

信用等级公告

联合〔2019〕1594号

联合资信评估有限公司通过对石家庄滹沱新区投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，将“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”信用等级调整为AAA，维持“19 滹沱投资 MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

石家庄滹沱新区投资开发有限公司跟踪评级报告

评级结果:

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	差额补偿人评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
15 正定棚改项目债/PR 正棚改	13.50 亿元	2025/12/24	AAA _{pi}	AAA	AA ⁺
19 滹沱投资 MTN001	5.00 亿元	2022/03/05	--	AA	AA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 6 月 20 日

财务数据:

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.63	23.86	24.32	65.03
资产总额(亿元)	211.26	220.55	235.93	294.67
所有者权益(亿元)	90.02	100.15	130.91	131.56
短期债务(亿元)	6.26	31.96	8.51	5.95
长期债务(亿元)	84.39	44.68	41.19	72.20
全部债务(亿元)	90.65	76.64	49.70	78.15
营业收入(亿元)	36.73	40.66	49.67	13.98
利润总额(亿元)	5.35	5.96	5.95	0.07
EBITDA(亿元)	6.59	6.56	5.97	--
经营性净现金流(亿元)	7.51	6.78	4.72	13.40
应收类款项/资产总额(%)	7.68	16.02	18.58	15.25
营业利润率(%)	10.12	9.35	7.66	0.42
净资产收益率(%)	5.02	4.94	3.80	--
资产负债率(%)	57.39	54.59	44.51	55.35
全部债务资本化比率(%)	50.17	43.35	27.52	37.26
流动比率(%)	406.51	266.40	349.10	376.17
经营现金流负债比(%)	21.09	9.10	7.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.76	11.68	8.32	--

注: 公司 2016 年审计报告未合并子公司, 仅为母公司数据; 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师: 兰迪 邱成

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

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建设和安置房建设投融资主体。跟踪期内,石家庄市经济持续增长,正定新区建设发展较快,公司资产规模和收入持续增长,在资金注入及政府补贴等方面持续获得外部支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到,公司收入实现质量差、债务规模波动大、未来投资压力大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/PR 正棚改”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偿债资金专户余额与应付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,跟踪期内持续获得政府在资产补贴和资金注入等方面的有力支持,资产和权益规模持续较快增长,收入和利润持续增长。国控集团在石家庄地铁建设运营方面具有专营优势,随着后期地铁线路的增加,客运量的增长有望将进一步提升公司收入规模。经联合资信评定,将国控集团主体长期信用等级调整为 AAA_{pi},评级展望为稳定,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,将“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”信用等级调整为 AAA,维持“19 滹沱投资 MTN001”信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司代建业务在正定新区具有一定的专营优势,跟踪期内,公司资产规模和收入持续增长,持续获得外部支持。

2. 差额补偿人国控集团经营稳定，差额补偿能力极强；“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”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. 公司收入回款质量差，存货中建造合同形成的已完工未结算资产持续增长，对资金形成较大占用。
2. 随着公司在建及拟建项目的快速开展，公司未来投资压力大。
3. “15正定棚改项目债/PR正棚改”建设进度和收益实现情况不及预期。

声 明

一、本报告引用的资料主要由石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

石家庄滹沱新区投资开发有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内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，公司股东未发生变化，仍为石家庄市财贸投资开发有限责任公司（以下简称“财贸公司”，系石家庄国控投资集团有限责任公司的子公司）；公司实际控制人未发生变化，仍为石家庄国控投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”）。2018年，公司将65.00亿元资本公积转增实收资本，注册和实收资本均增加至70.00亿元。截至2019年3月底，公司注册和实收资本均为70.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，经营范围新增餐饮服务。截至2019年3月底，公司内设综合管理部、投融资管理部、财务管理部等9个职能部门，拥有2家子公司。

截至2018年底，公司资产总额235.93亿元，所有者权益130.91亿元（含少数股东权益2.18亿元）。2018年，公司实现营业收入49.67亿元，利润总额5.95亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额294.67亿元，所有者权益131.56亿元（含少数股东权益2.78亿元）。2019年1~3月，公司实现营业收入13.98亿元，利润总额0.07亿元。

公司地址：河北省石家庄市商务中心东门802室；法定代表人：赵夕军。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续债券尚需偿还债券余额18.50亿元（详见表1）。跟踪期内，

“15正定棚改项目债/PR正棚改”已按期足额支付债券本息，“19滹沱投资MTN001”尚未开始还本付息。

截至2019年3月底，“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，募投项目已完成投资26.34亿元，占项目总投资的99.47%。目前项目已处于竣工验收阶段。

截至2019年3月底，“19滹沱投资MTN001”募集资金已经使用2.95亿元，全部用于偿还金融机构借款。

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	13.50	2015/12/24	10 年
19 滹沱投资 MTN001	5.00	5.00	2019/03/05	3 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础

