

跟踪评级公告

联合[2016] 2952 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,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,评级展望为稳定,并维持“15 正定棚改项目债/15 正棚改”的信用等级为 AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十二月三十日



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区 一期项目收益债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 正定棚改项目债/15 正棚改	18 亿元	2015/12/23-2025/12/23	AA ⁺	AA ⁺

评级时间: 2016年12月30日

财务数据

项目	2013年	2014年	2015年	2016年6月
现金类资产(亿元)	0.62	9.74	47.40	30.10
资产总额(亿元)	133.44	181.53	218.16	213.79
所有者权益(亿元)	66.13	74.65	84.26	85.03
短期债务(亿元)	10.35	17.32	13.86	7.83
长期债务(亿元)	46.28	67.24	88.27	90.64
全部债务(亿元)	56.63	84.56	102.13	98.47
营业收入(亿元)	23.15	23.27	25.82	4.88
利润总额(亿元)	4.53	3.35	3.68	0.32
EBITDA(亿元)	5.74	4.36	4.78	--
经营性净现金流(亿元)	17.46	-9.67	-31.82	-0.96
营业利润率(%)	9.90	9.60	10.35	10.39
净资产收益率(%)	5.14	4.04	3.87	--
资产负债率(%)	50.44	58.88	61.37	60.23
全部债务资本化比率(%)	46.13	53.11	54.79	53.66
流动比率(%)	232.93	237.96	365.96	395.40
经营现金流流动负债比(%)	85.23	-24.73	-71.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.86	19.40	21.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	30.40	0.79	0.71	--

注: 公司 2016 年上半年财务数据未经审计

分析师

周海涵 王康

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

评级观点

跟踪期内, 石家庄市正定新区建设发展较快, 财政实力不断增强, 石家庄滹沱新区投资开发有限公司(以下简称“公司”)作为石家庄市正定新区重要的基础设施建设和安置房建设投融资主体, 在项目资本金、中央基建预算拨款、融资支持及政府补贴等方面获得石家庄市和正定新区政府的大力支持; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到跟踪期内, 公司存货对资金形成一定占用、负债规模快速增长等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

“15 正定棚改项目债/15 正棚改”(以下简称“本期债券”)募投项目按计划进展顺利, 本期债券偿债来源主要为项目收益, 不足部分可先由公司其他收益进行补足; 同时, 本期债券设置了差额补偿机制, 差额补偿人为石家庄国控投资集团有限责任公司(以下简称“国控集团”), 其有义务按约定的时间对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足, 并承担连带责任, 国控集团是石家庄市重要的城市投融资建设统一运作主体, 跟踪期内发展稳定, 差额补偿能力很强。

综合考虑, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“15 正定棚改项目债/15 正棚改”信用等级为 AA⁺。

优势

- 跟踪期内, 石家庄市正定新区建设不断推进, 财力逐步增强, 为公司营造了良好的外部发展环境。
- 公司业务在正定新区具备一定的区域专营优势, 获得政府多方面的支持, 且公司具有丰富的土地资源。

3. 差额补偿人国控集团经营稳定，差额补偿能力很强；本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司的集中偿付压力。

关注

1. 公司无形资产中土地类资产规模较大，土地变现受市场景气度影响大，资产流动性偏弱。
2. 由于本期募投项目所处正定新区尚处于前期建设阶段，入驻新区企业较少，募投项目预期收入规模的实现可能存在不确定性。
3. 在项目建设阶段，募投项目自身不产生收益，利息偿还对财政补贴等外部支持依赖程度较高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与石家庄滹沱新区投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与石家庄滹沱新区投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因石家庄滹沱新区投资开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本评级报告引用的相关的资料主要由石家庄滹沱新区投资开发有限公司相关当事方提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区 一期项目收益债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于石家庄滹沱新区投资开发有限公司主体（以下简称“公司”或“滹沱公司”）长期信用及存续期内的“15正定棚改项目债/15正棚改”（以下简称“本期债券”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、债券与募投项目情况

本期债券概况

本期债券发行总额18亿元，发行期限10年，采用固定利率形式，票面利率为5.28%。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券还本付息方式为每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第2至第10个计息年度末分别偿还债券本金的10%、15%、12.5%、7.5%、10%、10%、10%、10%、15%，到期利息随本金一起支付。公司于2016年12月16日发布还本付息公告，并按期偿还当期利息。

本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿责任包括当偿债资金专户余额以及滹沱公司其他收益不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人石家庄国控投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”）分别按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分。

本期债券募集资金全部用于石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期¹（以下简称“募

投项目”）投资建设。滹沱公司负责募投项目的投资、建设及运营管理。

表1 募集资金投资项目情况（单位：亿元、%）

募集资金用途	项目总投资	本期债券募集资金金额	募集资金及占项目总投资比例
石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期	26.48	18.00	67.98

资料来源：公司提供

募投项目情况

本期债券募投项目包含三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村合计6个村的回迁安置，项目建设内容主要包括棚户区拆迁工程和安置房建设工程，项目安置区域位于石家庄正定新区腾工路以南、东上泽大街以东、晨光路以北、规划路以西合围区域内。

该项目采用异地安置方式，拆迁总占地面积1092744平方米，拆迁总人数8665人，宅基地拆迁建筑面积608759平方米。该项目总用地面积323739平方米，总建筑面积819059平方米，容积率2.32；项目建设内容包括高层住宅、商业和公路工程，其中项目住宅建筑面积632520平方米，商业建筑面积71440平方米，公建建筑面积115099平方米。

项目建设工期预计为36个月，已于2013年10月开工，截至2016年9月25日，项目已投资26.10亿元，已使用募集资金16.50亿元，主要用于支付工程款、项目拆迁成本、土地使用费等；项目工程已全部封顶，大部分已实现入住条件。

因募投项目尚属于建设期，2015年无现金流入。

¹ 根据《石家庄滹沱新区投资开发有限公司关于项目收益债券名称和债券募投项目名称的说明》，本期债券募投项目的正式名称为石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村会签安置）项目，为便于表述，在本期债券的各项申报、发行文件中，存在将募投项目建成为“石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目”、“石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期”、“石家庄正定新区棚户区改造常山社区（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村会

签安置）项目”等情况，上述简称仅为方便表述，均指石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村会签安置）项目。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。

在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居

民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政

隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，

地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作

用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济与财政概况

石家庄市

根据《石家庄市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》（以下简称“《统计公报》”），据初步核算，2015 年石家庄市生产总值完成 5440.6 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.5%。其中，第一产业增加值完成 494.4 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值完成 2452.9 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值完成 2493.3 亿元，增长 10.6%。第一产业增加值占生产总值的比重为 9.1%，第二产业增加值比重为 45.1%，第三产业增加值比重为 45.8%。

2015 年，石家庄市全社会固定资产投资完成 5727.5 亿元，比上年增长 12.1%。其中，固定资产投资（不含农户）5689.9 亿元，比上年增长 12.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 170.6 亿元，比上年增长 25.8%；第二产业投资 2504.7 亿元，增长 18.3%；第三产业投资 3014.6 亿元，增长 6.7%。

2015 年石家庄市全年全部财政收入完成 778.5 亿元，比上年增长 14.4%。其中，公共财政预算收入 375.0 亿元，增长 9.2%；全市公共财政预算支出 682.3 亿元，增长 20.4%。

总体看，跟踪期内，石家庄市区域经济保持稳定增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

石家庄市正定新区

2015年，正定新区地方综合财力为22.31亿元，仍以国有土地使用权出让收入为主。分项目来看，正定新区2015年公共财政预算收入持续较快增长，为3.61亿元，同比增长39.81%，其中税收收入2.69亿元；国有土地使用权出让收入为16.82亿元，同比增长67.51%；联合资信关注到预算外财政专户收入中的债务收入并

非财政收入，而是财政局应偿还债务，石家庄市正定新区综合财力应扣除债务收入。2015年，正定新区无债务收入，地方综合财力为22.31亿元，较2014年（扣除债务收入后的）增长33.43%。

表2 2013~2015年石家庄市正定新区财政收入情况
(单位: 万元)

项目名称	2013年	2014年	2015年
(一)公共财政预算收入	19081	25855	36148
1.税收收入	15794	22173	26946
2.非税收入	3287	3682	9202
(二)转移支付和税收返还收入	2156	7193	15524
1.一般性转移支付收入	309	1590	117
2.专项转移支付收入	1847	5603	15407
3.税收返还收入			
(三)国有土地使用权出让收入	95153	100406	168192
1.国有土地使用权出让金	36425	91573	165757
2.国有土地收益基金	58367	14102	4103
3.农业土地开发资金	915	387	301
4.新增建设用地有偿使用费	-554	-5656	-1969
(四)预算外财政专户收入	200078	599613	3250
1.基金收入	171		
2.社会保险基金收入	1854	1432	3250
3.调入资金			
4.债务收入	171700	565871	
5.前期费用收入	27243	28595	
6.结转资金	-890	3715	
地方综合财力	316468	733067	223114

资料来源：石家庄市正定新区财政局提供

政府债务方面，截至2015年底，正定新区地方债务合计31.95亿元，全部为直接债务，其中包括财政承担偿还责任的融资平台公司借款5.40亿元、由财政承担偿还责任的融资平台债券融资1.00亿元以及拖欠工资和工程款22.55亿元。2015年，正定新区债务率(截至2015年底地方政府债务余额÷2015年地方综合财力)×100%)为143.21%。由于正定新区目前处于建设初期，地方财力尚难以覆盖债务规模，随着正定新区后续入驻企业的逐步增多，地方财力将不断增长。

五、本期债券项目情况

1. 项目实施主体

滹沱公司为本期债券的的项目实施主体。截至2015年底，公司注册资本为50000万元，为国控集团全资孙公司，实际控制人为石家庄市财政局。

2. 企业规模与政府支持

跟踪期内，公司作为石家庄市正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著，在项目资本金、专项应付款、融资支持和财政补助等方面持续获得了石家庄市及正定新区政府的大力支持。

2015年，石家庄正定新区财政局将开发建设相关项目的资本金1.92亿元拨付给公司，相关款项计入资本公积；政府将国开发展基金有限公司的拨款2.00亿元以及国农发重点建设基金有限公司的拨款2.44亿元作为项目资本金计入资本公积（详情见五、6、财务分析-所有者权益）。

2015年，根据《石家庄正定新区财政局关于使用2015年重点流域水污染防治项目中央基建投资预算（拨款）的请示》及《石家庄市财政局关于下达2015年重点流域水污染防治项目中央基建投资预算（拨款）的通知》（冀财建【2015】129号），政府下达正定新区2015年市政基础设施建设中央基建投资预算（拨款）指标5140万元，对应正定新区污水处理厂工程（一期），计入公司专项应付款。

跟踪期内，政府继续给予公司融资方面的支持：2011年，石家庄市财政局出具了《石家庄市财政局关于石家庄正定新区新农村安居工程项目资金保障的函》，该项目一期总投资93.94亿元，其中，项目资本金27.94亿元，对外融资66亿元，当项目总投资概算或项目形成土地出让收入、资本金不能及时到位时，由正定新区财政局负责筹资落实资金缺口，若出现

