

2014 年汕头投资建设总公司企业债券 2021 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.

技术领先，服务全球，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。

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¹企业债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-30	2020-08-07

评级观点

- 中证鹏元对汕头市投资控股集团有限公司（以下简称“汕头投控”或“公司”）及其 2014 年 3 月 4 日发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务较为多元化，且部分业务具有区域垄断优势，并继续获得外部较大力度的支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，业务盈利水平较低，在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力等风险因素。

债券概况

债券简称：14 汕头投资债/PR 汕投资

债券剩余规模：8.10 亿元

债券到期日期：2024-03-04

偿还方式：按年付息，在债券存续期的第三年至第六年末等额偿还 10% 的本金，第七年至第十年末等额偿还 15% 的本金

未来展望

- 预计公司业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	344.19	302.11	291.26
所有者权益	217.66	185.48	173.97
总债务	71.38	60.48	65.85
资产负债率	36.76%	38.61%	40.27%
现金短期债务比	1.91	2.68	2.03
营业收入	10.85	13.66	12.08
其他收益	3.74	3.45	3.20
利润总额	6.08	2.27	3.94
销售毛利率	3.11%	12.06%	12.40%
EBITDA	11.17	6.63	8.54
EBITDA 利息保障倍数	4.28	2.72	2.65
经营活动现金流净额	1.66	2.09	-5.55
收现比	1.15	0.91	1.08

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：李世伶
lishl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

¹ 2018 年 10 月 10 日公司名称更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“汕头市投资控股集团有限公司”。

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**汕头市经济以工业为主，纺织服装、化工塑料、工艺玩具、食品医药、机械装备、印刷包装等为传统优势产业，经济近年维持平稳增长，2020年全年实现地区生产总值2,730.58亿元。
- **公司业务较为多元化，且部分业务具有明显的区域垄断优势。**公司为汕头市核心基础设施建设主体，业务涉及基础设施建设、房地产开发（含保障房）、公共交通、供水、电厂项目，业务类型较为多元化。其中，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发、公交运营等业务上具有垄断优势。
- **公司继续获得外部较大力度的支持。**2020年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”）将汕头招商局港口集团有限公司40%股权无偿划拨给公司，并向公司注入货币资金；同年公司获得一定的政府补助。较大力度的外部支持提升了公司的资本实力和盈利能力。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2020年末公司投资性房地产和无形资产、存货中土地资产占总资产的比重较高，价值易受土地市场和房地产市场影响；应收款项金额较大，对营运资金形成较大占用；且存在一定的受限资产。
- **公司业务盈利水平较低。**2020年公司营业收入主要来自商品销售、房产销售和市政工程业务，其中营业收入的最大来源商品销售业务仍处于亏损经营状态，市政工程业务毛利率亦较低，2020年公司销售毛利率同比大幅下降。
- **公司在建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**截至2020年末公司在建基础设施项目暂未实现收益，主要在建基础设施项目和珠港新城片区土地综合整治项目投资规模较大。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期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2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为18,532.96元。

三、发行主体概况

2020年8月公司名称由原变“汕头市投融资集团有限公司”变更为“汕头市投资控股集团有限公司”。公司于2020年5月及12月分别收到股东汕头市国资委投入的增资款4,000.00万元及2,100.00万元，实收资本增至28,100.00万元。截至2020年末，公司注册资本为26,000.00万元，实收资本为28,100.00万元，注册资本与实收资本不一致的原因系工商变更尚未完成，控股股东及实际控制人仍为汕头市国资委，持有公司100%的股权。

2020年12月公司法定代表人由张磊变更为吴少青，由吴少青担任公司董事长，张磊不再担任公司董事长、黄关生不再担任公司董事、苏喆丰不再担任公司监事，公司新增监事魏文洁。

公司主营业务仍为汕头市城市基础设施建设、公共服务和城市管理。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共10家，2020年纳入合并范围子公司无变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项

目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

汕头市经济增速放缓，进出口贸易推动经济发展

汕头市经济以工业为主，纺织服装、化工塑料、工艺玩具、食品医药、机械装备、印刷包装等为传统优势产业。受疫情影响，汕头市 2020 年经济增速有所放缓。2020 年全年汕头市实现地区生产总值 2,730.58 亿元，同比增长 2.0%；同期人均 GDP 为 47,433.90 元，占全国人均 GDP 比值为 65.47%，落后于平均水平。

汕头市二、三产业较为均衡，2020 年三次产业结构由上年的 4.5:47.5:48.0 调整为 4.5:47.7:47.8。2020 年汕头市第二产业增加值增长 2.5%，全年完成工业增加值同比增长 1.7%，先进制造业和高技术制造业增加值分别增长 2.9%、8.8%。在第三产业增加值中，交通运输、仓储和邮政业增加值增长 19.6%，金融业增长 2.8%。

