



# 2023年第一期科学城（广州）投资集团有限公司公司债券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：

# 2023年第一期科学城（广州）投资集团有限公司公司债券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
23 科学城 01/23 科城 01	AAA	AAA

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：广州市经济发展水平较高，其下辖的黄埔区、广州开发区综合经济实力居全国前列，科学城（广州）投资集团有限公司（以下简称“科学城集团”或“公司”）仍是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，业务趋于多元化，工程建设、城市更新和水务板块业务区域竞争力较强，持续获得当地政府的有力支持，并且中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供的保证担保仍能有效提升“23 科学城 01/23 科城 01”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司对广州开发区内企业和三旧改造项目公司的股权投资款、拆借款及代垫款等规模较大，存在一定的回收风险，铜加工业务和大宗贸易业务盈利空间有限，拖累公司整体盈利水平，且公司经营活动现金流持续大额净流出，而业务扩张面临较大的资金需求，持续推升公司财务杠杆水平和总债务规模，短期债务压力仍较大。

## 未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为广州开发区经济将保持增长，公司城市建设和水务板块等业务将维持较强的区域经营优势，且有望继续获得外部支持。

## 评级日期

2023 年 06 月 28 日

## 联系方式

**项目负责人：**汪永乐  
wangyl@cspengyuan.com

**项目组成员：**邹火雄  
hejh@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	2023.03	2022	2021	2020
总资产	1,355.80	1,272.61	1,126.64	541.36
所有者权益	296.91	294.99	320.17	167.42
总债务	898.14	834.63	761.56	376.08
资产负债率	78.10%	76.82%	71.58%	69.07%
现金短期债务比	0.32	0.17	0.26	0.43
营业收入	42.33	231.61	233.05	147.30
其他收益	0.09	0.51	0.39	0.40
投资收益	0.31	8.94	4.75	-0.24
利润总额	-6.97	11.12	11.31	8.29
销售毛利率	4.90%	15.12%	12.22%	16.10%
EBITDA	--	53.88	38.48	25.47
EBITDA 利息保障倍数	--	1.41	1.53	1.72
经营活动现金流净额	-16.37	-11.99	-52.17	-34.54

注：总债务包含所有者权益中其他权益工具永续债务。

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

## 优势

- 作为粤港澳大湾区、泛珠江三角洲经济区的中心城市，广州市经济发展水平较高，其下辖的黄埔区、广州开发区综合实力居全国前列，且发展前景广阔。近年广州市人均 GDP 显著高于全国平均水平，达到中等发达国家水平，经济发展水平位居全国前列。2022 年广州开发区综合实力在国家级经济技术开发区中排名第二，随着粤港澳大湾区的建设推进，黄埔区、广州开发区未来仍将享受到一定的政策、资源、技术优势。
- 公司业务趋于多元化，城市建设和水务板块业务区域竞争力较强。公司在广州开发区的城市建设开发、城市更新、污水处理等方面的主体地位突出，主营业务涉及城市建设、制造加工、大宗贸易、房地产开发、物业租赁及管理、水务等诸多板块。其中，工程建设和城市更新业务是公司最主要的业务板块，污水污泥处理和管道养护服务业务采用特许经营模式，业务均具有较强的区域专营性，区域发展亦为公司提供了丰富的项目资源储备。
- 作为广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，公司继续获得当地政府的有力支持。2022 年广州市黄埔区、广州开发区政府部门向公司注入资本金、子公司股权、商业物业等资产，公司资本公积净增加 20.51 亿元，资本实力不断夯实。
- 中投保提供的保证担保仍能有效提升“23 科学城 01/23 科城 01”的信用水平。经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“23 科学城 01/23 科城 01”的信用水平。

## 关注

- 公司经营性应收占款和投资款较大，但投资收益稳定性欠佳，且需关注相关投资风险和应收类款项的回收风险。公司资产以对区内招商引资企业的股权投资款和拆借款、对三旧改造项目公司的股权投资款和代垫款等为主，2022 年公司权益法核算的长期股权投资收益为-1.92 亿元，大部分被投资企业尚未进入收益回报期。截至 2023 年 3 月末，公司其他应收款占总资产的比重为 12.30%，主要为对上述企业的拆借款和代垫款，对公司资金形成较大占用，且存在一定的回收风险。
- 低利润业务扩张导致公司盈利能力仍较弱，同时经营现金流有待改善。2022 年公司营业收入小幅下降，铜加工业务规模扩张，但该业务盈利空间小，同时收入占比较高的贸易业务亦对公司销售毛利率造成拖累，叠加利息费用上升等因素，公司营业利润和利润总额较上年变动不大，且 2022 年及 2023 年 1-3 月公司经营活动净现金流持续为负。
- 公司财务杠杆和总债务继续攀升，短期偿债压力仍较大。公司业务规模扩张、持续进行股权投资，且经营性应收占款增加，经营、投资活动产生的现金持续大额净流出，公司通过银行借款、债券融资等外部渠道筹资，2023 年 3 月末考虑可续期债券后的资产负债率达 79.89%，资本结构亟待优化。2023 年 3 月末公司总债务规模达 898.14 亿元，占总负债的 84.82%，现金短期债务比仍较低，EBITDA 利息保障倍数有所下滑。考虑到公司主要在建项目待投资规模较大，未来仍存在一定的资金缺口。此外，公司对外担保和未决诉讼存在一定的潜在偿付风险。

### 同业比较（单位：亿元）

公司简称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
开发区控股集团	广州开发区资产规模最大、经营实力最强的国有资本运营实体	1,306.53	466.94	80.90
科学城集团	广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，前身为广州开发区建设发展集团有限公司	1,272.61	294.99	231.61
高新区集团	广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，前身为广州开发区工业发展集团有限公司	705.39	206.51	50.88
知识城集团	广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，深耕中新广州知识城，前身为广州开发区商业发展集团有限公司	788.98	226.24	120.75
开发区投资集团	广州开发区重大产业投资运营平台，前身为广州经济技术开发区国有资产投资公司	523.92	200.27	52.78

注：（1）开发区控股集团为广州开发区控股集团有限公司的简称、高新区集团为广州高新区投资集团有限公司的简称、知识城集团为知识城（广州）投资集团有限公司的简称、开发区投资集团为广州开发区投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年末/年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 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	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	指标评分	
区域状况	区域状况评分	6/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
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

- 公司是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广州市黄埔区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与广州市黄埔区政府的联系非常紧密以及对广州市黄埔区政府非常重要。同时，中证鹏元认为黄埔区政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、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	AAA/23 科学城 01/23 科城 01	2023-03-14	邹火雄、何佳欢	<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_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/20 科学城 /20 科学城债 01	2020-04-24	高怡、钟继鑫	<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>

### 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
23 科学城 01/23 科 城 01	10.00	10.00	2023-03-14	2029-04-11

## 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、本期债券募集资金使用情况

公司于2023年4月发行6年期10亿元公司债券“23科城01/23科学城01”（以下简称“本期债券”），其中6亿元计划用于建设纳米智能技术科技园项目，4亿元计划用于补充营运资金。截至2023年6月13日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2023年3月，广州经济技术开发区管理委员会（以下简称“广州开发区管委会”）向公司增资14.32亿元，截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均增至40.32亿元，控股股东和实际控制人仍均为广州开发区管委会，持股比例变更为93.24%，广东省财政厅持股6.76%，公司股权结构图见附录二。

公司仍是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一。2022年公司合并报表范围新增22家子公司，减少10家子公司，详见附录四。截至2022年末，纳入公司合并范围的一级子公司及重要二级子公司共40家，明细如附录五所示。

## 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

广州市是我国改革开放的前沿城市和国家中心城市、国际商贸中心和综合交通枢纽，工业基础雄厚、第三产业发达，经济发展质量较高，发展水平位居全国前列

**区位优势：**广州市是我国最主要的对外开放城市之一，作为粤港澳大湾区、泛珠江三角洲经济区的中心城市以及“一带一路”的枢纽城市，区位优势明显。广州市位于珠江三角洲北缘，濒临南海，邻近香港和澳门，是珠三角重要的交通枢纽，并拥有广州白云机场和广州港，是中国连接世界各地的重要口岸和国际航空枢纽、国际贸易中枢港。广州市下辖11个区，2021年末广州市常住人口1,881.06万人，较2010年第六次全国人口普查结果增长48.09%，人口吸附能力较强。

**经济发展水平：**广州市经济发展质量较高，发展水平位居全国前列。近年广州地区生产总值持续增长，稳居全国第四位，2022年以1.0%的同比增速增长至28,839.00亿元，增速低于广东省及全国平均水平。2020-2021年广州市固定资产投资增速保持两位数增长；受项目施工进度放缓、房地产开发投资增速下滑等因素影响，2022年固定资产投资同比下降2.1%。分产业看，制造业投资随着招商引资力度的持续加大仍表现亮眼，同比增速达21.5%；高技术制造业投资占全市工业投资的比重为40.2%，其中电子及通信设备制造业投资保持高增速，同比增长69.9%；受全国房地产市场低迷影响，广州市房地产开发投资增速下滑5.4%。近年广州市全市人均GDP显著高于全国平均水平，2022年人均地区生产总值超2万美元，达到中等发达国家水平，经济发展水平位居全国前列。

表1 广州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）	28,839.00	1.0%	28,231.97	8.1%	25,019.11	2.7%
固定资产投资	--	-2.1%	--	11.7%	--	10.0%
社会消费品零售总额	10,298.15	1.7%	10,122.56	9.8%	9,218.66	-3.5%
进出口总额	10,948.4	1.1%	10,825.88	13.5%	9,530.06	-4.8%
人均GDP（元）		153,312		150,366		133,960
人均GDP/全国人均GDP		178.90%		185.69%		184.91%

注：（1）“--”表示数据未公开披露；（2）2022年人均GDP按照2021年末常住人口1,881.06万人计算。  
 资料来源：2020-2021年广州市国民经济和社会发展统计公报、2022年广州经济运行情况，中证鹏元整理

**财政及债务水平：**广州市财政实力较强，且财源基础较好。2020-2022年广州市一般公共预算收入有所波动，其中2020年增速有所下滑，2021年恢复高速增长，2022年由于落实新的组合式税费支持政

策，实施退税免税减税缓税政策，一般公共预算收入同比下降 1.5%，扣除留抵退税因素后同比增长 5.5%。近年来，广州市税收收入占比较高，且税收收入以增值税、企业所得税为主，税收质量和财源基础较好。2020-2022 年，受宏观经济环境和房地产市场环境影响，广州市政府性基金收入持续下滑。此外，近年广州市地方政府债务余额持续增长，尚未超出政府债务限额 5,051.3 亿元。