正定新区财政不足以保障项目资金投入时，石家庄市财政局将以石家庄市财政资金保障项目资金需要，确保工程顺利进行。该保障函实际针对项目为包括募投项目在内的拆迁工程一揽子项目，目前全部存于公司存货中，跟踪期内，该保障函仍对项目有效。

2015年，石家庄正定新区财政局为支持公司发展、加快新区建设，向公司拨付财政补助2.00亿元，计入营业外收入。

3. 管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构以及管理制度等方面未发生重大变化。

4. 经营分析

公司的业务经营主要分为两个板块：一是基础设施建设业务，包括正定新区基础设施建设、土地拆迁、平整以及安置房建设等，政府对相关成本进行加成结算并确认收入，其投资计入“存货-石家庄正定新区起步工程”。

2015年及2016年上半年，公司分别实现营业收入25.82亿元和4.88亿元，全部为正定新区起步区工程建设收入（基础设施建设业务收入），近年来公司该项业务毛利率均为10.71%。毛利率固定主要系石家庄正定新区财政局与滹沱公司签订了《石家庄正定新区起步区工程建设项目框架协议》，滹沱公司作为石家庄正定新区主要的建设融资主体，具体负责项目的投融资、建设开发、土地整理的运营，拆迁、开发建设前期资金首先由滹沱公司自筹，在项目全部完成之前，正定新区财政局每年按照经评审确认的开发建设投资成本加成12%固定收益进行项目结算；正定新区财政局根据资金情况向滹沱公司拨付工程款，具体支付约定为：完工后第一年支付不少于应付款额的10%，完工后二年内支付不少于应付款额的25%，完工后三年内支付不少于应付款额的45%，完工后四年内支付不少于应付款额的70%，完工后五年内支付不少于应付款额的100%。

截至2015年底，公司对石家庄正定新区财政局应收账款为6.45亿元，账期在一年之内。截至2016年6月底，公司已收到上述6.45亿元应收账款，并新增4.18亿元应收账款。跟踪期内，公司收入实现质量较好。

第二板块为公司自营项目建设业务，该部分通过公司项目自身的销售及补贴收入实现资金平衡，正定新区财政局不对其进行结算回购，其投资支出计入“存货—开发成本”、“在建工程”等科目，截至2016年6月底，该部分尚未确认收入，经营模式仍待确定。截至2016年6月底，计入“存货—开发成本”的项目有正阳小区、常山社区（本期债券募投项目）和住宅小区项目，截至2016年6月底总投资额合计41.03亿元，其中募投项目常山社区预计总投资额26.48亿元，2016年6月底投资总额26.10亿元；计入“在建工程”的项目有市商务中心项目（已投资9.74亿元）、污水处理厂项目（已投资0.03亿元），后续可通过出租、出售等方式实现资金回流，目前具体方案尚未确定。

另外，公司于2013年12月收到正定新区财政局划拨的综合管廊资产（包括：正定新区迎旭大道、天津大街、上海大街、北京大街和隆兴大道管廊以及正定新区人防车行通道），合计35.05亿元。2015年，公司将综合管廊资产原价出售，相关现金流计入当期处置固定资产和其他长期资产收回的现金。

总体看，跟踪期内，公司基础设施建设规模较大，毛利率稳定，现金回收质量较好；自营业务投资规模较大，尚未产生收入，具体经营模式尚不明确。

5. 财务分析

利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的2015年财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计意见结论。公司2016年1~6月财务报告未经审计。跟踪期内，公司合并范围未发生重大变化。

截至2015年底，公司资产总额218.16亿元，

所有者权益84.26亿元，2015年实现营业收入25.82亿元，实现利润总额3.68亿元。

截至2016年6月底，公司资产总额213.79亿元，所有者权益85.03亿元，2016年1~6月实现营业收入4.88亿元，实现利润总额0.32亿元。

盈利能力

2015年，公司营业收入合计25.82亿元，同比增长10.96%，全部由正定新区起步区工程代建项目收入构成。同期，公司期间费用合计1.00亿元，同比增长10.36%，主要系当期利息大量费用化，计入利息支出。2015年，公司期间费用率3.87%，较去年下降0.04%，公司期间费用控制能力变化不大。

2015年，公司营业外收入2.00亿元，为根据石家庄正定新区财政局石新管财【2015】9号，为支持公司发展、加快新区建设，石家庄正定新区财政局拨付的政府补贴收入。2015年，公司利润总额3.68亿元。公司利润对政府财政补贴的依赖性较大。

从盈利指标看，2015年，由于营业税金及附加的大幅减少，公司营业利润率由2014年底的9.60%增长至10.35%。2015年公司总资产收益率及净资产收益率分别为1.80%和3.87%，较去年分别下降0.09以及0.17个百分点。公司整体盈利能力弱。

2016年1~6月，公司营业收入合计4.88亿元，全部由正定新区起步区工程代建项目收入构成，期间费用合计0.36亿元；同期，公司尚未获得财政补助。2016年1~6月，公司营业利润率为10.39%，较2015年变化不大。

整体来看，跟踪期内，公司营业收入较快增长，政府补贴收入是公司利润总额的重要补充。

现金流

从经营活动看，2015年，公司经营活动现金流入合计17.33亿元，较去年减少71.01%，其中销售商品、提供劳务收到的现金12.09亿元，主要为正定新区起步区项目的回款，较去年减少45.76%，系当年政府审定回购总额较往年有

所减少；收到其他与经营活动有关的现金合计5.25亿元，主要为公司收到的补贴收入2.00亿元以及与正定新区财政局等单位的往来款项，较去年减少86.01%，系与政府往来款减少所致。公司2015年，公司经营活动现金流出合计49.15亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金41.78亿元，主要为当年支付以及预付的工程支付款项；支付其他与经营活动有关的现金6.97亿元，主要为公司与正定新区财政局等单位的往来款项。2015年，公司经营活动现金流净额为-31.82亿元，净流出量较去年增加22.15亿元。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流量净额为38.40亿元，较去年增长9.76%。2015年，公司投资活动现金流入合计41.06亿元，主要为收回理财产品投资收到的现金6.00亿元以及将正定新区财政局划至公司名下的综合管沟项目出售收到的现金35.05亿元；投资活动现金流出2.65亿元，主要为构建固定资产无形资产等支付的现金，内容为在建工程中的市商务中心项目。

从筹资活动看，随着公司在建项目投入规模的持续扩大，公司资金需求持续增加。2015年，公司筹资活动现金流净额为30.82亿元，同比增长9.74%。2015年，公司筹资活动现金流入65.17亿元，主要为吸收投资收到的现金6.36亿元（政府增资）、取得借款收到的现金27.53亿元、发行债券收到的现金17.85亿元以及收到计入其他应付款的无息借款和往来款13.43亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金27.80亿元以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金6.55亿元。

2016年1~6月，公司经营性现金流入合计26.61亿元，主要为计入收到其他与经营活动有关的现金20.16亿元，经营性现金流出合计27.57亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金20.56亿元以及支付其他与经营活动有关的现金6.57亿元，经营性现金净流量为-0.96亿元。公司投资活动现金净流出10.84亿元，主要

系公司投资“石家庄正定新区光大兴鸿建设发展基金合伙企业（有限合伙）”的11.00亿元。公司筹资活动现金流入6.47亿元，主要系借款所得，筹资活动现金流出合计12.04亿元，主要系偿还债务以及利息支付的现金，筹资活动净流量为-5.57亿元。

总体来看，跟踪期内，公司作为石家庄市正定新区重要的建设及投融资主体，需要大量资金进行项目建设投资，公司资金需求大，存在一定融资压力。

资产质量

截至2015年底，公司资产总额合计218.16亿元，同比增长20.18%，主要系货币资金、预付账款以及存货的规模快速增长。截至2015年底，公司资产中流动资产占比74.74%，较去年底大幅上升23.49个百分点，公司资产结构以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产合计163.06亿元，同比增长75.28%，主要系货币资金、预付账款以及存货的增长。2015年底公司流动资产主要由货币资金（占比29.07%）、应收账款（占比3.96%）、预付款项（占比15.88%）、其他应收款（占比2.37%）和存货（占比48.72%）构成。

截至2015年底，公司货币资金合计47.40亿元，同比增长386.51%，内容主要由银行存款47.14亿元（占比99.45%）以及其他货币资金0.26亿元（受限贷款保证金，占比0.55%）构成。

截至2015年底，公司应收账款合计6.45亿元，同比增长18.59%，全部为应收石家庄正定新区财政局的工程结算款，账龄在1年以内，未计提坏账准备。

截至2015年底，公司预付款项合计25.90亿元，同比增长203.24%，账龄均为1年以内，内容主要为预付石家庄正定新区财政局20.00亿元、预付河北鑫亚峰建安工程有限公司5.80亿元、预付中信信托有限责任公司0.90亿元以及预付国网河北省电力公司正定县供

电分公司590万元。其中公司预付石家庄正定新区财政局20.00亿元，系当期公司提前交付的土地款，2016年上半年公司未取得相应土地，该笔款项已返还公司，体现在收到其他与经营活动有关的现金中。

截至2015年底，公司其他应收款合计3.86亿元，同比增长1.25%，主要内容为应收财茂投资公司2.80亿元、应收正定新区管委会0.71亿元以及应收石家庄正定新区建设投资有限责任公司0.35亿元，均为往来款。截至2015年底，公司其他应收款未计提坏账准备。

截至2015年底，公司存货合计79.44亿元，同比增长33.54%，系开发区成立初期，公司工程量不断增多所致；存货主要为“建造合同形成的已完工未结算资产”以及“存货-开发成本”两项。其中“建造合同形成的已完工未结算资产”主要为石家庄正定新区起步区工程，公司基础设施建设投入计入该科目，2015年底合计55.90亿元；“存货-开发成本”主要为正阳小区、常山社区和住宅小区三个建设项目，2015年底合计23.54亿元。

截至2015年底，公司非流动资产合计55.10亿元，同比减少37.74%，主要是在建工程的减少，内容上主要以在建工程（占比14.86%）和无形资产（占比85.14%）为主。

截至2015年底，公司在建工程合计8.19亿元，同比减少32.39亿元，主要系公司将2013年底正定新区财政局划至公司名下的综合管沟项目（合计35.05亿元）原价出售，相关现金流计入处置固定资产和其他长期资产收回的现金。另外，2015年底公司市商务中心项目合计8.19亿元，较2014年底增长2.66亿元。

截至2015年底，公司无形资产合计46.91亿元，同比下降2.11%，主要是受计提摊销的影响，内容上全部为土地使用权，均为商业、住宅、文化娱乐用地，累计计提摊销4.54亿元。相关土地无抵押。

