

天津渤海国有资产经营管理 有限公司 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5605号

联合资信评估股份有限公司通过对天津渤海国有资产经营管理
有限公司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 02/PR 渤海 02”和“20 渤海国资债 01/20 津资
01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

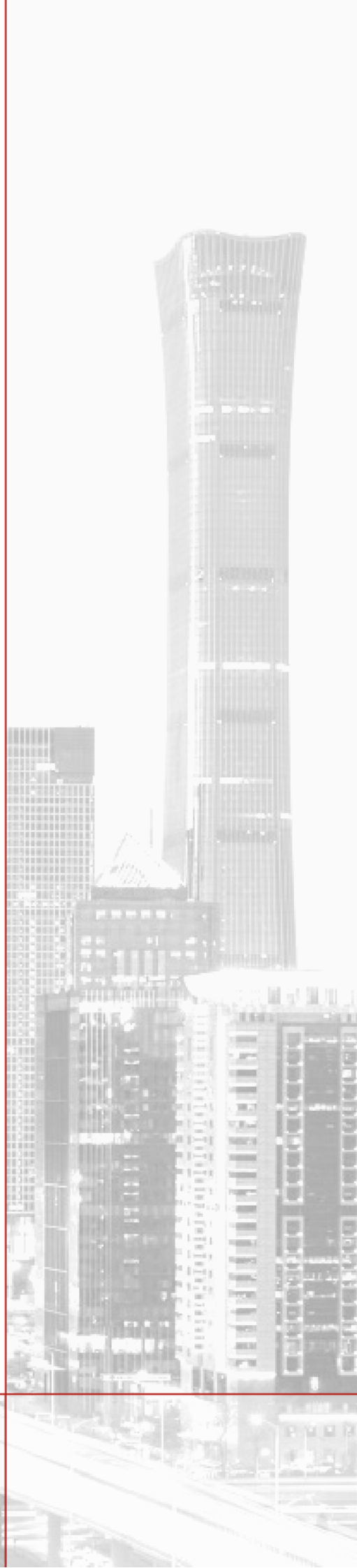
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



天津渤海国有资产经营管理有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
天津渤海国有资产经营管理有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/27
20 渤海国资债 01/20 津资 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02			

评级观点

天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”或“渤海国资”）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，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，区域重要性强。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化；以食品、医药生产和公共事业业务为主的多元化经营格局保持稳定，子公司在细分领域区域定位及竞争力突出。2024 年，公司营业总收入持续增长，受食品业务行业下行挤压利润空间及期间费用高企影响，公司经营性利润亏损规模同比扩大，投资收益仍是利润总额主要来源，以政府补贴为主的其他收益对利润形成良好补充，利润总额同比有所增长。财务方面，公司资产流动性较弱；有息债务规模持续增长，负担有所加重，关联方拆借款及对外担保规模大；公司偿债指标表现尚可，融资渠道通畅。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司投资范围及业务规模不断扩大，公司综合实力有望进一步提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性明显下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标显著弱化等。

优势

- **公司在天津市国有资产经营管理领域地位突出。**跟踪期内，公司承担天津市国有资产经营管理的职能未发生变化，区域重要性强。
- **子公司产业链布局完整，区域内竞争力突出。**天津食品集团有限公司（以下简称“食品集团”）具备从田间到餐桌的完整产业链布局，涵盖现代农牧渔业、食品生产加工、仓储物流及贸易服务业，拥有天津地区最大的粮食储备体系，担负着天津市和部分中央政策性粮油储备职能，在天津市储备战略地位显著。津联集团有限公司（以下简称“津联集团”）是天津市驻港窗口公司和重要的资本运营平台，其子公司天津发展控股有限公司为天津经济技术开发区提供自来水、热能和电力服务，业务区域专营性很强；天津市水利工程集团有限公司拥有水利水电工程、建筑工程、市政公用工程三项施工总承包壹级资质，并参建了多项国家级和市级重点工程，竞争优势突出。

关注

- **公司存在一定规模的关联方拆借款，对资金形成一定占用；对关联方担保规模较大。**截至 2024 年底，公司其他应收款为 246.38 亿元，主要为对股东及关联方的借款及往来款，对资金占用明显；公司对外担保规模合计 141.32 亿元，其中对股东担保金额为 17.52 亿元，对泰达系企业担保余额为 55.52 亿元。
- **跟踪期内，公司资产受限比例偏高。**截至 2024 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 398.20 亿元，占同期末资产总额的 19.34%，受限资产比例偏高。
- **主业盈利能力弱，利润总额高度依赖投资收益。**2024 年，受食品业务毛利率下行及期间费用高企影响，公司经营性利润亏损规模同比扩大，投资收益占当期利润总额的 178.24%，其中处置长期股权投资获得的投资收益不具备持续性。

本次评级使用的评级方法、模型及打分结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：因联合资信已于2025年5月15日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

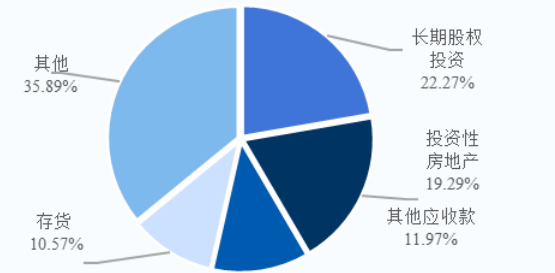
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	161.40	162.19	190.81	174.93
资产总额（亿元）	1880.75	1972.16	2058.42	2043.38
所有者权益（亿元）	967.01	957.84	967.24	973.75
短期债务（亿元）	355.32	337.69	398.93	336.32
长期债务（亿元）	183.53	289.93	337.46	413.96
全部债务（亿元）	538.85	627.63	736.39	750.28
营业总收入（亿元）	474.21	520.25	557.20	129.82
利润总额（亿元）	26.25	21.11	27.39	1.66
EBITDA（亿元）	79.30	60.45	68.30	--
经营性净现金流（亿元）	6.91	34.42	28.89	1.13
经调整的营业利润率（%）	0.15	1.10	-2.03	-1.21
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-6.04	7.48	19.40	-5.31
资产负债率（%）	48.58	51.43	53.01	52.35
全部债务资本化比率（%）	35.78	39.59	43.22	43.52
流动比率（%）	105.62	116.92	115.68	134.25
经营现金流入量/流动负债（倍）	0.97	5.55	4.29	--
现金短期债务比（倍）	0.45	0.48	0.48	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	1.95	2.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.79	10.38	10.78	--

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1110.50	1212.28	1295.97	1296.49
所有者权益（亿元）	746.33	752.11	760.40	763.94
全部债务（亿元）	227.84	297.14	384.05	383.30
营业总收入（亿元）	1.12	0.69	0.50	0.17
利润总额（亿元）	0.52	3.21	9.27	1.75
资产负债率（%）	32.79	37.96	41.33	41.08
全部债务资本化比率（%）	23.39	28.32	33.56	33.41
流动比率（%）	67.71	76.73	106.58	115.01
经营现金流动负债比（%）	4.08	11.14	3.97	--

