

# 信用评级公告

联合〔2022〕4615号

联合资信评估股份有限公司通过对石家庄滹沱新区投资开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持石家庄滹沱新区投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，“15正定棚改项目债/PR正棚改”信用等级为AAA，“20滹沱投资MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十日

# 石家庄滹沱新区投资开发有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
石家庄滹沱新区投资开发有限公司	AA	稳定	AA	稳定
差额补偿人-石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司	AAA <sub>pi</sub> <sup>1</sup>	稳定	AAA <sub>pi</sub>	稳定
15 正定棚改项目债/PR 正棚改	AAA	稳定	AAA	稳定
20 滹沱投资 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债项概况：

项目	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 正定棚改项目债/PR 正棚改	18.00 亿元	8.10 亿元	2025/12/24
20 滹沱投资 MTN001	13.00 亿元	13.00 亿元	2023/04/20

评级时间：2022 年 6 月 20 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为石家庄市正定新区重要的基础设施、安置房及棚改项目的建设及投融资主体，跟踪期内，石家庄市经济和财政实力保持增长，正定新区规划明确，未来发展潜力较大，公司外部发展环境良好，并且在政府补贴等方面持续获得外部支持。同时，联合资信也关注到公司资产流动性较弱、未来投资支出压力大以及募投项目未来收益存在不确定性等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着石家庄市和正定新区经济持续发展以及基础设施建设逐步推进，公司业务有望保持稳定发展。

“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”设置了差额补偿机制，差额补偿人为石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司，以下简称“国控集团”）。经联合资信评定，国控集团主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定；差额补偿人有效提升了“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”到期偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”信用等级为 AAA，维持“20 滹沱投资 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 优势

- 外部发展环境良好。**跟踪期内，石家庄市经济和财政实力保持增长，正定新区规划明确，未来发展潜力较大，公司外部发展环境良好。
- 持续的外部支持。**公司作为石家庄市正定新区重要的基础设施、安置房及棚改项目的投融资建设主体，跟踪期内，在政府补贴等方面持续获得外部支持。
- 增信措施。**国控集团作为差额补偿人，有效提升了“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”到期偿还的安全性；“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”设置分期还款安排，降低了公司的集中偿付压力。

<sup>1</sup> 本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。主动评级的信用等级设置及其含义与主体长期信用等级的设置及含义一致。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa-	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	6
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

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

分析师: 倪昕 高朝群

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

关注

1. 公司资产流动性较弱。公司资产中存货及已完工未结算项目规模较大, 公司资产流动性较弱。
2. 经营现金流持续净流出, 未来投资支出压力大。2021 年公司现金收入比为 13.11%, 代建业务回款滞后, 经营活动现金流持续净流出。公司基础设施项目和承接的棚改项目待投资规模大, 未来投资支出压力大。
3. 募投项目未来收益具有一定的不确定性。“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”募投项目 2021 年实现收入 2.12 亿元, 未来收益中的房屋销售收入易受房地产行业整体波动影响, 商业出租收入易受区域内商业入驻情况的影响, 募投项目收入实现具有一定的不确定性。

主要财务数据:

公司合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	43.95	17.42	30.78	22.81
资产总额 (亿元)	302.11	329.34	383.88	383.62
所有者权益 (亿元)	163.69	169.07	182.30	185.20
短期债务 (亿元)	24.16	17.18	21.64	16.41
长期债务 (亿元)	80.58	105.94	156.74	165.04
全部债务 (亿元)	104.74	123.12	178.37	181.45
营业收入 (亿元)	49.38	53.73	75.54	25.63
利润总额 (亿元)	4.41	6.38	4.50	3.47
EBITDA (亿元)	4.43	6.42	4.67	--
经营性净现金流 (亿元)	-29.10	-48.51	-35.17	-8.13
营业利润率 (%)	2.62	7.01	2.55	13.48
净资产收益率 (%)	2.46	3.18	2.20	--
资产负债率 (%)	45.82	48.66	52.51	51.72
全部债务资本化比率 (%)	39.02	42.14	49.46	49.49
流动比率 (%)	504.37	718.65	247.39	287.47
经营现金流动负债比 (%)	-51.39	-111.71	-78.41	--
现金短期债务比 (倍)	1.82	1.01	1.42	1.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.99	1.38	1.07	--
全部债务/EBITDA (倍)	23.65	19.19	38.19	--
公司本部 (母公司)				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	250.06	246.33	238.42	234.57
所有者权益 (亿元)	158.98	164.31	172.32	174.91
全部债务 (亿元)	57.74	46.12	44.28	29.70
营业收入 (亿元)	11.85	17.28	14.19	12.84
利润总额 (亿元)	4.35	6.33	4.26	3.45
资产负债率 (%)	36.43	33.29	27.73	25.43
全部债务资本化比率 (%)	26.64	21.92	20.44	14.52
流动比率 (%)	398.18	520.91	262.57	338.61
经营现金流动负债比 (%)	5.03	-38.33	42.70	--