2020 年汕头市固定资产投资和消费总额均有所下滑。2020 年汕头市完成固定资产投资比上年下降 6.4%，工业投资下降 35.7%，其中制造业投资下降 46.8%；高技术制造业投资下降 7.0%，先进制造业投资下降 30.2%。2020 年汕头市社会消费品零售总额比上年下降 9.3%。进出口贸易是推动汕头市 2020 年经济增长的重要动力。2020 年全市出口总额 67.33 亿美元，同比增长 13.5%，机电产品、玩具产品合计出口额比重超过五成。

表1 汕头市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,730.58	2.0%	2,694.08	6.1%
第一产业增加值	123.03	0.0%	120.88	3.0%
第二产业增加值	1,303.56	2.5%	1,279.70	4.1%
第三产业增加值	1,303.99	1.7%	1,293.50	8.7%
工业增加值	-	1.7%	-	3.1%
固定资产投资	-	-6.4%	-	12.9%
社会消费品零售总额	1,417.06	-9.3%	1,894.34	7.0%
进出口总额	681.63	13.5%	87.17（亿美元）	3.4%
存款余额	4,130.81	7.0%	3,861.01	7.9%
贷款余额	2,220.33	2.4%	2,168.92	10.9%
人均 GDP（元）		47,433.90		47,669.00
人均 GDP/全国人均 GDP		65.47%		67.24%

注：2020年人均GDP以年末户籍人口数575.66万人计算。

资料来源：2019-2020年汕头市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年汕头市实现一般公共预算收入143.45亿元，同比增长3.8%，其中税收收入99.8亿元，占比69.60%；实现政府性基金收入207.5亿元，同比增长19.2%；实现一般公共预算支出427.2亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为33.58%，财政自给能力仍较差。

五、经营与竞争

公司主要在汕头市范围内从事城市基础设施建设、公共服务和城市管理业务，其中在基础设施建设、保障房建设运营、珠港新城片区整治开发、公交运营等部分业务具有垄断优势，近年营业收入主要来源于商品销售、房产销售、市政工程业务。2020年公司实现营业收入10.85亿元，同比减少20.62%，主要系房产销售及市政工程收入下滑所致。2020年公司粮食销售收入大幅增长，带动当期商品销售收入同比增长31.62%，成为公司最大的收入来源。公司主营业务中的其他收入包括监理费收入、物业管理费和停车费收入等。其他业务收入主要包括无产权证车位销售收入和租赁平台服务费收入。

毛利率方面，由于亏损经营的商品销售业务收入占比提高，2020年公司综合毛利率同比大幅下滑8.95个百分点至3.11%，盈利水平很低。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品销售	34,107.68	-5.92%	25,914.54	-13.30%
房产（含保障房）销售	31,106.22	45.60%	43,806.32	53.69%

市政工程	26,176.51	4.38%	44,557.60	4.58%
公共交通	3,232.79	-521.74%	5,825.34	-277.59%
土地及房产租赁收入	2,293.65	51.56%	2,111.99	52.19%
其他	6,154.55	17.70%	4,850.74	12.16%
主营业务小计	103,071.41	-1.24%	127,066.53	6.01%
其他业务	5,394.48	86.39%	9,566.98	92.47%
合计	108,465.88	3.11%	136,633.51	12.06%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施业务

公司在建基础设施项目暂无收益，且后续投资额较大，面临较大的资金压力

公司是汕头市核心基础设施投融资主体，基础设施投融资建设主要由公司本部、子公司汕头市城市建设开发总公司（以下简称“汕头城开”）和子公司汕头市海晟投资发展有限公司（以下简称“海晟投资”）负责，业务模式可分为市政基础设施建设、土地综合整治两类。

（1）市政基础设施建设

公司受汕头市政府委托，承担汕头市基础设施建设项目、政府投资建设项目融资和管理职能，负责市内基础设施项目的策划、建设资金的筹措及使用监管以及建设项目的跟踪管理。2016年以后公司基础设施建设业务模式为：汕头市政府部门与公司签订政府购买服务协议，由公司作为项目的承接主体和融资主体负责筹措项目资金。公司再和受托方汕头市政府投资项目代建管理中心或和项目业主单位（使用单位）签订两方或三方代建协议，由受托方承担项目建设实施管理工作。账务处理上将资金划拨至项目业主单位时，计入“长期应收款”科目。近年公司均未确认与基础设施建设相关收入。

