

信达地产股份有限公司 2021 年公开发行公司债券 (第一期、第二期) 跟踪评级报告 (2021)

项目负责人: 田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员: 王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监:

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2021 年 5 月 25 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和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 [2021]跟踪 0393 号

信达地产股份有限公司：

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审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“21 信地 01”、“21 信地 02”、“21 信地 03”和“21 信地 04”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十五日

评级观点：中诚信国际维持信达地产股份有限公司（以下简称“信达地产”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 信地 01”、“21 信地 02”、“21 信地 03”和“21 信地 04”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了公司强大的股东背景和有力的股东支持，2020 年以来杠杆水平下降，资本结构优化以及畅通的融资渠道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、签约销售金额下滑、预收款项对收入的保障不足及存货去化有待改善等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

信达地产（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,014.83	986.05	942.79	995.66
所有者权益合计（亿元）	208.75	227.60	242.11	243.73
总负债（亿元）	806.09	758.45	700.68	751.94
总债务（亿元）	408.61	361.27	376.37	412.97
营业总收入（亿元）	187.54	194.78	258.64	13.64
净利润（亿元）	25.09	25.56	17.44	2.69
EBITDA（亿元）	42.84	45.79	42.50	--
经营活动净现金流（亿元）	70.61	81.15	73.61	3.38
营业毛利率(%)	34.87	30.37	30.00	20.68
净负债率(%)	102.10	95.12	68.20	73.45
总债务/EBITDA(X)	9.54	7.89	8.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.49	1.66	1.67	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；为计算有息债务，中诚信国际将公司长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

正面

- **强大的股东背景，有力的股东支持。**公司系中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）旗下唯一房地产开发运营平台，在项目资源获取、业务协同和融资担保等方面获得了中国信达强有力的支持。
- **杠杆水平下降，资本结构优化。**2020 年末公司利润积累带动所有者权益规模上升，净负债率保持下降态势，资本结构有所优化。
- **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，此外作为上市公司，拥有较为通畅的融资渠道。

同行业比较

2020 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)
电建地产	657.50	1,462.16	86.26	1.33	1.39	210.66	2.42	0.17
广宇发展	129.18	748.35	181.19	2.29	2.45	197.51	11.20	0.13
信达地产	266.42	942.79	68.20	1.10	2.20	258.64	6.74	0.33

注：“电建地产”为“中国电建地产集团有限公司”简称；“广宇发展”为“天津广宇发展股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

关注

- **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。
- **签约销售金额下滑，预收款项对收入的保障不足。**在拿地节奏持续放缓的影响下，2020 年公司销售业绩继续下滑，年末预收款项对营业收入的覆盖为 0.57 倍，对其未来业绩的保障较弱。
- **存货去化有待改善。**公司部分项目受地方政府限价政策及竞争环境等影响，销售价格及进度不及预期，2020 年计提一定规模存货跌价损失，对当期利润产生较大侵蚀。

评级展望

中诚信国际认为，信达地产股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**股东体系内定位及支持显著增强；签约销售金额大幅提升，行业地位明显增强，盈利能力持续大幅增长。
- **可能触发评级下调因素。**股东背景及支持力度发生显著不利变化；销售业绩明显下滑；杠杆比例显著上升；现金流平衡能力大幅弱化。

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	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 信地 01	AA ⁺	AA ⁺	2021/01/19	17.20	17.20	2021.01.25~2026.01.25 (2+2+1)	回售，票面利率选择权
21 信地 02	AA ⁺	AA ⁺	2021/01/19	10.50	10.50	2021.01.25~2026.01.25 (3+2)	回售，票面利率选择权
21 信地 03	AA ⁺	AA ⁺	2021/03/01	20.20	20.20	2021.03.25~2026.03.25 (2+2+1)	回售，票面利率选择权
21 信地 04	AA ⁺	AA ⁺	2021/03/01	10.10	10.10	2021.03.25~2026.03.25 (3+2)	回售，票面利率选择权

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

信达地产股份有限公司公开发行2021年公司债券（第一期）于2021年1月25日起息，分为两个品种：其中品种一（5年期，附第2年末和第4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：175664，简称：21信地01）最终发行规模17.20亿元，票面利率为4.40%；品种二（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：175665，简称：21信地02）最终发行规模10.50亿元，票面利率为4.57%。