差额补偿人（合并口径）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	217.87	193.02	139.68	177.86
资产总额（亿元）	2116.93	2321.25	1904.65	2038.32
所有者权益（亿元）	792.57	825.03	787.48	794.63
短期债务（亿元）	131.14	79.88	70.37	70.21
长期债务（亿元）	711.47	899.57	655.66	771.50
全部债务（亿元）	842.61	979.44	726.03	841.70
营业总收入（亿元）	80.26	92.98	106.56	11.66
利润总额（亿元）	6.69	4.05	6.67	1.60
EBITDA（亿元）	26.35	46.20	23.85	--
经营性净现金流（亿元）	-12.29	-60.91	-79.43	-76.25
营业利润率（%）	-11.02	-5.57	4.32	39.59
净资产收益率（%）	0.78	0.35	0.77	--
资产负债率（%）	62.56	64.46	58.65	61.02
全部债务资本化比率（%）	51.53	54.28	47.97	51.44
流动比率（%）	208.10	252.27	253.64	306.24
经营现金流流动负债比（%）	-3.04	-15.96	-25.57	--
现金短期债务比（倍）	1.66	2.42	1.99	2.53
EBITDA 利息倍数（倍）	1.78	1.81	1.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	31.98	21.20	30.44	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将公司其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；3. 本报告将差额补偿人其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算；4. 2022 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司和国控集团财务数据整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 正定棚改项目债/PR正棚改	AAA	AA	稳定	2021/06/28	倪昕、兰迪	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法</a> V3.0.201907 <a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）</a> V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
	AAA	AA	稳定	2019/06/20	兰迪、邱成	<a href="#">基础设施投资建设投资企业信用分析要点（2015）</a>	<a href="#">阅读原文</a>
	AA+	AA	稳定	2015/05/08	刘秀秀、陈茜	<a href="#">基础设施投资建设投资企业信用分析要点（2015）</a>	<a href="#">阅读原文</a>
20 溇沔投资MTN001	AA	AA	稳定	2021/06/28	倪昕、兰迪	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法</a> V3.0.201907 <a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）</a> V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
	AA	AA	稳定	2019/09/04	兰迪、邱成	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法</a> V3.0.201907 <a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）</a> V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>

## 声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、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。

八、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。

# 石家庄滹沱新区投资开发有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司实际控制人发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 70.00 亿元，石家庄市财茂投资开发有限责任公司（以下简称“财茂公司”）持有公司 100.00% 股权，仍为公司唯一股东；2021 年 7 月 20 日，公司实际控制人由石家庄市财政局变更为石家庄市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“石家庄国资委”）。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司本部设综合管理部、投融资管理部、财务管理部和招商管理部等 9 个职能部门；公司纳入合并范围内的一级子公司共 3 家。

截至 2021 年末，公司资产总额 383.88 亿元，所有者权益 182.30 亿元（少数股东权益 9.75 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 75.54 亿元，利润总额 4.50 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 383.62 亿元，所有者权益 185.20 亿元（少数股东权益 10.06 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 25.63 亿元，利润总额 3.47 亿元。

公司注册地址：河北省石家庄市商务中心东门 802 室；公司法定代表人：赵夕军。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”已按期足额支付分期债券本息，“20 滹沱投资 MTN001”已按期正常支付利息。

截至 2022 年 5 月末，“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”募集资金已全部用于石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期工程，“20 滹沱投资 MTN001”募集资金已全部使用完毕。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 正定棚改项目债/PR 正棚改	18.00	8.10	2015/12/24	10 年
20 滹沱投资 MTN001	13.00	13.00	2020/04/20	3 年
<b>合计</b>	<b>31.00</b>	<b>21.10</b>	--	--

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>2</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出

现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长

15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资

大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平

稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家

出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

## (2) 行业监管与政策

**2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。**

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出

发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法依规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

### (3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

## 2. 区域经济环境

**2021年，石家庄市经济和财政实力保持增长。2022年一季度，石家庄市经济增速明显提升。正定新区规划明确，未来发展潜力较大，公司外部发展环境良好。**

根据《石家庄市2021年国民经济和社会发展统计公报》，2021年，石家庄市实现地区生产总值6490.3亿元，比上年增长6.6%。分产业看，第一产业增加值504.8亿元，比上年增长

6.1%，占生产总值的比重为7.8%；第二产业增加值2107.1亿元，增长3.5%，占生产总值的比重为32.5%；第三产业增加值3878.4亿元，增长8.2%，占生产总值的比重为59.8%。

根据《关于石家庄市2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告》，2021年，石家庄市实现一般公共预算收入654.06亿元，比上年增长8.10%。其中，税收收入399.35亿元，比上年增长6.3%。同期，石家庄市一般公共预算支出1096.04亿元，比上年增长2.03%。石家庄市财政自给率<sup>3</sup>为59.67%。2021年，政府基金收入410.41亿元，较上年下降30.20%，主要系土地出让收入大幅减收所致。

2022年1-3月，石家庄市实现地区生产总值1741.9亿元，按现行价格计算，同比增长14.9%；按不变价格计算，同比增长10.1%。其中，第一产业增加值85.8亿元，增长7.6%；第二产业增加值543.6亿元，增长10.2%；第三产业增加值1112.5亿元，增长10.3%。同期，石家庄市固定资产投资同比增长19.8%。

正定新区原名为滹沱新区，位于滹沱河北岸，根据《中共石家庄市委石家庄市人民政府关于规划建设滹沱新区的意见》（石发〔2010〕7号文），正定新区规划面积约135平方公里。

正定新区起步区北至正无公路沿线，西至京珠高速沿线，南至滹沱河畔，东至太行大街东侧沿线地带，面积30平方公里，可容纳约20万人。核心区用地16平方公里，其中一期面积10.6平方公里，其基本特点为规模适度、项目落实、空间拉开、形象突出。

跟踪期内，正定新区基础设施建设持续推进，路网建设项目逐渐完善，教育、医疗、商业综合体等各类功能性项目建设持续推进，逐渐由基础设施投资拉动为主的起步阶段，转向以构建总部经济为支撑的新发展阶段，未来发展潜力较大。

<sup>3</sup> 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司实际控制人发生变化。截至 2022 年 3 月末，财茂公司持有公司 100.00% 股权，仍为公司唯一股东；2021 年 7 月 20 日，公司实际控制人由石家庄市财政局变更为石家庄国资委。

### 2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司仍是石家庄市正定新区重要的基础设施、安置房及棚改项目的建设及投融资主体。

跟踪期内，公司仍是石家庄市正定新区重要的基础设施、安置房及棚改项目的建设及投融资主体，主要负责正定新区起步区项目。

除公司外，正定新区其他城投企业主要为石家庄浩运建设投资有限公司（以下简称“浩运公司”），其股东为石家庄正定新区建设与房管中心，浩运公司主要从事正定新区范围内的供热、供水和市政工程建设等业务，与公司业务重叠程度较低。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：1301050001519217），截至 2022 年 5 月 11 日，公司本部无已结清或未结清的不良及关注类信贷信息记录。

