

# 碧桂园地产集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：石 烁 [sshi@ccxi.com.cn](mailto:sshi@ccxi.com.cn)

项目组成员：刘旭冉 [xrliu@ccxi.com.cn](mailto:xrliu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 1 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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](http://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 [2021]跟踪 0513 号

## 碧桂园地产集团有限公司：

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“19 碧地 01”、“19 碧地 02”和“19 碧地 03”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

二零二一年六月一日

**评级观点：**中诚信国际维持碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 碧地 01”、“19 碧地 02”和“19 碧地 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了碧桂园地产雄厚的股东背景及重要的战略定位、持续增长的销售业绩及丰富的待结算资源、充足且布局分散的土地储备、稳健的财务结构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、公司对外担保金额较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

碧桂园地产	2018	2019	2020
总资产（亿元）	12,603.73	15,435.92	16,706.60
所有者权益（亿元）	1,050.09	1,596.21	1,917.45
总负债（亿元）	11,553.64	13,839.71	14,789.15
总债务（亿元）	1,644.16	1,916.29	1,620.08
营业总收入（亿元）	2,584.99	3,775.40	3,978.04
净利润（亿元）	331.19	535.45	483.74
EBITDA（亿元）	454.28	721.30	640.35
经营活动净现金流（亿元）	249.35	124.04	-172.04
营业毛利率（%）	28.55	28.70	23.48
净负债率（%）	-23.20	-15.41	5.21
总债务/EBITDA（X）	3.62	2.66	2.53
EBITDA 利息倍数（X）	4.79	5.17	5.89

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理，2018 年、2019 年财务数据均为后一期财务报表期初数，2020 年财务数据为当期财务报表期末数。

### 正面

■ **雄厚的股东背景及重要的战略定位。**公司控股股东碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）是国内领先的城镇化住宅开发商，综合实力雄厚；公司作为碧桂园控股境内房地产业务最主要的运营平台，在品牌、经营管理体系和项目、资金来源等方面获得了碧桂园控股的大力支持。

■ **持续增长的销售业绩及丰富的待结算资源。**2020 年公司实现权益签约销售金额 4,881.16 亿元，同比增长 3.74%；截至 2020 年末，公司预收款项余额为 6,966.97 亿元，为当年营业收入的 175.14%，为其未来业绩的进一步增长提供了较好的储备。

### 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)
中国恒大*	7,233	23,011.59	227.81	0.30	-	5,072.48	6.19	0.28
碧桂园控股*	5,707	20,158.09	56.01	1.89	-	4,628.56	11.69	0.33
万科企业	7,042	18,691.77	18.09	2.35	0.55	4,191.12	14.15	0.31
保利地产	5,028	12,513.75	62.15	1.84	0.97	2,432.08	16.47	0.25
融创中国*	5,753	11,084.05	108.97	1.16	-	2,305.87	17.15	0.35
碧桂园地产	4,881	16,706.60	5.21	2.42	0.36	3,978.04	12.16	0.34

注：1、“中国恒大”为“中国恒大集团”简称，证券代码 03333.HK；“碧桂园控股”为“碧桂园控股有限公司”简称，证券代码 02007.HK；“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ；“保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“融创中国”为“融创中国控股有限公司”简称，证券代码 01918.HK。2、碧桂园控股和碧桂园地产签约销售金额为权益口径数据。3、带“\*”企业均为港股上市公司，财务报表采用香港会计准则编制，由于港股上市公司未披露销售商品、提供劳务收到的现金，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

■ **充足且布局分散的土地储备。**截至 2020 年末，公司在大陆的项目储备权益可建建筑总面积达 23,011.07 万平方米，同比增加 9.94%，项目储备充足，且区域布局分散、均衡，为公司未来持续经营奠定了基础。

■ **稳健的财务结构。**2020 年公司货币资金保持充足，能够对短期债务形成良好覆盖，同时，净负债率维持在较低水平，经营所得仍可对债务本息的偿还提供有力支持。

### 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。

■ **对外担保金额较大。**截至 2020 年末，公司为关联方等的负债提供的担保余额为 925.15 亿元，占公司净资产比重为 48.25%，需关注公司所面临的或有负债风险。