信达地产股份有限公司公开发行2021年公司债券（第二期）于2021年3月25日起息，分为两个品种：其中品种一（5年期，附第2年末和第4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：175888，简称：21信地03）最终发行规模20.20亿元，票面利率为4.50%；品种二（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：175889，简称：21信地04）最终发行规模10.10亿元，票面利率为4.70%。截至本报告出具日，21信地01、21信地02、21信地03、21信地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：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向

循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修

复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

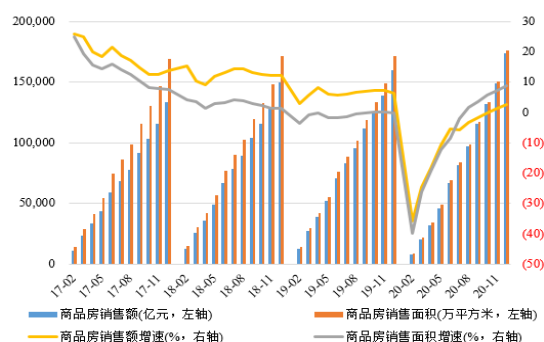
2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水

平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

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

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020 年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

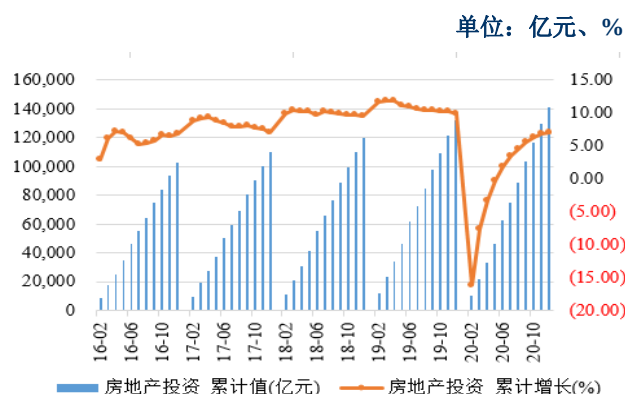
中诚信国际认为，2020 年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过 2019 年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020 年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020 年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自 2016 年以来首次出现负增长；4 月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降 1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

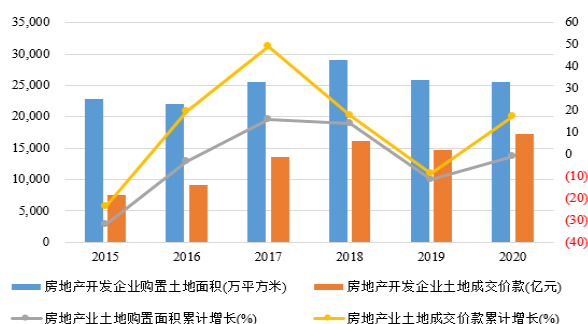
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额
(万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1

化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企

倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

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。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

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，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

受新增储备不足和重点项目销售未达预期影响，

2020 年公司销售业绩进一步下滑；未来重点项目的销售情况需持续关注

公司是中国信达旗下唯一房地产开发业务平台，近年来在房地产项目和代建资源获取等方面得到其有力支持。2018 年公司向中国信达和淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮矿集团”）发行股份，完成对长淮信达地产有限公司（原名淮矿地产有限责任公司，以下简称“长淮信达地产”）的重大资产重组，使得公司当年项目储备资源得到扩充。

项目运营方面，由于公司上年土地投资力度放缓，2020 年并表口径新开工面积同比下降 34.49%；同期，公司并表项目竣工面积同比保持稳定，主要分布在合肥、淮南、深圳、上海等城市。2020 年公司仍保持一定代建业务规模，当期代建项目新开工面积为 25.11 万平方米。

表 2：公司房地产开发情况（万平方米）

	2018	2019	2020	2021.1~3
新开工面积	195.57	120.14	78.70	39.26
竣工面积	216.25	191.48	193.67	0.00
在建面积	465.54	394.20	279.23	318.49

