

天津津智国有资本投资运营有限公司 2024 年主体信用评级报告

中鹏信评【2024】第 Z【1613】号 02

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

天津津智国有资本投资运营有限公司2024年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
评级日期	2024-10-29

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：天津津智国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”或“津智资本”）是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”）主管的9家企业之一，兼具投资、运营、融资、混改、增信五重职能，核心主业围绕通信设备制造及装备制造、资本市场服务，在通信设备制造方面拥有业内极少数可以实现全波段、全军种覆盖的专网无线通信设备上市公司和国内最早的电线电缆生产企业之一，研发实力强，下游客户较为稳定；装备制造业务品牌地位高，产品应用范围广泛，行业发展前景较好；同时拥有天津市唯一一家信用增信机构，具有很强的区域竞争优势，成立以来多次获得股东资金支持，可用授信较充足，银企关系良好，综合竞争实力强。同时需关注的是，公司主业通信设备制造业务产品多用于国防安全等事业，近年受特殊机构客户需求节奏放缓叠加阶梯降价等影响阶段性承压，收入利润或持续下滑；价值百亿的投资性房地产收益性弱，应收款项对营运资金形成一定占用，整体资产质量及流动性一般，同时存在一定的商誉减值风险；近年作为主要利润来源的投资收益未来或受市场行情波动及处置时点等因素影响存在波动从而对盈利水平产生较大影响；公司债务规模持续增长，而经营业务现金生成能力波动明显，整体偿债指标有所弱化，公司或面临一定或有负债等风险因素。

联系方式

项目负责人：王贞姬
 wangzj@cspengyuan.com

项目组成员：刘蝶
 liud@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.6	2023	2022	2021
总资产	843.17	835.32	655.99	608.88
归母所有者权益	165.07	162.20	85.40	140.31
总债务	350.43	336.07	330.65	225.95
营业收入	45.10	105.65	109.33	110.04
净利润	2.06	6.30	3.19	13.08
经营活动现金流净额	0.57	18.35	73.47	-6.71
净债务/EBITDA	--	6.32	8.44	4.73
EBITDA 利息保障倍数	--	1.34	1.33	1.55
总债务/总资本	56.13%	55.58%	71.28%	49.54%
FFO/净债务	--	1.29%	0.00%	-0.69%
EBITDA 利润率	--	26.21%	20.13%	15.59%
总资产回报率	--	3.58%	3.25%	4.70%
速动比率	1.40	1.11	1.04	1.41
现金短期债务比	--	1.25	1.06	1.72
销售毛利率	28.73%	37.17%	32.77%	32.57%
资产负债率	67.51%	67.84%	79.69%	62.20%

注：2022年FFO/净债务不为0，上表结果系四舍五入计算所致。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司是天津市重要的国有资产运营管理主体，在政府支持和区域定位方面具备较强优势。**公司是天津市国资委主管的 9 家企业之一，也是天津市政府、市国资委重点发展的实体产业公司，兼具投资、运营、融资、混改、增信五重职能，区域定位高。自公司成立以来，天津市国资委持续对公司注资，截至 2024 年 7 月末公司实收资本达 210.42 亿元，资本实力持续增强。
- **公司业务多元化程度高，综合竞争实力强。**公司核心主业围绕通信设备制造及装备制造、资本市场服务，通信设备制造方面拥有业内极少数可以实现全波段、全军种覆盖的上市专网无线通信设备企业和国内最早的电线电缆生产企业之一，研发实力强，下游客户较为稳定；装备制造业务品牌地位高，产品应用范围广泛，行业发展前景较好；同时拥有天津市唯一一家信用增信机构，具有很强的区域竞争优势。
- **公司可用授信较充足，控股 2 家上市子公司，融资渠道较多元。**截至 2024 年 6 月末公司共获得主要合作银行授信额度 544.50 亿元，其中尚未使用授信额度 221.84 亿元，备用流动性较为充足，同时公司与各大银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，且公司控股 2 家上市子公司，流动性较好，融资渠道较为多元。

关注

- **公司主业通信设备制造业务阶段性承压，关注下游行业需求波动及公司市场扩展能力。**通信设备制造业是公司收入及毛利润的主要来源，产品多用于国防安全等事业，近年受军方规划和终端军品结构调整等因素影响导致特殊机构客户需求节奏放缓，新增订单不及预期，同时客户批量阶梯降价进一步压缩利润空间。伴随军民融合、军工准入市场放宽等，潜在民营企业进入或使军品竞争加剧。
- **公司投资性房地产整体收益性弱，应收款项对资金占用有所增加，同时面临一定商誉减值风险。**2023 年公司资产增幅主要源于新增的 8.7 万亩盐田资产（价值约 155 亿元），该资产暂未实现收益；应收款项以资金拆借形成的借款为主，截至 2023 年末累计计提 50.24 亿元坏账准备，需关注后续回收风险，同时应收账款随业务扩展持续增加，增速高于营业收入增速，收入实现质量有待提升。截至 2023 年末，公司商誉价值 68.57 亿元，累计计提商誉减值准备 0.18 亿元。未来若并购资产收益不达预期，则存在一定的商誉减值风险。
- **公司利润依赖投资收益，关注市场行情波动对投资收益的影响。**公司主营业务盈利能力表现一般，日常费用及信用减值损失对利润造成侵蚀，总资产回报率处于较低水平。2021-2023 年及 2024 年 1-6 月投资收益分别占营业利润的比重为 0.79、5.54 倍、2.05 倍和 1.46 倍，未来投资收益或受市场行情波动或处置时点等影响存在较大波动，可能会对公司盈利产生较大影响。
- **公司债务规模持续增长，偿债指标整体有所弱化。**公司总债务持续增长，2024 年 6 月末增至 350.43 亿元，虽债务结构有所改善，但杠杆水平较高，EBITDA 对净债务保障程度呈弱化趋势，经营活动现金流波动明显，其对债务保障程度亦有所减弱，债务压力加大。
- **公司或面临一定或有负债风险。**公司存在对外担保、未决诉讼等或有事项，公司可能面临负债的风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为天津市重要的国有资产运营管理主体，业务类型多样，其中信用增进业务在天津市将持续保持垄断地位，专网通信设备制造业及装备制造业板块研发能力强，公司综合竞争实力强并有望持续获得很大力度的外部支持。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	6/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					3
主体信用等级					AAA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

一、 主体概况

公司成立于2018年7月26日，由天津市国资委和天津津诚国有资本投资运营有限公司（以下简称“津诚资本”）共同出资设立，初始注册资本0.20亿元（其中天津市国资委出资0.19亿元人民币，津诚资本出资0.01亿元人民币），均为货币出资。后经多次股权变更及增资，截至2024年7月末公司注册资本及实收资本均为210.42亿元，天津市国资委、天津农垦宏达有限公司和天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）分别直接持股51.00%、37.55%、11.45%，控股股东及实际控制人均为天津市国资委。

公司为天津市国资委主管的9家企业之一，天津市重要的国有资产运营管理主体，公司兼具投资、运营、融资、混改、增信五重职能，核心主业围绕通信设备制造及装备制造、资本市场服务，同时正在积极培育绿色低碳技术开发应用。截至2024年6月末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共9家：其中主要子公司3家，主要子公司天津智博智能科技发展有限公司（以下简称“智博科技”）主要从事通信设备制造业，名下拥有1家上市公司天津七一二通信广播股份有限公司（股票简称：七一二，代码：603712），是业内极少数可以实现全波段、全军种覆盖的企业，为我国专网无线通信领域的核心供应商；主要子公司天津百利机械装备集团有限公司（以下简称“百利装备集团”）主要从事装备制造业，名下拥有1家上市公司天津百利特精电气股份有限公司（股票简称：百利电气，代码：600468），多项产品曾被评为省市级名牌产品。