截至 2022 年 6 月 20 日，联合资信未发现

公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

2021 年 6 月 25 日，公司原监事刘浩不再任公司监事职务，由李志承接任。跟踪期内，公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2021 年，受代建项目确认收入规模增长影响，公司营业收入大幅增长；受正阳小区项目转让地块价款较上年有所下降影响，其他收入板块毛利率较上年下降较多，综合毛利率同比下降明显。

2021 年，公司营业收入仍以代建项目收入为主，其他收入主要为转让正阳小区形成的收入。2021 年，公司营业收入较上年增长 40.59%，主要系正定新区村庄（西上泽、东上泽、朱河、罗家庄、西洋、东临济）拆迁项目和石家庄正定新区起步区项目确认收入规模增长所致。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率较上年下降 8.16 个百分点，主要系其他收入毛利率下降所致。2021 年，受正阳小区项目转让地块价款较上年有所下降影响，其他收入板块营业收入和毛利率较上年下降较多。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 25.63 亿元，综合毛利率 22.24%。

表 3 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年			2021 年			2022 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 (%)
代建项目收入	37.06	68.97	0.17	64.99	86.04	0.56	13.51	52.71	0.52
其他收入	16.67	31.03	39.22	10.55	13.96	26.14	12.12	47.29	46.44
合计	53.73	100.00	12.29	75.54	100.00	4.13	25.63	100.00	22.24

资料来源：公司提供

### 2. 业务经营分析

#### （1）代建业务

跟踪期内，公司代建项目业务模式未发生

变化，2021 年代建项目收入大幅增长，回款仍滞后。代建业务尚需投资规模大，公司未来投资支出压力大。

跟踪期内，公司作为石家庄正定新区重要的基础设施、安置房及棚改项目的建设及投融资主体，业务模式未发生变化，仍与正定新区财政局签订框架协议，从事土地整理、基础设施建设等业务。公司按实际投入成本加成 12% 的固定收益确认代建项目收入。正定新区财政局每年对起步区工程建设投资成本进行评审，并出具投资确认函，正定新区财政局根据资金情况每年和公司结算并拨付工程款，一般在完工五年内支付完成。

棚改项目方面，2018 年初，公司作为牵头方，与石家庄市住宅开发建设公司和浩运公司共同中标石家庄正定新区棚户区改造项目，并签署了政府购买服务合同。2018 年 6 月，石家庄新浩城市建设有限公司（以下简称“新浩公

司”）作为棚改项目公司，与正定新区管理委员会签订了《石家庄正定新区棚户区改造政府购买服务项目合同之子项目协议（一）》，由新浩公司负责正定新区 6 个村庄的拆迁征收工程，项目合作期 25 年，其中建设期 3 年，不产生利润和回款，付费期 22 年。

截至 2021 年末，公司在建基础设施项目主要为石家庄正定新区起步区项目和正定新区水系统项目，累计投资 209.81 亿元，累计确认收入 217.76 亿元，累计回款 151.37 亿元。同期末，公司在建保障房及棚改项目主要为正定新区村庄（西上泽、东上泽、朱河、罗家庄、西洋、东临济）拆迁项目，累计投资 169.67 亿元，累计确认收入 146.47 亿元，尚未实现回款，未来投资支出压力大。

表 4 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	累计已投资额	累计确认收入	累计回款
石家庄正定新区起步区项目	651.00	207.17	216.76	150.67
正定新区水系统项目	10.75	2.64	1.00	0.70
正定新区村庄（西上泽、东上泽、朱河、罗家庄、西洋、东临济）拆迁项目	325.21	169.67	146.47	--
合计	986.96	379.48	364.23	151.37

注：石家庄正定新区起步区项目总投资 651.00 亿元，公司承担其中部分工程项目  
资料来源：公司提供

2021 年，公司代建项目收入较上年增长 75.38%，毛利率较上年增加 0.39 个百分点，主要系正定新区村庄（西上泽、东上泽、朱河、罗家庄、西洋、东临济）拆迁项目和石家庄正定新区起步区项目确认收入规模增长所致。

回款方面，2021 年和 2022 年 1—3 月，公司分别收到政府结算拨付的工程款 9.90 亿元和 7.65 亿元，总体看，公司代建业务回款仍滞后。

## （2）自营项目

**公司自营项目已实现部分收入，未来项目收益实现情况易受当地房地产市场的影响，具有一定的不确定性。**

公司自营项目包括市商务中心项目以及部分保障房项目。

公司以自营模式建设的正定新区起步区范围内的保障房项目包括常山社区一期以及正阳小区，相关投入计入“存货-开发成本”。常山

社区一期项目计划总投资 26.48 亿元，截至 2022 年 3 月末累计投资 50.56 亿元，已投资规模大幅超过计划投资规模，一方面是累计投资额包含了土地成本，另一方面是配合环保要求导致工程延期，成本上升。2021 年，常山社区一期通过住宅、商业配套以及停车位的销售和出租实现 2.12 亿元收入，计入“其他收入”。

正阳小区原为公司自行开发，2015 年公司同石家庄市住房开发建设集团有限责任公司（以下简称“住建集团”）签订了《委托代建协议》，委托住建集团先行完成正阳小区 25% 的建设任务，再将项目整体转让给住建集团。项目转让时公司将按照土地款及相关税费的 6% 一次性确认项目收益。截至 2022 年 3 月末，正阳小区项目已投资 22.26 亿元，公司已转让项目累计实现收入 36.88 亿元（不含税），项目已转让完毕。

除了保障房项目，公司自营项目还包括市商务中心项目。市商务中心项目投入计入“在建工程”，预计投资总额 12.00 亿元，截至 2021 年末已投资 16.09 亿元，实际投入超出原定总投资，系公司为配合环保要求导致工程延期所致。