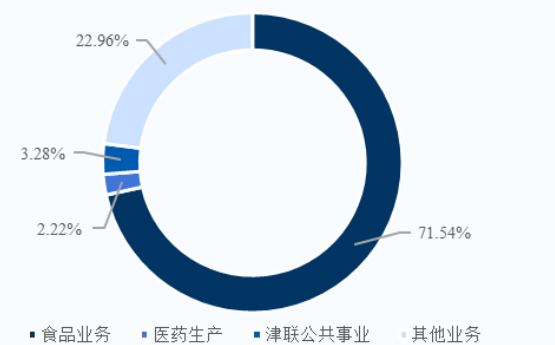
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款中有息债务已调至长期债务计量

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

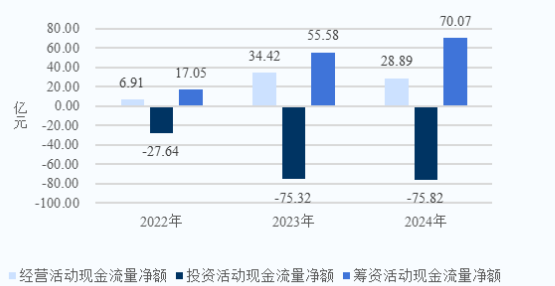
2024 年底公司资产构成



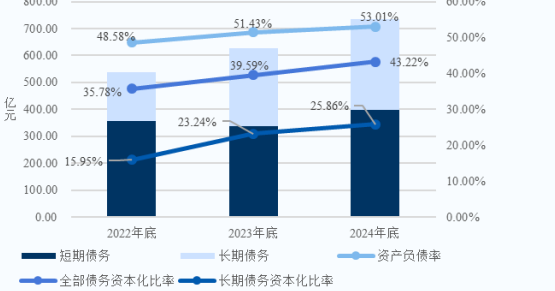
2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	6.00	0.90	2026/04/18	分期偿还本金
20 渤海国资债 01/20 津资 01	15.00	15.00	2027/02/19	公司调整利率选择权及投资者回售选择权

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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 渤海国资债 01/20 津资 01、16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/25	刘祎烜 杨学慧	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
20 渤海国资债 01/20 津资 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/12/22	王晴 闫力 闫旭	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（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2016/03/09	马栋 徐璨	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎烜 liuyixuan@lhratings.com

项目组成员：刘雨晨 liuyc@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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（以下简称“公司”或“渤海国资”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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。天津市国资委于 2012 年将公司全部股权无偿划转给天津津联投资控股有限公司（已更名为天津泰达实业集团有限公司，以下简称“津联控股”或“泰达实业”），于 2012 年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 100% 股权划转至公司，于 2020 年将其持有的津联控股 100% 股权无偿划转至天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”），泰达控股成为公司的间接控股股东，泰达控股是天津市国资委全资子公司，公司实际控制人仍为天津市国资委。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 118.62 亿元，直接控股股东和实际控制人未发生变化。

公司主营业务涵盖食品、医药生产及流通和公共事业等，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部管理层下设党群工作部、监察室、风险审计部、办公室、财务管理部、资产管理部、金融市场部及土地整理部 8 个职能部门。（见附件 1-2）

截至 2024 年底，公司合并资产总额为 2058.42 亿元，所有者权益合计 967.24 亿元（含少数股东权益 127.75 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 557.20 亿元，利润总额 27.39 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额为 2043.38 亿元，所有者权益合计 973.75 亿元（含少数股东权益 130.40 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 129.82 亿元，利润总额 1.66 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：申建国。

三、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如下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 渤海国资债 02/PR 渤海 02	6.00	0.90	2016/04/18	10 年
20 渤海国资债 01/20 津资 01	15.00	15.00	2020/02/19	7（5+2）年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 多元产业投资控股行业

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区，中国北方重要的港口城市。2024 年，天津市地区生产总值持续增长，产业优势明显，经济实力非常强；一般公共预算收入同比增长，财政实力非常强；公司外部发展环境良好。

天津市是中国四大直辖市之一、首批沿海开放城市、金融创新运营示范区。天津市共辖 16 个区，总面积 11966.45 平方千米。天津市地处中国北部，西靠首都北京市，其余均与河北省相邻，是中蒙俄经济走廊主要节点、海上丝绸之路的战略支点，是邻近内陆国家的重要出海口，也是中国北方重要的港口城市。

根据天津市统计年鉴及《2024 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，天津市地区生产总值（GDP）持续增长，当年实现 18024.32 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.1%。经济实力非常强。全年全市工业增加值 5738.71 亿元，比上年增长 4.5%，规模以上工业增加值增长 4.6%。规模以上工业中，分门类看，采矿业增加值增长 6.6%，制造业增长 3.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.3%。分经济类型看，国有企业增加值增长 1.3%，民营企业增长 3.1%，外商及港澳台商企业增长 7.2%。从主要行业看，石油和天然气开采业增加值增长 6.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.0%，医药制造业增长 10.5%。规模以上工业企业利润总额增长 7.8%，营业收入利润率为 6.57%，比上年提高 0.41 个百分点。高技术产业（制造业）增加值比上年增长 8.9%，快于全市规模以上工业 4.3 个百分点，占比为 14.8%，同比提高 1.1 个百分点。新产品产量较快增长，工业机器人、服务器、服务机器人产量分别增长 13.0%、25.6%和 32.7%。新投资潜力持续释放，高技术产业投资增长 12.1%，其中高技术服务业投资增长 21.6%。全年全市 12 条重点产业链增加值合计占规模以上工业的 82.1%，比上年提高 2.3 个百分点。特色产业链集聚效应凸显，航空航天、车联网、信息技术应用创新、生物医药产业链增加值分别增长 26.0%、22.4%、21.4%和 14.6%。

财政方面，根据天津市统计局数据，2024 年，天津市一般公共预算收入 2133.7 亿元，同比增长 5.2%，整体财政实力非常强，其中税收收入占比较高，2024 年为 1620.7 亿元，同比增长 2.6%，一般公共预算收入质量良好。

六、跟踪期主要变化

（一）控股产业布局概况

跟踪期内，公司经营格局保持稳定，营业总收入在食品业务带动下持续增长，毛利率水平有所下降。

跟踪期内，公司维持由食品业务、医药生产及流通和津联公共事业为主的经营格局，其他业务主要包括燃气销售业务、土地整理业务、工程施工业务、产业资本投资运营及国有资本运营及资产管理。2024 年，公司营业总收入同比增长 7.10%。其中，食品业务仍是公司主要收入来源，2024 年收入同比增长 11.14%，收入占比上升至 74.24%，主要来自其商贸业务收入增长；医药生产业务收入同比增长 17.78%，主要系新增丸剂品类带动收入增长；公共事业业务收入规模同比减少 21.97%，主要系业务重分类，部分业务计入其他业务所致；其他业务板块收入同比变动不大。