表1 截至 2023 年末，公司及主要子公司财务指标情况（单位：亿元）

公司名称	公司简称	所有者 权益	资产负债 率	营业总收 入	净利润
公司	津智资本	268.62	67.84%	105.65	6.30
天津智博智能科技发展有限公司	智博科技	105.29	57.62%	51.58	6.91
其中：天津中环信息产业集团有限公司	中环信息产业集团	52.05	58.59%	18.09	2.94
天津七一二通信广播股份有限公司	七一二	47.60	51.27%	32.68	4.62
天津百利机械装备集团有限公司	百利装备集团	92.63	52.20%	44.77	3.82
其中：天津百利特精电气股份有限公司	百利电气	22.37	43.24%	20.35	1.29
天津市城市更新资产管理有限公司	城更公司	116.19	25.13%	0.01	-0.01

注：以上数据均为 2023 年度/2023 年末合并口径数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

今年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分

化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

区域经济环境

天津市位于环渤海经济圈中心，是我国北方最大的沿海开放城市、北方国际航运中心和国际物流中心，拥有航空航天、高端装备、汽车、石油石化四大优势产业，人均GDP水平较高，但近年地产下行拖累投资表现，二、三产业整体表现不佳，近年区域经济增速持续低于全国水平，地方政府债务压力较大，财政收入有所波动

天津市为四大直辖市之一，位于环渤海经济圈中心，是我国北方最大的沿海开放城市、北方国际航运中心和国际物流中心，凭借优越的地理位置和交通条件，成为连接国内外、联系南北方、沟通东西部的重要枢纽，在京津冀协同发展中承担“一基地三区¹”的功能定位。近年天津市着力构建“1+3+4”现代工业产业体系²。2021年9月天津市发布《天津市促进智能制造发展条例》，对智能制造供给、应用、支撑及激励措施等作出规定，助推“天津制造”向“天津智造”转型，当年智能制造项目总投资同比增长逾70%。截至2023年末，天津市A股上市公司共72家，覆盖交通运输、医药生物、电气设备和计算机等行业，区域代表性企业有荣程集团、渤海银行、友发集团、天津泰达等。2023年天津市经济总量在全国省级行政区排名靠后，增速有所回升，但仍低于全国平均水平，人均GDP系全国人均GDP的1.37倍。2023年天津市第三产业占比有所提升，2021-2023年全市二、三产业增加值增速均低于全国水平。固定资产投资是拉动天津市经济增长的主要动力，但近年房地产市场下行导致固定资产投资持续下降，其中房地产开发投资分别下降23.2%、42.1%。2023年天津市服务业增势较好，金融业增加值增长6.0%，交通运输、仓储和邮政业增加值增长8.6%。

受宏观环境、国际大宗商品价格波动及各项减税降费政策等影响，近年天津市一般公共预算收入波动变化，2023年财政自给程度尚可。区域债务方面，2021年天津市新增政府债券发行额超过1,200亿元，2022年新增政府债券发行792.6亿元，2023年地方政府债务余额增长28.59%，地方政府债务持续增长且

¹ 即全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区。

² 1 即智能科技产业；3 为生物医药、新能源、新材料三大新兴产业；4 是航空航天、高端装备、汽车、石油石化四大优势产业。

存量债务规模较大。2023年10月至2024年3月5日，天津市共发行特殊再融资债券1,488.13亿元，区域流动性压力有所缓解，但整体仍面临较大债务压力。

表2 天津市主要经济财政指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	16,737.30	4.3%	16,311.34	1.0%	15,695.05	6.6%
固定资产投资	-	-16.4%	-	-9.9%	-	4.8%
社会消费品零售总额	-	7.0%	-	-5.2%	-	5.2%
进出口总额	8,004.74	-3.4%	8,448.52	-1.4%	8,567.42	16.3%
人均 GDP（万元）		12.28		11.92		11.43
人均 GDP/全国人均 GDP		137.37%		139.13%		141.17%
一般公共预算收入		2,027.3		1,846.6		2,141.1
财政自给率		61.80%		67.11%		67.96%
地方政府债务余额		11,117.4		8,645.5		7,882.0

注：“-”表示未获取相关数据；2021年人均GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数，2022、2023年人均GDP来自当年统计公报；财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：天津市政府网站，中证鹏元整理

行业环境

（一）专网通信设备制造

全球专网通信市场规模保持平稳增长，在新一代信息技术演进、行业数字化转型驱动及国家政策推动下，我国专网部署不断增加，其中军工通信行业伴随国防开支的稳步上升和军队信息化建设的加速推进也迎来了较好的发展机遇；受技术壁垒影响，行业内企业集中度较高，随着市场竞争的加剧，客户竞标常态化，体现出全方位、全要素、全开放的竞争局面

区别于电信运营商参与运营的公众通信网络，专网通信主要为政府与公共安全、公用事业和工商业等特定部门或群体提供应急通信、指挥调度、日常工作通信等无线网络通信服务。当前全球专网通信正逐步进入智慧专网时代，专网凭借安全、可靠、高隔离性、灵活及定制化的能力能更好的满足行业客户个性化需求，2023年全球专网通信市场规模将超过272亿美元。在全球5G技术快速发展下，专用通信技术已逐步扩展至更广泛的应用领域，行业向着宽带化、智能化方向加速发展。近年来在政策助力下，我国专网通信市场规模持续增长，截至2023年6月底，我国5G基站累计达到293.7万个，覆盖所有地级市城区、县城城区，覆盖广度、深度持续拓展。

军工通信行业作为国防科技工业的重要组成部分，承担着保障军事指挥、控制、通信和情报传输的关键任务。近年来，中国国防支出预算保持了适度稳定增长的趋势，2023年全国一般公共预算安排国防支出1.58万亿元，比上年执行数增长7.2%。在第十四届全国人民代表大会第二次会议上提交的预算草案显示，2024年国防支出预算1.67万亿元，增长7.2%，增幅与去年持平。从行业发展来看，据中研产业研

究院发布的数据，2023年中国军工信息化市场规模已达到1,643.21亿元（其中军工通信市场规模约359.7亿元），预计2024年将增长至约1,800亿元，显示出较强的增长动力。当前我国军费占GDP比重较低（2023年约为1.2%），按照国防和军队现代化建设“三步走”战略构想，军事通信装备有望迎来大规模升级换代和改造期，预计未来军费结构中信息化武器装备的占比将会持续提升，随着中国军队信息化建设的逐步推进，军用信息装备在未来相当长时间内将是中国国防投入的重点。

由于客户特殊、质量标准高，行业内公司对上下游议价能力较弱，存在一定营运资金占用情况。同时受产品保密及安全要求高、应用环境复杂、资质管理严格等特性影响，行业内存在较高进入壁垒，行业内企业集中度较高。随着市场格局加速变化，客户竞标常态化，竞争节奏加快，未来行业内体现出全方位、全要素、全放开的竞争局面，行业集中度或进一步提高。

（二）电力装备制造

我国电力装备制造业内企业众多、市场集中度低、产品结构性矛盾突出；行业内企业对上下游议价能力较弱，成本转嫁能力有限；“双碳”发展战略叠加“稳增长扩内需”预期，新型电力系统构建进入全面启动和加速推进的重要阶段，投资总量持续增长，产业链带动效果显著，电力投资成为稳定经济扩大内需的重要手段之一

电力装备是关系国计民生的基础产业，主要需求来自水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网装备的新建、维护及企业电力系统投入，行业发展与国民经济景气度、国家政策、产业政策以及各相关行业发展密切相关。得益于我国经济的持续增长，“双碳”战略目标下能源结构持续优化，以及“新基建”、“智慧电网”等宏观政策保障基础设施建设的持续投入，电源、电网持续保持较大的投资规模，截至2024年6月末，全国全口径发电装机容量30.7亿千瓦，同比增长14.1%，上半年风电和太阳能发电合计装机规模首次超过煤电，水电和太阳能发电量快速增长，水电发电设备利用小时同比提高，其他类型发电设备利用小时均同比下降，电力设备制造行业外部发展环境良好。同时，“双碳”发展战略叠加“稳增长扩内需”预期下，电力投资总量持续增长，对处于产业链下游的电力、电气设备制造行业发展起到持续性带动作用，特高压输电、智能变配电等细分市场进入快速发展机遇期，预计2024年电网投资规模将不低于5,800亿元，或将对电力、电气设备制造企业经营形成较强支撑。

