

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（2020）

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 21 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0301 号

重庆龙湖企业拓展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 龙湖 01”、“15 龙湖 02”、“15 龙湖 03”和“15 龙湖 04”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十一日

评级观点：中诚信国际维持重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 龙湖 01”、“15 龙湖 02”、“15 龙湖 03”和“15 龙湖 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了 2019 年公司销售业绩稳步增长及行业地位稳固、良好的土地储备布局为公司发展提供有力支撑、商业物业租金成为公司利润的重要补充以及稳健的财务政策和很强的盈利能力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

龙湖拓展（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	3,412.72	4,647.29	5,891.91
所有者权益合计（亿元）	1,133.24	1,510.39	1,829.07
总负债（亿元）	2,279.49	3,136.91	4,062.84
总债务（亿元）	565.52	873.16	1,021.63
营业总收入（亿元）	669.77	1,115.98	1,441.18
净利润（亿元）	158.20	213.90	270.56
EBITDA（亿元）	209.75	289.33	367.63
经营活动净现金流（亿元）	5.18	44.57	168.61
营业毛利率(%)	35.23	35.22	34.49
净负债率(%)	28.11	29.46	24.53
总债务/EBITDA(X)	2.70	3.02	2.78
EBITDA 利息倍数(X)	9.18	7.91	7.24

正 面

■ **稳步增长的销售业绩及稳固的行业地位。**2019 年公司持续在一二线城市深耕，具有明显的区域竞争优势，销售业绩实现稳步增长，保持了在全国房地产开发商中排名领先地位。

■ **良好的土地储备布局为公司发展提供有力支撑。**公司保持适度扩张的发展战略，坚持高能级城市深耕的投资策略，良好的区域布局为公司发展提供有力支撑。

■ **商业物业租金成为公司利润的重要补充。**凭借稳健的商业物业投资策略以及丰富的商业物业打造和运营经验，2019 年公司商业物业规模持续增长，租金收入亦快速提升。

■ **稳健的财务政策和很强的盈利能力。**公司执行较为严格的负债及融资管理，2019 年财务杠杆继续下降，且处于行业低位，债务期限结构和融资成本优势明显；同时，公司重视销售回款及稳健投资对于现金流管理的重要性，流动性指标亦保持在高水平。凭借良好的投融资成本和期间费用管控能力以及较高的产品溢价力，2019 年公司盈利能力持续提升。

关 注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

评级展望

中诚信国际认为，重庆龙湖企业拓展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**财务杠杆快速上升，现金流平衡能力大幅弱化，经营获现能力对债务本息的保障显著减弱。

同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)
华润置地	2,425.00	7,621.08	17.93	2.48	--	1,589.90	21.61	0.28
龙湖集团	2,425.00	6,522.45	51.07	4.38	--	1,510.26	17.54	0.35
招商蛇口	2,204.74	6,176.88	29.33	1.37	1.23	976.72	19.31	0.24
世茂房地产	2,600.66	4,714.54	59.70	1.62	--	1,115.17	14.69	0.36
龙湖拓展	2,356.14	5,891.91	24.53	6.89	0.51	1,441.18	18.77	0.33

注：“华润置地”为“华润置地有限公司”简称；“龙湖集团”为“龙湖集团控股有限公司”的简称；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称；“世茂房地产”为“世茂房地产控股有限公司”。

资料来源：中诚信国际整理。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
15 龙湖 01	AAA	AAA	20	2015/7/7~2020/7/7
15 龙湖 02	AAA	AAA	20	2015/7/27~2020/7/27
15 龙湖 03	AAA	AAA	20	2015/7/27~2022/7/27
15 龙湖 04	AAA	AAA	20	2015/11/2~2022/11/2

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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 7 日起息，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 27 日起息，发行规模为 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）发行规模为 20 亿元，票面利率为 3.93%，15 龙湖 02 已于 2018 年 7 月 27 日回售 16.53 亿元，债券剩余规模为 3.47 亿元，票面利率调整为 5.50%；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）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 2 日起息，发行规模为 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。截至本报告出具日，15 龙湖 01、15 龙湖 02、15 龙湖 03 和 15 龙湖 04 均已按照募集说明书上列明的用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个

季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防控输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更

加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为， 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