毛利率方面，2024 年，公司综合毛利率同比减少 4.09 个百分点，主要系食品业务毛利率同比大幅下降所致，其中，农业板块跟踪期内毛利润转为亏损，商贸业务毛利率同比大幅下降至 1.01%；其他业务板块毛利率同比变动不大。2025 年一季度，公司营业总收入同比增长 7.31%，主要来自食品业务增长，综合毛利率水平同比下降 3.97 个百分点。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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
食品业务	338.34	71.35%	11.43%	372.20	71.54%	9.72%	413.66	74.24%	3.88%	90.96	70.07%	4.06%
医药生产	11.41	2.41%	57.67%	11.53	2.22%	59.41%	13.58	2.44%	55.89%	3.69	2.84%	57.99%
公共事业	19.06	4.02%	12.49%	17.07	3.28%	12.65%	13.32	2.39%	7.36%	3.37	2.60%	1.78%
其他	105.40	22.23%	12.49%	119.45	22.96%	12.83%	116.64	20.93%	14.92%	31.80	24.50%	12.26%
合计	474.21	100.00%	12.82%	520.25	100.00%	11.63%	557.20	100.00%	7.54%	129.82	100.00%	7.54%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司合并口径收入主要来自食品集团的食品业务和津联集团的公共事业、医药生产及其他业务；债务主要集中于公司本部及子公司食品集团和津联集团；净利润主要来自本部投资收益和津联集团业务经营性利润。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	简称	持股比例	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	2023 年净利润
天津食品集团有限公司	食品集团	100.00%	食品业务	536.75	176.42	413.66	0.56	9.16
津联集团有限公司	津联集团	100.00%	公共事业	456.61 亿港元	210.76 亿港元	134.70 亿港元	11.64 亿港元	8.34 亿港元
其中：天津力生制药股份有限公司	力生制药	21.61%	医药制造及流通	57.86	48.00	13.36	1.86	3.62
公司本部	--	--	--	1295.97	760.40	0.50	2.02	3.71
合并口径	--	--	--	2058.42	967.24	557.20	15.70	14.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

食品集团作为食品业务运营主体，2024 年收入同比增长 11.14%，是公司主要收入构成，但受食品行业原材料上涨影响，食品集团毛利润持续下行，营业利润亏损，净利润规模同比大幅下降；津联集团作为公司公共事业、医药生产、燃气销售及工程施工等业务运营主体，收入及净利润规模分别同比大幅增长 84.47%和 39.57%，主要系 2024 年公司将本部持有的泰达香港置业有限公司 100%股权出售给津联集团，津联集团新增燃气销售业务所致；力生制药收入同比增长 15.88%主要系新增丸类制剂产品所致，净利润在一次性资产处置收益不延续影响下同比明显下降。公司本部利润主要来自投资收益，2024 年实现投资收益 31.72 亿元，同比增长 64.55%，考虑出售资产造成所得税费用大幅增长（7.25 亿元），公司本部净利润规模同比减少 45.55%。

（二）基础素质分析

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，在天津市国有资产运营管理领域地位突出，产业间具备一定协同效应。子公司在细分领域具备区域专营优势，竞争优势突出。

跟踪期内，受益于股东增资，公司注册资本及实收资本由 118.50 亿元增长至 118.62 亿元，控股股东和实际控制人均未变化。

公司由天津市国资委批准并出资组建，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，在天津市国有资产运营管理领域地位突出。公司主营业务包括以食品及医药制造流通为主的工业制造、公共事业及股权投资，产业间具备一定协同效应。

公司全资子公司食品集团作为天津市重要的现代农业产业集团，拥有天津地区最大的粮食储备体系，担负着天津市和部分中央的政策性粮油储备职能，在天津市储备战略地位显著。经过多年发展，食品集团已形成从田间到餐桌的完整产业链布局，在品牌影响力、市场占有率等方面区域竞争优势突出。

全资子公司津联集团是天津市驻港窗口公司和重要的资本运营平台，其子公司天津发展控股有限公司为天津经济技术开发区唯一为工商及住宅用户提供自来水、热能和电力服务的企业，业务区域专营性很强；天津市水利工程集团有限公司（以下简称“水

利公司”)拥有水利水电工程、建筑工程、市政公用工程三项施工总承包壹级资质，并参建了多项国家级和市级重点工程，竞争优势突出。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》(统一社会信用代码：911200006737497530)，截至2025年5月21日，公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至2025年6月27日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单(黑名单)信息，未发现公司存在严重失信信息。

(三) 管理水平

跟踪期内，公司董事、高级管理人员及主要管理制度无重大变化。

(四) 经营分析

1 业务经营分析

食品业务是公司重要的收入和利润来源。跟踪期内，公司食品业务在商贸业务带动下规模有所扩大，农业和建筑业板块收入规模同比下滑，综合毛利率明显下降，经营性利润呈亏损状态。

图表4•2023—2024年及2025年1—3月公司食品业务收入及毛利率情况(单位：亿元)

业务板块	2023年			2024年			2025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
农业	41.22	11.08%	1.86%	37.28	9.01%	-7.35%	8.43	9.27%	-2.61%
工业	74.39	19.99%	8.36%	79.22	19.15%	9.30%	15.44	16.97%	9.20%
商贸业	201.73	54.20%	8.12%	261.60	63.24%	1.01%	62.49	68.70%	1.42%
建筑业	48.91	13.14%	15.24%	29.84	7.21%	10.89%	3.40	3.74%	14.12%
服务业	5.95	1.60%	90.20%	5.73	1.39%	96.51%	1.21	1.33%	93.39%
合计	372.20	100.00%	9.72%	413.66	100.00%	3.88%	90.96	100.00%	4.06%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

农业方面，食品集团承担着保障天津市放心农产品供应的重要社会责任，跟踪期内，经营模式未发生变化，业务主要包括种植、养殖等，上游主要为采购饲料、化肥等，其中饲料主要包括菜粕、豆粕、棉粕、膨化大豆粉等。根据生产需求、市场变化趋势和生产配方调整等制定年度预算和季度预算。价格方面，公司主要采购原材料与市场价格保持一致，采用一体化管理、集中采购，运用询比价和招标的方式保证优质优价，签订年合同和季合同规避价格波动，保证供应。农业板块下游主要通过超市、批发市场、零售网点进行销售。2024年，农业业务实现收入37.28亿元，同比下降9.27%，食品集团农业板块各细分产品收入较为分散，主要产品原料奶、鸡蛋、肉牛、肉羊分别实现收入9.13亿元、2.56亿元、3.14亿元和1.76亿元，其中原料奶受市场价格持续下行影响，收入同比减少10.49%，毛利率为-14.00%，农业板块整体受成本上升及市场价格下行影响毛利润呈亏损状态，2024年毛利率为-7.35%。2025年一季度，食品集团农业板块收入及毛利率均同比有所回升，但仍呈亏损状态。