**表2 广州市主要财政指标情况（单位：亿元）**

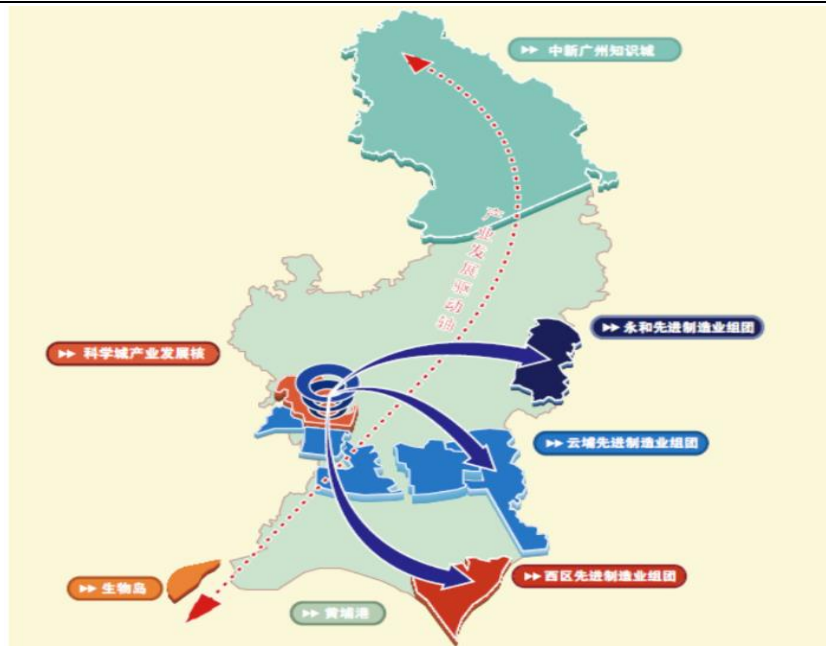
项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	1,854.7	1,884	1,714
一般公共预算收入增速	-1.5%	9.4%	1%
税收收入占比	68.8%	74.9%	75.8%
财政自给率	61.53%	62.34%	58.99%
政府性基金收入	1,629.2	2,389	2,507
地方政府债务余额	4,655.6	3,728	3,127

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：广州市预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

**黄埔区、广州开发区综合经济实力居全国前列，是广州市工业经济的重要支撑，2022年区域经济和投资增速有所回落，但地区高新技术产业集群效应显著，落户优质高新企业较多**

**区位特征：**黄埔区、广州开发区隶属于广州市，属于行政区与功能区融合发展的区域。广州经济技术开发区是首批国家经济技术开发区之一，与广州高新技术产业开发区、广州出口加工区、广州保税区、中新广州知识城合署办公，实行“五区合一”管理体制，统称广州开发区。广州经济技术开发区于1984年经国务院批准成立，位于广州市东部，处于中国经济发达的珠江三角洲中心地带。2017年10月，黄埔区、广州开发区深度融合，广州市黄埔区发展和改革局设立为黄埔区人民政府工作部门，与广州开发区发展和改革局是“一个机构，两块牌子”。2017年起，黄埔区和广州开发区合并公开财政数据。区内交通干线密集，有东二环高速公路、广深高速公路、广惠高速公路、广河高速公路、广汕公路、广深公路、广园东路、广深沿江高速公路、广深快速路等路网体系，从区内穗港客运码头通过珠江航道到香港约65海里。黄埔区行政区域总面积484.17平方千米，2021年末黄埔区常住人口为119.79万人，较2010年第六次全国人口普查增加了36.63万人，人口吸附能力较强。

**图1 黄埔区、广州开发区“一轴三支、四区协同”的空间格局**


资料来源：广州市黄埔区人民政府网站

**经济发展水平：**广州开发区在全国开发区中排名前列，**综合实力强**。在国家商务部公布的2022年国家经济技术开发区综合发展水平考核评价结果中，广州经济技术开发区综合排名第二，仅次于苏州工业园区，29项区级经济核算指标中24项实现正增长，其中17项指标两位数增长，7项主要经济指标排名全国经开区第一。近年黄埔区、广州开发区地区生产总值保持增长，人均GDP稳步提升，随着基础设施逐步完善，固定资产投资增速逐渐回落，消费市场增势较好。2022年区内新型显示产业实现华星光电T9、创维智能两大百亿级项目投产；新能源汽车产业“双路线”突进，小鹏整车项目投产，现代氢能项目竣工。此外，2022年区内生物医药产业产值增长48.3%，集成电路产业营收突破300亿元，新锐光掩模等3个项目建成，粤芯三期启动建设。

**表3 2022年广州市下属部分行政区经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
天河区	6,215.72	2.4%	27.77	81.34	23.07
<b>黄埔区</b>	<b>4,313.76</b>	<b>1.5%</b>	<b>36.01</b>	<b>182.10</b>	<b>161.8</b>
越秀区	3,650.18	0.1%	34.80	53.70	0.36
番禺区	2,705.47	1.4%	9.60	104.26	70.73
南沙区	2,252.58	4.2%	25.02	117.02	134.80
花都区	1,770.81	-1.1%	10.36	75.78	85.07
增城区	1,325.27	4.0%	8.67	96.85	136.62
从化区	410.92	-1.9%	5.65	27.22	7.80

注：人均GDP按照各区2021年末常住人口计算。

资料来源：各区政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表4 广州市黄埔区、广州开发区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）	4,313.76	1.5%	4,158.37	8.2%	3,662.67	4.1%
固定资产投资	--	2.7%	--	13.1%	--	18.2%
社会消费品零售总额	1,428.18	13.2%	1,261.83	14.5%	1,101.66	10.5%
进出口总额	3,139.50	-3.7%	3,264.15	17.3%	2,783.58	-2.1%
人均 GDP（元）	360,110		347,138		289,677	
人均 GDP/全国人均 GDP	420.21%		428.69%		399.85%	

注：（1）“--”表示数据未公开披露；（2）2020年人均GDP按照第七次人口普查常住人口126.44万人计算，2021-2022年人均GDP按照2021年末常住人口119.79万人计算。

资料来源：广州市黄埔区、广州开发区 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、2022 年黄埔区主要经济指标，中证鹏元整理

**产业情况：**黄埔区、广州开发区经济结构以第二产业为主，是广州市工业经济的重要支撑，重点发展精细化工、电子信息、生物医药、食品饮料、金属冶炼及加工、汽车及零部件等六大支柱产业。广州市工业生产活动集中于广州开发区，产业定位明确，重点发展精细化工、电子信息、生物医药、食品饮料、金属冶炼及加工、汽车及零部件等六大支柱产业，工业总产值占全区总量八成以上。产业转型升级上，目前广州开发区已建成电子信息、新材料等18个国家级产业基地和园区，平板显示、生物产业等4个广东省战略性新兴产业基地，形成了电子、汽车、化工三大千亿级产业集群，新材料、食品饮料、金属制造、生物健康四大500亿级产业集群，培育了新一代信息技术、智能装备、平板显示、新材料、生物医药、电子商务六大创新型产业集群。2022年广州开发区保持规上工业增加值正增长，战略性新兴产业增加值占地区生产总值比重达到52.1%，位居全省区县工业百强第一，连续5年排名中国工业百强区前三。黄埔区、广州开发区引进跨国企业总部或上市公司，投资华星光电、LG、百济神州、诺诚健华、赛纳生物、小鹏汽车等重大项目，截至2022年末，区内上市公司累计达到77家，高新技术企业总数突破2,500家。

**发展规划及机遇：**根据《粤港澳大湾区发展规划纲要》等，黄埔区、广州开发区提出全面建设珠三角国家自主创新示范区核心区，打造国内外知名的知识创造中心和技术创新中心。随着粤港澳大湾区的建设推进，广州开发区未来仍将享受到一定的政策、资源、技术优势，发展前景广阔。

**财政及债务水平：**近年广州市黄埔区、广州开发区财政收入有所波动，税收收入占一般公共预算收入的比重较高，财政收入质量良好。2022年广州市黄埔区一般公共预算收入同比下降11.9%，主要系落实新的组合式税费支持政策，税收收入大幅减收所致；政府性基金收入下降50.7%，主要受房地产市场环境影响。债务方面，2020-2022年末黄埔区地方政府债务余额持续大幅增长。

**表5 广州市黄埔区、广州开发区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	182.10	206.82	189.56
一般公共预算收入增速	-11.9%	9.1%	4.6%
税收收入占比	76.06%	80.7%	80.2%
财政自给率	54.24%	57.80%	54.24%
政府性基金收入	161.82	328.41	286.85
地方政府债务余额	387.1	242.08	168.48

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：黄埔区广州开发区预算执行情况的报告、2022年黄埔区主要经济指标，中证鹏元整理

**区属国企：“十四五”广州市黄埔区、广州开发区属国有企业将不断发展壮大，为公司的经营发展提供了较好的外部条件。**根据《广州市黄埔区人民政府办公室、广州开发区管委会办公室关于印发广州市黄埔区、广州开发区国有企业改革发展“十四五”专项规划（2021-2025年）的通知》，广州开发区实施“万亿国资”计划，到2025年，全区国有企业资产总额年均增幅超过全区经济增长水平，实现国资管理规模超1万亿元，形成4-5家资产规模超1,000亿元、2家超2,000亿元的优势企业集团，力争“十四五”末每家商业类区属国企控股上市公司1家以上，国有控股上市公司总量达到10家以上。

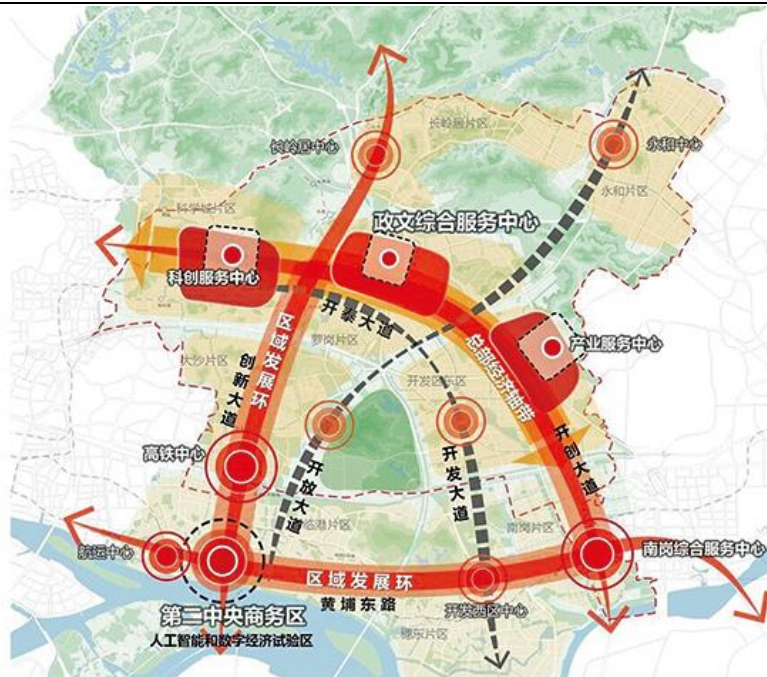
**广州科学城是广州高新区的主体园区，将打造成为粤港澳大湾区国际科技创新中心重要引擎和国家制造业高质量发展引领区，未来发展前景好**