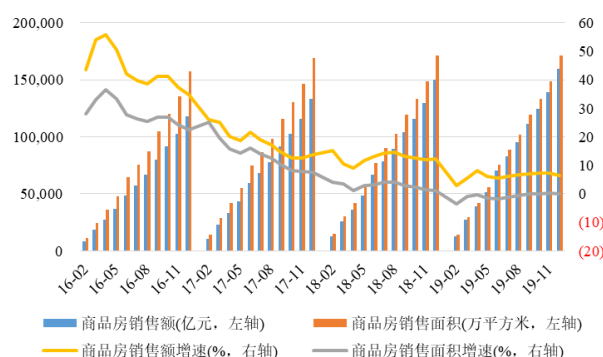
近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

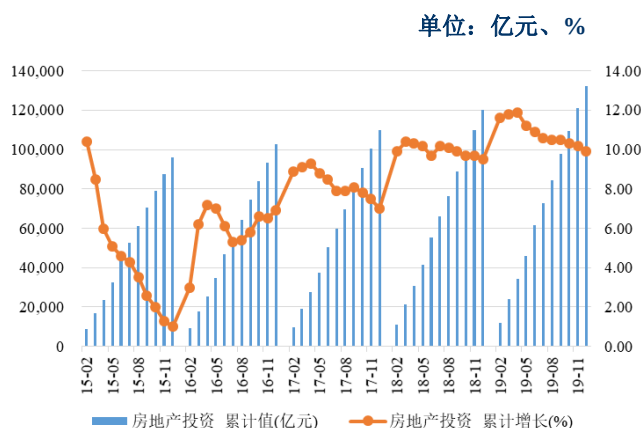
中诚信国际认为， 2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施

工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，其中住宅投资同比增长13.9%至9.71万亿元。

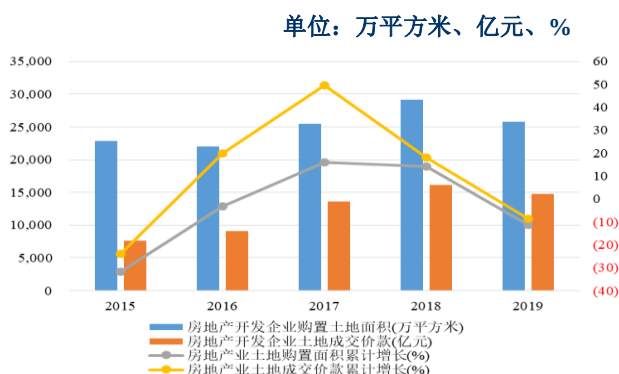
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降11.4%和8.7%。施工方面，2019年，房地产开发企业新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.5%，增速下滑8.7个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控

政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019年TOP 3房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降0.3个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019年TOP 31~50和TOP 51~100房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%

¹ 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019年公司持续在一二线城市深耕，取得了明显的区域竞争优势，签约销售金额稳步增长，行业地位稳固

龙湖集团保持稳健的发展策略，行业地位稳固，经过20余年的发展，通过产品品质化和精细化管理，在产品定位、设计及物业管理等方面形成很强的竞

争优势和良好的市场认可度；此外良好的商业打造能力亦带动公司综合体项目的去化和溢价水平。公司为龙湖集团主要的境内发展平台，2019年全口径签约销售金额占比达97.16%。

项目运作方面，2019年受新增土储规模下降影响，公司新开工面积有所下降；竣工面积保持增长，为收入的结转提供良好支撑。

表 2：2017~2019 年公司房地产开发情况

单位：万平方米

项目	2017	2018	2019
新开工面积	1,716.97	2,280.01	1,938.40
竣工面积	667.73	918.38	1,411.96

注：以上开发数据为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年公司全口径销售金额同比增长21.52%，公司并表范围销售商品、提供劳务收到的现金同比增长38.84%至1,987.64亿元，公司保持超过95%的回款率，且合作项目并表比例较高，有利于对合作项目的运营和财务管控。

表 3：2017~2019 年公司销售情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2017	2018	2019
销售面积	968.65	1,171.10	1,398.52
销售金额	1,502.87	1,938.85	2,356.14
销售均价	1.55	1.66	1.68

注：销售为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售城市能级来看，2019年公司一线和二线城市²销售占比分别为9.46%和73.13%。从区域分布来看，长三角、西部和环渤海是公司主要销售区域，2019年销售占比分别为34.96%、23.79%和22.18%。从城市布局来看，公司城市布局相对分散，2019年公司销售金额共来自全国49个城市，当年7个城市销售金额超过100亿；前10大城市合计占比60.45%，前20大城市合计占比85.51%。从核心城市贡献来看，2019年重庆、杭州、成都和南京销售占比分别为10.85%、9.61%、7.61%和7.22%，排名均位于当地前五。2020年1~3月，受新冠肺炎疫情影响，龙湖