### 评级展望

中诚信国际认为，碧桂园地产集团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。**股东实力及支持力度发生重大不利变化，公司采取激进的举债扩张措施，公司的经营及财务表现大幅弱化。

**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
19 碧地 01	AAA	AAA	2020/6/11	5.9	5.9	2019/4/2~2024/4/2	附第 3 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
19 碧地 02	AAA	AAA	2020/6/11	22.1	22.1	2019/8/1~2023/8/1	附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
19 碧地 03	AAA	AAA	2020/6/11	30.0	30.0	2019/11/20~2023/11/20	附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

## 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

碧桂园地产集团有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“19碧地01”、债券代码为“155313.SH”，本段简称“本期债券”）由碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”或“公司”）于2019年4月1日完成发行，发行规模为人民币5.9亿元，期限为5年，附第3年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券最终票面利率为5.03%。根据碧桂园地产2020年公司债券年度报告，本期债券募集资金实际用途与募集说明书中所披露用途一致。

碧桂园地产集团有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）（债券简称为“19碧地02”、债券代码为“155569.SH”，本段简称“本期债券”）由碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”或“公司”）于2019年7月30日完成发行，发行规模为人民币22.1亿元，期限为4年，附第2年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券最终票面利率为5.14%。根据碧桂园地产2020年公司债券年度报告，本期债券募集资金实际用途与募集说明书中所披露用途一致。

碧桂园地产集团有限公司2019年公开发行公司债券（第三期）（债券简称为“19碧地03”、债券代码为“163015.SH”，本段简称“本期债券”）由碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”或“公司”）于2019年11月19日完成发行，发行规模为人民币30.0亿元，期限为4年，附第2年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券最终票面利率为4.98%。根据碧桂园地产2020年公司债券年度报告，本期债券募集资金实际用途与募集说明书中所披露用途一致。

## 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，供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于持续修复过程中，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。

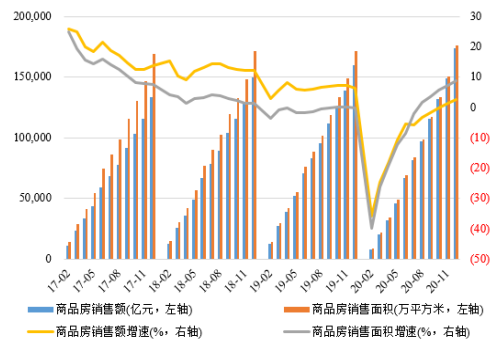
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 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



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。

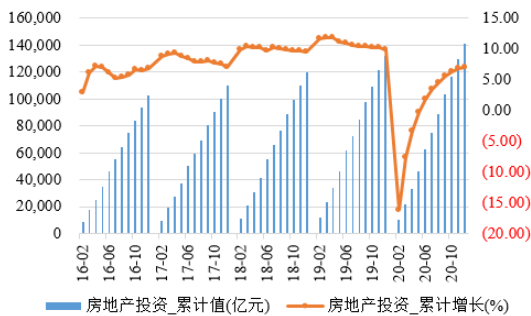
中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

## 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。

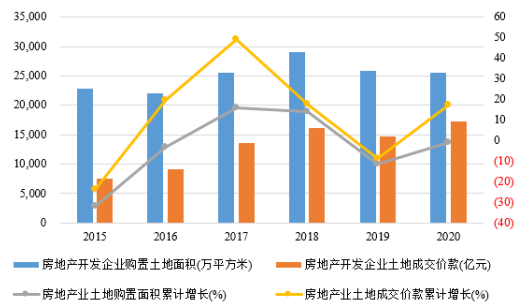
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



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



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”<sup>1</sup>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

<sup>1</sup> 2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国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”是指将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%。



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：克而瑞信息集团，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。