2016年6月底，公司流动资产合计146.60亿元，占比68.57%，较2015年底下降6.17个

百分点，其中货币资金合计 30.10 亿元（受限资金 0.33 亿元）、应收账款 4.17 亿元、预付款项 5.90 亿元、其他应收款 4.61 亿元以及存货 101.81 亿元。其中，公司 2015 年底应收账款已全部结清，2016 年 6 月底 4.17 亿元应收账款系 2016 年上半年新增；2016 年 6 月底公司存货较 2015 年底增长 22.37 亿元，主要系常山社区增长 17.04 亿元以及石家庄正定新区起步工程增长 4.88 亿元。同期，公司非流动资产合计 67.19 亿元，较 2015 年底增长 12.09 亿元，其中在建工程 9.77 亿元，较 2015 年底增长 1.59 亿元；新增可供出售金融资产 11.00 亿元，系公司投资石家庄正定新区光大兴鸿建设发展基金合伙企业（有限合伙）11.00 亿元。石家庄正定新区光大兴鸿建设发展基金合伙企业（有限合伙）是由石家庄滹沱新区投资开发有限公司出资 11 亿元，光大银行给予 46 亿元理财风险限额，共同出资 57 亿元成立的“正定新区建设基金”。

总体上，公司资产规模较 2014 年底有所增长，公司流动资产中存货和预付账款占比较大，资产流动性受到一定影响；非流动资产中土地资产规模大，土地资产变现价值受土地市场景气度影响大。滹沱公司整体资产质量一般。

所有者权益及负债

截至2015年底，公司所有者权益合计84.26亿元，同比增长12.88%，主要系资本公积和未分配利润的增长，实收资本占比5.93%、资本公积占比79.17%、盈余公积占比1.50%、未分配利润占比13.41%。

截至2015年底，公司资本公积66.71亿元，同比增长10.54%，主要系根据石家庄正定新区财政局石新管财【2015】23号《关于对石家庄滹沱新区投资开发有限公司拨付项目资本金》的通知，石家庄正定新区财政局将开发建设相关项目的资本金1.92亿元拨付给公司，相关款项计入资本公积。根据《向石家庄滹沱新区投资开发有限公司注资的决定》，政府将国开发

展基金有限公司的拨款2.00亿元以及国农发重点建设基金有限公司的拨款2.44亿元作为项目资本金计入资本公积。2016年6月底，公司所有者权益合计85.03亿元，较2015年底增长0.91%，整体变化不大。整体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

随着建设项目的资金投入，2015年，公司负债规模快速增长，截至2015年底合计133.89亿元，同比增长25.27%，其中流动负债合计44.56亿元，占比33.28%，较去年下降3.29个百分点，公司整体负债结构以非流动负债为主。

2015年，公司流动负债快速增长，截至2015年底合计44.56亿元，同比增长13.97%，主要来源于其他应付款的增长；内容上以应交税费（占比8.05%）、其他应付款（占比60.47%）和一年内到期的非流动负债（占比31.11%）为主。2015年，由于公司对石家庄市保障性安居工程投资管理有限公司产生的无息借款快速增长，截至2015年底公司其他应付款合计26.94亿元，同比增长45.60%。2015年，公司一年内到期的非流动负债快速减少，截至2015年底合计13.86亿元，主要为金融机构借款。

表3 截至2015年底公司其他应付款前五名情况

(单位: 万元)

公司名称	余额	账龄
石家庄市保障性安居工程投资管理有限公司	217604.48	1年以内、1-2年
石家庄市政府投资管理办公室	25000.00	3年以上
石家庄正定新区三里屯街道办事处	12000.00	3年以上
石家庄浩运建设投资有限公司	4483.90	1年以内
石家庄国控投资集团有限责任公司	4000.00	3年以上
合计	263088.38	--

资料来源：审计报告

截至2015年底，公司非流动负债合计89.34亿元，同比增长31.79%，增长主要来自于长期借款（占比78.82%）以及应付债券（占比19.98%）。

截至2015年底，公司长期借款合计70.42

亿元，同比增长4.73%，主要为抵质押借款以及保证、信用借款，详见下表。

表4 截至2015年底公司长期借款情况
(单位: 万元)

借款类型	余额	增信措施
抵押及保证借款	36000.00	土地抵押/国控集团保证
质押借款	438223.00	土地质押
保证借款	50000.00	国控集团保证
信用借款	180000.00	--
合计	704223.00	--

资料来源: 审计报告

其中，用于抵押的土地为正定新区国用(2014)第4、第9以及第12~17号土地，账面价值6.94亿元；此外，根据《石家庄正定新区管委会支持石家庄滹沱新区投资开发有限公司融资贷款的决定》(石新管[2010]68号)文件，为保证公司为新区建设融资贷款工作的顺利进行，将根据贷款需要配备相应价值土地使用权证过户至公司专项用于融资贷款之抵押物，但公司不享有该土地使用权的收益权及处置权，待完成新区建设工作并归还新区建设所用贷款后，该土地使用权证根据新区建设需要另行处理，此类用于公司抵押借款但未入公司账的土地共17块。

2015年，公司新增应付债券“15正定棚改项目债/15正棚改”，期末余额17.85亿元。

2016年6月底，公司负债合计128.76亿元，较2015年底减少3.84%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。2016年6月底，公司流动负债合计44.56亿元，除一年内到期的非流动负债变动较大外，其余科目无较大变化；公司非流动负债合计91.68亿元，其中长期借款72.78亿元，较2015年底增加4.73%，其余科目无较大变化。

从债务结构看，截至2015年底，公司全部债务合计102.13亿元，同比增长20.79%；短期债务合计13.86亿元，同比减少19.96%；长期债务合计88.27亿元，同比增长31.28%，长期债务占比由2014年底的79.52%上升至86.43%。2016

年6月底，公司全部债务合计98.47亿元，较2015年底减少3.59%，其中短期债务7.83亿元，长期债务90.64亿元。

从债务指标看，截至2015年底，随着正定新区建设的推进公司债务规模持续扩大，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61.37%、54.79%和51.16%，较2014年底分别增长3.77、1.68和2.49个百分点。截至2016年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.23%、53.66%和51.60%，较2015年底变动不大。

整体看，2015年，随着正定新区建设的不断投入，公司负债规模快速增长，负债结构以长期债务为主，债务负担加重。2016年6月底，公司债务规模有所减小，债务负担略有减轻。

偿债能力

从短期偿债指标看，截至2015年底，主要受流动资产快速增长的影响，公司流动比率较去年底上升128个百分点至365.96%；同时，由于公司货币资金以及预付账款增长速度较快，公司速动比率较去年底上升101.89个百分点至187.66%。公司货币资金占比大幅上升，短期可变现资产对短期债务覆盖能力较好。2015年，由于公司持续进行建设投入，其经营活动现金流量净额由去年的-9.67亿元大幅降至-31.82亿元，对短期债务无覆盖能力。2016年6月底，受公司流动负债降幅较大的影响，公司流动比率增至395.40%；受存货增幅较大的影响，公司速动比率下降至120.80%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2015年，公司全部债务/EBITDA由去年的19.40倍上升至21.38倍，EBITDA对全部债务的保护能力较低。考虑到公司的偿债资金将主要来自政府拨付的代建项目收入款，未来随着正定新区建设的不断推进，代建收入有望持续扩大，公司未来债务偿还能力将不断增强。

截至2016年6月底，公司共获得各商业银

行累计授信总额17.30亿元，全部为未使用额度，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年6月底，公司对外担保5.00亿元，为对石家庄正定新区建设与房管中心的担保，担保比率为5.88%，公司或有负债风险小。

过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证为：G10130123015119206），截至2016年11月16日，滹沱公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息记录中有一笔欠息记录，系还本付息过程中操作失误造成。公司过往债务履约情况良好。

抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及石家庄市及石家庄正定新区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到政府多方面给予公司支持，公司整体抗风险能力较强。

六、增信措施

本期债券还本付息的资金来源主要为募投项目自身产生的住宅、配套商业、停车位等的销售和出租收入以及财政补贴。当上述资金不足以支付偿债资金时，滹沱公司作为偿债主体先用公司其他经营收益进行补足，若仍未补足，则启动差额补足机制。

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，差额补偿人国控集团同意为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，差额补偿人对本期债券承担连带偿还责任。

经联合资信评定，国控集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

2013~2015年，国控集团营业收入分别为42.97亿元、42.34亿元和45.60亿元，分别是本期债券18亿元的2.39倍、2.35倍和2.53倍，经营活动现金流入量分别是242.32亿元、136.75亿元和277.50亿，分别是本期债券18

亿元的13.46倍、7.60倍和15.42倍；近三年，国控公司经营活动现金流均表现为净流出，对本期债券不具备保障能力。整体看，国控集团营业收入和经营活动现金流入量较大，对本期债券覆盖能力较强，同时考虑到本期债券设置了分期偿还本金的条款，缓解了集中偿付本金的压力。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，以上增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

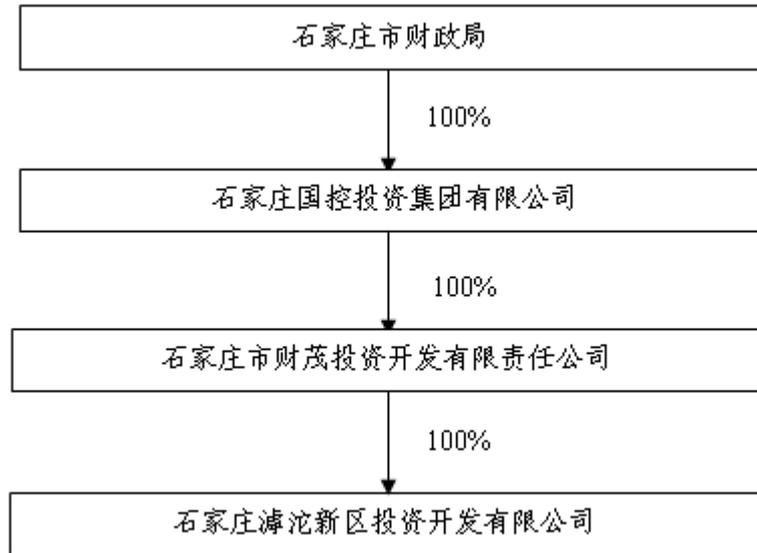
七、结论

石家庄市正定新区作为石家庄市重点发展的新兴区域，是石家庄省会城市的重要组成部分，拟建成集市级行政、文化中心和现代服务业基地和科教创新集聚区于一体的生态宜居新城。跟踪期内，正定新区建设发展较快，财政实力不断增强，为公司发展和募投项目的开发建设提供了良好的外部环境。公司作为石家庄市正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著，获得了政府在项目资本金、专项应付款、融资支持和财政补助等方面的支持。

本期债券差额补偿人经营稳定，差额补偿能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15正定棚改项目债/15正棚改”的信用等级为AA⁺。