工业方面，2024年，工业业务实现收入79.22亿元，同比增长6.49%。跟踪期内，该板块收入仍主要来源于肉类食品、牛奶、调料、粮油、纺织等，食品集团整合了从上游种植、养殖到下游物流和贸易的全产业链资源。食品集团调料产品的经营主体主要为天津市利民调料有限公司(以下简称“利民调料”)。利民调料拥有五个独立的生产车间及一个大型综合库，组织生产甜面酱、酱腌菜、酱油等8大类，近200个品种的酿造及复合调味品。主要产品包括蒜蓉辣酱、番茄调味酱、酸羊肉调料等，2024年，食品集团实现调料业务收入0.55亿元；天津二商迎宾肉类食品有限公司(以下简称“二商迎宾”)是公司旗下的大型国有肉类联合加工企业，具备年生猪屠宰能力100万头，年分割加工白条猪肉能力40万头，年熟肉制品生产能力4万吨，冷冻冷藏能力1.5万吨的生产能力，是集生猪屠宰加工、肉制品深加工、冷藏储运、连锁专卖、食品检测等生产经营项目于一体的现代化企业，2024年及2025年一季度，二商迎宾实现肉类食品收入41.25亿元和6.96亿元，是食品集团工业板块主要组成部分；食品集团粮油板块的经营主体为延寿利达粮油有限公司，从事原粮稻谷、玉米的存储和贸易业务，主要贸易品种为稻谷和玉米；天津海河乳业有限公司主要生

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，在天津市场占有率较高。

食品集团的商业业务主要包含仓储物流商业连锁、成品油批发与零售和其他贸易等细分板块，2024 年，食品集团商业业务实现收入 261.60 亿元，同比增长 29.68%。仓储物流商业连锁业务的主要经营实体为天津利达粮油有限公司（以下简称“利达粮油”）和天津中糖二商烟酒连锁有限公司（以下简称“中糖二商”）。跟踪期内，利达粮油主要业务未发生变化，包含粮食收购储存，大宗粮油贸易、米面粮油食糖生产加工、食品加工、饲料加工和物流业务，拥有“利达”等知名粮油品牌。中糖二商主要经营烟酒糖茶和食品，其中食糖和白酒为主要收入来源，中糖二商已经成为天津食糖和酒类销售行业龙头企业。2024 年，食品集团仓储物流商业连锁板块实现收入 177.09 亿元，同比大幅增长 75.15%，占板块收入的 66.53%，主要系业务主体增加大宗原料及粮油茶糖品类贸易所致，但新增贸易品类为增加市场份额，毛利率呈亏损状态，带动板块综合毛利率同比大幅下滑；成品油批发与零售的主要经营主体为壳牌华北石油集团有限公司（以下简称“壳牌华北”，系中外合资企业，食品集团持股 51%），涉及汽油、柴油销售及油站便利店产品销售。壳牌华北已在天津南港工业区建成总库容为 20.10 万立方米，年输转成品及半成品汽柴油 300 万吨的南港油库项目。跟踪期内，壳牌华北持续收缩部分地区加油站业务，2024 年成品油批发及零售业务实现收入 24.24 亿元，同比减少 9.15%。

食品集团建筑业务主要房地产业务和建筑业务两部分，其中住宅地产是建筑业务主要的收入及利润来源。跟踪期内，受房地产行业景气度下行影响，食品集团建筑业务收入同比下滑 38.99%。食品集团房地产业务主要在售项目金地艺城华府、仕林苑、含章雅筑、含章宝邸和解放南路 35#地块住宅等项目，2024 年新开工面积 28.47 万平米（2023 年无新开工项目），当年签约销售面积 8.67 万平米，实现签约销售收入 14.71 亿元，同比变动不大，2024 年确认房地产业务收入 25.90 亿元。土地储备方面，截至 2025 年 3 月末，食品集团房地产土地储备 6.29 万平米，土地出让金已全部缴纳，土地性质均为商服用地。

跟踪期内，以力生制药为运营主体的医药生产及流通板块整体运营稳定，主要片剂、针剂产品收入及产销量同比变动不大。期内收购青春康源，胶囊、丸剂等中成药产品线得以丰富。

跟踪期内，力生制药及其控股子公司仍主要从事医药产品研发、生产和销售，产品包括原料药、片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、溶液剂、注射剂、冻干粉针剂等产品的生产销售。2024 年 1 月，力生制药以人民币 1.24 亿元对价收购青春康源制药有限公司（以下简称“青春康源”）65%的股权并将其纳入合并范围，丰富了其中成药产品线，并与现有品类产生互补效应。截至 2025 年 3 月底，力生制药及其子公司拥有品种涉及心脑血管、消化、抗感染、呼吸、跌打等 15 大类 292 个药品批准文号，获得专利授权 108 项，拥有注册商标 184 个。力生制药持续通过招标采购、加大合格供应商引入、战略储备等方式不断提高物资采购的科学化管理，力生制药 2024 年前五大客户占年度销售总额比例为 19.78%（2023 年为 19.36%），前五大供应商占年度采购总额比例为 16.89%（2023 年为 48.74%），上游集中度明显下降。

力生制药主营品种可以分为胶囊、片剂、针剂、丸剂、颗粒剂和其他等六大类，其中，胶囊、片剂、针剂在长期的生产运营中建立了以销定产、以产促销，产销协同的高效运营模式。2024 年，片剂和胶囊收入规模均同比增长，分别实现收入 8.29 亿元和 1.05 亿元；针剂实现收入 1.94 亿元，同比略有下滑；跟踪期内，力生制药并购青春康源新增了颗粒剂和丸剂品类，当年分别实现收入 0.25 亿元和 1.24 亿元，进一步完善了其产品体系。产销量方面，2024 年，受益于并购青春康源，力生制药胶囊产销量均大幅增长，片剂产销量维持较大规模。力生制药主要医药销售区域以华北地区为主，辐射华东、中南等全国各地。2024 年，华北地区收入占比为 37.25%，华东地区收入占比为 23.02%，中南地区占比为 20.97%，其他区域占比较小。

图表 5 • 力生制药收入构成主营产品销售情况（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
胶囊	9839.26	8936.30	10497.93
片剂	76916.75	81769.24	82858.39
针剂	22480.01	20088.52	19353.34
颗粒剂	--	--	2456.60
丸剂	--	--	12437.74
喷雾	372.65	--	--
其他	5050.27	4509.22	6011.45
合并	114658.94	115303.28	133615.44

资料来源：联合资信根据力生制药年报整理

图表 6 • 力生制药 2022—2024 年产品销量及库存情况

产品	项目	单位	2022 年	2023 年	2024 年
胶囊	销售量	万粒	19540.66	16450.87	49626.53
	生产量		17793.20	15625.59	49275.02
	库存量		2911.41	2086.13	15713.39
片剂	销售量	万片	855184.42	835572.68	805283.23
	生产量		855179.36	833741.63	835871.78
	库存量		136880.72	135049.67	202085.95
针剂	销售量	万支	1735.36	2062.86	2317.46
	生产量		1586.94	2073.56	2524.72
	库存量		169.46	180.16	387.42

资料来源：联合资信根据力生制药年报整理

子公司津联集团为天津市经济开发区的公用事业运营主体，跟踪期内，其公用事业业务在区域内保持专营优势，业务收入以公共设施为主，2024 年售水量及售气量受需求影响均同比下滑。

