



# 2014年汕头投资建设总公司企业债券2023 年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2014年汕头投资建设总公司企业债券2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
14 汕头投资债/PR 汕投资	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到汕头市为我国经济特区之一和粤东政治经济文化中心，近年区域经济保持增长，汕头市投资控股集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“公司”）是汕头市重要的基础设施建设、国有资产经营管理、公共服务和城市管理主体，承担了汕头市较多的基础设施建设项目，且业务较为多元化，具有非常强的区域竞争力，资产负债率水平较低，并获得了汕头市人民政府在资本金注入和政府补助等方面较大力度的支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性和业务盈利能力较弱，在建项目投资规模较大，未来资本开支需求较大等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，未来一段时间公司所处良好的区域环境及区域的核心平台地位将维持，主要业务仍将保持区域垄断性，持续性较好，且公司有望持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023年06月27日

## 联系方式

项目负责人：蒋申  
 jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：黎云云  
 liyy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	365.59	351.62	334.63	344.19
所有者权益	220.05	220.74	231.31	217.66
总债务	64.35	59.41	43.63	71.38
资产负债率	39.81%	37.22%	30.88%	36.76%
现金短期债务比	1.23	1.38	1.42	2.23
营业收入	1.21	7.15	10.21	10.85
其他收益	0.15	0.57	3.27	3.74
利润总额	-0.69	1.61	3.12	6.08
销售毛利率	14.41%	21.13%	2.56%	3.11%
EBITDA	--	4.88	8.43	11.17
EBITDA 利息保障倍数	--	2.40	2.88	4.28
经营活动现金流净额	-1.31	7.83	6.84	1.66

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2018 年 10 月，公司名称由汕头投资建设总公司改为汕头市投融资集团公司；2020 年 4 月，公司名称变更为汕头市投融资集团有限公司；2020 年 8 月，公司名称变更为现名。

## 优势

- **汕头市作为经济特区和粤东政治经济文化中心，近年经济保持增长。**汕头市经济总量在广东省 21 个地级市中排名中游，2022 年实现 GDP3,017.44 亿元，同比增长 1.0%。汕头在纺织服装、化工塑料、工艺玩具、印刷包装等产业优势明显，近年来全市积极布局以新能源、新材料、新一代电子信息三个战略性新兴产业，纺织服装、玩具创意两个特色优势传统产业和大健康产业这一新兴产业，推动区域产业结构转型。
- **公司作为汕头市核心城投公司，业务较为多元化，且部分业务具有明显的区域竞争优势。**公司是汕头市核心的基础设施建设、国有资产经营管理、公共服务和城市管理主体，承担了较多汕头市基础设施项目的投融资及建设工作。目前公司主要承接汕头市重大交通基础配套设施等项目建设，后续部分重点项目建成有望拓宽公司收入来源，公司在基础设施建设、保障房建设运营等领域具有专营优势且可持续性较好。
- **公司在项目建设上继续获得的外部支持力度较大。**2022 年，公司收到了来自汕头市人民政府注入的大型产业集聚区项目建设资本金共计 10 亿元用于支持公司项目建设，相关资本金计入资本公积；收到计入其他收益中的政府补助为 0.57 亿元，占公司当期利润总额的 34.95%，提升了公司的盈利能力。

## 关注

- **公司土地资产及长期股权投资占比较高，资产流动性较弱。**截至 2022 年末，公司土地资产及长期股权投资占总资产比重合计达到 79.09%，近年汕头市房地产市场景气度偏弱，公司持有土地资产的价值及变现难度易受汕头的土地市场和房地产市场影响，并需关注联营企业经营波动带来的投资收益和盈利波动影响。
- **公司业务盈利能力较弱，较为依赖政府补助和投资收益等。**2022 年公司以储备粮为主的商品销售业务盈利能力仍偏弱，市政工程业务毛利率较低，毛利率水平较高的房产销售业务收入水平下降，公司综合盈利能力表现较弱，其他收益和投资收益占利润总额比重较高。
- **公司在建项目面临较大的资本开支压力。**截至 2022 年，公司在建的重大市政基础设施建设项目计划（含自建、合作建设等各类项目）投资规模较大，多数项目资金来源于自筹，随着在建项目的逐步投入，未来资本开支需求较大。
- **跟踪期内公司无偿划出 2 家控股公司。**2023 年 3 月 21 日，根据汕头市人民政府的相关通知，公司将孙公司汕头市公共交通有限公司 100% 股权、子公司汕头市金凤大桥路桥建设有限公司 100% 股权无偿划出，2022 年起公司不再将上述公司纳入合并范围报表，上述公司的划出合计减少公司资本公积 14.15 亿元。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	7/7
	行政层级	3/5			

调整因素	ESG 因素	0
	审计报告质量	0
	不良信用记录	0
	补充调整	0
个体信用状况		<b>aa</b>
外部特殊支持		1
主体信用等级		<b>AA+</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司是汕头市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，汕头市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与汕头市人民政府的联系非常紧密以及对汕头市人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为汕头市人民政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/23 汕头投资 MTN001	2023-01-04	邹火雄、汪永乐	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ff_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/14 汕头投资债	2020-08-07	谢蓉蓉、刘诗华	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA/14 汕头投资债	2014-02-25	贺亮明、王一峰	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
14 汕头投资债/PR 汕投资	18.00	2.70	2022-6-29	2024-3-4

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2014年3月4日发行10年期18亿元企业债券，募集资金原计划用于广东华能海门电厂3、4号机组“上大压小”扩建工程项目、粤东农副产品加工中心项目和补充流动资金。

2014年汕头投资建设总公司企业债券2014年第一次债券持有人会议通过了《关于调整2014年汕头投资建设总公司企业债券募集资金使用计划的议案》，对本期债券募集资金拟使用用途作出了调整，原募投项目广东华能海门电厂3、4号机组“上大压小”扩建工程项目，因已经完成主要投资，计划使用募集资金额由9.00亿元下调至3.20亿元，该调整不影响公司对华能海门电厂项目的持股比例。调整的募集资金5.80亿元将用于广东省揭阳至惠来高速公路项目及粤东农副产品加工中心（集散地）项目。

2017年5月9日，公司发布公告再次拟变更募集资金用途，由于粤东农副产品加工中心（含集散地）项目建设进度较慢，公司对该项目尚未使用的3.72亿元募集资金调整的募集资金拟用于汕头市中心城区破损路面及排水升级改造捆绑项目包。

截至2023年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为18,641.17元。

## 三、发行主体概况

2022年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变动。截至2022年末，公司控股股东和实控人均均为汕头市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“汕头市国资委”），公司注册资本为26,000万元，实收资本为32,200万元，实际出资额超过注册资本部分的工商变更尚未完成变更手续。

公司仍是汕头市重要的基础设施建设、国有资产经营管理、公共服务和城市管理主体，主要从事市政工程建设与施工、房地产（含保障房）销售、商品销售、租赁等业务。

根据公司于2023年5月18日公告的《关于汕头市投资控股集团有限公司无偿划转子公司股权的公告》，经汕头市委研究同意将汕头投控子公司汕头市城市建设开发有限公司（以下简称“城开公司”）的全资控股子公司汕头市公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）100.00%股权、汕头市金凤大桥路桥建设有限公司（以下简称“金凤路桥公司”）100.00%股权分别无偿划转至汕头市国资委和汕头市交通运输集团有限公司。公司2022年度起不将公交公司和金凤路桥公司纳入合并范围报表。此外，2022年公司新设成立两家子公司，截至2022年末公司纳入合并范围内的一级子公司共13家，详见附录四。