### 作为碧桂园控股境内房地产业务最主要的运营平台，2020 年公司合同销售面积和销售金额保持增长，结算规模受疫情影响增速放缓明显，但丰富的已售待结算资源为公司未来经营业绩提供较好保障

碧桂园地产是控股股东碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）境内房地产业务最主要的运营平台及境内最主要的融资平台。碧桂园控股是全国领先的城镇化住宅开发商，专注于国内一、二线城市的近郊及经济发展潜力高的三、四线城市发展配套完善的高质量物业项目的开发，凭借其高效、成熟及可复制的开发模式，其开发的房地产项目已遍布全国 31 个省/直辖市/自治区的 289 个地级市。碧桂园控股在 2020 年度克而瑞和中指房企销售排行榜中均排在全口径销售金额第一位，行业领先地位持续巩固，并于 2020 年连续第四年进入《财富》世界五百强，综合实力雄厚。公司作为碧桂园控股境内房地产业务最主要的运营平台及最主要的融资平台，在品牌、经营管理体系和项目、资金来源等方面获得了碧桂园控股的大力支持，近年来业务规模快速提升。

房地产销售方面，2020 年公司商品房销售规模保持增长，合同销售面积同比增长 8.12%，但由于销售均价略有下降，合同销售金额同比增长 3.74%，增速较上年有所下降。2021 年 1~4 月，公司股东碧桂园控股实现签约销售面积及销售金额分别为

2,170.00 万平方米和 1,923.80 亿元，同比分别增长 21.16%和 28.36%，继续保持增长。

从销售区域来看，2020 年公司房地产销售区域分布与上年相比进一步分散及均衡化，其中广东省虽然仍为公司签约销售金额的最大贡献区域，但其占比延续下降趋势，同比下降 2.94 个百分点至 15.91%；江苏省稳定作为公司签约销售金额的第二大来源区域，销售额占比为 11.55%，同比提升 1.13 个百分点；此外，公司在其他主要省份的销售金额占比均低于 10%。总体来看，随着公司全国化战略的不断推进，签约销售区域来源较为广泛，且形成以广东省为主、其他区域较为分散且平衡的销售区域布局。

**表 2：2018~2020 年公司业务运营情况**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

	2018	2019	2020
销售面积（权益口径）	4,504.47	5,414.75	5,854.45
销售金额（权益口径）	4,117.82	4,705.02	4,881.16
销售均价（权益口径）	9,141.64	8,689.26	8,337.52
结算面积（并表口径）	3,008.89	4,547.88	4,911.26
结算金额（并表口径）	2,543.23	3,711.11	3,907.92
结算均价（并表口径）	8,452.40	8,160.09	7,957.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 3：2018~2020 年公司销售区域分布情况**

	2018	2019	2020
广东省	21.56%	18.85%	15.91%
江苏省	10.31%	10.42%	11.55%
浙江省	10.30%	7.66%	9.20%
河南省	4.36%	6.95%	8.10%
山东省	4.57%	6.05%	6.09%
安徽省	6.95%	6.24%	4.80%
湖南省	4.95%	5.30%	4.55%
陕西省	2.43%	2.70%	3.74%
四川省	2.24%	2.92%	3.55%
广西省	4.89%	4.68%	3.51%
其他	27.45%	28.23%	29.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：表中数据为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，受疫情影响，部分工程进度有所延缓，2020 年公司结算面积和结算金额分别同比增长 7.99%和 5.30%，增速下降明显。此外，2020 年末公司预收款项余额为 6,966.97 亿元，充足的已售未结算资源对公司未来的经营业绩形成了较好的保障。

房地产项目运作方面，公司新开工面积基本持平，但竣工规模有所增长，整体项目开发规模保持增长。截至 2020 年末，公司权益在建建筑面积合计约 14,579.04 万平方米，为其未来销售及结转规模的保持提供了较好保障。

**表 4：2018~2020 年公司开竣工情况**

单位：万平方米

	2018	2019	2020
开复工面积	6,958.60	6,240.46	6,273.48
竣工面积	2,400.46	3,871.70	4,758.26
在建建筑面积	10,695.06	13,063.82	14,579.04

注：表中数据均为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2020 年，公司加大拿地力度，新增项目仍偏重于三四线城市，期末项目储备仍较为充足，区域分布广泛且均衡，为其未来经营业绩的保持提供支撑**