电力装备制造业的中小企业数量众多，规模小，生产效率低，中低端技术装备产品同质化竞争严重，行业集中度较低，整体竞争力较弱；而高技术、高附加值装备产品供不应求，主要依赖于进口，产品结构性矛盾突出。随着国家市场监督管理总局等三部门联合发布《关于全面加强电力设备产品质量安全治理工作的指导意见》等举措，近年行业质量安全监管和专项整治持续推进，行业集中度有望提升。同时，电力装备制造处于产业链中端，对上下游议价能力偏弱，成本转嫁能力有限，营运资金沉淀规模较大。电力、电气设备产品材料成本占比高，上游主要原材料为大宗商品，商业信用空间有限，2024年以来，受货币政策、国际贸易、供需关系等多重因素驱动，铜、铝等大宗商品价格上涨，在一定程度上加大企业的成本控制难度及企业的短期资金压力。

三、经营与竞争

公司核心主业围绕通信设备制造及装备制造、资本市场服务，同时正在积极培育绿色低碳技术开发应用，业务多样性较高，核心主业具备很强的竞争实力及抗风险能力。近年收入主要源自通信设备制造及装备制造板块，其中通信设备制造受特殊机构客户需求节奏放缓叠加阶梯降价等影响导致订单减少、收入略有下滑，但仍为毛利润主要贡献方；核心主业易受下游行业需求降低及铜材等原材料价格上涨影响，利润空间压缩明显。同时近年公司各业务板块逐渐丰富，其他业务收入提升明显。毛利率方面，近年公司毛利率持续上升，2023年提升明显主要系受资金占用、处置投资性房地产等其他业务收入占比提升影响，其中2023年实现的投资性房地产收入（3.15亿元，毛利率为93.55%）不具备持续性。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年1-6月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
通信设备制造	20.49	45.43	39.98	51.58	48.82	38.26
装备制造	24.15	53.55	19.77	37.51	35.50	14.74
金融服务	0.08	0.17	82.45	1.41	1.34	97.90
其他业务	0.39	0.86	-17.64	15.15	14.34	83.33
合计	45.10	100.00	28.73	105.65	100.00	37.17

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
通信设备制造	58.38	53.40	39.28	64.81	58.90	35.52
装备制造	36.09	33.01	16.12	36.14	32.84	20.61
金融服务	0.83	0.76	99.03	0.32	0.29	97.82
其他业务	14.03	12.83	44.59	8.77	7.97	57.72
合计	109.33	100.00	32.77	110.04	100.00	32.57

注：2024年1-6月收入构成金额及占比的分项合计数超100%系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）通信设备制造业务

通信设备制造业务系公司主业方向之一，品牌认知度高，研发能力强，拥有业内极少数可以实现全波段、全军种覆盖的专网无线通信设备企业和国内最早的电线电缆生产企业之一，竞争优势明显，受特殊机构客户需求节奏放缓叠加阶梯降价等影响，订单减少，近年通信设备制造收入持续下滑；下游客户付款周期较长，一定程度上影响了公司资金运行效率

公司通信设备制造业务主要由控股子公司智博科技及其子公司七一二、中环信息产业集团等负责，主要产品涉及专网无线通信设备及系统集成、电线电缆及其他电子部件等，产品多用于国防安全等事业。

1、专网无线通信设备及系统集成

专网无线通信设备及系统集成业务主要由七一二负责，主营包括军用无线通信、民用无线通信等领

域，以军品为主。军用无线通信领域，七一二是国内最早的军用无线通信设备的研发、制造企业之一，拥有完整的军工科研生产资质，是我军无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是业内少数可以实现全军种覆盖的企业，主要产品包括无线通信终端产品和系统产品，产品形态包括手持、背负、车载、机载、舰载、弹载等系列装备，实现了从短波、超短波到卫星通信等宽领域覆盖。民用无线通信领域，七一二是我国铁路无线通信设备定点企业和行业标准的主要制定者，主要产品包括铁路无线通信和城市轨道交通无线通信终端及系统产品。2021-2023年七一二分别实现收入34.51亿元、40.40亿元和32.68亿元，收入波动下滑主要因受军方规划和终端军品结构调整以及国内经济下滑等影响，导致行业新增订单不及预期，产品订购节奏减缓，公司销售订单呈现阶段性下降趋势，同时受客户批量阶梯降价的影响，导致收入端有所下滑；毛利率分别为47.59%、46.59%和41.85%，其中无线通信终端产品毛利率基本稳定在49%上下，系统产品自2023年毛利下滑明显，主要系2023年受特殊机构用户平台交替研制订货周期性影响，产品结构发生变动所致，以某类跨域系统集成产品为主，该产品定制化程度高、工艺复杂、配套物料占比高，一定程度挤压产品利润空间。

表4 七一二营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-6月			2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
七一二	12.02	100.00	35.81	32.68	100.00	41.85	40.40	100.00	46.59	34.51	100.00	47.59
其中：无线通信终端产品业务	5.92	49.25	46.42	19.36	59.24	49.82	22.94	56.80	50.95	24.65	71.43	48.86
系统产品	5.86	48.76	24.75	12.04	36.83	28.62	15.62	38.67	40.28	8.23	23.86	47.11

资料来源：七一二 2021-2023 年年度报告及 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

生产方面，七一二产品具有多品种、小批量、多批次、定制化特点，故一般实行“以销定产”的生产模式。七一二生产成本主要以直接材料为主，2021-2023年直接材料费占营业成本比约90%，所需原材料主要电子元器件、功能模块、集成电路等，除部分元器件需依靠进口外，其余原材料均为国内采购。依据不同的原材料属性及产品生命周期，七一二主要采用订单采购模式、安全库存模式、关键物料采购模式。军品相关供应商的选择须在经军方审核备案的合格供方目录中选择，其中对于军方/军工企业指定的关键物料直接向相应供应商采购，采购价格采用军品价格机制³，对于非指定的通用物料可通过询价比价方式在合格供方名单中选择，采购价格采用市场价格机制。民品相关供应商系通过询价比价方式在内部合格供方目录中选择，采购价格采用市场价格机制。2021-2023年七一二前五大供应商采购额占年度采购总额比重分别为16.87%、17.37%、26.97%，对上游供应商依赖性不强。结算方面，七一二与主要供应商签定的合同通常未约定严格的付款周期，根据行业的付款政策主要采用先货后款方式。

销售方面，七一二产品销售区域集中在国内，消费群体主要为特殊机构用户，对下游客户存在一定依赖，2021-2023年七一二前五大客户销售额占年度销售总额比重分别为46.08%、43.18%和37.75%。七一二采取直销的销售模式，对于军品主要有2种形式：①军方与军工企业根据采购计划与七一二签订采

³ 由军方按照《军品价格管理办法》制定。

购合同；②七一二通过参与军品订货会、军方客户直接下达订货需求等方式获取完成设计定型军品的量产订单。对于民品，七一二通过直接参与或总包方间接参与招投标方式获得订单。近年七一二产品产销率保持在较高水平，专网无线通信终端产品产销量下滑主要受订单需求减少影响。2022年公司优化产品结构，产品库存量较上年末减少明显。军工行业存在集中交付及集中结算的经营特点，从而导致可能存在于一年的某段时间集中实现收入的情况。

