	医药生产		55.40		53.69		52.80		51.71
	医药流通		6.68		7.03		7.42		6.16
	小计		29.07		26.50		25.08		24.47
津联集团			7.56		12.13		11.40		11.73
食品集团			11.97		13.22		16.12		15.48
产品商品销售			26.78		17.96		17.76		13.84
工程业务			5.38		10.36		11.50		20.74
其他业务			16.39		27.88		42.42		11.69

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司业务布局广泛，有利于提升抗风险能力，食品集团纳入合并报表后，公司收入和业务规模进一步扩展。预计未来 1～2 年，公司医药和食品业务整体将保持稳定发展，津联集团业务、工程、物资贸易等其他业务板块也将保持一定规模，公司营业收入有望继续增长。

● 医药板块

公司下属医药企业均为细分行业龙头企业，市场地位稳固，竞争力突出

公司是天津市政府的产业投融资主体，代表天津市政府及天津市国资委投资和管理相关项目及资产。目前，医药生产及流通是公司营业收入和利润的重要组成部分，运营主体为医药集团。

医药集团是天津市政府授权的从事资本经营和产业运营的大型国有独资企业集团，中国 500 强企业之一，其主要控股子公司按照经营类型划分为医药生产类企业、医药流通类企业和专业科研机构等。医药集团主要业务板块包括医药生产、医药流通及津联集团业务，医药集团子公司金耀集团主要生产化学原料药和制剂业务，已归入医药生产板块。医药生产和流通是公司核心业务板块，医药生产板块主要有中成药、化学制剂和化学原料药；医药流通主要为商业批发和医药零售；医药其他业务包括医疗器械生产及销售等。2014 年，津联集团并入医药集团，使得医药集团营业范围进一步扩大，营业收入明显提升。

表 4　2014～2016 年及 2017 年 1～9 月公司医药板块营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1～9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**105.32**	**100.00**	**134.79**	**100.00**	**144.78**	**100.00**	**151.38**	**100.00**
医药生产	48.41	45.96	56.25	41.73	56.34	38.91	60.86	40.20
中成药	19.98	18.97	25.88	19.20	25.64	17.71	27.59	18.23
化学制剂	19.08	18.12	18.48	13.71	18.01	12.44	19.51	12.89
化学原料药	9.35	8.88	11.89	8.82	12.69	8.77	13.76	9.09
医药流通	56.91	54.04	78.54	58.27	88.44	61.09	90.52	59.80
毛利润	**30.62**	**100.00**	**35.72**	**100.00**	**36.31**	**100.00**	**37.05**	**100.00**
医药生产	26.82	87.59	30.20	84.55	29.75	81.93	31.47	84.94
中成药	14.52	47.42	17.86	50.00	17.87	49.22	18.96	51.17
化学制剂	10.67	34.85	9.99	27.97	9.68	26.66	10.17	27.45
化学原料药	1.63	5.32	2.35	6.58	2.20	6.06	2.34	6.32
医药流通	3.80	12.41	5.52	15.45	6.56	18.07	5.58	15.06
综合毛利率		**29.07**		**26.50**		**25.08**		**24.47**
医药生产		55.40		53.69		52.80		51.71
中成药		72.67		69.01		69.70		68.72
化学制剂		55.92		54.06		53.75		52.13
化学原料药		17.43		19.76		17.34		17.01
医药流通		6.68		7.03		7.42		6.16

数据来源：根据公司提供资料整理

2014～2016 年，公司医药板块营业收入有所下降，主要是医药流

通业务市场竞争激烈导致收入规模逐年下降。同期，医药板块毛利润逐年小幅缩减，近年来受益于成本控制的加强毛利率小幅提升，其中医药生产板块毛利率保持较高水平，且逐年有所提升。

2017 年 1～9 月，公司医药板块实现营业收入 105.32 亿元，同比增长 5.79%；毛利润 30.62 亿元，同比增长 18.45%；毛利率 29.07%，同比上升 3.02 个百分点，医药板块盈利能力较 2016 年同期有所提升。

业务 1：医药生产板块

医药集团长期从事医药生产和医药流通业务，拥有一批国内知名制药子公司和明星产品，已形成较为完整的医药产业链；金耀集团是亚洲最大的皮质激素类药物科研、生产和出口基地，进一步丰富了产品品种

医药集团长期从事医药生产和医药流通业务，形成了较完整的医药产业链，拥有一批知名的医药生产企业，并与世界知名医药跨国公司合作成立了合资公司。医药集团已形成以中成药、化学原料药、化学制剂与生物制药、医药流通、医疗器械为主的产业集群。截至 2017 年 9 月末，医药集团产品批准文号 1,600 余种、在产产品 1,000 余种。

医药集团拥有 1 个国家级药物研发机构——天津药物研究院，承担完成了近百项国家医药科技重点攻关和各级基金课题项目的研究，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 2017 年 9 月末，医药集团累计拥有有效专利 1,286 个，其中发明 775 件。

表 5　2015～2016 年及 2017 年 1～9 月公司主要中成药产量和销量情况

产品名称	单位	产量			销量		
		2017 年 1～9 月	2016 年	2015 年	2017 年 1～9 月	2016 年	2015 年
速效救心丸	万条	287	377	411	270	380	83,386
通脉养心丸	万瓶	439	383	444	380	447	12,507
清咽滴丸	万瓶	838	874	475	788	730	6.649
痹祺胶囊	万盒	424	499	492	432	500	20,501
紫龙金片	万片	3,365	3,936	2,532	2,957	3,782	8,059
京万红	万盒	268	953	966	58	813	10,259
麻仁软胶囊	万粒	10,449	10,050	9,761	8,528	11,477	5,553
清肺消炎丸	万粒	119,10	157,046	109,024	107,987	150,606	7,327
藿香正气胶囊	万粒	20,748	20,925	19,430	19,082	20,760	5,464
癃清片	万片	8,429	7,908	8,288	7,545	8,800	6,685
胃肠安	万瓶	1,066	843	945	1,004	1,077	9,708

注：2015 年销量以销售收入形式体现，单位为万元。

数据来源：根据公司提供资料整理

中成药生产是医药集团医药生产板块的支柱产业，中成药业务的主要经营主体为中新药业，截至 2017 年 9 月末，医药集团持有中新药业 43.07%的股份。2014～2016 年，医药集团主要中成药产量和销售收入均有所波动，部分销售收入波动趋势与产量不符主要因为销售量包括当年产量与部分库存产品。2016 年，医药集团各主要中成药产品产量同比各有增减，肾炎康复片和血府逐瘀胶囊自 2015 年已不再生产销售，主要在产中成药产品中除速效救心丸、京万红、通脉养心丸、癃清片和胃肠安产量小幅下降，其余品种产量均同比有所上升。从销售情况来看，2016 年医药集团所有中成药产品销售量占生产量的比重均在 95%以上，主要中成药产品销售收入同比增长 5.88%，产品需求旺盛，销售前景很好。2017 年前三季度，除京万红产销规模下降明显以外，医药集团主要中成药产品生产及销售规模均基本保持稳定。

医药集团在四川、云南等中药材特色产地拥有 10 个中草药种植基地，川芎、当归等关键中药材基本实现自给自足；非关键性药材继续依托中新药业下属药材分公司进行统一采购，对外采购额占比保持在 50%以上，近年来，中药材价格波动较大，上涨趋势明显，医药集团面临成本控制方面的挑战。