广州科学城是广州市黄埔区现代化科学园区，位于白云山生态保护区边缘，北邻白云区，南望珠江，西靠广州新城市中心珠江新城，地处广州知识密集区。科学城距黄埔港口18公里，距白云机场17公里，广深铁路以及广深、广汕、广州环城高速公路汇集于此，驱车两小时即可到达香港，为科学城内的人流、物流及信息流的高速运转提供了顺畅的通道。

广州科学城是广州高新区的主体园区，也是粤港澳大湾区国际科技创新中心的重要组成部分，规划的持续出台为其发展指明了方向。2020年3月，广东省委全面深化改革委员会印发的《广州科学城创新发展行动方案》提出，围绕建设具有国际影响力的“中国智造中心”总体定位，2020年12月，广州市黄埔区人民政府官网发布《广州科学城提升规划深化设计》的通告，规划显示，科学城规划范围总面积约145平方公里，含原科学城、云埔工业区、东区、永和开发区、长岭居和广石化等地区，将结合重要交通廊道，串联多组团发展，形成“一环、三心、双轴、多片区”<sup>1</sup>的总体结构，打造成为粤港澳大湾区国际科技创新中心主引擎、国家制造业高质量发展引领区、民营及中小企业发展活力区、高水平对外开放合作示范区。

<sup>1</sup>指1条总部经济发展环，3个服务中心（政文综合服务中心、综合服务中心、产业服务中心），2条发展次轴，10个多元发展片区。

图 2 科学城空间结构图



资料来源：广州市黄埔区人民政府网站

## 五、经营与竞争

公司仍是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，承担了广州开发区内城市工程建设和城市更新改造的重大任务，并拥有广州市黄埔区污水污泥处理和管道养护特许经营服务权，业务竞争力较强且可持续性好；同时，公司市场化业务类型不断丰富，但铜加工业务和大宗贸易业务盈利能力弱，利润来源以房地产开发、物业经营、融资租赁和三旧改造前期服务等为主

公司营业收入仍主要来自铜制品生产销售、大宗贸易、工程建设、城市更新服务等业务，2022年收入规模小幅下降，其中，大宗贸易业务和城市建设业务板块收入大幅减少，但铜制品生产销售业务收入及房地产开发收入大幅上升。公司业务不断多元化，2022年新增基础地质勘查、工程管理服务、工程技术服务等检测技术服务业务收入，但收入规模较小。由于大宗贸易、铜加工等收入比重较高的业务盈利能力弱，2022年公司销售毛利率仍较低。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
<b>1.工程建设板块</b>						
工程建设收入	164,890.51	7.12	12.61	253,497.71	10.88	16.90
三旧改造前期服务收入	44,323.12	1.91	75.43	123,024.92	5.28	53.76
一级土地开发收入	22,348.99	0.96	12.66	20,205.71	0.87	6.33
<b>2.大宗贸易板块</b>						
大宗贸易收入	567,224.72	24.49	2.45	938,660.73	40.28	1.57
<b>3.服务板块</b>						
租金收入	49,394.29	2.13	64.05	38,486.28	1.65	72.85
污水污泥处理收入	34,577.44	1.49	11.95	26,645.45	1.14	31.21
管道养护服务收入	17,245.56	0.74	19.36	17,155.03	0.74	15.45
咨询服务收入	13,573.17	0.59	76.25	16,752.18	0.72	66.76
酒店服务收入	7,677.07	0.33	-43.37	5,159.03	0.22	-50.03
物业管理收入	4,881.01	0.21	37.41	4,170.93	0.18	42.81
检测技术服务收入	4,582.55	0.20	72.00	0.00	0.00	--
水、电供应收入	667.52	0.03	51.12	969.04	0.04	20.47
<b>4.制造业板块</b>						
铜制品生产销售收入	955,160.76	41.24	1.44	647,065.65	27.77	0.90
家具销售收入	72,468.09	3.13	28.33	70,269.87	3.02	36.39
<b>5.其他业务板块</b>						
房地产开发收入	259,706.41	11.21	58.63	105,787.61	4.54	46.06
融资租赁业务收入	51,098.78	2.21	53.73	32,922.83	1.41	53.60
其他商品销售收入	20,350.69	0.88	9.71	15,473.20	0.66	36.69
信息技术服务收入	22,416.13	0.97	39.38	8,160.70	0.35	35.07
<b>主营业务小计</b>	<b>2,312,586.81</b>	<b>99.85</b>	<b>15.02</b>	<b>2,324,406.87</b>	<b>99.74</b>	<b>12.08</b>
合作经营分成收入/联合 宣传推广费	2,735.85	0.12	100.00	2,600.00	0.11	100.00
其他收入	809.31	0.03	17.42	3,462.29	0.15	39.16
<b>其他业务小计</b>	<b>3,545.16</b>	<b>0.15</b>	<b>81.15</b>	<b>6,062.29</b>	<b>0.26</b>	<b>65.25</b>
<b>合计</b>	<b>2,316,131.97</b>	<b>100.00</b>	<b>15.12</b>	<b>2,330,469.16</b>	<b>100.00</b>	<b>12.22</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### （一）城市建设板块

公司仍为广州开发区内重要的基础设施投资建设主体之一，城市建设是其最主要的业务板块，区域竞争优势明显，2022年公司城市建设板块收入大幅下降，但广州开发区对基础设施和城市更新的需求较大，业务可持续性较好

城市建设是公司最主要的业务板块，包括市政工程建设、三旧改造前期服务和一级土地开发。考虑

到广州开发区对基础设施的需求较大，未来公司工程建设板块持续性较好。

## 1、工程建设

公司工程建设业务主要由公司本部及子公司科学城（广州）建设发展集团有限公司（以下简称“建发集团”）负责，业务区域专营程度高，其中公司本部拥有建筑工程施工总承包二级资质，建发集团的子公司科学城（广州）建筑工程有限公司拥有建筑工程施工总承包一级资质。

工程建设业务主要通过工程承包实施，还有部分工程代建。工程承包业务模式为：公司通过公开招标承接工程项目，公司作为总承包方，项目建设资金来源主要为公司自有资金和银行贷款，按照完工百分比法与发包方结算。工程代建业务主要由公司二级子公司广州东进新区开发有限公司（以下简称“东进公司”）经营，东进公司具有一级市政工程建设资质。工程代建业务模式为：东进公司与建设业主逐一签订《建设工程代建合同》，业主一般为政府单位，合同一般以项目总投资额为代建费计费基础，代建费率根据财政部《基本建设项目建设成本管理规定》确定，按照项目总投资的一定比例收取项目管理费。由于公司为代业主从事工程建设，不承担项目融资职能，无资金压力。

2022年公司承接项目减少，工程建设收入大幅下降，由于建材原材料及劳务成本上涨，业务毛利率有所下降。截至2022年末，公司主要在建的工程承包项目合同总金额86.64亿元，已投资28.75亿元，随着项目的逐渐建设与结算，未来收入有一定保障。

**表7 截至 2022 年末公司主要在建的工程承包项目情况（单位：亿元）**

合同项目	工程合同预算价	已投资额
广州宝能新能源汽车产业园工程总承包	32.20	13.71
知识城 ZSCXN-B3-2（医疗城）项目（原广州巴塞罗那国际医院项目设计施工总承包）	12.60	0.61
科学城中心项目（原 LG 小镇项目）	8.38	3.20
百事高（二期）设计施工总承包（EPC）	6.67	1.48
粤港澳生态环境科学中心（一期）项目设计施工总承包	6.65	1.23
清华珠三角研究院粤港澳大湾区创新基地工程（之二）	3.19	0.73
茅岗社区机械谷留用地科纳智创中心项目	3.09	0.20
明珞数字制造与工业互联网全球总部项目	2.62	1.55
烯湾科技碳纳米管生产基地项目	2.40	1.84
京广协同创新中心建设工程设计施工总承包	2.36	2.10
广州科学城协同创新中心勘察设计施工总承包	2.31	0.20
知识城北片区土地平整工程（二期）施工总承包工程土石方专业分包工程	2.00	1.13
岭头公司留用地开发项目一期	1.50	0.70
黄埔区排水设施养护基地工程	0.67	0.07
<b>合计</b>	<b>86.64</b>	<b>28.75</b>

资料来源：公司提供

## 2、三旧改造前期服务



公司三旧改造前期服务业务的经营主体包括公司本部和子公司科学城（广州）城市更新集团有限公司（以下简称“城更集团”）、孙公司东进公司。公司城市更新项目储备较多且各项目在具体实施过程中有所不同，因此经营模式亦有差异。一般而言，在三旧改造前期服务业务中，公司提供的服务包括动员村民签订改造合作意向、测量摸查现状、编制改造方案并公示征得一致意见后报批、落实用地指标和规划、签订安置补偿协议、拆迁、一级土地整理、安置区复建管理、回迁安置服务等前期工作。项目进入二级开发阶段，通常会引入房地产开发商，公司与房地产开发商签订合作协议，共同成立项目公司，中标的开发商需根据合作协议按项目进度分期向公司支付前述三旧改造前期服务费，待实施方案批复通过后由项目公司负责二级开发建设。公司城市更新项目的业务周期大多在3年以上。

受房地产市场景气度下行和项目结算放缓影响，2022年公司三旧改造前期服务收入大幅下降，主要来自长平旧村改造、刘村旧村改造、文冲旧村改造等项目，业务毛利率仍较高，主要系该业务成本主要为报批手续的相关费用，成本较低。截至2022年末，公司以提供前期服务方式为主参与的城市更新、三旧改造项目主要包括枫下旧村改造、文冲旧村改造、长平旧村改造、邓屋旧村改造、银岭旧村改造、鱼珠旧城改造等，随着项目的逐步推进，公司有望继续实现一定的城市更新业务收入。

### 3、一级土地开发

一级土地开发业务由公司子公司广东宏德投资有限公司（以下简称“宏德投资”）负责。宏德投资是广东顺德清远（英德）经济合作区（以下简称“合作区”）的开发和运营主体，受广东顺德清远（英德）经济合作区土地储备中心（以下简称“合作区土储中心”）委托，负责合作区内土地一级开发，完成后交由合作区土地储备中心出让，收取土地开发成本的一定比例作为固定收益。截至2022年末，公司应收合作区土储中心的土地开发款为1.05亿元。

#### （二）贸易板块

**公司贸易业务主营大宗商品贸易，2022年贸易业务收入大幅下降，业务毛利率仍处于低水平，且供应商和客户集中度均较高**

贸易业务板块由公司本部和子公司科学城（广州）国际贸易有限公司开展，主要通过赚取差价的方式获收益，业务模式为以销定购，一般先由下游采购需求，并收取部分预付货款后，再向上游采购货物，货到后，由下游付款提货。公司贸易业务主要为大宗商品贸易，商品品种包括有色金属、木材、煤炭、化工产品原料、油品、建筑材料等。