² 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、福州 22 个城市。

集团销售额同比下降14%至381.6亿元。

表 4：2019 年公司全口径销售城市分布情况

单位：亿元、万平方米、万元/平方米

城市	销售金额	销售面积	销售单价
重庆	255.64	195.46	1.31
杭州	226.52	75.95	2.98
成都	179.33	109.20	1.64
南京	170.09	56.76	3.00
北京	108.79	31.26	3.48
武汉	103.54	56.63	1.83
青岛	102.99	85.16	1.21
沈阳	97.33	82.21	1.18
长沙	92.59	71.31	1.30
宁波	87.38	57.94	1.51
西安	76.11	48.87	1.56
南通	75.19	46.76	1.61
广州	74.43	26.18	2.84
济南	72.11	47.04	1.53
无锡	62.31	35.96	1.73
福州	52.63	34.22	1.54
大连	52.06	26.97	1.93
合肥	47.54	29.67	1.60
天津	40.73	24.35	1.67
绍兴	37.54	15.63	2.40
其他	341.31	240.98	1.42
总计	2,356.14	1,398.52	1.68

注：公司其他销售城市包括苏州、上海、珠海、烟台、嘉兴、咸阳、泉州、温州、厦门、常州、昆明、玉溪、中山、漳州、常德、南昌、贵阳、威海、东莞、石家庄、郑州、赣州、深圳、保定、南宁、太原、佛山、茂名和江门等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，随着房地产业务规模的扩大，2019 年公司结算金额同比增长32.24%至1,387.48亿元。

2019 年公司加速商业物业布局，同时凭借良好的打造和运营能力，租金收入有所增长；但新冠肺炎疫情将对公司 2020 年租金收入产生一定影响；公司长租公寓业务实现较快发展

公司商业物业投资扎根一线和重点二线城市，近年来加速商业布局，2019 年公司新开业 9 座商场，分布在上海、北京、杭州、南京、合肥和成都。截至 2019 年末，公司共有开业商场 35 座，分布于重庆、成都、北京、上海和杭州等地。2019 年末在建商业物业合计 21 座，其中 2020 年预计新开业 8 座商场，分布在成都、南京、重庆、苏州和西安。

得益于新建商场的陆续开业和已开业商场运营能力的不断提升，公司商业物业租金收入同比稳步增长，出租率保持高水平。但值得关注的是，新冠肺炎蔓延后，公司宣布对旗下商场商户 2020 年 1 月 25 日~3 月 31 日期间租金费用减半。随着疫情的全球蔓延，一段时期内客流量的恢复、租金和租户的稳定性存在一定的不确定性，将对公司 2020 年租金收入产生不利影响。

表 5：2019 年末公司商业物业运营情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	城市	建筑面积	出租率		租金收入	
			2019	2018	2019	2018
北城天街	重庆	12.08	99.70%	97.80%	5.02	4.67
西城天街	重庆	7.60	97.00%	94.40%	1.67	1.61
时代天街 I 期	重庆	16.02	98.50%	98.50%	3.93	3.30
时代天街 II 期	重庆	15.45	97.50%	97.10%	2.40	2.01
时代天街 III 期	重庆	7.38	99.30%	96.40%	0.97	0.73
三千集天街	成都	3.80	99.40%	100.00%	0.45	0.37
北城天街	成都	21.55	95.80%	92.10%	1.80	1.52
时代天街 I 期	成都	6.20	100.00%	100.00%	0.52	0.45
长楹天街	北京	22.13	98.40%	99.00%	4.56	3.74
金楠天街	成都	9.16	99.80%	100.00%	1.37	1.13
大兴天街	北京	14.46	98.80%	98.30%	2.12	1.81

虹桥天街	上海	17.05	90.10%	90.30%	1.52	0.99
U 城天街 I 期	重庆	1.55	92.30%	99.20%	0.16	0.14
U 城天街 II 期	重庆	9.64	98.60%	96.20%	1.11	0.81
源著天街	重庆	9.32	99.30%	99.80%	1.13	0.85
滨江天街 I 期	杭州	15.81	98.80%	99.50%	2.74	2.34
龙城天街	常州	11.93	94.70%	98.90%	1.07	0.31
房山天街	北京	10.37	99.90%	99.30%	1.81	0.53
西宸天街	成都	15.26	100.00%	100.00%	1.56	0.10
其他	--	78.80	--	--	0.90	--
天街小计	--	301.33	--	--	36.82	27.40
星悦荟小计	--	23.87	98.80%	97.60%	2.80	2.28
家悦荟小计	--	2.91	100.00%	97.70%	0.36	0.35
商场总计	--	328.11	98.50%	97.40%	39.98	30.03

