

信用评级公告

联合〔2023〕4413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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月十六日

石家庄滹沱新区投资开发有限公司

2023 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	稳定	AAA	稳定
15 正定棚改项目债/PR 正棚改	AAA	稳定	AAA	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	6.30 亿元	2025/12/24

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

评级时间：2023 年 6 月 16 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

本次评级模型打分表及结果：

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	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	6
		资本结构	2	
		偿债能力	3	
指示评级				a ⁺
个体调整因素				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+4
评级结果				AA

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

评级观点

石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“公司”）是石家庄市正定新区重要的基础设施、保障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，未来发展潜力较大，公司外部发展环境良好，并且在资金注入方面持续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司代建业务回款滞后、供应链贸易业务存在一定的经营风险、经营活动现金流持续净流出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。

“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，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。

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。

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，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**2022 年，石家庄市经济和财政实力保持增长，正定新区未来发展潜力较大，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、保障房及棚改项目的建设及投融资主体，跟踪期内，在资金注入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，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。

关注

- 代建业务回款滞后。**公司以已完工未结算项目为主的合同资产规模保持增长，截至 2023 年 3 月末，该科

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年（末）			
所属区域	石家庄市	西安市	潮州市	内江市
GDP（亿元）	7100.6	11486.51	3850.0	1656.95
一般公共预算收入（亿元）	689.8	834.09	387.3	76.12
资产总额（亿元）	388.05	368.58	498.64	462.24
所有者权益（亿元）	190.31	111.06	179.14	196.96
营业总收入（亿元）	62.50	22.53	16.63	39.38
利润总额（亿元）	2.20	1.41	2.91	6.80
资产负债率（%）	50.96	69.87	64.07	57.39
全部债务资本化比率（%）	48.43	64.22	55.42	45.46
全部债务/EBITDA（倍）	75.58	72.19	38.13	9.85
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	0.22	0.46	1.44

注：公司 1 为陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司，公司 2 为浙江湖州环太湖集团有限公司，公司 3 为内江投资控股集团有限公司

资料来源：联合资信根据公司财务数据和 Wind 整理

分析师：赵晓敏 倪昕

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

目余额占资产总额的 69.72%，公司代建业务回款滞后。

2. **供应链贸易业务存在一定的经营风险。**跟踪期内，公司新增供应链贸易业务，毛利率水平低，且煤炭等贸易品种价格波动较大，存在一定的经营风险。
3. **经营活动现金流持续净流出。**公司经营活动现金流持续净流出，2022 年净流出规模为 25.67 亿元。
4. **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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.42	30.78	3.62	18.70
资产总额（亿元）	329.34	383.88	388.05	405.18
所有者权益（亿元）	169.07	182.30	190.31	193.38
短期债务（亿元）	17.18	21.64	32.00	11.40
长期债务（亿元）	105.94	156.74	146.73	182.17
全部债务（亿元）	123.12	178.37	178.73	193.57
营业总收入（亿元）	53.73	75.54	62.50	23.97
利润总额（亿元）	6.38	4.50	2.20	*
EBITDA（亿元）	6.42	4.67	2.36	--
经营性净现金流（亿元）	-48.51	-35.17	-25.67	1.31
营业利润率（%）	7.01	2.55	3.59	0.37
净资产收益率（%）	3.18	2.20	0.92	--
资产负债率（%）	48.66	52.51	50.96	52.27
全部债务资本化比率（%）	42.14	49.46	48.43	50.02
流动比率（%）	718.65	247.39	719.08	1291.01
经营现金流动负债比（%）	-111.71	-78.41	-50.33	--
现金短期债务比（倍）	1.01	1.42	0.11	1.64
EBITDA 利息倍数（倍）	1.38	1.07	0.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.19	38.19	75.58	--
公司本部				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	246.33	238.42	224.05	238.31
所有者权益（亿元）	164.31	172.32	175.13	176.48
全部债务（亿元）	46.12	44.28	36.73	49.64
营业总收入（亿元）	17.28	14.19	12.17	0.00
利润总额（亿元）	6.33	4.26	2.00	0.00
资产负债率（%）	33.29	27.73	21.84	25.94
全部债务资本化比率（%）	21.92	20.44	17.34	21.95
流动比率（%）	520.91	262.57	445.21	871.25
经营现金流动负债比（%）	-38.33	42.70	15.21	--

差额补偿人（合并口径）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	193.02	139.68	208.03	171.91
资产总额（亿元）	2321.25	1904.65	2399.90	2439.21
所有者权益（亿元）	825.03	787.48	793.53	801.73
短期债务（亿元）	79.88	70.37	117.91	100.83
长期债务（亿元）	896.79	654.53	1102.74	1153.59
全部债务（亿元）	976.67	724.90	1220.65	1254.42
营业总收入（亿元）	92.98	106.56	105.51	41.51
利润总额（亿元）	4.05	6.67	8.89	1.76
EBITDA（亿元）	46.20	23.85	27.86	--
经营性净现金流（亿元）	-60.91	-79.43	-276.50	-92.78
营业利润率（%）	-5.57	4.32	6.21	4.63
净资产收益率（%）	0.35	0.77	0.99	--
资产负债率（%）	64.46	58.65	66.93	67.13
全部债务资本化比率（%）	54.21	47.93	60.60	61.01
流动比率（%）	252.27	253.64	404.09	484.11
经营现金流动负债比（%）	-15.96	-25.57	-79.21	--
现金短期债务比（倍）	2.42	1.99	1.76	1.70
EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	0.84	0.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.14	30.39	43.82	--