2022年公司贸易业务收入大幅下降，但对公司营业收入贡献仍较大，业务毛利率仍处于低水平。从集中度来看，2022年公司贸易业务第一大供应商采购金额占年度采购总额的比重为10.11%，第一大客户销售金额占年度销售总额的比重为14.82%，需关注主要供应商和客户经营变动等对公司业务稳定性及盈利的不利影响。

**表8 2021-2022年公司主要大宗商品销售情况（单位：万元）**

商品名称	2022年	2021年
油及其制品	165,431.78	278,445.07
金属及金属矿产品	129,650.25	202,738.77
化工及其产品	75,740.43	104,272.93
建筑材料	47,930.15	97,255.57
木材及其制品	51,793.80	43,561.10
煤炭及其制品	20,222.36	27,977.48
汽车及零配件	4,250.98	17,750.67
农作物	8,323.55	9,200.47
其他	4,110.99	2,981.80
<b>合计</b>	<b>507,454.29</b>	<b>784,183.86</b>

资料来源：公司提供

### （三）服务板块

公司污水污泥处理和管道养护服务业务区域专营性很强，租赁、物业管理、酒店服务等物业板块丰富了公司的收入来源

污水污泥处理、管道养护服务业务由公司子公司广州科学城水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责，具有很强的区域专营性。2019年10月，广州市黄埔区水务局与公司本部签订特许经营服务协议，授予公司在30年特许经营服务期限内（自2019年4月1日起计算），在广州市黄埔区、广州开发区内提供市政污水处理服务和公共排水管网运营维护及管理服务，同时将黄埔区、广州开发区内的污水处理厂（含水质净化厂、再生水厂等）及公共排水管网移交给公司管理。公司本部将相关特许经营权、水务资产使用权授予水务集团，特许经营权、水务资产使用期限与公司本部的特许经营服务期限一致。特许经营服务协议约定，每三年为一个计算期，2022年污水处理费、公共排水管网养护定额仍为2.437元/立方米、76元/延米/年，如考核不达标则按规则扣除部分费用。广州市黄埔区水务局支付的特许经营费用资金纳入黄埔区本级财政年度预算和中期预算规划，季度拨款、年终清算。

截至2022年末，公司已投入营运的净水厂共11座（萝岗厂分为一期和二期，设计日均污水处理能力均为5万吨/日），设计污水处理能力为48.50万吨/日，2022年公司污水处理量和污水污泥处理收入保持增长。

**表9 2021-2022年公司污水处理运行情况（万吨/日、万吨）**

序号	厂名	设计污水处理能力	2022年污水处理量	2021年污水处理量
1	西区厂	7.50	1,947.37	1,887.69
2	东区厂	10.00	3,772.16	3,932.27
3	永和厂	5.50	1,803.17	1,760.81
4	黄陂厂	3.00	886.32	737.44
5	九龙一厂	3.00	608.71	469.49
6	萝岗厂	10.00	2,535.30	2,124.73
7	九龙二厂	3.00	1,130.65	957.89
8	生物岛厂	1.00	82.31	65.68
9	九龙三厂	2.50	692.00	583.69
10	永和北厂	3.00	475.57	--
<b>总合计量</b>		<b>48.50</b>	<b>13,933.55</b>	<b>12,519.69</b>

资料来源：公司提供

管道养护业务的具体运营由水务集团全资子公司广州科学城排水管理有限公司（以下简称“排水公司”）及广州科城水投技术服务有限公司（以下简称“技术公司”）负责，其中排水公司主要负责区内排水管网及附属设施的日常巡查、清疏养护、维修改造、应急抢险及防内涝布防抢险等工作；技术公司主要经营污水再生利用、技术服务、技术开发、技术咨询等业务。截至2023年3月末，公司管网养护长度为2,711公里，2022年管道养护收入小幅增长。

租金收入来自公司本部及子公司将持有的厂房、写字楼、商铺等物业对外出租取得，作为服务于发展广州开发区内新一代信息技术产业的重要国有平台，公司通过物业资产的投资、建设及运营以提升产业配套，吸引重大招商引资项目的落地，同时形成一定规模的经营性资产，随着运营物业资产和入驻企业的增加，2022年公司租金收入稳步增长，业务毛利率仍较高。截至2022年末，公司及各子公司主要投资性房地产可租面积共127.71万平方米，已租面积为93.40万平方米，出租率较高，分布在广州市范围内，租赁对象主要是当地的个体工商户、企业。

公司物业管理业务主要由子公司科学城（广州）发展集团有限公司（以下简称“发展集团”）负责经营，园区项目物业管理服务方绝大部分是通过招投标流程选聘，负责园区物业管理及管理费收缴工作，2022年公司物业管理收入小幅增长。此外，公司旗下拥有广德园岭南东方精品酒店和岭居创享公寓酒店（广州科学城）2家商业酒店，均由公司投资建设，且由广州岭南集团控股股份有限公司（股票代码“000524.SZ”）旗下广州岭南国际酒店管理有限公司运营管理，2022年公司酒店服务收入大幅增长，但因酒店开业时间较短，业务仍处于亏损状态。

#### （四）制造业板块

公司制造业板块包括铜加工和家具销售业务，收入规模较大，2022年铜制品生产销售收入成为公司第一大收入来源，但盈利能力弱

公司铜加工业务由子公司台一铜业（广州）有限公司（以下简称“台一铜业”）和科城精铜（广州）有限公司（以下简称“科城精铜”）负责经营。科城精铜主要负责裸铜线的生产，以高纯度精铜板为原料制造裸铜线，主要产品有裸铜线（8mm）、软铜线（1.35-4.5mm）和硬铜线（2.0-3.2mm），产品应用于漆包线、电线电缆、各类电子线及通信线等行业。台一铜业主要生产车载漆包线和家电漆包线，产品应用于新能源汽车、汽车电装品、家用电器、电子电源及自动化控制等行业。

科城精铜采购的原料主要为精铜板，包括进口采购和国内采购，2022年科城精铜前5大供应商采购金额占比56.08%。台一铜业产品原材料为裸铜线，主要由科城精铜供应，辅料为凡立水，2022年台一铜业前5大供应商采购金额占比98.06%。铜加工业务采购供应商集中度高，需关注供应商经营变动等对公司铜加工业务稳定性及盈利能力的不良影响。采购结算方式通常采用进口信用证、电汇等。

科城精铜和台一铜业主要销售模式均为直销，将产品直接销售给下游高端漆包线、电子线、电源线等厂商、以及下游汽车、家用电器、电子电源及自动化控制等终端生产厂商，部分产品对贸易商销售，2022年科城精铜和台一铜业前5大客户销售金额占比分别为36.95%和24.15%。销售结算方式包括出口信用证、银行承兑汇票支付、电汇等。需注意与民企贸易款项结算风险。

2022年公司铜加工业务收入大幅增长，占当年营业收入的比重为41.24%，但毛利率仍处于低水平。

**表10 2022年科城精铜和台一铜业前五大供应商情况**

子公司简称	供应商名称	占采购总额比例
科城精铜	中铜国际贸易集团有限公司	21.33%
	雪松大宗商品供应链集团有限公司	10.92%
	MINERA SPENCE S.A.	9.44%
	广州汇捷供应链管理有限公司	7.88%
	北方矿业国贸（香港）有限公司	6.51%
	<b>合计</b>	<b>56.08%</b>
台一铜业	科城精铜（广州）有限公司	95.57%
	艾伦塔斯电气绝缘材料(铜陵)有限公司	0.97%
	定远诚宇电工材料有限公司	0.82%
	艾伦塔斯电气绝缘材料(珠海)有限公司	0.36%
	蔼司蒂（上海）投资有限公司	0.35%
<b>合计</b>	<b>98.06%</b>	

资料来源：公司提供

公司子公司皇朝家居控股有限公司（以下简称“皇朝家居”，股票代码“1198.HK”）是一家集专业研发设计、生产制造、全球销售与售后服务于一体的香港上市家具公司，业务包含工装和家装，产品涵盖板式家具、实木家具、软床、床垫、沙发五大品类。皇朝家居在土地及商业资源方面有优势，公司在资金来源、当地关系及协调方面具有优势，战略合作优势明显。

2022年公司家具销售收入较稳定，业务毛利率有所下降，主要系开展促销活动所致。截至2022年末，

皇朝家居的板式家具、实木及木板结合、沙发、软体年产能分别为4.93万套、4.87万套和2.30万套、0.53万套，产能规模不大，但产能利用率和产销率均保持在90%以上。

**表11 皇朝家居主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年
总资产	54.74	51.50
所有者权益	21.62	22.32
营业总收入	15.39	12.78
净利润	0.05	0.63
资产负债率	60.50%	56.66%
销售毛利率	14.43%	20.85%
经营活动现金流净额	-1.31	0.14

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （五）其他业务板块

公司房地产开发业务剩余可售规模不大，后续将参与旧改项目的二级开发，需关注房地产市场下行带来的业务波动；融资租赁业务规模继续扩张，但需持续关注融资租赁款项的回收风险

2022年公司房地产开发收入大幅增长，来源于子公司广州峻森投资有限公司（以下简称“峻森投资”）已完工在售的科城花园（三期）项目。截至2023年3月末，科城花园（三期）剩余可售面积不多，无在建及拟建房地产项目，后续将参与旧改项目的二级开发，需关注市场环境变化可能对公司房地产经营带来一定挑战。

**表12 截至2023年3月末公司已完工在售的房地产项目（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	项目性质	竣工面积	可售面积	已售面积	销售总额
科城花园（三期）	商品房（包括住宅、车位、商铺）	46.14	39.61	30.17	83.63

资料来源：公司提供

公司融资租赁业务由子公司科学城（广州）融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）负责，业务模式包括直接租赁和售后回租，展业范围主要在广东省内，投向行业主要为智能制造、建筑业、新一代信息技术、新材料、新能源环保等，资金主要来源于融资租赁公司的资本金、对金融机构的借款和资本市场直接融资资金等。

公司签订的融资租赁合同标的资产主要为机器设备和无形资产，截至2022年末，融资租赁存量项目金额合计64.70亿元，其中机器设备售后回租金额61.40亿元、机器设备直租金额1.35亿元、无形资产（许可）金额1.95亿元。期限结构方面，截至2022年末，1年以内的融资租赁业务存量金额占比33.01%，1-3年（含）融资租赁业务存量金额占比64.85%。截至2022年末，公司融资租赁业务有10个违约项目，违约金额合计0.69亿元，已计提拨备金0.48亿元。近年公司融资租赁业务规模扩张较快，2022年融资租赁收入保持增长，但需关注公司融资租赁应收款项的回收风险。