注：建筑面积不含停车场面积；其他天街项目共8座，分布在北京、上海、杭州、南京、合肥和成都，为2019年新开业项目，2019年尚未形成满年度运营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司积极布局长租公寓业务，截至2019年末，公司长租公寓分布于成都、重庆、苏州、杭州、厦门、西安、南京、上海、北京、武汉、广州等34个城市，累计开业约7.5万间，6个月以上出租率超过87%。2019年公司长租公寓业务实现租金11.73亿元，同比实现大幅增长。公司长租公寓业务快速发展，随着市场环境和项目运营的成熟，其有望为公司物业投资收入提供良好补充。

2019 年公司保持适度扩张的发展战略，坚持高能级城市深耕的投资策略，良好的区域布局为公司稳健发展提供有力支撑

从投资策略来看，2019年公司紧跟房地产市场格局的变化，实行稳健、适度扩张的发展战略。从拿地方式来看，招拍挂为公司主要的土地获取方式，同时收并购为公司补充低价货源。从区域布局来看，2019年环渤海、华南、长三角、西部和华中地区新增储备建筑面积占比分别为25%、22%、22%、20%和11%，西部新增土储占比下降，而华南新增土储明显上升，公司货量布局进一步均衡；公司投资重心始终聚集于一线及二线核心城市，2019年新增一二线城市项目建筑面积超过70%。从拿地价格来看，2019年土地储备楼面均价为当期销售价格的0.37倍

³，考虑到一二线城市占比较高，公司拿地成本相对可控。

表 6：2017~2019 年公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2017	2018	2019
新增项目个数	76	90	90
新增土地储备权益建筑面积	1,148.63	1,368.21	1,273.09
新增土地储备权益金额	740.27	720.63	787.48
新增土地储备均价	6,445	5,267	6,186
存量土地的均价	5,032	5,218	5,737

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年末，公司全口径土地储备面积（未竣备）为6,714.65万平方米，权益占比为69.33%，公司土地储备规模适中，周转效率较高。

土地储备分布方面，2019年末，从城市能级分布来看，公司一线和二线城市占比约70%。从区域分布来看，环渤海、西部、长三角、华中和华南地区土地储备占比分别为33.41%、27.18%、19.46%、10.06%和9.89%。从城市分布来看，公司土地储备分布在54个城市，土地储备前五大城市重庆、烟台、济南、武汉和成都合计占比39.15%，前十大城市占比57.67%。整体来看，公司土地储备区域布局均衡，高能级城市占比高，为公司稳健发展提供有力支撑。

表 7：截至 2019 年末公司土地储备城市分布

³ 新增土地储备楼面均价为权益口径数据，销售单价为全口径数据。

单位：万平方米

地区	城市	总建筑面积	权益建筑面积
环渤海地区	北京	275.24	92.95
	沈阳	253.08	230.42
	青岛	287.39	209.57
	烟台	712.53	705.90
	济南	379.05	230.78
	大连	46.32	28.44
	保定	55.25	38.68
	石家庄	31.67	16.55
	威海	48.43	30.44
	太原	53.50	53.50
	长春	13.04	13.04
	天津	87.77	56.98
	小计	2,243.29	1,707.25
华中地区	长沙	153.45	69.46
	南昌	51.88	41.51
	郑州	44.03	44.03
	武汉	364.63	165.13
	常德	38.90	38.90
	赣州	22.73	8.18
	小计	675.62	367.21
西部地区	重庆	829.29	625.81
	成都	343.38	225.20
	西安	123.08	81.09
	玉溪	72.76	72.76
	贵阳	201.75	106.57
	昆明	180.50	99.71
	咸阳	74.35	55.91
	小计	1,825.11	1,267.05
长三角地区	上海	119.40	67.37
	无锡	54.45	47.80
	常州	67.43	67.43
	杭州	214.66	107.47
	南通	72.88	33.31
	绍兴	45.23	25.19
	温州	33.09	21.46
	宁波	123.71	89.37
	苏州	152.17	105.22
	南京	213.26	165.38
	嘉兴	43.03	21.67
	徐州	3.17	1.62

