



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪554号

## 重庆龙湖企业拓展有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券（第一期）”、“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券（第二期）”和“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券（第三期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十六日

# 重庆龙湖企业拓展有限公司

## 2015 年公司债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2017）

|        |                              |     |         |
|--------|------------------------------|-----|---------|
| 债券名称   | 重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期） |     |         |
| 发行规模   | 人民币 20 亿元                    |     |         |
| 存续期限   | 2015/07/07-2020/07/06        |     |         |
| 上次评级时间 | 2016/06/20                   |     |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                         | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                         | AAA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                         | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                         | AAA |         |

|        |                                                                           |     |         |
|--------|---------------------------------------------------------------------------|-----|---------|
| 债券名称   | 重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）                                              |     |         |
| 发行规模   | 人民币 40 亿元，其中品种一发行规模 20 亿元，品种二发行规模 20 亿元                                   |     |         |
| 存续期限   | 品种一：2015/07/27-2020/07/26，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/27-2018/07/26 |     |         |
|        | 品种二：2015/07/27-2022/07/26，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/27-2020/07/26 |     |         |
| 上次评级时间 | 2016/06/20                                                                |     |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                                                                      | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                                                                      | AAA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                                                                      | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                                                                      | AAA |         |

|        |                                                                       |     |         |
|--------|-----------------------------------------------------------------------|-----|---------|
| 债券名称   | 重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）                                          |     |         |
| 发行规模   | 人民币 20 亿元                                                             |     |         |
| 存续期限   | 2015/10/30-2022/10/29，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/10/30-2020/10/29 |     |         |
| 上次评级时间 | 2016/06/20                                                            |     |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                                                                  | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                                                                  | AAA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                                                                  | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                                                                  | AAA |         |

### 基本观点

2016 年，在房地产行业政策宽松和城市日益分化的背景下，重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）始终聚焦一、二线热门城市，全国化布局纵深不断加强；业务规模保持稳步增长，行业领先地位进一步巩固；同时，公司商业物业模式日趋成熟，已成为其利润的重要来源；此外，公司秉持稳健的财务政策，公司财务结构更加安全。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临一定的资本支出压力可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持龙湖拓展主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）”和“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）”信用等级 AAA。

### 正 面

- 始终聚焦一、二线热门城市，全国化布局纵深不断加强。截至 2016 年末，公司已进入全国 26 个城市，主要集中在一二线城市，不断深化的全国化布局在使公司竞争实力和品牌声誉得以强化的同时，亦能够有效分散区域市场风险。
- 销售规模大幅增长，市场领先地位进一步巩固。2016 年公司实现合同销售面积 512.28 万平方米，同比增长 61.79%；合同销售金额 768.37 亿元，同比增长 81.88%。
- 商业物业运营模式日渐成熟，已成为公司利润的重要来源。公司坚持“住宅开发+商业运营”模式，目前已形成天街、星悦荟和家悦荟三大产品系列。截至 2016 年末，公司自持出租的商业物业已达 178.73 万平方米，全年实现年租金收入 15.65 亿元，同比分别增长 33.85%和 19.83%，已成为公司利润的重要来源。

概况数据

| 龙湖拓展           | 2014     | 2015     | 2016     |
|----------------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元）      | 474.39   | 614.32   | 803.59   |
| 总资产（亿元）        | 1,289.94 | 1,448.00 | 2,010.01 |
| 总债务（亿元）        | 270.55   | 296.90   | 392.42   |
| 营业总收入（亿元）      | 495.89   | 422.02   | 447.77   |
| 营业毛利率（%）       | 31.58    | 31.89    | 31.79    |
| EBITDA（亿元）     | 124.66   | 119.56   | 115.39   |
| 所有者权益收益率（%）    | 19.31    | 14.99    | 10.95    |
| 资产负债率（%）       | 63.22    | 57.57    | 60.02    |
| 净负债率（%）        | 28.91    | 24.56    | 29.51    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 2.17     | 2.48     | 3.40     |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.68     | 7.56     | 6.45     |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据。

- 财务结构更加安全和稳健。公司一贯秉持稳健财务政策，多渠道、低成本融资能力较强，短期债务比重不断降低。2016 年末公司财务杠杆持续保持在较低水平，且债务期限结构得到进一步优化，财务结构更加安全和稳健。

关 注

- 未来或面临一定的资本支出压力。截至 2016 年末，公司在建项目共计 90 个，在建面积为 1,123.49 万平方米，资金需求较大，未来公司或面临一定的资本支出压力。

分 析 师

龚天璇 [txgong@ccxr.com.cn](mailto:txgong@ccxr.com.cn)

周 鹏 [pzhou@ccxr.com.cn](mailto:pzhou@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年6月26日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）（5 年期，证券代码：122390，简称：15 龙湖 01）于 2015 年 7 月 9 日发行结束，最终发行规模为 20 亿元，票面利率为 4.60%。重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）于 2015 年 7 月 28 日发行结束，实际发行规模为人民币 40 亿元，分为两个品种；其中品种一（5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，证券代码：122409，简称：15 龙湖 02）最终发行规模为 20 亿元，票面利率为 3.93%；品种二（7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，证券代码：122410，简称：15 龙湖 03）最终发行规模为 20 亿元，票面利率为 4.20%。重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）（7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，证券代码：136019，简称：15 龙湖 04）于 2015 年 11 月 3 日发行结束，实际发行规模为人民币 20 亿元，票面利率为 4.08%。上述债券均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。其中，15 龙湖 01 募集总额人民币 20 亿元，重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用；15 龙湖 02 募集总额人民币 20 亿元，龙湖拓展已按照募集说明书上列明的用途使用；15 龙湖 03 募集总额人民币 20 亿元，龙湖拓展已按照募集说明书上列明的用途使用；15 龙湖 04 募集总额人民币 20 亿元，龙湖拓展已按照募集说明书上列明的用途使用。