本期债券募投项目之一汕头市中心城区破损路面及排水升级改造捆绑项目包项目为汕头市城市综合管理局与公司签订的政府购买服务项目，根据政府购买服务协议，项目经验收合格后，汕头市城市综合管理局将按照计划逐年向公司支付服务费用，购买价款合计59,364.89万元，购买期限为7年。截至2020年末该项目已完工。

医疗包项目为汕头市卫生和计划生育局与公司签订的政府购买服务项目，含五个子项目：汕头市卫生和计划生育局将在项目完工验收后，按照计划向公司逐年支付购买服务费用，购买价款合计317,840.00万元，购买期限均为20年。汕头市卫生和计划生育局承诺购买资金来源于汕头市财政资金，根据汕头市财政局出具的《关于汕头市卫生和计划生育局及其直属单位（第一批）项目的资金支付计划的函》（汕市财资函【2016】79号），该项目的购买资金将逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。截至2020年底，医疗包项目已投资金额为49,200.00万元。中证鹏元关注到，公司尚未收到相关款项。

截至2020年末公司主要在建基础设施项目计划总投资60.79亿元，已投资33.32亿元；至少尚需投入27.47亿元，随着在建项目的逐步投入，公司面临较大的资金压力。

表3 截至 2020 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
医疗包项目	207,300.00	49,200.00
道路维修改造工程(长江路、汕樟路)	54,900.00	17,200.00
广澳航道二期工程	23,888.48	17,376.40
汕头港广澳港区防波堤工程建设项目	170,190.35	179,278.00
珠港新城市政及配套（一期）工程（一阶段）	22,075.00	9,981.53
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	7,439.91	197.57
泰山路南延（中泰立交-海滨东路）道路及配套工程	17,107.91	7,941.11
黄厝围片区市政道路及配套工程-黄厝围路一期	2,429.00	715.14
黄厝围片区市政道路及配套工程-黄厝围路二期	810.38	342.19
珠港新城海洋路（黄厝围路-龙珠路）、规划一路（珠港路-海滨东路）市政府道路及配套工程	8,855.56	1,939.11
珠港新城片区增设改移铁路道口工程	1,281.00	1,005.20
中山东路交叉口改造一期工程	2,580.00	686.83
中山东路东延新津河大桥工程	89,080.00	47,366.20
合计	607,937.59	333,229.28

资料来源：公司提供

公司受汕头市政府指派，承担部分收费路桥项目的投资职责，主要包括本期债券募投项目之一揭阳至惠来高速公路项目（以下简称“揭惠高速”）和金凤大桥项目。揭惠高速项目系“省市共建”项目，由广东省、汕头市、揭阳市三方共同出资建设，出资比例分别占项目资本金的80%、10%、10%，概算总投资86.53亿元，公司经市政府授权指定为项目资本金出资人，负责对项目公司投入10%资本金。后续不需要再出资，公司将对该项目投资计入其他非流动资产科目，2020年底账面价值为3.19亿元，项目累计已投资74.85亿元。车辆通行费首先用于偿还项目建设的运营费用、银行贷款本息，公司暂未能取得项目分红。

金凤大桥项目由汕头城开下属子公司汕头市金凤大桥路桥建设有限公司（以下简称“汕头金凤”）经营，汕头金凤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。金凤大桥及其配套设施总投资16.33亿元，其中政府拨款12.14亿元，贷款3.42亿元。一期工程于2011年全线通车，为经营性收费公路，经营期限25年。汕头市从2017年起停止车辆通行费年票统缴，公司不再获得年票收入，建设资金贷款本息偿还由汕头市路桥管理处根据情况拨付。公司将对该项目投资计入在建工程及固定资产科目，2020年末固定资产账面价值合计为11.04亿元。

(2) 土地综合整治开发业务

土地综合整治开发业务主要由子公司海晟投资负责，海晟投资是2014年为承接粤东西北振兴基金²而成立的公司。海晟投资作为汕头市的承接主体，以土地资产9.30亿元入股，广东人保粤东西北振兴发展产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“人保粤东西北振兴基金”）以货币9.30亿元入股，双方各持股50%，成立项目公司汕头市珠港新城投资开发有限公司（以下简称“珠港开发”）³。

珠港开发负责实施珠港新城片区的土地收储及市政配套建设，开发范围共计3.51平方公里，建设内容包括1,400亩土地收储，200多亩填海造地和多个市政基础设施建设项目。珠港新城片区为汕头华侨经济文化合作试验区下属三大片区之一，建设模式方面，由海晟投资与汕头市土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订综合整治合同，按照成本加成方式进行开发，加成比例为18%。

截至2020年末，珠港新城片区土地综合整治项目已投入金额7.85亿元，投入成本均计入“存货”科目，珠港新城综合整治开发项目片区建设总投资规模约80.00亿元，建设期8年，投资规模大、建设周期长，且截至2020年末未确认收入未回款，未来存在较大资金支出压力。