公共事业板块主要由津联集团负责，主要包括公用设施、机电和酒店业务。其中，公共设施收入是板块收入主要构成，2024 年占该板块收入的 82.50%。

公用设施业务板块运营主体为津联集团下属香港上市公司天津发展控股有限公司（香港上市公司，股票代码：00882.HK，以下简称“天津发展”）。天津发展是天津经济技术开发区唯一为工商及住宅用户提供电力、自来水和热能服务业务的企业。2024 年，公司实现公用设施收入 13.20 亿元，同比减少 8.33%。天津发展电力板块经营主体为天津泰达津联热电有限公司（以下简称“津联热电”）。其中，电力业务模式为购销模式，收入通过购销电量价差实现，开发区财政局按实际销售电量每千瓦时 0.02 元给予津联热电补贴。2024 年津联热电装机输电能力和售电量分别为 99.60 万千瓦伏安和 30.93 亿千瓦时，均同比变动不大；自来水业务板块经营主体为天津泰达津联自来水有限公司（以下简称“自来水公司”），自来水公司主要从事天津开发区的自来水供应业务，亦提供水管的安装及维修、自来水相关的技术咨询服务，以及水管及相关部件的零售及批发。2024 年，自来水公司每日供水能力 32.50 万吨，同比变动不大，2024 年累计售水量 4485.80 万吨，同比减少 4.92%。热能业务板块经营主体为津联热电，津联热电主从事天津开发区工业、商业和住宅的蒸汽及暖气供应业务。截至 2024 年末，津联热电在天津开发区拥有输气管道约 549 公里、输水管道 362 公里，使用中的汽水换热站 22 个、水水换热站 120 个，日输送能力约为 3 万吨蒸汽，2024 年售气量 327.70 万吨，同比减少 8.67%。

公司机电业务板块主要包括液压机、机械和水电设备、以及大型水泵机组的制造和销售。其经营主体主要为天津发展下属子公司天津市天发重型水电设备制造有限公司和天津市天锻压力机有限公司，2024 年实现收入 1.57 亿元，同比变动不大。

图表 7 • 公用事业板块收入情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
公共设施	15.97	83.79%	14.40	83.79%	13.20	82.50%
机电	2.42	12.69%	1.50	8.79%	1.57	9.81%
酒店	0.67	3.52%	1.17	6.85%	1.23	7.69%
合计	19.06	100.00%	17.07	100.00%	16.00	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司其他业务板块主要包括产品燃气销售、水利设施建设及土地整理业务等。其中，水利公司拥有多项专业施工资质，客户优质且稳定；土地整理业务进展相对缓慢，且资金占用规模较大，回收期长。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。

图表 8 • 2022—2024 年公司其他业务构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
土地整理业务	0.01	0.20	--
燃气销售业务	46.06	53.86	56.59

燃气建造及安装等服务	6.61	4.54	4.55
工程施工收入	31.29	37.23	37.35
电力机械	2.42	1.50	1.57
租赁及相关收入	0.40	0.50	1.06
房产销售收入	8.40	14.85	0.45
轻工集团销售收入（打印机及配件、食品、油墨、碳罐、糖精等）	10.21	8.26	8.78
其他	0.00	0.00	6.64
合并	105.4	120.93	116.98

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司其他业务仍以燃气销售业务和工程施工业务为主，其他业务收入相对分散。2024 年，公司其他业务收入同比变动不大，其中燃气销售收入和工程施工收入分别占 48.38%和 31.93%。

燃气销售业务运营主体为津联集团下属孙公司滨海投资有限公司（以下简称“滨海投资”），燃气销售业务包括管道天然气销售、工程施工及天然气管道安装服务和天然气管输服务等细分业务。截至 2024 年末，滨海投资共有 240 余万用户，建成主管网 4500 余公里，2024 年销气总量 25.1 亿立方米，新增接驳户数逾 7 万余户，实现燃气销售收入 58.02 亿港元。主要供应商包括中国石油化工股份有限公司天然气分公司华北天然气销售中心，中国石油天然气股份有限公司天然气销售天津分公司，主要工业户包括唐山市蓝欣玻璃有限公司，天津渤海石化有限公司，华能临港（天津）燃气热电有限等公司。

水利设施建设业务运营主体为津联集团下属子公司天津市水利工程集团有限公司（以下简称“水利公司”），2024 年确认水利建设收入 37.35 亿元，同比变动不大。水利公司项目来源主要为招标公告及招标计划公示信息。工程项目市场信息由市场营销中心和各分公司共同获取和搜集。筛选标准一般为预计利润率高且资金有保障的项目。项目管理流程包括前期策划制定、成本计划制定、项目实施、采购管理、进度管理、成本管理、农民工管理、项目完工、封账。收入确认流程方面，先对项目按照工程进度进行成本结算入账，项目部对接业主进行项目进度计量结算并按照要求开具发票，水利公司再按照项目进度进行收入确认。水利公司工程项目施工周期一般为 20 个月，下游客户一般按施工节点付款。项目模式方面，总承包模式占整体合同额比例 76%，EPC 模式占整体合同额比例 24%。2024 年，水利公司新签合同规模 12.10 亿元，期末在手合同规模 20.75 亿元，同比变动不大。水利公司客户较为稳定，客户主要为天津市区水务局、国有水务公司、房地产企业等。

土地整理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。土地收购资金为公司自有资金+融资，融资加权成本为 5.35%。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（包含银行贷款利息、拆迁补偿款等）直接冲抵存货，将土地收购补偿费的 0.80%作为管理费计入营业收入，2024 年未实现管理费收入。总体看，土地整理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。2024 年，公司无新增收购土地；实现出让土地 82 亩，返还金额 0.3 亿元（含土地整理成本及增值收益返还），2024 年底存货中土地整理有关成本较上年底变动不大，剩余待出让土地面积 1620 亩。2024 年，公司计划完成 2 户企业土地出让，涉及土地 82 亩，预计实现土地出让金 1 亿元，土地整理成本及增值收益返还 0.92 亿元。

公司在建项目未来仍需一定资本支出。

截至 2025 年 3 月底，公司在建项目预计总投资共 8.45 亿元，已投资 3.75 亿元，未来投资压力尚可。公司在建项目主要系子公司食品集团生产经营性质的产业园、厂房等扩产，待投产后，公司现代农牧业、食品加工业等板块的产能将有所提升。同时，考虑到原料奶产业景气度持续下行，产品市场价格持续下行影响，公司投资项目未来收益实现情况存在一定风险。

图表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	预计 总投资	截至 2025 年 3 月底 累计投资金额	建设周期	未来投资计划	
				2025 年 4-12 月	2026 年及以后
内蒙古万头奶牛养殖场项目	50000.00	12780.00	2022 年 8 月~2025 年 10 月	30000.00	--

天津食品供应链集团有限公司冷链物流加工基地项目	34531.00	24700.00	2023 年 12 月~2025 年 9 月	9831.00	--
合计	84531.00	37480.00	--	39831.00	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 未来发展

公司未来发展规划围绕现有业务展开，可行性较高。

未来，公司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、泰达实业核心工作，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。