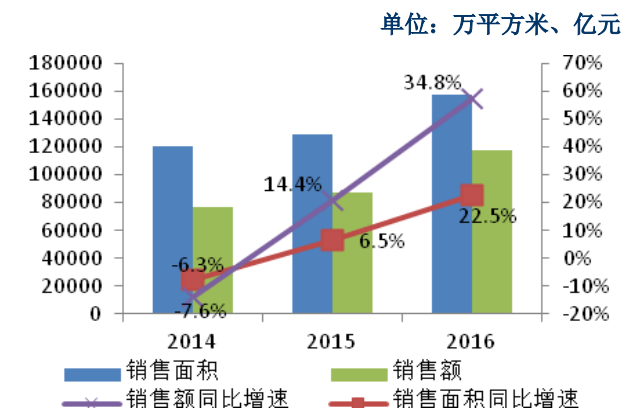
## 基本分析

**受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。**

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨

5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4%和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%<sup>1</sup>。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

**2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。**

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

**房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。**

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年 300 亿元以上房企已完成及正在进行中的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016 年 TOP100 房企入榜金额门槛从

2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿元大幅增至 647 亿元，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。

**龙湖拓展始终坚持稳健的发展策略，聚焦一线和核心二线城市，业务布局进一步优化，2016 年业务实现较快增长，市场竞争力进一步增强。**

作为龙湖地产有限公司（0960.HK）在境内的最主要运营平台，龙湖拓展专注于在境内一线及核心二线城市从事房地产住宅开发及商业物业投资运营，资产规模、盈利能力和品牌声誉均处于行业内领先地位。在房地产政策宽松和城市日益分化的背景下，2016 年公司继续坚持稳健的发展策略，持续聚焦高潜力城市圈，区域竞争优势明显。截至 2016 年末，公司业务已覆盖 26 个城市，全国化布局纵深进一步拓展。

项目运营方面，龙湖拓展深耕一二线城市，积极适应房地产市场环境变化，不断推进产品业态更新升级，进一步拓展业务布局，提升市场竞争力。2016 年公司加大项目开发节奏，当年新开工面积为 706.73 万平方米，同比增长 91.11%；竣工面积为 478.71 万平方米，同比增长 22.03%。截至 2016 年末，公司拥有 90 个在建项目，在建面积合计约 1,123.49 万平方米，较大体量的开发项目在为未来公司业务增长提供支撑的同时，亦使公司面临一定的资本支出压力。

表 1：2014~2016 年公司开工及竣工情况

|         | 单位：万平方米 |        |          |
|---------|---------|--------|----------|
|         | 2014    | 2015   | 2016     |
| 开（复）工面积 | 892.38  | 818.50 | 1,123.49 |
| 新开工面积   | 338.31  | 369.80 | 706.73   |
| 竣工面积    | 520.93  | 392.30 | 478.71   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2016 年公司加快去化库存，提高运营效率，销售业绩实现较快增长。2016 年公司实现合同销售面积 512.28 万平方米，同比增长 61.79%；合同销售金额 768.37 亿元，同比增长 81.88%。销售均价方面，得益于公司不断优化区域布局和产品结构，2016 年销售均价较上年同比增长 12.42%至 14,999.02 元/平方米。从销售区域分布来看，2016 年公司房地产业务销售金额主要来自于北京、重庆、杭州、上海、成都、厦门、南京、苏州和青岛等城市，上述城市的房地产业务销售金额占总销售金额的比重约为 70%。

表 2：2014~2016 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

| 指标   | 2014   | 2015   | 2016   |
|------|--------|--------|--------|
| 销售面积 | 395.77 | 316.63 | 512.28 |
| 销售金额 | 429.29 | 422.45 | 768.37 |
| 结算面积 | 394.40 | 376.30 | 384.88 |
| 结算金额 | 474.47 | 385.81 | 412.50 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受公司项目销售快速增长影响，2016 年公司结算业绩有所回升。其中，2016 年公司实现结算面积 384.88 万平方米，同比小幅增长 2.28%；结算收入 412.50 亿元，同比增长 6.92%；结算均价为 10,718 元/平方米，同比增长 4.54%。从结算区域分布来看，公司 2016 年的收入贡献区域主要为浙江、重庆、山东及成都等，占当年结算收入比重分别为 22.90%、16.31%、11.94%和 9.82%。其中南京和广州市场实现突破，分别实现结算收入 28.38 亿元和 7.08 亿元，占当年结算收入比重分别为 6.88%和 1.72%。