(二) 商品销售

2020年粮食销售收入拉动商品销售收入大幅增长，且毛利率有所提升

公司商品销售主要分为粮食销售、水产品、酒类三个板块。粮食销售主要来自于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”）。酒类销售主要由全资子公司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。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。

2020年公司商品销售收入为3.41亿元，同比增长31.62%，主要系储备粮公司通过网络平台“华南粮食交易中心”进行粮食销售使得收入增长所致。由于公司销售的酒类和水产品以批发为主，而储备粮食销售陈粮处置价格与收购价格之间存在一定价差，存在政策性亏损，故商品销售毛利率持续为负。2020年公司收到政府拨付储备粮补贴0.90亿元。

表4 2019-2020年商品销售收入明细（单位：万元）

业务板块	2020年			2019年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
粮食销售	16,209.57	19,622.01	-21.05%	9,159.88	13,869.01	-51.41%

² 粤东西北振兴基金总规模 121.00 亿元，资金投向粤东西北 13 个地级市新区起步区及中心城区扩容提质中的一级土地开发及基础设施项目建设，每个地级市投入 9.30 亿元现金。

³ 粤东西北振兴基金退出周期为 10 年，珠港开发每年按 7.50% 的投资收益率向人保粤东西北振兴基金支付投资回报，由公司和海晟投资承担无条件差额补足义务。2017 年 1 月起，投资收益率由 7.50% 下调为 6.75%，且每年 5 月 31 日投资收益归集，如投资收益按期足额到账，人保粤东西北振兴基金采取奖励措施，仅按 5.95% 收益率收取投资收益。

水产品	10,128.65	9,059.50	10.56%	9,535.47	8,503.76	10.82%
酒类销售	6,752.35	6,580.80	2.54%	6,995.51	6,813.42	2.60%
其他	1,017.11	864.29	15.02%	223.68	174.97	21.78%
合计	34,107.68	36,126.60	-5.92%	25,914.54	29,361.16	-13.30%

资料来源：公司提供

（三）房产销售业务（含保障房）

公司房产销售收入有所下滑，但剩余可销售面积较大，后续收入有一定保障

公司房产销售收入主要来源于汕头城开及其控股子公司汕头西区改造建设有限责任公司（以下简称“汕头西区改建”），包括商品房及保障房建设。其中汕头城开是承担汕头市保障房建设任务的唯一主体，该业务板块以代建模式运营，截至2020年末暂无保障房在建及拟建项目。

汕头西区改建是商品房开发的主要主体，由汕头城开与广东兴华建筑工程有限公司合资成立，汕头城开持有51%股份。2020年公司实现房产销售收入3.11亿元，主要来自金港广场项目和华馨花园等商品房项目，结转面积3.95万平方米，结算均价为7,875.64元/平方米。

截至2020年末公司商品房剩余可销售住宅面积为23.73万平方米，后续收入仍有一定保障。但需注意的是，商品房销售收入易受房地产市场调控政策及房地产市场行情影响存在波动，未来收入规模可能存在波动。

表5 2020年公司商品房销售收入明细及销售进度情况（单位：平方米、万元）

项目	项目总可售面积	2020年结算面积	2020年结算金额	截至2020年末累计已结算面积	剩余可售面积
金港一区	104,699.50	61.22	52.31	80,941.92	10,914.16
金港二区	198,681.30	5,061.18	3,372.86	142,593.77	22,233.30
金港三区	190,593.10	18,900.49	18,145.15	53,461.98	101,189.90
金港四区	43,535.27	175.39	124.02	33,716.08	5,012.35
华馨花园	133,879.91	15,298.49	9,411.88	27,420.49	92,545.72
红荔园二期	35,878.39	0.00	0.00	-	5,441.00
合计	707,267.47	39,496.77	31,106.22	338,134.24	237,336.43

注：公司未提供红荔园二期截至2020年末累计已结算面积。

资料来源：公司提供

（四）市政工程业务

公司拥有市政工程总承包一级资质，受疫情影响2020年收入下滑，但收入来源仍有一定的保障

公司全资孙公司汕头市市政工程总公司（以下简称“市政公司”）具有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。

近年来工程合同均通过招投标获得，收入按完工进度确认。在承担汕头市本地道路、桥梁等工程项目建设任务的同时，市政公司也积极参与外地（如海南省）的市政工程建设项目。业务模式主要为公开

招投标，与业主方按进度结算，市政工程施工毛利率较低。受疫情影响，2020年公司实现市政工程2.62亿元，同比减少41.25%；毛利率较稳定，2020年为4.38%。