公司在建工程项目储备较多，未来尚需投入规模较大，面临较大的资金压力

公司在建工程较多，包括黄埔区东区水质净化厂三期工程、科峻金融大厦项目等，资金来源主要为公司自有资金和外部筹资。截至2023年3月末，公司主要在建项目预计总投资73.87亿元，累计已投资29.51亿元，尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

**表13 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资
英德铜业厂房（一期）	11.98	2.80
黄埔区东区水质净化厂三期工程	11.14	7.85
黄埔区永和北水质净化厂工程	4.26	4.10
黄埔区萝岗水质净化厂二期工程	6.38	2.87
黄埔区永和北水质净化厂二期工程	9.45	3.54
西区泵站压力管更新改造项目	0.65	0.35
知识城南部净水站建设工程项目	1.85	0.49
知识城信息大厦项目	0.79	0.55
科峻金融大厦项目	8.80	4.63
茅岗社区机械谷留用地科纳智创中心项目商业地块	4.07	0.50
科景苑高端公寓更新改造项目	2.95	0.49
留用地开发项目（地块三）	5.45	1.25
留用地开发项目（地块一）	6.09	0.09
<b>合计</b>	<b>73.87</b>	<b>29.51</b>

资料来源：公司提供

公司是广州市黄埔区、广州开发区内重要的城市建设开发与城市更新综合服务商，对当地政府贡献大，继续获得当地政府在资产注入、政府补贴方面较大力度的支持，资本实力进一步夯实

公司为广州市黄埔区、广州开发区提供工程建设、城市更新服务、土地一级开发、污水污泥处理和管道养护服务等公共产品和服务，对当地政府贡献大，2022年在资产注入、政府补贴方面继续获得较大力度的外部支持。资产注入方面，2022年广州市黄埔区政府、广州开发区管委会等政府单位向公司注入资本金、子公司股权、商业物业等资产，详见附录六，公司资本公积净增加20.51亿元；2023年3月，广州开发区管委会向公司增资14.32亿元，公司资本实力进一步提升。政府补贴方面，2022年公司获得奖励补助、补贴收入、稳岗补贴、增值税减免等各类政府补助5,076.30万元，计入“其他收益”科目。

## 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致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合

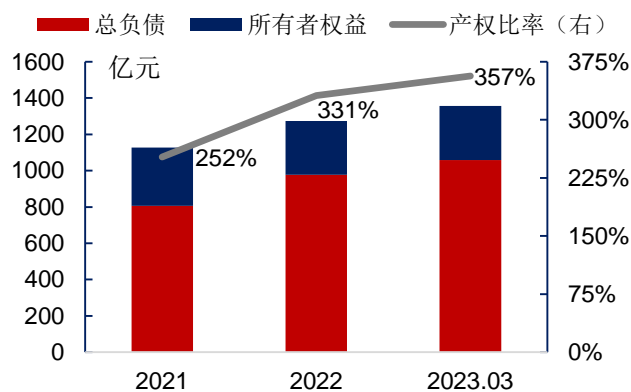
并报表范围新增22家子公司，减少10家子公司，详见附录四。截至2022年末，纳入公司合并范围的一级子公司及重要二级子公司共40家，明细如附录五所示。公司将投资性房地产由成本计量模式变更为公允价值计量模式，转换日为2021年12月31日，变更后公司不再对投资性房地产计提折旧或摊销。

### 资本实力与资产质量

公司持续对外融资推动总资产保持增长，资产仍以对广州开发区内企业的拆借款和股权投资款、旧改项目投资成本以及可租物业等为主，应收款项占用公司资金，且受限资产规模较大，同时需关注应收款项和股权投资款的回收情况

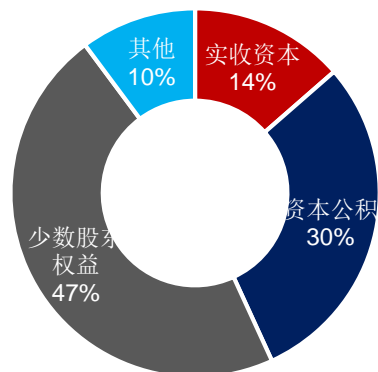
由于公司赎回单一资金信托可续期债权投资53.10亿元和工银金融-可转股可续期权益工具9.50亿元，2022年末公司所有者权益有所下降。同时，公司融资规模增速快，2023年3月末产权比率较2021年末大幅上升，净资产对总负债的保障程度弱。2023年3月末公司所有者权益中其他权益工具24.22亿元全部为永续负债。

图3 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4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受合并范围扩大、政府划拨资产及融资规模扩增等影响，公司资产总额保持快速增长，资产仍以应收类款项、可租物业、旧改项目投资成本以及园区招商引资企业股权投资款等为主。截至2022年末，公司使用权受限资产规模达347.93亿元，占年末总资产的比重为27.34%，包括投资性房地产、固定资产、长期股权投资、长期应收款、货币资金等，主要用于借款抵质押。

跟踪期内公司应收账款逐渐收回，2022年末前三大应收对象及款项性质分别为应收知识城集团三旧改造项目前期服务费15.06亿元、应收广州宝能汽车有限公司工程款6.43亿元、应收广亚铝业有限公司及其子公司贸易款2.65亿元，合计占应收账款期末总额的53.38%，2022年末应收账款累计计提坏账准备1.70亿元。其他应收款主要是公司应收关联企业、政府单位、开发区内其他企业的三旧改造项目代垫款、资金拆借款等，跟踪期内保持增长，2022年末按欠款方归集的前五名其他应收款余额合计71.11亿元，占其他应收款期末总额的41.33%，2022年末其他应收款累计计提坏账准备7.70亿元。总体来看，

公司应收类款项主要为对园区内企业、城市更新业务经营主体等单位的拆借款和代垫款，对公司资金形成较大占用且存在一定回收风险。

得益于无偿划入物业以及公允价值增加等，2022年末公司投资性房地产大幅增长，其中投资性房地产评估增值产生的公允价值变动收益为26.27亿元。截至2022年末，公司投资性房地产中未办妥产权证书的房屋建筑物账面价值为53.99亿元，占年末投资性房地产账面价值的19.36%。公司其他非流动资产主要为预付购地款、旧改项目公司股权投资款和购房款等，2022年末账面价值分别为84.71亿元、32.86亿元和6.10亿元，2022年末其他非流动资产大幅下降，主要系何棠下旧改项目转至“存货”科目所致。

近年公司结合开发区产业发展规划，通过招商引资、投资建设、参股合作、自主投资开发等方式，加大了对新一代信息技术、高端装备、新材料、环境治理等新兴产业以及投资运营管理服务、建筑业和城市更新、房地产开发等产业的投资。截至2022年末，公司其他非流动金融资产主要为对杉杉控股有限公司、广东正威科城供应链有限公司、广州开发区国企产业投资基金合伙企业（有限合伙）等的股权投资，以公允价值模式计量，2022年持有其他非流动金融资产取得投资收益3.10亿元；公司长期股权投资主要为对广州华星光电半导体显示技术有限公司、广州湾区半导体产业集团有限公司（以下简称“湾区半导体集团”）、广州粤芯半导体技术股份有限公司（以下简称“粤芯半导体”）等联营企业的股权投资。公司对外股权投资多为新兴产业和初创企业，亏损企业数量较多，2022年公司权益法核算的长期股权投资损益为-1.92亿元，亏损主要来自于粤芯半导体、湾区半导体集团等，需关注公司联营企业持续亏损以及投资款项回收的风险。

此外，公司货币资金以银行存款为主，2022年末19.53亿元货币资金使用受限，系各类保证金、已质押的定期存款、冻结资金及共管账户资金。2022年末公司存货主要由开发成本（88.02亿元）、三旧改造前期服务成本（29.49亿元）、库存商品（产成品）（16.06亿元）等构成，其中开发成本大幅增长，主要系何棠下旧改项目转入所致。截至2022年末，存货累计计提跌价准备0.41亿元，贸易业务库存商品、在产品及原材料存在一定的跌价风险。2022年末及2023年3月末公司在建工程持续增长，主要包括黄埔区东区水质净化厂三期工程、黄埔区永和北水质净化厂二期工程、英德电磁线项目（一期）等项目。

**表14 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	98.14	7.24%	58.10	4.57%	75.20	6.67%
应收账款	42.80	3.16%	43.53	3.42%	50.55	4.49%
其他应收款	166.72	12.30%	164.39	12.92%	161.12	14.30%
存货	166.63	12.29%	141.59	11.13%	63.81	5.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>588.84</b>	<b>43.43%</b>	<b>509.32</b>	<b>40.02%</b>	<b>418.35</b>	<b>37.13%</b>
其他非流动金融资产	96.91	7.15%	93.04	7.31%	64.57	5.73%
长期股权投资	111.65	8.23%	110.45	8.68%	71.79	6.37%



投资性房地产	282.04	20.80%	278.87	21.91%	193.03	17.13%
在建工程	16.25	1.20%	15.06	1.18%	12.42	1.10%
其他非流动资产	130.38	9.62%	130.00	10.22%	224.12	19.89%
<b>非流动资产合计</b>	<b>766.96</b>	<b>56.57%</b>	<b>763.29</b>	<b>59.98%</b>	<b>708.28</b>	<b>62.87%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,355.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,272.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,126.64</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

公司收入结构趋于多元化，2022年营业收入小幅下降，利息费用对利润造成侵蚀，且铜加工业务和大宗贸易业务毛利率低，导致公司整体盈利能力仍较弱，2023年1-3月公司利润出现亏损，同时需关注投资收益、资产处置收益和公允价值变动收益的波动性

2022年公司营业收入小幅下降，主要来自制造业、大宗贸易、城市建设等业务板块，房地产开发、融资租赁、物业管理和水务板块业务亦为公司收入提供有益补充，2022年新增检测技术服务等收入。具体来看，铜加工业务和大宗贸易业务对公司收入贡献较大，但毛利率处于低水平；三旧改造前期服务是公司目前大力推动的核心业务之一，由于该业务成本主要为报批手续相关费用，成本较低，业务毛利率较高；2022年房地产开发收入大幅增长，该业务盈利较好，对公司利润形成较好补充，但业务可持续性一般；工程建设收入大幅下降，融资租赁和物业管理收入保持增长，水务板块业务较为成熟。

期间费用方面，由于公司融资规模持续大幅增长，利息费用随之增加，对利润产生一定侵蚀。2022年公司营业利润和利润总额变动不大，除去经营业务利润，还主要来自投资性房地产评估增值产生的公允价值变动收益以及投资收益。2022年公司投资收益大幅增长，主要来源于持有其他非流动金融资产期间取得的投资收益 3.10 亿元和处置长期股权投资产生的投资收益 2.14 亿元；资产处置收益大幅下降，主要系无形资产处置损失 1.34 亿元所致。2023 年 1-3 月公司经营业绩呈现亏损，一方面在于主要贡献毛利润的三旧改造前期服务板块的大部分项目于年末确认收入，另一方面系公司财务费用较高所致。