表 3：2014~2016 年公司结算收入及占比区域分布情况

单位：亿元、%

| 区域 | 2014   |        | 2015   |        | 2016   |        |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|    | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 重庆 | 50.21  | 10.58  | 71.13  | 18.44  | 67.27  | 16.31  |
| 成都 | 40.22  | 8.48   | 41.60  | 10.78  | 40.49  | 9.82   |
| 西安 | 35.33  | 7.45   | 16.06  | 4.16   | 24.93  | 6.04   |
| 北京 | 131.24 | 27.66  | 27.81  | 7.21   | 14.77  | 3.58   |
| 上海 | 27.26  | 5.74   | 48.30  | 12.52  | 19.86  | 4.81   |
| 苏南 | 41.93  | 8.84   | 19.44  | 5.04   | 28.36  | 6.88   |
| 浙江 | 58.53  | 12.34  | 43.31  | 11.23  | 94.48  | 22.90  |
| 南京 | -      | -      | -      | -      | 28.38  | 6.88   |
| 广州 | -      | -      | -      | -      | 7.08   | 1.72   |
| 沈阳 | 16.49  | 3.48   | 13.25  | 3.43   | 7.80   | 1.89   |
| 山东 | 51.57  | 10.87  | 15.45  | 4.01   | 49.25  | 11.94  |
| 其他 | 21.68  | 4.57   | 89.4   | 23.18  | 29.83  | 7.23   |
| 合计 | 474.47 | 100.00 | 385.81 | 100.00 | 412.50 | 100.00 |

注：苏南区域为无锡、常州等，浙江区域为杭州、宁波等，山东区域为济南、青岛、烟台等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司商业物业运营模式日趋成熟，成为公司利润的重要来源。截至 2016 年末，公司自持出租的商业物业已达 178.73 万平方米，全年实现租金收入 15.65 亿元，同比增长 33.85%和 19.83%。

公司坚持“住宅开发+商业运营”模式，目前商业出租物业均为商场，主要分为三大产品系列：都市体验式购物中心“天街”系列、社区型购物中心“星悦荟”系列和中高端家居生活购物中心“家悦荟”系列，为不同区域和客户群体提供多样化的购物需求。截至 2016 年末，公司已开业的主要商业地产项目共计 20 个，商场面积合计为 178.73 万平方米，整体出租率维持在 95%以上。2016 年度实现租金收入 15.65 亿元，同比增长 19.83%；其中主推的天街系列产品租金收入占比为 95.85%，较上年继续上涨 10.85 个百分点；同年公司租赁业务毛利润为 13.05 亿元，占同期公司营业毛利润的比重为 9.17%，较上年继续提升 1.69 个百分点，成为利润的重要贡献点。截至 2016 年末，公司在建商业物业共计 4 个，规划建筑面积 47.29 万平方米，预计未来两年内陆续开业运营，为公司未来商业物业的持续发展提供一定的支撑。另外，针对市场中日益

增长的租住需求和联合办公需求，公司积极发挥其在地产业开发、商业运营、物业服务及新型业务运营管理等全产业链综合开发运营商的优势，继续布局一线及领先二线城市，打造差异化服务。

表 4：截至 2016 年末公司商业物业中天街系列运营情况

单位：万平方米、亿元、%

| 项目名称         | 规划建筑面积 | 租金收入  | 出租率   |
|--------------|--------|-------|-------|
| 重庆北城天街       | 12.08  | 4.02  | 87.00 |
| 重庆西城天街       | 7.60   | 1.57  | 96.10 |
| 重庆时代天街 I 期   | 16.02  | 2.50  | 96.00 |
| 重庆时代天街 II 期  | 15.45  | 1.22  | 94.60 |
| 成都北城天街       | 21.55  | 1.10  | 93.20 |
| 成都时代天街       | 6.20   | 0.29  | 99.30 |
| 北京长楹天街       | 22.13  | 2.42  | 99.10 |
| 成都金楠天街       | 9.16   | 0.91  | 99.90 |
| 北京大兴天街       | 14.46  | 0.65  | 99.00 |
| 上海虹桥天街       | 17.05  | 0.07  | 92.40 |
| 重庆时代天街 III 期 | 7.38   | 0.26  | 98.60 |
| 合计           | 149.08 | 15.01 | -     |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2016 年末公司在建商业物业情况

单位：万平方米

| 项目名称     | 规划建筑面积 | 预计开业时间 |
|----------|--------|--------|
| 重庆源著天街   | 9.33   | 2017 年 |
| 重庆 U 城天街 | 10.24  | 2017 年 |
| 常州龙城天街   | 11.91  | 2018 年 |
| 杭州滨江天街   | 15.81  | 2017 年 |
| 合计       | 47.29  | -      |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司拿地节奏加快，新增土地项目主要系一线及强二线城市的优质项目，能够为公司未来业务发展提供一定支撑。

土地储备方面，公司始终坚持稳健发展战略，聚焦一、二线城市及其城市圈，积极通过合作开发与项目收购方式获取土地储备。2016 年公司新增 43 个项目，继续保持较快拿地节奏；新增土地储备权益建筑面积 774.21 万平方米，主要系以联合拿地方式获取的项目，该等项目主要集中于杭州、济南、重庆和成都等热门城市。截至 2016 年末，公司土地储备建筑面积 3,665.6 万平方米，权益后的建筑面积 2,794.4 万平方米。较为丰富的土地储备为公司未来业务发展提供一定的支撑。具体城市来看，

烟台、成都、重庆、沈阳和杭州等城市的土地储备权益建筑面积较多，分别为 716.5 万平方米、268.8 万平方米、268.2 万平方米、183.6 万平方米和 144.7 万平方米，占总权益建筑面积比重分别为 25.64%、9.62%、9.60%、6.57%和 5.18%。其中，受去库存政策影响，2016 年烟台市房地产市场较 2015 年有所好转，呈现量价齐升态势。但公司在烟台市土地储备体量仍较大，需对其后续的开发销售情况保持关注。