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，系四舍五入所致；2. 2023 年 1-3 月公司合并口径的利润总额为-15.30 万元；3. 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；4. 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；5. 因未获取到相关信息，差额补偿人 2022 年资本化利息采用当年“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”与“计入财务费用的利息支出”的差额；6. 公司及差额补偿人 2023 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	2022/06/20	倪昕、高朝群	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读原文
	AAA	AA	稳定	2019/06/20	兰迪、邱成	基础设施建设投资企业信用评级分析要点（2015）	阅读原文
	AA+	AA	稳定	2015/05/08	刘秀秀、陈茜	基础设施建设投资企业信用评级分析要点（2015）	阅读原文

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、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。

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。

联合资信评估股份有限公司

石家庄滹沱新区投资开发有限公司

2023 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，公司注册资本、实收资本和实际控制人未发生变动，公司股东由石家庄市财茂投资开发有限责任公司（以下简称“财茂公司”）变更为河北自贸区正定片区发展投资集团有限责任公司（以下简称“河北自贸区发投”）。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 70.00 亿元，河北自贸区发投持有公司 100.00% 股权，为公司唯一股东，公司实际控制人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 2023 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职能部门；公司纳入合并范围内的一级子公司共 6 家。

截至 2022 年末，公司资产总额 388.05 亿元，所有者权益 190.31 亿元（少数股东权益 14.87 亿元）。2022 年，公司实现营业收入 62.50 亿元，利润总额 2.20 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 405.18 亿元，所有者权益 193.38 亿元（少数股东权益 16.56 亿元）。2023 年 1—3 月，公司实现营业收入 23.97 亿元，利润总额-15.30 万元。

公司注册地址：中国（河北）自由贸易试验区正定片区园博园大街 19 号河北出版传媒创意中心 2026；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。截至 2023 年 4 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（以下简称“常山社区一期”）。截至 2022 年末，募投项目已基本完工，部分竣工验收，通过住宅、商业配套以及停车位的销售和出租累计实现 2.12 亿元收入。

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。

表 1 跟踪评级债券（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	6.30	2015/12/24	10 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所

好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《2023年城市基础设施建设行业分析》。

2. 区域经济环境

2022年，石家庄市经济和财政实力保持增长，正定新区未来发展潜力较大，公司外部环境良好。

根据《石家庄市2022年国民经济和社会发展统计公报》，2022年，石家庄市实现地区生产总值7100.6亿元，比上年增长6.4%。分产业来看，第一产业增加值558.3亿元，比上年增长5.2%；第二产业增加值2334.1亿元，比上年增长5.4%；第三产业增加值4208.2亿元，比上年增长7.0%；第一、二、三产业增加值占生产总量的比重分别为7.9%、32.9%和59.3%。2022年，石家庄市人均地区生产总值6.33万元，比上年增长6.5%。

根据《关于石家庄市2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》，2022年，石家庄市实现一般公共预算收入689.8亿元，扣除留抵退税因素后同比增长12.2%。其中，税收收入360.3亿元，同比增长1.5%。同期，石家庄市一般公共预算支出1215.2亿元，比上年增长10.8%，石家庄市财政自给率¹为56.76%。2022年，石家庄市政府性基金收入365.9亿元，较上年下降10.8%，主要系土地出让收入下降所致。

根据石家庄市统计局披露的统计数据，2023年1—3月，石家庄市实现地区生产总值1834.7亿元，同比增长5.4%；石家庄市固定资产投资同比增长9.5%；规模以上工业增加值同比增长9.1%。

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。

¹ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

2022年，正定新区实现一般公共预算收入33.77亿元，同比增长9.01%，其中税收收入6.99亿元，非税收入26.78亿元；一般公共预算支出完成38.39亿元。

2022年，正定新区安济路、迎旭路西延等12条20公里道路竣工通车，12条23公里综合管廊投入运营，建成换热站18座，中心湖2号能源站、污水源能源站投用，市档案馆、石家庄职业技术学院正定新区新校区等竣工，总部经济产业园注册企业108家，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。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变动，股东由财茂公司变更为河北自贸区发投。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为70.00亿元，河北自贸区发投持有公司100.00%股权，为公司唯一股东，石家庄国资委为公司实际控制人。

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、保障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、保障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，正定新区其他基础设施建设主体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财政局（以下简称“正定新区财政局”），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2023年5月10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。

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。

截至2023年6月15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

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动。因公司股东和住所变更，公司章程相应修订，主要管理制度未发生变动。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，受代建项目确认收入规模下降影响，公司营业总收入下降明显；受正阳小区项目转让地块价款较上年有所上升影响，综合毛利率同比有所增长。

2022年，公司营业总收入较上年下降17.27%。分业务板块看，代建业务收入同比大幅下降，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（以下简称“村庄拆迁项目”）确认收入的规模下降所致；公司新增供应链业务，对营业总收入的贡献较大；其他收入主要为转让正阳小区的收入，不具备可持续性。

