

保定市国控集团有限责任公司 信用报告

评级

主体信用评级

长期主体评级 BBB

债项评级

10亿人民币高级无担保债券 BBB

展望

稳定

目录

关键评级因素	2
政府支持	3
河北省及保定市政府的信用状况	4
经营状况	5
财务状况	7
流动性	8
债项评级	8
公司背景	8
评级分数摘要	9
相关评级方法论	9

联系我们

主分析师

姓名 左一鸣

职衔 董事

电话 +852 3615 8341

邮箱 jameson.zuo@cspi-ratings.com

分析师

姓名 林思琪

职衔 分析师

电话 +86 755 8321 0225

邮箱 siqi.lin@cspi-ratings.com

概述

- 中证鹏元国际已确认保定市国控集团有限责任公司（简称“保定国控”）国际刻度长期主体评级为‘BBB’。我们还向公司发行的票面利率 4.98%、2027 年到期的 10 亿元人民币高级无担保境外债券授予‘BBB’的最终债项评级。上述债券将构成发行人的直接和无条件债务，在任何时候彼此之间享有同等地位，且至少与发行人现时及未来的所有其他无担保债务享有同等地位。上述评级展望稳定。
- 保定国控是保定市重要的地方国有企业，主要负责保定市内的土地开发、基础设施建设、保障房建设、供水、供热等业务，同时经营房地产销售、商品销售、物业租赁等板块。保定市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“保定市国资委”）持有保定国控 100%股权，为公司控股股东及实际控制人。保定国控的主体评级是基于公司‘b’的独立信用评分（SACP），以及我们认为保定市人民政府在保定国控面临财务困境时，有极强的意愿为其提供额外支持的观点。

评级展望

- 保定国控稳定的评级展望反映了我们认为保定市政府将保持稳定的信用状况，并且公司在参与保定市发展中将继续发挥战略性作用的预期。
- 出现以下情况时，我们将考虑下调保定国控的主体评级：1) 公司与保定市政府的关联性从现有基础上弱化；2) 保定市政府的财政实力显著恶化，或是其债务负担显著增加；或者 3) 公司与保定市政府的业务往来减少，在保定市基础设施建设及公用事业领域的市场地位明显下降。
- 出现以下情况时，我们将考虑上调保定国控的主体评级：1) 保定市的经济和财政收入规模大幅提升；或者 2) 公司对保定市政府的重要性显著增加。

财务摘要

表 1: 财务指标

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
债务/EBITDA	41.0x	153.7x	102.6x	101.9x	98.4x
EBITDA 利息保障倍数	0.5x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
债务资本比率	58.6%	65.6%	67.5%	68.8%	69.7%
经营活动产生资金/债务	2.0%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%
经营活动产生的现金流/债务	-35.4%	-15.9%	-0.9%	-8.3%	-3.3%
自由现金流/债务	-35.5%	-17.4%	-1.6%	-7.8%	-2.1%
EBITDA 利润率	17.3%	6.3%	9.7%	10.0%	9.9%
资本回报率	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%

来源：公司，中证鹏元国际预测

关键评级因素

正面因素

- **公司是保定市重要的项目建设和城市运营主体。**保定国控主要负责保定市内的土地开发、基础设施建设、保障房建设、供水、供热等业务，同时经营房地产销售、商品销售、物业租赁等板块。公司在保定市基础设施建设和国有资产经营领域具有显著的竞争力及较强的区域专营性，其业务的稳定性和持续性良好。我们认为，鉴于公司未来将继续在保定市经济发展和城市建设中发挥重要作用，倘若保定国控的经营出现困难，保定市政府会采取必要措施确保公司的可持续发展，也会在公司出现财务困难时对其给予必要的支持。
- **公司长期以来获得保定市政府持续有力的支持。**作为保定市最大的市属国有企业，保定国控与保定市政府保持着紧密的联系，在资本注入、资产划拨和财政补贴等方面获得了保定市政府的大力支持，使其经营规模和资产实力不断提高。2020-2023年，在保定市政府的支持下，保定国控将区域内多家优质国有企业逐步整合至公司名下。此外，公司在2021年、2022年和2023年分别获得2.5亿元、2.7亿元和1.6亿元各类政府补贴。我们相信，随着公司的重点建设项目的推进，保定市政府将会继续对公司提供必要的支持。另一方面，公司董事会和高级管理层均由保定市政府授权市国资委任命，同时保定市政府密切参与公司投资和运营的方针政策，因此保定市政府对公司的运营具有高度影响力。
- **保定市良好的经济基本面和稳定的信用状况。**保定市是河北省辖地级市，京津冀地区中心城市之一。保定位于河北省中部偏西，为京津冀的重要组成部分，为雄安新区战略腹地。近年来保定市经济规模稳步提升，经济增长形势良好。2023年，保定市GDP为4,012.2亿元，约占当年河北省GDP的9.1%，在全省位列第五。这一成就得益于保定市雄厚的产业基础，为其经济增长提供了有力支撑。作为制造业大市，保定市拥有汽车及零部件、新能源两大支柱产业和27个县域特色产业集群。2024年一季度，保定市的生产总值达到997.6亿元，同比增长5.3%，经济发展态势持续向好。因此，我们对保定市未来经济增长形势持乐观态度。良好的经济发展态势有利于保定市保持较强的财政实力和健康的流动性，进而保持稳定的信用水平。