表 6：2014~2016 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

|              | 2014   | 2015   | 2016   |
|--------------|--------|--------|--------|
| 新增项目         | 15     | 24     | 43     |
| 新增土地储备权益建筑面积 | 299    | 279    | 774.21 |
| 新增土地储备权益金额   | 173.93 | 226.78 | 489.99 |
| 新增土地储备均价     | 5,817  | 8,128  | 6,329  |
| 存量土地的均价      | 2,363  | 3,165  | 4,039  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：截至 2016 年末公司土地储备分布情况

单位：万平方米、%

| 地区      | 城市 | 总建筑面积   | 所占比例  | 权益建筑面积  | 所占比例  |
|---------|----|---------|-------|---------|-------|
| 环渤海地区   | 北京 | 192.3   | 5.25  | 83.2    | 2.98  |
|         | 沈阳 | 191.1   | 5.21  | 183.6   | 6.57  |
|         | 青岛 | 157.8   | 4.30  | 85.4    | 3.06  |
|         | 烟台 | 716.5   | 19.55 | 716.5   | 25.64 |
|         | 济南 | 223.0   | 6.08  | 102.7   | 3.68  |
|         | 大连 | 87.9    | 2.40  | 54.4    | 1.95  |
|         | 天津 | 37.5    | 1.02  | 24.4    | 0.87  |
|         | 小计 | 1,606.1 | 43.82 | 1,250.2 | 44.74 |
| 华中地区    | 长沙 | 59.1    | 1.61  | 59.1    | 2.11  |
|         | 武汉 | 88.6    | 2.42  | 53.2    | 1.90  |
|         | 小计 | 147.7   | 4.03  | 112.3   | 4.02  |
| 西部地区    | 重庆 | 431.2   | 11.76 | 268.2   | 9.60  |
|         | 成都 | 355.3   | 9.69  | 268.8   | 9.62  |
|         | 西安 | 107.5   | 2.93  | 107.5   | 3.85  |
|         | 玉溪 | 79.0    | 2.16  | 79.0    | 2.83  |
|         | 小计 | 973.0   | 26.54 | 723.5   | 25.89 |
| 长江三角洲地区 | 上海 | 114.1   | 3.11  | 98.6    | 3.53  |
|         | 无锡 | 82.8    | 2.26  | 82.8    | 2.96  |
|         | 常州 | 43.3    | 1.18  | 43.3    | 1.55  |
|         | 杭州 | 228.8   | 6.24  | 144.7   | 5.18  |
|         | 宁波 | 45.1    | 1.23  | 38.8    | 1.39  |
|         | 苏州 | 21.7    | 0.59  | 10.8    | 0.39  |
|         | 南京 | 99.7    | 2.72  | 68.4    | 2.45  |
|         | 小计 | 635.5   | 17.34 | 487.4   | 17.44 |

| 地区   | 城市 | 总建筑面积   | 所占比例   | 权益建筑面积  | 所占比例   |
|------|----|---------|--------|---------|--------|
| 华南地区 | 厦门 | 91.2    | 1.65   | 46.1    | 2.49   |
|      | 泉州 | 123     | 4.40   | 123.0   | 3.36   |
|      | 广州 | 64.6    | 1.16   | 32.3    | 1.76   |
|      | 佛山 | 24.5    | 0.70   | 19.6    | 0.67   |
|      | 小计 | 303.3   | 7.91   | 221.0   | 8.27   |
| 合计   |    | 3,665.6 | 100.00 | 2,794.4 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，多年来公司一直秉持稳健发展策略，始终聚焦一、二线热门城市，逐步推进全国化布局，已在地产行业形成较高的品牌声誉，市场竞争实力处于行业领先水平。此外，公司自持商业物业运营模式日益完善，整体出租情况较好，已成为公司利润的重要补充。

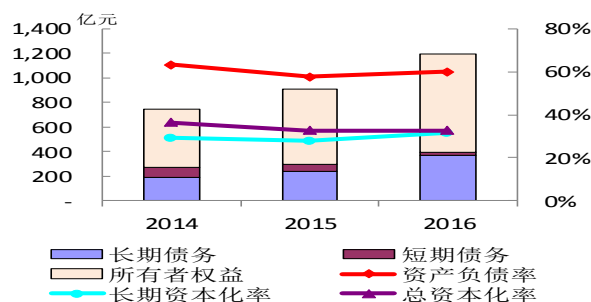
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度的审计报告<sup>2</sup>。

### 资本结构

随着房地产开发业务规模的快速扩张，近年来公司资产规模保持较快的增长态势。截至 2016 年末，公司资产总额为 2,010.01 亿元，同比增长 38.81%。同期，受益于公司自身盈余累积，自有资金得以进一步夯实，公司所有者权益较上年同比增长 30.81%至 803.59 亿元。负债方面，受公司新项目开发增长较多影响，公司债务规模亦呈较快增长。截至 2016 年末，公司总负债为 1,206.42 亿元，同比增长 44.71%。受此影响，公司财务杠杆水平小幅提升。2016 年末公司资产负债率和净负债率分别为 60.02%和 29.51%，同比分别上升 2.45 个百分点和 4.95 个百分点，但财务杠杆比率仍处于业内较低水平。