化学制药是医药集团的第二大产业，包括化学制剂药和化学原料药。化学制剂业务主要经营主体是力生制药，截至 2017 年 9 月末，医药集团通过天津金浩医药有限公司（以下简称“金浩医药”）持有其 38.56%的股份。截至 2017 年 9 月末，力生制药总资产 35.76 亿元，总负债 5.14 亿元；2017 年 1～9 月，力生制药营业收入和净利润分别为 7.64 亿元和 1.00 亿元，分别较 2016 年同期增长 20.12%和 26.55%。

表 6　2014～2016 年公司主要化学制剂药产量和销售收入情况

产品名称	单位	产量			销售收入（万元）		
		2016 年	2015 年	2014 年	2016 年	2015 年	2014 年
吲哒帕胺片	万片	70,285	59,429	42,658	28,071	22,130	20,211
特子社复针	万支	644	832	1,221	3,537	6,464	9,509
肝素钠针	万支	616	699	607	2,951	4,166	6,275
阿德福韦片	万片	3,202	3,206	4,106	5,875	6,666	8,780
头孢地尼分散片	万片	13,964	12,843	12,353	9,947	8,579	8,543
琥珀氢可针	万支	843	1,008	1,308	2,942	3,644	5,146
醋酸泼尼松片	万片	98,364	227,246	366,370	1,952	3,474	5,709
丁酸氢化可的松乳膏	万支	551	728	720	3,067	3,103	3,377
合计	-	-	-	-	**58,342**	**58,226**	**67,550**

数据来源：根据公司提供资料整理

2014～2016 年，医药集团主要化学制剂药总产量逐年下降，主要由于制剂药生产重心有所转移，2016 年医药集团生产氨酚咖匹林片、盐酸氨溴索针和复方甘草片各 24,117 万片、9,494 万支和 5,347 万片。

2016 年，主要化学制剂吲达帕胺片和头孢地尼分散片产量大幅提升，其他品种化学制剂药产量同比均有不同程度下滑。从销售情况来看，2016 年医药集团主要化学制剂销售收入较 2015 年基本持平，除吲达帕胺片和头孢地尼分散片销量同比增长外，其他品种化学制剂销量均持续下滑。2017 年 1～9 月，医药集团主要生产及销售化学制剂药品仍以吲达帕胺片、头孢地尼分散片、氨酚咖匹林片和复方甘草片为主，上述四种药品产销量较 2016 年同期均有所上升，其余化学制剂药品产销量基本保持稳定。

金耀集团是我国最早研制并生产皮质激素类原料药的企业之一，是国内规模最大的皮质激素和氨基酸类药物生产基地，目前已成为亚洲最大的皮质激素类药物科研、生产和出口基地，具有一定规模的生产能力和较强的市场竞争力。化学原料药方面，皮质激素原料药是金耀集团第一大支柱产品，子公司天津药业集团有限公司是国内氨基酸原料药的发源地，拥有医药级氨基酸原料药 23 个批文，是国内氨基酸原料药生产历史最久、品种最全的公司，在行业内具有主导地位，主要生产皮质激素原料药、氨基酸原料药、心脑血管原料药、镇痛原料药及制剂药物等 60 余种药品。

表 7　2014～2016 年公司化学原料药主要产品产量和销售收入情况（单位：吨、万元）

产品名称	产量			销售收入		
	2016 年	2015 年	2014 年	2016 年	2015 年	2014 年
地塞米松系列	21.60	19.80	28.56	14,805	17,314	27,586
泼尼松系列	74.00	73.75	67.88	27,929	28,434	29,536
甲泼尼龙系列	8.30	7.41	6.42	7,880	8,825	7,584
螺内酯系列	32.60	32.48	24.62	5,305	5,965	5,254
合计	**136.50**	**133.44**	**127.48**	**55,919**	**60,538**	**69,960**

数据来源：根据公司提供资料整理

2014～2016 年，金耀集团化学原料药主要产品系列总产量逐年增加，但受不同系列药品销量及价格波动影响，同期销售收入有所下降。其中，除地塞米松系列销售收入下降明显，其余系列药品销售收入均小幅波动。

业务 2：医药流通板块

公司医药流通业务主要分布在天津及周边地区，市场占有率较高，具有一定竞争优势

在医药流通方面，公司下属二级及三级子公司和参股企业中共有 18 家医药流通企业，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”）、天津医药集团（河北）德泽龙医药有限公司（以下简称“德泽龙医药”）等，其中 14 家具有基本药物配送资格，均已通过新版 GSP

认证。公司医药流通企业的销售区域主要以天津地区为核心，辐射河北、山东等周边区域，涵盖了医院、零售、社区、农村和批发等多个渠道。2014～2016 年及 2017 年 1～9 月，公司医药流通业务收入分别为 90.52 亿元、88.44 亿元、78.54 亿元和 56.91 亿元。

公司下属主要医药流通企业太平医药、泓泽医药的药品流通主要是通过购买形式在全国进行采购并通过协议付款的方式进行交易。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，销售网络已基本覆盖了天津市 100%的三级医院，主要客户包括各医院、药品批发企业和药店等。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。太平医药在天津市场总占有率超过 40%，具有一定的竞争优势。

公司医药流通板块具有较强的规模优势，拥有数量较多的子、分公司及门店，具有整合与吞并行业内其他中小企业的实力，逐步开始在天津市以外地区发展销售渠道，并通过收购德泽龙医药打入了河北省以及周边市场。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。

● 食品集团业务板块

2015 年，公司整合并入食品集团，业务范围涉及房地产、食品销售和生产制造等，布局广泛；食品集团营业收入规模很大，公司营业收入水平大幅提升

食品集团成立于 2015 年 7 月 14 日，由农垦集团、二商集团、粮油集团和立达集团整合重组。目前业务范围涉及农牧业、食品加工、商业房产、金融和商贸物流等领域。2016 年末，食品集团总资产 352.89 亿元，总负债 234.94 亿元，资产负债率为 66.58%；2016 年，食品集团营业收入 232.38 亿元，净利润 5.95 亿元。2017 年 9 月末，食品集团总资产 352.30 亿元，总负债 228.57 亿元，资产负债率为 64.88%；2017 年 1～9 月，食品集团营业收入 219.79 亿元，净利润 5.77 亿元。

食品集团重点以现代农牧渔业、食品生产加工业、仓储物流及贸易服务以及房地产开发为主要发展方向，承担天津市及周边地区“菜篮子”、肉禽蛋奶、粮油等食品供应，集团旗下有“海河”奶、“王朝”酒、“迎宾”肉、“利民”调料、“桂顺斋”糕点、“玉川居”酱菜、“起士林”西点、“利达”粮油、“山海关”豆制品等知名品牌、驰名商标、中华老字号、津门老字号 70 余个，具有较高的市场认知度。经过资产整合，食品集团已经形成了农产品种植、生产加工和销售的完整产业链，目前食品集团业务主要划分为农业、工业、商业、建筑业和服务业板块。