（五）财务分析

公司提供了 2024 年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2024 年末，公司合并范围一级子公司合计 22 家，较上年末增加 2 家，减少 2 家；截至 2025 年 3 月末，公司合并范围一级子公司较上年末无变化。公司合并范围变化对公司财务数据影响较小。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主，长期股权投资及以公允价值计量的投资性房地产占比大，以向股东拆借款为主的其他应收款对资金占用规模大。受限资产规模较大，资产流动性较弱。

截至 2024 年末，公司资产规模较上年末小幅增长，资产结构以非流动资产为主（占资产总额的 62.12%）。截至 2024 年末，公司流动资产较上年末增长 7.55%。其中，货币资金较上年末增长 22.17%，主要由银行存款构成；其他应收款（合计）较上年末增长 21.14%，主要为关联方及其他往来款，占余额的 81.72%，主要为对股东泰达实业（146.49 亿元，2023 年末为 68.14 亿元）及泰达控股（11.62 亿元）的往来款，公司其他应收款累计计提坏账准备 12.33 亿元；由于地产业务持续去化及食品集团地产业务子公司天津市晟林房地产开发有限公司不再纳入合并范围，公司存货较上年末减少 7.76%，主要由开发成本（67.26 亿元）、土地整理成本（46.51 亿元）、开发产品（27.18 亿元）和库存商品（61.95 亿元）构成，累计计提存货跌价准备 5.70 亿元（2024 年新增计提 3.56 亿元），主要为对非开发产品的库存商品计提跌价准备。

非流动资产较上年末变动不大，长期股权投资较上年末保持稳定，主要投资标的包括天津市泰达国际控股（集团）有限公司（105.09 亿元）、医药集团（67.85 亿元）、天津泰达集团有限公司（48.63 亿元）及渤海证券股份有限公司（35.33 亿元），其他投资较分散，同期，公司减少对天津智博智能科技发展有限公司的投资 12.72 亿元¹。2024 年，公司权益法下确认投资收益 23.35 亿元，收到现金股利 6.49 亿元；公司投资性房地产较上年底变化不大，采用公允价值方式计量，主要为土地使用权（346.42 亿元），主要为滨海新区的 2.5 万亩盐田，目前暂无开发计划；固定资产较上年末变动不大，主要为房屋及建筑物、机器设备、管线设备等，累计计提折旧 86.31 亿元，计提减值损失 3.34 亿元。

2025 年一季度，公司资产规模及结构较上年末变动不大。资产受限方面。截至 2024 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 398.20 亿元，占同期末资产总额的 19.34%，受限资产比例较高。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	725.03	36.76%	779.79	37.88%	778.07	38.08%
货币资金	132.98	6.74%	162.46	7.89%	149.15	7.30%
其他应收款（合计）	204.10	10.35%	247.24	12.01%	256.76	12.57%

¹ 截至 2025 年 3 月末，公司对天津智博智能科技发展有限公司的投资收益尚未实现现金回流。

存货	235.97	11.97%	217.66	10.57%	208.29	10.19%
非流动资产	1247.13	63.24%	1278.63	62.12%	1265.30	61.92%
长期股权投资	446.24	22.63%	458.51	22.27%	458.09	22.42%
投资性房地产	400.84	20.32%	397.08	19.29%	396.69	19.41%
固定资产	141.25	7.16%	144.16	7.00%	142.71	6.98%
资产总额	1972.16	100.00%	2058.42	100.00%	2043.38	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表11 • 截至2024年末公司其他应收款金额前五大情况

名称	余额（亿元）	占比	是否为关联方
泰达实业	146.49	56.62	是
泰达控股	11.60	4.48	是
天津津联智达商务 信息咨询有限公司	9.90	3.82	是
天津泰达酒店投资 有限公司	9.46	3.65	是
天津市宁河区新发 宁居房地产开发有 限公司	5.93	2.29	否
合计	183.38	70.66	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表12 • 截至2023年末公司受限资产情况（单位：万元）

资产名称	受限金额	受限原因
投资性房地产	222.44	贷款抵押
长期股权投资	86.55	质押
存货	36.63	抵押
货币资金	27.08	信用保证金、保函保证金、定期存款等
固定资产	8.72	贷款抵押
长期应收款	8.07	特许使用权应收款质押
无形资产	4.67	贷款抵押
一年内到期的非流动资产	2.22	特许使用权应收款质押
在建工程	1.80	借款抵押
其他应收款	0.02	借款质押、保证金
合计	398.20	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司权益结构质量良好；有息债务持续增长，债务负担有所加重。

截至 2024 年末，公司所有者权益合计 967.24 亿元，较上年末变动不大。其中，归属于母公司所有者权益占 86.79%，主要由实收资本（占权益总额的 12.26%）、资本公积（占权益总额的 51.61%）和未分配利润（占权益总额的 21.46%）为主。少数股东权益占比为 13.21%，所有者权益结构质量良好。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较上年末变动不大。

截至 2024 年末，公司全部债务 736.39 亿元，较上年底增长 17.33%，占负债总额的 67.49%，主要由长短期借款、债券融资、往来借款及融资租赁款构成，综合融资成本约为 4%。债务结构方面，短期债务 398.93 亿元，较上年底增长 18.14%；长期债务 337.46 亿元，较上年底增长 16.39%。从债务指标来看，截至 2024 年底，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 53.01%、43.22%和 25.86%，较上年底分别提高 1.58 个百分点、提高 3.64 个百分点和提高 2.63 个百分点。公司债务负担有所加重。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务规模较上年末变动不大，长期债务占比有所上升，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 52.35%、43.52%和 29.83%。

2024 年，公司营业总收入规模持续增长，受毛利润下滑及期间费用高企影响，经营性利润亏损规模同比扩大，投资收益仍为利润总额的核心来源，但部分股权处置收益不具备持续性，公司利润总额同比有所增长。

2024 年，公司营业总收入同比增长 7.10%，受食品业务毛利率下降影响，营业利润率同比下降至 7.04%；期间费用持续增长，主要为债务增长带动财务费用持续提升；受存货计提跌价准备增加及坏账损失影响，公司减值损失同比小幅增长，资产减值损失和信用减值损失分别为 4.49 亿元和 3.63 亿元。受上述因素综合影响，公司经营性利润亏损规模同比扩大，主业盈利能力有待提升。非经营性损益方面，2024 年，公司实现投资收益 48.81 亿元，同比大幅增长，主要由不具备持续性的处置长期股权投资收益（19.17 亿元）和权益法核算的长期股权投资收益（23.35 亿元）所致；收到以政府补贴为主的其他收益 18.66 亿元，同比增长 27.85%，补贴科目较分散，其中土地补偿款（5.53 亿元）、土地使用权补贴（2.10 亿元）、城市更新补偿款（6.12 亿元）及粮油储备费用补贴（1.52 亿元）占比大。受益于非经常性损益规模增长，公司利润总额同比增长 29.73%至 27.39 亿元，投资收益占利润总额的 178.24%。2025 年一季度，公司营业总收入同比增长 7.31%，其他收益同比大幅增长至 4.65 亿元，投资收益同比增长 35.95%，但受毛利润持续下滑影响，公司利润总额同比减少 4.39%至 1.66 亿元。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	474.21	520.25	557.20	129.82
毛利润	62.01	60.52	42.02	9.79
期间费用	64.17	66.22	69.18	15.34
投资收益	28.55	20.55	48.82	3.32
公允价值变动收益	-3.59	-1.58	-3.16	0.34
减值损失	-0.82	-7.32	-8.13	-0.38
其他收益	6.94	14.59	18.66	4.65
利润总额	26.25	21.11	27.39	1.66
营业利润率	12.22%	11.03%	7.04%	7.02%
经调整的营业利润率	0.15%	1.10%	-2.03%	-1.21%
总资本收益率	2.66%	2.59%	2.60%	--
净资产收益率	1.99%	1.47%	1.62%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司经营获现情况尚可，资本支出持续增长，导致筹资活动前现金流缺口同比扩大。考虑到未来投资以及业务发展需求，公司外部融资需求大。