市政工程项目按完工进度结算，一般结算周期较长，公司需滚动垫付资金，截至2020年末，公司主要在建的市政工程项目总投资合计6.35亿元，尚需投资2.73亿元。

表6 截至2020年末公司主要在建市政工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
晋江深沪污水厂及配套道路工程	0.76	0.59
珠江路部分道路改造工程	0.97	0.43
泰山南延工程（中泰立交-海滨东路）道路及配套工程	0.97	0.48
三亚市金鸡岭路及荔枝沟路路面升级改造工程	0.74	0.45
广州番禺金光西大道道路及地下综合管廊工程	1.65	0.69
潮州市第二污水处理厂二期工程	1.26	0.98
合计	6.35	3.62

资料来源：公司提供

（五）城市资源投资及运营

公交运营业务公益性较强，受疫情影响2020年亏损加大；2020年华能汕头海门发电有限责任公司实现盈利，但公司未确认投资收益

（1）公交运营

公司公交业务由汕头城开全资子公司汕头市公共交通总公司（以下简称“公交总公司”）负责。受疫情影响，2020年公交运营里程和客运总量均大幅下降，当期公交收入同比减少44.50%至0.33亿元，公交业务亏损加大，但当年公交总公司收到政府拨付的公交专项补助资金1.19亿元、公交车购置补助0.14亿元、公交成品油价格补助资金0.07亿元、公共汽车营运补贴0.42亿元。

表7 2019-2020年公交总公司运营情况

项目	2020年	2019年
运营车辆（台）	942	950
公交线路（条）	58	57
场站（座）	17	18
运营里程（万公里）	2,718.00	3,371.58
客运总量（万人次）	2,339.00	4,039.40
营业收入（亿元）	0.32	0.58

资料来源：公司提供

（2）华能海门电厂投资项目

本期债券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（以下简称“华能海门电厂项目”）主体为华能汕头海门发电有限责任公司（以下简称“华能海门电厂”），由华能国际电力股份有限公司与公司按照80%和20%的比例出资，华能海门电厂项目于2014年已完工并开始并网发电。

公司将对华能海门电厂的投资计入可供出售金融资产，并按照成本法计量。

2020年，华能海门电厂发电量为82.23亿千瓦时，较上年有所增加；含税上网电价为403.55元/千千瓦时，同比上年含税价有所降低；实现利润总额为2.73亿元，同比大幅上升，主要系华能海门电厂2019年计提资产减值损失所致。2020年公司未确认对华能海门电厂的投资收益。

表8 2019-2020年华能汕头海门发电有限责任公司经营情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
发电量（亿千瓦时）	82.23	81.22
上网电价（元/千千瓦时）	403.55（含税）	424.86（含税）
营业收入	29.74	30.25
利润总额	2.73	0.00246
净利润	1.98	-0.025
总资产	53.31	55.66
净资产	18.79	16.82

资料来源：公司提供

（3）供水业务

公司2018-2019年无自来水供应收入，主要系2017年3月9日汕头市人民政府批复同意汕头市自来水总公司⁴通过引进战略投资者对该公司进行增资扩股；2017年7月7日公司与粤海水务集团（香港）有限公司（以下简称“香港粤海”）、广东粤海水务股份有限公司（以下简称“广东粤海”）签署了《汕头市自来水有限公司增资及合资经营合同》，增资完成后公司占合资公司49%股权，香港粤海占合资公司49%股权，广东粤海占合资公司2%股权。2017年12月香港粤海及广东粤海完成出资款支付，股权变更后公司不再拥有对汕头市粤海水务有限公司（以下简称“粤海水务”）的控制权，不再将其纳入合并范围，公司在权益法下确认投资收益。2020年确认相关投资收益3,999.96万元。

公司继续获得外部较大力度的支持，提升了公司资本实力和盈利能力

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，2020年继续获得外部较大力度的支持。2020年汕头市国资委向公司无偿划转汕头招商局港口集团有限公司⁵（以下简称“港口集团”）40%的股权（计入“长期股权投资”科目），增加公司资本公积28.30亿元；同年公司收到汕头市国资委拨付的注资款合计0.89亿元，其中0.61亿元计入“实收资本”科目，0.28亿元计入“资本公积”科目。2020年公司收到政府补助合计3.74亿元。较大力度的外部支持提升了公司资本实力和盈利能力。

⁴ 汕头市自来水总公司 2017 年 10 月 13 日更名为“汕头市粤海水务有限公司”。

⁵ 截至 2021 年 4 月末，汕头招商局港口集团有限公司注册资本为 1.25 亿元人民币，其中招商局港口发展（深圳）有限公司占股 60%，汕头市投资控股集团有限公司占股 40%。该公司主要在粤东地区开展集装箱业务。