华南地区	扬州	12.77	12.77
	合肥	151.18	128.08
	小计	1,306.41	894.13
	厦门	131.39	65.72
	泉州	31.36	31.36
	广州	97.49	57.84
	深圳	15.59	15.07
	福州	101.27	60.18
	佛山	6.24	3.18
	东莞	12.34	3.10
	南宁	48.12	22.87
	漳州	17.56	17.56
	中山	13.55	6.78
华南地区	茂名	9.71	9.71
	惠州	35.94	14.13
	海口	79.87	79.87
	江门	29.13	14.57
	珠海	34.65	17.38
	小计	664.22	419.32
	合计	6,714.65	4,654.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2017~2019 年度审计报告，均采用审计报告期末数。

得益于结转规模的扩大，以及良好的成本和费用管控能力，2019 年公司利润规模继续增长，盈利能力处于行业高水平

2019 年随着结转规模的扩大，商品房销售收入实现较快增长；物业投资收入随新建商场的陆续开业和已开业商场运营能力的提升而增长；2018 年 12 月，公司将龙湖物业服务集团有限公司转让至龙湖集团，至此，公司不再从事物业管理业务。

得益于良好的投融资成本管控能力以及较高的产品溢价力，公司商品房销售业务毛利率处于行业高水平，且相对稳定；受新开业物业仍处于培育期，以及毛利率相对较低的长租公寓业务快

速扩张影响，2019 年物业投资业务毛利率有所下滑。此外，截至 2019 年末，公司合同负债达 1,543.69 亿元，较大规模的待结算资源为公司未来收入持续增长提供较好的保障。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成

单位：亿元、%

收入	2017	2018	2019
商品房销售	621.05	1,049.20	1,387.48
物业投资	23.67	35.32	50.28
物业管理	20.64	25.58	0.00
材料销售	1.15	0.78	0.79
其他	3.25	5.1	2.63
合计	669.77	1,115.98	1,441.18
毛利率	2017	2018	2019
商品房销售	33.86	34.24	33.48
物业投资	73.34	64.53	60.02
物业管理	24.12	23.67	--
材料销售	5.87	0.96	21.38
其他	99.47	96.76	84.01
合计	35.23	35.22	34.49

注：2019 年起龙湖集团物业管理业务不再纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，随着业务规模增长，2019 年公司期间费用继续增长，其中销售费用和管理费用为主要构成。财务费用方面，由于大部分利息被资本化计入存货，加之利息收入的贡献，公司财务费用较低。总体来看，2019 年公司期间费用保持增长，但受益于营业收入规模相应提升，期间费用率有所下降，并处于行业低位。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	16.55	30.03	40.66
管理费用	25.01	42.00	49.97
财务费用	-1.57	-3.79	-5.48
期间费用合计	40.00	68.24	85.15
期间费用率(%)	5.97	6.11	5.91
经营性业务利润	145.73	237.49	303.00
公允价值变动收益	43.64	45.01	43.47
投资收益	18.90	5.19	15.71
利润总额	208.66	286.92	362.96
净利润	158.20	213.90	270.56
净利润率(%)	23.62	19.17	18.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益和投资收益构成。2019 年随着结转规模的扩大，以及成本费用的良好控制，公司经营性业务利润同比增长 27.58%。公允价值变动收益主要系公司部分商业项目市场价值变动所致，2019 年相对稳定。受合、联营企业结利增多影响，公司投资收益同比大幅增长，主要来自北京昭泰房地产开发有限公司、北京首开旭泰房地产开发有限责任公司、广州市君梁房地产有限公司等合联营项目。2019 年公司净利润率有所下降，但仍保持在高水平。

公司保持严格的财务纪律，2019 年在资产规模增长的同时，财务杠杆维持在行业低位；但少数股东权益规模及占比持续上升，需关注权益结构的稳定性

随着房地产开发业务规模的扩张，2019 年公司资产规模同比增长 26.78%。资产构成方面，公司资产中流动资产占比高，其主要由货币资金、其他应收款和存货构成。得益于销售回款的增长，2019 年末公司货币资金有所增长，2019 年末受限货币资金为 2.43 亿元。受土地投资和项目开发规模扩大的影响，公司存货规模亦快速增长。其他应收款方面，截至 2019 年末应收关联方往来款为 108.85 亿元；此外，由于公司并表的合作项目较多，项目回款后形成一定规模对项目少数股东方的其他应收款，是公司 2019 年其他应收款快速增长的主要原因，其中其他应收款前五大单位均由此形成，合计规模 130.70 亿元，其中对平安集团的往来款为 111.18 亿元。非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。随商业物业投入运营以及物业市场价值上升，公司投资性房地产逐年增长。公司长期股权投资主要为公司持有的合联营企业股权，2019 年较为稳定。