毛利率方面，2022年，公司综合毛利率较上年增长2.96个百分点，主要系正阳小区项目转让地块价款较上年有所上升使得其他业务毛利率增长所致。

2023年1—3月，公司实现营业总收入23.97亿元，综合毛利率0.83%。

表2 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年			2022年			2023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(%)
代建业务	64.99	86.04	0.56	29.06	46.51	0.00	3.52	14.69	0.02
供应链贸易业务	--	--	--	21.26	34.01	0.96	20.45	85.29	0.94
其他	10.55	13.96	26.14	12.18	19.48	34.71	0.01	0.03	100.00
合计	75.54	100.00	4.13	62.50	100.00	7.09	23.97	100.00	0.83

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 代建业务

跟踪期内，公司已完工未结算项目投资规模大，整体回款滞后，短期内无大规模的投资计划。

跟踪期内，公司作为石家庄正定新区重要的基础设施、保障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。

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。根据合同约定，该项目于2022年起回款，政府每年支付两次购买服务费，购买服务费由经正定新区财政评审中心评估确定的实际投资额和中标回报率²计算得出。

2022年，公司代建业务收入全部来自村庄拆迁项目，受经济形势和公共卫生事件多点散发的影响，该项目的建设未如期完成，且实际回款情况不及预期，故2022年公司出于谨慎性原则未确认利润，代建业务毛利率为零。

截至2022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214.99亿元，累计确认收入218.69亿元，累计回款151.37亿元。

截至2022年末，公司在建保障房及棚改项目主要为村庄拆迁项目，累计投资198.73亿元，累计确认收入175.53亿元，累计实现回款0.94亿元。同期末，该项目已基本完成5个村庄的拆迁工作，西洋村短期内无拆迁计划，公司短期内无大规模的投资计划。

表3 截至2022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	212.20	217.53	150.67
正定新区水系统项目	10.75	2.79	1.16	0.70
村庄拆迁项目	325.21	198.73	175.53	0.94
合计	986.96	413.72	394.22	152.31

注：石家庄正定新区起步区项目总投资约651.00亿元，公司仅承担其中部分工程项目，已基本完成投资，公司未来无大规模的投资计划
资料来源：公司提供

² 非工程费用服务费回报率为7.80%，工程可用性服务费回报率为6.80%。

回款方面，2022年和2023年1—3月，公司分别收到政府拨付的结算工程款0.94亿元和2.49亿元，均来自村庄拆迁项目。截至2023年3月末，公司合同资产中的已完工未结算项目282.48亿元，整体来看，公司代建业务回款滞后。

(2) 自营项目

正阳小区项目已转让完毕，收到全部回款，未来无此部分收入；公司自营项目为市商务中心项目，主要通过出租平衡资金，投资回收期较长。

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”。截至2022年末，常山社区一期项目累计已投资51.23亿元，投资规模远超预期，一方面是已投资额包含了土地成本，另一方面是项目配合环保要求导致工程延期、成本上升。

根据公司与石家庄市住房开发建设集团有限责任公司、石家庄市金昆仑房地产开发有限责任公司（以下简称“金昆仑房地产公司”）共同签订的《项目转让协议书》，当正阳小区完成25.00%的建设任务（不包含土地款）时，公司将其转让给金昆仑房地产公司，转让价款暂定45.25亿元（含税）。截至2022年末，正阳小区项目已投资22.26亿元，公司已累计实现转让收入36.88亿元³，项目已转让完毕，收到全部回款，未来无此部分收入。

除了保障房项目，公司自营项目还包括市商务中心项目。市商务中心项目建设内容主要为办公楼，投资计入“在建工程”，截至2023年3月末已投资18.32亿元，项目已基本完工，未来主要通过出租实现资金平衡，投资回收期较长。

(3) 供应链贸易业务

跟踪期内，公司新增供应链业务，毛利率水平低，且煤炭等贸易品种价格波动较大，存在一定的经营风险。

2022年8月，公司新增供应链业务，主要由子公司石家庄正瑞供应链管理有限公司⁴（以下简称“正瑞公司”）负责，主要贸易产品为煤炭、有色金属和铁矿石。

表4 供应链业务销售收入占比情况-分产品

品类	2022年	2023年1—3月
煤炭	46.36%	54.50%
有色金属	21.55%	27.22%
铁矿石	25.32%	9.17%
钢材	6.77%	8.93%
废钢	--	0.18%

资料来源：公司提供

该业务主要通过贸易价差获取收益，2022年及2023年1—3月，正瑞公司处于成立初期，该业务毛利率低。

业务模式方面，煤炭业务主要采用“以销定采”模式，采购环节一般为先款后货，货物的流转是从上游供应商转移到公司，公司再销售给下游客户，运输方式主要有汽车、火车和水运。公司库存时间仅为煤炭在途运输的时间，货物到达客户货场，客户接收并验收后即完成交货；若在上游矿方或下游客户的场地上直接交货，则基本上不形成库存；故该业务大部分库存为在途库存，只有少部分货物因客户陆续提货形成在库库存。

有色金属业务的上游主要采取“以销定采”的模式，下游主要采用“重点客户直供”与“市场零售”相结合的模式。正瑞公司与上港物流金属仓储（上海）有限公司、中储发展股份有限公司签署《仓库保管合同》，向仓库支付过户费。“重点客户直供”模式下，公司根据客户需求进行采购，货物直接由供应商送至客户指定地点，或者直接在仓库进行货物交割。销售价格方面，公司根据市场价格情况、下游企业议