附件 1 滹沱公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.62	9.74	47.40	30.10
资产总额(亿元)	133.44	181.53	218.16	213.79
所有者权益(亿元)	66.13	74.65	84.26	85.03
短期债务(亿元)	10.35	17.32	13.86	7.83
长期债务(亿元)	46.28	67.24	88.27	90.64
全部债务(亿元)	56.63	84.56	102.13	98.47
营业收入(亿元)	23.15	23.27	25.82	4.88
利润总额(亿元)	4.53	3.35	3.68	0.32
EBITDA(亿元)	5.74	4.36	4.78	--
经营性净现金流(亿元)	17.46	-9.67	-31.82	-0.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.69	3.32	4.34	--
存货周转次数(次)	0.72	0.47	0.33	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.15	0.13	--
现金收入比(%)	101.42	95.75	46.81	132.20
营业利润率(%)	9.90	9.60	10.35	10.39
总资本收益率(%)	2.92	1.89	1.80	--
净资产收益率(%)	5.14	4.04	3.87	--
长期债务资本化比率(%)	41.17	47.39	51.16	51.60
全部债务资本化比率(%)	46.13	53.11	54.79	53.66
资产负债率(%)	50.44	58.88	61.37	60.23
流动比率(%)	232.93	237.96	365.96	395.40
速动比率(%)	93.25	85.79	187.66	120.80
经营现金流动负债比(%)	85.23	-24.73	-71.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	30.40	0.79	0.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.86	19.40	21.38	--

注：公司 2016 年上半年财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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
 长期债务=长期借款+应付债券
 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+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 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。

石家庄国控投资集团有限责任公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺_{pi}

评级展望: 稳定

评级时间: 2016年12月30日

财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 3月
现金类资产(亿元)	121.06	216.18	228.25	182.66
资产总额(亿元)	1084.64	1443.55	1548.77	1656.95
所有者权益(亿元)	507.20	546.78	565.84	575.96
短期债务(亿元)	156.35	110.85	86.51	58.49
长期债务(亿元)	246.81	572.49	642.59	726.47
全部债务(亿元)	388.28	668.64	729.10	784.95
调整后全部债务 (亿元)	403.16	683.33	769.56	--
营业收入(亿元)	42.97	42.34	45.60	7.09
利润总额(亿元)	13.73	5.63	6.38	0.10
EBITDA(亿元)	17.65	11.57	7.55	--
经营性净现金流 (亿元)	-90.42	-157.62	-33.74	-89.95
营业利润率(%)	11.05	-1.43	-7.80	-16.80
净资产收益率(%)	2.44	0.93	0.91	--
资产负债率(%)	53.24	62.12	63.47	65.24
全部债务资本化比率(%)	43.36	55.01	56.30	57.68
调整后全部债务 资本化比率(%)	44.29	55.55	56.63	--
流动比率(%)	195.56	367.48	405.96	572.47
经营现金流流动负债比(%)	-31.81	-66.59	-16.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.00	57.79	96.57	--
调整后全部债务 /EBITDA(倍)	22.84	59.04	97.87	--

注: 1.2016年1-3月财务数据未经审计; 2.一年内到期的非流动负债已调整至短期债务, 长期应付款已调整至有息债务, 2016年3月底有息债务未调整。

分析师

周海涵 王康

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对石家庄国控投资集团有限责任公司(以下简称“国控集团”或“公司”)的评级反映了公司作为石家庄市重要的基础设施建设、土地整理开发、保障房建设和交通运输、水务、水系整治等公用事业运营管理主体,在资产注入、股权划转、委托代建和政府补贴等方面获得石家庄市政府较大力度的支持。同时,联合资信关注到公司债务规模不断增长、投资支出和资金周转压力大以及经营活动现金流量净额持续为负等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

随着石家庄市经济的稳步发展和财力的不断增长,考虑到公司承担的石家庄市公用事业业务较多,石家庄市政府对公司的支持力度将不断增强,为公司未来发展提供了一定保障,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 近年来,石家庄市经济稳步发展,财力不断增长,为公司的发展提供了有利的外部环境。
2. 公司是石家庄市重要的政府项目统一投融资主体,区域专营优势显著。
3. 石家庄市政府在资产注入、股权划转、委托代建和政府补贴等方面给予公司大力支持。

关注

1. 公司运营的公用事业板块较多,投资金额较大,公司债务规模持续增长,资金周转压力较大。
2. 公司项目收入受政府拨付效率影响,收入实现质量一般,其余公用事业板块盈利性差。

3. 公司应收款项中政府部门欠款占比高，对公司资金形成较大占用；净资产中储备土地规模较大。公司资产质量一般。
4. 公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司自身债务偿还保障能力弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与石家庄国控投资集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与石家庄国控投资集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因石家庄国控投资集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由石家庄国控投资集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、石家庄国控投资集团有限责任公司主体长期信用等级自本报告出具之日起一年之内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

石家庄国控投资集团有限责任公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

石家庄国控投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”或“公司”）是经《石家庄市人民政府关于对市财政局成立石家庄国控投资有限责任公司的批复》（石政函[2010]50号）批准成立的国有独资公司，成立于2010年6月22日，由石家庄市财政局出资，初始注册资本3000万元。2012年12月27日，石家庄市政府将石家庄市城市建设投资控股集团有限公司（以下简称“城投集团”）、石家庄市地产集团有限公司（以下简称“地产集团”）、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”）、石家庄市滹沱河综合整治开发有限公司（以下简称“滹沱河整治”）和石家庄市环城水系综合整治开发有限公司（以下简称“环城水系公司”）5家公司的股权无偿划转至公司。2013年4月，城投集团、地产集团、住建集团、滹沱河整治和环城水系公司5家子公司完成股东变更的工商登记手续。2015年12月18日，国控集团出资5000万元成立子公司石家庄智慧泊车服务有限公司（以下简称“智慧泊车”），主营石家庄市市区范围内公共停车场服务业务。2016年2月19日，国控集团出资3000万元成立子公司石家庄国控农业发展有限公司。截至2016年3月底，公司注册资本为63.75亿元人民币，石家庄市财政局是公司唯一股东及实际控制人，公司拥有10家子公司。

公司经营范围：以自有资金对国家非限制、非禁止的项目进行投资（法律、法规及国务院决定禁止的或限制的事项，不得经营；需其他部门审批的事项，待批准后，方可经营）。

截至2016年3月底，公司本部下设融资管理部、财务管理部、投资管理部、风险控制部、资本运营部和综合管理部6个职能部门；公司纳入合并范围的子公司合计10家。其中，城投集

团是石家庄市重要的基础设施建设及公用事业运营主体，同时负责石家庄市市区范围内自来水供应、污水处理、公共交通等公用事业业务；地产集团是石家庄市重要土地一级开发、土地整理主体之一；住建集团承担石家庄市保障房开发、建设和管理；石家庄市轨道交通有限责任公司（以下简称“轨道交通集团”）负责石家庄市城市轨道交通项目的建设、运营和管理等工作。总体来看，公司经营业务范围较广。

表1 截至2016年3月底子公司情况

子公司	持股比例
石家庄市财茂投资开发有限责任公司	100%
石家庄联创担保有限责任公司	100%
智慧泊车科技石家庄有限公司	100%
石家庄市轨道交通有限责任公司	92.59%
石家庄市环城水系综合整治开发有限公司	100%
石家庄市城市建设投资控股集团有限公司	100%
石家庄市住房开发建设集团有限责任公司	100%
石家庄市滹沱河综合整治开发有限公司	100%
石家庄市地产集团有限公司	100%
石家庄国控农业发展有限公司	100%

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司（合并）资产总额1548.77亿元，所有者权益565.84亿元（少数股东权益8.11亿元）；2015年公司实现营业收入45.60亿元，利润总额6.38亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额1656.95亿元，所有者权益575.96亿元（少数股东权益10.17亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入7.09亿元，利润总额0.10亿元。

公司注册地址：石家庄市桥东区建设南大街88号；法定代表人：周立新。

二、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年

新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我

国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有

所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

三、行业分析及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意

见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报

核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域环境

作为石家庄市政府性投资项目的统一投融资主体，受到石家庄市政府的大力支持，石家庄市地方经济发展情况和财政收支水平将直接影响到公司的收益和偿债能力。

石家庄市概况

石家庄地处河北省西南部，位于环渤海湾经济区，辖区总面积 20235 平方公里，其中市区面积 455.81 平方公里，交通便利，为铁路、高铁枢纽城市，是京津冀都市圈第三极核心城市。石家庄市现辖 8 个行政区，分别是桥东区、桥西区、新华区、长安区、裕华区、井陉矿区、高新技术产业开发区（高新区）和正定新区，此外还建设有 1 个国家循环经济技术开发区和石家庄国际机场空港园经济区，另有下辖的 12 个县、3 个县级市、1 个副地级市，全市常住人口 1276.37 万人，石家庄中心城区人口 277.68 万人。

石家庄市区域经济概况

根据《石家庄市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》（以下简称“《统计公报》”），据初步核算，2015 年石家庄市生产总值完成 5440.6 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.5%。其中，第一产业增加值完成 494.4 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值完成 2452.9 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值完成 2493.3 亿元，增长 10.6%。第一产业增加值占生产总值的比重为 9.1%，第二产业增加值比重为 45.1%，第三产业增加值比重为 45.8%。

2015 年，石家庄市全社会固定资产投资完成 5727.5 亿元，比上年增长 12.1%。其中，固定资产投资（不含农户）5689.9 亿元，比上年增长 12.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 170.6 亿元，比上年增长 25.8%；第二产业投资 2504.7 亿元，增长 18.3%；第三产业投资 3014.6 亿元，增长 6.7%。

2015 年石家庄市全年全部财政收入完成 778.5 亿元，比上年增长 14.4%。其中，公共财政预算收入 375.0 亿元，增长 9.2%；全市公共财政预算支出 682.3 亿元，增长 20.4%。

总体看，近年来石家庄市区域经济保持稳定增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底,公司注册资本为 63.75 亿元,石家庄市财政局持有公司股权比例为 100%。

2. 人员素质

公司董事长周立新女士,现兼任石家庄市财政局局长;曾任石家庄市新华区区长助理、宣传部长、统战部长、组织部长,石家庄市桥西区政府副区长、区长。

公司总经理邵卫先生,现任石家庄市政府投资管理办公室副主任(主持工作)、公司董事兼总经理;曾任石家庄市财政局办公室科员、副主任,人事教育处副处长、处长、副县级财政监察员。

截至 2016 年 3 月底,公司本部员工合计 36 人,其中学历在大专及以上学历的 11 人,大学本科的 20 人、硕士及以上的 5 人。

总体看,公司高管人员具有较丰富的管理经验,整体素质较高,较能满足日常工作需要。

3. 政府支持

公司是石家庄市重要的基础建设、土地开发整理投资主体和公用事业运营主体,石家庄市政府给予公司大力支持。

(1) 股权划转

石家庄市政府陆续将轨道公司、城投集团、地产集团、住建集团、滹沱河整治公司和环城水系公司共计 6 家公司股权无偿划转至公司,公司经营板块较多,资产、收入规模逐步增大。