农业板块主要为食品集团生产的现代农牧渔业产品，主要产品包

括生鲜乳、鸡蛋、生猪、观赏鱼、各类果蔬等，其中由下属天津嘉立荷牧业集团有限公司生产的生鲜乳收入为农业板块的主要收入来源，2016年及2017年1～3月，生鲜乳产量分别为14.68万吨和4.18万吨，销售收入分别为7.42亿元和1.55亿元。工业板块主要为食品集团进行的食品生产加工业务，主要产品包括生肉制品、熟肉制品、各类调味酱料以及各类面粉。食品集团农业和工业板块盈利能力较弱，但主要产品销量受宏观经济环境影响较小，且通过多年持续经营，食品集团生产的产品拥有完善的分销渠道以及稳定的市场消费群体，产品区域知名度较高，业务稳定性较好。

表8　2016年及2017年1～9月食品集团营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1～9月		2016年	
	金额	占比	金额	占比
营业收入	**219.79**	**100.00**	**232.38**	**100.00**
农业	11.48	5.22	15.89	6.84
工业	28.29	12.87	39.36	16.94
商业	151.41	68.89	147.49	63.47
建筑业	24.13	10.98	25.53	10.99
服务业	4.48	2.04	4.11	1.77
毛利润	**26.31**	**100.00**	**30.73**	**100.00**
农业	1.47	5.59	2.14	6.96
工业	2.57	9.77	2.63	8.56
商业	11.98	45.53	16.44	53.50
建筑业	6.97	26.49	6.63	21.58
服务业	3.32	12.62	2.89	9.40
毛利率		**11.97**		**13.22**
农业		12.80		13.47
工业		9.08		6.68
商业		7.91		11.15
建筑业		28.89		25.97
服务业		74.11		70.32

注：食品集团于2015年7月正式组建成立，2015年尚未正式划分营业板块。
数据来源：根据公司提供资料整理

商业板块收入主要来自食品销售收入和壳牌石油销售。食品销售主要产品包括玉米、小麦、大豆、高粱以及奶粉等，产品种类丰富，涉及的子公司数量较多。壳牌石油销售主要由壳牌华北石油集团有限公司[4]（以下简称“壳牌华北”）负责，2016年，壳牌华北分别实现汽油和柴油销售收入41.42亿元和10.40亿元，合计实现收入51.82

[4] 截至2017年9月末，壳牌华北石油集团有限公司注册资本10.13亿元，食品集团持股51.00%，主营业务为建设经营加油站。

亿元。此外，商业板块还包括天津铭信嘉德小额贷款有限公司、天津农垦金亿丰融投资管理有限公司和天津农垦铭信嘉德小额贷款有限公司经营小额贷款业务产生的金融业务收入。2016年及2017年1～9月，商业板块收入在食品集团整体收入中分别占比63.47%和68.89%，是食品集团营业收入的主要来源。

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2016年食品集团实现房地产业务收入23.03亿元，规模较大，建筑业务收入在建筑业板块收入中占比很小。目前，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。

服务业板块在食品集团营业收入中占比较小，主要包括由天津滨海中储物流有限公司经营的物流业务，由天津市王朝大酒店、天津市惠中饭店、天津市饮食服务公司桃李园饭庄、天津市国民饭店、天津市起士林大饭店等经营的饭店业务。

2017年1～9月，食品集团营业收入为219.79亿元，占公司营业收入的比重为52.73%，占比进一步增加；毛利润为26.31亿元，较2016年同期增长2.77亿元；毛利率为11.97%，毛利率水平较2016年同期下降2.95个百分点。

总体来看，食品集团的业务板块布局广泛，有利于分散经营风险。2015年，由于公司新纳入食品集团，公司的业务范围进一步扩大，资产规模大幅增长，带动营业收入大幅上升。

● 其他业务板块

公司其他业务板块主要包括土地整理、工程建筑、房地产、食品加工、金融、服务、农业和生产制造等。

津联集团业务板块涉及公用设施、机电和手表等，是公司营业收入的重要组成部分

津联集团的前身是津联有限公司，主要经营进出口贸易，1997年经天津市人民政府一批优质资产注入，改组成为香港津联集团有限公司。津联集团控股的天津发展控股有限公司（股票代码：00882）于1997年12月在香港联交所主板挂牌上市。2001年，津联集团进行第二次资产重组，将天津经济技术开发区的水、电、气、热等5家企业的资产注入，目前业务范围涉及城市基础设施、公用事业、酿酒、机械制造、商业地产、投资等领域。2014～2016年及2017年1～9月，津联集团营业收入分别为51.14亿元、47.27亿元、47.00亿元和34.53亿元。

表 9　津联集团业务板块营业收入情况（单位：亿元）

项目	公用设施	机电	手表	酒店	其他	合计
2016 年	30.56	8.22	5.07	0.93	2.22	**47.00**
2015 年	30.11	8.40	5.64	0.89	2.23	**47.27**
2014 年	31.13	10.09	7.00	0.94	1.98	**51.14**

数据来源：根据公司提供资料整理

津联集团业务板块有公用设施、机电、手表、酒店和制药等。其中，公用设施包括电力、供水、供热和燃气等业务，公用设施业务主要为在天津经济技术开发区经营供电、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，是津联集团最主要的经营板块；机电业务主要为液压机、水力发电设备等机械设备的生产销售。2015 年，津联集团全资子公司世诺有限公司向其全资子公司金鼎控股有限公司收购隆腾有限公司 67%股权，该协议已于 2015 年 12 月 21 日完成。津联集团的制药业务主要通过隆腾全资子公司金浩医药来运营。

公司的土地整理业务主要是对天津市东移搬迁企业和困难企业的土地行使收购、整理、出让职能，该项业务融资需求较大，资金占用时间较长，具有一定不确定性

2008 年天津市政府第 16 次市长办公会赋予公司对天津市东移搬迁企业和困难退出企业的土地行使收购、整理、出让职能，并经津国土房整【2009】28 号文件确认，在推动国有企业改革和结构调整、扶持天津市骨干企业和优势产业等方面地位重要。

土地整理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，并与其签订《土地收购整理协议书》，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土地交易中心统一挂牌出让，挂牌出让成功后由买地企业支付土地出让金给天津市财政局，天津市财政局将土地整理成本和增值收益返还公司，公司将土地增值收益的 80%款项返还给被收购土地的国有企业，其余 20%增值收益由公司进行统筹安排。从土地收购-出让-返还的运作流程和资金流向方面看，公司的土地收购整理项目现金流可 100%覆盖项目融资的本息规模。

公司土地整理业务在会计处理上，将土地收购补偿金、融资利息、管理费等直接计入存货，待土地出让后，公司将政府相关部门返还的土地整理成本直接冲抵存货，将土地收购补偿费的 0.8%作为管理费计入营业收入。总体来看，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。

截至 2017 年 9 月末，公司共实现 9,046 亩土地收购，收购协议总金额 197.60 亿元；从出让情况来看，已收购土地中，已有 50.90%完成出让，应返还金额 151.00 亿元，实际返还金额 135.00 亿元，部分尚未回款。预计未来 3 年，公司涉及出让的土地约 1,084 亩，预计实现

土地出让金 113.30 亿元。

综合来看，土地收储业务对公司资金占用规模较大，时间较长，具有一定不确定性。

除津联集团和土地整理业务外，公司的其他业务收入还包括商品销售收入、工程收入、医疗器械生产、餐饮住宿收入、租赁收入、管理咨询收入等。粮食收购、食用农产品的主要上下游公司为天津市高德粮油公司（采购方）、天津顶益食品有限公司（销售方）等。公司矿产品主要通过天津大无缝新矿业有限公司进行生产、销售；煤炭产品主要通过天津市津塘煤炭销售中心进行销售。公司销售商品主要以现金、承兑汇票结算。