³ 公司已于2018年收到8.36亿元土地价款

⁴ 公司持股51.00%，郑州瑞茂通供应链有限公司持股32.34%，

MAXIS COMMODITIES PTE.LTD.持股16.76%

价能力以及公司资金周转情况确定，对于重点客户，公司会在零售价格的基础上结合市场的供需情况给予一定优惠。

2022年及2023年1—3月，该业务前五大供应商采购金额占采购总额的比重分别为32.32%和37.24%，前五大客户销售金额占销售总额的比重分别为34.55%和29.93%，上下游客户集中度一般。

整体来看，公司供应链业务收入规模较大，但毛利率水平低，且煤炭等贸易品种价格波动较大，存在一定的经营风险。

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重要，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2022年度财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2023年一季

度财务报表未经审计。

2022年，公司合并范围减少1家子公司，系股权转让石家庄新承股权投资基金有限公司所致；新增2家子公司，均为投资设立。2023年1—3月，公司合并范围新增2家子公司，系河北自贸区发投股权划转2家置业公司所致。截至2023年3月末，公司合并范围内的一级子公司共6家。

公司合并范围内变动的子公司规模较小，财务数据可比性强。

2. 资产质量

2022年，公司资产规模小幅增长，随着供应链业务的开展，应收账款规模大幅增长，主要应收对象为商贸公司，存在一定的坏账风险；资产中以开发成本为主的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2022年末，公司资产总额较上年末增长1.09%。2022年，受已完工未结算项目从其他非流动资产转至合同资产核算的影响，公司资产结构由以非流动资产为主转变为以流动资产为主。

表5 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
流动资产	110.96	28.90	366.82	94.53	382.58	94.42
货币资金	30.78	8.02	3.62	0.93	18.70	4.61
应收账款	3.34	0.87	15.20	3.92	12.66	3.12
其他应收款	20.48	5.33	13.98	3.60	13.04	3.22
存货	54.73	14.26	48.61	12.53	48.92	12.07
合同资产	0.00	0.00	280.47	72.27	282.48	69.72
非流动资产	272.93	71.10	21.24	5.47	22.60	5.58
在建工程	19.05	4.96	20.40	5.26	21.78	5.38
资产总额	383.88	100.00	388.05	100.00	405.18	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至2022年末，流动资产较上年末增长230.59%。

截至2022年末，公司货币资金较上年末下降88.25%，主要系开展供应链业务和偿还部分往来款所致，以银行存款为主，公司无使用受限的货币资金。

截至2022年末，公司应收账款较上年末增长354.94%，主要系新增的供应链业务形成较多应收贸易款项所致；公司应收账款主要为应收正定新区财政局的工程结算款和应收贸易公司的业务款项，存在一定的坏账风险。同期末，公司应收账款集中度一般，暂未计提坏账准备。

表 6 截至 2022 年末应收账款前五名明细
(单位: 亿元)

单位名称	余额	占应收账款期末余额的比例
正定新区财政局	3.34	21.97%
宁波启达贸易有限公司	1.55	10.18%
林州市泰德商贸有限公司	1.28	8.42%
河南农开供应链有限公司	0.92	6.08%
浙江自贸区春吉贸易有限公司	0.62	4.06%
合计	7.71	50.71%

注: 宁波启达贸易有限公司、林州市泰德商贸有限公司和浙江自贸区春吉贸易有限公司实际控制人均为自然人, 根据公开资料, 截至 2023 年 6 月 15 日, 尚未发现上述公司存在信用风险; 河南农开供应链有限公司的股权被出质, 出质股权数 2.45 亿元
资料来源: 公司审计报告

截至 2022 年末, 公司其他应收款较上年末下降 31.71%, 主要系收回部分与浩运公司的往来款所致。同期末, 公司其他应收款以往来款和垫付款为主, 其中账龄在 2 至 3 年和 3 年以上的其他应收款比重分别为 53.74%和 40.97%, 整体账龄较长, 暂未计提坏账准备, 其他应收款余额前五大欠款方均为当地国有企业, 集中度高。

表 7 截至 2022 年末其他应收款前五名明细
(单位: 亿元)

单位名称	余额	占其他应收款期末余额的比例
浩运公司	7.46	53.37%
财茂公司	3.00	21.46%
石家庄正源房地产开发有限公司	1.67	11.91%
正定高新技术产业开发 区建设投资有限公司	1.17	8.38%
正定县建设投资有限公司	0.51	3.63%
合计	13.81	98.75%

资料来源: 公司审计报告

表 8 公司所有者权益主要构成情况 (单位: 亿元)

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	70.00	38.40	70.00	36.78	70.00	36.20
资本公积	62.13	34.08	63.35	33.29	64.80	33.51
未分配利润	36.39	19.96	37.91	19.92	37.84	19.57
归属于母公司所有者权益合计	172.55	94.65	175.43	92.18	176.82	91.44
少数股东权益	9.75	5.35	14.87	7.82	16.56	8.56
所有者权益合计	182.30	100.00	190.31	100.00	193.38	100.00

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年末, 公司存货较上年末下降 11.17%, 主要系正阳小区转让完毕所致; 同期末, 公司存货主要为开发成本(常山社区一期)。