注：公司开竣工及在建面积均为并表口径

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年以来，在新冠肺炎疫情的影响下，加之公司拿地节奏持续放缓，推盘货值下降，导致2020年权益口径签约销售面积和销售金额分别同比下降24.99%和28.62%。2020年以来公司销售单价小幅波动，但以北京、上海、合肥、杭州为主的一二线城市销售占比较高，销售单价仍保持在较高水平。2021年，公司计划签约销售额（含并表、表外项目权益金额及代建项目）210亿元，回款额190亿元，销售目标较2020年业绩基本持平。此外，中诚信国际关注到，受市场行情变化影响，公司上海、深圳地区等投资规模较大的重点项目销售进度未达预期，开发和销售周期偏长，相关项目的销售回款、盈利水平及对公司资金平衡的影响有待持续关注。

表 3：公司房地产销售结算情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
合同销售面积	149.07	134.43	100.83	21.54
合同销售金额	309.68	241.09	172.09	39.90
合同销售均价	2.08	1.79	1.71	1.85
结算面积	140.24	145.73	135.41	-
结算金额	174.27	181.55	241.36	-
结算均价	1.24	1.25	1.78	-

注：销售为权益口径；结算为并表口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，长三角区域仍为公司销售的主要贡献来源，2020 年公司全口径签约销售金额²前五大城市均来自长三角，合计占比接近 70%，集中度很高；其中合肥地区销售贡献度持续提升，当年公司在合肥市销售排名居于第二位。从城市能级来看，2020 年一线和二线城市³销售金额占比分别为 10.74%和 59.85%。

表 4：2020 年公司项目销售区域分布情况

城市	销售金额占比	销售面积占比
合肥	38.65%	34.44%
杭州	11.60%	4.04%
芜湖	8.87%	11.68%
马鞍山	5.39%	9.86%
嘉兴	5.02%	4.98%
北京	4.23%	2.22%
上海	3.76%	1.33%
青岛	3.65%	4.19%
淮南	3.48%	8.44%
广州	2.75%	2.42%
沈阳	2.45%	2.58%
绍兴	2.00%	1.82%
宁波	1.77%	1.00%
铜陵	1.40%	3.91%
乌鲁木齐	0.80%	1.73%
重庆	0.79%	0.89%
陵水	0.74%	0.26%
佛山	0.70%	1.03%
太原	0.50%	0.62%

² 并表项目全额、非并表项目权益部分和代建项目的总和。

长春	0.44%	0.42%
六安	0.39%	0.87%
毕节	0.30%	0.75%
海口	0.17%	0.15%
台州	0.10%	0.30%
琼海	0.05%	0.06%
合计	100%	100%

注：该表销售区域分布统计口径与 2020 年年报一致，即并表项目全额、非并表项目权益部分和代建项目的总和。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2020 年公司结算金额同比增长 32.94%，合肥、杭州、嘉兴为公司结算规模主要贡献区域，结算收入占比分别为 26.63%、20.62%和 14.15%；当期结算均价大幅提升，主要为单价较高的杭州滨江壹品项目完成交付所致。

中诚信国际认为，受公司新增土地储备不足、重点项目销售进度不达预期影响，2020 年公司销售业绩有所下滑。此外，中诚信国际也将关注公司 2021 年销售目标的完成情况，以及重点项目的销售进度和盈利情况。

2020 年以来，公司仍保持审慎的土地投资策略，城市布局和周转水平有待优化

公司主要通过招拍挂和收并购等形式获取土地，同时依托中国信达资源优势，通过代建等方式参与项目建设，丰富业务模式。2020 年以来公司仍保持较为谨慎的土地投资策略，2020 年权益口径土地投资金额较上年基本持平，权益比例提升至 72%，新增土储分布于合肥、淮南、铜陵及青岛等城市，土地获取成本较低。公司于 2020 年获取 1 个代建项目，位于宁波，新增代建项目计容建筑面积约 13 万平方米。

表 5：公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、万元/平方米

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
新拓展项目（全口径）	12	4	6	2
新增土地储备建筑面积（全口径）	260.90	58.67	99.70	84.81

³ 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。

新增土地储备金额 (全口径)	100.08	49.58	36.05	20.23
新增土地储备金额 (权益口径)	55.69	26.97	26.20	10.00
新增土地楼面均价 (全口径)	0.43	0.84	0.36	0.24