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2019-2020年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司纳入合并范围内子公司情况无变化，截至2020年末纳入合并报表范围的子公司仍为10家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，应收款项对资金形成较大占用，土地资产占比较高，资产流动性较弱。受益于股东资产注入、增资和公司经营积累，2020年末公司总资产同比增长13.93%至344.19亿元，资产结构以非流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	205,394.27	5.97%	241,717.01	8.00%
应收账款	134,887.58	3.92%	136,666.76	4.52%
其他应收款	320,312.29	9.31%	307,604.01	10.18%
存货	789,384.96	22.93%	770,189.26	25.49%
流动资产合计	1,500,553.01	43.60%	1,469,896.41	48.65%
长期股权投资	610,902.21	17.75%	177,087.25	5.86%
投资性房地产	602,332.16	17.50%	623,699.70	20.64%
固定资产	183,692.53	5.34%	143,230.60	4.74%
无形资产	287,196.15	8.34%	289,499.65	9.58%
非流动资产合计	1,941,364.76	56.40%	1,551,177.50	51.35%
资产总计	3,441,917.77	100.00%	3,021,073.92	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

由于公司 2020 年长期股权投资支出较大及业务开支等，期末公司货币资金余额同比减少 15.03%至 20.54 亿元，主要为银行存款，其中使用受限资金为履约保证金 20.22 万元。2020 年公司应收账款变动不大，期末余额主要为应收汕头市财政局 10.09 亿元，部分应收债权款及应收贸易款因无法收回计提坏账合计 897.86 万元。2020 年末公司其他应收款账面价值同比增长 4.13%，主要包括应收汕头市港航事务中心往来款 8.89 亿元、应收广东兴华集团有限公司往来款 6.86 亿元（民企，广东兴华集团有限公司系商品房项目金港广场的股东方，该笔往来款项为其预提的项目分红，账龄在 1 年以上）、应收金平区旧城办小公园修复改造工程项目款 5.67 亿元、应收汕头市财政局 2.35 亿元、应收汕头市土地储备中心借款 2.16 亿元，上述款项账龄均在 1 年以上，但均未计提坏账准备，需关注款项回收风险。

2020年末公司存货账面价值同比小幅增长2.49%，主要包括拟开发土地49.34亿元、开发成本16.23亿元、库存商品6.20亿元、开发产品5.98亿元和工程施工1.16亿元。公司开发成本及开发产品主要核算商品房、保障房开发和土地开发项目，库存商品主要核算各类粮食产品，工程施工主要核算市政工程施工项目。

2020年长期股权投资较上年增加43.38亿元，主要系当期汕头市国资委将港口集团40%股权（账面价值为28.30亿元）划转至公司，且公司当年对港口集团投资1.82亿元、子公司汕头市城市建设开发总公司对汕头海湾农村商业银行股份有限公司（以下简称“海湾农商行”）投资认购9.20亿元所致。截至2020年末，公司长期股权投资账面价值为61.09亿元，主要包括对港口集团投资34.45亿元、对粤海水务投资16.91亿元、对海湾农商行投资9.20亿元，2020年共确认投资收益6.59亿元。

2020年末公司投资性房地产账面价值较上年减少2.14亿元，主要是汕头市政府从公司无偿划出牛田洋片区土地中65,140.78平方米部分用于项目建设所致，期末公司投资性房地产主要包括多项牛田洋土地使用权及综合大楼、北京中海紫玉苑楼等房产，房产价值易受房地产市场影响，未来公司投资性房地产价值存在一定的波动。

2020年公司建设的金凤路桥项目由在建工程转入固定资产，期末公司固定资产同比增长28.25%至18.37亿元，其中0.61亿元房屋及建筑物未办理产权证。无形资产主要为土地使用权。

总体而言，2020年公司资产规模有所增长，但期末应收款项占总资产的比例为13.23%，规模较大、回收时间不确定，对资金形成较大占用。2020年末公司存货、投资性房地产及无形资产中土地资产账面价值合计为132.03亿元，占总资产的38.36%，价值易受土地一级市场和房地产市场影响。公司受限资产合计11.72亿元，占总资产的3.42%。整体来看，公司资产体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司主营业务盈利能力较弱，利润主要来源于投资收益和政府补助

公司营业收入主要来源于商品销售、房产销售和市政工程，2020年营业收入同比下滑20.62%，主要系市政工程及房产销售收入减少所致。由于亏损经营的商品销售业务收入占比提高，2020年公司综合毛利率同比大幅下滑8.95个百分点至3.11%，盈利水平很低。2020年公司业务回款情况较好，收现比上升至1.15。