图 2：2014~2016 年末公司资产结构



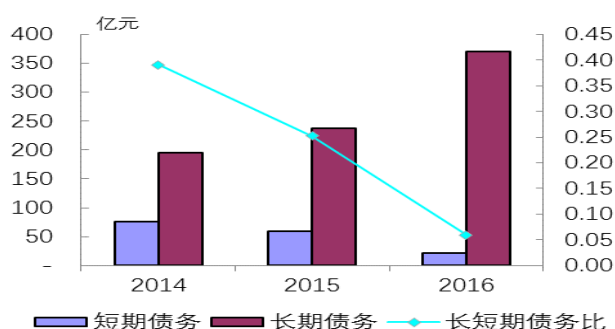
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2016 年末公司资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货等流动资产以及投资性房地产构成，上述科目占比分别为 7.72%、7.43%、6.68%、51.11%和 20.44%。截至 2016 年末，公司预付账款同比增长 107.59%至 149.41 亿元，主要系公司新购置土地用于新项目开发增多所致，其中 1 年以内占比为 74.22%；同期，公司其他应收款账面价值为 134.18 亿元，较上年增加 7.83%，主要系单位往来款，其中关联方往来款占比由 2015 年 79.78%减少至 2016 年 17.72%；公司投资性房地产较上年增加 12.45%至 410.86 亿元，主要系公司新开业上海虹桥天街、北京时代天街及重庆时代天街和已开业商业物业后续改造成本增加及评估增值所致。

负债构成方面，2016 年末公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款及付息债务构成。截至 2016 年末，公司预收款项 384.35 亿元，较上年增长 53.50%，主要系商品房预售款，占预收款项比重为 96.03%。较大规模的商品房预售款为未来公司结转收入提供一定支撑。同期，公司应付账款 138.04 亿元，较上年有所增加，主要系未付工程款和材料款；其他应付款 139.36 亿元，同比增长 76.27%，主要系往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费、保证金等，其中 1 年以内占比为 71.12%，1~2 年占比为 23.47%。从付息债务规模来看，受银行贷款置换及公开市场债务融资增多影响，付息债务较上年增长较快。截至 2016 年末，公司付息债务为 392.42 亿元，同比增长 32.17%。从债务期限结构看，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2015 年的 0.25 倍降至 2016 年的 0.06 倍，付息债务以长期债务为主，债务期限结构合理。

<sup>2</sup> 因 2016 年合并范围子公司增加，公司调整 2016 年财务报表中期初可比数据。

图 3：2014~2016 年末公司债务结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受公司新开发项目增多影响，债务规模呈现较快增长，导致财务杠杆水平小幅上升，但仍处于较低水平；加之公司付息债务以长期债务为主，债务期限结构合理且持续优化，财务结构稳健。

## 流动性

公司资产以流动资产为主，2016 年末公司流动资产规模为 1,516.44 亿元，同比增加 43.96%，占总资产 72% 以上。从流动资产的结构来看，流动资产主要由存货和货币资金构成，2016 年末存货和货币资金占流动资产的比重分别为 67.74% 和 10.24%。

表 8：2014~2016 年末公司流动资产分析

| 单位：%           |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|
| 项目             | 2014  | 2015  | 2016  |
| 流动资产/总资产       | 75.44 | 72.75 | 75.44 |
| 货币资金/流动资产      | 13.71 | 13.86 | 10.24 |
| 存货/流动资产        | 74.69 | 65.33 | 67.74 |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 88.40 | 79.19 | 77.98 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，受开发规模大幅增加的影响，截至 2016 年末，公司存货规模呈现较快增长，同比上升 49.27 个百分点至 1,027.30 亿元；其中已完工开发产品、在开发产品和拟开发土地金额占比分别为 7.61%、86.14% 和 5.46%。已完工开发产品占比呈现较大降幅，现房销售压力较小。

表 9：2014~2016 年末公司存货结构分析

| 单位：亿元、%    |        |        |          |
|------------|--------|--------|----------|
|            | 2014   | 2015   | 2016     |
| 存货         | 726.87 | 688.21 | 1,027.30 |
| 存货同比增长率    | -6.97  | -5.32  | 49.27    |
| 已完工开发产品    | 85.54  | 86.06  | 78.13    |
| 已完工开发产品/存货 | 11.77  | 12.50  | 7.61     |
| 在开发产品      | 490.48 | 537.13 | 884.93   |
| 在开发产品/存货   | 67.48  | 78.05  | 86.14    |
| 拟开发土地      | 143.21 | 57.34  | 56.14    |
| 拟开发土地/存货   | 19.70  | 8.33   | 5.46     |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，提高项目开发的周转速度，公司运营效率在行业内处于较好水平。2016 年公司存货周转效率和总资产周转效率分别为 0.36 次和 0.26 次。

表 10：2014~2016 年末公司周转率相关指标

|             | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年）  | 0.45 | 0.41 | 0.36 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.40 | 0.31 | 0.26 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产规模为 274.01 亿元，占同期末净资产比重为 34.01%，主要系借款抵押受限的存货和投资性房地产，分别为 157.50 亿元和 106.01 亿元。

从现金获取能力来看，近年公司经营活动净现金流呈现持续净流入状态。2016 年公司经营性现金流净额为 7.58 亿元，经营活动现金流/短期债务为 0.34 倍，受本期新购置土地支出增多影响，经营活动净现金流对其短期债务的保障力度有所弱化。但 2016 年末公司货币资金/短期债务为 7.02 倍，货币资金对短期债务的覆盖能力进一步增强。

表 11：2014~2016 年公司部分流动性指标

| 单位：亿元             |        |        |        |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 项目                | 2014   | 2015   | 2016   |
| 货币资金              | 133.41 | 146.02 | 155.24 |
| 经营活动现金流净额         | 70.48  | 69.96  | 7.58   |
| 经营净现金流净额/短期债务 (X) | 0.93   | 1.17   | 0.34   |
| 货币资金/短期债务 (X)     | 1.76   | 2.44   | 7.02   |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司存货去化压力有所缓解，加之短期偿债能力指标表现进一步趋好，公司整体资产流动性较好。