设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，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年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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

债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司是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。石家庄市以及正定新区的经济水平以及未来发展规划对公司的发展影响较大。

跟踪期内，石家庄市经济持续增长，产业结构进一步优化，常住人口和城镇化率不断提高。

根据《石家庄市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年石家庄市生产总值6082.6亿元，按可比价格计算同比增长7.4%。分产业看，第一产业增加值420.5亿元，比上年增长3.2%；第二产业增加值2285.5亿元，增长4.8%；第三产业增加值3376.7亿元，增长10.2%。人均生产总值55723元，增长6.6%。石家庄市三次产业结构由上年的7.4:45.1:47.5调整为6.9:37.6:55.5，服务业占比进一步提高。

2018年，石家庄市规模以上工业增加值同比增长5.4%，增速较2017年上升1.8个百分点；规模以上工业利润373.0亿元，同比下降21.6%；规模以上工业企业主营业务利润率为

7.0%。2018年，石家庄市社会固定资产投资同比增长6.1%，增速较2017年下降0.5个百分点。其中，城市基础设施投资增长47.6%，占固定资产投资的比重为23.8%。

2018年底，石家庄市常住人口1095.16万人，比上年底增加7.17万人。常住人口城镇化率为63.16%，比上年提高1.52个百分点。

跟踪期内，正定新区基础设施建设持续推进，为区域经济发展创造了良好的外部条件。

跟踪期内，正定新区基础设施建设持续推进。文体设施方面，2018年新区会展中心竣工，累计举办各类展会15场，客流总量超过74万人次；奥体中心全面投入使用，青少年活动中心竣工，市城市馆、图书馆基本完工；职教园区一期竣工投用、五所学校入驻。交通基础设施方面，2018年石家庄地铁1号线正定新区段全部洞通，新区新建市政道路6.9公里，雨污水管网7.8公里，6条管廊直线段完工，形成廊体22公里。此外，2018年正定新区建成供热管网35公里，16个项目达标供暖，总供热面积120万平方米；110千伏临济变电站竣工投用；新增绿化面积88万平方米。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为外贸公司；公司实际控制人未发生变化，仍为国控集团。

2. 外部支持

跟踪期内，石家庄市以及正定新区一般公共预算收入持续增长，地方政府继续给予公司资金注入和财政补贴等方面的支持。

公司受石家庄市以及正定新区政府委托，是正定新区重要的基础设施和安置房建设投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著。石家庄市以及正定新区的综合财力对公司

的主营业务持续性、收入回款等情况起到很大影响。

2018年，石家庄市实现一般公共预算收入519.7亿元，同比增长12.8%；一般公共预算支出991.6亿元，同比增长22.92%。2018年，石家庄市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%）为52.41%，财政自给能力较弱。

2018年，正定新区实现一般公共预算收入15.95亿元，同比增长20.56%。其中，税收收入4.83亿元，占一般公共预算收入的30.28%，一般公共预算收入实现质量较差。同期，正定新区收到上级补助收入3.39亿元，同比增长62.20%；完成一般公共预算支出51.42亿元，财政自给率为31.02%，财政自给能力弱。2018年，正定新区实现政府性基金收入54.72亿元，同比下降35.75%，其中国有土地出让收入49.67亿元。受政府性基金收入下降的影响，2018年正定新区综合财力合计74.06亿元，同比下降26.30%。截至2018年底，正定新区地方债务余额46.73亿元，地方政府债务率为63.10%，地方债务负担尚可。

2018年，正定新区财政局将12.36亿元政府专项债和11.24亿元融资平台借款注入公司，目前公司不承担上述资金的还本付息义务，将其计入资本公积。2018年5月30日，经股东同意，公司将资本公积65.00亿元转增至实收资本。此外，2018年正定新区财政局向公司拨付财政补贴2.05亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好。未发现公司有其他不良信用记录。

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版）》（机构信用代码证：G10130123015119206），截至2019年5月21日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。公司过往债务履约情况良好。

截至2019年6月20日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司负责的石家庄正定新区起步区工程项目快速开展，营业收入大幅增长，毛利率有所下降。

2018年，公司实现营业收入49.67亿元，

同比增长22.15%，主要由代建项目收入构成。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为7.72%，较上年下降1.67个百分点，主要系代建项目毛利率下降所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入13.98亿元，相当于2018年全年的28.15%；其中子公司石家庄新浩城市建设有限公司（以下简称“新浩公司”）实现营业收入13.21亿元，营业成本13.21亿元，依据其与管委会签署的《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》，一季度未确认合同毛利，导致合并财务报表毛利率下降至0.42%。