综上而言，公司经营板块多元化发展，较大程度保障了营业收入的稳定性。

● 政府支持

公司作为天津市政府的产业投融资主体，在推动国有企业改革和结构调整、扶持天津市骨干企业和优势产业等方面具有重要地位，得到天津市政府在资产注入、财政补贴等方面的支持

公司主要承担天津市重大产业投资和国有资产经营等职能，是天津市重要的国有资产运营管理主体，在推动国有企业改革和结构调整、扶持天津市骨干企业和优势产业等方面具有重要地位。

天津市国资委出资500亿元设立国企改革结构调整基金作为引导基金，吸引社会资本成立总规模2,000亿元的专项产业发展投资基金。公司成立信息产投公司、津镕产投公司等股权投资基金积极推动国有企业改革和结构调整。

近年来，公司在资产注入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，公司资产规模不断扩大，业务范围逐步扩展。此外，公司股东津联控股多次增加公司注册资本，公司持续获得股东的资金支持，其中，2015年津联控股累计向公司增资1.65亿元[5]，2016年津联控股一次性向公司增资2.30亿元[6]。

近年来，公司持续获得天津市政府补助收入，2014～2016年分别获得政府补助资金2.92亿元、1.60亿元和2.93亿元。

整体来看，公司作为天津市政府的产业投融资主体，在推动国有企业改革和结构调整等方面具有重要地位，得到天津市政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持。

[5] 根据津国资预算【2015】59 号、津联控【2015】66 号文，津联控股向公司增资 0.75 亿元；根据津国资预算【2015】58 号和津联控【2015】72 号文，津联控股向公司增资 0.80 亿元；根据津国资预算【2015】76 号和津联控【2015】83 号文，向公司增资 0.10 亿元。58 号和津联控【2015】72 号文，津联控股向公司增资 0.80 亿元；根据津国资预算【2015】76 号和津联控【2015】83 号文，向公司增资 0.10 亿元。

[6] 根据津联控【2016】73 号文，津联控股向公司增资 2.30 亿元。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司组织结构较为完善，但下属子公司众多，且多以划转或并购方式取得，对部分核心子公司控制力较弱，随着公司组织结构和管理体系日趋复杂，管理难度较大

渤海国资是于2008年5月由天津市国资委出资组建的国有独资公司，2012年，根据津国资产权【2012】9号文件，天津市国资委将公司100%股权无偿划转给津联控股，公司实际控制人为天津市国资委。

按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。董事会处于决策的核心地位；监事会处于监督评价的核心地位；公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。公司不设立股东会，由出资人授权公司董事会行使出资人的部分职权，董事长为公司法定代表人；公司设立监事会，监事会由天津市国资委党委指派；公司设总经理一名，副总经理若干名，公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。公司依据自身发展，总经理下设办公室、资产管理部、财务管理部、地产一部、地产二部和风险审计部等职能部门，各职能部门之间在业务开展中既保持相互独立性又保持顺畅的协作。公司组织结构较为完善，且基本能适合公司目前及未来发展。

2012 年 6 月，天津市国资委将医药集团、金耀集团无偿划转至公司；2015 年，天津市国资委将食品集团无偿划转至公司，相关上市公司对上述事宜履行了信息披露义务，医药集团、金耀集团和食品集团成为渤海国资的全资子公司，公司按照《公司法》等相关法律规定，对其履行如确定公司章程、董事任免等股东义务，同时为保证医药集团和金耀集团经营管理的稳定性与连续性，公司并未派遣董事与管理人员参与子公司的日常经营与管理，把协助两家公司发展主业、提升核心竞争力作为工作的重点。为加强公司对下属各全资、控股公司的资金归集能力，公司拟成立集团财务公司，相关可行性研究与论证正在进行当中，公司集团财务结算中心正在筹备建立当中。由于公司下属子公司众多，经营业务涉及广泛，且多采用划转或并购方式取得，目前母公司人员较少，控制力较弱，未来随着下属企业数量增加、经营范围扩大和对外投资增加，公司组织结构和管理体系将日趋复杂，管理难度将继续加大。

战略与管理

为充分发挥渤海国资产业投融资主体功能，天津市国资委出资 500 亿元设立国企改革结构调整基金作为引导基金，吸引社会资本 1,000 亿元和银行贷款 500 亿元，成立总规模 2,000 亿元的专项产业发展投资基金。

公司按照天津市政府工业东移的整体战略部署和公司自身的发展战略规划，在天津市经济开发区西区投资建设了金耀生物工程工业园（以下简称“工业园”），该工业园占地 682 亩，建成后将成为具有国际水准的皮质激素类氨基酸产品的研发和制造基地，从而通过引进高端生产线投产新产品优化产品结构，完善产业链调整。在巩固和发展皮质激素类和氨基酸类原料药的同时，加快非激素类新产品的研发速度，实现产业结构的调整。与此同时，按照市场化运作方式，公司通过发行中期票据、企业债、保险资金债权计划、私募债以及土地整理及基础设施建设项目融资等多种方式，吸引社会资金，拓展融资渠道，通过项目投资、委托贷款等方式，进一步加大对民计民生领域资金支持。

公司目标进一步实现产品结构优化和完善皮质激素类药物的产业链，引领皮质激素类药物行业前沿，提高市场占有率，继续巩固行业主导地位，进一步增强国有资产管理能力，提高公司的抗风险能力。另一方面，由于公司及所属子公司最终控制人为天津市政府，公司的经营管理及对下属子公司的控制受到天津市政府决策及产业战略调整的影响很大，并表范围内子公司存在依照政府决策进行划入划出的可能，进而对公司经营和资产结构产生一定影响。

抗风险能力

在内部管理方面，公司针对各业务领域的不同特点制定了重大生产经营、投资和财务决策的程序与规则、财务管理和资金使用制度、风控管理制度、担保管理制度等严格的内部控制制度和业务流程，为促进各项基础管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。公司与下属各企事业单位之间在人事、财务、内部决策和组织架构等方面按照相关法律法规及内部规章制度进行管理和运营，充分保障下属单位的独立性。公司利用自身行业的优势，延长产业链，不断加强对公司资产的管理和经营，实现国有资产的保值增值，整体抗风险能力极强。

财务分析

公司提供了 2014～2016 年及 2017 年 1～9 月财务报表。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）[7]对公司 2014～2016 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告（CAC 津审字【2017】1487 号）。公司 2017 年 1～9 月财务报表未经审计。

本次三年连审审计报告中 2014 年及 2015 年财务数据与公司在公开市场披露的 2014 年度及 2015 年度单年审计报告中的财务数据不一

[7] 根据天津市财政局 2016 年 8 月 11 日发布的《会计师事务所更名公告》，中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）决定更名为中审华会计师事务所（特殊普通合伙）。

致，主要系公司于 2015 年 7 月完成食品集团的整合并入[8]，新增合并范围为农垦集团和二商集团，因本次重组属于同一控制下企业合并，按照企业会计准则相关规定，公司将合并当期被合并主体的全部经营成果纳入 2015 年度合并财务报表，同时为确保数据可比性，公司对 2014 年同期可比数据进行调整，将被合并主体 2014 年度全部经营成果纳入 2014 年度合并报表，并于 2017 年对 2014～2016 年财务报表进行了三年连审。