截至 2022 年末, 公司新增合同资产 280.47 亿元, 系已完工未结算的项目从其他非流动资产中转入所致。

截至 2022 年末, 公司非流动资产较上年末下降 92.22%。

截至 2022 年末, 公司在建工程较上年末增长 7.09%, 主要系市商务中心项目投入增长所致。

截至 2022 年末, 公司无受限资产。

截至 2023 年 3 月末, 公司资产总额较上年末增长 4.41%, 主要系融资增加带动货币资金增长所致, 资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

2022 年, 公司所有者权益略有增长, 主要源于少数股东权益的增长, 所有者权益稳定性较强。

截至 2022 年末, 公司所有者权益较上年末增长 4.39%, 主要系少数股东权益增长所致; 从构成来看, 实收资本、资本公积和未分配利润分别占 36.78%、33.29%和 19.92%, 所有者权益稳定性较强。

截至 2022 年末, 公司实收资本较上年末无变化, 资本公积较上年末增长 1.95%, 主要系正定新区财政局拨付 1.23 亿元项目资本金所致。

截至 2023 年 3 月末, 公司所有者权益规模和结构较上年末变化不大。

2022年，公司债务规模较上年末变动不大，债务结构良好，债务负担适中。

截至2022年末，公司负债总额较上年末下降1.91%，负债规模和结构较上年末变化不大。

表9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
流动负债	44.85	22.25	51.01	25.80	29.63	13.99
应交税费	8.59	4.26	10.12	5.12	10.21	4.82
其他应付款	29.21	14.49	13.14	6.64	13.13	6.20
一年内到期的非流动负债	7.06	3.50	21.66	10.95	0.00	0.00
非流动负债	156.74	77.75	146.73	74.20	182.17	86.01
长期借款	137.10	68.01	137.13	69.34	144.87	68.40
应付债券	19.63	9.74	9.61	4.86	37.30	17.61
负债总额	201.59	100.00	197.75	100.00	211.80	100.00

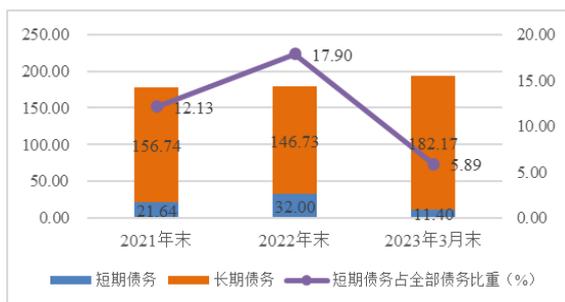
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至2022年末，公司流动负债较上年末增长13.74%。公司应交税费较上年末增长17.86%，主要为应交企业所得税。公司其他应付款较上年末下降55.01%，主要系往来款规模下降所致；公司其他应付款主要由9.34亿元借款和3.66亿元往来款构成，其中应付石家庄市保障性安居工程投资管理有限公司的9.34亿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。公司一年内到期的非

流动负债较上年末增长206.83%，由一年内到期的应付债券（14.78亿元）和一年内到期的长期借款（6.88亿元）构成。

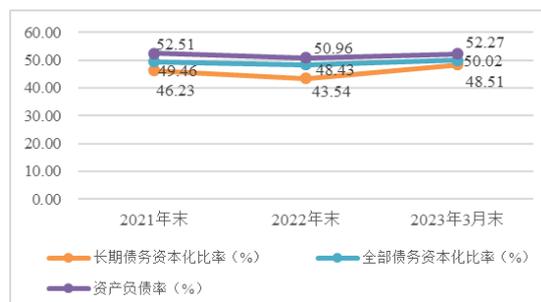
截至2022年末，公司非流动负债较上年末下降6.38%。公司长期借款较上年末变化不大，以质押借款为主（占95.55%⁵）。公司应付债券较上年末下降51.07%，主要系“15正定棚改项目债/PR 正棚改”部分还款以及一年内到期的应付债券转出所致。

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2022年末，公司全部债务178.73亿元，较上年末变化不大，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较上年末分别下降1.55个百分点、下降1.02个百分点和

下降2.69个百分点。

截至2023年3月末，公司负债总额较上年末增长7.11%，主要系新增长期借款融资和发行债券所致。截至2023年3月末，公司全部债务193.57亿元，较上年末增长8.30%，债务结

⁵ 占比计算未剔除一年内到期部分。

构仍以长期债务为主，从构成来看，以银行贷款（占 75.46%）和债券融资（占 19.27%）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较上年末均有所上升。公司整体债务负担适中。

有息债务到期分布方面，截至 2023 年 3 月末，公司在 2023 年 4—12 月、2024 年和 2025 年到期的有息债务规模分别为 11.95 亿元⁶、13.64 亿元和 15.24 亿元，剩余债务均于 2026 年及以后到期。

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入同比下降，公司利润总额因财政补贴减少而大幅下降，公司整体盈利能力尚可。

2022 年，受代建项目确认收入规模下降影响，公司营业总收入同比下降 17.27%；同期，营业成本同比下降 19.82%，营业利润率同比上升 1.04 个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	75.54	62.50	23.97
营业成本	72.42	58.07	23.78
费用总额	-0.19	0.06	0.09
其中：财务费用	-0.22	0.01	0.05
其他收益	2.51	*	0.00
利润总额	4.50	2.20	*
营业利润率（%）	2.55	3.59	0.37
总资本收益率（%）	1.15	0.51	--
净资产收益率（%）	2.20	0.92	--