负面因素

- **财务杠杆较高。**过去几年，公司债务规模呈快速增长趋势。截至2023年末，公司的有息负债规模约为485亿元，随着业务扩张及建设项目的推进，我们预计未来公司债务规模将进一步增长，以满足其资金支出需求。我们测算公司债务资本比率从2020年的36.1%上升至2023年的65.6%。考虑到公司资产规模的持续扩大和保定市政府进一步的资产注入，我们预计未来几年该比率将保持在60%以上，但在相对可控的范围内。此外，公司的EBITDA相对于其债务规模较为单薄，我们测算2022-2026年期间公司的平均债务与EBITDA比率和EBITDA利息覆盖率分别为102.9倍和0.2倍。总体来看，未来几年保定国控的财务杠杆将维持在较高水平，对其现金流和偿付能力形成一定压力。
- **运营效率较低，盈利能力偏弱。**受所处行业及其经营模式影响，公司运营效率不高。2023年，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为39天和3,046天，现金周转周期较长。另外，我们测算公司2022-2026年的平均EBITDA利润率为10.1%，考虑政府补贴后利润率水平一般。考虑到公司的土地开发、基础设施建设和保障房建设业务大多受保定市政府指导，具有一定公益性质，在剔除政府补贴后，公司利润率不高。我们测算公司在2022-2026年期间平均资本回报率约为0.5%，说明公司整体盈利能力偏弱。

表2：关键信用指标

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
财务状况和盈利能力					
收入	4,136.5	4,484.7	4,708.3	5,230.7	5,820.6
EBITDA	715.8	284.6	458.8	525.1	578.7
EBITDA 利润率	17.3%	6.3%	9.7%	10.0%	9.9%
资产收益率 (ROA)	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
资本回报率 (ROIC)	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
现金流量度量					
经营活动产生资金 (FFO)	592.8	102.4	246.8	312.7	339.9
经营活动产生的现金流 (OCF)	-10,408.2	-6,956.5	-433.0	-4,449.7	-1,882.4
自由现金流 (FCF)	-10,423.7	-7,617.8	-732.4	-4,146.2	-1,212.9
可自由支配现金流(DCF)	-10,423.7	-7,617.8	-732.4	-4,146.2	-1,212.9
资产负债表度量					
现金及流动性投资	12,643.6	8,531.1	11,224.6	9,809.5	10,359.2
盈余现金	12,458.5	7,381.2	10,076.0	8,645.8	9,178.5
总债务	41,835.8	51,132.9	57,132.9	62,132.9	66,132.9
调整后的债务	29,377.3	43,751.7	47,056.9	53,487.1	56,954.4
总资本化	71,347.4	77,935.6	84,598.5	90,270.4	94,925.9
杠杆度量					
债务/EBITDA	41.0x	153.7x	102.6x	101.9x	98.4x
利息保障倍数	0.5x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
债务资本比率	58.6%	65.6%	67.5%	68.8%	69.7%
经营活动产生资金/债务	2.0%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%
经营活动产生的现金流/债务	-35.4%	-15.9%	-0.9%	-8.3%	-3.3%
自由现金流/债务	-35.5%	-17.4%	-1.6%	-7.8%	-2.1%
可自由支配现金流/债务	-35.5%	-17.4%	-1.6%	-7.8%	-2.1%
债务/权益	99.5%	163.2%	171.3%	190.1%	197.8%
经营活动产生资金/现金利息费用	0.4x	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