2020 年，碧桂园地产依然贯彻以三、四线城市及以三、四线城市为目标市场为主的拿地策略，新增土储按面积计算有 78.25%位于三、四线城市，77.33%以三、四线城市为目标市场。年内，公司新拓展项目数量和规模有所增加，其中新增土地储备建筑面积较上年增加 33.91%。2020 年公司新增项目楼面均价同比降低 3.03%至 2,916.73 元/平方米，仍严控拿地成本。同期，公司新增土地投资额同比增长 29.86%，拿地力度有所加大。

**表 5：2018~2020 年公司项目获取情况**

	2018	2019	2020
新拓展项目（个）	618	347	439
新增土地储备建筑面积（万平方米）	6,393.88	4,514.08	6,045.02
年末土地储备总建筑面积（万平方米）	18,998.11	20,930.24	23,011.07
新增土地投资额（亿元）	1,450.42	1,357.77	1,763.17
平均楼面价格（元/平方米）	2,268.45	3,007.85	2,916.73

注：表中数据均为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目储备来看，截至 2020 年末公司在大陆拥有处于各开发阶段的项目权益建筑面积合计 23,011.07 万平方米，同比增加 9.94%，规模不断扩大。其中权益已竣工面积（含已竣工已预售未交

付及已竣工未销售)、权益在建面积(含已获预售证(已预售)、已获预售证(未预售)和未获预售证在建面积)和权益待开发项目面积占比分别为2.48%、63.36%和34.16%,在建未售及待开发部分面积较大,项目储备较为充足。

**表 6: 截至 2020 年末公司土地储备情况(按开发阶段)**

单位: 万平方米、%

竣工/在建/待开发	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	294.30	1.28
	待售	277.51	1.21
在建	已获预售证(已预售)	8,197.48	35.62
	已获预售证(未预售)	2,236.08	9.72
	未获预售证	4,145.48	18.02
待开发	已摘牌未获施工证	7,860.23	34.16
<b>合计</b>		<b>23,011.07</b>	<b>100.00</b>

注: 表中数据为权益口径。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

从项目储备区域布局来看, 截至 2020 年末, 公司在其大本营广东省的开发项目权益建筑面积占比仍最突出, 但占比已逐年下降, 而其余省份占比进一步均衡化。随着公司全国化战略不断推进, 公司项目区域布局分散且较为平衡, 有助于其分散区域房地产市场风险。从项目所处城市能级来看, 公司储备项目中位于一、二线城市和三、四线城市的储备项目权益建筑面积占比分别为 28.54% 和 71.46%, 以一、二线城市为目标市场和以三、四线城市为目标市场的储备项目权益建筑面积占比分别为 33.64% 和 66.36%, 位于三、四线城市和以三、四线城市为目标市场的项目仍占大多数, 与其发展战略相符。

**表 7: 2018~2020 年末公司土地储备情况(按省份划分)**

单位: %

	2018	2019	2020
广东省	21.53%	20.00%	16.48%
河南省	6.50%	7.92%	8.99%
湖南省	7.15%	7.74%	7.86%
江苏省	8.04%	7.17%	7.00%
山东省	5.33%	5.55%	6.68%
广西省	6.14%	5.88%	5.35%
安徽省	6.27%	5.23%	4.83%
湖北省	4.14%	3.82%	4.44%
河北省	3.31%	3.54%	4.17%
浙江省	5.17%	4.57%	3.89%
其他	26.40%	28.57%	30.30%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

注: 表中数据为权益口径。

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普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年度审计报告, 2018 年、2019 年财务数据均为后一期财务报表期初数, 2020 年财务数据为当期财务报表期末数。

### 2020 年, 公司营业收入增速和毛利率均有所下降, 期间费用把控情况持续较好, 盈利指标虽有所下滑但仍处于较好水平, 整体仍保持很强的盈利能力

由于新冠肺炎疫情延迟了部分房地产项目的建设 and 交付, 2020 年公司营业收入同比仅增长 5.37%, 增速明显放缓。截至 2020 年末, 公司预收款项为 6,966.97 亿元, 为当年营业收入的 175.14%, 为其未来业绩的进一步增长提供了较好的储备。由于若干低售价项目进入交付期, 2020 年公司销售物业毛利率同比下降 5.46 个百分点至 23.38%, 导致整体营业毛利率有所下降。