注：2022 年公司其他收益为 10.66 万元；2023 年 1—3 月利润总额为 -15.30 万元

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从费用总额看，2022 年，公司费用总额规模仍较小，主要系公司将大部分借款利息资本化所致。

2022 年，公司收到正定新区财政局拨付的 10.66 万元财政补贴，计入“其他收益”，规模同比下降明显，公司利润总额同比下降 51.10%。

盈利指标方面，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年有所下降，公司整体盈利能力尚可。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 23.97 亿元，利润总额 -15.30 万元。

5. 现金流

2022 年，受公司新增的供应链业务回款规模增长以及代建项目投资支出规模下降的影响，公司经营活动现金流净流出规模收窄，收现质量有所提升；投资活动现金流规模较小，仍为小幅净流出；公司筹资活动现金流有所波动。

从经营活动看，2022 年，公司经营活动现金流入量较上年增长 16.34%，主要系公司新增的供应链业务回款规模增长所致。同期，公司经营活动现金流出量较上年下降 8.69%，主要系代建项目投资支出规模下降所致。2022 年，公司经营活动现金流保持净流出，但规模有所收窄；公司现金收入比同比提高 20.13 个百分点，收现质量有所提升。

2022 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，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 63.71%，主要系取得借款形成的现金流入规模大幅下降所致；公司筹资活动现金流出量同比增长 97.56%，主要系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由净流入转为小幅净流出。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流和筹资活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流保持净流出。

⁶ 公司 2023 年 4—12 月到期债务规模大于截至 2023 年 3 月末短期债务金额系统口径差异所致

表 11 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	25.73	29.93	35.39
经营活动现金流出小计	60.90	55.61	34.07
经营活动现金流量净额	-35.17	-25.67	1.31
投资活动现金流入小计	1.05	0.81	*
投资活动现金流出小计	2.65	1.38	1.29
投资活动现金流量净额	-1.60	-0.57	-1.29
筹资活动现金流入小计	61.99	22.50	18.05
筹资活动现金流出小计	11.85	23.42	2.98
筹资活动现金流量净额	50.13	-0.92	15.07
现金收入比 (%)	13.11	33.24	128.00

注: 2023 年 1-3 月, 投资活动现金流入小计为 28.47 万元
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弱, 间接融资渠道畅通, 或有负债风险可控。

从短期偿债指标看, 截至 2022 年末, 公司流动比率和速动比率较上年末均有所上升, 现金短期债务比较上年末下降明显。截至 2023 年 3 月末, 公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均大幅上升, 公司短期偿债能力指标表现强。

从长期偿债指标看, 2022 年, 由于利润下滑, 公司全部债务/EBITDA 较上年大幅上升, EBITDA 利息倍数较上年有所下降, 公司长期偿债指标表现弱。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 3 月 (末)
短期偿债指标	流动比率 (%)	247.39	719.08	1291.01
	速动比率 (%)	125.38	623.78	1125.92
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.42	0.11	1.64
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	4.67	2.36	--
	全部债务/EBITDA (倍)	38.19	75.58	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.07	0.29	--

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年 3 月末, 公司共获得银行授信额度 243.28 亿元, 已使用额度 176.94 亿元, 公

司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 3 月末, 公司对外担保余额 38.40 亿元, 担保比率为 19.86%, 被担保人均当地国有企业, 公司或有负债风险可控。

表 13 截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况 (单位: 亿元)

担保对象	担保余额	担保期间	是否有反担保措施
浩运公司	4.95	2020.03.30—2023.03.30	否
	4.00	2020.04.17—2023.04.17	否
	2.62	2018.01.15—2024.12.08	否
	9.85	2020.04.15—2023.04.14	否
	12.00	2022.08.30—2047.08.29	否
	2.00	2022.12.30—2025.12.19	否
正定高新技术产业开发区诚信建设开发有限公司	2.98	2022.03.08—2037.09.07	否
合计	38.40	--	--

注: 截至 2023 年 5 月末, 上表已到期的担保已正常解保
资料来源: 公司提供

截至 2023 年 6 月 15 日, 公司无重大未决诉讼事项。

7. 公司本部财务分析

公司本部对子公司整体控制力较强。公司本部债务负担一般, 短期偿债压力较大。

公司本部通过股东会、董事会等治理结构对子公司形成直接管理和控制, 公司本部对子公司整体控制力较强。

截至 2022 年末, 公司本部资产总额 224.05 亿元, 较上年末下降 6.03%, 占合并口径的 57.74%; 同期末, 公司本部货币资金为 2.30 亿元。

截至 2022 年末, 公司本部负债总额 48.92 亿元, 占合并口径的 24.74%, 较上年末下降 25.99%, 主要系其他应付款和应付债券下降所致; 同期末, 公司本部资产负债率为 21.84%, 全部债务 36.73 亿元, 全部债务资本化比率为

17.34%，现金短期债务比 0.08 倍，公司本部债务负担一般，短期偿债压力较大。

截至 2022 年末，公司本部所有者权益为 175.13 亿元（占合并口径的 92.02%），较上年末增长 1.63%。

2022 年，公司本部营业总收入为 12.17 亿元（占合并口径的 19.48%），利润总额为 2.00 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司本部资产总额 238.31 亿元，所有者权益为 176.48 亿元，公司本部资产负债率 25.94%。