2024 年，公司经营活动现金流入与流出规模均同比有所下降，现金收入比持续向好，土地整理业务出让返还资金同比减少及往来款规模减少导致公司经营活动现金流净流入规模同比有所下降。公司投资活动维持较大流出规模，经营活动现金流净额无法覆盖投资活动资金缺口且资金缺口有所扩大，加之债务偿还金额保持较大规模，进一步加剧了公司对外融资的需求。公司主要依赖于银行借款、债券发行来弥补资金缺口，需持续关注资本市场及融资监管政策变化。2025 年一季度，公司经营活动现金保持净流入，投资活动持续净流出 9.36 亿元，现金及等价物有所减少。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	848.23	1113.99	972.68	209.73
经营活动现金流出小计	841.32	1079.57	943.79	208.60
经营现金流量净额	6.91	34.42	28.89	1.13
投资活动现金流入小计	44.05	43.92	35.69	3.71
投资活动现金流出小计	71.70	119.24	111.51	13.07
投资活动现金流量净额	-27.64	-75.32	-75.82	-9.36
筹资活动前现金流量净额	-20.73	-40.90	-46.93	-8.23
筹资活动现金流入小计	454.69	597.57	577.41	155.71
筹资活动现金流出小计	437.64	541.99	507.33	152.80
筹资活动现金流量净额	17.05	55.58	70.07	2.91
现金收入比	94.71%	111.00%	116.02%	79.93%
现金及现金等价物净增加额	-6.04	7.48	19.40	-5.31

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现尚可，融资渠道通畅；对外担保规模大，若被担保企业经营波动，公司存在一定或有负债风险。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	105.62%	116.92%	115.68%
	速动比率	67.00%	78.87%	83.39%
	经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.97%	5.55%	4.29%

长期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	0.02	0.10	0.07
	现金短期债务比（倍）	0.45	0.48	0.48
	EBITDA（亿元）	79.30	60.45	68.30
	全部债务/EBITDA（倍）	6.79	10.38	10.78
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.05	0.04
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	1.95	2.24
	经营现金/利息支出（倍）	0.28	1.11	0.95

注：经营现金指经营活动现金流净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2024 年末，公司流动比率同比略有下降，速动比率均有所上升，经营活动现金流量净额对流动负债的保障能力有所下降，现金类资产对短期债务覆盖能力偏弱；2024 年，公司 EBITDA 同比增长，EBITDA 对利息覆盖情况良好。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 541.36 亿元，尚未使用额度 90.58 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2024 年底，公司对外担保余额为 141.32 亿元，占当年末净资产的比例为 14.61%，主要为对泰达系企业、关联方及区域内国企的担保，主要包括泰达控股（20.00 亿元）、泰达实业（17.52 亿元）、天津津智国有资本投资运营有限公司（20.06 亿元）、天津水务集团有限公司（19.97 亿元），均未设置反担保措施。

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼²。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以对子公司股权投资及投资性房地产为主，本部债务负担整体可控，利息偿付压力较大，债务偿付依赖外部融资。

公司本部主要承担战略决策、投融资等职能。

截至 2024 年末，公司本部资产总额为 1295.97 亿元，较上年末增长 6.90%，资产结构仍以非流动资产为主（占 77.63%）。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 16.74 亿元，其他应收款 220.57 亿元，主要为与关联方及子公司经营性资金往来款（210.45 亿元），其中对股东泰达实业往来款余额为 137.17 亿元；长期股权投资（642.94 亿元）规模较大，较上年末变动不大，主要为对下属企业的投资。同期，公司本部投资性房地产合计 350.23 亿元，较上年底变动不大。

截至 2024 年末，公司负债总额较上年末增长 16.39%，负债结构较均衡，全部债务较上年末增长 29.25%，债务期限结构偏长期（长期债务占 54.73%），资产负债率和全部债务资本化比率较上年末分别上升至 41.33%和 33.56%，债务规模整体可控。

2024 年，受益于向津联集团出售资产，公司本部投资收益大幅增长，取得投资收到的现金同比有所下降，本部利润总额同比大幅增长至 9.27 亿元。偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金净流入 10.81 亿元，取得投资收益收到的现金 3.47 亿元，无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 16.19 亿元，且公司本部净利息支出（利息费用-利息收入，14.69 亿元）规模大，实际利息支付压力较大；截至 2025 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.06 倍，债务偿付依赖外部融资。

（六）ESG 分析

公司治理结构较为完善，内控制度较为健全。作为控股类企业，公司面临的环境问题较少，发展战略符合行业政策和公司经营目标。整体来看，公司 ESG 表现较好。

环境方面，作为控股类企业，公司面临的环境风险较小，目前尚未因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高。公司员工激励机制、培养体系健全，拥有专业精干的运营管理团队，在主营业务运营积累了较为丰富的经验。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，在天津市经济发展中发挥着重要作用，社会贡献度较高。

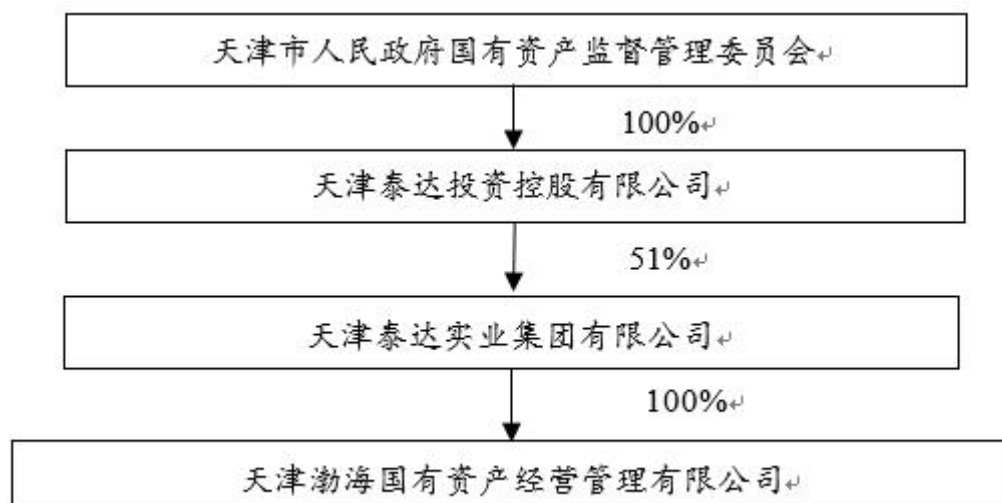
治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