表5 近年专网无线通信设备及系统集成产品产销情况（单位：亿元）

		2023年	2022年	2021年
专网无线通信终端产品	生产量	18.22	19.46	24.97
	销售量	19.36	22.94	24.65
	库存量	6.45	7.59	11.07
	产销率	106.27%	117.89%	98.70%
系统集成产品	生产量	11.17	10.00	8.54
	销售量	12.04	15.62	8.23
	库存量	2.05	2.92	8.54
	产销率	107.79%	156.17%	96.45%

注：产销率=生产量/销售量。

资料来源：七一二 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

结算方面，对于军品客户在产品发出并经验收后一定期限内以电汇或票据进行货款结算，但未约定具体结算日期或者信用周期，易受军方/军工企业自身资金状况、下游整机客户结算周期等多因素影响，一般对军品客户货款回收期控制在3年以内；对于民品，主要客户包括中国铁路总公司及下属各铁路局、地方地铁公司，一般约定货物交付后一定期限内支付比例货款或在合同期内各不同阶段付款。

随着军民融合进一步发展、军工市场准入条件放宽，部分有技术储备的民营企业未来或成为军用无线通信领域的潜在竞争者，或影响市场竞争格局。当前“自主可控、安全高效”已成为电子信息装备业主要竞争点，七一二在专网无线通信领域拥有国内领先水平的技术与研发团队，在专网无线通信领域主导产品拥有自主知识产权，近年来获得多项军队重点项目的科研任务。截至2023年末，七一二获得了多项专利技术，形成了大量的自主研发成果，七一二及其子公司共拥有201项发明专利，190项实用新型专利，117项外观设计专利，整体来看七一二具备较强技术优势。

2、电线电缆

公司电线电缆及其他电子部件主要由中环信息产业集团及其子公司负责，其中下属子公司天津六0九电缆有限公司（以下简称“六0九电缆”）是我国最早的电线电缆生产企业之一，是专业从事航空航天线缆、中高端同轴电缆、电缆网及组件等产品的科研、设计、生产、销售于一体的国家级高新技术企业、军用线缆专业化生产企业。2021-2023年六0九电缆分别实现收入6.54亿元、6.54亿元和6.01亿元，毛利率分别为26.62%、28.04%和26.35%，优于行业平均水平。

六0九电缆产品具备多品种小批量的特点，一般实行“以销定产”的生产模式和“以产定购”的采

购模式，生产成本以直接材料为主，其中直接材料主要为三类物料（标准品、特殊材料、包材和辅材等），标准品主要包括铜材、铝材等。铜、铝属于大宗交易商品，市场价格透明，采购价主要现货市场询价为主，基本采用现货现款模式支付，其余材料供应商选择同“专网无线通信设备及系统集成”，具备2-3个月的结算周期。电线电缆广泛应用于航天、航空、船舶、电子、兵器、核工业、轨道交通、移动通信、广播电视传媒、新能源等多个领域，销售以直销为主，订单获取方式主要通过入围合格供应商目录获得，下游客户较为分散，销售定价主要采用“产品制造成本+利润+税金”。结算方式同“专网无线通信设备及系统集成”。研发方面，六〇九电缆设有市级企业技术中心，获得了国家级专精特新“小巨人”和“天津市制造业单项冠军”等称号，被评为国家高新技术企业。

表6 近年电线电缆产品产销情况

	2023年	2022年	2021年
产能（千米）	150,000	150,000	150,000
产量（千米）	83,838	86,766	102,964
销售量（千米）	69,082	103,344	126,563
产能利用率	56%	58%	69%
产销率	82%	119%	123%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，中环信息产业集团子公司天津光电集团有限公司（以下简称“光电集团”）也从事通信设备制造板块，主要负责信息安全设备制造、信息系统集成服务及新型电子器件等领域，其中信息安全设备制造产品以军品为主，信息系统集成服务主要面向公安、检察院等党政机关单位，新型电子器件主要产品包括电子变压器，电感器，线圈、扼流圈以及开关电源等，目前光电集团生产基地位于天津市河西区，其前身自1949年“两航起义”人员组建以来近70年发展形成了新一代通信技术、汽车电子、新能源、核心软件等多项产品，2021-2023年分别实现19.26亿元、6.81亿元和6.82亿元收入，其中2022年收入下滑主要因子公司划出所致⁴。

（二）装备制造业务

装备制造业务系公司主业之一，百利装备集团历史悠久，品牌地位高，产品应用范围广泛；业务主要集中于名下上市子公司，该子公司毛利率水平基本稳定，但近年受冶金炼钢行业客户需求降低影响收入规模小幅下滑，电气装备行业未来发展前景较好，预计未来收入规模保持稳定

公司装备制造业务主要由子公司百利装备集团及其子公司百利电气、天津国际机械有限公司等负责。百利装备集团系天津市市属国企之一，萌芽于清政府洋务运动时期官办的“天津机器局”，具有近70年发展历史、100余年产业积淀，目前正重点培育智能电气装备、绿色能源装备、通用机械装备三大产业，并从事相关钢材的贸易及工程设备集成供应等，其中贸易业务主要由子公司天津机电进出口有限公司负

⁴ 2022年，天津斯巴克瑞汽车电子股份有限公司（持股 65.00%）及深圳市海光电子有限公司（持股 54.25%）不再纳入合并范围。

责，年收入规模约12亿。

上市子公司百利电气主要从事电力装备行业，负责输配电及控制设备、电线电缆及泵的研发、生产和销售，主要产品分为四大条线：大功率电力电子产品、电联线产品、电线电缆产品、泵产品，收入主要来源于电磁线产品和高中低压电器产品，产品广泛应用于电力、自动化、通讯、轨道交通、新能源、船舶等行业，目前生产基地以辽宁、苏州、成都、天津为主。2021-2023年百利电气实现营业收入分别为23.40亿元、22.33亿元和20.35亿元，毛利率基本保持稳定在25%上下。

表7 百利电气营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年1-6月			2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
百利电气	9.06	100.00	24.73	20.35	100.00	26.77	22.33	100.00	25.52	23.40	100.00	24.98
其中：电磁线产品	3.87	42.72	17.58	8.50	41.78	17.69	9.95	44.54	14.78	9.99	44.54	14.60
高中低压电器产品	3.46	38.21	31.63	8.56	42.04	34.20	9.50	42.56	34.88	8.91	42.56	37.70
泵类产品	1.29	14.19	36.45	2.47	12.14	40.47	2.14	9.60	41.77	2.06	9.60	43.89

资料来源：百利电气 2021-2023 年年度报告及 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

生产方面，百利电气主要采用“以销定产”的经营模式来满足不同客户的个性化需求，同时依托数字化系统提高生产效率。电线电缆产品通用性较高、生产周期短、竞争激烈，主要生产基地位于苏州，拥有欧洲全进口电磁线绕包设备和自有专利技术的全数控电磁线绕包设备、自动化铜排制造设备等设备，包括法国REDEX五工位精轧机（年产能达20,000吨），目前正在投入建设二期厂房⁵；大功率电力电子产品具备多品种小规模的特征，其中无功补充装置占据行业领先地位，主要产品包括SVC、SVG、串补(SC)、有源滤波装置（APF）等，生产周期平均在半年以内，主要生产基地位于辽宁，短期内暂无扩产计划。

百利电气生产成本以直接材料为主，2023年直接材料费占营业成本比重为88.66%。电线电缆产品所需原材料主要为铜材，铜材以现货现款为主，同时也利用期货进行适当规模的套期保值；大功率电力电子产品及其他高中低压电器产品采购的原材料以电子部件为主，以询价比价及招投标形式为主。采购方面，百利电气建立了完善的供应链管理体系，依据采购的产品、周期及数量等不同情况，主要采取招标采购、集中采购、JIT采购（准时化采购）、限额采购等方式。2021-2023年百利电气前五大供应商采购额占年度采购总额比重分别为54.59%、53.65%、52.86%。