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

<b>1、2022年内新纳入公司合并范围的子公司情况</b>				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
汕头广澳港铁路有限公司	51.00%	167,600.00	建设工程施工，公共铁路运输，道路旅客运输经营	投资新设
汕头市投控私募基金管理有限公司	100.00%	1,000.00	私募股权投资基金管理，创业投资基金管理	投资新设
<b>2、2022年内不再纳入公司合并范围的子公司情况</b>				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
汕头市公共交通有限公司	100.00%	16,525.22	公共汽车营运	无偿划出
汕头市金凤大桥路桥建设有限公司	100.00%	1,000.00	交通基础设施投资、经营、建设、管理	无偿划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济

衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

## 区域经济环境

汕头市作为经济特区和粤东政治经济文化中心，在纺织服装、化工塑料、工艺玩具、印刷包装等产业优势明显，近年来积极布局打造“三特两大一新”的产业结构，经济保持增长，但整体经济发展水平有待提高

**区位特征：**汕头市是广东省省域副中心城市、粤东政治经济文化中心城市、全国最早开放的经济特区、海上丝绸之路的重要门户。汕头市为广东省辖地级市，1981年经国务院批准在龙湖区试办经济特区，2011年5月特区范围扩大到全市。汕头市位于韩江三角洲南端，北接潮州、西邻揭阳、南濒南海，与台湾隔海相望。汕头是国家综合立体交通网规划中的全国性综合交通枢纽，目前形成以港口为龙头、潮汕机场为共享、高快速公路、铁路和高等级航道为骨架、普通干线公路为基础的综合立体交通网络。汕头港航线网络基本覆盖东南亚主要港口和国内沿海各港口，港口设施建设使得港口集装箱吞吐量逐年稳步增长。粤东地区汕头、潮州、揭阳三市共用潮汕机场，潮汕机场位于揭阳市内，距离汕头市中心约40公里。道路建设方面，汕头已建成了沈海、甬莞（潮惠）、揭惠、汕湛、汕昆、潮汕环线等高速公路，与揭阳、潮州形成一小时交通圈。汕头作为粤东地区重要的铁路枢纽性节点，厦深铁路、广梅汕增建二线及厦深联络线穿境而过。根据2022年6月汕头市交通运输局发布的《汕头市综合交通运输体系发展“十四五”规划》，汕头将围绕五年内完成投资1,000亿元的目标，谋划一批辐射东南沿海重要城市的铁路、高速公路项目，争取汕头至河源铁路纳入国家、省规划，加快广汕汕、章汕高铁建设，推动新建汕汾高速联络线、深汕东、汕汾高速改扩建，打造以汕头为中心的汕潮揭半小时通勤圈。汕头全市下辖6个区、1个县，总面积2,199平方公里，2022年末常住人口554.19万人，较2010年第六次人口普查数增长5.73%。

图 1 汕头市“十四五”产业空间布局图



资料来源：汕头市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要，中证鹏元整理

**经济发展水平：**汕头市经济总量（GDP）在广东省 21 个地级市中排名中游，进出口贸易系近年经济保持增长的主要动力，但 2022 年经济增速有所放缓，固定资产投资规模延续下滑态势，整体经济发展水平有待提高。2020 年汕头市经济增速放缓，2021 年经济呈恢复性增长态势 2022 年在更趋复杂严峻的国际环境和国内宏观环境不确定性增加等多重挑战下经济增速再次放缓，但总体上稳中有进，2022 年人均 GDP 占全国人均 GDP 比值为 63.60%。近年汕头市固定资产投资延续下滑态势，2020 年受工业投资下降 35.7%影响使得汕头固定资产投资增速转负；2021 年随着亚青会场馆及相关配套工程、雨污分流工程、高速公路、主要市政道路改造等大型基础设施建设项目相继完工等，汕头市固定资产投资增速延续下滑态势，全年同比下降 25.3%；2022 年受高基数、经济弱复苏、房地产政策以及要素制约偏紧等多重因素叠加影响全市固定投资增速表现低迷，但在“三新两特一大”等重点产业投资保持增长的拉动下降幅比去年收窄 10.8 个百分点。汕头市近年来房地产景气度偏弱，尽管 2021 年汕头房地产开发投资呈现一定恢复性增长态势，但 2022 年汕头房地产市场运行总体下行，其中房地产开发投资额 377.76 亿元，同比下降 22%，商品房销售面积亦同比下降约 20%。

2022 年汕头市消费市场总体较为疲软，社会消费品零售总额由上年的正增长转负增长至-1.3%，但网上零售增长较快，同比增长 31.5%。汕头进出口贸易持续保持增长，成为近年来推动汕头市经济增长的重要动力，2022 年汕头外贸进出口 771.0 亿元，同比增长 2.3%，两年平均增长 6.45%，其中出口 634.9 亿元，同比增长 5.6%，两年平均增长 8.2%，汕头出口商品以玩具、塑料制品、服装及衣着附件、机电产品为主。

**表2 汕头市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,017.44	1.0%	2,929.87	6.1%	2,730.58	2.0%
固定资产投资	-	-14.5%	-	-25.3%	-	-6.4%
社会消费品零售总额	1,485.03	-1.3%	1,503.84	6.1%	1,417.06	-9.3%
进出口总额	771.0	2.3%	753.6	10.6%	681.63	13.5%
人均 GDP（元）	54,504.00		53,106.00		49,595.51	
人均 GDP/全国人均 GDP	63.60%		65.58%		65.47%	

注：2020 年人均 GDP 以 2020 年末常住人口数 550.37 万人计算。

资料来源：2020-2022 年汕头市国民经济与社会发展统计公报，汕头市统计局，中证鹏元整理

**产业情况：**汕头市工业以纺织服装、化工塑料、工艺玩具、印刷包装等为传统优势产业，同时近年来积极布局以智能装备制造、新一代信息技术、新材料、生物医药等战略新兴产业。汕头市二、三产业较为均衡，三次产业结构由 2020 年的 4.5:47.7:47.8 调整为 2022 年的 4.5:47.9:47.5。汕头部分产业在国内细分领域优势突出，汕头的内衣家居服产量约占全国 45%，内衣家居服名牌数量位居全国同行业第一，名牌产品占全国 75% 以上。2021 年，汕头全市纺织服装企业已超 3,000 家，规模以上工业企业 688 家，实现工业总产值 1,144.19 亿元，占全市工业总产值的 34.3%，拥有洪兴股份、金发拉比、宏杰内衣、裕美

(汕头)制衣等一批具备较大行业影响力的重点龙头企业。此外，汕头市玩具产量约占全国50%，且拥有奥飞娱乐、星辉娱乐、实丰文化等6家玩具上市企业。2022年，汕头规模以上工业增加值752.51亿元，同比下降2.3%，其中“三新两特一大”产业起到了支撑作用，全市“三新两特一大”产业合计完成规模以上工业增加值515.80亿元，占全部规上工业增加值的68.5%。具体来看，2022年新材料、新一代电子信息、新能源增加值分别占比为14.5%、4.4%和4.1%，纺织服装、玩具创意增加值占比分别为30.9%、10.0%，大健康增加值占比为4.6%，拥有宜华集团、众业达、万顺新材、超声电子、西陇科学、创美药业、联泰集团、太安堂、东风股份等知名企业。从投资上来看，2022年汕头“三新两特一大”产业中纺织服装产业投资规模超百亿元，汕头国际纺织服装产业基地、纺织服装产业总部大厦开工建设；新能源产业投资增长32.1%，总投资84亿元的勒门II海上风电项目开工建设，海上风电产业园全面启动建设；大健康产业投资增长8.0%，产业品牌化、聚集化、数字化加快发展。