公司自营项目未来收益实现情况易受当地房地产市场的影响，具有一定的不确定性。

### 3. 未来发展

公司作为正定新区基础设施、安置房及棚改项目重要的投融资建设主体，在正定新区起步区建设中地位显著，未来仍主要从事正定新区的开发建设工作。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2020—2021 年度财务报表经

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。

因执行新收入准则、新金融工具准则以及新租赁准则导致的会计政策变更，2020 年财务数据来自 2021 年审计报告期初数。

2021 年和 2022 年 1—3 月，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

### 2. 资产质量

**2021 年，公司资产规模有所增长，资产中存货及已完工未结算项目规模较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。**

截至 2021 年末，公司资产规模较年初增长 16.56%。受已完工未结算项目从存货转至其他非流动资产核算的影响，公司资产结构由以流动资产为主变更为以非流动资产为主。

表 5 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)						
<b>流动资产</b>	<b>285.57</b>	<b>94.53</b>	<b>312.05</b>	<b>94.75</b>	<b>110.96</b>	<b>28.90</b>	<b>95.96</b>	<b>25.01</b>
货币资金	43.95	14.55	17.42	5.29	30.78	8.02	22.81	5.94
应收账款	4.00	1.32	3.72	1.13	3.34	0.87	3.34	0.87
其他应收款	26.57	8.79	32.78	9.95	20.48	5.33	20.49	5.34
存货	209.98	69.51	257.29	78.12	54.73	14.26	48.50	12.64
<b>非流动资产</b>	<b>16.54</b>	<b>5.47</b>	<b>17.30</b>	<b>5.25</b>	<b>272.93</b>	<b>71.10</b>	<b>287.66</b>	<b>74.99</b>
在建工程	14.16	4.69	14.94	4.54	19.05	4.96	20.28	5.29
其他非流动资产	0.80	0.26	0.80	0.24	252.33	65.73	265.84	69.30
<b>资产总额</b>	<b>302.11</b>	<b>100.00</b>	<b>329.34</b>	<b>100.00</b>	<b>383.88</b>	<b>100.00</b>	<b>383.62</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动资产较年初下降 64.44%，主要系存货中已完工未结算的项目转出至其他非流动资产核算所致。

截至 2021 年末，公司货币资金较年初增长 76.74%，以银行存款为主，公司无使用受限的货币资金。

截至 2021 年末，公司应收账款较年初下降 10.33%，全部为应收正定新区财政局的工程结算款，未计提坏账准备。

截至 2021 年末，公司其他应收款较年初下降 37.54%，其他应收款以往来款和垫付款为主。公司其他应收款前五名欠款方均为当地国有企业。

表 6 截至 2021 年末其他应收款前五名明细  
(单位：亿元)

单位名称	余额	占其他应收款的比例
浩运公司	14.44	70.53%
财茂公司	3.00	14.65%

石家庄正源房地产开发有限公司	1.81	8.83%
正定高新技术产业开发区建设投资有限公司	1.12	5.48%
石家庄正定新区建设投资有限责任公司	0.05	0.24%
<b>合计</b>	<b>20.42</b>	<b>99.73%</b>

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年末，公司存货较年初下降 78.73%，主要系已完工未结算的项目转出至其他非流动资产核算以及竣工工程结转成本所致。

截至 2021 年末，公司非流动资产较年初增加 255.63 亿元。

截至 2021 年末，公司在建工程较年初增长 27.52%，主要系市商务中心项目和污水处理厂二期项目投入增长所致。

截至 2021 年末，公司其他非流动资产较年初增加 251.53 亿元，主要系已完工未结算的项目从存货转入所致。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司无受限资产。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额较 2021 年末变化不大。

### 3. 资本结构

2021 年末，公司所有者权益略有增长，主要源于资本公积和未分配利润的增长，所有者权益稳定性较强。公司全部债务大幅增长，债务结构良好，债务负担适中。

截至 2021 年末，公司所有者权益较年初增长 7.82%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 38.40%、34.08%和 19.96%。所有者权益稳定性较强。

截至 2021 年末，公司资本公积较年初增长 7.30%，主要系依据《石家庄正定新区财政局关于明确石家庄市滹沱新区投资开发有限公司政府专项债券科目的函》，公司将不再承担政府专项债券还本付息义务的正定新区污水处理厂二期项目河北省政府专项债券资金 3.00 亿元计入资本公积，以及依据《石家庄正定新区财政局关于明确石家庄市滹沱新区投资开发有限公司市政基础设施建设资金核算的函》公司将正定新区财政局下拨的市政基础设施建设资金 1.23 亿元作为对公司的资本性投入计入资本公积所致。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构较 2021 年末变化不大。

表 7 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)						
实收资本	70.00	42.76	70.00	41.40	70.00	38.40	70.00	37.80
资本公积	57.91	35.38	57.91	34.25	62.13	34.08	62.13	33.55
未分配利润	27.99	17.10	32.83	19.42	36.39	19.96	38.99	21.05
<b>所有者权益合计</b>	<b>163.69</b>	<b>100.00</b>	<b>169.07</b>	<b>100.00</b>	<b>182.30</b>	<b>100.00</b>	<b>185.20</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司负债规模较年初增长 25.78%。

表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)						
<b>流动负债</b>	<b>56.62</b>	<b>40.90</b>	<b>43.42</b>	<b>27.09</b>	<b>44.85</b>	<b>22.25</b>	<b>33.38</b>	<b>16.82</b>
应交税费	6.10	4.40	7.36	4.59	8.59	4.26	8.94	4.51
其他应付款	42.91	31.00	34.26	21.38	29.21	14.49	22.61	11.40
一年内到期的非流动负债	7.61	5.50	1.80	1.12	7.06	3.50	1.83	0.92