2020年公司实现利润总额6.08亿元，其中投资收益为7.03亿元，主要来自对港口集团等长期股权投资的收益。此外，2020年公司收到政府补贴合计3.74亿元计入其他收益，收到补助281.23万元计入营业外收入科目，合计占利润总额的62.01%，政府补助大幅提升了公司的盈利能力。总体来看，公司主营业务盈利能力较弱，利润主要来源于投资收益和政府补助。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	108,465.88	136,633.51

收现比	1.15	0.91
营业利润	61,118.63	22,833.55
其他收益	37,403.43	34,516.57
利润总额	60,772.30	22,678.43
销售毛利率	3.11%	12.06%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

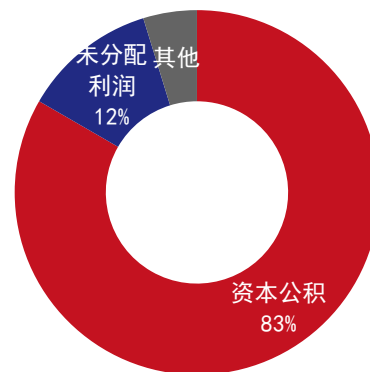
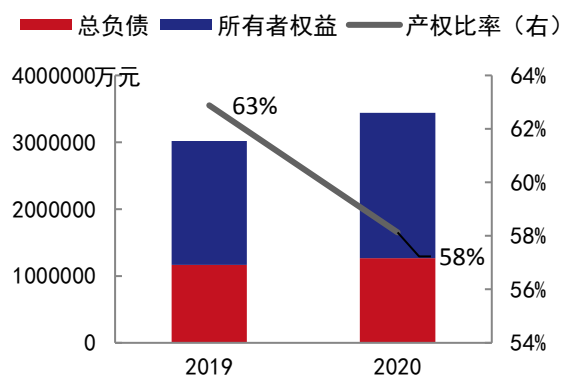
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，债务偿还压力加大

2020年公司成功发行债券，期末负债总额同比增长8.49%至126.53亿元。受益于股东向公司注入资产和公司自身的经营积累，2020年末公司所有者权益同比增长17.35%至217.66亿元。综合影响下，2020年末公司产权比率下降至58.13%，所有者权益对负债的保障程度较好。从负债结构看，公司负债仍以非流动负债为主。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款主要为信用借款；预收款项较上年变动不大，其中6.21亿元为预收金港广场预售房款。2020年末公司其他应付款同比变动不大，主要为应付工程款。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券。

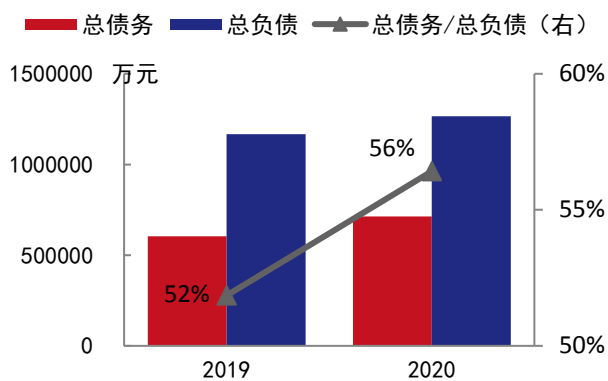
2020年末公司长期借款余额为21.37亿元，同比减少18.42%，大部分为质押借款。2020年公司发行“20汕投01”和“20汕投02”，发行规模合计20.00亿元，期末公司应付债券余额同比增长87.88%至29.93亿元，应付债券主要为“12汕头城开债”、“20汕投01”、“20汕投02”和“本期债券。2020年末公司长期应付款主要包括合作开发项目借款1.59亿元、长期非金融机构借款1.53亿元和专项应付款1.61亿元，整体较上年变动不大。2020年末公司其他非流动负债余额为13.18亿元，主要系人保粤东西北振兴基金对珠港开发的出资款9.30亿元，公司负有支付固定投资回报义务。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