表3 2017~2019年3月公司主营业务收入变动情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017年			2018年			2019年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	40.64	99.94	9.33	49.62	99.90	7.62	13.98	100.00	0.42
其他收入收入	0.02	0.06	100.00	0.05	0.10	100.00	0.00	0.00	0.00
合计	40.66	100.00	9.39	49.67	100.00	7.72	13.98	100.00	0.42

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，代建收入大幅增长，但毛利率有所下降，回款依然滞后。

跟踪期内，公司作为石家庄正定新区主要的建设融资主体，业务模式未发生变化，仍按照与正定新区财政局签订的框架协议从事土地整理、基础设施建设等业务。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，公司按成本加成12%的固定收益确认代建项目收入。项目整体完工后，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。

2018年，公司实现代建收入49.62亿元，同比增长22.10%。其中，正定新区起步区项目确认收入28.80亿元，正定新区村庄拆迁项目确认收入11.22亿元，正定新区青少年宫、石家庄市图书馆和石家庄市规划馆项目确认收入9.51亿

元。2018年，公司代建项目毛利率为7.62%，同比下降1.71个百分点，主要系子公司新浩公司当期未确认合同毛利所致。

截至2018年底，公司代建项目累计确认成本207.92亿元，累计确认毛利22.79亿元，累计办理结算价款142.82亿元，建造合同形成的已完工未结算资产期末共计87.89亿元。2018年，公司收到回款22.25亿元，回款进度仍然滞后。

2017年，公司将正定新区青少年宫、石家庄市图书馆和石家庄市规划馆项目纳入框架协议。上述三个项目总投资14.20亿，截至2018年底累计完成投资9.70亿元，累计确认收入10.27亿元，累计收到回款5.23亿元。

（2）自营项目

跟踪期内，公司自营项目投资完成度较高，尚未实现稳定收入，需要关注未来项目收益实现情况。

公司自营项目包括安置房项目以及市商

务中心项目。

公司负责正定新区起步区范围内安置房项目的投融资建设，主要包括正阳小区项目以及常山社区项目，相关投入计入“存货-开发成本”。上述项目原定总投资58.38亿元，截至2018年底累计投资60.67亿元，主要系公司为配合环保要求，2016~2017年冬季施工进度缓慢，导致工程延期，投入增加。截至2018年底，公司安置房项目已经基本完工，暂未实现收入，后期将通过住宅销售、商业配套销售、商业配套出租、停车位销售收入、财政补贴、停车位出租的方式实现回款。

公司负责建设市商务中心项目，该项目建成后向石家庄市各政府部门及事业单位出租，项目投入计入“在建工程”。该项目预计投资总额12.43亿元，截至2018年底已投资13.27亿元，实际投入超出原定总投资，同样系公司为配合环保要求使工程延期所致。目前市商务中心项目已基本完工，已经有中国银行等机构入驻，预计于2019年下半年正式投入使用并实现租金收入（需经过石家庄市政府验收）。

3. 未来发展

公司未来仍将以基础设施代建业务为主，主营业务的持续性较好。随着正定新区棚户区改造项目的推进，公司未来投资压力大。

未来发展方面，公司是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。公司起步区项目已完工未结算的基础设施建设投入规模较大，对公司未来收入及回款规模形成支撑。正定新区起步区项目涉及范围较大，将保持较大的基础设施建设需求，起步区以外还有规划中的正定新区二期开发计划，公司基础设施建设业务持续性强。

2018年初，公司作为牵头方，与石家庄市

住宅开发建设公司、石家庄浩运建设投资有限公司（以下简称“石家庄浩运”）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，新浩公司作为棚改项目公司，与正定新区管委会签订了《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，付费期22年；项目总投资325.21亿元，其中建设期投资275.49亿元，项目回报率为7.80%。整体看，公司未来投资压力大。

八、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计意见结论。公司2019年一季度财务数据未经审计。

2018年，公司与石家庄浩运共同出资设立新浩公司，公司实际出资5.10亿元，持有新浩公司70%的股份，并将其纳入合并范围。截至2018年底，公司合并范围子公司共2家，由于新并表子公司为投资设立，对公司财务数据的可比性影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产中存货占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2018年底，公司资产总额235.93亿元，同比增长6.97%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司资产仍以流动资产为主，2018年底流动资产占比为92.63%，较2017年底上升2.65个百分点。

表4 2017~2019年3月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.86	10.82	24.32	10.31	65.03	22.07

应收账款	8.90	4.03	7.30	3.09	7.30	2.48
其他应收款	26.44	11.99	36.53	15.48	37.64	12.78
存货	138.17	62.65	148.56	62.97	164.59	55.86
流动资产	198.46	89.98	218.55	92.63	276.40	93.80
可供出售金融资产	10.43	4.73	4.03	1.71	4.03	1.37
在建工程	11.58	5.25	13.27	5.63	14.15	4.80
非流动资产	22.09	10.02	17.38	7.37	18.26	6.20
资产总额	220.55	100.00	235.93	100.00	294.67	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财报整理