非流动负债	81.80	59.10	116.85	72.91	156.74	77.75	165.04	83.18
长期借款	65.78	47.52	80.00	49.91	137.10	68.01	140.17	70.64
应付债券	14.79	10.69	25.94	16.19	19.63	9.74	24.87	12.54
长期应付款	1.23	0.88	10.91	6.81	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	138.42	100.00	160.27	100.00	201.59	100.00	198.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动负债较年初增长 3.29%。

截至 2021 年末，公司应交税费较年初增长 16.68%，主要为应交企业所得税。

截至 2021 年末，公司其他应付款较年初下降 14.75%，主要由 14.60 亿元借款和 14.59 亿元往来款及暂收款构成。其中应付石家庄市保障性安居工程投资管理有限公司的 14.58 亿元借款为国家开发银行的转贷款，属于有息债务，已调整至短期债务核算。

截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 292.14%，全部为一年内到期

的应付债券。

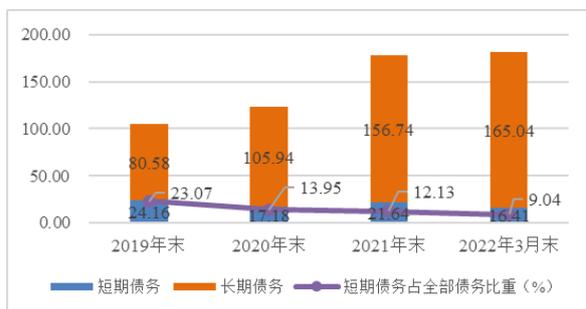
截至 2021 年末，公司非流动负债较年初增长 34.13%。

截至 2021 年末，公司长期借款较年初增长 71.38%，主要系新增质押及保证借款所致。

截至 2021 年末，公司应付债券较年初下降 24.32%，主要系“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”部分还款以及转入一年内到期的非流动负债所致。

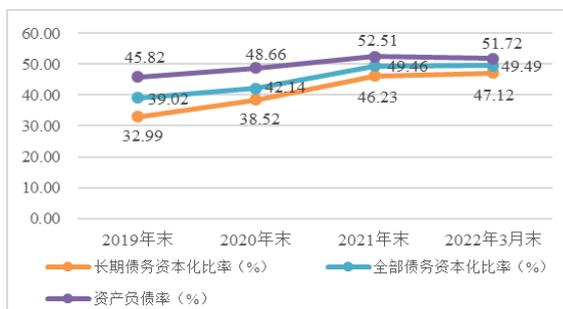
截至 2021 年末，公司长期应付款较年初减少 10.91 亿元，主要系专项应付款中市政基础设施建设拨款使用完毕所致。

图 1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务 178.37 亿元，较年初增长 44.88%。其中，短期债务占 12.13%，长期债务占 87.87%。同期末，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 52.51%、49.46% 和 46.23%，较年初分别提高 3.85 个百分点、提高 7.32 个百分点和提高 7.71 个百分点，公司债务负担适中。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 1.57%，其中应付债券增长 26.68%，主要系公司发行“22 滹沱投资 MTN001”所致。

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 181.45 亿元，较上年末增长 1.72%，债务结构仍以长期债务为主。同期末，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 51.72%、49.49% 和 47.12%，较上年末分别下降 0.79 个百分点、提高 0.03 个百分点和提高 0.89 个百分点。

有息债务到期分布方面，截至 2021 年末，公司在 2022 年、2023 年和 2024 年到期的有息

债务规模分别为 10.40 亿元<sup>4</sup>、22.70 亿元和 9.00 亿元，剩余债务均于 2025 年及以后到期。

#### 4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入大幅增长，财政补贴对公司利润贡献较大，公司整体盈利能力尚可。

2021 年，受代建项目确认收入影响，公司营业收入同比增长 40.59%。同期，公司营业成本同比增长 53.66%，营业利润率同比下降 4.46 个百分点。

表 9 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业收入	49.38	53.73	75.54	25.63
营业成本	48.07	47.13	72.42	19.93
费用总额	-0.23	-0.25	-0.19	0.00
其中：财务费用	-0.25	-0.28	-0.22	-0.01
其他收益	2.90	2.37	2.51	--
利润总额	4.41	6.38	4.50	3.47
营业利润率（%）	2.62	7.01	2.55	13.48
总资本收益率（%）	1.50	1.84	1.15	--
净资产收益率（%）	2.46	3.18	2.20	--

注：2022 年 1-3 月，公司费用总额为 -17.54 万元  
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从期间费用看，2021 年，公司费用总额仍为负，主要系公司将大部分借款利息资本化所致。

2021 年，公司收到正定新区财政局拨付的 2.51 亿元财政补贴，财政补贴对公司利润贡献较大。

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年略有下降，公司整体盈利能力尚可。

2022 年 1-3 月，公司实现营业收入 25.63 亿元，利润总额 3.47 亿元。

#### 5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金保持净流出，收现质量进一步下降；投资活动现金流规模较小，仍为小幅净流出，考虑到公司在建项目未来投资规模较大，公司仍有较大的融资需求。

从经营活动看，2021 年，公司经营活动现金流入量较上年下降 37.07%，主要系公司业务回款和往来款下降所致。同期，公司经营活动现金流出量较上年下降 31.87%，主要系项目投资支出和往来款下降所致。2021 年，公司经营活动现金流保持净流出，公司现金收入比同比下降 14.17 个百分点，收现质量进一步下降。

2021 年，公司投资活动现金流量规模仍较小，保持小幅净流出。

从筹资活动看，2021 年，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款形成的现金流入；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息产生的现金支出。同期，公司筹资活动现金流保持净流入。