## 盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产开发与销售、物业投资、物业管理及相关服务收入。2016 年公司实现营业收入 447.77 亿元，较上年增长 6.10%。同期，受项目开发成本增加影响，2016 年公司商品房销售毛利率小幅回落 0.63 个百分点至 29.98%，但公司毛利率仍处于较好水平。

表 12：2014~2016 年公司毛利率分板块情况

| 业务类型  | 2014   | 2015   | 2016   |
|-------|--------|--------|--------|
| 商品房销售 | 30.88% | 30.61% | 29.98% |
| 物业管理  | 26.91% | 25.06% | 27.82% |
| 材料销售  | 11.26% | 8.51%  | 12.30% |
| 租赁    | 78.69% | 77.03% | 83.39% |
| 其他    | 83.02% | 61.97% | 96.88% |
| 合计    | 31.58% | 31.89% | 31.79% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，受公司持续在一、二线城市获取项目以及销售业绩增长影响，销售费用和管理费用保持合理增长。其中，2016 年公司销售费用为 12.15 亿元，同比增长 53.02%；管理费用为 16.08 亿元，同比增加 50.00%。受此影响，2016 年公司期间费用为 27.15 亿元，占同期营业收入的比例小幅上升至 6.06%，整体来看公司对期间费用的把控能力仍较强。

表 13：2014~2016 年公司期间费用分析

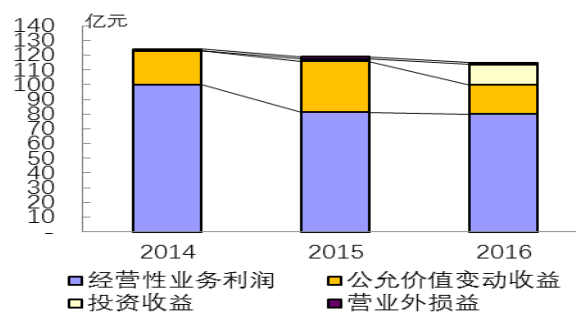
| 单位：亿元  |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|
|        | 2014   | 2015   | 2016   |
| 销售费用   | 9.07   | 7.94   | 12.15  |
| 管理费用   | 9.57   | 10.72  | 16.08  |
| 财务费用   | -0.49  | -1.77  | -1.07  |
| 三费合计   | 18.14  | 16.89  | 27.15  |
| 营业总收入  | 495.89 | 422.02 | 447.77 |
| 三费收入占比 | 3.66%  | 4.00%  | 6.06%  |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成、公允价值变动收益以及投资收益构成。2016 年公司利润总额为 114.82 亿元，其中经营性业务利润 79.90 亿元，较上年同期回落 1.43 个

百分点；公允价值变动收益 19.89 亿元，同比减少 42.62%；投资收益 13.91 亿元，同比增长 708.43%，主要系西宸原著、厦门春江郦城以及北京艳澜新宸等项目确认的投资收益较多所致。受此影响，2016 年公司净利润为 87.96 亿元，同比回落 4.46%；所有者权益收益率为 10.95%，同比下滑 4.04 个百分点。

图 4：2014~2016 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司业务收入规模继续稳步增长，整体毛利率处于较好水平，加之期间费用控制能力较强，公司经营性盈利能力较强。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着新增项目开发规模的扩大，公司债务规模亦持续增长。截至 2016 年末，公司总债务为 392.42 亿元，其中短期债务仅为 22.10 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.06 倍，短期集中偿债压力较小。

偿债能力方面，2016 年公司经营性净现金流为 7.58 亿元；同期，公司经营性净现金流/总债务为 0.02 倍，经营性现金流对总债务的保障程度有待改善。从主要偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 115.39 亿元，主要由利润总额和折旧构成；同期总债务/EBITDA 为 3.40 倍，EBITDA 利息保障倍数为 6.45 倍，尽管较上年有所下滑，但 EBITDA 对债务本息仍能够形成较好覆盖。

表 14：2014~2016 年公司偿债能力指标

| 指标             | 2014   | 2015   | 2016   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 短期债务（亿元）       | 76.00  | 59.77  | 22.10  |
| 总债务（亿元）        | 270.55 | 296.90 | 392.42 |
| EBITDA（亿元）     | 124.66 | 119.56 | 115.39 |
| 资产负债率（%）       | 63.22  | 57.57  | 60.02  |
| 净负债率（%）        | 28.91  | 24.56  | 29.51  |
| 总资本化率（%）       | 36.32  | 32.58  | 32.81  |
| 经营净现金流/总债务（X）  | 0.26   | 0.24   | 0.02   |
| 总债务/EBITDA（X）  | 2.17   | 2.48   | 3.40   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.68   | 7.56   | 6.45   |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与国有四大行保持良好的合作关系，截至 2016 年末，公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为人民币 795 亿元，未使用授信余额为人民币 673.72 亿元，备用流动性较为充足。