注：以上土地储备面积均为规划计容建筑面积；新拓展项目未包含代建项目；2018 年新增项目含长淮信达地产合并时尚未开工的项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司全口径已开工未售面积 4373.08 万平方米，全口径拟建项目计容规划建筑面积 331.26 万平方米。由于 2020 年以来公司土地获取力度仍较小，土地储备规模呈下降态势。并表口径土地储备项目主要分布在合肥、淮南、马鞍山、铜陵、芜湖、淮南等 22 个城市，其中前 5 大城市面积占比 65%，较高的集中度使得公司对区域市场调控和行情敏感度高；一线、二线和三线城市占比分别为 14.53%、40.19%和 45.28%。值得注意的是，广州、阜新等地的并购项目受政府规划变动等因素影响，部分土地储备尚未开工。近年来新增储备规模较小，目前土地储备对销售的支撑情况值得关注。此外，目前政策调控和市场行情在一定程度上影响项目入市时点及售价，公司于 2016 年获取的上海上城院子销售进度不达预期，2015 年获取的深圳金尊府尚未开盘，对公司项目操盘能力带来较大挑战，加大了项目盈利、回款和资金平衡压力。

表 6：截至 2020 年末公司并表口径土地储备分布情况

地区	规划计容建筑面积 (万平方米)	面积占比
合肥	145.45	30.06%
淮南	49.05	10.14%
马鞍山	48.46	10.02%
芜湖	37.61	7.77%
铜陵	33.40	6.90%
广州	31.86	6.58%
阜新	28.60	5.91%
青岛	28.14	5.82%
上海	22.89	4.73%
深圳	11.21	2.32%
乌鲁木齐	10.34	2.14%
重庆	6.35	1.31%
海口	6.01	1.24%

⁴ 已开工未售面积包含竣工未售面积及在建未售面积。

⁵ 2018 年起，中诚信国际将公司预收款项和合同负债统一归为合

天津	5.61	1.16%
嘉兴	4.56	0.94%
北京	4.35	0.90%
太原	4.10	0.85%
宁波	2.61	0.54%
杭州	2.16	0.45%
佛山	0.41	0.08%
六安	0.40	0.08%
琼海	0.23	0.05%
合计	483.80	100.00%

注：并表口径土地储备面积为表内竣工项目未售面积、在建项目未售面积以及拟建项目计容规划建筑面积的总和，合计数尾数差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2020 年以来，公司仍保持审慎的土地投资策略，而部分前期获取项目开发和销售周期明显偏长，中诚信国际将持续关注公司土地储备对未来销售稳定性的支撑。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表；各期财务数据均采用报告期末数。中诚信国际分析时将公司长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

2020 年公司收入规模同比增长，但期末预收款项对收入的保障较弱；存货跌价损失对当期利润造成较大侵蚀，净利润率同比大幅下降

2020 年公司营业收入同比小幅增长 32.78%，其中房地产销售收入占营业总收入的 93.32%；受益于利润空间大的嘉兴、芜湖地区项目结转规模占比较高，同期公司较高的毛利率得以保持。作为地产项目的配套及增值业务，物业管理板块毛利率持续为负。截至 2020 年末，公司合同负债⁵为 148.46 亿元，为当期房地产销售收入的 61.51%，对未来收入的保障度较弱。

同负债分析。

表 7：近年来公司收入结构及毛利率构成(亿元，%)

收入	2018	2019	2020
房地产销售	174.27	181.55	241.36
物业管理	2.55	2.78	2.83
其他	10.73	10.45	14.45
合计	187.54	194.78	258.64
毛利率	2018	2019	2020
房地产销售	33.05	28.61	28.05
物业管理	-14.31	-27.95	-25.17
其他	51.44	55.35	73.43
营业毛利率	34.87	30.37	30.00