截至2018年底，公司流动资产218.55亿元，同比增长10.12%。公司货币资金24.32亿元，主要为银行存款；受限资金0.26亿元，全部为贷款保证金。公司应收账款全部为对石家庄正定新区财政局1年以内的工程结算款，2018年底为7.30亿元，同比减少1.59亿元。公司未对应收账款计提坏账准备。公司其他应收款主要为往来款及垫付款，2018年底为36.53亿元，较上年底大幅增加10.09亿元，主要系对石家庄浩运以及石家庄新坦投资有限公司（均为正定新区的基础设施建设平台）的往来款增长所致。从集中度看，对前五大欠款单位的其他应收款合计占比99.71%，集中度高。截至2018年底，公司未对其他应收款计提坏账准备。

表5 2018年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
石家庄浩运建设投资有限公司	16.08	1年以内	44.02
石家庄新坦投资有限公司	9.16	1年以内、1~2年	25.08
石家庄正定新区管理委员会	6.37	1年以内、1~2年、2~3年、3年以上	17.45
石家庄市财贸投资开发有限责任公司拟	3.00	3年以上	8.21
石家庄正源房地产开发投资有限公司	1.81	2~3年	4.95
合计	36.42	--	99.71

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司存货148.56亿元，同比增长7.52%，主要系项目持续投入，开发成本和建造合同形成的已完工未结算资产增

长所致。公司存货构成较上年底变化不大，其中建造合同形成的已完工未结算资产87.89亿元，安置房开发成本60.67亿元，公司未计提存货跌价准备。

截至2018年底，公司非流动资产17.38亿元，较上年底下降21.32%，主要系可供出售金融资产大幅减少所致。公司可供出售金融资产4.03亿元，同比下降6.40亿元，系公司调整投资政策，收回绝大部分对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）的投资所致。公司在建工程13.27亿元，较上年底增长14.62%，全部为对市商务中心项目的投入。

受限资产方面，截至2018年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计0.26亿元，全部为用作贷款保证金的货币资金。

截至2019年3月底，公司资产总额294.67亿元，较上年底增长24.90%，主要系货币资金和存货增长所致。其中流动资产占比93.80%，较上年底小幅上升。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模快速增长，实收资本占比大幅提升；有息债务规模波动较大，债务结构仍以长期债务为主。

截至2018年底，公司所有者权益130.91亿元，同比增长30.71%，所有者权益结构变动较大。公司将65.00亿元资本公积转增至实收资本，使得实收资本增至70.00亿元。公司资本公积31.65亿元，较上年底大幅下降，除了有部分资本公积转增实收资本以外，2018年正定

新区财政局同意免除公司对12.36亿元政府专项债和11.24亿元融资平台借款的还本付息义务,并相应增加资本公积。2018年,公司新增少数股东权益2.18亿元,全部为石家庄浩运在

新浩公司的股权。

截至2019年3月底,公司所有者权益131.56亿元,规模与结构较上年底保持相对稳定。

表6 2017~2019年3月公司所有者权益构成情况

(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.00	4.99	70.00	53.47	70.00	53.21
资本公积	73.04	72.94	31.65	24.18	31.65	24.05
盈余公积	2.21	2.21	2.71	2.07	2.71	2.06
未分配利润	19.89	19.86	24.37	18.62	24.43	18.57
所有者权益合计	100.15	100.00	130.91	100.00	131.56	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2019年一季度财报整理

截至2018年底,公司负责总额105.02亿元,较上年底减少12.77%,主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司负债仍然以流动

负债为主,2018年底流动负债占负债总额的59.61%。

表7 2017~2019年3月公司主要负责构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	37.58	31.21	48.17	45.87	61.61	37.77
一年内到期的非流动负债	31.96	26.55	8.51	8.10	5.95	3.65
流动负债	74.50	61.87	62.60	59.61	73.48	45.05
长期借款	31.30	26.00	30.04	28.61	56.04	34.36
应付债券	13.38	11.11	11.15	10.62	16.16	9.91
专项应付款	1.23	1.02	1.23	1.17	17.43	10.68
非流动负债	45.90	38.13	42.42	40.39	89.62	54.95
负债总额	120.40	100.00	105.02	100.00	163.10	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2019年一季度财报整理

截至2018年底,公司流动负债62.60亿元,同比下降15.97%。其中,其他应付款48.17亿元,同比增长28.19%,主要系往来款及暂收款大幅增长所致。其他应付款中的借款属于有息债务,2018年底本息和为24.01亿元。公司一年内到期的非流动负债8.51亿元,同比大幅下降23.45亿元,其中一年内到期的长期借款6.26亿元,一年内到期的应付债券2.25亿元。