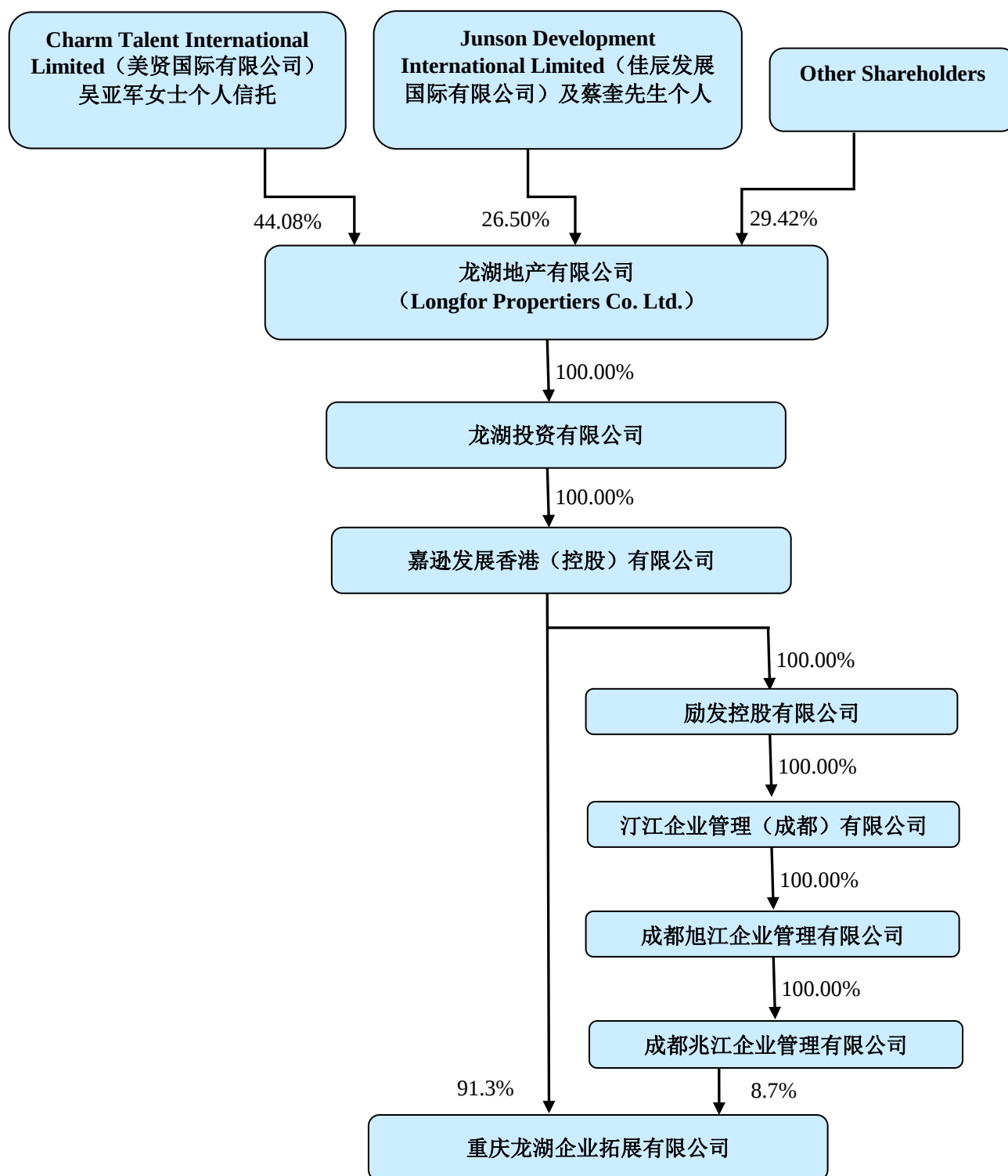
或有负债方面，截至 2016 年末，公司及合并报表下属子公司对外担保合计 87.92 亿元，主要系为客户按揭贷款提供担保 78.27 亿元，或有债务风险可控。

总体而言，受益于持续推进全国化布局，聚焦一、二线热门城市，不断优化产品结构，公司整体业务规模保持稳步增长，毛利水平相对稳定，具有较强的盈利能力；同时，公司财务结构稳健，偿债指标表现较好，加之财务弹性较好，整体偿债能力很强。