注：其他业务收入包括租赁收入、委托贷款利息收入和对合、联营项目的借款利息收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2020年以来公司费用化利息支出上升推动财务费用同比增长，但得益于营业收入同比增幅较大，期间费用率同比下降1.76个百分点。从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润及投资收益构成。2020年，公司收入规模同比提升，且毛利率及期间费用控制较好，全年经营性业务利润同比增长55.13%。投资收益主要来自合联营项目结利、对合作项目拆借的利息及处置收益，2020年仍主要来自宁波融创东新置业有限公司及广州启创置业有限公司（广州信达金茂广场项目主体）等合营企业的项目结转收益。受部分项目销售不达预期影响，2020年公司计提11.71亿元存货跌价准备，主要为上海上城院子项目减值6.92亿元，深圳金尊府项目减值1.67亿元，对公司当期利润造成较大侵蚀。受此影响，2020年公司净利润率同比显著下降。2021年一季度，受结转规模下降影响，营业收入同比下降79.93%至13.64亿元，同时经营性业务利润出现亏损，但以补偿款为主的营业外收入增至5.42亿元，导致利润总额及净利润率有所波动。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	3.80	4.05	3.92	0.49
管理费用（含研发费用）	8.76	8.96	9.64	2.17
财务费用	7.91	7.66	9.32	3.05
期间费用合计	20.47	20.66	22.88	5.72
期间费用率(%)	10.91	10.61	8.85	41.94
经营性业务利润	24.24	26.50	41.11	-3.14

⁶ 按照《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》要求，以摊余成本计量的金融资产自资产负债表日大于一年到期的期末

资产减值损失	0.23	4.74	11.98	0.00
公允价值变动收益	0.92	1.86	-2.11	0.01
投资收益	4.75	12.44	6.45	1.33
利润总额	33.64	36.21	30.61	3.51
净利润率(%)	13.38	13.12	6.74	19.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司项目结转并减少土地投资规模，2020年末总资产及总负债同比下降；利润积累带动所有者权益增长，财务杠杆水平有所下降

2020年公司土地投资力度较小，随着项目的结转，当期末资产规模同比有所下降。2020年，随着公司债权投资流入、偿还债务支出下降，货币资金同比有所增长。2020年以来公司拿地规模较小，受项目结转影响，年末存货规模继续下降；2021年一季度，合营企业取得控制权导致3月末存货规模有所上升。交易性金融资产主要为对有限合伙主体的债权投资，2020年末同比保持稳定，仍主要为对宁波汇融沁齐股权投资合伙企业（有限合伙）的投资。随着部分外部业务单位往来款和资金拆借收回，2020年末其他应收款及其他流动资产同比有所下降。非流动资产方面，2020年以来公司无重大新增及处置项目，投资性房地产同比保持稳定，当期实现租金1.6亿元。受新增对合、联营项目的投资，以及合作项目结转收益影响，期末长期股权投资持续增长。此外，公司债权投资⁶主要为对合联营公司的资金拆借，2020年末同比大幅下降，主要为重分类转至一年内到期的非流动资产；2021年一季度，因合营企业取得控制权并表，对外债权投资余额减少，3月末一年内到期的非流动资产由2020年末的44.23亿元降至8.52亿元。

随着项目结转，2020年末公司总负债规模有所下降；除有息债务外，公司负债主要为合同负债及其他应付款。由于2020年收入结转金额大于当期回款规模，期末合同负债同比下降38.41%。受控股子公司应付少数股东的项目运营往来款增加影响，同期末其他应付款同比有所增长。

2020年末公司所有者权益规模随着利润的累

账面价值在“债权投资”项目反映。

积而同比增长，当期末股本、资本公积及未分配利润占比分别为 11.78%、34.32%和 49.26%。财务杠杆比率方面，受益于货币资金大幅增加及所有者权益规模增长，2020 年末公司净负债率同比明显改善，同期末资产负债率同比小幅下降。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	1,014.83	986.05	942.79	995.66
货币资金	195.48	144.77	211.27	233.95
存货	625.33	598.39	491.06	565.94
交易性金融资产	18.24	38.67	36.06	15.73
其他应收款	18.45	11.28	7.50	14.59
其他流动资产	50.54	49.61	26.66	22.88
债权投资	33.83	61.66	39.68	41.81
长期股权投资	23.31	28.25	32.44	38.08
投资性房地产	24.04	23.53	24.15	24.10
总负债	806.09	758.45	700.68	751.94
合同负债	250.39	241.03	148.46	185.56
应付账款	42.10	45.10	42.36	37.98
其他应付款	60.24	63.36	77.84	65.97
少数股东权益	9.78	8.90	11.24	10.97
所有者权益	208.75	227.60	242.11	243.73
资产负债率	79.43	76.92	74.32	75.52
净负债率	102.10	95.12	68.20	73.45