**表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	42.33	231.61	233.05
财务费用-利息费用	7.45	35.96	23.00
其他收益	0.09	0.51	0.39
投资收益	0.31	8.94	4.75
公允价值变动收益	0.60	31.93	9.69
资产处置收益	0.00	-1.23	6.53
营业利润	-6.96	11.37	11.38
利润总额	-6.97	11.12	11.31
销售毛利率	4.90%	15.12%	12.22%

注：2023 年 1-3 月资产处置收益为 14.05 万元。

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

公司经营活动现金表现不佳，持续的对外筹资推动总债务规模继续攀升，财务杠杆率处于高位，短期偿债压力仍较大，预计未来业务成本支出及投资计划仍将产生一定的资金缺口，但公司是广州开发区内重要区属国企之一，且保有大额备用流动性，再融资能力较强

公司业务规模不断扩张，对工程施工和城市更新等项目、并购业务、园区内企业的投资力度较大，2022年及2023年1-3月投资活动净现金流分别为-75.52亿元和-16.82亿元。而公司经营活动现金流缺口仍较大，2022年及2023年1-3月经营活动净现金流分别为-11.99亿元和-16.37亿元，公司主要通过外部融资弥补资金缺口，筹资活动持续保持大幅净流入且净融资规模持续扩大，2022年及2023年1-3月筹资活动净现金流分别为67.15亿元和76.97亿元。截至2023年3月末，公司总债务高达898.14亿元，长期债务占比69.73%。

公司债务类型包括银行借款、债券融资、非标融资以及关联方往来拆借款等。其中，银行借款包括抵押、质押、保证和信用借款，期限多在1年以上，授信方主要有工商银行、光大银行、广州农村商业银行、农业银行等；债券发行主体包括本部和子公司皇朝家居，大多数为无担保债券；非标融资产品包括信托、租赁、债权融资计划等，绝大部分为保证借款，整体利率较银行借款和债券融资更高。此外，公司还存在较大规模的合并范围外关联方拆借款，计入“其他流动负债”、“其他非流动负债”科目。

公司经营性负债主要体现在关联方往来款、押金及保证金以及待支付三旧改造项目合作款、投资款等，计入“其他应付款”科目，2022年末及2023年3月末快速增长，主要系应付合并范围外关联方往来款增加较多所致。

**表16 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	137.85	13.02%	125.41	12.83%	118.76	14.73%
其他应付款	88.33	8.34%	72.33	7.40%	29.25	3.63%
一年内到期的非流动负债	89.96	8.50%	134.75	13.78%	76.54	9.49%
其他流动负债	44.13	4.17%	44.22	4.52%	65.12	8.07%
<b>流动负债合计</b>	<b>428.32</b>	<b>40.45%</b>	<b>444.24</b>	<b>45.44%</b>	<b>360.49</b>	<b>44.70%</b>
长期借款	313.97	29.65%	268.82	27.50%	203.74	25.26%
应付债券	210.70	19.90%	181.17	18.53%	147.86	18.33%
长期应付款	51.78	4.89%	38.10	3.90%	19.08	2.37%
其他非流动负债	22.07	2.08%	13.31	1.36%	52.05	6.45%
<b>非流动负债合计</b>	<b>630.57</b>	<b>59.55%</b>	<b>533.38</b>	<b>54.56%</b>	<b>445.98</b>	<b>55.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,058.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>977.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>806.47</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务</b>	<b>898.14</b>	<b>84.82%</b>	<b>834.63</b>	<b>85.37%</b>	<b>761.56</b>	<b>94.43%</b>
其中：短期债务	271.83	25.67%	312.39	31.95%	259.49	32.18%

长期债务	626.32	59.15%	522.24	53.42%	502.07	62.26%
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

注：总债务包含所有者权益中其他权益工具永续债务。

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

偿债能力方面，考虑计入其他权益工具的可续期负债后 2023 年 3 月末公司资产负债率高达 79.89%，资本结构亟待优化。2022 年末及 2023 年 3 月末公司现金类资产对短期债务的覆盖能力始终较弱，短期偿债压力仍较大。2022 年公司 EBITDA 利息保障倍数同比下滑，偿债能力有所弱化。

公司经营活动净现金流表现较差，难以覆盖高额业务成本支出及未来投资计划，叠加存量债务本息接续压力，未来公司仍需通过再融资平衡资金缺口。公司作为广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，必要时可寻求当地政府的支持，且公司与多家金融机构建立了良好合作关系，2023 年 4 月末剩余可使用授信额度为 336.36 亿元，再融资能力较强，但需关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

**表17 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	78.10%	76.82%	71.58%
现金短期债务比	0.32	0.17	0.25
EBITDA 利息保障倍数	--	1.41	1.53

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

#### 公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的相关情况说明和公开信息查询，公司过去一年不曾因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚，但需关注公司的铜加工、家具生产等制造类业务可能会面临一定环境风险。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明和公开信息查询，公司过去一年未发生安全事故或产品质量问题，无拖欠员工工资、社保等情形，遵守政策法规规范经营。此外，公司在扶贫等方面承担了一定的社会责任。

治理方面，公司战略规划清晰、组织架构完善、高管任命规范、内控制度健全，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，在公开市场中信息披露较为及时，近年来未曾出现高级管理人员因涉嫌重大违纪违法事项被处罚的情况。但公司对广州开发区内企业及三旧改造项目公司的代垫款和拆借款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

### 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>2</sup>，公司本部及子公司融资租赁公司、城更集团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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额为40.04亿元，占期末净资产的比重为13.57%，对外担保规模较大。公司对外担保企业中，担保金额最大的是联营企业粤芯半导体，公司持有其9.82%的股份，企业性质为民营企业，成立时间较短，系主营集成电路研发生产的高科技企业，连续多年亏损，目前已进入B轮IPO融资，截至本报告出具日，公司对粤芯半导体的担保已全部结清。此外，截至2022年末，子公司科学城（广州）绿色融资担保有限公司对外担保余额为21.91亿元，其中融资担保余额5.11亿元、非融资保函担保余额16.80亿元。

**表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方名称	担保金额	担保期限	担保事项
粤芯半导体	127,826.56	2019/02/15-2029/02/15	为该公司与广州银行开发区支行签订保证合同（编号：（2019）广银开高保字 53191901号）提供担保
广州科源城市更新投资有限公司	97,000.00	2021/08/13-2029/09/29	为该公司与中国银行广州开发区支行保证合同（编号：1829070202100005）提供担保
广州建鸿置业投资有限公司	49,399.83	2021/04/02-2025/04/01	为该公司与中国建设银行开发区西区支行签订保证合同（编号：CHET440470000202100188）提供担保
广州旺园实业投资有限公司	39,220.00	2021/07/02-2029/04/21	为该公司与广州农村商业银行签订保证合同（编号：4403073202100002）提供担保
广州华智投资有限公司	24,900.01	2022/01/10-2034/09/15	为该公司与中国农业银行广东省分行营业部签订保证合同（编号：44100120210139053号）提供担保
广州港科置业有限公司	22,178.00	2021/10/08-2024/09/24	为该公司与中国工商银行新塘支行签订保证合同（编号：2021年港科保字第 02 号）提供担保
广州科源城市更新投资有限公司	14,000.00	2021/08/13-2029/09/29	为该公司与广州农村商业银行黄埔支行保证合同（编号：1829070202100005）提供担保
广州科城新材运营管理有限公司	12,016.25	2022/02/28-2036/09/20	为该公司与中国工商银行广州开发区支行签订保证合同（编号：0360200115-2021年开发（保）字 0032 号）提供担保
高州协鑫燃气分布式能源有限公司	10,729.30	2019/10/28-2034/10/28	为该公司与国家开发银行广东省分行签订保证合同（编号：4410201901100001111 号）提供担保
广州科城新材运营管理有限公司	2,000.00	2021/12/28-2036/09/20	为该公司与中国工商银行广州开发区支行签订保证合同（编号：0360200115-2021年开发（保）字 0032 号）提供担保
广州科城新材运营管理有限公司	947.73	2022/06/08-2036/09/20	为该公司与中国工商银行广州开发区支行签订保证合同（编号：5811073202100005）提供担保

<sup>2</sup>公司本部及子公司融资租赁公司、城更集团企业信用报告的查询日分别为 2023 年 5 月 9 日、2023 年 5 月 9 日、2023 年 6 月 7 日。

广州科城德亚投资有限公司	160.33	2021/06/03-2023/12/03	为该公司与科学城（广州）融资租赁有限公司签订保证合同（编号：KXCHZ2021034-02）提供担保
<b>合计</b>	<b>400,378.01</b>	--	--

资料来源：公司 2022 年审计报告

截至2022年末，公司子公司作为被告的未决诉讼标的金额合计0.12亿元。2023年4月，公司收到广东省广州市中级人民法院出具的《传票》（[2023]粤01民初1518号），中国工商银行股份有限公司广州开发区分行（以下简称“开发区工行”）因公司收购何棠下旧改项目时曾向该行出具附条件生效的代第三方（雪松实业集团有限公司）偿还贷款的文书，向法院提起诉讼，要求公司向开发区工行支付贷款本金9.85亿元及实际清偿之日的逾期付款损失等，公司已采取措施积极准备应诉事宜。综上，公司仍面临一定的或有负债风险。

## 八、外部特殊支持分析

公司是广州市黄埔区政府下属重要企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广州市黄埔区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与广州市黄埔区政府的联系非常紧密。公司的控股股东和实际控制人为广州开发区管委会，高级管理人员由广州开发区管委会直接任命，广州市黄埔区政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司的一大部分业务来源于政府及其相关单位，同时近五年公司受到政府支持的次数多且支持力度较大，未来公司与政府的关系将比较稳定。

（2）公司对广州市黄埔区政府非常重要。公司是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，提供工程建设、城市更新服务、土地一级开发、污水污泥处理和管道养护服务等公共产品和服务，在城市建设和水务板块等方面对政府的贡献大，且公司为已发债平台，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 九、本期债券偿还保障分析

### 本期债券保障措施分析

#### 中投保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金（公司、主承销商或其他主体因欺诈发行、虚假陈述或类似事由而有义务向债券持有人支付的赔偿金不属于保证范围）、实现债权的费用（律师费除外）和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是国内首家全国性专业担保机

构。截至2022年末，中投保注册资本和股本总额均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团公司”）为中投保控股股东，持有其22.02%的股份，国投集团公司作为国务院批准设立的国家投资控股公司，综合实力很强。中投保是国投集团公司金融业务板块的重要组成部分，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的大力支持。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团公司90.00%的股份，中投保实际控制人为国资委。截至2022年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