(2) 土地资产注入

石家庄市政府对子公司地产集团注入多宗土地资产,截至 2015 年底账目余额合计 63.89 亿元,资产科目记入存货,权益科目记入资本公积。地产集团进行土地开发,并根据年度土地供应计划安排逐年出让,土地出让总价款在扣除成本和相关税费后的余额,由石家庄市财政局全额返还给地产集团作为其土地出让业务收

益。

(3) 政府补贴

由于公司承担的公益性和准公益性业务较多,政府给予公司较多补贴,2013~2015 年,公司分别获得政府补助 22.37 亿元、33.65 亿元和 40.03 亿元,政府支持力度大。

(4) 委托代建

石家庄正定新区财政局与全资孙公司石家庄滹沱新区投资开发有限公司(以下简称“滹沱公司”)签订了《石家庄正定新区起步区工程建设项目框架协议》,约定滹沱公司作为正定新区的建设融资主体,具体负责项目的投融资、建设开发、土地整理的运营,在项目全部完成之前,正定新区财政局每年应按照经评审确认的开发建设投资成本加成 12%进行项目结算。

综上所述,石家庄市政府在股权划转、土地资产注入、委托代建和政府补贴等方面均给予了公司较大程度的支持。

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司设董事会、监事会和经理层,实行总经理负责制。公司不设股东会,由股东石家庄市财政局行使股东权利。公司设董事会,董事会成员为 9 人,由股东决定产生;董事任期 3 年,任期届满,可连选连任;董事会设董事长 1 人、副董事长 1 人,由董事会选举产生。公司设监事会,监事 5 人,由股东决定产生监事会主席,监事的任期为 3 年,可连选连任。公司设总经理 1 人,总理由董事会聘任。

2. 管理水平

公司按照《石家庄国控投资集团有限责任公司内部管理办法》的要求建立了较系统的内部控制制度,制定并实施了包括子公司管理、财务管理及投融资管理等方面的管理体系。

子公司管理方面:公司制定了集团公司股权管理办法,明确各子公司的所有股权投资行

为需上报集团公司审批，对股权投资项目的计划、筛选、实施、后续管理以及处置等要素进行严格审核把关，各子公司除集团公司单独授权外，无权进行股权投资行为，对子公司新增融资实行审批制度，在合作双方达成意向和签订正式合同等两个环节进行把关。各子公司董事长、总经理等高层管理人员的聘任，必须经公司董事会研究同意。

财务管理方面：公司先后制定、下发了《石家庄国控投资集团有限责任公司财务管理办法》，对加强财务管理体制、财务人员管理、会计核算、资金管理、关联交易等方面进行了全方位的管理。公司重组后，向子公司派驻财务总监和财务人员，强化集团公司对子公司财务的统一管理。逐步推行使用集团公司资金管理中心系统，对子公司的资金、资产和资本运作行动态监测和实时管控，实际控制公司集团所有资金流向。

投融资管理方面：公司制定了《股权投资管理办法》对重大投资实行分级管理。重大投融资项目须经投资管理部论证，经董事会在其权限范围内对公司投融资作出决策，并由监事会依照公司章程对重大投融资进行监督管理，投资管理部、融资管理部、风险控制部会同财务管理部对项目实施和收益情况实行监督管理。

总体来看，公司管理比较规范，已逐步建立起法人治理结构和系统的经营管理制度。

六、经营分析

2013~2016年1~3月，公司主营业务收入波动增长，分别为42.16亿元、41.09亿元、45.14亿元和7.02亿元。

2013~2015年，公司主营业务收入构成变动较大。土地出让业务由地产集团负责，受政府相关规划影响，该板块2013~2014年收入总量呈不断下降趋势，2015年无相关收入。土地整理业务主要由滹沱公司负责，该版块2013~2014年分别为23.15亿元和23.33亿元，2015年该版块调整为代建项目收入，仍由滹沱公司负责，合计收入25.82亿元。运输和水务板块由城投集团负责，准公益性较强，定价机制由听证确定，收入规模保持相对稳定；其他业务收入主要包括房屋出租、工程安装、售卖房屋、供热等。

从毛利率来看，公司整体毛利率水平逐年下降，主要系毛利率较高的土地出让业务收入占比逐年下降以及运输业务亏损不断扩大。

2016年1~3月，公司主营业务收入结构没有发生重大变化，主营业务收入合计7.02亿元，同期毛利率为16.81%。

总体来看，公司主营业务收入主要构成由土地相关业务变为代建业务，其他业务板块收入规模相对稳定，但除自来水业务外，公司盈利能力差。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

行业名称	2013年			2014年			2015年			2016年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理业务	23.15	54.91	9.65	23.33	56.78	8.68	--	--	--	--	--	--
土地出让业务	5.87	13.92	31.28	1.56	3.80	56.72	--	--	--	--	--	--
代建项目	--	--	--	--	--	--	25.82	57.20	10.71	3.20	45.58	10.72
运输业务	3.85	9.13	-92.75	5.43	13.21	-114.90	5.70	12.63	-146.84	1.44	20.51	-132.55
水费	2.34	5.55	35.58	4.39	10.68	42.86	4.12	9.13	40.99	0.96	13.68	39.92
中水（污水处理）	1.80	4.27	-21.24	1.86	4.53	-13.44	2.60	5.76	-10.73	0.61	8.69	7.58

其他	5.15	12.22	66.83	4.51	10.98	14.49	6.90	15.29	16.58	0.81	11.54	-5.41
合计	42.16	100.00	10.40	41.09	100	-2.54	45.14	100.00	-6.76	7.02	100.00	-16.81

资料来源：公司提供

1. 土地相关业务

公司土地相关业务板块主要由孙公司滹沱公司和子公司地产集团负责，收入实现分别对应土地整理业务收入和土地出让业务收入。

土地整理业务

石家庄正定新区财政局与滹沱公司签订了《石家庄正定新区起步区工程建设项目框架协议》（以下简称“框架协议”），约定滹沱公司作为正定新区的建设融资主体，具体负责项目的投融资、建设开发、土地整理的运营，在项目全部完成之前，正定新区财政局每年应按照经评审确认的开发建设投资成本加成12%进行项目结算。滹沱公司依照框架协议，负责对正定新区进行建设，包括征地拆迁、土地整理、新区基础设施建设以及安置房建设等，2013~2014年统称为“土地整理业务收入”，泛指滹沱公司全部的业务收入，2015年及2016年1~3月，因正定新区起步区工程中土地整理业务逐渐完成，基础设施建设规模逐渐增大，该项业务内容变为以基础设施代建为主。同时，两项业务均按照框架协议开展，均以成本加成12%的形式进行结算。

实际情况中，2013及2014年，该业务板块毛利率在集团口径及滹沱公司口径下存在差异，系成本核算方式不同导致。2010年以来，滹沱公司陆续整理开发东门路、新区中学、综合商务中心、大临济、三里屯回迁区、污水处理厂、迎旭大道综合管沟、北京南大街综合管沟等项目。

公司2013~2014年土地整理业务收入分别为23.15亿元和23.33亿元，2015年及2016年1~3月，公司代建项目收入分别为25.82亿元以及3.20亿元。

土地出让业务

公司土地出让业务主要由地产集团负责，2007~2012年，石家庄市政府不断对地产集团注入土地资产，支持公司经营能力，累计注入土地面积4023.68亩，土地性质均属于储备用地，以当时市场评估价值入账，评估价值合计93亿元，资产科目记入存货，权益科目记入资本公积，截至2015年底，存货中土地资产账面余额63.89亿元。地产集团进行土地开发，并根据年度土地供应计划安排逐年出让，土地出让总价款在扣除成本和相关税费后的余额，由石家庄市财政局全额返还给地产集团作为其土地出让业务收益。受政府相关规划影响，公司土地出让业务收入不断下降，2013~2014年分别为5.87亿元和1.56亿元，2015年未产生收入。毛利率方面，公司土地出让业务毛利率处于高位，主要系地产集团当年出让的政府注入土地项目中，有部分地块收储时间较早，收储成本较低。

此外，近年来地产集团不断承接政府授权实施的房屋征收项目，地产集团负责筹集项目资金，根据相关规定，地产集团将财务费用计入成本核算，并根据石家庄市财政局2013年12月31日出具的《石家庄市财政局关于确认地产集团投资收益的函》，其规定地产集团按安置补偿资金的10%计提收益，目前地产集团已提取收益并确认管理费收入，该项目收入计入主营业务收入中的其他收入。2013年确认相关收入2.40亿元，2014及2015年有大幅下降，2015年为0.07亿元。

2. 城市基础设施建设业务

公司负责石家庄市重要基础设施项目的投融资建设工作，在石家庄市具有重要的地位，基建业务主要由子公司城投集团和石家庄市财茂投资开发有限责任公司（以下简称“财茂公

司”)负责,实际主要为孙公司滹沱公司负责。

城投集团主要负责石家庄城市道路、桥梁、隧道、高等级公路建设等业务,财茂公司前期主要负责石家庄市区和正定新区基础设施建设¹,公司负责的项目所需资金依靠公司自筹、对外融资及财政补贴等渠道解决。

截至2016年3月底,城投集团在建项目包括石家庄市新客站广场及配套道路建设、新客站区域回迁楼建设项目、南二环东西延建设项目等,合计项目总投资71.34亿元,合计已投资37.92亿元。城投集团的经营业务得到石家庄市政府的诸多支持,市政府授权城投集团负责筹措城市建设资金,对市政基础设施实行有偿投入、使用和服务,通过地产和房产的综合开发建设、物资贸易以及城市建设相关项目的经营活动为城市建设积累资金。

石家庄市基础设施建设业务财务处理方式:项目建设资金依靠财政资金及对外融资等渠道解决,项目建设阶段,公司根据项目建设进度,向石家庄市财政局申请项目建设资金,建设资金到账后资产类计入“货币资金”,负债类计入“专项应付款”或“其他应付款”;部分市政项目财政资金未到位前由公司代垫,随着工程建设推进,“货币资金”减少,“在建工程”增加,项目完工后由“在建工程”转入“固定资产”。根据石家庄财政局安排,由公司负责建设的公益性项目建设完成后,将按照市里统一安排逐步调出公司资产负债表,同时,石家庄市财政局按照在建工程实际投入给予公司相应的货币补偿。

目前石家庄市基础设施建设业务板块的主要收入来源为财政给予的建设资金支持,计入“营业外收入”,近三年分别为148103.45万元、103435.22万元和224838.11万元;同时,财政对公司项目建设融资支付的利息进行补贴,近三年分别为10879.76万元、11564.95万元和

11961.27万元。

3. 保障房业务

公司保障性安居工程投融资建设板块主要由住建集团负责,住建集团成立于2011年7月,是石家庄市政府为整合石家庄市住房保障和房产管理局优势资源,在39家经营性事业单位资产重组基础上组建而成,注册资本4000万元。