表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
货币资金	247.02	428.17	572.94
存货	1,707.01	2,534.43	3,178.17

其他应收款	391.31	494.04	678.46
长期股权投资	131.49	144.63	147.28
投资性房地产	563.36	707.61	899.21
总资产	3,412.72	4,647.29	5,891.91
合同负债	903.76	1,117.58	1,543.69
应付账款	189.18	441.14	599.88
其他应付款	396.96	422.99	518.56
总负债	2,279.49	3,136.91	4,062.84
少数股东权益	504.23	731.61	989.12
所有者权益	1,133.24	1,510.39	1,829.07
资产负债率	66.79	67.50	68.96
净负债率	28.11	29.46	24.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着开发项目和土地储备的增加，以及回款规模的扩大，2019 年公司负债规模亦快速增长。公司负债主要由合同负债、应付账款、其他应付款及有息债务构成。公司合同负债主要系商品房预售款，2019 年随着回款的增长而保持增长。应付账款主要为应付工程款和材料款，随业务规模扩大亦有所增长。公司其他应付款随着合作项目增多而增长，截至 2019 年末，关联方往来款为 126.78 亿元；由于公司并表项目比例较高，在项目开发前期形成较大规模对项目少数股东方的其他应付款。

所有者权益构成方面，截至 2019 年末，公司实收资本、未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重分别为 0.72%、42.21%和 54.08%。公司房地产开发业务较强的盈利能力，且公司层面分红规模较小，利润积累不断夯实自有资本；此外公司合作项目保持较高的并表比例，导致少数股东权益规模快速扩大，整体使得公司所有者权益规模同步增长。

财务杠杆方面，公司维持严格的财务纪律，净债务较为稳定，随着并表项目少数股东方的投资增长，2019 年末公司净负债率进一步下降，处于行业较优水平。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，2019 年存货规模保持增长且去化压力较小，周转率亦处于较好水平

公司资产以流动资产为主，其中存货、货币资金和其他应收款合计占流动资产的比重在 90% 以上。

存货方面，随着公司业务体量的增长，存货规模亦快速增长。在公司快速周转的经营策略的带动下，公司存货中已完工开发产品占比保持在较低水平，现房销售压力较小；在建及拟建项目开发成本保持在 90% 以上，较大规模的在建及拟建项目为公司未来销售业绩增长提供支撑的同时，亦使得公司面临一定资本支出压力。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	78.23	79.91	80.03
存货/流动资产	63.94	68.25	67.40
货币资产/流动资产	9.25	11.53	12.15
其他应收款/流动资产	14.66	13.30	14.39
（存货+货币资金）/流动资产	73.19	79.78	79.55
已完工开发产品	102.86	122.47	202.22
已完工开发产品/存货	6.03	4.83	6.36
在开发产品	1,518.65	2,254.39	2,888.11
在开发产品/存货	88.97	88.95	90.87
拟开发土地	77.65	149.47	82.33
拟开发土地/存货	4.55	5.90	2.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产周转效率方面，公司坚持降低土地储备导向，保持较高的项目周转速度，运营效率整体处于较高水平。

表12：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.31	0.34	0.33
总资产周转率（次/年）	0.25	0.28	0.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着业务规模的扩大，2019 年债务规模继续增长，但债务期限结构和成本控制良好，偿债能力处于高水平

随着公司销售业绩增长、回款力度增强，以及项目投资增速放缓，2019 年公司经营活动净现金流大幅增长。受商业物业持续投入和房地产项目收并购影响，2019 年投资活动现金流呈大幅净流出状态。2019 年公司融资节奏相对稳健，加之项目公司少数