**发展规划及机遇：**根据《汕头市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，汕头市将打造沿海经济带东翼产业发展，推动纺织服装、工艺玩具、化工塑料等传统产业提质升级，大力发展新能源、新材料、新一代电子信息“三新”产业，培育壮大大健康产业，并全面融入粤港澳大湾区，推进深圳汕头深度协作，加快建设汕潮揭都市圈，强化与粤闽浙沿海城市群各市联动发展。

**财政及债务水平：**2022年汕头市一般公共预算收入与政府性基金收入均下滑明显，财政自给能力偏弱，地方政府债务余额持续扩张。2022年汕头市一般公共预算同比下降12.6%，剔除留抵退税因素后同比下降6.6%，主要系受“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力影响；税收收入占比较上年下降10个百分点至59.11%；由于教育、社会保障和就业支出、一般公共服务、卫生健康等民生类支出规模较大，汕头财政自给率较低。受2022年汕头市国有土地出让收入同比大幅减少影响，2022年汕头政府性基金收入大幅减少，同比下降76.8%至52.5亿元。近年汕头地方政府债务余额持续大幅扩张，2022年末汕头地方政府债务余额为811.44亿元，较2020年末增长94.54%。

**表3 汕头市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	127.9	146.3	143.4
一般公共预算收入增速	-12.6%	2.0%	3.8%
税收收入占比	59.11%	70.73%	69.60%
财政自给率	33.21%	35.70%	33.57%
政府性基金收入	52.5	223.5	207.5
地方政府债务余额	811.44	628.4	417.1

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2020-2021年汕头国民经济和社会发展统计公报，汕头市统计局网站，2020-2022年汕头市财政预决算报告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍是汕头市重要的基础设施建设、国有资产经营管理、公共服务和城市管理主体，2022年不再经营公交业务，但仍承担了较多汕头市基础设施项目的投融资及建设工作，具有非常强的区域竞争力

公司是汕头市重要的基础设施建设、国有资产经营管理、公共服务和城市管理主体，在汕头市的基础设施建设、保障房建设运营、珠港新城片区整治开发等业务具有专营优势，2022年公司营收仍主要来自于市政工程、房产销售、商品销售业务三大业务，毛利润主要由房产销售业务贡献。因三大主要营收来源业务收入均有所减少及子公司公交公司不再纳入合并范围致不再运营公共交通业务，公司2022年营业收入同比下滑明显；受益于毛利亏损严重的公交业务不再纳入合并范围报表，公司毛利率水平较上年增长明显。另外，公司土地及房产租赁及其他业务等继续丰富了公司收入来源。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）**

业务类别	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
市政工程	16,387.53	22.99	5.26	21,280.62	20.83	4.93
房产销售	20,574.63	28.79	48.43	28,896.68	28.29	54.12
商品销售	20,984.53	29.36	3.65	33,824.83	33.12	-1.28
公共交通	-	-	-	5,061.69	4.96	-381.4
土地及房产租赁	8,557.79	11.97	26.56	5,859.05	5.74	46.72
其他主营业务	4,255.08	5.95	20.21	5,025.61	4.92	18.41
<b>主营业务收入合计</b>	<b>70,759.56</b>	<b>99.00</b>	<b>20.80</b>	<b>99,948.48</b>	<b>97.85</b>	<b>0.61</b>
其他业务收入	712.05	1.00	52.29	2,191.48	2.15	91.47
<b>营业收入合计</b>	<b>71,471.61</b>	<b>100.00</b>	<b>21.13</b>	<b>102,139.96</b>	<b>100.00</b>	<b>2.56</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）市政工程

公司承接汕头市重大交通基础配套设施等项目建设并开展市政工程建设总承包业务，部分重点基础设施项目建成有望拓宽公司收入来源，但资金以自筹为主，投资额较大且暂未实现收益，面临较大的资金压力且项目收益存在一定不确定性；市政工程建设总承包项目盈利能力相对偏弱，业务受市场竞争影响存在波动性

公司市政工程业务板块分为市政基础设施建设和市政工程施工业务，其中，市政基础设施建设业务主要由公司本部、汕头市城市建设开发有限公司（以下简称“汕头城开”）和汕头市海晟投资发展有限公司（以下简称“海晟投资”）负责，项目类型主要分为自建、委托代建、合作建设等；市政工程施工业务主要由孙公司汕头市建工市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）经营。

#### （1）市政基础设施建设-自建

公司承担汕头市部分基础设施项目的建设，并根据工程建设进度，将自建项目经当地财政部门审批

后的投资成本计入在建工程及固定资产科目。截至2022年末，公司在建自建的项目主要包括汕头高铁站枢纽一体化工程和汕头市粮食储备物流中心项目，拟建自建的项目主要为汕头市华侨经济文化产业孵化基地项目。随着公司未来自建项目建成并投入运营，未来有望为公司拓宽收入来源。

汕头高铁站枢纽一体化工程为汕头高铁站的配套工程（建筑及市政），主要包含站前东广场工程（用地面积6.30万平方米）、轨道交通东广场区间（二期）（总建筑面积5,403平方米）。该项目总投资约34.17亿元，来自政府的资本金比例为30%，剩余项目建设资金由政府专项债及公司本部筹资解决。项目于2020年12月开工建设，截至2022年末已投资额为18.30亿元，项目计划2025年12月竣工验收。汕头高铁站枢纽一体化工程项目计划收入来源包括车辆站务收入、旅客站务服务收入、停车场经营收入、公交办公楼租金收入、商业租金收入等。根据公司提供的可研报告，经测算项目建成运营后的年均经营收入为3.93亿元，年均净利润为1.43亿元。

汕头市华侨经济文化产业孵化基地项目用地位于汕头华侨经济文化合作试验区莱湾片区，总用地面积131.66亩，总规划建筑面积155,668.00平方米，项目建设内容包括华侨经济文化产业孵化、研发、展示、公共服务以及地下车库等功能区域、跨五洲大道连廊以及配套基础设施工程。项目预计总投资19.10亿元，其中来自政府的资本金比例约为20%（3.90亿元），剩余建设资金约15.20亿元来源于拟申请的地方政府专项债，项目建设期为2023-2024年。项目建成后，主要收入计划来源于租赁、场地服务、公共服务空间服务和停车位出租等，根据公司提供的可研报告，项目30年运营期的营业收入合计为47.56亿元，项目累计专项盈余收入合计37.15亿元。

汕头市粮食储备物流中心项目主要为建设18吨汕头市级储备粮库、同时相应配备大米加工间等配套设施，项目建设期为2023年1月至2025年12月，项目建设资金由财政统筹安排。

## **(2) 市政基础设施建设-委托代建**

经汕头市政府授权及委托，截至本评级报告出具日，公司通过委托代建的模式开展的项目为珠港新城片区土地综合整治项目，由子公司汕头市海晟投资发展有限公司（以下简称“海晟投资”）与汕头市珠港新城投资开发有限公司（以下简称“珠港开发公司”）负责运营。公司委托代建业务开展的具体模式为：项目建设期内，汕头市土地储备中心负责珠港新城片区内土地房屋征收，珠港开发公司负责完成珠港新城片区土地综合整治项目的投资建设，包括区域内土地平整以及相应的市政配套基础设施建设，珠港开发公司的投资收益按照实际发生开发成本加成计算（具体以市政府批准文件为准）。