十、外部支持

1. 支持能力

石家庄市为河北省省会城市，2020—2022 年，石家庄市经济和财政实力持续增强。截至 2022 年末，石家庄市政府债务余额为 2031.20 亿元，政府债务率⁷约为 192.40%，石家庄市政府的支持能力非常强。

2. 支持可能性

公司是石家庄市正定新区重要的基础设施、保障房及棚改项目的建设及投融资主体，实际控制人为石家庄市国资委。

2022 年，正定新区财政局向公司拨付 1.23 亿元项目资本金，公司计入“资本公积”。公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司继续在资金注入方面获得政府支持，政府支持可能性很大。

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，募投项目未来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。根据联合资信 2023 年 3 月 20 日出具的《石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司主体长期信用评级报告》，确定国控集团主体长期信用等级为 AAA，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。

跟踪期内，国控集团仍是石家庄市最重要的城市基础设施建设主体，在当前石家庄市政府重点推进的“6+2+2”城市更新格局中承担主导性建设任务，基础设施和保障房建设、城市更新等业务具有明显的区域专营优势。

截至 2022 年末，国控集团注册资本 300.00 亿元，实收资本 70.35 亿元⁸。截至 2023 年 3 月末，石家庄国资委为国控集团唯一股东及实际控制人。

经营方面，2022 年，国控集团实现营业收入 105.51 亿元，较上年下降 0.99%，当期毛利率 9.46%，较 2021 年的 6.36%有所提升。

财务方面，国控集团 2022 年审计报告由中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计并出具了标准无保留意见的审计结论。国控集团 2023 年一季度财务数据未经审计。

截至 2022 年末，国控集团资产总额 2399.90 亿元，较上年末增长 26.00%，主要系货币资金和存货增长所致。其中，流动资产占 58.78%，非流动资产占 41.22%，国控集团资产结构相对

⁷ 政府债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）*100%

⁸ 公司剩余资本金将于 2071 年 9 月 30 日前足额缴纳

均衡。国控集团资产中较大规模的应收往来款和已完工未结算项目形成的开发成本对资金形成占用，资产流动性较弱，国控集团整体资产质量一般。

截至 2022 年末，国控集团所有者权益 793.53 亿元，较上年末增长 0.77%，变化不大。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.87%、77.66%和 7.59%，所有者权益稳定性较强。

截至 2022 年末，国控集团负债总额 1606.37 亿元，较上年末增长 43.79%，主要系新增银行贷款和发行债券所致，负债结构以非流动负债为主（占 78.27%）。同期末，国控集团全部债务 1220.65 亿元，以长期债务为主（占 90.34%），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 66.93%、60.60%和 58.15%，债务负担较重。

盈利能力方面，2022 年，国控集团实现营业收入总收入 105.51 亿元，较上年下降 0.99%，营业成本较上年下降 4.26%，营业利润率较上年提升 1.88 个百分点，盈利能力尚可；利润总额 8.89 亿元，其中，其他收益 22.01 亿元，主要为政府补助，政府补助对利润总额的贡献大。

现金流方面，2022 年，国控集团现金收入比为 63.92%，收入实现质量有所提升；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。考虑到国控集团在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来国控集团仍存在较大的筹资需求。

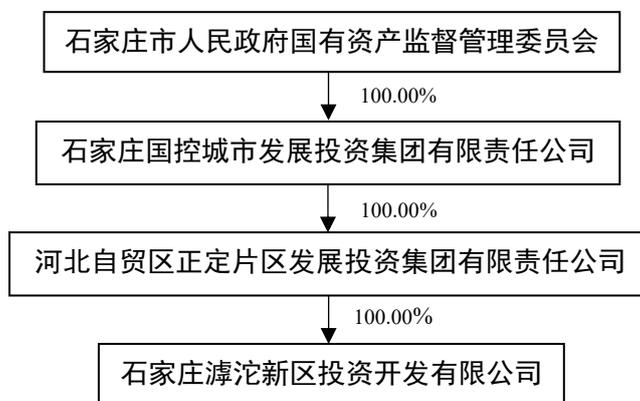
偿债能力方面，截至 2022 年末，国控集团现金类资产充裕，现金短期债务比 1.76 倍，短期偿债能力指标表现强。2022 年，国控集团 EBITDA 利息倍数 0.65 倍，全部债务/EBITDA 为 43.82 倍，长期偿债指标表现较弱。

外部支持方面，2022 年和 2023 年 1—3 月，国控集团分别收到政府补助 21.99 亿元和 6.78 亿元，计入“其他收益”。

十二、结论

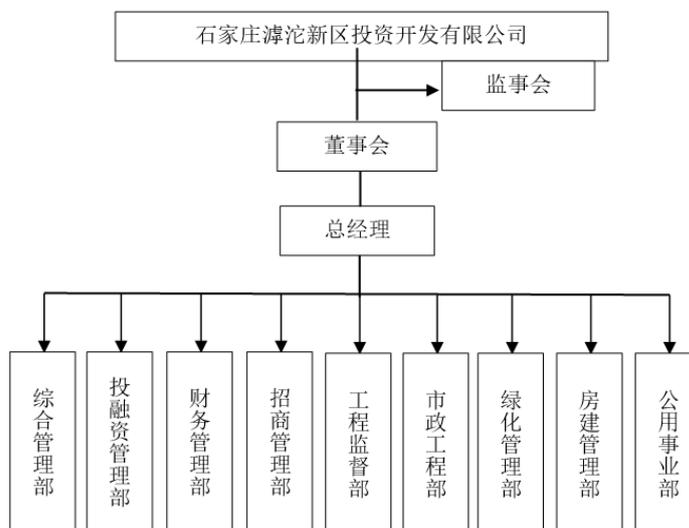
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2023 年 3 月末公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司名称	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	100.00	100.00
2	石家庄新浩城市建设有限公司	70.00	70.00
3	石家庄正瑞供应链管理有限公司	51.00	51.00
4	河北自贸区正定片区科技创新平台服务中心有限公司	100.00	100.00
5	石家庄汇创置业有限公司	100.00	100.00
6	石家庄泓韵置业有限公司	100.00	100.00