百利电气销售区域集中于国内，销售模式以“直销”和“经销”相结合为主。电线电缆产品订单获取方式以招投标为主，与部分客户有签订年度供货框架协议，销售定价基本采用“铜价+加工费”形式，产品毛利率约14%-20%，销售存在一定垫资情况；大功率电力电子产品及其他高中低压电器产品下游客户主要集中于电力、煤炭、有色金属、冶金、新能源发电、船舶等领域，产品出口欧洲、拉美、亚洲等

⁵ 根据百利电气 2023 年度报告披露显示，新厂房主体建设完成，新厂房装修工程正在施工，后续将完成工艺管道和工艺电气工程的实施，以及新厂房配套仓库和危化库建设项目的搬迁。

多个国家和地区，订单获取方式以招投标为主，产品毛利率约34%-40%，近年产销量受钢铁行业销售疲软、需求低迷影响较大。从分类型投资、发电装机增速及结构变化等情况看，电力行业绿色低碳转型趋势持续推进，未来收入规模将保持稳定。

表8 近年百利电气主要产品产销情况

		单位	2023年	2022年	2021年
电磁线及铜排产品	生产量	万公斤	1,213.93	1,529.94	1,712.51
	销售量		1,125.06	1,620.18	1,705.98
	库存量		168.36	79.50	169.73
	产销率		92.68%	105.90%	99.62%
无功补偿产品	生产量	项目	233	372	325
	销售量		233	373	336
	库存量		2	2	3
	产销率		100.00%	100.27%	103.38%

注：产销率=生产量/销售量。

资料来源：百利电气 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

百利电气拥有多样化的产品线，行业市场处于充分竞争状态，主要业务驱动因素源自科技创新和产品升级。研发方面，百利电气通过自主研发、与客户联合研发、与高校和科研院所合作研发等方式，优化现有产品，开发新产品。2023年，百利电气新申请专利25项，其中发明专利7项；新授权专利45项，其中发明专利11项；新增软件著作权3项。新建产能方面，截至2023年末公司重要在建项目累计预算数为2.19亿元，项目整体建设进度超50%，需要关注未来公司新建产能消纳情况。

表9 截至 2023 年末百利电气重要在建工程项目情况（单位：万元）

项目	预算数	累计投入进度
气体绝缘金属封闭开关设备项目厂房建设	7,480.00	72.13%
扩建风能发电用特种线圈项目	8,409.52	49.45%
减振降噪条件建设项目	3,270.00	36.87%
特种泵产业化能力建设	1,860.00	53.00%
新增8条高速涤玻烧结生产线项目	851.00	47.40%
合计	21,870.52	-

注：上表预算数仅为项目厂房土建预算数，不含购买土地款及后续配套预算。

资料来源：百利电气 2023 年年度报告，中证鹏元整理

（三）金融服务

公司金融服务主要包括信用增信业务和投资业务，公司名下拥有天津市唯一一家信用增信机构，业务仍处于发展阶段，客户定位为天津市及下属区县国有企业，以城投公司为主，总体业务规模不大，自成立以来尚未发生代偿；投资业务对象以本地企业为主，对缓解区域内国有企业流动性压力发挥了重要的作用，但项目区域集中高，需关注投资类资产质量及投资收益表现

公司金融服务主要由子公司天津国康信用增进有限公司（以下简称“国康信用增进”）负责，国康

信用增进主要面向天津市属国有企业和区域内城投平台开展业务，承担着维护区域信用稳定，缓释区域信用风险，改善区域内国有企业融资环境的职责，主要包括信用增进业务、投资业务，其中信用增进业务（计入“金融服务收入”）处于发展阶段，近年相关业务收入虽然上升较快，但对公司营业收入的贡献度依然较小，投资业务（计入“投资收益”、“公允价值变动损益”等）为金融服务收益的主要来源。

表10 国康信用增进营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
信用增进业务净收入	0.31	0.08	0.01
利息收入	1.11	0.79	0.46
投资收益	4.62	3.73	4.22
公允价值变动收益	-0.45	1.70	3.23
其他业务收入	0.09	0.05	0.00
营业收入	5.68	6.34	7.92

资料来源：国康信用增进 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

信用增进业务方面，国康信用增进成立于2019年11月，是天津市唯一的信用增信机构，主要面向债券市场，包括公司债、企业债、中期票据、短期融资券、资产支持证券等。国康信用增进成立时间较晚，成立初期将目标客户定位为天津市属国有企业，受地区经济环境状况和当地债券市场信用风险暴露等因素影响，当地国有企业发债难度上升，发债意愿下降，信用增进业务需求不足，导致近年信用增进业务发展缓慢。国康信用增进已取得银行间市场交易商协会信用风险缓释工具一般交易商，上交所信用保护工具核心交易商、凭证创设机构，深交所信用保护工具核心交易商等资质，未来将逐步通过创设信用风险缓释工具等方式，扩充产品体系和业务规模，未来业务发展空间较大。公司从事信用增进业务时间相对较短，且在风险防控上不仅要求客户资质还注重第二还款来源，目前公司所有信用增进业务均需能够提供覆盖增信余额的土地及房产抵押、应收账款质押或其他反担保措施。截至2024年6月末，国康信用增进尚未发生代偿情况。未来需关注国康信用增进目前的客户仍以天津市及下辖区县的城投企业为主，所在地区经济实力和水平相对有限，近年来城投债发行相关政策出台较为频繁，需关注未来监管政策变化对公司信用增进业务开展带来的潜在负面影响。

表11 公司信用增进业务开展概况（单位：亿元、笔）

项目	2024年 1-6月	2023年	2022年	2021年
当期新增信用增进发生笔数	2	5	1	1
当期新增信用增进发生额	13.19	30.40	5.00	7.00
当期解除信用增进额	16	12	0.00	4.50
信用增进余额	27.59	30.40	12.00	7.00
信用增进责任余额	22.07	24.32	9.60	5.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

投资业务方面，国康信用增进承担支持区域内国有企业流动性风险化解、地区金融稳定和产业布局落地的重要职能，投资方式以权益类投资为主、固定收益类投资为辅，业务类型主要包括传统投资业务、

衍生品投资业务和转贷业务。固定收益类投资上，国康信用增进投资对象定位于当地国有企业，截至2024年6月末，国康信用增进固定收益类投资余额为18.57亿元，投资对象中天津市属国企共4家，投资余额合计占比为35.20%。权益类投资上，截至2024年6月末，国康信用增进已投资股权投资基金共9只，主要投向天津市重点产业链进行（智能制造、新能源、新材料为主），投资业务区域集中度高，业务开展情况较易受地区经济环境变动影响，加大了信用风险和市场风险管控难度，未来需持续关注投资类资产质量及投资收益表现。

（四）其他

公司当前资金占用费收入、经营租赁收入等丰富了公司收入来源，同时公司正积极培育绿色低碳技术开发应用行业

公司主要利用自有资金拆借给予关联方及其他天津市国企收取一定资金占用费，拆借均签订了相关协议，费率约定区间6%-9%不等，资金用途根据单笔确定，拆借本金计入“其他应收款”。截至2024年6月末，公司拆借规模约81亿元。公司通过定期催收、抵质押物等进行相应的财务风险管理。2021-2023年分别实现4.04亿元、5.06亿元和11.49亿元收入。

经营租赁主要由子公司天津市中环电子信息集团置业服务有限公司、天津通信广播集团有限公司等负责，租赁物包括通广科技园、中青旅哪吒·设计小镇项目、亿霸大厦等，2021-2023年收入规模保持在1亿元左右。

绿色新兴产业方面，子公司天津智捷资产管理有限公司（以下简称“智捷资产”）于2023年1月被公司定位为专业绿色资产管理公司，在天津国资体系内率先专业开展碳资产交易和管理业务。2023年累计完成天津碳配额交易52万吨，占当年市场交易份额10%左右，成为天津碳市场交易量最大的碳资产管理公司之一。