珠港新城片区包括一期、二期和三期项目，珠港开发公司负责的一期一阶段于2016年启动，目前已基本完成，二期二阶段于2020年启动，目前仍在收尾；二期项目暂未确定具体实施对象，故珠港开发公司目前暂未有项目开工；三期项目待完成土地收储后确定建设开发主体。在会计核算上，公司将相关投入成本计入“存货”。截至2022年末，公司在建的代建项目为珠港新城市政及配套一期（二阶段项目）和珠池港片区-武夷山路（中山东路-珠港路）、珠港路（武夷山路-衡山路）市政道路及配套工程，

上述项目总投资 1.14 亿元，已投资金额为 0.45 亿元，公司代建项目投资规模较小，未来业务可持续性一般。

### (3) 基础设施建设-合作建设及其它项目

经汕头市政府的授权，由公司代表汕头市作为出资主体参与广澳港疏港铁路项目。广澳港疏港铁路项目采取合作建设模式开展，其中公司、广东省铁路投资建设集团有限公司分别出资51%、49%合资成立项目公司-汕头广澳港铁路有限公司。广澳港疏港铁路项目为建设广梅汕铁路汕头站至汕头广澳港区的铁路项目，新建线路正线全长约16.4公里，总投资33.52亿元，项目资本金比例为50%，资本金以外项目资金需求由政府专项债及公司申请银行贷款解决。项目于2022年1月24日开工建设，计划工期为4.5年，截止2022年末项目已投资17.58亿元。根据公司提供的资料，广澳港疏港铁路项目投资内部收益率为-2.87%，项目在运营期间由于财务费用、折旧等成本支出较大，财务效益较差。

公司当前还参与建设粤东城际铁路项目。粤东城际铁路项目全称粤东城际铁路“一环一射线”项目，连接汕头站、潮汕站、揭阳站、潮汕机场等对外交通枢纽，主要采用高架和地下线路敷设方式，总长140公里，项目已于2022年底开始动工，工期预计为4.5年。项目由广东省铁路投资建设集团有限公司牵头成立合资公司广东粤东城际铁路有限公司，公司持股比例为18.47%，项目出资主要通过申请地方政府专项债及财政资金解决。项目总投资约512亿元，其中汕头市域范围内投资为222.20亿元，包括工程费用、征地拆迁及迁改费用，截至2022年末已投资32.00亿元。

截至2022年末，公司在建的重大项目计划（含自建、土地综合整治、在建等各类项目）总投资95.41亿元，已投资28.97亿元；尽管部分项目已明确项目资金来源于地方政府专项债及财政资金解决，但公司负责的项目总投资规模较大，部分项目财政资金到位受制于财政统筹安排，随着在建项目的逐步投入，公司未来面临较大的资本开支压力。

**表5 截至 2022 年末公司重大在建拟建市政基础设施建设项目一览（单位：亿元）**

项目名称	项目类型	总投资额	已投资额	资金来源
广澳港疏港铁路项目	在建	33.52	17.58	专项债资金及自筹
汕头市粮食储备物流中心项目	自建	7.48	0.61	财政统筹
汕头市华侨经济文化产业孵化基地项目	自建	19.10	0.00	专项债资金及财政统筹
汕头高铁站枢纽一体化工程	自建	34.17	10.33	专项债资金及自筹
珠港新城市政及配套一期（二阶段）	委托代建	0.88	0.43	自筹
珠池港片区-武夷山路（中山东路-珠港路）、珠港路（武夷山路-衡山路）市政道路及配套工程	委托代建	0.26	0.02	自筹
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>95.41</b>	<b>28.97</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### (4) 市政工程施工业务

公司市政工程施工业务的经营模式为建设总承包，施工类型大部分为道路或管道维修建设，业务业主方包括政府及其相关单位、水务公司等，业主方主体较为分散。汕头城开子公司市政工程公司具备市政工程施工总承包一级、房屋建筑工程施工总承包二级、城市及道路照明工程专业承包二级和城市园林绿化工程专业承包三级资质。在市政工程施工的业务模式上，公司主要通过公开招标、议标等形式承接项目，中标后并签订工程总承包合同，受业主单位委托对所承接项目的工程施工、安全生产、资金结算等进行统一安排。公司积极参与汕头市外地的市政工程建设项目，主要在建施工项目大部分为通过投标取得的汕头市外市政工程项目。在市政工程施工结算上，通常工程施工阶段业主按照工程实际完成量的一定比例向公司支付工程进度款，工程竣工验收合格并办理工程结算后，业主将按财政评审中心结算评审金额支付工程款余额，工程根据工程量一般扣留3%-10%的质保金，工程项目竣工验收合格后一般于2-5年以内付清。每一个会计季度末，公司根据工程项目的完工进度和相关协议确认成本、收入。

2022年公司实现市政工程施工收入1.64亿元，主要来源于番禺金光西大道项目及珠江路等部分路段改造工程项目等，收入同比有所下滑，主要系承接项目订单有所下降；2022年公司市政工程施工业务毛利率为5.26%，盈利能力仍相对偏弱。当前公司主要在建市政工程施工项目大部分为公司通过招投标取得的汕头市外市政工程项目，系市场化经营业务。截至2022年末，公司重大在建市政工程施工项目合同造价金额2.61亿元，已回款金额1.88亿元。由于市政工程施工行业竞争激烈，每年承建项目数量和规模存在不确定性，公司市政工程施工业务收入存在波动。

**表6 截至2022年末公司在建主要市政工程施工项目一览（单位：万元）**

序号	工程名称	业主方	合同造价金额	已回款金额
1	广州番禺金光西大道道路及地下综合管廊工程	广州市番禺区基本建设投资 管理办公室	16,500.27	14,199.12
2	汕头市金平区老旧小区改造项目-2022年度改造任务施工（区段二）工程	汕头市金平区住房和城乡建设局	9,592.67	4,597.79
<b>合计</b>			<b>26,092.94</b>	<b>18,796.91</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）房产销售业务

公司继续开展保障房及商品房开发销售业务，2022年公司保障房销售未产生收入，商品房销售收入同比有所下降，剩余可售房产（含保障房）去化较慢；公司土地储备具有一定规模，但仍无在建及拟建的商品房及保障房项目，后续房产销售业务开展将受项目规划进度影响而存在不确定性

公司的房产销售业务为商品房开发销售及保障房委托代建销售。公司商品房销售业务主要由汕头城开及下属企业汕头市西区改造建设有限责任公司运营，其中汕头城开和汕头市西区改造建设有限责任公司分别具有房地产三级和四级开发资质；汕头市本级保障性住房建设业务主要由汕头城开及子公司汕头市安居工程发展总公司负责运营。

公司保障房委托代建销售业务模式为：由政府规划并提供资金、划拨土地，由公司负责项目全过程

的组织管理，包括立项、报建、规划设计、工程招投标、现场管理、竣工验收等，公司一般按成本加成1%左右收取建设单位服务费。政府将保障房建设资金纳入财政预算，按项目进度向子公司汕头市安居工程发展总公司拨付。账务处理上，公司将施工投入成本计入预付账款。公司已完工保障性住房项目包括潮馨园、长兴苑一区一期和长兴苑一区2期项目，均按上述保障房委托代建销售业务模式开展且为公租房项目，相关项目建设完毕后全部移交政府运营管理且均已回款。截至2022年末，公司保障房项目仅华馨花园还未移交及回款完成，该项目为经济适用房（限价房），业务模式为公司投资建设并对外销售，销售价格和销售对象均由相应政府部门批准，公司通过配套商业、车位销售平衡收益；该项目建筑总面积为13,800平方米，剩余总可售面积约为60%，销售进度受汕头市住房保障中心的政策及汕头市保障房发展目标影响。