**表 8: 近年来公司主要板块收入及毛利率构成(%)**

收入	2018	2019	2020
销售物业	2,543.23	3,711.11	3,907.92
提供酒店服务	4.34	4.87	3.83
租金收入	1.66	1.80	4.85
其他业务	35.76	57.63	61.44
<b>营业收入</b>	<b>2,584.99</b>	<b>3,775.40</b>	<b>3,978.04</b>
毛利率	2018	2019	2020
销售物业	28.36	28.84	23.38
提供酒店服务	45.38	36.03	37.41
租金收入	57.97	56.53	68.41
其他业务	38.82	18.42	25.43
<b>营业毛利率</b>	<b>28.55</b>	<b>28.70</b>	<b>23.48</b>

注: 其他业务为非主营业务, 包括销售建材物资、品牌管理服务等

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2020 年, 得益于有效的费用管控, 公司管理费用(含研发费用)和销售费用均有所下降; 财务费用方面, 公司贷款利息支出全部实现资本化, 因此财务费用主要体现为存款利息收入等。2020 年公司期间费用率进一步下降, 费用把控能力保持在较强水平。

主要受营业毛利率下降的影响，2020 年公司经营性业务利润同比减少 14.79%，但仍为公司利润的最主要来源。2020 年公司投资收益同比增长 65.02%，主要系合联营项目分占利润以及理财产品等利息收益的增加。此外，2020 年公司资产减值损失同比增加 17.56 亿元，主要为部分已竣工项目计提了跌价准备。综上，2020 年公司利润总额同比减少 11.32%。从盈利指标来看，公司 EBITDA 利润率、净利润率及净资产收益率均有不同程度的下降，但仍处于较好水平。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020
销售费用	92.18	110.94	109.64
管理费用（含研发费用）	103.58	140.37	92.02
财务费用	-13.99	-15.62	-18.32
期间费用合计	181.77	235.69	183.35
期间费用率（%）	7.03	6.24	4.61
经营性业务利润	442.63	678.49	578.16
资产减值损失	3.74	12.43	29.99
公允价值变动收益	3.29	3.72	-4.53
投资收益	11.06	57.18	94.37
营业外损益	-2.79	-9.86	-1.61
利润总额	450.76	717.56	636.32
净利润率（%）	12.81	14.18	12.16
EBITDA 利润率（%）	17.57	19.11	16.10
净资产收益率（%）	38.78	40.47	27.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年，公司在整体规模增长的同时，净负债率保持在较低水平，债务期限结构保持良好，整体财务结构稳健

2020 年，随着业务规模的扩大，公司资产总额进一步增长。具体来看，公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货和长期股权投资构成。由于拿地力度加大且买地支出主要集中在下半年，以及主动调整债务结构、降低债务规模，2020 年末公司货币资金同比减少 29.70%。公司其他应收款主要由对关联方的其他应收款、对第三方代垫款项及往来款和土地竞买及其他保证金等构成，2020 年末该科目余额同比减少 6.85%，主要因对关联方的其他应收款和土地竞买及其他保证金减少。随着公司土地获取及项目的投入，2020 年末公司存货余额同比增长

24.95%。此外，由于合联营项目增加，同时往期获取的合作经营项目陆续开始实现盈利，2020 年末公司长期股权投资同比增长 30.30%。

2020 年公司负债总额亦有所增长，负债主要由应付账款、其他应付款、预收款项和有息债务构成。其中，应付账款主要由应付工程款、应付材料款、应付土地款等构成，随着开发体量的增大，2020 年末公司应付账款同比增长 26.67%。其他应付款主要为对关联方的其他应付款和第三方代垫款项及往来款等，2020 年末该科目余额同比减少 7.66%，主要系第三方代垫款项及往来款同比减少 18.22%。随着销售规模的增加，公司预收款项进一步增长，2020 年末同比增长 9.08%。此外，2020 年末公司债务规模同比减少 15.46%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.63 倍，债务期限结构良好。

所有者权益构成方面，截至 2020 年末，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 6.93%、57.34%和 33.39%，与上年末相比变化较小。得益于公司业务很强的盈利能力，其利润积累进一步夯实自有资本；此外，随着并表项目少数股东的投入及利润的积累，公司少数股东权益亦有所提升。