四、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及2024年1-6月未经审计财务报表。

2022年公司审计报告显示公司针对天津市天锻压力机有限公司、天津市信瑞房地产开发有限公司、泰安天房泰岳置业有限公司、天津真美电声器材有限责任公司、天津光电聚能通信股份有限公司因存货减值计提不准确、收入确认时点等进行期初数调整，共调增净资产4.24亿元、调增营业总收入0.17亿元、调增利润总额0.16亿元、调增归母净利润0.11亿元。

2023年公司审计报告显示公司针对天津光电聚能通信股份有限公司重新进行财务梳理、天津市信瑞

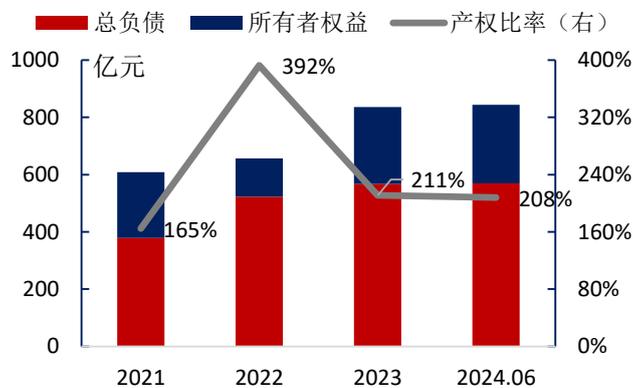
房地产开发有限公司存货减值计提不准确进行期初数调整，共调减净资产3.32亿元、调减营业总收入0.11亿元、调减利润总额0.21亿元。

资本实力与资产质量

近年来随着公司债务规模增长，公司杠杆水平呈波动上升趋势；2023年资产增幅较大主要因新增8.7万亩盐田资产，目前尚未实现收益；公司其他应收账规模较大、账龄结构偏长、应收对象集中度较高，对营运资金形成占用；公司并购资产较多，产生一定规模商誉，未来若并购资产收益不达预期，则存在一定的商誉减值风险

近年随着融资规模增加，公司总负债持续增长，2024年6月末为569.25亿元；近年所有者权益变动明显，其中2022年明显下滑主要因公司本部购买智博科技少数股东拥有的股权⁶，实际对价与按新增持股比例计算应享有智博科技自合并日开始持续计算的净资产份额之间的差额直接冲减51.07亿元未分配利润，同时调整少数股东权益；2023年主要系天津市国资委以天津市城市更新资产管理有限公司（以下简称“城更公司”）51%股权对公司增资79.01亿元，同时无偿划转公司37.55%股权至天津农垦宏达有限公司。公司所有者权益以实收资本、资本公积、少数股东权益为主，其中少数股东权益占比约35%-40%。由于负债规模增速较快，公司产权比率呈波动上升趋势，所有者权益对负债保障程度有所下降。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续增加，2024年6月末公司资产总额843.17亿元，其中非流动资产占比54.26%。

2023年公司总资产规模增加主要源自投资性房地产项目，主要系公司于2023年1月取得城更公司51%股权，其以公允价值计量的155.13亿元8.7万亩盐田资产（评估机构：中通诚资产评估有限公司，评估时点：2022年末）有效增加了公司投资性房地产规模，均已获得权证（采矿用地）但暂未实现收益。同时公司增资对应实收资本与城更公司公允评估价差调增公司19.75亿元商誉，截至2023年末公司商誉主要

⁶ 公司对智博科技的持股比由 51.00%提升至 91.48%。2022 年 1 月及 9 月分别并购智博科技 25.48%和 15.00%的股权，分别支付对价 52.01 亿元和 30.62 亿元，并购时智博科技账面净值分别为 89.11 亿元和 91.71 亿元。

还包括对七一二（37.12亿元）和百利装备集团（14.61亿元）等，公司共计提商誉减值0.18亿元，未来需关注业绩波动引起的商誉减值风险。

公司长期股权投资主要为对联营企业投资，主要对象包括通用技术集团机床有限公司、天津光电通信技术有限公司等，2023年共取得发放的现金股利或利润1.05亿元、权益法确认投资收益2.06亿元，截至2023年末合计计提0.44亿元减值准备，需持续关注长期股权投资减值风险和投资收益情况。公司其他权益工具投资（主要和股权投资业务相关）主要包括对天津国宇智造有限公司投资（14.55亿元）、以及对天津滨海农村商业银行股份有限公司、天津三星电机有限公司、乐山电力股份有限公司等投资。

其他资产方面，2023年末公司货币资金增加至68.04亿元，其中9.22亿元其他货币资金因定期存款、保证金等使用受限，同时近年公司持有较大规模交易性金融资产。公司其他应收款项主要包括因资金拆借业务形成的借款及部分往来款等，累计计提坏账准备50.42亿元，截至2023年末公司1年以内（含1年）的其他应收款占比为37.07%，账龄结构偏长；公司应收前五大欠款方余额占其他应收款年末余额比为57.53%，集中度较高，主要系对泰达控股（52.77亿元）、天津泰达股份有限公司（11.77亿元）等借款。应收账款主要为应收货款，受客户结算及拨款进度影响，公司应收账款增长幅度高于营业总收入增长幅度；截至2023年末，公司1年以内（含1年）的应收账款占比为61.25%，账龄结构偏短；公司应收前五大欠款方余额占应收账款年末余额比为25.17%，集中度一般。近年年末公司存货具备一定规模，考虑到公司经营业务模式基本“以销定产、以产定购”，产品具备多品种、小批量、定制化的特点，因此基本不存在大规模滞销情况。同时由于特殊机构用户采购具紧急性特点，公司需根据在手订单情况等做备货排产，近年也不断加强存货管理力度，提升供应链管理水。

截至2023年末，公司账面价值合计95.67亿元资产使用受限，占同期末净资产比重为35.61%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58.78	6.97%	68.04	8.15%	50.78	7.74%	53.03	8.71%
交易性金融资产	88.34	10.48%	85.49	10.23%	85.55	13.04%	82.68	13.58%
应收账款	62.47	7.41%	53.80	6.44%	48.53	7.40%	41.42	6.80%
其他应收款	83.81	9.94%	86.49	10.35%	84.91	12.94%	96.06	15.78%
存货	58.19	6.90%	61.26	7.33%	82.54	12.58%	92.43	15.18%
流动资产合计	385.68	45.74%	393.75	47.14%	400.91	61.12%	394.15	64.73%
长期股权投资	60.19	7.14%	37.83	4.53%	34.58	5.27%	36.61	6.01%
其他权益工具投资	60.66	7.19%	59.59	7.13%	61.39	9.36%	41.76	6.86%
投资性房地产	163.51	19.39%	162.60	19.47%	6.84	1.04%	6.99	1.15%
商誉	68.38	8.11%	68.39	8.19%	48.73	7.43%	48.64	7.99%
非流动资产合计	457.49	54.26%	441.57	52.86%	255.08	38.88%	214.73	35.27%
资产总计	843.17	100.00%	835.32	100.00%	655.99	100.00%	608.88	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

表13 2023年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	9.22	定期存单、保证金等
应收票据	0.05	已背书未到期票据未终止确认
应收款项融资	2.27	票据质押、贴现、背书
固定资产	4.11	历史问题：吸收合并子公司房产证所有者未变更/历史原因形成/抵押担保
无形资产	0.28	无法办证、公产、对外投资、抵押等
其他	79.73	借款抵押等
合计	95.67	-

注：其他项主要为城更公司 60.91 亿元盐田资产（投资性房地产）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