公司商品房开发销售业务采用自主开发的经营模式，项目区域集中于汕头市，业务类型涉及住宅、商铺、车位等商品房项目。受2022年汕头房地产市场景气度仍不佳影响，公司房地产销售面积及金额均有所下降。

**表7 公司 2021-2022 年房地产销售情况**

项目	2022 年	2021 年
销售面积（平方米）	21,839.32	31,949.96
销售金额（万元）	20,736.99	30,032.96
结转收入（万元）	20,574.63	28,896.68

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司已开发完工且在售的项目共商品房项目均处于尾盘销售状态，公司仍具有一定可售面积规模但当前去化较慢，未来收入规模易受房地产市场调控政策及房地产市场行情影响可能继续波动。

截至2022年末，公司拥有包括使用用途为保障房、住宅、商业及居住等属性在内的土地共78.13万平方米，公司土地储备具备一定规模。2022年10月，公司通过招拍挂以4.35亿元底价取得位于汕头市东海岸新城新溪片区中阳大道与南岭路交界西南侧的1宗住宅用地。截至本评级报告出具日，公司暂无在建及拟建的商品房及保障房项目，后续公司房产销售业务开展将受项目规划进度影响而存在不确定性。

**表8 截至 2022 年末公司土地储备情况**

地块	取得方式	用途	面积(万平方米)	账面价值（万元）	入账依据
濠江区塘边湾土地	划拨	保障房	56.42	400,290.00	成本法
中泰立交桥周边地块	划拨	商业及居住	21.5	110,129.95	成本法
春源北地块	出让	住宅	0.21	182.76	成本法
中阳大道与南岭路交界西南侧	出让	住宅	2.82	23,055.00	出让
<b>合计</b>			<b>80.95</b>	<b>533,657.71</b>	-

注：中阳大道与南岭路交界西南侧地块，截至2022年末公司已缴纳地价款为2.31亿元，计入公司存货-开发成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）商品销售

公司销售商品仍主要为储备粮、水产品、糖烟酒类，2022年收入同比均有所下滑；其中储备粮业务因政策性经营为主而盈利能力较弱，但2022年继续获得了较大力度的业务补贴

公司商品销售业务仍主要分为储备粮食销售、水产品、糖烟酒类三个板块。储备粮食销售主要由汕头城开下属汕头市储备粮食和物资有限公司（以下简称“储备粮公司”）负责，承担市内地方储备粮经营管理、粮食应急供应等政策性职能，负责汕头市储备粮的采购、仓储、销售，因储备粮的定价由政府管控，近年来储备粮轮换销售价格与仓储成本及收购价格之间存在一定价差，导致出现政策性毛利润为负，对此政府将给予财政补贴的支持。酒类销售主要由汕头城开下属汕头市糖烟酒总公司（以下简称“汕头烟酒”）运营，汕头烟酒是汕头市人头马和马爹利的二级分销商，经销模式为批发，酒类批发市场竞争激烈且价格透明，因此相关业务毛利率较低。水产品销售来自于汕头市冷冻厂，公司根据客户需求联系第三方的物流进行出入库运输等服务，并收取一定的中间费用，此外公司还对新鲜水产品进行冷冻加工，制成的冷冻水产品多数出口外销。

2022年公司商品销售业务中的三大品类储备粮食、水产品及糖烟酒类销售收入同比均有所下滑，但业务毛利率由上年为负转正，主要系储备粮轮换销售数量减少而产生的政策性亏损减少所致。2022年公司收到政府拨付储备粮补贴为0.56亿元，来自政府补贴的力度仍较大。

**表9 公司 2021-2022 年商品销售业务情况（单位：万元）**

产品种类	2022 年		2021 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
储备粮食销售	12,201.80	-0.22%	14,647.48	-6.15%
水产品销售	4,311.40	6.92%	9,306.85	11.25%
糖烟酒类销售	1,625.95	3.41%	9,822.00	0.86%
其他产品	2,845.38	15.47%	48.50	-591.18%
<b>合计</b>	<b>20,984.53</b>	<b>3.65%</b>	<b>33,824.83</b>	<b>-1.28%</b>

注：上表中“-”表示不适用。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （四）土地及房产租赁等业务

公司土地及房产租赁收入仍主要来源于名下位于汕头市龙湖区的财政综合大楼房产租赁，2022年同比大幅增加；物业管理、工程管理等业务规模相对不大，但对公司收入及利润水平形成了一定的补充

公司通过出租等经营方式管理名下的部分土地及房产，近年公司出租的自有土地、商铺及房产主要包括位于汕头市龙湖区长平路的建筑面积为40,197.60平方米的综合大楼、位于北京市东城区的建筑面积为3,342.88平方米的北京中海紫玉苑楼房以及位于汕头市牛田洋养殖基地的土地面积为1,37.50万平方米的牛田洋土地片区，其中财政综合大楼是公司土地及房产收入的主要来源。2022年公司土地及房产租赁

业务收入同比大幅上升，主要系公司新增出租北山湾宾馆等资产。

公司其他收入包括物业管理、工程监理、停车场收费管理等业务为主的其他主营业务板块。其中公司物业管理由汕头城投下属全资子公司汕头市城市建设开发物业有限公司（以下简称“城开物业公司”）负责开展。城开物业公司主要承担汕头市广厦片区12个政府主导建设的保障房园区及华馨花园等住宅的物业管理职。尽管公司其他主营板块业务收入规模不大，但经营具备一定持续性，对公司的收入及利润水平形成一定的补充。

**尽管公司2022年期间受冲减应收汕头市财政局的收入及无偿划转2家子公司影响，公司资本公积同比大幅减少，但公司在项目资本金和政府补贴上仍获得了来自政府的大力支持，有效支持了公司的项目建设和提升了公司盈利能力**

公司是汕头市核心市级基础设施投融资主体，在汕头市城市基础设施建设、公共服务和城市管理中发挥了重要作用，2022年继续获得来自汕头市人民政府的大力支持。尽管受按政府指示将应收汕头市财政局的项目管理费收入抵减及划转出两家子公司金凤路桥公司和公交公司影响，公司资本实力有所减弱，但是公司收到了来自汕头市人民政府注入的大型产业集聚区项目建设资本金共计10亿元用于支持公司项目建设。此外，我们注意到，公交公司和金凤路桥公司<sup>2</sup>近年连续亏损，公交公司和金凤路桥公司2022年分别实现营业收入0.48亿元、0.02亿元，实现净利润-1.46亿元、-0.49亿元，相关公司的划出有利于公司的健康发展。

2022年，公司获得来自储备粮和偿债专项资金转补贴政府补助合计0.56亿元，占公司当期利润总额的34.95%，提升了公司的盈利能力。

**表10 2022年公司收到的主要外部支持变动情况（单位：万元）**

编号	主要内容	文件号/文件名	账面价值
<b>计入资本公积</b>			
1	为支持公司的大型产业集聚区项目建设，汕头市人民政府向公司注入的资本金	《广东省工业和信息化厅关于下达 2021 年省级先进制造业发展专项(支持大型产业集聚区建设)资金项目计划的通知》	100,000.00
2	为解决历史遗留问题，依据汕头市人民政府的批示，公司应收财政局的项目管理收入冲减资本公积	汕府办综文[2022]1-031 号	-76,402.95
3	本期剥离汕头市金凤大桥路桥建设有限公司、	公司 2023 年 5 月 18 日发布的《关于汕头	-141,554.85