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	17.42	30.78	3.62	18.70
资产总额 (亿元)	329.34	383.88	388.05	405.18
所有者权益 (亿元)	169.07	182.30	190.31	193.38
短期债务 (亿元)	17.18	21.64	32.00	11.40
长期债务 (亿元)	105.94	156.74	146.73	182.17
全部债务 (亿元)	123.12	178.37	178.73	193.57
营业总收入 (亿元)	53.73	75.54	62.50	23.97
利润总额 (亿元)	6.38	4.50	2.20	*
EBITDA (亿元)	6.42	4.67	2.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-48.51	-35.17	-25.67	1.31
财务指标				
现金收入比 (%)	27.28	13.11	33.24	128.00
营业利润率 (%)	7.01	2.55	3.59	0.37
总资本收益率 (%)	1.84	1.15	0.51	--
净资产收益率 (%)	3.18	2.20	0.92	--
长期债务资本化比率 (%)	38.52	46.23	43.54	48.51
全部债务资本化比率 (%)	42.14	49.46	48.43	50.02
资产负债率 (%)	48.66	52.51	50.96	52.27
流动比率 (%)	718.65	247.39	719.08	1291.01
速动比率 (%)	126.10	125.38	623.78	1125.92
经营现金流动负债比 (%)	-111.71	-78.41	-50.33	--
现金短期债务比 (倍)	1.01	1.42	0.11	1.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.38	1.07	0.29	--
全部债务/EBITDA (倍)	19.19	38.19	75.58	--

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. 2023 年 1-3 月公司合并口径的利润总额为-15.30 万元；3. 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；4. 2023 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	10.19	10.72	2.30	16.33
资产总额 (亿元)	246.33	238.42	224.05	238.31
所有者权益 (亿元)	164.31	172.32	175.13	176.48
短期债务 (亿元)	17.18	21.64	27.13	9.34
长期债务 (亿元)	28.94	22.64	9.61	40.30
全部债务 (亿元)	46.12	44.28	36.73	49.64
营业总收入 (亿元)	17.28	14.19	12.17	0.00
利润总额 (亿元)	6.33	4.26	2.00	0.00
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-16.16	18.56	5.98	1.58
财务指标				
现金收入比 (%)	84.80	69.13	62.82	--
营业利润率 (%)	21.79	13.58	16.87	--
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	3.25	2.19	0.91	--
长期债务资本化比率 (%)	14.98	11.61	5.20	18.59
全部债务资本化比率 (%)	21.92	20.44	17.34	21.95
资产负债率 (%)	33.29	27.73	21.84	25.94
流动比率 (%)	520.91	262.57	445.21	871.25
速动比率 (%)	167.75	136.75	323.33	648.67
经营现金流流动负债比 (%)	-38.33	42.70	15.21	--
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.50	0.08	1.75
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. 2023 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	193.02	139.68	208.03	171.91
资产总额 (亿元)	2321.25	1904.65	2399.90	2439.21
所有者权益 (亿元)	825.03	787.48	793.53	801.73
短期债务 (亿元)	79.88	70.37	117.91	100.83
长期债务 (亿元)	896.79	654.53	1102.74	1153.59
全部债务 (亿元)	976.67	724.90	1220.65	1254.42
营业总收入 (亿元)	92.98	106.56	105.51	41.51
利润总额 (亿元)	4.05	6.67	8.89	1.76
EBITDA (亿元)	46.20	23.85	27.86	--
经营性净现金流 (亿元)	-60.91	-79.43	-276.50	-92.78
财务指标				
现金收入比 (%)	74.39	39.92	63.92	146.08
营业利润率 (%)	-5.57	4.32	6.21	4.63
总资本收益率 (%)	1.58	1.31	1.25	--
净资产收益率 (%)	0.35	0.77	0.99	--
长期债务资本化比率 (%)	52.08	45.39	58.15	59.00
全部债务资本化比率 (%)	54.21	47.93	60.60	61.01
资产负债率 (%)	64.46	58.65	66.93	67.13
流动比率 (%)	252.27	253.64	404.09	484.11
速动比率 (%)	147.56	168.47	263.77	290.07
经营现金流流动负债比 (%)	-15.96	-25.57	-79.21	--
现金短期债务比 (倍)	2.42	1.99	1.76	1.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.13	0.84	0.65	--
全部债务/EBITDA (倍)	21.14	30.39	43.82	--

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. 因未获取到相关信息，差额补偿人 2022 年资本化利息采用当年“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”与“计入财务费用的利息支出”的差额；4. 2023 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
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%
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+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