**表19 截至 2022 年末中投保前十大股东情况（单位：亿股）**

序号	股东名称	期末持股数	期末持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93%
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62%
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68%
4	金鼎投资(天津)有限公司	2.98	6.63%
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00%
6	Tetrad Ventures Pte Ltd	2.06	4.57%
7	中信证券投资有限公司	1.14	2.54%
8	孙晨	0.45	1.00%
9	宁波华舆股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89%
10	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
	<b>合计</b>	<b>43.07</b>	<b>95.73%</b>

资料来源：中投保 2022 年年度报告，中证鹏元整理

作为国内担保行业的龙头企业，中投保近年来积极推进业务、产品和领域创新，2022年中投保继续推进担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼的“一体两翼”业务架构布局。中投保主要业务为担保业务和利用自有资金开展投资业务。

中投保担保业务目前主要包括金融产品担保、银行间接融资担保和履约类担保三大类，除传统的担保业务之外，近年来中投保加大担保业务创新力度，主要围绕资产证券化(ABS)、类REITs、CMBS等方向开拓业务，拓展供应链金融平台担保增信等业务领域，并取得了一定成效。中投保持续加大担保主业开展力度，2022年末担保余额同比增长130.44%至827.82亿元，主要系金融担保业务规模大幅增长所致。截至2022年末，中投保融资担保责任余额放大倍数为5.37倍，同比有所上升但仍处于相对较低水平，未来融资担保业务仍具有较大的发展空间。

**表20 担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
期末担保余额	827.82	634.62	480.03
其中：金融担保余额	663.75	514.63	443.39
融资担保责任余额	506.67	431.95	368.98
融资担保责任余额放大倍数	5.37	4.53	3.67

注：（1）金融担保主要为银行借款类担保和发行债券担保，不包含贸易融资担保及其他融资担保；（2）根据中投保2022年审计报告，中投保部分业务实际承担风险的计量方法有所调整，故2021年末融资性担保责任余额、融资性担保业务放大倍数已进行相应追溯调整。

资料来源：中投保2020-2022年审计报告及年报，中证鹏元整理

发行债券担保业务系中投保最主要的担保业务构成。截至2022年末，中投保发行债券担保业务余额为527.50亿元，所担保债券发行人主体信用级别均在AA级及以上，其中担保客户主体信用级别为AA+的担保余额占比为31.31%。

截至2022年末，中投保担保业务客户中第一大行业建筑业客户担保余额合计为287.86亿元，相当于同期末中投保权益总额的263.09%；同期末，中投保担保客户主要位于江苏省、山东省以及浙江省等经济发达地区，2022年末中投保在江苏省的客户担保余额合计为245.10亿元，相当于同期末中投保权益总额的224.01%。截至2022年末，中投保担保业务单一最大客户和前十大客户担保余额分别为13.90亿元和107.35亿元，与期末权益总额的比例分别为12.70%和98.12%。整体来看，中投保担保业务的地区和客户分布较为分散，但行业集中度相对较高，需关注相关行业风险。

截至2022年末，中投保未担保风险准备金合计为34.53亿元，受应收代偿款净额仅为25.32万元影响，中投保担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率极高。

近年来中投保资产规模较为稳定，截至2022年末中投保资产总额279.76亿元，同比增长6.55%。中投保资产以金融资产为主，截至2022年末金融资产在资产总额中的占比在70%左右。2022年末中投保货币资金为31.87亿元，较2021年末增长15.58%，其中13.65亿元银行存款因为子公司上海经投资产管理有限公司提供借款质押担保受限；2022年末定期存款为33.42亿元，其中18.54亿元定期存款因为子公司提供借款质押担保而受限。近年来中投保针对应收代偿款计提很高比例的坏账准备，总体来看应收代偿款净额保持稳定。截至2022年末，中投保应收代偿款余额为7.89亿元，已计提坏账准备7.88亿元，2022年末应收代偿款净额为25.32万元。2022年末中投保金融投资合计122.92亿元，主要包括交易性金融资产、债权投资和其他债权投资，为中投保提供了较大规模的投资业务收益。整体来看中投保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用风险、汇率风险和市场风险。中投保长期股权投资主要为对上市公司的股票投资，截至2022年末，长期股权投资账面价值23.74亿元，同比增长10.15%，主要系中投保持有的中国国际金融股份有限公司股权带来的投资收益带动其长期股权投资账面价值增长所致。

中投保按照融资担保公司相应监管要求统计并计算三类资产占比，2022年末I、II、III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例分别为58.28%、16.73%和24.98%，三类资产占比均符合监管要求。

2022年末中投保负债规模和负债结构较上年末保持稳定。截至2022年末，中投保负债合计151.22亿元，较2021年末增长12.65%，负债构成仍以长期债务为主。2022年末中投保短期借款余额为32.86亿元，占负债总额的19.29%。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，中投保计提的未到期责任准备金显著增长，2022年末未到期责任准备金为15.23亿元，同比增长65.85%。2022年末中投保长期借款余额为44.59

亿元，主要为向亚洲开发银行（以下简称“亚行”）的申请的本外币信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行和国投集团公司下属财务公司的借款。2022年末应付债券余额为44.59亿元，占负债总额的26.18%，主要为面向合格投资者发行的公司债券。截至2022年末，中投保所有者权益总额109.42亿元，所有者权益总体保持稳定，资本实力仍然很强。

受益于新增担保业务规模快速增长，2022年中投保已赚保费同比增长44.05%至6.41亿元。受资本市场波动影响，2022年中投保投资收益和公允价值变动损益合计减少26.22%。受投资回报规模同比下降影响，2022年中投保营业收入和净利润同比分别下降27.24%和32.76%。2022年中投保净资产收益率同比下降2.17个百分点至4.92%，需关注外部宏观环境变化和汇率波动对中投保盈利水平的影响。

2022年中投保共发生代偿1.06亿元，当年累计担保代偿率0.38%，当期发生的担保代偿款已于年内全额回收。风险准备金计提方面，受新增担保业务规模大幅增长影响，截至2022年末中投保未到期责任准备金、担保赔偿准备金和一般风险准备金均呈增长态势，2022年末前述三类准备金余额分别为15.23亿元、13.53亿元和5.77亿元，分别同比增长65.85%、12.38%和10.31%，担保风险准备金合计为34.53亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖程度很高。

**表21 中投保主要财务数据及指标单位：亿元)**

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	279.76	262.56	258.52
货币资金	31.87	27.57	12.42
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	109.42	111.35	116.42
营业收入	17.32	23.81	38.95
净利润	5.43	8.07	8.34
净资产收益率	4.92%	7.09%	7.48%
当年新增代偿额	1.06	0.00	0.32
累计担保代偿率	0.38%	0.00%	0.15%
累计代偿回收率	11.90%	0.37%	1.90%
拨备覆盖率	1,351,161.54%	1,052,804.31%	749,424.23%

资料来源：中投保 2020-2022 年年度报告，中证鹏元整理

从外部支持来看，中投保第一大股东为国投集团公司，综合实力雄厚，中投保是国投集团公司金融业务板块的重要组成部分，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的有力支持。

综上所述，中投保综合实力强，业务发展稳健，创新能力较强；股东背景良好，实力雄厚，为其提供了有力支持；且风险控制体系较为完善，风险控制和管理能力较强，担保代偿水平很低，拨备覆盖率处于很高水平，整体代偿能力极强。同时，中证鹏元也关注到，中投保担保业务行业集中度较高，需关注相关行业风险；宏观经济增速放缓以及汇率、资本市场等外部因素的波动给中投保未来业务开展以及盈利稳定性提出一定挑战。



经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 十、结论

广州市黄埔区、广州开发区综合经济实力居全国前列，是广州市工业经济的重要支撑，高新技术产业集群效应显著，近年来区域经济持续增长。公司仍是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，在区域开发建设、城市运营、产业发展等方面需投入大量资金，而近年公司经营性应收占款不断增加，经营活动现金持续大额净流出，导致总债务规模不断攀升。但公司业务多元化程度逐步提高，城市建设和水务板块业务保持较强的区位优势，有助于分散经营风险，且随着广州开发区的建设发展，业务可持续性较好。此外，公司为广州开发区提供工程建设、城市更新服务、土地一级开发、污水污泥处理和管道养护服务等公共产品和服务，在政策支持、项目资源等方面具备一定的优势，持续获得当地政府的大力支持，公司的抗风险能力很强。同时，中投保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“23科学城01/23科城01”债券的信用水平。

综上，中证鹏元维持科学城集团主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“23科学城01/23科城01”的信用等级为AAA。

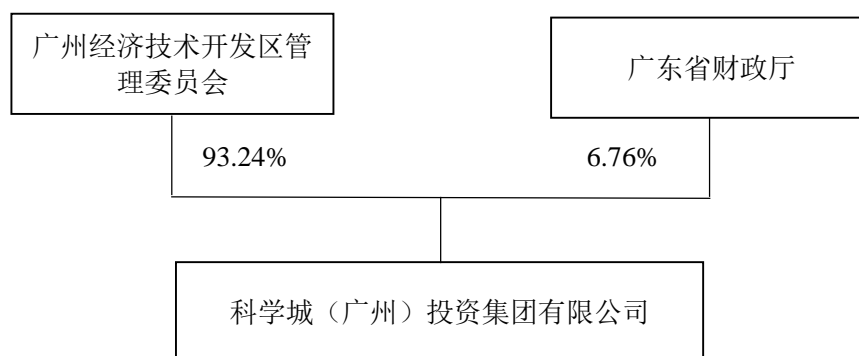
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	98.14	58.10	75.20	44.81
应收账款	42.80	43.53	50.55	20.26
其他应收款	166.72	164.39	161.12	74.98
存货	166.63	141.59	63.81	35.11
流动资产合计	588.84	509.32	418.35	217.90
其他非流动金融资产	96.91	93.04	64.57	0.00
长期股权投资	111.65	110.45	71.79	45.60
投资性房地产	282.04	278.87	193.03	59.22
在建工程	16.25	15.06	12.42	50.72
其他非流动资产	130.38	130.00	224.12	38.21
非流动资产合计	766.96	763.29	708.28	323.46
资产总计	1,355.80	1,272.61	1,126.64	541.36
短期借款	137.85	125.41	118.76	48.05
其他应付款	88.33	72.33	29.25	18.79
一年内到期的非流动负债	89.96	134.75	76.54	27.04
其他流动负债	44.13	44.22	65.12	18.12
流动负债合计	428.32	444.24	360.49	143.67
长期借款	313.97	268.82	203.74	99.27
应付债券	210.70	181.17	147.86	48.15
长期应付款	51.78	38.10	19.08	15.27
其他非流动负债	22.07	13.31	52.05	59.41
非流动负债合计	630.57	533.38	445.98	230.28
负债合计	1,058.89	977.62	806.47	373.94
总债务	898.14	834.63	761.56	376.08
其中：短期债务	271.83	312.39	259.49	99.21
所有者权益	296.91	294.99	320.17	167.42
营业收入	42.33	231.61	233.05	147.30
财务费用	7.24	37.98	22.12	13.16
其他收益	0.09	0.51	0.39	0.40
投资收益	0.31	8.94	4.75	-0.24
公允价值变动收益	0.60	31.93	9.69	0.00
资产处置收益	0.00	-1.23	6.53	7.50
营业利润	-6.96	11.37	11.38	8.30
利润总额	-6.97	11.12	11.31	8.29
经营活动产生的现金流量净额	-16.37	-11.99	-52.17	-34.54
投资活动产生的现金流量净额	-16.82	-75.52	-302.03	-107.62