注：中诚信国际分析时将其他非流动金融资产计入债权投资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末存货规模有所下降，其中开发产品占比提升，部分项目去化压力较大，资产周转效率有待进一步改善

2020 年以来，公司资产仍主要由流动资产构成，流动资产占总资产的比重保持稳定，其中货币资金占比有所上升。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
流动资产/总资产	90.10	86.69	87.76	87.63
存货/流动资产	68.39	70.01	59.35	64.86
货币资金/流动资产	21.38	16.94	25.53	26.81
（存货+货币资金）/流动资产	89.77	86.94	84.89	91.68
开发成本	552.91	466.75	361.83	--
开发成本/存货	88.42	78.00	73.68	--
开发产品	72.41	131.62	129.22	--

开发产品/存货	11.58	22.00	26.32	--
---------	-------	-------	-------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

存货方面，2020 年末，由于公司当期新增储备和项目投入规模小于结转规模，导致存货账面价值同比下降；其中开发产品占比随部分项目竣工有所上升，其中新增上城院子竣工部分 34.62 亿元，且已竣工的北京东方蓝海中心、铜陵东方蓝海项目仍存在较大规模未售货值，中诚信国际将对部分项目去化情况保持关注。资产周转效率方面，2020 年项目结转规模较大，存货周转率有所提高但仍然存在一定的改善空间。

表 11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.24	0.22	0.33
总资产周转率（次/年）	0.22	0.19	0.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来公司债务规模有所上升，偿债指标仍有待提高

从现金获取能力来看，2020 年公司房地产销售业绩下降，销售回款减少导致经营活动现金净流入规模同比有所下降。2020 年末公司总债务规模同小幅提升，从融资渠道来看，债券融资为公司主要融资来源，2020 年末占总债务的比重为 43.21%，其次为银行借款及信托融资等。2020 年公司整体平均融资成本为 5.81%，同比下降 0.54 个百分点。债务期限结构方面，随着到期债务偿还，2021 年 3 月末短期债务占总债务的比重降至 35.45%。

2020 年，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降，有一定改善空间；受销售回款下降影响，销售商品提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力亦有所弱化。从短期偿债能力来看，2020 年以来，随着货币资金增加，公司货币资金对短期债务的覆盖程度有所提升。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	70.61	81.15	73.61	3.38
销售商品、提供劳务收到的现金	225.13	187.20	170.99	44.17

总债务	408.61	361.27	376.37	412.97
短期债务	159.58	136.51	191.21	146.38
EBITDA	42.84	45.79	42.50	--
总债务/EBITDA	9.54	7.89	8.86	--
EBITDA 利息倍数	1.49	1.66	1.67	--
货币资金/短期债务	1.22	1.06	1.10	1.60
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.82	1.93	2.20	2.34*
经调整 EBIT 利息倍数	2.17	2.31	2.21	--

注：带*指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有较为充足的外部授信，需关注公司或有负债风险

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2021年3月末，公司及合并报表子公司取得的银行授信总额为443.66亿元，未使用授信余额为154.37亿元，加之公司作为A股上市公司，融资渠道畅通。

受限资产方面，截至2020年末，公司受限资产合计236.98亿元，占总资产的25.14%，其中货币资金2.82亿元，主要为保证金存款，因抵、质押借款而受限的存货、投资性房地产、长期股权投资分别为205.73亿元、11.32亿元和17.03亿元。

或有负债方面，截至2021年3月末，公司及其子公司对外担保金额合计65.99亿元，占净资产的27.08%，担保对象主要为公司合营及联营公司。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，2018~2020年末，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。