公司保障房业务运营模式:保障房项目由住建集团子公司石家庄市保障性安居工程开发建设有限责任公司(以下简称“安居工程公司”)承建,安居工程公司具有房地产开发二级资质。项目完工后部分住房作为廉租房或公租房进行出租,获得租金收入;部分保障房出售。会计处理方式:项目建设资金部分来源于财政资金,计入“专项应付款”科目,项目完工后转增“资本公积”。2015年售房收入3.26亿元,2016年1~3月,公司尚未确认相关业务收入。

截至2016年3月底,住建集团在建项目包括景和苑、安和苑和南和苑等共计3个小区,总投资合计约16.17亿元,已投资约6.97亿元。截至2016年3月底,住建集团无拟建保障房项目。

4. 运输业务

公司运输业务主要包括城市公共交通和轨道交通两部分,轨道交通尚处于建设期,运输业务收入仅由城市公共交通业务组成。近年由于车辆维护、人工及燃油等成本高企,该业务板块毛利率持续下降。

公司城市公共交通业务主要由城投集团下属子公司石家庄市公共交通总公司(以下简称“公交总公司”)经营。公交总公司主要经营城市公交客运和旅游出租客运。截至2016年3月底,公交总公司拥有营运车辆4483部,拥有营运线路230条,营运线路总长度3780公里,2015年客运总量58686万人次。公交业务票价定价受政府指导较强,且其自身运营成本较高,盈利能力较弱,2015年石家庄市政府给予运营补贴、购车补贴和工资补贴等各类补贴合计6.11亿

¹ 其中,正定新区基础设施建设业务由滹沱公司具体负责,其收入已反映在公司“土地整理业务”收入中,2015年及2016年1~3月变更为“代建项目收入”,此处不再赘述。

元。

公司轨道交通板块主要由轨道公司负责运营，该公司成立于2010年，主要负责石家庄市地铁项目的投资、建设管理以及项目沿线的土地综合开发、物业管理。根据《石家庄市城市轨道交通近期建设规划（2012-2020年）》（以下简称“《轨道规划》”），石家庄市规划远景年城市轨道交通线由6条线路构成，总长约242公里，设车站242座。2012年7月，《轨道规划》得到国家发改委的正式批复，并于2012年9月开工建设，近期建设方案为：至2020年，将建成1号线一期、2号线一期和3号线一期工程，长约59.6公里，总投资421.94亿元，资本金占总投资的40%，合计168.78亿元，由河北省财政和石家庄市财政局共同解决以及轨道交通沿线两侧各一公里范围内的土地出让金用于轨道交通建设，其余资金通过银行借款、BT项目融资、融资租赁等多种融资方式解决。2015年底到位资本金合计13.50亿元，2016年1~3月尚未获得资本金。截至2016年3月底，地铁1号线主体结构建设已基本完工，进入铺轨试车阶段，地铁3号线一期工程也接近完工。有关新增1号线二期工程和3号线二期工程的批复已于2015年末下达，线路总长20.80公里，分别计划于2020年计2021年完工。轨道交通线路均处于建设阶段，尚无运营的线路，短期内尚不能实现收入。

轨道交通投资回收期较长，未来还款的主要来源是地铁票务收入及其他业务收入。由于城市轨道交通价格受政府管制，票务收入及利润的增长主要来源于客运量的增长。其他业务收入包括车站、车辆的广告收入及结合车站的商业开发收入。总体看，公司运输业务盈利能力较差，由于地铁工程尚处在建设期，投资规模较大，短期内尚不能实现收入。

5. 水务业务

公司水务业务板块主要由自来水供应和污水处理两大板块组成，分别由城投集团子公司原石家庄供水集团有限责任公司（以下简称“原

供水集团”）和石家庄污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）经营，分别经营自来水供应和污水处理业务。因公司污水处理业务为准公益性业务，实际运营过程中存在一定亏损情况。

原供水集团负责石家庄市市区及周边部分县区自来水供应，是以城市供水为主，集供水生产、销售、服务、安装、施工于一体的企业，水源来自地表水和地下水，建有大型地表水厂1座，地下水厂7座，大型加压站1座，清水池17座，水源井158眼，输配水管线1133公里，日供水能力48万立方米。2013~2016年3月底，公司分别实现水费收入2.34亿元、4.39亿元、4.12亿元和0.96亿元，近年水费收入增长系供水规模增长所致。

污水处理公司拥有家污水处理厂（桥东污水处理厂），主要负责石家庄市桥东区污水处理业务，日污水处理能力60万立方米，2013~2016年3月底分别确认中水收入1.80亿元、1.86亿元、2.60亿元和0.61亿元。

6. 环城水系建设

石家庄市外环水系工程主要由公司全资子公司环城水系公司负责。根据石家庄市总体规划及“一河两环”的城市水系规划，以承担城市防洪、中水利用、改善环境等功能为主要目标，通过东南环、西北部、石津北干渠、东南退水渠等工程的建设，拟形成一条集城市防洪排涝、生态、休闲、景观等功能为一体的环城休闲长廊。

该项目主要包括：东南环水系工程、西北部水系工程、石津北干渠工程、东南退水工程及土地整理，环城水系线路总长100.8公里。建设内容以水体、绿化两大主体工程为主。以及橡胶坝、船闸、过桥涵洞、提升泵站等附属设施建设。该项目占地3368公顷，其中水体工程占地面积936.5公顷，绿化工程占地面积1955.2公顷，堤防占地143公顷，其他占地333.3公顷。附属设施：桥梁96座，暗涵12个，橡胶坝14座，

水闸6处，后勤管理用房8270平方米。

环城水系项目计划总投资122.60亿元，其中70亿元由环城水系公司负责，截至2016年3月底，公司已完成项目投资52亿元，建设资金来源于企业自筹、银行融资及财政资金支持，由于项目均未竣工决算，计入“在建工程”。

7. 滹沱河综合整治

石家庄市滹沱河综合整治工程主要由公司全资子公司滹沱河整治公司负责建设。滹沱河发源于山西繁峙县，尾闾在沧州献县，干流总长588公里，其中石家庄市境内长190公里，是石家庄市最大、最重要的行洪河道，随着正定新区的建设，滹沱河将由石家庄的城郊河变为城中河。

滹沱河规划治理范围为黄壁庄水库至藁城东界，全长70公里，重点规划范围为张石高速至机场路，全长30公里。整体工程分三期实施，其中，一期工程治理范围为南水北调中线至太行大街，全长16公里；二期工程为太行大街至藁城东界，全长30公里；三期工程为黄壁庄水库至南水北调中线，全长24公里。

功能划分如下：黄壁庄水库至张石高速为湿地景观段，张石高速至南水北调为地下水入渗场和生态森林区，南水北调至塔子口为水面景观段，塔子口至藁城东界为湿地景观段及采砂区。现状主河槽内，部分河段形成蓄水子槽，子槽外是沙滩、草地和滨水步行道。主河槽至两堤间，分段建设不同主题的生态和文化景观走廊；两堤形成滨河快速通道。堤外建设100~500米防护林带。

工程计划总投资为56亿元，公司根据项目建设进度，向石家庄市财政局申请项目建设资金，并将其计入“专项应付款”，资产类科目计入“在建工程”（2015年底合计30.46亿元），项目完工后将整体调整出公司财务报表，划归有关部门管理。同时政府将根据公司垫款情况，给予公司资金补偿，计入资本公积。截至2016年3月底，滹沱河综合整治工程已完成投资约38

亿元。

8. 其他业务

公司其他业务板块主要包括联创担保公司的中小企业担保业务、城投集团下属子公司的酒店业务、自来水及污水管网的工程施工、工程安装等。担保业务主要为石家庄市及周边县区中小企业提供担保服务，担保期限均为一年。截至2016年3月底，联创公司对外担保业务23笔，对外担保余额15853.62万元，是净资产的0.60倍，逾期担保共计3笔，逾期担保额度合计3084.62万元。每笔担保均附有反担保措施，包括机器设备、土地、房产等，总体来看，有一定的担保风险，单户平均保额690万元。

总体来看，公司是石家庄市重要的投融资主体，业务涉及土地整理、市政基础设施建设、水务、交通运输、保障房和水系治理等多个板块，其中，市政基础设施建设、轨道交通、水系治理等板块均未确认收入，且后期投资规模较大，公司未来对外融资压力较大。

七、财务分析

1. 财务概况

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的2013、2014及2015年财务报表进行审计，均出具了标准无保留审计意见。公司2016年一季度财务报表未经审计。

截至2016年3月底，纳入公司合并范围的子公司共计10家，2015年新成立子公司智慧泊车科技石家庄有限公司，2016年2月，公司出资3000万元成立子公司石家庄国控农业发展有限公司。近三年，公司合并范围有所变化，但对财务数据连续性及其可比性影响不大。

表3 2016年3月底公司合并范围内子公司情况

子公司全称	持股比例
石家庄财茂投资开发有限责任公司	100%
石家庄联创担保有限责任公司	100%
智慧泊车科技石家庄有限公司	100%
石家庄市轨道交通有限责任公司	92.59%
石家庄市环城水系综合整治开发有限公司	100%

石家庄市城市建设投资控股集团有限公司	100%
石家庄市住房开发建设集团有限责任公司	100%
石家庄市滹沱河综合整治开发有限公司	100%
石家庄市地产集团有限公司	100%
石家庄国控农业发展有限公司	100%

资料来源：公司审计报告及公司提供

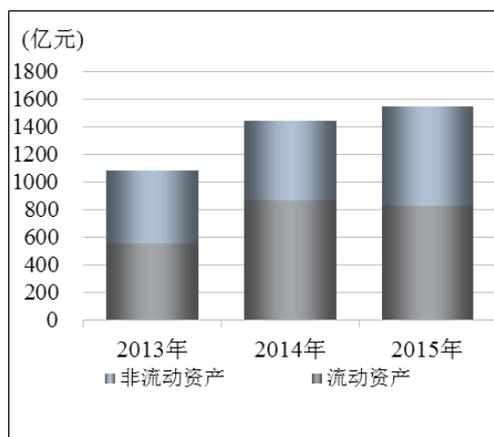
截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 1548.77 亿元，所有者权益 565.84 亿元；2015 年公司实现营业收入 45.60 亿元，利润总额 6.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1656.95 亿元，所有者权益 575.96 亿元（少数股东权益 10.17 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 7.09 亿元，利润总额 0.10 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 19.50%，截至 2015 年底合计 1548.77 亿元，同比增长 7.29%。从资产结构看，2015 年底公司流动资产合计 826.08 亿元，2013~2015 年公司流动资产占资产总额比重分别为 51.25%、60.26%以及 53.34%，公司资产均以流动资产为主。截至 2016 年 3 月底公司流动资产总额 884.49 亿元，占比 53.38%，较 2015 年底无明显变动。

图 1 2013~2015 年公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 826.08 亿元，主要由货币资金（占 27.62%）、应收账款（占 7.47%）、其他应收款（占 38.02%）和存货