<sup>2</sup> 金凤路桥公司主要负责金凤大桥及其配套设施、西港高架桥及其配套设施的建设开发、投资经营管理等，其中金凤大桥项目汕头市梅溪河金凤大桥-西港高架桥工程、汕头市金凤大桥-西港高架桥项目扩建工程、汕头市金凤大桥-高架桥工程分别于 2002 年 11 月、2004 年 3 月、2015 年 11 月动工，同时分别于 2015 年 4 月、2015 年 4 月、2016 年 12 月完工。金凤大桥及其配套设施的资本金由财政拨付，金凤路桥公司负责建设资金筹措，贷款本息由汕头市路桥管理处根据实际支出情况拨付。自 2017 年 1 月 1 日起，广东省人民政府批复汕头市取消金凤路桥、金鸿公路、陈沙公路等路桥项目的车辆通行费年票制，不再收取年票、次票和委托高速公路代收的普通公路次票。金凤路桥公司对金凤路桥项目计入在建工程及固定资产科目，该项目无收费权，未产生通行费相关收入。2021 年末金凤路桥相关项目计入固定资产账面价值合计为 15.68 亿元，其中 2019-2021 年分别计提折旧 0.41 亿元、0.61 亿元、0.63 亿元。金凤路桥公司主要资产公益性属性较强，每年计提折旧较大使得盈利亏损严重。

	汕头市公共交通总公司的影响	市投资控股集团有限公司无偿划转子公司股权的公告》	
<b>合计</b>			<b>-117,957.80</b>
		<b>计入其他收益</b>	
1	储备粮费用财政补贴	-	3,509.10
2	偿债专项资金转补贴	-	2,102.57
<b>合计</b>			<b>5,611.67</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

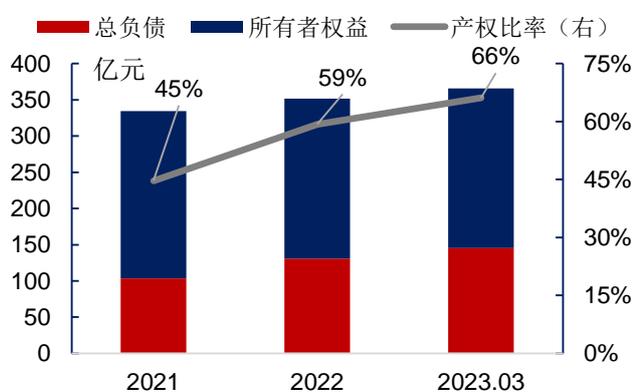
以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围内新纳入2家子公司，减少纳入2家子公司。

### 资本实力与资产质量

公司作为汕头的核心平台，2022年公司通过加大银行贷款和债券融资及申请地方政府专项债等方式筹措资金用于项目建设驱动资产规模有所增长，公司资产中土地资产、联营企业股权占比仍较高，近年汕头市房地产市场景气度偏弱，对土地价值及变现难度有一定不利影响，整体资产流动性较弱

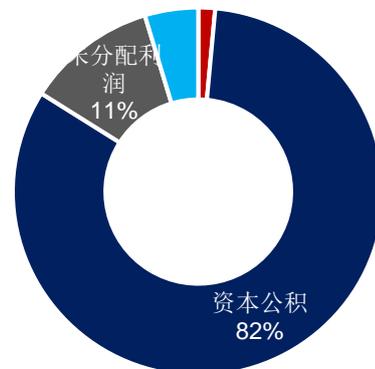
2022年公司通过加大银行贷款和债券融资及申请地方政府专项债等方式筹措资金用于项目建设，负债规模有所增长；受2家子公司被无偿划出及应收账款冲减资本公积影响，公司所有者权益有所减少。综合影响下，公司产权比率有所上升，所有者权益对负债保障程度虽然有所减弱但仍较好。从权益结构来看，2022年末主要由政府注入的资本金和划转股权构成的资本公积构成，未分配利润也占一定比重。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



注：蓝色和红色分别表示其他和实收资本，为 4.65%、1.46%

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产中土地资产、长期股权投资合计占比仍较高，截至2022年末，公司土地资产及长期股权投资占公司总资产比重为79.09%。2022年末公司的土地资产主要由以下三块构成：（1）投资性房地产中以公允价值入账的6块牛田洋划拨土地及16块位于汕头北山湾旅游度假区出让土地，上述土地合计账面价值为70.37亿元，土地使用权性质以商住为主；（2）存货中拟开发土地的账面价值主要为以成本法计量的40.03亿元划拨塘边湾居住用地（保障房性质）；（3）无形资产中多块划拨取得以成本法入账的广澳大山片区、蓝水星公园西侧、中泰立交桥周边等合计账面价值27.57亿元的多宗土地构成，均以成本法计量，土地性质以商业及居住用地为主。因2022年公司投资性房地产中土地评估有所增值，公司账上土地价值小幅增长。公司持有的土地账面价值及变现情况易受汕头的房地产市场景气度影响，相关土地资产存在一定的价值波动风险。公司长期股权投资主要由接收股东划转的汕头招商局港口40%股权、持有汕头粤海水务49%股权和汕头海湾农村商业银行股份有限公司30%股权等构成。2022年末，公司长期股权投资账面价值同比上年有所增长，主要系公司新增对联营企业广东粤东城际铁路有限公司8亿元和汕头市中小企业融资担保有限公司0.47亿元的投资。

其他资产方面，2022年末公司账上货币资金同比小幅增长，主要系收到财政拨款资金，其中0.24亿元因融资担保、诉讼冻结、银行承兑汇票保证金等而使用受限。因发生公司应收汕头市财政局的项目款与资本公积冲抵事项，2022年末公司应收账款同比减少明显。公司其他应收款仍由应收广东兴华集团有限公司<sup>3</sup>和汕头市国企及相关单位的往来款为主，2022年账面价值小幅增长，主要系新增应收汕头市资产管理集团有限公司和汕头市财政局的往来款所致。除拟开发土地外，公司存货还由开发成本和开发产品等构成，公司开发成本主要由未结算的代建项目投入和2022年新取得1宗住宅用地缴纳地价款等的构成，2022年末账面价值为18.33亿元，同比有所增长。受金凤路桥公司划出影响，公司固定资产规模大幅减少。随着公司自建项目汕头高铁站枢纽一体化工程及合作建设项目广澳港疏港铁路项目的建设投入增加，2022年末公司在建工程规模同比快速增加。2022年末公司其他非流动资产大幅增长，主要系公司2022年内向汕头市投资管理中心购买账面价值6.5亿元的新溪二期项目资产以及15宗行政事业性国有资产、向汕头海湾农村商业银行股份有限公司购买账面价值1.56亿元的位于贵州盘江镇的房地产资产<sup>4</sup>等。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.59	6.18%	22.01	6.26%	19.88	5.94%
应收账款	3.94	1.08%	3.68	1.05%	13.80	4.12%
其他应收款（合计）	20.56	5.62%	22.45	6.38%	18.60	5.56%

<sup>3</sup> 广东兴华集团有限公司为公司房地产开发项目金港一区、二区、三区、四区的施工方，主要负责项目前期的业主单位，公司子公司汕头城开作为业主单位负责项目后期销售，在项目销售完成后汕头城开和广东兴华集团有限公司按实际收益分成。