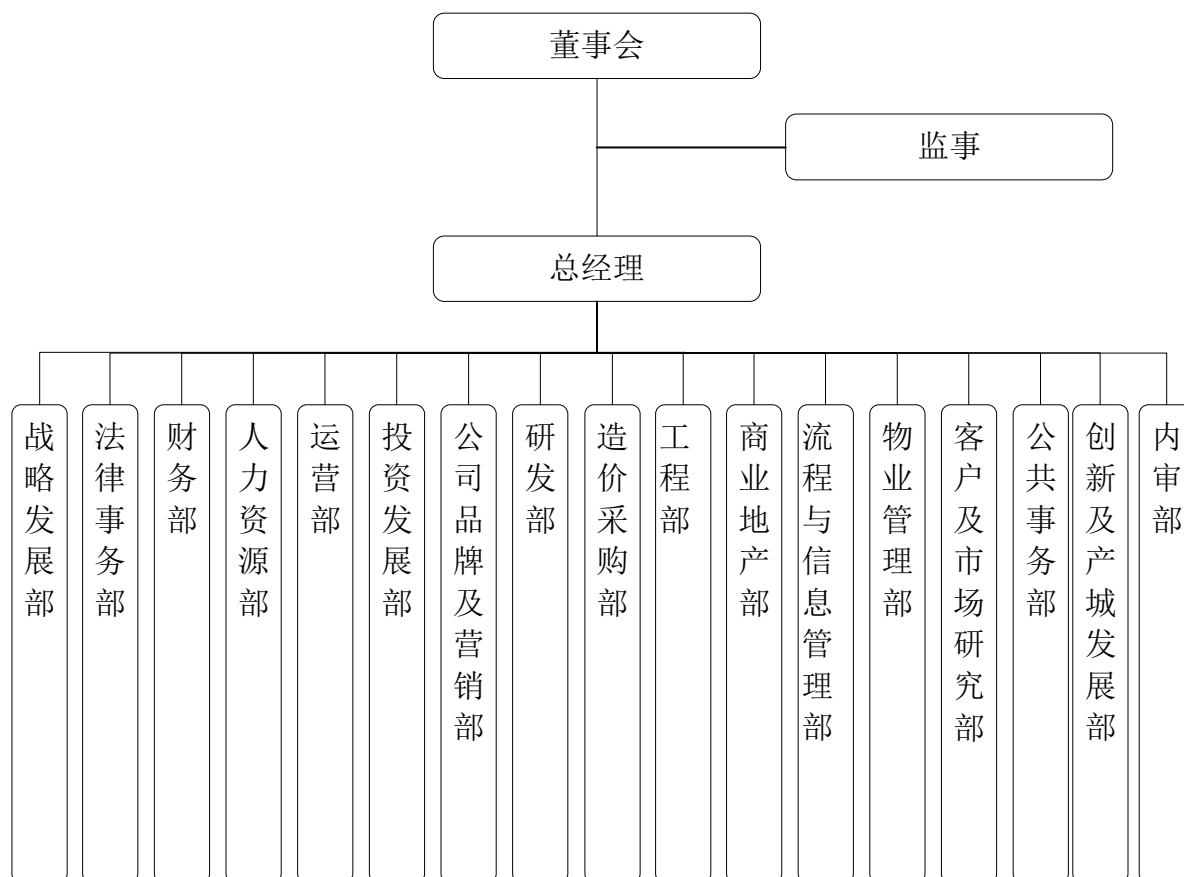
## 结 论

综上所述，中诚信证评维持重庆龙湖企业拓展有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）”和“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）”信用等级 **AAA**。

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：重庆龙湖企业拓展有限公司组织结构图（截至 2017 年 05 月 31 日）



附三：重庆龙湖企业拓展有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元）      | 2014          | 2015          | 2016          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,334,149.76  | 1,460,211.29  | 1,552,403.49  |
| 应收账款净额           | 139,757.06    | 221,339.46    | 173,528.52    |
| 存货净额             | 7,268,721.60  | 6,882,102.65  | 10,273,019.95 |
| 流动资产             | 9,731,482.99  | 10,533,594.25 | 15,164,403.73 |
| 长期投资             | 108,575.36    | 123,223.26    | 524,534.99    |
| 固定资产合计           | 2,920,133.11  | 3,671,938.94  | 4,126,036.05  |
| 总资产              | 12,899,377.20 | 14,479,976.60 | 20,100,091.67 |
| 短期债务             | 759,978.96    | 597,700.16    | 221,004.97    |
| 长期债务             | 1,945,525.72  | 2,371,305.15  | 3,703,190.54  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 2,705,504.67  | 2,969,005.30  | 3,924,195.51  |
| 总负债              | 8,155,486.40  | 8,336,763.11  | 12,064,189.78 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 4,743,890.80  | 6,143,213.49  | 8,035,901.89  |
| 营业总收入            | 4,958,879.49  | 4,220,247.77  | 4,477,704.47  |
| 三费前利润            | 1,182,246.22  | 979,416.78    | 1,070,453.31  |
| 投资收益             | 3,907.98      | 17,210.18     | 139,132.52    |
| 净利润              | 916,267.91    | 920,658.95    | 879,628.60    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 1,246,557.56  | 1,195,639.09  | 1,153,895.24  |
| 经营活动产生现金净流量      | 704,805.27    | 699,614.84    | 75,839.84     |
| 投资活动产生现金净流量      | -750,968.03   | -914,091.87   | -1,389,377.21 |
| 筹资活动产生现金净流量      | 228,984.02    | 312,423.00    | 1,417,174.01  |
| 现金及现金等价物净增加额     | 182,832.02    | 97,945.96     | 103,938.07    |
| 财务指标             | 2014          | 2015          | 2016          |
| 营业毛利率（%）         | 31.58         | 31.89         | 31.79         |
| 所有者权益收益率（%）      | 19.31         | 14.99         | 10.95         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 25.14         | 28.33         | 25.77         |
| 速动比率（X）          | 0.42          | 0.66          | 0.62          |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.26          | 0.24          | 0.02          |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.93          | 1.17          | 0.34          |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 4.34          | 4.42          | 0.42          |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 7.68          | 7.56          | 6.45          |
| 总债务/EBITDA（X）    | 2.17          | 2.48          | 3.40          |
| 资产负债率（%）         | 63.22         | 57.57         | 60.02         |
| 总债务/总资本（%）       | 36.32         | 32.58         | 32.81         |
| 长期资本化比率（%）       | 29.08         | 27.85         | 31.55         |
| 净负债率（%）          | 28.91         | 24.56         | 29.51         |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号       | 含义                           |
|------------|------------------------------|
| <b>AAA</b> | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| <b>AA</b>  | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| <b>A</b>   | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| <b>BBB</b> | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| <b>BB</b>  | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| <b>B</b>   | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| <b>CCC</b> | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| <b>CC</b>  | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| <b>C</b>   | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号       | 含义                                 |
|------------|------------------------------------|
| <b>AAA</b> | 受评主体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>  | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| <b>A</b>   | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| <b>BBB</b> | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| <b>BB</b>  | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| <b>B</b>   | 受评主体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> | 受评主体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>  | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| <b>C</b>   | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| <b>正面</b> | 表示评级有上升趋势       |
| <b>负面</b> | 表示评级有下降趋势       |
| <b>稳定</b> | 表示评级大致不会改变      |
| <b>待决</b> | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。