截至2018年底,公司非流动负债42.42亿元,同比减少7.59%,结构与上年底变化不大。其中,长期借款30.04亿元,主要由对中国农业发展银行的质押借款构成(质押物为11个村庄

土地的出让收入,相应土地使用权的收益和处置权不由公司所有,不在公司账面反映);应付债券11.15亿元,全部为“15正定棚改债/PR正棚改”的摊销后本金。

截至2019年3月底,公司负债总额163.10亿元,同比增长55.30%,主要系长期借款和专项应付款大幅增长所致,非流动负债占比大幅上升至54.95%。

有息债务方面,截至2018年底,公司全部债务49.70亿元,同比下降35.14%,主要系短期债务大幅下降所致,公司债务负担有所减轻;长期债务占比由2017年底的58.30%上升至

82.88%，公司债务结构有所优化。受所有者权益增长的影响，2018年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别下降至44.51%、23.94%和27.52%。若将其他应付款中的有息借款纳入有息债务核算，公司调整后全部债务资本化比率上升至36.03%，整体债务负担尚可。2019年3月底，公司调整后全部债务102.16亿元，较2018年底增长38.59%，主要系长期借款大幅增长所致；资产负债率和调整后全部债务资本化比率均有所上升，分别为55.35%和43.71%。

从债务期限结构看，2019~2021年，公司到期债务规模分别为8.51亿元、8.78亿元和8.84亿元，公司集中兑付压力尚可。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，营业利润率有所下降，期间费用控制能力较强，利润总额对财政补贴依赖较大。

2018年，公司实现营业收入49.67亿元，同比增长22.15%；同期，营业成本45.84亿元，同比增长24.40%；营业利润率7.66%，较上年下降1.69个百分点，主要系毛利率下降所致。

2018年，公司期间费用合计-0.08亿元，同比下降0.51亿元。其中，管理费用0.02亿元，同比下降0.49亿元，主要系无形资产于2017年出售后摊销费用大幅减少所致；公司财务费用仍然为负。整体看，公司费用控制能力仍然较强。

2018年，公司收到财政补助2.05亿元（计入“其他收益”），对利润总额形成重要补充。2018年，公司实现利润总额5.95亿元，较上年基本持平。

从盈利指标看，2018年，公司总资产收益率2.76%，较上年下降0.09个百分点；净资产收益率3.80%，较上年下降1.14个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入13.98亿元，相当于2018年全年的28.15%，营业利润率0.42%，较上年大幅下降；公司当期未收

到政府补贴，实现利润总额0.07亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流继续保持净流入状态，但收入实现质量仍然差。公司筹资活动产生的现金流量净额仍然为负，当年获得政府债务置换资金，外部融资压力有所降低。

2018年，公司经营活动现金流入合计55.26亿元，同比下降60.14%。其中销售商品、提供劳务收到的现金22.25亿元，主要为正定新区起步区项目的回款；收到其他与经营活动有关的现金合计33.01亿元，主要由收到的往来款构成；同期，公司经营活动现金流出50.53亿元，同比下降61.68%，主要系在建项目投入规模减小，以及支付的往来款规模减小所致。2018年公司经营活动现金流净额4.72亿元，同比下降30.28%。公司现金收入比由2017年的41.27%上升至44.79%，收入实现质量仍然差。

2018年，公司投资活动现金流入8.46亿元，同比增加4.28亿元，主要为收回对光大兴鸿建设发展基金合伙企业（有限合伙）的投资以及赎回理财产品等产生是现金流入。2018年公司投资活动现金流出3.78亿元，同比减少3.97亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金1.74亿元，投资支付的现金2.04亿元。2018年公司投资活动现金流净额由负转正，为4.68亿元。

2018年，公司筹资活动现金流入30.78亿元，同比增长67.78%，其中吸收投资收到的现金25.78亿元，主要为收到正定新区财政局的债务置换资金。筹资活动现金流出39.73亿元，同比增长41.85%，主要为偿还债务本息支付的现金。2018年公司筹资活动现金流净额为-8.94亿元，仍然保持净流出状态。

2019年1~3月，公司经营活动主要以往来款的收支以及代建项目的投入为主，期间没有销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流量净额为13.40亿元。公司投资活动现金流

量净额-0.88亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司筹资活动现金流入32.56亿元，主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出以偿还债务本息为主，筹资活动现金流量净额28.19亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模下降，短期偿债压力大幅下降。公司长期偿债能力仍然较弱。考虑到公司持续获得外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为349.10%和111.79%，较2017年底分别上升82.71个和30.87个百分点，主要系流动负债规模下降所致。公司经营现金流动负债比由2017年底的9.10%下降至7.55%，保障能力差。2019年3月底，公司短期债务5.95亿元，公司现金类资产为短期债务的10.93倍，短期偿债压力大幅下降。