来源：公司，中证鹏元国际预测

政府支持

保定国控与保定市政府紧密的业务联系

作为保定市重要的项目建设和城市运营主体，公司承担保定市内基础设施和保障房建设，同时还涉及园区开发和供热、供水等公共事业运营职责，在促进区域经济发展和保障民生方面发挥重要的作用。公司深度参与实施保定市的经济发展和城市化进程，也参与推动保定市的产业发展和招商引资。因此，公司的经营业绩和发展前景受到保定市政府财政预算和发展政策的影响，特别是涉及土地开发、基础设施建设等方面的规划。考虑到公司主要业务在保定市具有较高的战略重要性和经济地位，我们认为公司和保定市政府之间具有紧密的业务联系。

保定市政府参与公司的重大决策与人事安排

保定国控的董事会和高级管理人员均由保定市政府授权市国资委任命，并接受保定市国资委的考核，因此保定市政府对公司的运营有较强的控制和影响。此外，保定国控的重大经营计划、投资决策以及公司重组和资本注入等事宜须保定市政府批准，因此公司的运营与政府的主要职能高度交织。鉴于保定国控在推动保定市社会经济发展和提供社会公共服务中扮演着不可或缺的角色，我们认为公司与保定市政府将保持着紧密且可持续的关系。

保定市政府持续稳定的政府支持

为支持公司业务运营，保定市政府一直以来给予了保定国控大力支持，包括资金注入、资产划拨和财政补贴等。2021-2023年，公司分别获得2.5亿元、2.7亿元和1.6亿元的各项政府补贴。鉴于公司的基础设施建设、供水和供热业务具有社会民生性质，预计公司的政府补助具有可持续性。此外，在过去几年，保定市政府多次向公司注入资本金、划拨子公司股权等资产，提升了公司的资产实力。我们认为，鉴于公司在保定市的基础设施建设和国有资产经营领域的重要地位，保定市政府对公司的外部支持将会持续。

河北省及保定市政府的信用状况

河北省政府

河北省是中国沿海省份，环绕首都北京，东北部与辽宁接壤，西靠山西。河北省是中国唯一兼有高原、山地、丘陵、平原、湖泊和海滨的省份，亦是中国重要粮棉产区，全省总面积18.9万平方公里。2023年末，河北省常住人口7,393.0万人，实现生产总值43,944.1亿元，比上年增长5.5%。

来自中央政府的财政支持不断增强，有力地支撑了河北的财政实力。2022年来自中央政府的转移支付和税收返还收入占河北省预算收入的42.2%，成为当年财政预算收入最大的组成部分。在过去的几年里，该项收入总体呈增长趋势，我们估计在未来几年还可能继续增加。京津冀经济区和雄安新区战略给予了河北承接北京非首都功能疏解的定位，使其承担着发展建设成为京津冀地区的工业基地和主要居民区的重要任务。为实现这一目标，河北近年来加快了基础设施建设，财政政策也比往年更加积极。2023年，河北省实现预算收入11,341.3亿元，连续五年保持万亿元级别的财政预算收入规模。我们认为，为满足河北在承担国家发展大计过程中不断扩大的财政需求，中央政府对河北强有力的财政支持有望持续。

河北省拥有相对其经济规模而言较大的人口基数，2023年河北省人均GDP为59,331.7元，远低于全国平均水平，显示其经济基本面较弱。此外，该省经济一直较为依赖钢铁行业，而钢铁行业易受经济周期影响。2023年黑色金属冶炼和压延加工业营业收入占河北省规模以上工业企业营业收入的比重达31.2%，而其他细分产业的占比均不两位数字。在中国持续推进供给侧结构性改革的背景下，叠加疫情后中国钢铁行业的波动态势，河北省发展仍面临诸多挑战。

充足的财政性存款规模和不断直接提高的债务限额有助于确保河北省充足的流动性。河北省积累了较可观的财政性存款规模，2023年末该省财政存款达2,112.9亿元，比上一年增加942.6亿元。因此，河北省的财政支出有着坚实的基础。此外，从2021年到2023年，河北省的债务限额年均增长15.3%，这表明该省有望承担更多的债务，以履行其在国家战略中的作用。另一方面，经过多年持续推动基础设施建设和投资，河北省政府的债务规模已经较大。2023年河北省政府直接债务总额达到18,820.4亿元。我们测算2023年该省广义债务与GDP的比例和广义债务与预算收入的比例分别为54.8%和212.3%，显示其杠杆水平在全国各省级地区中相对偏高，偿债压力较大。此外，河北省广义债务在2021-2023年间增幅分别达17.2%、23.3%和15.1%，并且预计未来几年将保持较快增速。