资产质量

近年来，公司资产规模有所波动；资产中以开发成本为主的存货及以土地使用权为主的投资性房地产占比较高，资产流动性一般

近年来，公司资产规模有所波动，资产结构较稳定，以土地开发成本为主的存货和以土地使用权为主的投资性房地产占比较高，资产流动性一般。截至 2017 年 9 月末，公司总资产为 1,731.46 亿元，较 2016 年末增长 2.53%，其中非流动资产的占比为 55.84%。

表 10　2014～2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 9 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	232.78	13.44	196.80	11.65	227.90	13.34	265.38	15.97
应收账款	65.92	3.81	63.34	3.75	60.29	3.53	54.82	3.30
其他应收款	105.01	6.06	126.42	7.49	131.97	7.72	76.02	4.58
存货	266.71	15.40	252.49	14.95	230.65	13.50	281.50	16.95
流动资产	**764.58**	**44.16**	**732.77**	**43.39**	**766.62**	**44.87**	**780.46**	**46.98**
可供出售金融资产	167.32	9.66	175.10	10.37	177.07	10.36	158.36	9.53
长期股权投资	137.65	7.95	125.83	7.45	123.61	7.23	109.90	6.62
投资性房地产	403.68	23.31	403.54	23.90	398.04	23.30	378.58	22.79
固定资产	135.28	7.81	132.20	7.83	116.19	6.80	102.85	6.19
非流动资产	**966.88**	**55.84**	**955.96**	**56.61**	**941.94**	**55.13**	**880.79**	**53.02**
资产合计	**1,731.46**	**100.00**	**1,688.72**	**100.00**	**1,708.57**	**100.00**	**1,661.25**	**100.00**

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。货币资金主要为银行存款，2014～2016 年末货币资金规模及在总资产中占比逐年减少；2017 年 9 月末，受融资规模扩大影响，公司货币资金较 2016 年末增长 35.98 亿元。应收账款主要为应收下游医院的销售款及应收贸易往来款，近年来整体规模有所增长，2016 年末账龄在 1 年以内的应收账款占比为 76.97%，3 年以上的占比 12.23%，平均账龄较短，2016 年末计提坏账准备合计 8.37 亿元。2014～2016 年末，

[8] 2015 年 5 月，根据津国资企改【2015】74 号文件，天津市国资委将农垦集团、二商集团 100%股权无偿划转至公司，并整合农垦集团、二商集团、粮油集团和立达集团重组成立食品集团。

公司其他应收款有所波动；截至 2016 年末，其他应收款主要为应收上海汽车集团股份有限公司 20.00 亿元定增项目款、渤海建投 13.88 亿元借款、保障房公司-兰江新苑 7.12 亿元房款、食品集团 1,400 亩地块 5.01 亿元补偿款等，前五名合计在其他应收款中占比 40.61%；从账龄结构来看，账龄在 1 年以内的占比 29.00%，账龄在 1～2 年的占比 23.67%，超过 3 年的占比 25.02%。2014～2016 年末，公司存货规模有所波动；截至 2016 年末，公司存货主要包括 77.99 亿元土地整理成本、45.97 亿元自制半成品及在产品、45.43 亿元库存商品及 44.02 亿元房地产开发成本，存货规模较 2015 年末增加 9.47%，其中 2016 年末用于抵押的存货账面价值为 3.08 亿元。

公司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。2014～2016 年末，公司可供出售金融资产有所波动，2016 年末为 175.10 亿元，其中 59.36 亿元按公允价值计量、122.75 亿元按成本价值计量，主要包括对天津银行股份有限公司 26.05 亿元、天津农村商业银行股份有限公司 12.50 亿元和渤海证券股份有限公司 15.24 亿元股权投资。同期，公司长期股权投资逐年增加，2016 年末为 125.83 亿元，主要包括对天津中环电子信息集团有限公司、天津港发展控股有限公司等联营企业投资 125.84 亿元。近年来，投资性房地产规模逐年增加，2016 年末为 403.54 亿元，主要为 345.05 亿元土地使用权和 21.15 亿元房屋及建筑物。近年来，以房屋建筑物和机器设备为主的固定资产规模逐年增加，2016 年末为 132.20 亿元，同比增长 13.78%，累计计提折旧 73.22 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 153.45 亿元，占同期总资产的比重为 8.86%，占同期净资产的比重为 19.43%。受限资产主要包括抵押受限的 130.50 亿元投资性房地产、用于融资回购的抵押债券等。

综合来看，近年来公司资产规模有所波动，以土地开发成本为主的存货和以土地使用权为主的投资性房地产占比较高，资产流动性一般。预计未来 1～2 年，随着公司土地整理及房地产业务的增加和医药业务及食品集团业务规模的扩大，公司资产规模将会保持增长态势。

资本结构

近年来，公司负债规模逐年增长；有息债务规模较大，在总负债中占比较高，其中短期有息债务规模较大，公司面临一定的短期偿债压力

近年来，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主，流动负债在总负债中的占比一直保持在 55.00%以上。截至 2017 年 9 月末，公司总负债较 2016 年末继续增长，流动负债在总负债中占比 62.57%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。近年来，短期借款规模波动较大，2016 年末

公司短期借款包括 59.46 亿元信用借款、50.42 亿元保证借款、8.71 亿元质押借款和 1.15 亿元抵押借款，合计在总负债中占比 13.26%，同比有所下降；2017 年 9 月末，公司短期借款较 2016 年末增加 59.73 亿元。应付账款主要是公司贸易业务对上游供货商尚未结算的原材料采购款，近年来规模基本保持稳定，2016 年末公司应付账款为 69.31 亿元，同比小幅减少 1.43 亿元，其中账龄在 1 年以内的应付账款占比 70.69%。2014～2016 年末，公司其他应付款分别为 168.75 亿元、145.14 亿元和 140.96 亿元，逐年减少，2016 年末其他应付款主要为 93.16 亿元企业间拆借款、21.26 亿元补偿款、9.35 亿元代垫款项和 6.20 亿元应付保证金、押金等；2017 年 9 月末，其他应付款账面余额 153.81 亿元，较 2016 年末增长 9.12%。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款和应付债券构成，近年来有所波动，截至 2016 年末一年内到期的长期借款和应付债券分别为 10.82 亿元和 69.95 亿元，合计占同期一年内到期的非流动负债的比重为 99.98%。

表 11　2014～2016 年末及 2017 年 9 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年 9 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	589.31	62.57	516.45	57.19	524.10	59.02	533.95	60.40
非流动负债合计	352.56	37.43	386.54	42.81	363.87	40.98	350.12	39.60
负债总额	**941.87**	**100.00**	**902.99**	**100.00**	**887.97**	**100.00**	**884.07**	**100.00**
有息负债合计	**592.86**	**62.94**	**569.42**	**63.06**	**576.50**	**64.92**	**533.83**	**60.38**
其中：短期借款	179.47	19.05	119.74	13.26	178.56	20.11	128.95	14.59
应付票据	10.83	1.15	9.73	1.08	24.45	2.75	28.49	3.22
一年内到期的非流动负债	82.30	8.74	80.79	8.95	42.78	4.82	57.92	6.55
长期借款	101.94	10.82	122.04	13.51	90.84	10.23	147.81	16.72
应付债券	218.33	23.18	221.29	24.51	239.88	27.01	170.67	19.30
资产负债率	**54.40**		**53.47**		**51.97**		**53.22**	