股东新增投入减少及到期债务偿还规模增加，导致筹资活动现金净流入规模有所下降。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	5.18	44.57	168.61
销售商品、提供劳务收到的现金	1,139.48	1,431.64	1,987.64
投资活动净现金流	-150.29	-263.75	-193.18
筹资活动净现金流	236.29	400.41	168.66
总债务	565.52	873.16	1,021.63
短期债务	31.31	63.03	83.14
EBITDA	209.75	289.33	367.63
总债务/EBITDA	2.70	3.02	2.78
EBITDA 利息倍数	9.18	7.91	7.24
货币资金/短期债务	7.89	6.79	6.89
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.50	0.61	0.51
经调整 EBIT 利息倍数	10.13	8.84	8.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司业务体量的增大，2019 年公司总债务同比增长 17.00%，从融资渠道来看，公司债务全部来自银行借款和债券，且短期债务占总债务的比重为 8.14%，债务期限结构合理。2019 年末龙湖集团平均融资成本 4.54%，同比基本持平，平均借款年限 6.04 年，公司融资成本处于行业低位。

公司盈利能力不断提升，且执行谨慎的财务及融资政策，主要偿债指标表现稳健。2019 年 EBITDA 及经调整 EBIT 利息倍数虽有所下降，但仍处于很高水平。得益于严格的财务和回款纪律，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力亦保持在行业高水平。此外，2019 年公司货币资金占总资产比重有所上升，且受限规模较小，货币资金对短期债务的覆盖能力很强。

公司拥有较为充足的外部授信，或有负债风控可控

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2019 年末，公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为 2,389.97 亿元，未使用授信余额为 1,610.54 亿元，备用流动性较

为充足。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产规模为 1,135.00 亿元，占同期末资产总额比重为 19.26%，主要系借款抵押受限的存货和投资性房地产，分别为 770.22 亿元和 362.34 亿元。