保定市政府

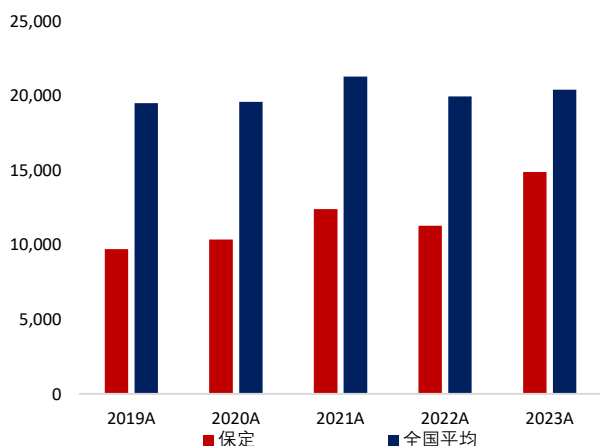
保定市是河北省辖地级市，京津冀地区中心城市之一。保定位于河北省中部偏西，太行山东麓，冀中平原西部，与京津成三足鼎立之势，为雄安新区战略腹地。2023年末，保定市常住人口为909.9万（不含雄安新区及定州市）。我们认为，保定经济规模及预算收入体量稳步提升，流动性状况健康，但同时债务增长较快。

近年来，保定市经济规模持续扩大，经济增长形势良好。2023年，保定市实现地区生产总值4,012.2亿元，约占当年河北省GDP的9.1%，在全省位列第五。这一成就得益于保定市雄厚的产业基础，为其经济增长提供了有力支撑。保定市作为一个制造业大市，拥有汽车及零部件、新能源两大支柱产业和27个县域特色产业集群。同时，作为京津冀世界级城市群中重要的区域性中心城市，保定市当前正处于多重发展机遇的交汇点。2024年第一季度，保定市的生产总值达到997.6亿元，同比增长5.3%，经济运行实现良好开端，发展态势持续向好。因此，我们对保定市未来经济增长形势持乐观态度。

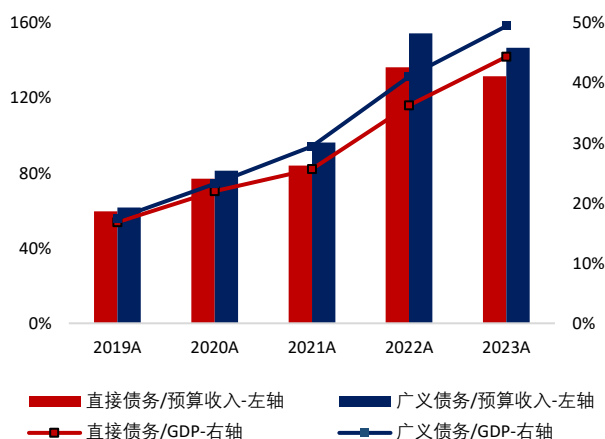
保定市在财政管理方面取得了显著成效，预算收入呈现稳步提升的态势。近三年来，保定市预算收入规模均位于千亿元水平之上。2023年，保定市预算收入达到1,353.0亿元，相比上年预算收入实现31.2%的增长。主要是2023年保定市上级补助收入相比上年增加了312.6亿元，年增长率达到67.8%。当年保定市实现平均预算盈余率-13.1%，相比上年明显向好。此外，上级补助收入的增长也带动当年保定市人均预算收入的增加，达到14,869.9元，较上年增长了31.9%。

保定市流动性覆盖程度较高，流动性状况健康。过去几年，保定市财政性存款一般保持在200亿元左右。根据我们测算，2024-2025年保定市平均财政性存款与利息支出比例为263.3%，表明保定市财政性存款对利息支出的覆盖程度充裕，内部流动性状况良好。此外，从流动性支出的角度来看，我们测算得出2024-2025年保定市的平均流动性覆盖率为131.6%，亦显示其整体流动性状况相对健康。