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。长期借款以信用借款和保证借款为主，近年来有所波动，2016 年末为 122.04 亿元，同比增加 31.20 亿元。应付债券主要是公司及子公司发行的中期票据、定向债券、私募债券等，2016 年末同比减少 18.59 亿元，主要由于计入一年内到期的非流动负债 69.95 亿元，2016 年新增债券为公司本部发行的“16 渤海国资债 01/16 渤海 01”、“16 渤海国资债 02/16 渤海 02”、“16 津渤海 PPN001”以及子公司医药集团发行的“16 天药集 MTN001”共计 50.85 亿元；2017 年以来，公司本部分别于 2017 年 1 月和 4 月发行合计 30 亿元超短期融资债券，截至 2017 年 9 月末已全部到期兑付，子公司医药集团于 2017 年 3 月发行 12 亿元 5 年期中期票据“17 天药集 MTN001”。

近年来，公司有息负债规模及在总负债中的占比均有所波动。截至 2017 年 9 月末，公司有息负债合计 592.86 亿元，在总负债中占比 62.94%，其中由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成的短期有息负债合计 272.60 亿元，占有息负债总额的 45.98%，占比较高，公司存在一定的短期偿付压力。公司未提供有息债务期限结构。

2014～2016 年末及 2017 年 9 月末，公司所有者权益分别为 777.18 亿元、820.60 亿元、785.74 亿元和 789.60 亿元，规模有所波动，其中资本公积规模较大，同期分别为 473.04 亿元、474.52 亿元、438.96 亿元和 436.04 亿元，主要受钢投公司股权划转影响，2016 年末资本公积同比减少 48.40 亿元。

截至 2017 年末，公司无对外担保。

综合来看，近年来，公司负债规模保持增长，有息负债占比较大，其中短期有息负债占比较高，公司存在一定的短期偿付压力。

盈利能力

近年来，公司营业收入有所波动，期间费用规模较大，对盈利能力产生一定影响；公司利润主要依赖于投资收益，政府补贴对利润形成有益补充

近年来，公司营业收入有所波动，毛利率水平基本保持稳定。2017 年 1～9 月，公司实现营业收入 416.82 亿元，同比小幅下降 3.39%，毛利率同比提升 1.74 个百分点。

表 12　2014～2016 年及 2017 年 1～9 月公司收入及盈利状况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年 1～9 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	416.82	488.85	464.91	504.45
营业成本	347.94	403.34	379.01	416.00
期间费用合计	61.43	79.63	82.24	85.24
其中：销售费用	28.23	33.46	32.23	32.72
管理费用	24.81	32.57	35.86	39.50
财务费用	8.39	13.60	14.15	13.02
投资收益	13.45	22.27	21.15	22.60
营业利润	18.76	19.74	24.81	19.25
政府补贴	-	2.93	1.54	4.67
利润总额	20.65	24.99	28.55	24.66
净利润	16.62	17.97	20.52	18.09
营业利润率	4.50	4.04	5.34	3.82
总资产报酬率	1.19	2.68	2.73	2.59
净资产收益率	2.10	2.29	2.50	2.33

2014～2016 年，公司期间费用逐年减少，但整体规模较大，在同期营业收入中占比分别为 16.90%、17.69%和 16.29%，比重小幅波动，

期间费用对公司盈利能力产生一定影响。期间费用以销售费用和管理费用为主，销售费用主要为医药产品的营销费用，近年来保持稳定；同期，管理费用持续减少。2017 年 1～9 月，公司期间费用 61.43 亿元，较 2016 年同期增长 8.05 亿元，主要为销售费用和财务费用的增长。

公司利润对投资收益的依赖程度较高。2014～2016 年，公司获得投资收益分别为 22.60 亿元、21.15 亿元和 22.27 亿元，基本保持稳定，主要来自金融资产及股权投资收益。整体来看，投资收益是公司营业利润的重要来源。同时，近年来公司持续获得政府补贴收入，对利润形成有益补充。

整体来看，近年来，公司营业收入有所波动，期间费用规模较大，一定程度削弱公司的盈利能力；公司利润对投资收益的依赖程度较高，政府补贴收入也对利润形成有益补充。预计未来 1～2 年，随着公司业务拓展，收入规模将有所扩大。

现金流

近年来，公司经营性净现金流保持净流入状态，对债务的保障能力较稳定；2015 年以来，受来自借款的筹资性现金流入规模下降影响，公司筹资性净现金流转为净流出

2014～2016 年，公司经营性净现金流规模有所波动，均保持净流入状态，受新纳入的食品集团现金获取能力较强影响，2015 年经营性净现金流大幅上升至 51.95 亿元，受此影响，公司经营性净现金流对流动负债和总负债的覆盖水平均有所上升，对债务的保障能力有所增强。2016 年，公司经营性净现金流同比下降 19.92%，但仍保持较稳定的现金净流入，对债务具有一定保障能力。

表 13　2014～2016 年及 2017 年 1～9 月公司现金流概况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1～9 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流	35.78	41.60	51.95	27.20
投资性净现金流	-6.89	-44.83	-66.27	-42.33
筹资性净现金流	7.61	-28.47	-18.28	89.56
经营性净现金流/流动负债	6.47	8.08	9.82	6.73
经营性净现金流/总负债	3.88	4.64	5.86	4.04
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	1.67	2.24	0.96

2014～2016 年，公司投资性现金流净流出规模有所波动，筹资性净现金流波动较大。2014 年，公司通过银行借款、发行债券等方式融资规模较大，筹资性现金流净流入规模保持在较高水平；2015 年以来，公司通过借款形成的融资规模下降，筹资性现金流入较 2014 年大幅减少，但偿还债务形成的现金流出仍保持较大规模，公司筹资性净现金流转为净流出。

2017 年 1～9 月，公司经营性净现金流为 35.78 亿元，净流入规模

基本保持稳定；受 2017 年公司加大银行借款融资力度影响，筹资性净现金流转为净流入状态。

总体来看，近年来，公司经营性净现金流保持净流入状态，对债务的保障能力较稳定；2015 年以来，受来自借款的筹资性现金流入规模下降影响，公司筹资性净现金流转为净流出。

偿债能力

公司下属医药企业均为天津市医药行业的龙头企业，主要产品市场占有率很高，市场地位稳固。近年来，随着业务的拓展以及融资拆借规模的扩大，公司资产及负债逐年增长。从短期偿债指标看，2014～2016 年末及 2017 年 9 月末，公司流动比率分别为 1.46 倍、1.46 倍、1.42 倍和 1.30 倍，速动比率分别为 0.93 倍、1.02 倍、0.93 倍和 0.84 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度一般，短期偿债压力较大；同期，从长期偿债指标看，公司长期资产适合率分别为 127.99%、125.75%、122.63%和 118.13%，长期资本对长期资产的覆盖程度较好。近年来，公司资产负债率有所波动，整体处于较为合理的水平。

此外，作为天津市政府的产业投融资主体，公司在推动天津市国企改革、扶持优势产业发展等方面居重要地位，得到天津市政府在优质国有资产注入、财政补贴等方面的大力支持。同时，公司外部融资渠道畅通，间接融资方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2017 年 9 月末，公司获得银行授信共计 429.91 亿元，已使用授信额度 116.88 亿元，尚未使用的授信 313.03 亿元；直接融资方面，子公司中新药业和力生制药等作为上市公司，直接融资通道较为畅通，此外公司也积极利用债券市场发行各类债务融资工具来筹集资金，有效拓宽了公司的偿债资金来源。整体来看，公司偿债能力极强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 2 月 27 日，公司本部存在一笔已结清欠息记录。截至本报告出具日，公司公开发行的债券均按时还本付息。