筹资活动产生的现金流量净额	76.97	67.15	379.87	157.18
<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	4.90%	15.12%	12.22%	16.10%
资产负债率	78.10%	76.82%	71.58%	69.07%
短期债务/总债务	30.50%	37.43%	34.07%	26.38%
现金短期债务比	0.32	0.17	0.26	0.43
EBITDA (亿元)	--	53.88	38.48	25.47
EBITDA 利息保障倍数	--	1.41	1.53	1.72

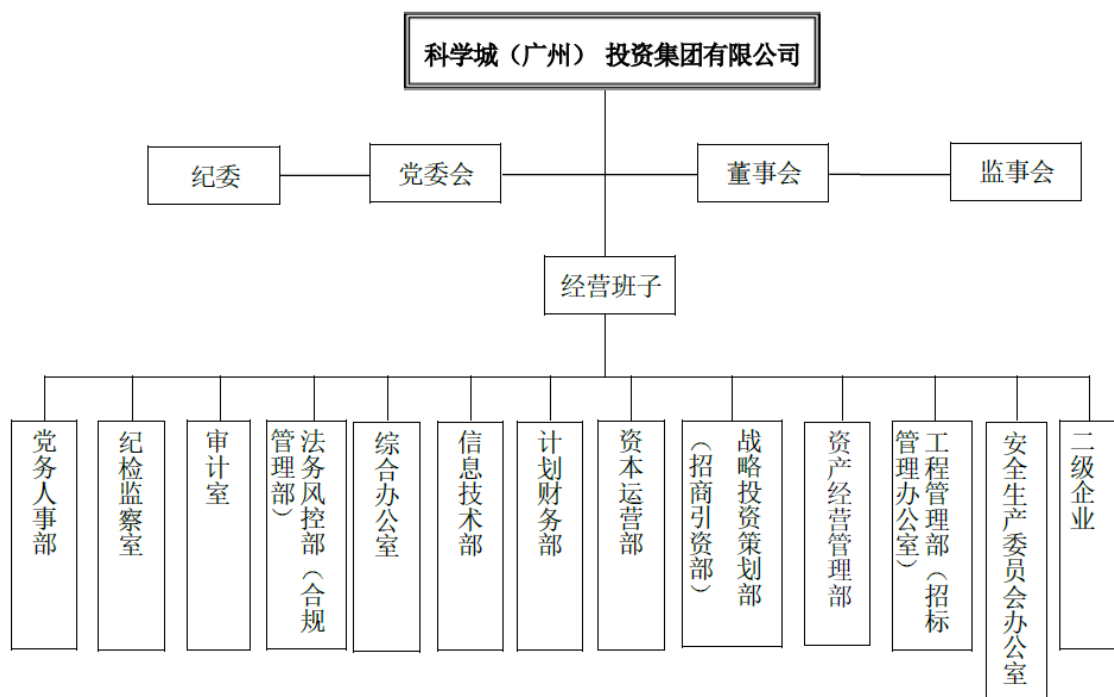
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公开信息，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 年公司合并报表范围变化情况

### 1、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	减少方式
津环投资有限公司	撤销关闭
广东华威艾伦项目数据分析师事务所有限公司	撤销关闭
广州朝乐家居有限公司	撤销关闭
<b>广州中设正泰信息科技有限公司</b>	撤销关闭
广州市国营岭头电镀总厂	撤销关闭
广东科城广亚铝业有限公司	出售
广州建鸿置业投资有限公司	不再控制
广州科学城文化教育投资有限公司	无偿划出
广州科城新材运营管理有限公司	股权置换，不再控制
广州科洋众创城有限公司	增资扩股，股权比例稀释为 20%，不再控制

### 2、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	合并方式
广州科城中源投资有限公司	投资设立
广州科城智源投资有限公司	投资设立
广州科创城市更新有限公司	投资设立
广州科智城市更新有限公司	投资设立
科环博睿（广州）投资有限公司	投资设立
广州科畅投资合伙企业（有限合伙）	投资设立
广州科城创谷投资有限公司	投资设立
广州知创谷投资有限公司	投资设立
广州科平城市更新有限公司	投资设立
科环诚建（广州）生态环境有限公司	投资设立
科城协同（广州）有限公司	投资设立
广州科幕孵化器管理有限公司	投资设立
广州科城信息工程有限公司	投资设立
<b>广州科城何棠置业发展有限公司</b>	投资设立
广州科利物业服务有限公司	投资设立
<b>英德市茗扬科城商务投资有限公司</b>	投资设立
广州中外运长航物流有限公司	其他
广州科泰智慧有限公司	其他
广州中设高创投资咨询有限公司	其他
广州科奥投资有限公司	非同一控制下企业合并
广州科文投资有限公司	非同一控制下企业合并
广州科金城市更新投资有限公司	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

## 附录五 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司及重要二级子公司情况（单位：亿元、%）

序号	企业名称	级次	业务性质	实收资本	持股比例	取得方式
1	广州开发区建设创业投资有限公司	1	资本市场服务	0.40	100.00	1
2	广州科通产业运营管理有限公司	1	商业服务业	1.63	100.00	4
3	广州科学城水务投资集团有限公司	1	污水处理及其再生利用	1.00	100.00	1
4	科学城（广州）土地资源开发有限公司	1	租赁和商务服务业	0.10	100.00	1
5	科学城（广州）信息科技有限公司	1	软件和信息技术服务业	11.80	100.00	1
6	科学城（广州）融资租赁有限公司	1	租赁业	10.00	98.50	3
7	广州科学城创业投资管理有限公司	1	资本市场服务	5.00	100.00	1
8	广州市岭头投资有限公司	1	商业服务	0.18	100.00	4
9	广州市玖佛置业投资发展有限公司	1	租赁和商务服务业	0.02	100.00	4
10	科学城（广州）城市更新集团有限公司	1	其他房地产业	30.00	100.00	1
11	贵州科城怡康置业有限公司	1	房地产业	0.82	100.00	1
12	广州广华科城创新科技有限公司	1	科技推广和应用服务业	2.00	70.00	1
13	广州科瑞投资服务有限公司	1	商业服务业	0.11	100.00	1
14	科学城（广州）国际贸易有限公司	1	批发业	1.00	100.00	1
15	广州科学城蓝色经济投资有限公司	1	商务服务业	0.87	55.00	1
16	贵州科匀投资开发有限公司	1	房地产业	3.31	51.00	1
17	广州冶炼厂有限公司	1	有色金属冶炼和压延加工业	0.17	100.00	4
18	科学城（广州）环保产业投资集团有限公司	1	生态保护和环境治理业	5.00	100.00	1
19	广东宏德投资有限公司	1	商业服务业	3.94	100.00	4
20	科学城（香港）投资有限公司	1	商务服务业	4.45	100.00	1
21	科学城（广州）建设发展集团有限公司	1	土木工程建筑业	0.50	100.00	1
22	广铜（重庆）实业发展有限公司	1	批发业	0.22	60.00	1
23	科学城（广州）绿色融资担保有限公司	1	其他金融业	2.00	100.00	1
24	广州科城鱼珠投资有限公司	1	商务服务业	1.00	100.00	1
25	科城精铜（广州）有限公司	1	电气机械和器材制造业	3.42	100.00	3
26	台一铜业（广州）有限公司	1	电气机械和器材制造业	3.98	100.00	3
27	科学城（广州）发展集团有限公司	1	商业服务业	6.02	82.99	1
28	科城铜业（英德）有限公司	1	批发业	0.81	100.00	3
29	穗科战略（广州）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1	投资与资产管理	6.62	100.00	1
30	广州科锦投资开发有限公司	1	房地产业	92.00	30.00	1
31	广州科港投资运营有限公司	1	商务服务业	5.80	100.00	1
32	广州峻森投资有限公司	1	商务服务业	1.30	100.00	1

33	广州中外运长航物流有限公司	1	交通运输、仓储和邮政业	1.00	100.00	4
34	广州知创谷投资有限公司	1	租赁和商务服务业	1.91	100.00	1
35	广州科创瑞祥壹号创业投资基金合伙企业（有限合伙）	1	资本市场服务	2.40	50.00	1
36	重庆穗龙股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1	资本市场服务	1.00	59.90	1
37	广州开发区建设工程检测中心有限公司	1	地质勘测技术服务	--	100.00	1
38	广州科城创谷投资有限公司	1	租赁和商务服务业	--	100.00	1
39	广州市三生网络信息有限公司	1	信息技术服务	0.05	90.00	1
40	皇朝家居控股有限公司	2	木质家具制造	2.22	47.52	3

注：取得方式：1.投资设立，2.同一控制下企业合并，3.非同一控制下企业合并，4.其他。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录六 2022 年公司资本公积变动情况（单位：万元）

涉及事项	变动金额
公司收到政府注资款	138,404.90
子公司发展集团吸收少数股东投入，公司持股比例由 100% 稀释至 82.99%	35,733.66
联营企业粤芯半导体完成最后一轮融资，公司持股比例由 12% 稀释至 9.8182%	21,232.07
子公司发展集团无偿划入岭头新村等物业	6,893.55
子公司广州市健康体育文化发展有限公司吸收少数股东投入，公司持股比例由 100% 稀释至 53.96%	4,166.20
子公司发展集团无偿划入广州科城乐享酒店管理有限公司少数股东股权，持股比例由 50.99% 增加至 100%	1,491.68
公司无偿划入广州市玖佛置业投资发展有限公司股权	291.87
子公司城更集团收购广州科城银岭投资有限公司少数股东 35% 股权	73.83
子公司城更集团收购广州科奥投资有限公司少数股东 49% 股权，实现非同一控制下企业合并	2.42
公司无偿划入广州开发区国联新能源科技合伙企业（有限合伙）合伙份额	0.33
子公司科学城（广州）环保产业投资集团有限公司收购广州科浩环保服务有限公司少数股东 5% 股权	-2.32
公司收购科城铜业（英德）有限公司少数股东 10% 股权	-93.43
子公司皇朝家居收购融资租赁公司少数股东 1.5% 股权	-124.95
子公司科学城（广州）信息科技集团有限公司收购广东中设智控科技股份有限公司少数股东 10.09% 股权	-958.73
公司收购子公司峻森投资少数股东 33% 股权	3,836.03
公司无偿划出广州科学城文化教育投资有限公司股权	-5,855.31
<b>合计</b>	<b>205,091.80</b>

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理



## 附录七 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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

## 附录八 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
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。