另一方面，保定市债务增速较快，债务负担相对较重。近年来保定市直接债务逐年攀升，从2020年的736.6亿元增长至2023年的1,779.1亿元，年平均增长率达35.6%。根据我们的估算，2023年该市广义债务/GDP比例为49.5%，则其债务规模已经接近经济体量的一半。2022-2023年保定市广义债务/GDP比例的百分比变动分别为11.6和8.4个百分点，我们预计2024-2026年该比例的变动百分比将位于4-6个百分点之间。这些数据表明，保定市债务规模的扩张速度相对其自身经济增长速度来说比较快，对债务增长的控制能力仍有提升空间。

图 1: 人均预算收入 (元人民币)


来源: 地方政府部门, 中証鵬元国际预测

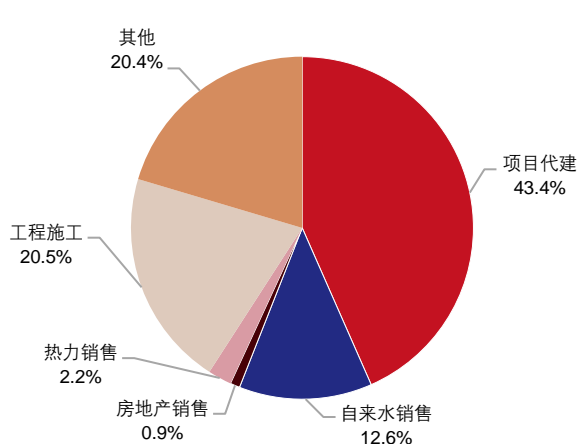
图 2: 债务与 GDP 和政府预算收入比率


来源: 地方政府部门, 中証鵬元国际预测

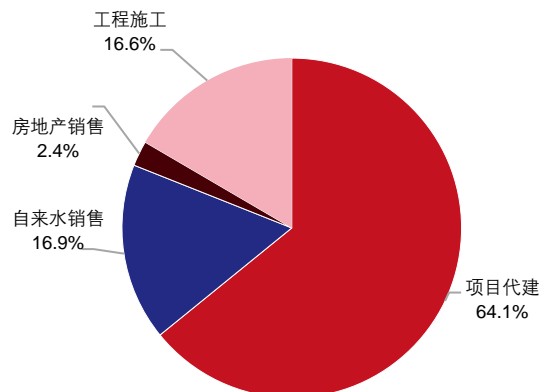
经营状况

保定国控是保定市重要的项目建设和城市运营主体，其定位为“新时代城市运营商”，主要承担保定市内基础设施和保障房建设、园区开发、供水、供热等业务，同时运营房地产销售、商品销售、物业租赁等板块，业务范围较为广泛。公司主要业务板块可以概括为：1) 项目代建；2) 自来水销售；3) 房地产销售；4) 热力销售；5) 工程施工；以及6) 其他业务。

2021-2023年，公司营业总收入分别为22.4亿元、41.4亿元和44.9亿元。同期，公司净利润分别为2.3亿元、2.2亿元和1.3亿元。近三年公司营业收入持续增长主要得益于项目代建和工程施工收入的持续增长。从公司2023年全年收入结构来看，项目代建收入为公司营业收入最主要的来源，在当年营业收入中占比43.4%，工程施工和自来水销售收入分别占比20.5%和12.6%，对公司营业收入形成重要补充。从公司同年毛利结构来看，项目代建业务对公司利润的贡献突出，在当年毛利中占比64.1%，工程施工和自来水销售分别占比16.6%和16.9%。值得注意的是，由于公司的热力销售和污水处理业务属社会公用事业业务，公益性较强，近年仍处于亏损状态。

图 3: 公司收入结构 (2023)


来源: 公司, 中証鵬元国际整理

图 4: 公司毛利结构 (2023)


来源: 公司, 中証鵬元国际整理

(i) 项目代建

保定国控是保定市重要的基础设施项目投融资建设主体，承担市政府及相关单位委托的基础设施代建项目，包括深圳园项目、城中村改造以及高新区道路、雨水、绿化、供热等工程。项目代建业务主要委托方包括保定市政府、保定市土地储备中心、保定市区集中供热管理办公室和保定市保障性安居工程领导小组办公室等部门，代建项目加成比例约为 14%-20%。项目建设期间发生的代建费用每年度由政府及相关单位确认，并出具项目完工进度确认单，公司根据此完工进度确认单向政府及相关单位申请确认收入。

此外，公司还从事保障房项目代建业务。截至 2023 年末，公司在建及已完工的保障房项目包括保定市清真寺片区综合改造、保定市旧城西大园片区改造回迁安置房、保定市旧城府河片区改造回迁安置房、欣悦佳苑、和兴佳苑以及安悦佳苑。