（占 22.08%）构成。

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 37.29%，截至 2015 年底总计 228.18 亿元，同比增长 5.55%，以银行存款为主（占 99.82%），其中受限的货币资金 0.32 亿元。

2013~2015 年，公司应收账款保持相对稳定，截至 2015 年底合计 61.68 亿元，同比增长 1.40%。公司应收账款来源主要是由于土地出让金收入纳入财政国库，财政收支与结算采用收支两条线模式，收入与返还存在时间差，子公司地产集团、滹沱公司土地开发整理业务所形成的土地出让金先上缴财政，财政再返还公司。截至 2015 年底公司应收账款中对石家庄市财政局的应收账款占比达 86.71%，集中度高；且公司两年内对市财政局应收账款无变化，公司应收账款回收情况一般。

2013~2015 年，公司预付账款波动增长，截至 2015 年底合计 36.33 亿元，同比增长 159.26%；较 2014 年底快速增长系新增大量轨道交通项目预付资金，公司预付款均在一年之内。

2013~2015 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 15.57%，截至 2015 年底合计 341.09 亿元，同比下降 24.70%，系 2014 年底住建集团获得国开行贷款用于 19 个区县 54 个棚户区改造项目，总额度计入其他应收款，随项目进度转出资金，2015 年该项资产转为计入长期应收款，余额 105.07 亿元。2015 年底，公司其他应收款主要来源是公司作为收支平台，代石家庄市财政局和石家庄市土地储备中心向各公司划拨资金，相关款项计入公司与石家庄财政局以及石家庄市土地储备中心的往来款，其中公司对石家庄市财政局的应收款为 181.75 亿元，占其他应收款总额的 57.61%，对石家庄土地储备中心的应收款为 62.01 亿元，占其他应收款总额的 19.66%，集中度较高。截至 2015 年底，公司累计计提坏账准备 1.06 亿元。

表 4 截至 2015 年底公司其他应收账款主要欠款单位
(单位: 万元, %)

单位名称	金额	占比
石家庄市财政局	1817450.09	57.61
石家庄土地储备中心	620131.20	19.66
石家庄市住宅开发建设公司	68405.23	2.17
正定县房屋征收与补偿办公室	41790.00	1.32
石家庄市园林局	32224.06	1.02
合计	2580000.58	81.78

资料来源: 公司审计报告

2013~2015 年, 公司存货快速增长, 截至 2015 年底合计 182.43 亿元, 同比增长 19.86%, 公司存货主要由土地资产 (63.89 亿元)、开发项目成本 (61.07 亿元) 以及建造合同形成的已完工未结算资产 (55.90 亿元) 构成, 其中土地资产较去年年底无明显变动, 开发项目成本增加 32.77 亿元, 已完工未结算资产增加 17.75 亿元。截至 2015 年底, 公司未计提跌价准备。

非流动资产

2013~2015 年, 公司非流动资产较快增长, 年均复合增长 16.91%。截至 2015 年底合计 722.70 亿元, 同比增长 25.97%, 构成上主要由长期应收款 (占 14.54%)、固定资产 (占 23.62%)、在建工程 (占 36.46%)、无形资产 (占 9.89%) 和其他非流动资产 (占 14.14%) 构成。

2015 年, 公司将部分其他应收款转至长期应收款, 合计 105.07 亿元, 系国开行用于 19 个区县 54 个棚户区改造项目的贷款。

2013~2015 年, 公司固定资产稳定增长, 年均复合增长 10.29%, 截至 2015 年底合计 170.68 亿元, 同比增长 0.49%。2015 年底公司固定资产主要由房屋及建筑物 (135.24 亿元)、机器设备 (20.72 亿元) 以及运输设备 (14.24 亿元) 构成。

2013~2015 年, 公司在建工程总额快速增长, 年均复合增长 9.99%, 截至 2015 年底合计 263.47 亿元, 同比增长 15.91%, 主要系轨道交通一期工程、新客站广场 (拆迁费)、滹沱河综

合整治工程以及其他基础设施建设的增加。

2013~2015 年, 公司无形资产总量较为稳定, 年均复合减少 0.19%, 截至 2015 年底合计 71.45 亿元, 内容上主要主要为土地使用权, 系石家庄市正定新区管委会划拨的 7 宗土地, 总面积为 78.10 万平方米, 入账价值为 51.45 亿元, 以及滹沱河整治项目下属 10 总土地, 总面积 151.27 万平方米, 入账价值为 15.82 亿元。

2013~2015 年, 公司其他非流动资产稳定增长, 年均增长 6.44% 截至 2015 年底合计 102.22 亿元, 主要包括预付工程款 45.00 亿元、未抵扣税金及预缴税款 48.92 亿元以及财茂公司道路工程款 5.12 亿元。

截至 2015 年底, 公司抵押受限资产合计 166.39 亿元, 占净资产的 29.41%, 主要为公司为获得银行借款以及信托融资抵押的土地使用权、固定资产以及在建工程。

截至 2016 年 3 月底, 公司资产规模合计 165.70 亿元, 较 2015 年底增长 6.98%, 主要系其他应收款、存货以及长期应收款的增长; 从资产构成看, 流动资产占比 53.38%, 非流动资产占比 46.62%, 较 2015 年底无明显变化。

总体来看, 2013~2016 年 3 月底, 公司资产规模稳定增长。流动资产中应收类款项和存货占比大, 对公司资金形成较大占用; 非流动资产中固定资产、在建工程及其他非流动资产占比高, 主要为市政项目。公司资产流动性偏弱, 整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年, 公司所有者权益稳定增长, 复合年均增长 5.62%, 截至 2015 年底合计 565.84 亿元, 同比增长 3.48%。其中实收资本占 11.27%, 资本公积占 81.76%, 未分配利润 5.53%。2016 年 3 月底, 公司所有者权益合计 575.96 亿元, 较 2015 年底增长 1.79%, 其中实收资本占比 10.87%、资本公积占 81.91%、未分配利润占 5.61%。

总体来看, 2013~2016 年 3 月底, 受政府资产注入影响, 公司所有者权益稳定增长, 结构稳定性好, 资本公积持续增长。

负债

2013~2015 年, 公司负债快速增长, 年均复合增长 30.47%, 截至 2015 年底合计 982.93 亿元, 同比增长 9.61%, 其中流动负债占 20.70%, 非流动负债占 79.30%。

2013~2015 年, 公司流动负债较快减少, 年均复合减少 15.39%, 截至 2015 年底合计 203.49 亿元, 结构上以短期借款 (占 6.65%)、应付账款 (占 9.15%)、预收款项 (占 11.21%)、其他应付款 (占 29.15%) 和一年内到期的长期负债 (占 35.87%) 为主。

2013~2015 年, 公司短期借款快速减少, 年均复合减少 51.79%, 截至 2015 年底为 13.52 亿元, 同比减少 18.36%, 构成上由抵押借款 (3.50 亿元)、保证借款 (4.50 亿元) 和信用借款 (5.52 亿元) 构成。

2013~2015 年, 公司应付账款波动增长, 年均复合增长 5.97%, 截至 2015 年底合计 18.61 亿元, 其中账龄在一年以内的合计 15.37 亿元。

2013~2015 年, 公司预收款项波动增长, 年均复合增长 1.44%, 截至 2015 年底合计 22.82 亿元, 其中一年以内的合计 14.09 亿元。

2013~2015 年, 公司其他应付账款快速减少, 年均复合减少 15.11%, 截至 2015 年底合计 59.32 亿元, 同比减少 17.25%, 主要为与正定县财政局、石家庄市政府投资管理办公室、土地储备中心和石家庄空港工业园管理委员会财政局尚未结算的往来款以及与中国农业发展银行尚未结算的银行贷款置换债券款项。

2013~2015 年, 公司一年内到期的非流动负债快速减少, 年均复合减少 13.77%, 截至 2015 年底合计 72.99 亿元, 同比减少 20.04%, 结构上主要为长期借款 (65.26 亿元)、长期应付款 (4.40 亿元) 以及应付债券 (3.32 亿元) 为主, 其中有息部分已调整至公司短期债务。

2013~2015 年, 公司非流动负债快速增长,

年均复合增长 63.05%, 截至 2015 年底合计 779.45 亿元, 同比增长 18.09%, 结构上主要为长期借款 (占 61.99%)、应付债券 (占 20.46%)、长期应付款 (占 3.57%) 和专项应付款 (占 8.28%)。

2013~2015 年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长 56.02%, 截至 2015 年底合计 483.15 亿元, 同比增长 13.60%, 结构上主要以质押借款 (204.13 亿元)、抵押借款 (158.17 亿元)、信用借款 (117.05 亿元) 以及保证借款 (69.06 亿元)。

2013~2015 年, 公司应付债券快速增长, 年均复合增长 118.36%, 截至 2015 年底, 公司各类应付债券共 11 只, 合计 159.45 亿元, 同比增长 20.35%。

2013~2015 年, 公司长期应付款快速增长, 年均复合增长 36.69%, 截至 2015 年底合计 27.81 亿元, 同比增长 89.30%。

2013~2015 年, 公司专项应付款快速增长, 年均复合增长 21.43%, 截至 2015 年底合计 64.56 亿元, 同比增长 36.35%, 主要内容为道路维修改造款以及来自财政局、水务局等单位的转款。

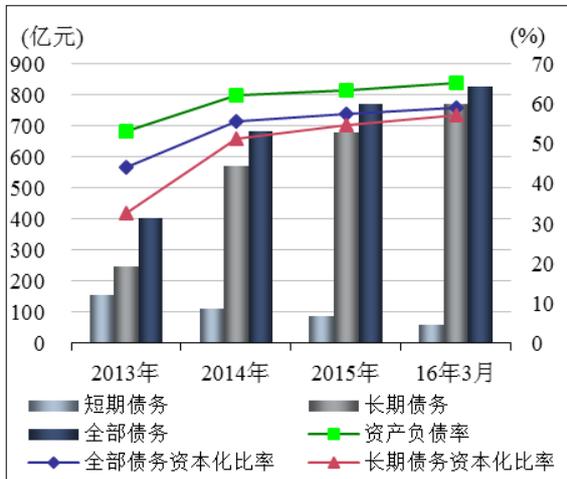
2013~2015 年, 受公司在建项目投入影响, 公司有息债务规模快速增长, 年均复合增长 38.16%, 截至 2015 年底公司未经调整的全部债务合计 729.10 亿元, 调整后合计 769.56 亿元。三年间公司短期债务规模快速减少, 年均复合减少 24.49%, 截至 2015 年底未经调整的短期债务合计 86.51 亿元, 调整后合计 89.15 亿元, 占比 11.58%; 长期债务规模快速增长, 年均复合增加 66.03%, 截至 2015 年底未经调整长期应付款合计 642.59 亿元, 调整后合计 680.41 亿元, 占比 88.42%。2015 年底公司长期应付款中部分为售后回租的融资租赁款, 其实质为有息债务, 已调整至公司长期债务。