从长期偿债指标看，2018年，公司EBITDA为5.97亿元，同比下降8.98%；受到有息债务规模下降的影响，调整后全部债务/EBITDA由上年的15.91倍下降至12.34倍，但EBITDA对全部债务的保护能力仍然较弱。考虑到公司持续获得来自政府的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司累计获得银行授信113.28亿元，主要来自政策性银行；未使用的授信额度合计18.84亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年3月底，公司对外担保合计5.00亿元，全部为对石家庄浩运的担保，担保比率为3.82%。石家庄浩运主要承担正定新区内的土地整理及房屋建设业务，股东为正定新区建设与房管中心，目前经营正常。总体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额230.44

亿元，同比增长4.49%，主要系其他应收款增长所致。其中流动资产占88.79%、非流动资产占11.21%，资产结构较上年变化较小。

截至2018年底，母公司所有者权益合计128.72亿元，同比增长28.54%。母公司所有者权益构成变化较大，主要系资本公积转增股本所致。其中，实收资本占54.38%、资本公积占24.59%、未分配利润占18.93%。

截至2018年底，母公司负债合计101.71亿元，同比下降15.52%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款大幅下降所致。其中，流动负债占63.21%、非流动负债占36.79%，流动负债占比小幅提升。

2018年，母公司实现营业收入38.45亿元，同比增长2.89%，主要为项目代建收入；营业利润率为9.90%，同比小幅下降0.28个百分点；利润总额5.95亿元，同比下降1.34%。

现金流方面，2018年母公司经营活动现金流净额为16.65亿元，净流入规模同比增长9.62亿元；投资活动现金流净额为-0.42亿元，净流出规模较上年下降5.19亿元；筹资活动现金流金额为-16.12亿元，净流出规模较上年扩大12.95亿元。

九、存续期内债券偿债能力

截至2019年3月底，“15正定棚改项目债/PR正棚改”的募投项目尚未产生收入，募投项目收入实现情况仍需关注。公司存续债券余额18.50亿元，一年内到期的应付债券2.25亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力集中度较小。公司对存续债券整体偿付能力强。

截至2019年3月底，公司一年内到期兑付的债券本金为2.25亿元（“15正定棚改项目债/PR正棚改”发行总额的12.50%），待偿债券本金峰值发生在2022年，为6.80亿元。2018年底，公司现金类资产24.32亿元；2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量

净额和 EBITDA 分别为 55.26 亿元、4.72 亿元和 5.97 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	2.25
未来代偿债券本金峰值	6.80
现金类资产/一年内到期债券余额	10.81
经营活动现金流入量/未来代偿债券本金峰值	8.13
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	0.69
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	0.88

资料来源：联合资信整理

“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”还本付息的首要资金来源主要为募投项目自身产生的运营收入，包括住宅、配套商业、停车位等的销售和出租收入以及财政补贴。项目产生的运营收入将全部划入项目收入归集专户。募投项目原计划于 2016 年底竣工，并于 2017 年开始实现收入。截至 2019 年 3 月底，募投项目尚未产生收益，建设进度和收益实现情况不及预期。募投项目收益中售房部分易受房地产行业整体波动影响；商业部分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，联合资信将持续关注募投项目收益情况。

“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”设置了差额补偿机制，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。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 AAA_{pi}，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。

为了保证按时偿还“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”到期本金和利息，差额补偿人国控集团同意为“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，差

额补偿人对“15 正定棚改项目债/PR 正棚改”承担连带偿还责任。

国控集团由石家庄市财政局出资，截至 2018 年底注册资本合计 63.75 亿元人民币，唯一股东及实际控制人为石家庄市财政局。国控集团是石家庄市政府性投资项目的投融资统一主体，2018 年，石家庄区域经济保持稳定增长，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金注入、财政补贴等方面的有力支持。

经营方面，2018 年，国控集团营业收入 64.20 亿元，同比增长 4.49%，当期毛利率 -2.89%，较 2017 年 -2.09% 有所下降，国控集团主营业务中公益性及准公益性业务占比大，盈利能力弱。2018 年，国控集团营业收入包括代建项目收入、运输业务收入、水务业务收入以及以房屋出租、工程安装、售卖房屋、供热等为主的其他业务收入。国控集团在石家庄地铁建设运营方面具有专营优势，随着后期地铁线路的增加，客运量的增长有望将进一步提升公司收入规模。

财务方面，国控集团 2018 年合并财务报告经由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计并出具了标准无保留审计意见。2018 年，国控集团合并范围新增一家子公司，为投资设立的石家庄财茂新能源科技有限公司。2018 年底，国控集团资产总额 1869.11 亿元，所有者权益 717.20 亿元，资产和权益规模持续较快增长；2018 年国控集团实现营业收入 67.08 亿元，利润总额 6.21 亿元，继续保持增长态势。