2021-2023 年，公司项目代建业务实现收入分别为 7.2 亿元、19.9 亿元和 19.5 亿元，占营业收入比例分别为 31.9%、48.0%和 43.4%。项目代建业务是公司营业收入和利润的最主要来源。

表4：截至2023年末公司主要在建工程项目情况表（单位：亿元）

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资
深圳园项目	2018-2025	95.1	66.9
道路、雨水、绿化、供热等工程	2013-2033	32.8	8.6
保定市旧城府河片区改造回迁安置房	2009-2025	43.2	24.2
保定市旧城西大园片区改造回迁安置房	2009-2023	27.5	23.5
安悦佳苑	2016-2024	8.0	4.7
合计	-	206.5	140.6

来源：公司，中证鹏元国际整理

(ii) 自来水销售

保定国控的自来水销售业务主要由公司二级子公司保定市供水有限公司（简称“供水公司”）及三级子公司保定市荣投水务有限公司（简称“荣投公司”）负责。供水公司主要提供保定主城区的居民和工商企业的生产生活供水服务，供应人口约 133 万人，还负责河北省城市供水水质监测网保定监测站的工作。荣投公司主要提供保定市清苑区居民和工商企业的生产生活供水服务。该板块业务的毛利率主要受到政府调供水单价以及供水成本波动因素影响。

2021-2023 年，公司的自来水销售业务收入分别为 6.1 亿元、6.5 亿元和 5.6 亿元，占营业收入的比重分别为 27.4%、15.8%和 12.6%。由于 2023 年公司进行资产重组划出部分供水公司股权，预计 2024 年自来水销售收入将延续 2023 年的下降趋势，随后将保持稳定。

(iii) 房地产销售

保定国控的房地产销售业务主要由公司三级子公司保定市广惠房地产开发有限公司（简称“广惠房地产”）及保定市华科房地产开发有限公司（简称“华科房地产”）负责。广惠房地产具有房地产开发三级资质，主要负责保障性住房（廉租房和公租房）的投资、建设和管理。华科房地产主要对保定国家高新技术产业开发区内的产业园区进行租售结合的开发和运营，开发的主要项目包括火炬产业园、火炬软件园、低压配电项目、财智中心等，其房地产销售业务主要包括大学科技园、电谷科技中心、高新区第一中心等，主要面向符合条件的中小企业。

2021-2023 年，公司的房地产销售收入分别为 1.7 亿元、1,120.5 万元和 4,083.6 万元，分别占当期营业收入的 7.7%、0.3%和 0.9%。鉴于公司目前仍有房地产项目处于在建或在售状态，预计未来几年房地产销售收入持续性较好。

表5：近三年公司主要房地产销售收入构成情况（单位：百万元）

项目名称	2023 年	2022 年	2021 年
大学科技园	-	-	131.1
双清别院	-	0.2	12.9
电谷科技中心	-	4.1	26.6
高新区第一中心	-	-	2.2
保障性住房项目	-	6.9	-
科创园一期	32.1	-	-

合计

32.1

11.2

172.7

来源：公司，中证鹏元国际整理

(iv) 热力销售

保定国控的热力销售业务主要由公司二级子公司保定市发投热力有限公司（简称“发投热力”）和三级子公司保定高新技术产业开发区热力有限公司负责（简称“高新热力”）负责。发投热力主要为保定市主城区一些老旧社区的居民提供分散式供热，高新热力负责为高新区居民和企业提供集中供热和运营服务。

2021-2023年，公司的热力销售收入分别为1.2亿元、1.0亿元和1.0亿元，分别占当期营业收入的5.4%、2.5%和2.2%。过去三年，热力销售业务一直处于亏损状态，主要是由于供热企业承担保障民生的社会责任，该业务主要依靠财政补助。

(v) 工程施工

保定国控的工程施工业务主要由公司三级子公司保定市尚泉市政工程有限公司（简称“尚泉市政”）负责。尚泉市政是供水公司的全资子公司，其主要职责是负责市政供水和排水管网工程的设计和施工，及小区内部供水管网的设计和施工等工作。尚泉市政拥有多项设计和施工资质，包括工程设计市政行业给水工程专业乙级、工程设计市政行业排水工程专业丙级、市政公用工程施工总承包二级、消防设施工程专业承包二级、建筑工程施工总承包三级、建筑机电安装工程专业承包三级、机电工程施工总承包三级、环保工程专业承包三级，以及特种设备安装改造维修许可证（GB2）。