截至 2016 年 3 月底, 公司全部债务合计 784.95 亿元, 较 2015 年底增长 7.78%, 主要是受长期借款快速增长的影响; 其中长期债务占

比 92.95%、短期债务占比 7.05%。公司有息债务以长期债务为主，与公司在建项目长期性资金需求现状基本相符。

从债务结构看，2013~2015 年公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均值分别为 61.02%、54.34% 和 49.19%，截至 2015 年底，三项指标分别为 63.47%、57.63% 和 54.60%。截至 2016 年 3 月底，分别为 65.24%、59.02% 和 57.24%。2013 年~2016 年 3 月底，公司债务呈持续加重的趋势，债务负担一般。

图 2 2013~2016 年 3 月底公司债务负担变化情况



资料来源：公司审计报告

注：全部债务资本化比率及长期债务资本化比率为调整后指标。

总体来看，受政府资产注入影响，公司所有者权益不断增长；随着公司在建项目的持续投入，公司债务负担一般，并有加重趋势。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来源于土地相关业务收入（2015 年及以后为代建项目收入）、交通运输收入、供水收入和污水处理收入等。2013~2015 年，公司营业收入分别为 42.97 亿元、42.34 亿元和 45.60 亿元。同期，公司营业成本主要为土地拆迁补偿费用、工程费用、自来水供应及污水处理成本、公交运输成本。公司营业利润率持续快速下降，2013~2015 年分别为 11.05%、-1.43% 和 -7.80%。

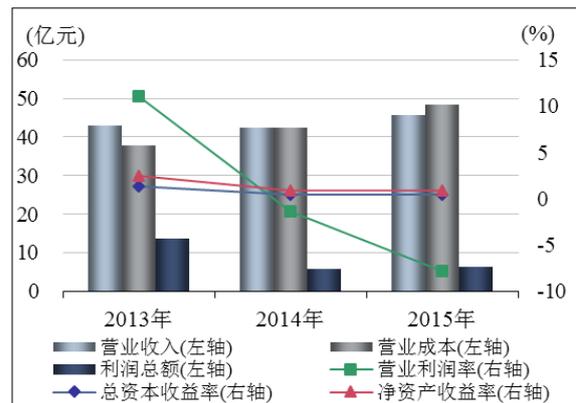
2013~2015 年，公司受有息债务规模持续

增长影响，财务费用快速增长，导致公司期间费用增速较快。在营业收入规模增长缓慢的情况下，2013~2015 年，公司期间费用占营业收入的比重波动增长，三年分别为 30.86%、66.94% 和 56.59%。

2013~2015 年，公司营业外收入是公司利润总额的重要来源，三年分别为 22.48 亿元、34.11 亿元和 40.12 亿元，主要由政府补助构成。2013~2015 年，公司利润总额分别为 13.73 亿元、5.63 亿元和 6.38 亿元。公司利润对政府补助的依赖性强。

从盈利指标看，随着所有者权益和全部债务的快速增长，公司总资本收益率和净资产收益率呈不断下降趋势，2015 年分别为 0.39% 和 0.91%。受公司业务结构限制，公司整体盈利能力弱。

图 3 2013~2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.09 亿元，占 2015 年的 15.55%。2016 年 1~3 月，公司营业外收入和利润总额分别为 5.52 亿元和 0.10 亿元。营业外收入是公司利润的重要支撑。

整体来看，受公司基础设施建设和公用事业性质影响，整体业务盈利能力弱，政府补贴收入是公司利润总额的重要来源。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年，公司经营活

的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2013~2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为57.52亿元、43.77亿元和33.71亿元，三年现金收入比分别为133.85%、103.38%和73.92%。公司收入受政府款项划拨进度影响大，收入实现质量持续下降。2013~2015年，公司经营活动现金流出分别为332.74亿元、294.37亿元和311.24亿元，主要以购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2013~2015年，公司经营活动现金流净额持续为负，分别为-90.42亿元、-157.62亿元和-33.74亿元，其中2014年受公司与财政局等单位的往来款进项大幅减少影响，公司经营活动现金流量净额大幅下降。

从投资活动看，由于公司在建项目的投资总额较大，2013~2015年，投资活动现金流净额表现为净流出，三年分别为-93.62亿元、-76.27亿元和-84.26亿元。近三年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。2015年35.11亿元处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额主要为孙公司滹沱公司将正定新区财政局划转至其名下的综合管沟项目资产出售，收到现金35.05亿元。

从筹资活动看，由于公司在建项目投入规模较大，公司经营与投资活动净现金流均为负，无法维持自身资金平衡。2013~2015年，公司筹资活动现金流净额分别为272.63亿元、329.00亿元和129.69亿元。2013~2015年，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主。

2016年1~3月，受实现的收入规模较小且支付其他与经营活动有关的现金持续增长影响，公司经营活动现金流净额持续为负且规模有所扩大，为-89.95亿元。2016年1~3月，公司投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为

-56.54亿元和99.95亿元。

公司作为石家庄市政府主要的建设及投融资主体，需要大量资金进行项目建设投资，公司资金需求大，存在较大融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年，由于流动资产增速远大于流动负债增速，公司流动比率和速动比率逐年上升，三年平均值分别为352.34%和281.19%，2015年底分别为405.96%和316.31%。公司短期偿债能力指标较好。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别为572.47%和408.57%。2013~2015年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司短期债务不具备保障能力。总体看，公司短期偿债能力一般；公司短期债务规模持续下降，资金支付压力有所减小但仍较大。

从长期偿债指标看，2013~2015年，公司全部有息债务数额不断增长，而公司整体盈利能力不强，导致全部债务（调整后）/EBITDA持续扩大，近三年分别为22.84倍、59.04倍和101.92倍，EBITDA对全部债务的保护能力指标极低。考虑到公司的偿债资金将主要来自政府拨付的土地整理收入款，未来可实现较多的土地转让收入，同时考虑到石家庄市财政局对公司的各项支持以及公司代政府拨付建设款项的职能，公司实际债务偿还能力要高于EBITDA对全部债务的保护能力指标水平。

截至2016年3月底，公司对外担保87.92亿元，担保比率为15.23%。公司子公司联创担保对外担保额度为2.02亿元；其他被担保的对象为石家庄市政府投资管理办公室（18.55亿元）、石家庄市交通运输局（20.00亿元）、石家庄市城市建设投资管理办公室（2.95亿元）、石家庄市土地储备中心（8.40亿元）、石家庄正定新区建设与房管中心（3.00亿元）、石家庄空港建设投资有限公司（20.00亿元）和石家庄市发展投资有限责任公司（13.00亿元）。被担保企业大部分为事业单位或国有企业，且经营正

常，公司或有负债风险较低。

7. 过往债务履约情况

联合资信根据公开市场公布的信息，截至目前，未发现公司存在无不良信贷信息。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及石家庄市区域经济、财力状况及石家庄市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

八、结论

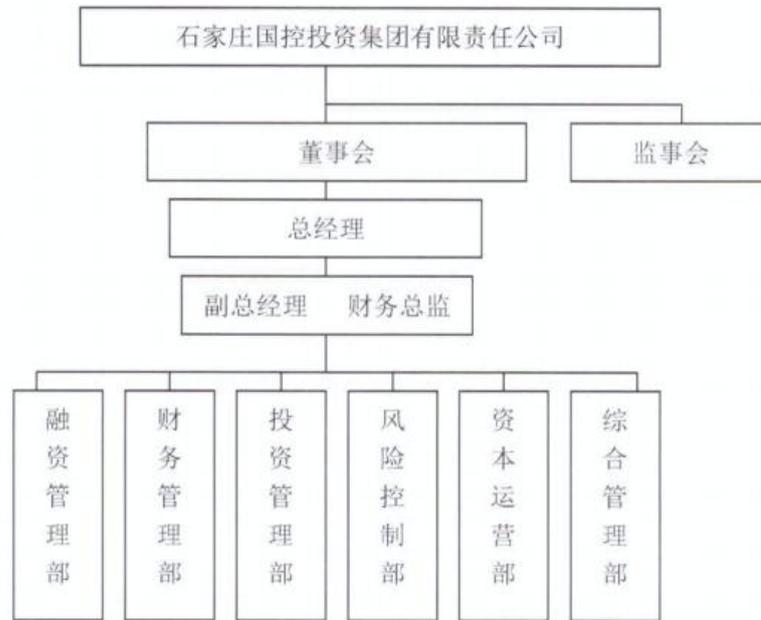
公司是石家庄市重要的政府性投资项目的统一投融资主体，业务范围较为广泛，涉及基础设施建设、土地整理开发、保障房建设和交通运输、水务、水系整治等多个公用事业板块，获得了石家庄市政府在股权划转、土地资产注入、委托代建和政府补贴等方面的支持；同时，随着轨道交通和水系治理等在建项目的逐步推进，公司未来投资支出规模较大，债务规模不断增长，经营活动现金流量净额持续为负，公司面临一定的资金周转压力。

考虑到随着石家庄市经济稳步发展、财力不断增长以及公司在石家庄市的区域垄断地位，公司将持续获得政府支持，为公司未来发展提供有力保障，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	121.06	216.18	228.25	182.66
资产总额(亿元)	1084.64	1443.55	1548.77	1656.95
所有者权益(亿元)	507.20	546.78	565.84	575.96
短期债务(亿元)	156.35	110.85	86.51	58.49
长期债务(亿元)	246.81	572.49	642.59	726.47
全部债务(亿元)	388.28	668.64	729.10	784.95
调整后全部债务(亿元)	403.16	683.33	769.56	--
营业收入(亿元)	42.97	42.34	45.60	7.09
利润总额(亿元)	13.73	5.63	6.38	0.10
EBITDA(亿元)	17.65	11.57	7.55	--
经营性净现金流(亿元)	-90.42	-157.62	-33.74	-89.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.71	0.70	0.74	0.24
存货周转次数(次)	0.38	0.34	0.29	0.06
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	0.01
现金收入比(%)	133.85	103.38	73.92	192.09
营业利润率(%)	11.05	-1.43	-7.80	-16.80
总资本收益率(%)	1.38	0.42	0.39	0.01
净资产收益率(%)	2.44	0.93	0.91	--
长期债务资本化比率(%)	31.38	50.50	53.18	55.78
调整后长期债务资本化比率(%)	32.73	51.15	53.55	--
全部债务资本化比率(%)	43.36	55.01	56.30	57.68
调整后全部债务资本化比率(%)	44.29	55.55	56.63	--
资产负债率(%)	53.24	62.12	63.47	65.24
流动比率(%)	195.56	367.48	405.96	572.47
速动比率(%)	160.40	303.18	316.31	408.57
经营现金流动负债比(%)	-31.81	-66.59	-16.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.00	57.79	96.57	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.84	59.04	97.87	--

注：1.2016 年 1~3 月财务数据未经审计；2.一年内到期的非流动负债已调整至短期债务，长期应付款已调整至有息债务，2016 年 3 月底有息债务未调整。

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	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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%
主营业务利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变