2018 年底，国控集团资产中存货、在建工程以及应收类款项占比大，流动性较弱，整体资产质量一般；所有者权益以资本公积为主，结构稳定性好；债务方面，国控集团建设项目投入规模大，对外部融资有较大依赖性，2018 年有息负债规模有所下降，债务负担有所减轻。

盈利能力方面，2018 年，国控集团营业收入较上年小幅增长，期间费用大幅上升，盈利

能力仍较弱，利润仍对政府补助有较强的依赖性。

现金流方面，2018年，国控集团现金收入比为78.64%，较2017年上升7.84个百分点，收入实现质量有所上升；经营活动现金流净额由负转正，投资活动现金流净流出规模扩大，筹资活动现金流仍然呈现大规模净流入。国控集团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，存在较大资金压力。

偿债能力方面，国控集团现金类资产充裕，短期偿债能力较强；长期偿债指标较差，长期偿债能力较弱。考虑到股东的持续支持，国控集团整体偿债能力极强。

2018年底，国控集团对外担保合计40.00亿元，担保比率为5.58%。被担保单位集中在国有企业和事业单位，或有负债风险低。根据公开信息，截至2019年5月底，未发现国控集团存在不良信贷信息。

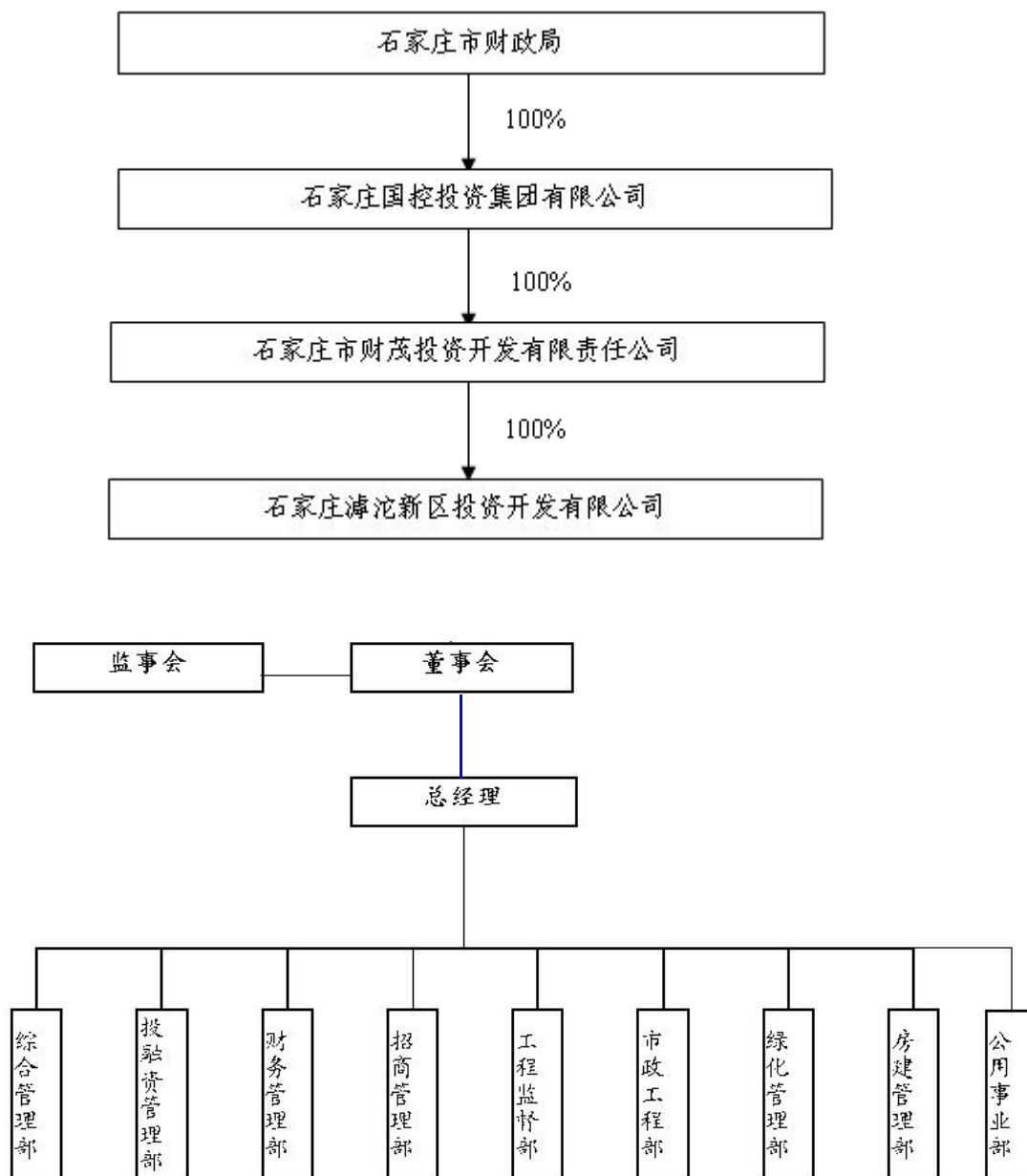
经联合资信综合评定，将国控集团主体长期信用等级调整为AAA_{pi}，评级展望为稳定。