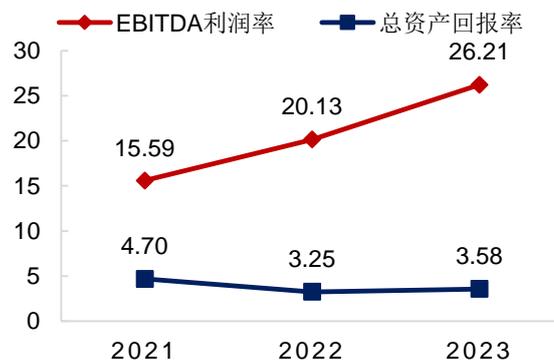
盈利能力

公司业务多元化程度较高，近年营业收入及净利润小幅波动，总资产回报率处于较低水平，盈利水平对投资收益依赖程度较高，需关注市场行情波动对投资收益的影响；此外，需关注应收款项坏账损失对公司利润的不利影响

公司业务多元化程度较高，收入来源主要源自通信设备制造业务和装备制造业务，其中毛利润主要源自通信设备制造业务。近年公司收入受下游行业客户需求降低、地区城投债发行相关政策多变等影响，核心主业（通信设备制造及装备制造、资本市场服务）收入合计规模持续小幅下滑；同时资金占用等其他业务有效提升了公司毛利水平。

另一方面，近年管理费用、销售费用、财务费用对公司利润侵蚀较大，同时公司其他应收款中计提大量坏账准备，部分款项预计很难收回，由此产生的信用减值损失也对公司利润产生较大影响。受投资业务扩张影响，投资收益主要源于公司持有的股权收益，2021-2023年投资收益合计占营业利润的比重分别为79.47%、554.07%和205.19%，系公司利润主要来源，未来需关注市场行情波动对投资收益的影响。受合并范围扩大影响，使得公司资产总额增长明显，总资产回报率整体处于较低水平。

图2 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务规模持续增长，经营活动净现金流波动明显，偿债压力加大，但债务期限结构有所改善

近年公司总债务规模持续增长，增量主要源自长期债务，其中2022年增幅较大主要因公司本部其他应付往来款增多及新增并购贷所致，截至2024年6月末总债务合计为350.43亿元。从债务期限结构来看，公司2021-2023年以流动负债为主，2024年上半年以来随着新增银行长期借款，非流动负债占比有所提升，债务期限结构有所改善。从融资渠道来看，公司债务以银行借款为主，此外还包括应付债券和少量非标融资，其中银行借款大多有抵质押和担保措施；公司债券融资规模为15.60亿元，均为子公司国康信用增进发行的PPN和私募债，票面利率3.65-5.80%。

其他经营性负债方面，公司经营性负债主要为应付账款、其他应付款，其中应付账款主要为材料采购款、工程款及设备款等；2023年末其他应付款主要系与当地国企的往来款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	54.28	9.53%	62.08	10.95%	64.47	12.33%	54.70	14.44%
应付账款	39.68	6.97%	44.71	7.89%	46.82	8.96%	48.44	12.79%
其他应付款	105.26	18.49%	108.58	19.16%	93.91	17.96%	54.20	14.31%
一年内到期的非流动负债	17.39	3.05%	60.71	10.71%	58.71	11.23%	14.19	3.75%
流动负债合计	234.12	41.13%	299.26	52.81%	306.97	58.72%	213.51	56.38%
长期借款	256.61	45.08%	190.75	33.66%	182.15	34.84%	131.66	34.76%
应付债券	15.60	2.74%	14.04	2.48%	8.07	1.54%	7.97	2.11%
非流动负债合计	335.13	58.87%	267.45	47.19%	215.80	41.28%	165.20	43.62%
负债合计	569.25	100.00%	566.70	100.00%	522.77	100.00%	378.71	100.00%
总债务	350.43	61.56%	336.07	59.30%	330.65	63.25%	225.95	59.66%
其中：短期债务	77.43	22.09%	130.66	38.88%	139.92	42.32%	85.69	37.93%
长期债务	273.01	77.91%	205.40	61.12%	190.73	57.68%	140.26	62.07%

注：长短期债务期末余额与总债务余额不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，中证鹏元整理

从杠杆状况指标来看，近年受政府注资、合并范围变动等影响，公司所有者权益波动明显，导致资产负债率及总债务/总资本比例变动明显，利润总额增加使得EBITDA和FFO均持续增长；但受公司业务扩展影响，相关资金缺口主要依赖筹资满足，推动公司总债务规模较大且快速增长，财务杠杆保持在相对较高水平，EBITDA利息保障倍数有所下降。近年经营活动现金流净额波动较大，主要因其他与经营活动相关现金流变动明显所致，其中2022年系公司与其他市属企业往来款回款明显增多所致，经营活动现金流对债务保障程度整体有所减弱。整体来看，公司总债务增加，偿债能力指标有所弱化。

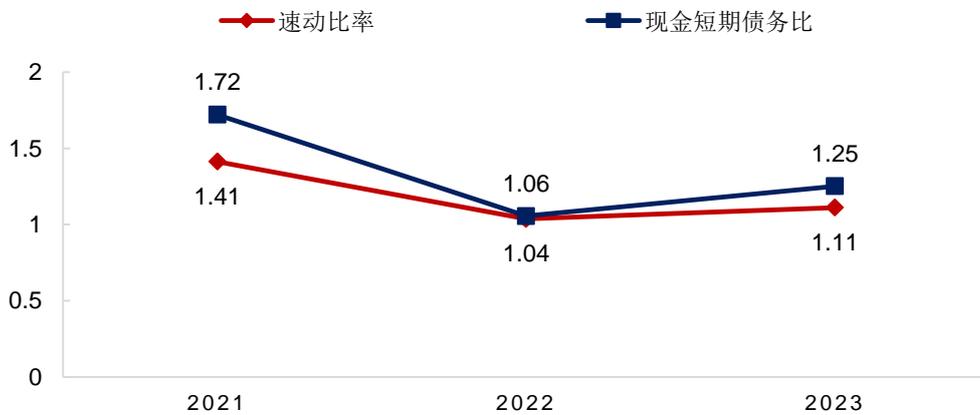
表15 公司偿债能力指标

指标名称	2024年6月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	0.57	18.35	73.47	-6.71
FFO（亿元）	--	2.26	0.01	-0.56
资产负债率	67.51%	67.84%	79.69%	62.20%
净债务/EBITDA	--	6.32	8.44	4.73
EBITDA 利息保障倍数	--	1.34	1.33	1.55
总债务/总资本	56.13%	55.58%	71.28%	49.54%
FFO/净债务	--	1.29%	0.00%	-0.69%
经营活动现金流净额/净债务	--	10.48%	39.57%	-8.27%
自由现金流/净债务	--	8.48%	38.10%	-11.89%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年末公司现金短期债务比为1.25倍，现金类资产对短期债务能够形成覆盖；同期公司EBITDA利息保障倍数波动增长，截至2023年末为1.34。此外，公司与各大银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至2024年6月末共获得主要合作银行授信额度544.50亿元，其中尚未使用授信额度221.84亿元，备用流动性较为充足，且公司控股上市公司七一二及百利电气，融资渠道较为多元。

图3 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

五、 其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响，但公司下属子公司数量较多，未来需关注对各子公司的管控情况

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，环境方面，公司过去一年未因环境因素受到相关部门的处罚；社会方面，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工

工资、社保或发生员工安全事故的情形；治理方面，近36个月公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形；公司过去一年未因信息披露不合规而受到处罚。

公司设立股东会，股东会是公司权力机构，由全体股东组成，行使决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会的报告等职权。公司设立党组织，党委发挥领导核心和政治核心作用，党委委员以“双向进入、交叉任职”的方式进入公司董事会、经理层，设党委书记1名，党委副书记2名（其中一名为专职副书记），党委书记及董事长一般由一人担任。公司董事会由7名董事组成，其中职工代表董事1名，董事长由董事会选举产生，董事会定期会议每年举行4次，一般由董事长召集和主持。同时董事会设专业委员会，主要由董事组成，为董事会决策提供咨询和建议，包括战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会（风险控制委员会）、提名委员会，其中提名委员会主任委员由董事长担任、审计委员会（风险控制委员会）的主任委员由外部董事担任，其余专门委员会成员和主任委员由董事长建议并通过董事会后生效。公司经理层按照“市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出”设总经理1名、副总经理2-3名，负责公司的日常经营管理。公司监事会由3名监事⁷组成，其中职工监事1名。