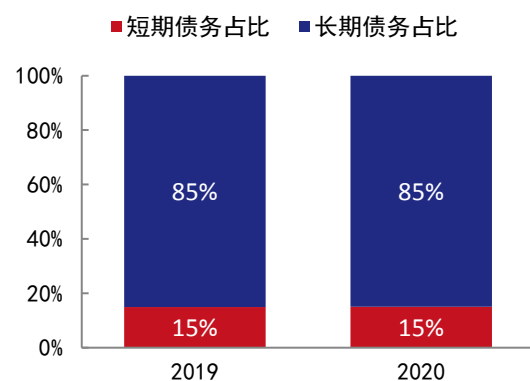
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	61,349.65	4.85%	52,718.73	4.52%
预收款项	112,481.97	8.89%	113,910.04	9.77%
其他应付款	133,018.69	10.51%	135,206.32	11.59%
一年内到期的非流动负债	46,500.00	3.68%	37,500.00	3.22%
流动负债合计	494,068.92	39.05%	483,237.32	41.43%
长期借款	213,707.88	16.89%	261,963.68	22.46%
应付债券	299,259.39	23.65%	159,279.83	13.66%
长期应付款	47,322.06	3.74%	47,288.36	4.05%
递延所得税负债	78,144.54	6.18%	80,149.93	6.87%
其他非流动负债	131,671.74	10.41%	131,773.99	11.30%
非流动负债合计	771,207.13	60.95%	683,062.52	58.57%
负债合计	1,265,276.05	100.00%	1,166,299.83	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务由银行借款、应付债券和其他非流动负债中人保粤东北振兴基金的出资款构成。截至 2020 年末，公司有息债务余额 71.38 亿元，同比增长 18.03%，占总负债的比重为 56.42%，总债务规模较大，偿债压力加大。截至 2020 年末，公司长期债务占总债务的比重为 84.89%。

图 3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，受益于股东增资，2020 年末公司资产负债率下降至 36.76%，资产负债水平较低。由于公司 2020 年投资支出较大，且短期债务规模增长，2020 年末公司现金短期债务比下滑至 1.91，现金对短期债务的保障程度仍较好。2020 年公司增加长期股权投资，当期投资收益较好，EBITDA 同比增长 68.50%，带动 2020 年末公司 EBITDA 利息保障倍数上升至 4.28。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	36.76%	38.61%
现金短期债务比	1.91	2.68
EBITDA 利息保障倍数	4.28	2.72

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月24日）、子公司汕头城开从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月17日）均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；公司及汕头城开各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司存在一笔对外担保，被担保方为当地国企汕头市联达交通枢纽建设管理有限公司，担保金额为1.33亿元，占同期净资产的比重为0.61%，该笔担保未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

十、结论

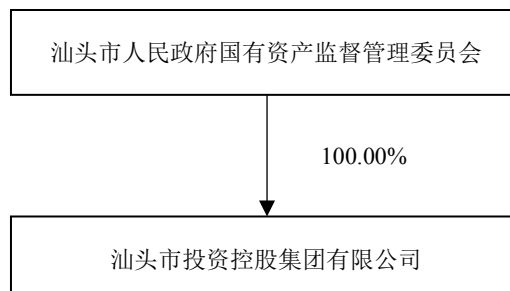
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	20.54	24.17	19.70
存货	78.94	77.02	75.91
流动资产合计	150.06	146.99	139.91
长期股权投资	61.09	17.71	17.04
投资性房地产	60.23	62.37	59.78
非流动资产合计	194.14	155.12	151.35
资产总计	344.19	302.11	291.26
短期借款	6.13	5.27	5.53
其他应付款（合计）	13.30	13.52	12.99
一年内到期的非流动负债	4.65	3.75	4.16
流动负债合计	49.41	48.32	50.00
长期借款	21.37	26.20	28.37
应付债券	29.93	15.93	18.35
长期应付款	3.12	3.15	2.45
其他非流动负债	13.17	13.18	9.30
非流动负债合计	77.12	68.31	67.30
负债合计	126.53	116.63	117.30
总债务	71.38	60.48	65.85
所有者权益	217.66	185.48	173.97
营业收入	10.85	13.66	12.08
营业利润	6.11	2.28	3.93
其他收益	3.74	3.45	3.20
利润总额	6.08	2.27	3.94
经营活动产生的现金流量净额	1.66	2.09	-5.55
投资活动产生的现金流量净额	-15.97	-1.37	-1.25
筹资活动产生的现金流量净额	10.71	3.75	-1.83
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	3.11%	12.06%	12.40%
收现比	1.15	0.91	1.08
资产负债率	36.76%	38.61%	40.27%
现金短期债务比	1.91	2.68	2.03
EBITDA（亿元）	11.17	6.63	8.54
EBITDA 利息保障倍数	4.28	2.72	2.65

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例
汕头市城市建设开发总公司	17,638.00	100.00%
汕头市海晟投资发展有限公司	93,000.00	100.00%
汕头市科农生物有限公司	100.00	100.00%
汕头经济特区北山湾旅游度假区开发总公司	1,000.00	100.00%
汕头市康泰颐养贸易有限公司	20.00	100.00%
汕头市旅游投资有限公司	20,000.00	100.00%
汕头市矿泉饮料总公司	600.00	100.00%
汕头市能源投资有限公司	10,000.00	100.00%
汕头市水务投资有限公司	50,000.00	100.00%
汕头市城市轨道交通有限公司	1,000.00	100.00%

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债中的有息部分}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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、展望符号及定义

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