2021-2023年，公司的工程施工收入分别为2.3亿元、7.2亿元和9.2亿元，分别占当期营业收入的10.2%、17.4%和20.5%。

(vi) 其他业务

保定国控的其他业务包括物业租赁、污水处理、商品销售（主要为混凝土销售）、碳排放权转让等业务，这些业务过去几年收入占比较低，对公司收入和利润起到补充作用。

2021-2023年，公司的其他业务收入分别为3.9亿元、6.7亿元和9.1亿元，分别占当期营业收入的17.4%、16.1%和20.4%。

财务状况

公司杠杆水平较高，偿债能力趋弱

过去几年，保定国控的债务规模上升较快，我们测算截至2023年末，公司的有息负债约为485亿元。受债务扩张影响，公司的债务资本比率从2020年的36.1%上升至2023年的65.6%，杠杆率处于较高的水平。偿债能力方面，我们测算公司2022-2026年期间的平均债务与EBITDA比率高达102.9倍，这意味着公司仅靠EBITDA来偿还债务余额比较困难。此外，我们测算公司2022-2026年期间的平均EBITDA利息保障倍数为0.2倍，表明公司的EBITDA覆盖其利息支出能力较弱。考虑到未来三年公司承建的工程项目较多，资金缺口较大，我们预计公司的杠杆率和偿债指标不会有明显的改善。由于保定国控是当地重要的项目建设和城市运营主体，我们认为保定市政府将会继续支持公司业务发展，向其持续进行资产注入并维持其整体杠杆水平。

我们评估保定国控的债务结构为“中性”。公司的短期债务风险敞口有限，公司短期债务占总未偿债务比率处于30%以下。此外，公司银行贷款的利率风险主要来自浮动利率，但我们认为这不会给公司带来重大的利率风险，因为涉及浮动利率的债务都是基于基本贷款利率浮动。

公司运营效率低，盈利水平较弱

受公司所处行业以及经营模式影响，保定国控的营运效率偏低。2023年公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为39天和3,046天。公司的存货主要包括代建项目和房地产项目形成的开发成本，这些项目的建设周期及资金回报周期较长，从而导致公司的资金周转效率偏低。我们测算公司2023年的现金周转周期约等于8年（3,016天），高于工程建设行业的平均水平。

此外，保定国控的盈利水平较弱。一方面，受限於公司项目代建业务的行业特性，该业务的毛利率不高。另一方面，公司的供水、供热和污水处理等公共事业属于民生保障业务，该类业务的盈利性不高，部分业务近年来处于亏损状态，因此拖累了公司的整体盈利水平。考虑政府补贴后，公司的EBITDA利润率表现尚可，我们测算公司2022-2026年期间平均的EBITDA利润率为10.6%。但在剔除政府补贴后，公司利润率不高。考虑到公司偏向于基础设施投融资主体性质，我们认为资本回报率更能

反映公司实际的盈利水平。考虑政府补贴后，我们测算公司2022-2026年期间的平均资本回报率为0.5%，说明公司整体盈利水平较低。

流动性

在考虑保定国控的速动比率和现金流流动性比率之后，我们评估公司的短期流动性为“弱”。保定国控未来年度的现金流流动比率估计为1.0倍（2025年），说明公司未来12个月的现金流入尚能应对其现金流出。我们预计保定国控在2025年的现金支出约为187.9亿元，其中主要为短期债务偿还和利息相关支出。另一方面，若考虑公司未使用的银行授信余额，公司在2025年的现金流入预计约为188.5亿元。此外，我们测算保定国控2025年的速动比率约为0.3倍，说明公司在剔除存货项目之后，在履行短期负债方面将面临较大压力。截至2023年末，公司未使用的银行授信额度为235.9亿元。我们认为，政府外部支持的存在将有助于公司获得足够的额外银行贷款或资本注入，以满足其现金流出的需求。

在评估保定国控的流动性时，我们做了以下主要假设：

- 预计2024、2025年度现金和短期投资分别为85.3亿元、112.3亿元；
- 预计2024、2025年度经营活动产生的资金流入分别为2.5亿元、3.1亿元；
- 预计2024、2025年度运营资金流出分别为6.1亿元、46.9亿元；
- 预计2024、2025年度短期债务还本付息金额分别为147.6亿元、167.6亿元。