² 重大诉讼为公司作为被告方，案值超过 5000 万元的诉讼。

七、评级结论

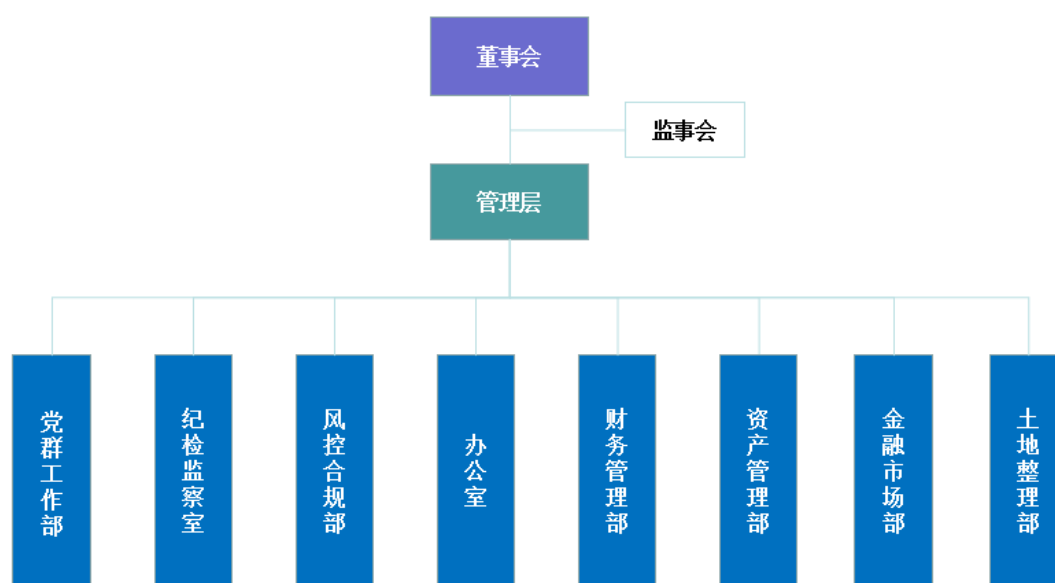
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 渤海国资债 02/PR 渤海 02”和“20 渤海国资债 01/20 津资 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	161.40	162.19	190.81	174.93
应收账款（亿元）	39.00	41.61	38.99	43.17
其他应收款（亿元）	193.84	203.25	246.38	256.76
存货（亿元）	274.61	235.97	217.66	208.29
长期股权投资（亿元）	332.35	446.24	458.51	458.09
固定资产（亿元）	130.35	141.25	144.16	142.71
在建工程（亿元）	36.40	36.16	39.25	39.32
资产总额（亿元）	1880.75	1972.16	2058.42	2043.38
实收资本（亿元）	118.50	118.50	118.62	118.62
少数股东权益（亿元）	119.12	125.71	127.75	130.40
所有者权益（亿元）	967.01	957.84	967.24	973.75
短期债务（亿元）	355.32	337.69	398.93	336.32
长期债务（亿元）	183.53	289.93	337.46	413.96
全部债务（亿元）	538.85	627.63	736.39	750.28
营业总收入（亿元）	474.21	520.25	557.20	129.82
营业成本（亿元）	412.20	459.73	515.19	120.03
其他收益（亿元）	6.94	14.59	18.66	4.65
利润总额（亿元）	26.25	21.11	27.39	1.66
EBITDA（亿元）	79.30	60.45	68.30	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	449.11	577.50	646.45	103.76
经营活动现金流入小计（亿元）	848.23	1113.99	972.68	209.73
经营活动现金流量净额（亿元）	6.91	34.42	28.89	1.13
投资活动现金流量净额（亿元）	-27.64	-75.32	-75.82	-9.36
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.05	55.58	70.07	2.91
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.59	11.66	12.73	--
存货周转次数（次）	1.61	1.80	2.27	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.27	0.28	--
现金收入比（%）	94.71	111.00	116.02	79.93
营业利润率（%）	12.22	11.03	7.04	7.02
总资本收益率（%）	2.66	2.59	2.60	--
净资产收益率（%）	1.99	1.47	1.62	--
长期债务资本化比率（%）	15.95	23.24	25.86	29.83
全部债务资本化比率（%）	35.78	39.59	43.22	43.52
资产负债率（%）	48.58	51.43	53.01	52.35
流动比率（%）	105.62	116.92	115.68	134.25
速动比率（%）	67.00	78.87	83.39	98.31
经营现金流动负债比（%）	0.97	5.55	4.29	--
现金短期债务比（倍）	0.45	0.48	0.48	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	1.95	2.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.79	10.38	10.78	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款中有息债务已调至长期债务计量
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.31	8.37	16.74	8.44
应收账款（亿元）	--	--	--	--
其他应收款（亿元）	125.56	135.65	220.57	227.77
存货（亿元）	65.85	46.45	43.38	43.06
长期股权投资（亿元）	534.17	654.30	642.94	646.87
固定资产（亿元）	1.17	1.06	0.97	0.95
在建工程（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	1110.50	1212.28	1295.97	1296.49
实收资本（亿元）	118.50	118.50	118.62	118.62
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	746.33	752.11	760.40	763.94
短期债务（亿元）	158.09	177.94	173.84	152.68
长期债务（亿元）	69.74	119.20	210.20	230.63
全部债务（亿元）	227.84	297.14	384.05	383.30
营业总收入（亿元）	1.12	0.69	0.50	0.17
营业成本（亿元）	0.03	0.05	0.04	0.01
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.52	3.21	9.27	1.75
EBITDA（亿元）	12.52	18.53	24.09	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.21	42.36	0.30	0.69
经营活动现金流入小计（亿元）	366.24	477.79	378.74	77.27
经营活动现金流量净额（亿元）	11.95	28.64	10.81	5.52
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.59	-78.94	-73.32	-2.05
筹资活动现金流量净额（亿元）	-12.03	50.91	62.39	-3.77
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	108.12	6136.65	60.19	399.10
营业利润率（%）	82.80	75.51	68.70	92.33
总资本收益率（%）	1.45	1.81	1.47	--
净资产收益率（%）	0.29	0.49	0.27	--
长期债务资本化比率（%）	8.55	13.68	21.66	23.19
全部债务资本化比率（%）	23.39	28.32	33.56	33.41
资产负债率（%）	32.79	37.96	41.33	41.08
流动比率（%）	67.71	76.73	106.58	115.01
速动比率（%）	45.25	58.67	90.63	97.70
经营现金流动负债比（%）	4.08	11.14	3.97	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计。
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持