外部支持

凭借强大的股东背景，公司在项目资源获取和融资等方面均可获得股东的有力支持

公司控股股东为信达投资有限公司（以下简称“信达投资”），间接控股股东为中国信达，中国信达隶属于财政部，是从事商业银行不良资产处置的四

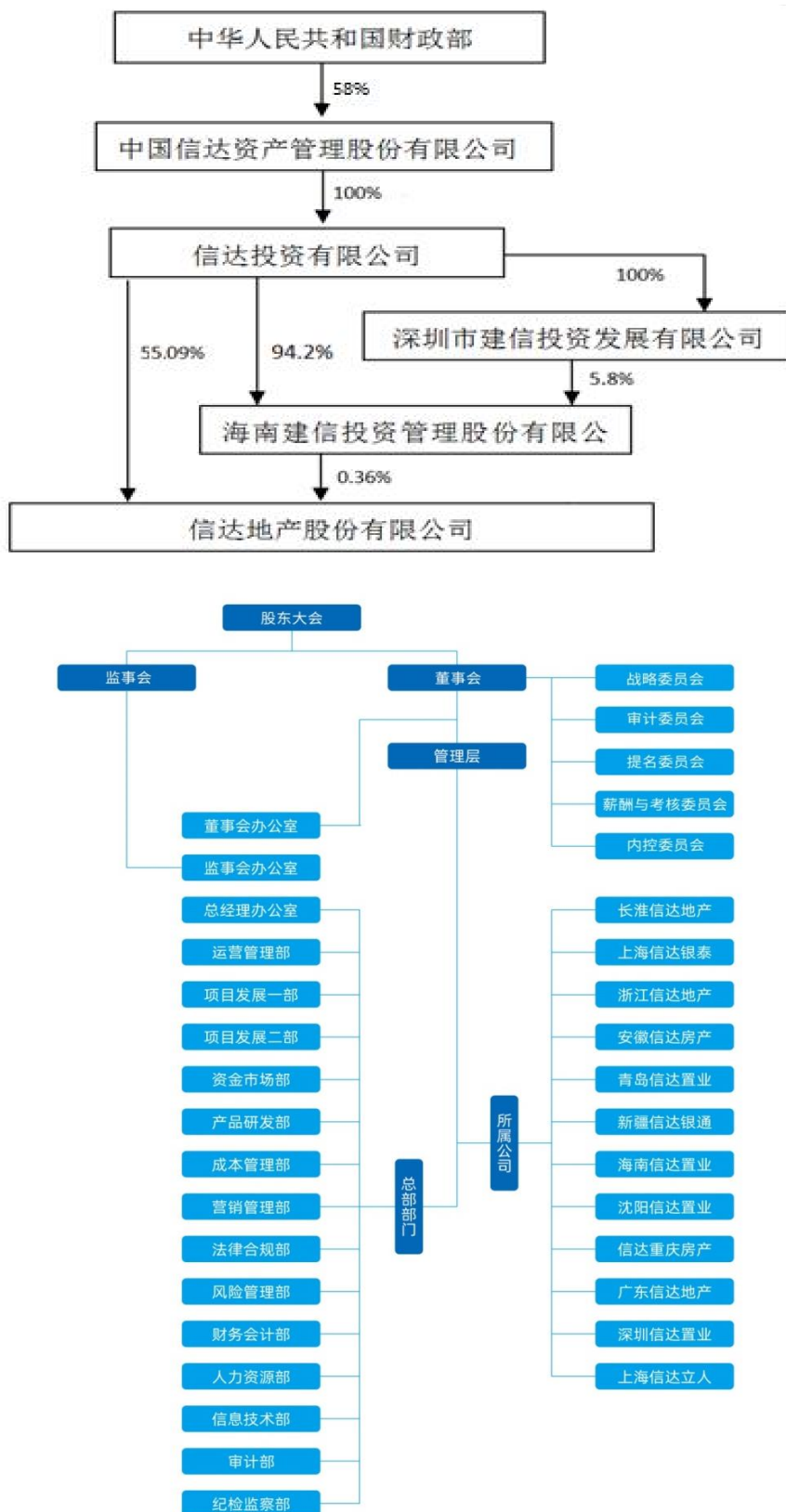
大资产管理公司之一。2020 年末，中国信达不良债权净额达 3,756.03 亿元，其中房地产类不良资产收购金额占比为 45.9%。作为中国信达旗下唯一房地产开发业务平台，公司得到了中国信达系统丰富的房地产资源支持，具有集团协同联动优势。