此外，公司根据管理及业务需要，公司设置了资产管理部、财务融资部、办公室、企业管理部、合规审计（法务）部、资本运营部等业务部门，以及纪委办公室、党委办公室等纪检党政部门。

公司主要业务由下属子公司负责经营管理，资产及业务主要集中在下属子公司，公司以管理集权、财务集权等形式对子公司进行日常管理。财务管理方面实行集权管理，制定了“会计政策统一规定，经济业务独立核算”的财务管理体系。凡由公司直属全资、控股及有实际控制权的参股企业的财务管理均纳入公司财务管理体系，采用统一财务核算标准。资金管理方面，公司财务融资部通过实施资金计划管理，公司资金使用原则上坚持效率和收益最大化，保持合理资金头寸，安排合理融资时间、融资方式和融资规模。此外，公司还制定了《企业间借款管理办法》、《融资管理办法》等多项内部控制制度。但考虑到子公司数量较多、业务线分散，且主要子公司为整合并入公司，需关注对子公司的管控情况。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（公司本部2024年9月2日，子公司七一二2024年8月27日，子公司城更公司2024年9月6日，子公司智博科技2024年7月22日，子公司百利装备集团2024年9月6日，子公司中环信息产业集团2024年10月11日），公司及上述重要子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年10月16日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，子公司中环信息产业集团名下超10家子公司存在被执行信息、限制高消费记录，被执行标的约7亿元，占2024年6月末净资产比重约2%，该情况主要系中环信息产业集团

⁷ 根据津国资监事【2018】24号文，天津市国资委不再向津智资本派驻监事会，相关职责划入市审计局。

混改过程中较多历史遗留问题，目前公司正组织问题子公司有序清退中。

或有事项分析

截至2024年6月末，公司对外担保的被担保对象为股东天津农垦宏达有限公司和天津国恒投资控股有限公司（天津市9家委管企业之一），部分未设置反担保措施⁸，对外担保余额合计7.28亿元，占同期末净资产比重为2.66%，或面临一定或有负债风险。

此外，截至2024年6月末公司作为被告面临主要未决诉讼情况如下，目前口行诉求均被驳回，涉案标的金额共计20.65亿元，均为原中环集团在协调下就中国进出口银行向原物产集团有关企业的授信提供房产抵押，抵押金额为14.84亿元，后在中环集团混改中涉及企业及房产带抵押剥离至中环信息产业集团。后物产集团破产，口行虽根据重整计划在破产重整中获得了债转股等清偿，但仍认为未获得未全额受偿，故起诉中环信息产业集团及所属企业就未受偿部分承担担保责任。

（1）口行与天津物产进出口贸易有限公司、天津浩物骏驰国际贸易有限公司、天津市福浩实业有限公司、中环信息产业集团金融借款合同纠纷，涉案标的金额7.42亿元，目前进入二审阶段。

（2）口行与天津物产化轻国际贸易有限公司、天津市中环电子信息集团置业服务有限公司金融借款合同纠纷，涉案标的金额7.19亿元，目前进入二审阶段。

（3）口行与天津市浩通物产有限公司、中环信息产业集团、天津三达电气有限公司、六0九电缆金融借款纠纷案，涉案标的金额6.03亿元，目前进入再审阶段。

六、 外部特殊支持分析

公司是天津市政府下属重要企业，天津市政府直接间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，天津市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与天津市政府的联系非常紧密。公司是天津市重点发展的国有资产运营管理主体，天津市国资委直接持股51.00%、间接持股49.00%，政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，自公司成立以来，天津市政府在资本金注入、政策支持等多方面给予公司大力支持，预计未来公司与政府的关系将大体稳定。

（2）公司对天津市政府非常重要。公司核心主业围绕通信设备制造及装备制造、资本市场服务，其中通信设备制造业务板块的主要经营实体七一二服务对象以军方/军工企业为主，六0九电缆主要产品包括航空航天线缆等，且公司拥有天津市唯一一家信用增进机构，如要取代，政府将付出很高的成本，同时公司在就业、税收、利润等多方面对政府的贡献很大，若公司违约将会对天津市金融生态环境和融

⁸ 对股东天津农垦宏达有限公司的担保未设置反担保措施，截至2024年6月末担保余额合计2.00亿元。

资成本产生实质性影响。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

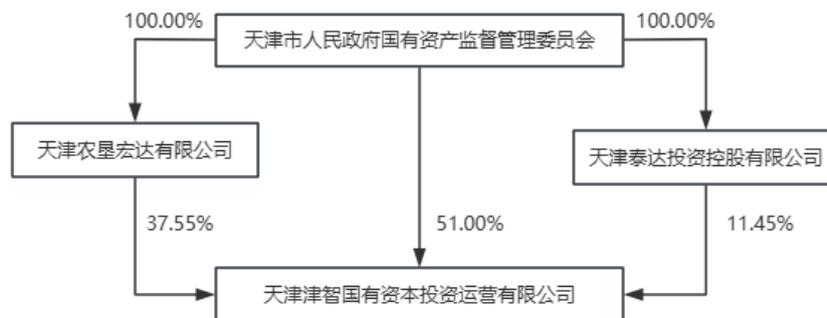
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	58.78	68.04	50.78	53.03
交易性金融资产	88.34	85.49	85.55	82.68
流动资产合计	385.68	393.75	400.91	394.15
投资性房地产	163.51	162.60	6.84	6.99
非流动资产合计	457.49	441.57	255.08	214.73
资产总计	843.17	835.32	655.99	608.88
短期借款	54.28	62.08	64.47	54.70
其他应付款	105.26	108.58	93.91	54.20
一年内到期的非流动负债	17.39	60.71	58.71	14.19
流动负债合计	234.12	299.26	306.97	213.51
长期借款	256.61	190.75	182.15	131.66
应付债券	15.60	14.04	8.07	7.97
长期应付款	5.71	5.66	5.43	4.53
非流动负债合计	335.13	267.45	215.80	165.20
负债合计	569.25	566.70	522.77	378.71
总债务	350.43	336.07	330.65	225.95
其中：短期债务	77.43	130.66	139.92	85.69
长期债务	273.01	205.40	190.73	140.26
所有者权益	273.92	268.62	133.22	230.17
营业收入	45.10	105.65	109.33	110.04
营业利润	2.03	6.05	2.31	14.37
净利润	2.06	6.30	3.19	13.08
经营活动产生的现金流量净额	0.57	18.35	73.47	-6.71
投资活动产生的现金流量净额	-23.62	-6.84	-157.88	-54.72
筹资活动产生的现金流量净额	17.02	1.53	79.99	55.25
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	27.69	22.01	17.16
FFO（亿元）	--	2.26	0.01	-0.56
净债务（亿元）	--	175.08	185.65	81.16
销售毛利率	28.73%	37.17%	32.77%	32.57%
EBITDA 利润率	--	26.21%	20.13%	15.59%
总资产回报率	--	3.58%	3.25%	4.70%
资产负债率	67.51%	67.84%	79.69%	62.20%
净债务/EBITDA	--	6.32	8.44	4.73
EBITDA 利息保障倍数	--	1.34	1.33	1.55
总债务/总资本	56.13%	55.58%	71.28%	49.54%
FFO/净债务	--	1.29%	0.00%	-0.69%

经营活动现金流净额/净债务	--	10.48%	39.57%	-8.27%
自由现金流/净债务	--	8.48%	38.10%	-11.89%
速动比率	1.40	1.11	1.04	1.41
现金短期债务比	--	1.25	1.06	1.72

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 7 月末）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号