2022 年 1-3 月，公司经营活动现金持续净流出，投资活动现金持续净流出，筹资活动现金持续净流入。考虑到公司在建项目未来投资规模较大，公司仍有较大的融资需求。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	16.10	14.66	9.90	7.65
收到其他与经营活动有关的现金	18.52	26.23	15.83	0.34
经营活动现金流入小计	34.62	40.89	25.73	7.98
购买商品、接受劳务支付的现金	45.66	65.67	57.77	11.69
支付其他与经营活动有关的现金	17.93	19.93	1.81	1.38
经营活动现金流出小计	63.72	89.39	60.90	16.11
经营活动现金流量净额	-29.10	-48.51	-35.17	-8.13
投资活动现金流入小计	0.00	0.04	1.05	0.01
投资活动现金流出小计	3.20	0.79	2.65	1.57
投资活动现金流量净额	-3.20	-0.75	-1.60	-1.56
筹资活动现金流入小计	75.71	55.58	61.99	9.27

<sup>4</sup> 公司 2022 年到期债务规模与截至 2021 年末短期债务金额不同，系其他应付款中的部分有息借款无需在 2022 年偿还所致

筹资活动现金流出小计	23.53	32.86	11.85	7.56
筹资活动现金流量净额	52.18	22.72	50.13	1.71
现金收入比 (%)	32.61	27.28	13.11	29.84

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现强，长期偿债能力指标表现一般，间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年末，公司流动比率和速动比率较年初均有所下降，公司现金短期债务比 1.42 倍。截至 2022 年 3 月末，公司流动比率与速动比率较年初均有所增长，现金短期债务比较年初略有下降，公司短期偿债能力指标表现强。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司全部债务/EBITDA 较上年有所上升，EBITDA 利息倍数较上年有所下降，公司长期偿债能力指标表现一般。

表 11 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 3 月 (末)
短期偿债能力	流动比率 (%)	504.37	718.65	247.39	287.47
	速动比率 (%)	133.50	126.10	125.38	142.17
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.82	1.01	1.42	1.39
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	4.43	6.42	4.67	--
	全部债务/EBITDA (倍)	23.65	19.19	38.19	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.99	1.38	1.07	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 242.28 亿元，已使用额度 169.44 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年 4 月末，公司对外担保余额 25.34 亿元，占 2022 年 3 月末所有者权益的比例为 13.68%，被担保人均均为当地国有企业，或有负债风险可控。

表 12 截至 2022 年 4 月末公司对外担保情况

(单位：亿元)

担保对象	担保金额	担保期间	是否有反担保措施
浩运公司	4.96	2020.03.30— 2023.03.30	否
	4.00	2020.04.17— 2023.04.17	否
	3.50	2018.01.15— 2024.12.08	否
	9.88	2020.04.15— 2023.04.14	否
正定高新技术产业开发区信诚建设开发有限公司	3.00	2022.02.24— 2037.02.23	是
合计	25.34	--	--

截至 2022 年 6 月 20 日，公司无重大未决诉讼事项。

## 7. 母公司财务分析

母公司资产及权益规模占合并口径的比例大，债务负担一般。

截至 2021 年末，母公司资产总额 238.42 亿元，较年初下降 3.21%，占合并口径的 62.11%。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 172.32 亿元，较年初增长 4.87%，占合并口径的 94.53%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。

截至 2021 年末，母公司负债总额 66.10 亿元，占合并口径的 32.79%，资产负债率为 27.73%。母公司全部债务 44.28 亿元，全部债务资本化比率为 20.44%，债务负担一般。

2021 年，母公司实现营业收入 14.19 亿元，占合并口径的 18.78%；利润总额为 4.26 亿元，占合并口径的 94.63%。

截至 2022 年 3 月末，母公司资产总额 234.57 亿元，所有者权益为 174.91 亿元；母公司资产负债率 25.43%；2022 年 1—3 月，母公司营业收入 12.84 亿元，利润总额 3.45 亿元。

## 十、外部支持

**跟踪期内，公司在政府补贴等方面持续获得外部支持。**

2021年，公司收到正定新区财政局拨付的政府补贴2.51亿元，计入“其他收益”。

## 十一、差额补偿人

**“15正定棚改项目债/PR正棚改”设置了差额补偿机制，有效提升了“15正定棚改项目债/PR正棚改”到期偿还的安全性。**

“15正定棚改项目债/PR正棚改”还本付息的资金来源主要为募投项目自身运营产生的住宅、配套商业和停车位等的销售和出租收入以及财政补贴。募投项目收益中的房屋销售收入易受房地产行业整体波动影响，商业出租收入易受区域内商业入驻情况的影响，募投项目收入实现具有一定的不确定性。

“15正定棚改项目债/PR正棚改”设置了差额补偿机制，石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”）作为差额补偿人，对“15正定棚改项目债/PR正棚改”的偿还承担连带责任。经联合资信评定，国控集团主体长期信用等级为AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定，该增信措施有效提升了“15正定棚改项目债/PR正棚改”到期偿还的安全性。

当募投项目产生收益及公司其他经营收益仍未补足“15正定棚改项目债/PR正棚改”当期本息时，则启动差额补足机制。

2021年8月9日，国控集团出资人由石家庄市财政局变更为石家庄国资委。

2021年9月22日，根据石家庄市委常委会审议通过的《石家庄市市属国有企业重组整合总体实施方案》要求，拟将市属77家国有企业全面整合重组为5家大型国有企业集团<sup>5</sup>，无偿划出石家庄市轨道交通集团有限责任公司、石家庄市滹沱河综合整治开发有限公司、

石家庄市环城水系综合整治开发有限公司、石家庄联合创业融资担保有限责任公司、石家庄财茂新能源科技有限公司、新京大厦和柏润酒店等与国控集团主责主业无紧密联系的企业或资产，同时拟将石家庄市市政建设总公司、石家庄市能源投资发展中心（不含石家庄舒心养护服务有限公司）、石家庄市液化气总公司（含石家庄市城市建设档案馆综合服务部）、石家庄市城市建设开发总公司、石家庄市房屋建设开发公司、石家庄市建筑设计院、石家庄市第二建筑设计院、石家庄市国土空间规划设计院、石家庄市园林规划设计研究院有限公司、石家庄市土地开发中心、石家庄市环卫机械厂、石家庄市鑫石清洁运输服务有限公司、石家庄发展投资有限责任公司（不含其基金子公司）和石家庄智慧泊车服务有限公司等14家企业无偿划转至国控集团。