项目获取方式上，公司将优先挖掘中国信达在进行金融机构和非金融机构不良资产处置中形成的房地产资产，同时利用合作、收购以及参与公开市场招拍挂等形式获取项目，通过代建等形式扩大业务规模。2018 年 7 月，公司向中国信达和淮矿集团发行股份，购买中国信达拟持有的长淮信达地产 60%股权和淮矿集团持有的长淮信达地产 40%股权，完成了对长淮信达地产的重大资产重组。长淮信达地产的收购有助于增强公司资本实力，扩大项目储备规模。2018~2020 年度长淮信达地产累计实现扣非归母净利润 26.57 亿元，累计完成 2018~2020 年度业绩承诺总额的 102.58%。此外，截至 2020 年末，中国信达向公司提供的借款余额为 8.44 亿元，主要为向协同项目提供的债权，信达投资为公司提供的担保余额为 27.67 亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持信达地产股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 信地 01”、“21 信地 02”、“21 信地 03”和“21 信地 04”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：信达地产股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：信达地产股份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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,954,786.16	1,447,716.24	2,112,650.57	2,339,516.68
其他应收款	184,499.02	112,820.51	75,039.50	145,946.83
存货净额	6,253,349.02	5,983,859.01	4,910,648.82	5,659,396.29
长期投资	233,101.86	899,130.94	721,272.23	798,871.70
固定资产	33,485.85	32,819.96	41,020.54	40,673.70
在建工程	--	0.00	0.00	0.00
无形资产	278.79	1,388.14	5,622.48	741.31
投资性房地产	240,394.90	235,272.37	241,473.82	241,025.55
总资产	10,148,347.22	9,860,462.74	9,427,864.81	9,956,610.70
预收款项	2,503,901.68	2,410,265.77	1,484,562.98	1,855,567.53
其他应付款	602,357.39	633,616.41	778,401.64	659,669.48
短期债务	1,595,754.59	1,365,076.28	1,912,128.82	1,463,831.75
长期债务	2,490,328.33	2,247,599.31	1,851,592.41	2,665,834.64
总债务	4,086,082.92	3,612,675.60	3,763,721.23	4,129,666.39
净债务	2,131,296.77	2,164,959.36	1,651,070.65	1,790,149.71
总负债	8,060,850.74	7,584,457.85	7,006,804.73	7,519,357.06
费用化利息支出	88,600.64	92,982.10	115,486.83	--
资本化利息支出	198,863.95	183,600.22	138,450.28	--
所有者权益合计	2,087,496.48	2,276,004.89	2,421,060.08	2,437,253.63
营业总收入	1,875,406.67	1,947,839.31	2,586,380.29	136,376.88
经营性业务利润	242,438.15	264,954.70	411,070.02	-31,442.76
投资收益	47,507.29	124,354.28	64,502.82	13,287.99
净利润	250,931.46	255,609.35	174,445.75	26,858.33
EBIT	425,001.87	455,052.38	421,550.26	--
EBITDA	428,410.53	457,889.75	425,013.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,251,283.31	1,872,027.94	1,709,904.86	441,730.29
经营活动产生现金净流量	706,135.74	811,481.01	736,107.40	33,778.75
投资活动产生现金净流量	447,350.35	-557,004.83	183,773.01	32,255.18
筹资活动产生现金净流量	-842,506.88	-758,906.39	-254,009.72	147,715.65
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	34.87	30.37	30.00	20.68
期间费用率(%)	10.91	10.61	8.85	41.94
EBITDA 利润率(%)	22.84	23.51	16.43	--
净利润率(%)	13.38	13.12	6.74	19.69
总资产收益率(%)	4.90	4.55	4.37	--
存货周转率(X)	0.24	0.22	0.33	0.08*
资产负债率(%)	79.43	76.92	74.32	75.52
总资本化比率(%)	66.19	61.35	60.85	62.89
净负债率(%)	102.10	95.12	68.20	73.45
短期债务/总债务(%)	39.05	37.79	50.80	35.45
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.22	0.20	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.44	0.59	0.38	0.09*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.46	2.93	2.90	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.82	1.93	2.20	2.34*
总债务/EBITDA(X)	9.54	7.89	8.86	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.34	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.49	1.66	1.67	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.17	2.31	2.21	--

注：中诚信国际分析时将公司长期应付款中的有息债务调整至长期债务，研发费用计入管理费用；合同负债计入预收账款；带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+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
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/年采购成本
盈利能力	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	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-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	EBIT/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
	EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

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。