<sup>4</sup> 截至2022年末，上述房产尚未完成产权登记手续。

存货	75.13	20.55%	74.60	21.22%	69.82	20.87%
<b>流动资产合计</b>	<b>123.10</b>	<b>33.67%</b>	<b>123.46</b>	<b>35.11%</b>	<b>126.99</b>	<b>37.95%</b>
固定资产	6.04	1.65%	6.03	1.72%	18.83	5.63%
在建工程	17.43	4.77%	16.02	4.56%	5.92	1.77%
长期应收款	6.01	1.64%	6.01	1.71%	0.00	0.00%
长期股权投资	80.77	22.09%	68.86	19.58%	61.01	18.23%
投资性房地产	76.70	20.98%	76.70	21.81%	74.72	22.33%
无形资产	27.66	7.57%	27.66	7.87%	28.62	8.55%
其他非流动资产	20.02	5.48%	19.02	5.41%	10.92	3.26%
<b>非流动资产合计</b>	<b>242.49</b>	<b>66.33%</b>	<b>228.16</b>	<b>64.89%</b>	<b>207.64</b>	<b>62.05%</b>
<b>资产总计</b>	<b>365.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>351.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>334.63</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2022年公司营业收入同比下滑明显，主营业务盈利能力有所提升，但盈利仍较依赖于土地增值产生的公允价值变动、投资收益和政府补助；其中受公司土地评估增值同比减少、对联营企业经确认的投资收益波动影响，公司利润水平继续波动

2022年公司营收仍主要来自于市政工程、房产销售、商品销售业务三大业务，毛利润主要由房产销售业务贡献。因三大主要营收来源业务收入均有所减少及子公司公交公司不再纳入合并范围致不再运营公共交通业务，公司2022年营业收入同比下滑明显；受益于毛利亏损严重的公交业务不再纳入合并范围报表，公司毛利率水平较上年增长明显，主营业务盈利能力有所提升。另外，公司土地及房产租赁及其他业务等继续丰富了公司收入来源。

2022年公司利润总额同比下滑明显，主要系公司确认的公允价值变动收益和投资收益均有所下降。其中公允价值变动收益来自于投资性房地产评估价值变动，2022年公司投资收益主要来自持有其他权益工具投资在持有期间的投资收益<sup>5</sup>，其中伴随着联营企业汕头招商局港口经营亏损<sup>6</sup>，公司2022年投资收益中权益法核算的长期股权投资收益减少明显。2022年，公司收到计入其他收益中的政府补助为0.57亿元，占公司当期利润总额的34.95%，提升了公司的盈利能力。总体来看，公司主营业务盈利能力仍较弱，利润主要来源于投资收益和政府补助。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

<sup>5</sup> 2022年末，公司其他权益工具账面价值为7.68亿元，主要为公司持有万泽实业股份有限公司（股票简称“万泽股份”，股票代码“000534.SZ”）、广发银行股份有限公司等多个公开市场权益投资和非公开市场权益投资构成。2022年公司主要收到了其他权益工具中的广东烟草汕头市有限责任公司0.37亿元、广东华兴银行股份有限公司0.07亿元等合计0.46亿元股利收入。

<sup>6</sup> 汕头招商局港口2022年实现营业收入3.86亿元，同比上年变动不大；实现净利润-1.20亿元，其中上年实现净利润66.10万元，主要系汕头招商局港口2022年度非流动资产损毁报废损失导致营业外支出大幅增加0.99亿元。

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	1.21	7.15	10.21
营业利润	-0.67	1.58	3.29
投资收益	0.02	0.64	1.35
其他收益	0.15	0.57	3.27
利润总额	-0.69	1.61	3.12
销售毛利率	14.41%	21.13%	2.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 偿债能力

随着项目建设资金需求加大，公司总债务规模增长较快，但公司资产负债率水平仍较低，融资渠道通畅，偿债能力较好

随着公司项目建设持续投入等，公司债务规模扩张较快，2023年3月末总债务规模为64.35亿元，较2021年末增加47.49%。从债务构成来看，公司债务主要由债券融资和银行借款构成。公司银行借款主要由信用、保证和抵押借款构成，借款成本主要集中在3.0%-4.0%之间，少部分借款在4.7%-5.6%之间，授信主要来自于国家开发银行、中国银行、杭州银行和民生银行等。2022年至2023年一季度期间，公司新发行“22汕头投资MTN001”、“23汕头投资MTN001”使得应付债券规模有所增长；截至本评级报告出具日，公司发行存续公司债、企业债及中期票据共6只，债券余额合计56.70亿元，票面利率在3.23%-7.99%之间，详见下表15。

公司长期应付款主要由公司基础设施建设项目和自建项目等相关的地方政府专项债构成，随着项目投入推进，2022年公司新申请地方专项债资金用于粤东城际铁路、广梅汕铁路汕头站至广澳港区铁路等项目建设，期末公司长期应付款同比大幅增长。公司其他应付款仍主要由与政府及相关单位的往来款构成；2022年末公司其他应付款规模有所下降，主要系公司偿还了对汕头市国资委、汕头市金平区财政局等单位往来款所致。2022年末公司合同负债仍主要由预收购房款构成；随着2022年部分房产销售交房，公司合同负债规模同比小幅下降。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.70	10.79%	13.11	10.02%	7.18	6.95%
合同负债	6.46	4.44%	6.42	4.90%	7.99	7.73%
其他应付款（合计）	5.39	3.71%	10.45	7.98%	11.62	11.25%
一年内到期的非流动负债	2.70	1.86%	2.70	2.07%	4.65	4.50%
<b>流动负债合计</b>	<b>40.57</b>	<b>27.87%</b>	<b>43.50</b>	<b>33.24%</b>	<b>46.55</b>	<b>45.06%</b>
长期借款	9.40	6.46%	9.40	7.18%	3.57	3.46%
应付债券	36.53	25.10%	34.14	26.09%	25.33	24.51%
长期应付款（合计）	45.30	31.12%	30.11	23.00%	14.65	14.18%

非流动负债合计	104.97	72.13%	87.38	66.76%	56.77	54.94%
负债合计	145.54	100.00%	130.88	100.00%	103.32	100.00%
总债务	64.35	44.22%	59.41	45.39%	43.63	42.23%
其中：短期债务	18.40	12.65%	15.86	12.11%	14.73	14.25%
长期债务	45.95	31.57%	43.55	33.27%	28.90	27.97%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**表14 截至本评级报告出具日，公司存量发行债券构成情况（单位：亿元，%）**

序号	债券简称	起息日	到期日	发行规模	债券余额	债券期限	票面利率
1	14 汕头投资债	2014.03.04	2024.03.04	18.00	2.70	10.00	7.99
2	20 汕投 01	2020.02.27	2025.02.27	8.00	8.00	5.00	3.80
3	20 汕投 02	2020.07.29	2025.07.29	12.00	12.00	5.00	4.03
4	22 汕头投资 MTN001	2022.04.27	2027.04.27	11.50	11.50	5.00	3.23
5	23 汕头投资 MTN001	2023.01.16	2028.01.16	8.50	8.50	5.00	4.10
6	23 汕投 01	2023.05.17	2028.05.17	14.00	14.00	5.00	3.40
<b>合计</b>				<b>72.00</b>	<b>56.70</b>	-	-

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

偿债指标方面，因公司加大资金筹措推进项目建设，2022年末公司资产负债率上升明显。2022年末公司现金短期债务比有所下滑，但现金对短期债务的保障程度仍尚可。2022年末公司EBITDA利息保障倍数有所下降，主要系公司2022年EBITDA受土地增值收益和长期股权投资确认收益均减少影响。截至2022年末，公司获得银行授信额度合计68.75亿元，剩余可用授信额度合计31.20亿元，融资渠道通畅，具备一定的融资弹性。