债项评级

中证鹏元国际授予保定国控发行的票面利率4.98%、2027年到期的10亿人民币高级无担保境外债券'BBB'的最终债项评级。该债券等同于保定国控的主体信用评级且未进行任何级别调整。上述债券构成发行人的直接、无条件、非从属和无担保债务，在任何时候彼此之间享有同等地位，且至少与发行人现时及未来的所有其他无担保和非从属债务享有同等地位。评级展望稳定。

公司背景

公司成立于2016年8月，初始注册资本为50亿元，由保定市财政局全额出资设立。2021年8月，公司的控股股东及实际控制人变更为保定市国资委，注册资本增加至100亿元。公司是保定市重要的项目建设和城市运营主体，承建重点基础设施和保障房项目，同时涉及园区开发、供水、供热等业务。经过保定市人民政府对公司的多轮注资和股权资产划入，公司的总资产规模不断提升。截至2023年12月末，公司注册资本为100亿元，总资产为1,097.6亿元。保定市国资委为公司控股股东和实际控制人。

评级分数摘要

经营状况	弱
行业和营运风险状况	弱
宏观环境风险	低
财务状况	ccc/ccc-
初步杠杆状况	ccc
债务结构和财务制度	中性
现金流变动	中性
财务波动性	中性
投资	中性
最终杠杆状况	ccc/ccc-
盈利水平	弱
指引性信用得分 (ICS)	b
调整因素	
公司结构和治理	中性
流动性	弱
补充分析	中性
独立个体信用评级 (SACP)	b
外部支持	
母公司支持	不适用
政府支持	极强
主体评级 (ICR)	BBB

相关评级方法论

[《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）](#)

[《企业财务调整和比率定义》（2018年5月7日）](#)

[《政府相关实体评级方法论》（2018年8月31日）](#)

[《工商企业债项评级方法论》（2022年3月11日）](#)

方法论偏差

授予本评级时，评审委员会采用了不同的权重来评估获评级实体的杠杆状况，与我们的《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）中规定的权重有偏差。评审委员会认为，我们的《通用工商企业方法论》所规定的杠杆比率主要关注现金流杠杆，未能恰当地反映中国地方政府融资平台真正的财务杠杆风险（该风险应从资产负债表杠杆角度进行评估）。债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、债务资本比率、经营活动产生资金/债务由 30%、30%、20%、20%的初始权重修正为 25%、25%、50%、0%的权重。

免责声明

委托评级——已披露但结果不受影响

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“本公司”、“我们”、“我们的”）以既定的方法和符合评级过程的方式发布信用评级和报告。有关政策、程序和方法的更多资料，请参阅本公司网站 www.cspi-ratings.com。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何数据的权利。

所有信用评级和报告都适用于免责声明和限制。信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

信用评级只针对信用风险。本公司将信用风险定义为被评级对象可能无法履行其到期的合同和/或财务义务的风险。信用评级不能被认为是特定违约概率的事实，也不能作为违约概率的预测指标。信用评级构成了本公司信用评审委员会的前瞻性意见，包括对未来事件的预测，而这些预测在定义上不能作为事实来验证。

为了评级过程的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对评级过程中使用的任何数据进行尽职调查或第三方校验。发行人及其顾问需对其为评级流程所提供的数据准确性负最终责任。公司查阅了被评级对象或其有连系人士的账目及其他相关内部文件。公司已经根据既定的过程对评级过程中所采用数据的质素进行审查，并且信纳所采用数据的质素。

本公司信用评级的使用方应参考本公司网站上公布的评级符号和定义。等级相同的信用评级可能不能完全反映风险程度上的所有细微差别，因为信用评级是信用风险的相对度量。

本公司不对以任何形式对其提供的任何数据的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的数据所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本公司有权依据任何被本公司视为充分的理由，随时采取任何评级行动，并有权自行决定。信用评级的发布和跟踪取决于是否有足够的资料。

本公司的信用评级可能获得酬金，通常来自发行人、承销商或债务人。公司可根据要求提供费用表资料。

被评级对象参与信用评级过程。已向被评级对象或其有连系人士披露有关信用评级，以及在作出上述披露后，信用评级结果在发布前不曾作修订。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布信用评级和报告的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的信用评级和报告并非给处在使用此信用评级和报告可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

本信用评级是关于已发行的债务证券或优先证券，并且公司首次对该等证券作出评级。

由于本公司信用评级和报告产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2024 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。