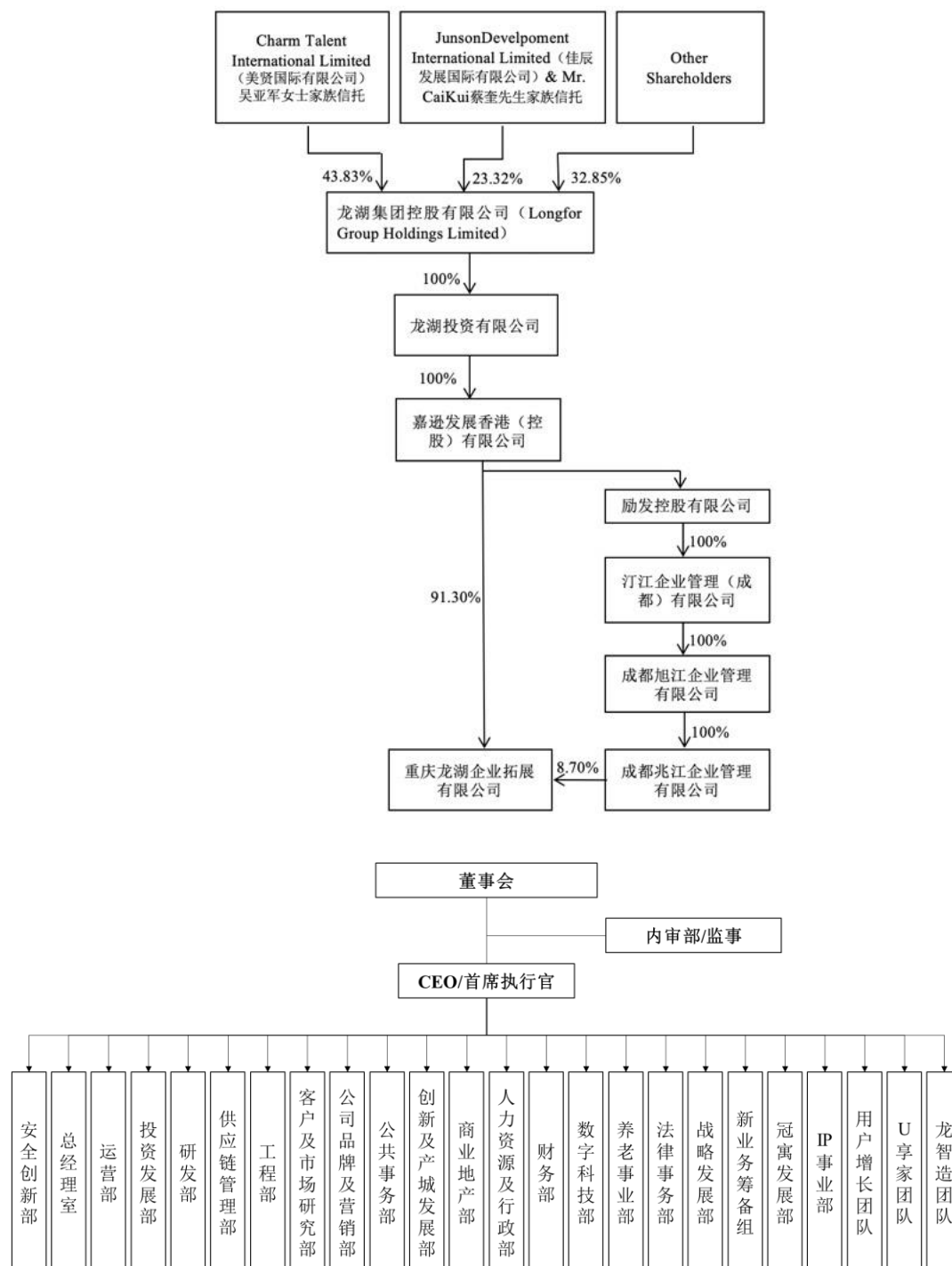
或有负债方面，截至 2019 年末，公司为购房客户按揭贷款提供阶段性连带责任保证担保 97.98 亿元，为关联方借款提供担保 5.2 亿元。此外，当期末公司不存在重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 5 月 7 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际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“15 龙湖 01”、“15 龙湖 02”、“15 龙湖 03”和“15 龙湖 04”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：重庆龙湖企业拓展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	2,470,205.27	4,281,742.64	5,729,413.58
其他应收款	3,913,121.21	4,940,365.44	6,784,633.08
存货净额	17,070,120.91	25,344,300.63	31,781,708.44
长期投资	1,315,710.93	1,484,660.53	1,520,863.93
固定资产	26,162.48	71,541.52	124,484.41
在建工程	31,292.60	--	--
无形资产	0.00	19,406.75	32,074.79
投资性房地产	5,633,637.78	7,076,148.83	8,992,087.88
总资产	34,127,228.21	46,472,945.04	58,919,118.04
预收款项	9,037,568.78	11,175,754.58	15,436,895.31
其他应付款	3,969,629.24	4,229,901.98	5,185,554.44
短期债务	313,134.07	630,270.31	831,384.71
长期债务	5,342,104.47	8,101,362.60	9,384,915.23
总债务	5,655,238.53	8,731,632.91	10,216,299.94
净债务	3,185,033.26	4,449,890.27	4,486,886.36
总负债	22,794,852.85	31,369,073.12	40,628,415.82
费用化利息支出	1,037.71	4,788.29	4,292.70
资本化利息支出	227,471.09	361,127.84	503,780.29
所有者权益合计	11,332,375.36	15,103,871.92	18,290,702.22
营业总收入	6,697,682.01	11,159,778.92	14,411,812.27
经营性业务利润	1,457,311.30	2,374,887.11	3,029,991.68
投资收益	188,985.77	51,937.56	157,144.54
净利润	1,581,950.53	2,139,038.19	2,705,603.39
EBIT	2,087,661.00	2,874,026.35	3,633,879.91
EBITDA	2,097,549.41	2,893,301.75	3,676,313.19
销售商品、提供劳务收到的现金	11,394,827.96	14,316,432.85	19,876,400.52
经营活动产生现金净流量	51,806.37	445,728.65	1,686,140.81
投资活动产生现金净流量	-1,502,868.72	-2,637,503.83	-1,931,842.66
筹资活动产生现金净流量	2,362,889.00	4,004,149.27	1,686,630.11
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	35.23	35.22	34.49
期间费用率(%)	5.97	6.11	5.91
EBITDA 利润率(%)	31.32	25.93	25.51
净利润率(%)	23.62	19.17	18.77
总资产收益率(%)	7.65	7.13	6.90
存货周转率(X)	0.31	0.34	0.33
资产负债率(%)	66.79	67.50	68.96
总资本化比率(%)	33.29	36.63	35.84
净负债率(%)	28.11	29.46	24.53
短期债务/总债务(%)	5.54	7.22	8.14
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.05	0.17
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	0.71	2.03
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.23	1.22	3.32
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.50	0.61	0.51
总债务/EBITDA(X)	2.70	3.02	2.78
EBITDA/短期债务(X)	6.70	4.59	4.42
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.18	7.91	7.24
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	10.13	8.84	8.14

注：中诚信国际将公司合同负债纳入预收款项分析。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
盈利能力	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利润率	=净利润/营业总收入
	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
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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。
A	受评对象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。
BBB	受评对象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。
BB	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。