**表15 公司偿债能力指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	39.81%	37.22%	30.88%
现金短期债务比	1.23	1.38	1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	2.40	2.88

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开信息查询，公司近一年内未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开信息查询，近一年内公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。2022年以来公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2022年4月，公司监事李绪立、任敏威和魏文洁离任，职工董事余楚娇离任，新增监事任浩冉、陈芥、许仕超，新增外部董事黄泽斌、王延宁、蔡少河和黄金山。截至本评级报告出具日，公司的董事人数为7人，较《公司章程》规定的人数多2名，公司章程尚待修改。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日<sup>7</sup>，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、外部特殊支持分析

公司是汕头市人民政府下属重要企业，控股股东和实际控制人均为汕头市国资委，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，汕头市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与汕头市人民政府的联系非常紧密。公司实际控制人和控股股东为汕头市国资委，持股比例为100%，汕头市人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，且近年公司获得汕头市人民政府较大力度的外部支持，此外，公司作为汕头市重要的基础设施建设主体和投融资主体，预计未来较长一段时期其定位仍将维持，未来公司与汕头市人民政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对汕头市人民政府非常重要。公司主要承接汕头市重大交通基础配套设施等项目的建设，在基础设施建设方面对汕头市人民政府贡献很大；此外，公司违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 九、结论

汕头市作为经济特区和粤东政治经济文化中心，在纺织服装、化工塑料、工艺玩具、印刷包装等产业优势明显，近年来积极布局以智能装备制造、新一代信息技术、新材料、生物医药等战略新兴产业，为公司发展提供了良好的外部环境。公司是汕头市重要的基础设施建设、国有资产经营管理、公共服务和城市管理主体，业务开展较多元。虽然公司资产流动性较弱，土地资产和长期股权投资占比较高，土地价值波动性受区域房地产景气度影响，对长期股权投资中的联营企业确认的投资收益波动明显，且盈

<sup>7</sup> 公司本部征信报告查询日分别为2023年5月17日。

利较依赖于政府补贴，但考虑到公司在基础设施建设、保障房建设运营、珠港新城片区整治开等业务具有垄断优势，2022年在资本注入和财政补贴方面持续获得较强的外部支持，资产负债率较低，整体来看，公司抗风险能力很强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，维持“14汕头投资债/PR汕投资”信用等级为AA+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	22.59	22.01	19.88	20.54
应收账款	3.94	3.68	13.80	13.49
其他应收款（合计）	20.56	22.45	18.60	32.03
存货	75.13	74.60	69.82	78.94
流动资产合计	123.10	123.46	126.99	150.06
固定资产	6.04	6.03	18.83	18.37
在建工程	17.43	16.02	5.92	2.15
长期应收款	6.01	6.01	0.00	5.08
长期股权投资	80.77	68.86	61.01	61.09
投资性房地产	76.70	76.70	74.72	60.23
无形资产	27.66	27.66	28.62	28.72
其他非流动资产	20.02	19.02	10.92	12.15
非流动资产合计	242.49	228.16	207.64	194.14
资产总计	365.59	351.62	334.63	344.19
短期借款	15.70	13.11	7.18	6.13
合同负债	6.46	6.42	7.99	0.00
其他应付款（合计）	5.39	10.45	11.62	13.30
一年内到期的非流动负债	2.70	2.70	4.65	4.65
流动负债合计	40.57	43.50	46.55	49.41
长期借款	9.40	9.40	3.57	21.37
应付债券	36.53	34.14	25.33	29.93
长期应付款（合计）	45.30	30.11	14.65	4.73
非流动负债合计	104.97	87.38	56.77	77.12
负债合计	145.54	130.88	103.32	126.53
其中：短期债务	18.40	15.86	14.73	10.78
总债务	64.35	59.41	43.63	71.38
所有者权益	220.05	220.74	231.31	217.66
营业收入	1.21	7.15	10.21	10.85
营业利润	-0.67	1.58	3.29	6.11
其他收益	0.15	0.57	3.27	3.74
利润总额	-0.69	1.61	3.12	6.08
经营活动产生的现金流量净额	-1.31	7.83	6.84	1.66
投资活动产生的现金流量净额	-17.23	-32.87	-5.31	-15.97
筹资活动产生的现金流量净额	19.12	26.96	-2.45	10.71
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	14.41%	21.13%	2.56%	3.11%

资产负债率	39.81%	37.22%	30.88%	36.76%
短期债务/总债务	28.60%	26.69%	33.76%	15.11%
现金短期债务比	1.23	1.38	1.42	2.23
EBITDA（亿元）	--	4.88	8.43	11.17
EBITDA 利息保障倍数	--	2.40	2.88	4.28

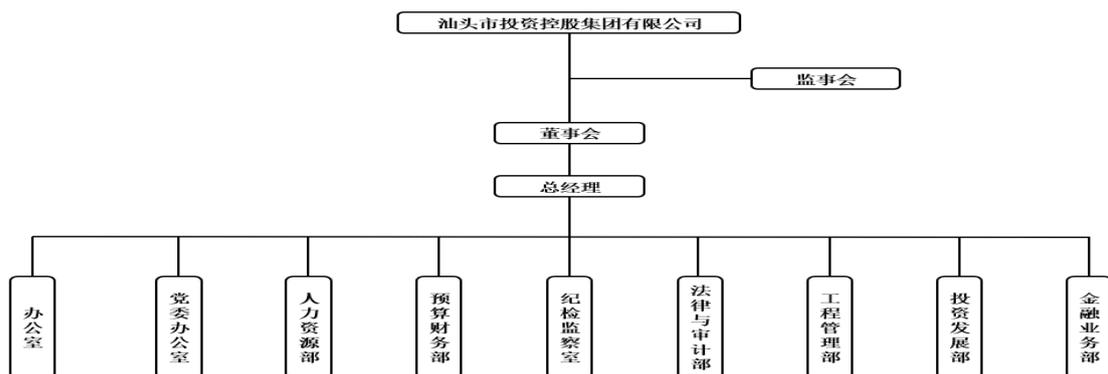
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022年12月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	主营业务	注册资本	持股比例
1	汕头市城市建设开发有限公司	房地产经营	17,638.00	100%
2	汕头市海晟投资发展有限公司	城镇开发	93,000.00	100%
3	汕头市科农生物有限公司	农产品研发销售	100.00	100%
4	汕头经济特区北山湾旅游度假区开发总公司	房地产经营	1,000.00	100%
5	汕头市康泰颐养贸易有限公司	康复用品研发销售	20.00	100%
6	汕头市旅游投资有限公司	旅游项目运营管理	20,000.00	100%
7	汕头市投控农业发展公司	水产品养殖、农作物种植	600.00	100%
8	汕头市能源投资有限公司	港口建设开发、燃气经营	10,000.00	100%
9	汕头市水务投资有限公司	自来水生产与供应	50,000.00	100%
10	汕头广澳港铁路有限公司	建设工程施工，公共铁路运输，道路旅客运输经营	167,600.00	51%
11	汕头市投控私募基金管理有限公司	私募股权投资基金管理，创业投资基金管理	1,000.00	100%
12	汕头市投控投资发展有限公司	投资活动、物业管理、广告设计制作、代理	12,000.00	100%
13	汕头市投控资产经营有限公司	市政设施管理、物业管理、家政服务、住房租赁	500.00	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。