结论

天津市是我国北方重要的经济、物流和航运中心，主要经济指标均位居全国前列，经济实力很强。公司作为天津市政府的重大产业投融资主体，在推动天津市国有企业改革和结构调整、扶持骨干企业和优势产业等方面具有重要地位，上级政府在资产注入及资金补贴方面的支持有利于公司的业务发展及资产增加。公司下属子公司众多，且多以划转或并购方式取得，控制力较弱，随着公司组织结构和管理体系日趋复杂，管理难度较大，有息负债规模较大且在总负债中占比较高。同时，食品集团的整合并入大幅提升了公司资产及收入水平，公

司经营性净现金流保持净流入状态，对债务的保障能力较稳定。

综合分析，公司偿还债务的能力极强，本期票据到期不能偿付的风险极小。预计未来 1～2 年，公司在天津市经济和社会发展中的重要地位不会改变，营业收入有望继续增长。因此，大公对渤海国资的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

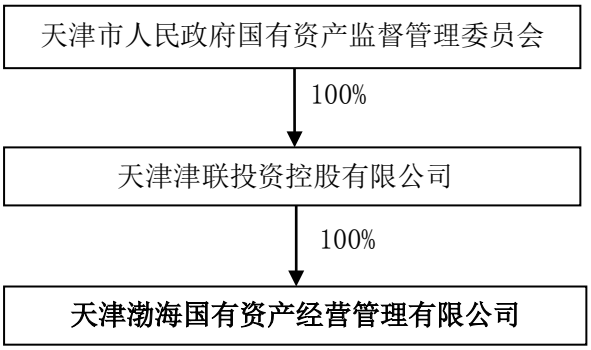
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

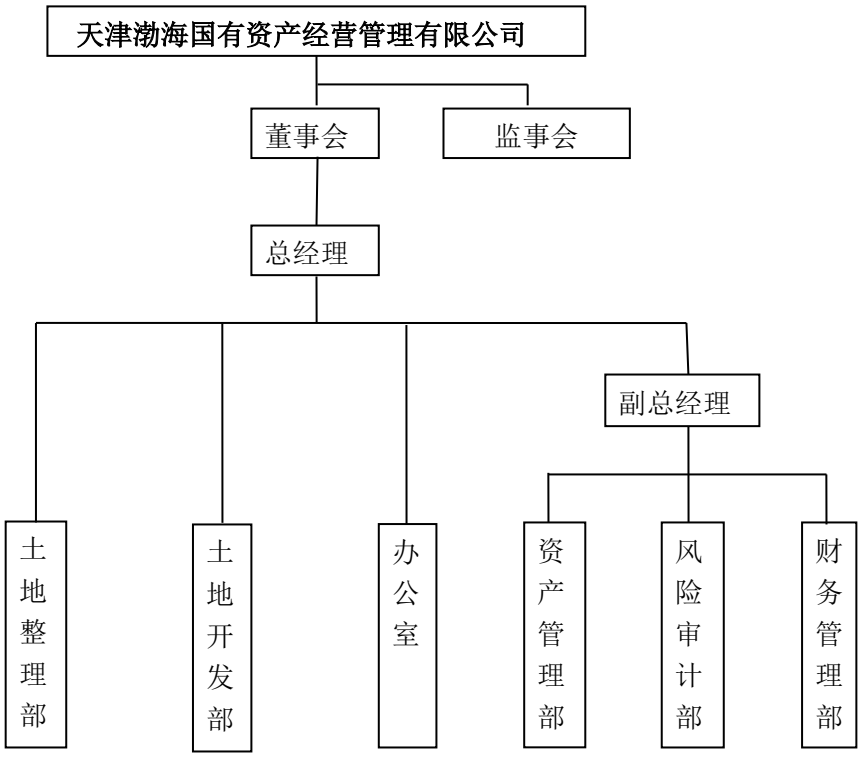
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件1　截至2017年9月末天津渤海国有资产经营管理有限公司股权结构图



附件2 截至2017年9月末天津渤海国有资产经营管理有限公司组织结构图



附件 3　　天津渤海国有资产经营管理有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2017 年 9 月（未经审计）	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	2,327,790	1,967,966	2,278,957	2,653,791
应收账款	659,198	633,401	602,912	548,175
其他应收款	1,050,084	1,264,164	1,319,733	760,212
预付款项	246,693	239,481	177,402	270,434
存货	2,667,077	2,524,925	2,306,470	2,815,004
流动资产合计	7,645,794	7,327,658	7,666,234	7,804,621
可供出售金融资产	1,673,241	1,751,011	1,770,656	1,583,634
长期股权投资	1,376,482	1,258,325	1,236,084	1,098,951
投资性房地产	4,036,824	4,035,401	3,980,357	3,785,794
固定资产	1,352,774	1,321,972	1,161,949	1,028,509
在建工程	458,099	419,230	489,475	507,508
无形资产	351,445	347,031	366,052	392,391
非流动资产合计	9,668,822	9,559,592	9,419,443	8,807,868
总资产	17,314,616	16,887,249	17,085,677	16,612,489
占资产总额比（%）				
货币资金	13.44	11.65	13.34	15.97
应收账款	3.81	3.75	3.53	3.30
其他应收款	6.06	7.49	7.72	4.58
预付款项	1.42	1.42	1.04	1.63
存货	15.40	14.95	13.50	16.95
流动资产合计	44.16	43.39	44.87	46.98
可供出售金融资产	9.66	10.37	10.36	9.53
长期股权投资	7.95	7.45	7.23	6.62
投资性房地产	23.31	23.90	23.30	22.79
固定资产	7.81	7.83	6.80	6.19
在建工程	2.65	2.48	2.86	3.05
无形资产	2.03	2.05	2.14	2.36
非流动资产合计	55.84	56.61	55.13	53.02
负债类				
短期借款	1,794,724	1,197,428	1,785,556	1,289,510
应付票据	108,252	97,311	244,466	284,854
应付账款	705,500	693,119	707,376	637,604
预收款项	680,391	574,198	364,694	312,484
其他应付款	1,538,073	1,409,645	1,451,362	1,687,485

附件 3　天津渤海国有资产经营管理有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2017 年 9 月（未经审计）	2016 年	2015 年	2014 年
一年内到期的非流动负债	822,983	807,851	427,795	579,150
流动负债合计	5,893,086	5,164,462	5,241,028	5,339,527
长期借款	1,019,388	1,220,350	908,437	1,478,114
应付债券	2,183,254	2,212,888	2,398,792	1,706,672
非流动负债合计	3,525,569	3,865,404	3,638,696	3,501,171
负债合计	9,418,656	9,029,866	8,879,724	8,840,698
占负债总额比（%）				
短期借款	19.05	13.26	20.11	14.59
应付票据	1.15	1.08	2.75	3.22
应付账款	7.49	7.68	7.97	7.21
预收款项	7.22	6.36	4.11	3.53
其他应付款	16.33	15.61	16.34	19.09
一年内到期的非流动负债	8.74	8.95	4.82	6.55
流动负债合计	62.57	57.19	59.02	60.40
长期借款	10.82	13.51	10.23	16.72
应付债券	23.18	24.51	27.01	19.30
非流动负债	37.43	42.81	40.98	39.60
权益类				
少数股东权益	1,611,628	1,560,909	1,542,754	1,261,670
实收资本（股本）	1,184,482	1,184,482	1,160,482	1,145,000
资本公积	4,360,424	4,389,563	4,745,200	4,730,392
未分配利润	663,674	582,510	520,842	458,541
所有者权益合计	7,895,960	7,857,384	8,205,952	7,771,792
损益类				
营业收入	4,168,187	4,888,492	4,649,093	5,044,485
营业成本	3,479,429	4,033,429	3,790,149	4,159,981
销售费用	282,298	334,562	322,329	327,210
管理费用	248,125	325,716	358,551	394,972
财务费用	83,942	136,013	141,528	130,151
投资收益	134,450	222,703	211,497	225,991
营业利润	187,622	197,354	248,090	192,536
营业外收支净额	18,884	52,543	37,455	54,016
利润总额	206,506	249,898	285,546	246,551
所得税费用	40,309	70,233	80,353	65,662
净利润	166,197	179,665	205,183	180,890