2021年11月9日，根据石家庄国资委《关于赵继军等同志任职的通知》，赵继军任国控集团董事长；刘清国任国控集团副董事长、总经理；张震中任国控集团董事；武兰任国控集团监事会主席；提名李宗志、刘守彬任国控集团副总经理；提名孙俊梅任国控集团总经济师。

截至2022年3月末，国控集团注册资本300.00亿元，实收资本70.35亿元。国控集团是石家庄市重要的城市建设和国有资产运营主体，2021年，石家庄市经济保持稳定增长，财政实力持续增强，为国控集团的发展提供了良好的外部环境，国控集团也受到石家庄市政府在资产划拨、财政补贴等方面的有力支持。

经营方面，2021年，国控集团实现营业收入106.56亿元，同比增长14.60%，当期毛利率6.36%，较2020年的-0.46%有所改善，国控集团主营业务中公益性及准公益性业务占比大，盈利能力尚可。

财务方面，国控集团2021年审计报告由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）进行

<sup>5</sup> 即国控集团、石家庄交通投资发展集团有限责任公司、石家庄国有资本投资运营集团有限责任公司、石家庄水务投资集团有限

责任公司和石家庄文化旅游投资集团有限责任公司

审计并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2021 年末，国控集团资产总额 1904.65 亿元，较上年末下降 17.95%，主要系 2021 年资产划转后合并口径子公司变动较大所致；国控集团资产中存货、在建工程、固定资产、其他非流动资产和应收类款项占比大，流动性较弱，整体资产质量一般。

截至 2021 年末，国控集团所有者权益 787.48 亿元，较上年末下降 4.55%，主要系 2021 年资产划转后合并口径子公司变动较大所致；所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.43%、76.51%和 12.35%。所有者权益稳定性较强。

截至 2021 年末，国控集团负债总额 1117.17 亿元，较上年末下降 25.33%，主要系 2021 年资产划转后合并口径子公司变动较大所致；同期末，国控集团全部债务 726.03 亿元，较上年末下降 25.87%。同期末，国控集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.65%、47.97%和 45.43%，债务负担较重。

盈利能力方面，2021 年，国控集团实现营业收入 106.56 亿元，较上年增长 14.60%，营业成本较上年增长 6.82%，营业利润率由负转正，盈利能力尚可；利润总额 6.67 亿元，其中，其他收益 13.89 亿元，主要为政府补助，利润对政府补助依赖大。

现金流方面，2021 年，国控集团现金收入比为 39.92%，较上年下降 34.37 个百分点，收入实现质量有所下降；经营活动现金流和投资活动现金流仍然呈现大规模净流出，筹资活动现金流保持大额净流入。国控集团作为石家庄市重要的城市建设和国有资产运营主体，项目建设投资规模较大，存在较大的资金支出压力。

偿债能力方面，截至 2021 年末，国控集团现金类资产充裕，现金短期债务比 1.99 倍，短期偿债能力指标表现强。2021 年，国控集团 EBITDA 利息倍数 1.72 倍，全部债务/EBITDA 为 30.44 倍，长期偿债能力指标表现一般。

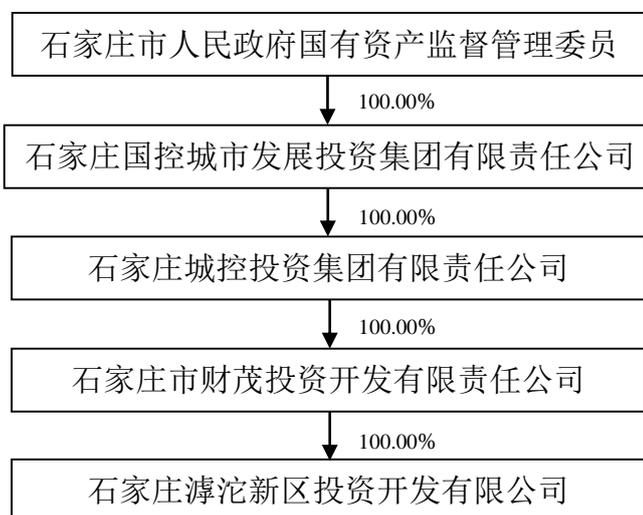
截至 2022 年 3 月末，国控集团合并资产总额 2038.32 亿元，较上年末增长 7.02%，主要系货币资金和存货增长所致；国控集团所有者权益 794.63 亿元，较上年末增长 0.91%，变化不大；国控集团负债总额 1243.69 亿元，较上年末增长 11.32%，主要系新增长期借款和发行债券所致。2022 年 1—3 月，国控集团实现营业收入 11.66 亿元，利润总额 1.60 亿元。

外部支持方面，2021 年，石家庄国资委将石家庄市市政建设总公司、石家庄市能源投资发展中心（不含石家庄舒心养护服务有限公司）、石家庄市液化气总公司（含石家庄市城市建设档案馆综合服务部）、石家庄市城市建设开发总公司、石家庄市房屋建设开发公司、石家庄市建筑设计院、石家庄市第二建筑设计院、石家庄市国土空间规划设计院、石家庄市园林规划设计研究院有限公司、石家庄市土地开发中心、石家庄市环卫机械厂、石家庄市鑫石清洁运输服务有限公司、石家庄发展投资有限责任公司（不含其基金子公司）和石家庄智慧泊车服务有限公司等 14 家企业无偿划转至国控集团。2021 年，国控集团收到政府补助 13.89 亿元，计入“其他收益”。