2018年，国控集团营业收入、经营活动现金流入量以及净流量分别为67.08亿元、216.53亿元和39.94亿元，分别为“15正定棚改项目债/PR正棚改”剩余13.50亿元本金的4.97倍、16.04倍和2.96倍。整体看，国控集团相应指标对“15正定棚改项目债/PR正棚改”覆盖能力较强，同时“15正定棚改项目债/PR正棚改”设置了分期偿还本金的条款，有效缓解了集中偿付压力。

十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，将“15正定棚改项目债/PR正棚改”的信用等级调整为AAA，维持“19滹沱投资MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司全称	持股比例(%)	实收资本(万元)	业务性质	取得方式
石家庄正定新区 新展投资有限公司	100.00	90000000.00	市政工程施工	同一控制下 企业合并
石家庄新浩城市 建设有限公司	70.00	928000000.00	基础设施建设	投资设立

附件 2-1 滹沱公司主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.63	23.86	24.32	65.03
资产总额(亿元)	211.26	220.55	235.93	294.67
所有者权益(亿元)	90.02	100.15	130.91	131.56
短期债务(亿元)	6.26	31.96	8.51	5.95
长期债务(亿元)	84.39	44.68	41.19	72.20
全部债务(亿元)	90.65	76.64	49.70	78.15
调整后全部债务(亿元)	112.41	104.40	73.72	102.16
营业收入(亿元)	36.73	40.66	49.67	13.98
利润总额(亿元)	5.35	5.96	5.95	0.07
EBITDA(亿元)	6.59	6.56	5.97	--
经营性净现金流(亿元)	7.51	6.78	4.72	13.40
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.70	5.30	6.13	--
存货周转次数(次)	0.36	0.31	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.19	0.22	--
现金收入比(%)	40.43	41.27	44.79	0.00
营业利润率(%)	10.12	9.35	7.66	0.42
应收类款项/资产总额(%)	7.68	16.02	18.58	15.25
总资本收益率(%)	2.62	2.85	2.76	--
净资产收益率(%)	5.02	4.94	3.80	--
长期债务资本化比率(%)	48.38	30.85	23.94	35.43
全部债务资本化比率(%)	50.17	43.35	27.52	37.26
调整后全部债务资本化比率(%)	55.53	51.04	36.03	43.71
资产负债率(%)	57.39	54.59	44.51	55.35
流动比率(%)	406.51	266.40	349.10	376.17
速动比率(%)	117.71	80.92	111.79	152.17
经营现金流动负债比(%)	21.09	9.10	7.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.76	11.68	8.32	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.06	15.91	12.34	--

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息部分；公司 2016 年审计报告未合并子公司，仅为母公司数据；2019 年一季度财务数据未经审计

附件 2-2 国控集团主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	189.14	167.12	158.99	194.49
资产总额(亿元)	1687.36	1721.48	1869.11	1934.10
所有者权益(亿元)	613.50	671.07	717.20	714.13
短期债务(亿元)	86.69	55.00	80.74	65.64
长期债务(亿元)	654.76	599.35	533.71	586.47
全部债务(亿元)	741.45	654.35	614.45	652.12
营业收入(亿元)	58.75	64.20	67.08	4.70
利润总额(亿元)	5.66	6.15	6.21	0.27
EBITDA(亿元)	28.40	22.87	23.63	--
经营性净现金流(亿元)	52.80	-7.50	39.94	4.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.02	1.17	1.20	--
存货周转次数(次)	0.31	0.29	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	69.70	70.80	78.64	82.69
营业利润率(%)	-3.82	-3.67	-4.42	-68.55
应收类款项/资产总额(%)	30.34	25.78	23.18	22.63
总资本收益率(%)	1.36	1.11	1.13	--
净资产收益率(%)	0.74	0.74	0.71	--
长期债务资本化比率(%)	51.63	47.18	42.67	45.09
全部债务资本化比率(%)	54.72	49.37	46.14	47.73
资产负债率(%)	63.64	61.02	61.63	63.08
流动比率(%)	295.07	311.93	200.36	208.80
速动比率(%)	216.56	210.41	131.83	140.88
经营现金流动负债比(%)	20.21	-3.07	10.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.11	28.62	26.00	--

注：国控集团 2019 年一季度财务数据未经审计

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	
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
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

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 4-3 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。

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 5-1 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：

级别设置	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 5-2 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