附件 3　天津渤海国有资产经营管理有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2017 年 9 月（未经审计）	2016 年	2015 年	2014 年
占营业收入比（%）				
营业成本	83.48	82.51	81.52	82.47
销售费用	6.77	6.84	6.93	6.49
管理费用	5.95	6.66	7.71	7.83
财务费用	2.01	2.78	3.04	2.58
营业利润	4.50	4.04	5.34	3.82
利润总额	4.95	5.11	6.14	4.9
净利润	3.99	3.68	4.41	3.59
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	357,807	416,027	519,523	272,026
投资活动产生的现金流量净额	-68,919	-448,295	-662,661	-423,265
筹资活动产生的现金流量净额	76,094	-284,746	-182,769	895,578
财务指标				
EBIT	-	453,310	465,859	430,484
EBITDA	-	576,183	559,810	534,105
总有息债务	5,928,601	5,694,245	5,765,047	5,338,300
毛利率（%）	16.52	17.49	18.48	17.53
营业利润率（%）	4.50	4.04	5.34	3.82
总资产报酬率（%）	-	2.68	2.73	2.59
净资产收益率（%）	2.10	2.29	2.50	2.33
资产负债率（%）	54.40	53.47	51.97	53.22
债务资本比率（%）	42.88	42.02	41.26	40.72
长期资产适合率（%）	118.13	122.63	125.75	127.99
流动比率（倍）	1.30	1.42	1.46	1.46
速动比率（倍）	0.84	0.93	1.02	0.93
保守速动比率（倍）	0.43	0.42	0.46	0.55
存货周转天数（天）	201.45	215.61	243.23	202.39
应收账款周转天数（天）	41.86	45.52	44.57	31.43
经营性净现金流/流动负债（%）	6.47	8.00	9.82	6.73
经营性净现金流/总负债（%）	3.88	4.65	5.86	4.04
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	1.67	2.24	0.96
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	1.82	2.01	1.52
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.31	2.41	1.88
现金比率（%）	41.40	40.18	44.89	52.94
担保比率（%）	0.00	0.64	5.92	1.93

附件 4 天津渤海国有资产经营管理有限公司(母公司)主要财务指标

单位：万元

年　份	2017 年 9 月（未经审计）	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	655,446	187,920	361,485	516,760
其他应收款	133,898	386,859	606,679	674,795
存货	927,275	779,901	676,050	805,635
流动资产合计	1,915,382	1,613,943	1,924,133	2,151,582
可供出售金融资产	282,162	273,162	292,370	134,160
长期股权投资	2,832,588	2,803,392	2,777,566	1,832,757
投资性房地产	3,493,202	3,493,202	3,490,459	3,450,960
非流动资产合计	6,638,710	6,598,772	6,590,595	5,474,810
总资产	8,554,092	8,212,714	8,514,728	7,626,392
占资产总额比（%）				
货币资金	7.66	2.29	4.25	6.78
其他应收款	1.57	4.71	7.13	8.85
存货	10.84	9.50	7.94	10.56
流动资产合计	22.39	19.65	22.60	28.21
可供出售金融资产	3.30	3.33	3.43	1.76
长期股权投资	33.11	34.13	32.62	24.03
投资性房地产	40.84	42.53	40.99	45.25
非流动资产合计	77.61	80.35	77.40	71.79
负债类				
短期借款	600,000	100,000	100,000	206,000
应付账款	31,125	31,125	31,683	40,146
预收款项	9,392	9,392	11,343	18,170
其他应付款	168,369	129,969	216,708	235,948
一年内到期的非流动负债	600,000	600,000	250,000	520,300
流动负债合计	1,499,480	961,001	689,065	1,078,493
长期借款	176,380	227,000	295,900	679,200
应付债券	1,813,946	1,963,946	2,031,433	1,208,707
递延所得税负债	6,033	6,033	11,995	13,494
非流动负债合计	2,008,930	2,204,062	2,346,410	1,908,484
负债合计	3,508,411	3,165,062	3,035,476	2,986,977
占负债总额比（%）				
短期借款	17.10	3.16	3.29	6.90
应付账款	0.89	0.98	1.04	1.34
预收款项	0.27	0.30	0.37	0.61

附件 4 天津渤海国有资产经营管理有限公司(母公司)主要财务指标(续表 1)

单位：万元

年　份	2017 年 9 月（未经审计）	2016 年	2015 年	2014 年
其他应付款	4.80	4.11	7.14	7.90
一年内到期的非流动负债	17.10	18.96	8.24	17.42
流动负债合计	42.74	30.36	22.70	36.11
长期借款	5.03	7.17	9.75	22.74
应付债券	51.70	62.05	66.92	40.47
非流动负债	57.26	69.64	77.30	63.89
权益类				
实收资本（股本）	1,184,482	1,184,482	1,160,482	1,145,000
资本公积	3,789,565	3,789,565	4,232,959	3,406,135
未分配利润	50,608	52,579	44,723	43,893
所有者权益合计	5,045,681	5,047,652	5,479,252	4,639,415
损益类				
营业收入	9,699	-	-	4,628
管理费用	3,448	3,984	4,252	22,447
财务费用	17,299	84,953	45,044	20,888
投资收益	20,170	106,328	72,152	36,841
营业利润	9,068	18,444	20,062	-4,598
营业外收支净额	93	100	4,970	16,924
利润总额	9,161	18,543	25,032	12,326
所得税	0	850	1,700	383
净利润	9,161	17,693	23,332	11,942
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	128,722	69,332	201,326	31,911
投资活动产生的现金流量净额	50,777	-354,895	-310,118	-279,969
筹资活动产生的现金流量净额	288,027	111,997	-46,483	707,382
财务指标				
资产负债率（%）	41.01	38.54	35.65	39.17
长期资产适合率（%）	106.26	109.89	118.74	119.60
流动比率（倍）	1.28	1.68	2.79	1.99
速动比率（倍）	0.66	0.87	1.81	1.25
保守速动比率（倍）	0.44	0.20	0.52	0.48
经营性净现金流/流动负债（%）	10.46	8.40	22.78	3.23
经营性净现金流/总负债（%）	3.86	2.24	6.69	1.26
现金比率（%）	43.71	19.55	52.46	47.92

附件 5　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[9] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[10] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%

[9] 前三季度取 270 天。
[10] 前三季度取 270 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 6　　中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。