## 十二、结论

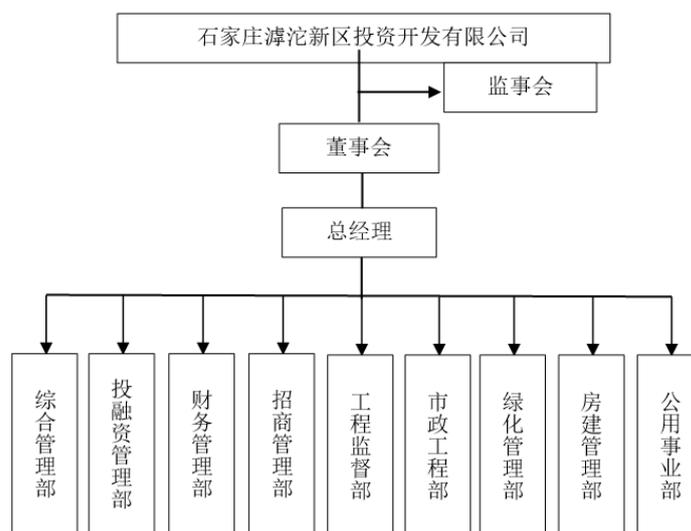
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”信用等级为 AAA，维持“20 滹沱投资 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2022 年 3 月末公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
1	石家庄誉恒建筑工程服务有限公司	1600.00	100.00	100.00
2	石家庄新浩城市建设有限公司	100000.00	70.00	70.00
3	石家庄新承股权投资基金有限公司	30000.00	70.00	70.00

注：2022 年 3 月 30 日，石家庄新承股权投资基金有限公司股东变更，变更后该公司 100.00% 股权由石家庄浩运建设投资有限公司持有  
资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	43.95	17.42	30.78	22.81
资产总额（亿元）	302.11	329.34	383.88	383.62
所有者权益（亿元）	163.69	169.07	182.30	185.20
短期债务（亿元）	24.16	17.18	21.64	16.41
长期债务（亿元）	80.58	105.94	156.74	165.04
全部债务（亿元）	104.74	123.12	178.37	181.45
营业收入（亿元）	49.38	53.73	75.54	25.63
利润总额（亿元）	4.41	6.38	4.50	3.47
EBITDA（亿元）	4.43	6.42	4.67	--
经营性净现金流（亿元）	-29.10	-48.51	-35.17	-8.13
<b>财务指标</b>				
现金收入比（%）	32.61	27.28	13.11	29.84
营业利润率（%）	2.62	7.01	2.55	13.48
总资本收益率（%）	1.50	1.84	1.15	--
净资产收益率（%）	2.46	3.18	2.20	--
长期债务资本化比率（%）	32.99	38.52	46.23	47.12
全部债务资本化比率（%）	39.02	42.14	49.46	49.49
资产负债率（%）	45.82	48.66	52.51	51.72
流动比率（%）	504.37	718.65	247.39	287.47
速动比率（%）	133.50	126.10	125.38	142.17
经营现金流动负债比（%）	-51.39	-111.71	-78.41	--
现金短期债务比（倍）	1.82	1.01	1.42	1.39
EBITDA 利息倍数（倍）	0.99	1.38	1.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	23.65	19.19	38.19	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；3. 2022 年一季度财务数据未经审计  
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	31.25	10.19	10.72	11.27
资产总额（亿元）	250.06	246.33	238.42	234.57
所有者权益（亿元）	158.98	164.31	172.32	174.91
短期债务（亿元）	24.16	17.18	21.64	1.83
长期债务（亿元）	33.58	28.94	22.64	27.88
全部债务（亿元）	57.74	46.12	44.28	29.70
营业收入（亿元）	11.85	17.28	14.19	12.84
利润总额（亿元）	4.35	6.33	4.26	3.45
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.83	-16.16	18.56	3.34
<b>财务指标</b>				
现金收入比（%）	135.89	84.80	69.13	59.54
营业利润率（%）	10.94	21.79	13.58	26.89
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.51	3.25	2.19	--
长期债务资本化比率（%）	17.44	14.98	11.61	13.75
全部债务资本化比率（%）	26.64	21.92	20.44	14.52
资产负债率（%）	36.43	33.29	27.73	25.43
流动比率（%）	398.18	520.91	262.57	338.61
速动比率（%）	152.95	167.75	136.75	186.13
经营现金流流动负债比（%）	5.03	-38.33	42.70	--
现金短期债务比（倍）	1.29	0.59	0.50	6.17
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；3. “/”表示数据未获得；4. 2022 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 附件 2-3 国控集团主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	217.87	193.02	139.68	177.86
资产总额（亿元）	2116.93	2321.25	1904.65	2038.32
所有者权益（亿元）	792.57	825.03	787.48	794.63
短期债务（亿元）	131.14	79.88	70.37	70.21
长期债务（亿元）	711.47	899.57	655.66	771.50
全部债务（亿元）	842.61	979.44	726.03	841.70
营业收入（亿元）	80.26	92.98	106.56	11.66
利润总额（亿元）	6.69	4.05	6.67	1.60
EBITDA（亿元）	26.35	46.20	23.85	--
经营性净现金流（亿元）	-12.29	-60.91	-79.43	-76.25
<b>财务指标</b>				
现金收入比（%）	55.31	74.39	39.92	167.76
营业利润率（%）	-11.02	-5.57	4.32	39.59
总资本收益率（%）	1.28	1.57	1.31	--
净资产收益率（%）	0.78	0.35	0.77	--
长期债务资本化比率（%）	47.30	52.16	45.43	49.26
全部债务资本化比率（%）	51.53	54.28	47.97	51.44
资产负债率（%）	62.56	64.46	58.65	61.02
流动比率（%）	208.10	252.27	253.64	306.24
速动比率（%）	126.49	147.56	168.47	189.71
经营现金流动负债比（%）	-3.04	-15.96	-25.57	--
现金短期债务比（倍）	1.66	2.42	1.99	2.53
EBITDA 利息倍数（倍）	1.78	1.81	1.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	31.98	21.20	30.44	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将差额补偿人其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算；3. 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据国控集团财务数据整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收款项融资中的应收票据

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其含义

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

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其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

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