财务杠杆方面，公司重视回款与投资、运营支出的平衡性，对财务杠杆水平的控制取得较好成效，2020 年末公司净负债率仍保持在较低水平，财务结构稳健。

**表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2018	2019	2020
总资产	12,603.73	15,435.92	16,706.60
货币资金	1,887.74	2,162.33	1,520.15
其他应收款	2,316.36	2,411.45	2,246.30
存货	5,509.38	7,876.74	9,841.81
长期股权投资	385.44	418.93	545.85
总负债	11,553.64	13,839.71	14,789.15
应付账款	1,978.76	2,930.85	3,712.60
其他应付款	2,055.96	1,826.75	1,686.82
预收款项	5,240.42	6,387.00	6,966.97
短期债务	665.89	671.80	627.90
长期债务	978.27	1,244.50	992.18
总债务	1,644.16	1,916.29	1,620.08
所有者权益	1,050.09	1,596.21	1,917.45

未分配利润	584.00	958.58	1,099.45
少数股东权益	313.84	482.00	640.20
资产负债率(%)	91.67	89.66	88.52
净负债率(%)	-23.20	-15.41	5.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成，其中货币资金较为充裕且受限比例小，存货去化及周转情况良好，资产流动性较强

公司资产主要由流动资产构成，截至2020年末，公司资产中流动资产占比为89.21%，同比基本持平。其中，货币资金和存货合计占流动资产比重达76.24%。

表 11：近年来公司主要流动资产分析(%)

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	89.59	88.66	89.21
存货/流动资产	48.79	57.56	66.04
货币资产/流动资产	16.72	15.80	10.20
其他应收款/流动资产	20.51	17.62	15.07
(存货+货币资金)/流动资产	65.51	73.36	76.24
已完工开发产品/存货	5.07	4.08	4.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为库存现金及银行存款，2020年末金额虽有所下降，但存量仍较为充裕。近年来货币资金受限比例持续较低，2020年末受限货币资金占比仅为8.42%，主要是预售物业的建设保证金，可动资金较为充足。

公司其他应收款主要由对关联方的其他应收款和对第三方代垫款项及往来款等构成，上述两部分占计提坏账准备前的其他应收款的比重分别为38.66%和53.23%，账龄主要为一年以内。

公司存货主要由已完工开发产品和在建开发产品构成，其中已完工开发产品占比较低。受年内疫情影响导致建设及交付进度延缓，公司存货周转率有所下降，但仍保持在较好水平。整体来看公司存货去化及周转情况良好。

表 12：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率(次/年)	0.43	0.40	0.34

总资产周转率(次/年)	0.25	0.27	0.25
-------------	------	------	------

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

### 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度维持在较好区间，同时货币资金可对短期债务提供充足的保障，偿债能力指标表现良好

2020年末公司总债务规模有所下降，短期债务在总债务中占比仍保持在合理水平。

2020年，受疫情影响，公司销售回款有所下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少8.25%，同时由于拿地支出增加，经营活动现金流为净流出状态。

由于盈利规模下降，2020年公司EBITDA同比减少11.22%，但EBITDA对债务本息的保障能力仍较强。同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元)

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	249.35	124.04	-172.04
销售商品、提供劳务收到的现金	4,335.65	4,937.40	4,529.89
EBITDA	454.28	721.30	640.35
总债务	1,644.16	1,916.29	1,620.08
短期债务/总债务(%)	40.50	35.06	38.76
货币资金/短期债务(X)	2.83	3.22	2.42
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.38	0.39	0.36
总债务/EBITDA(X)	3.62	2.66	2.53
经营活动净现金/总债务(X)	0.15	0.06	-0.11
EBITDA 利息倍数(X)	4.79	5.17	5.89
经营活动净现金/利息支出(X)	2.63	0.89	-1.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 充足的外部授信能够对公司流动性提供支持，同时受限资产比例较低，但需关注其或有负债风险

截至2020年末公司控股股东碧桂园控股取得银行综合授信中未使用的授信额度为3,400亿元，备用流动性充足；公司可根据资金支出需求向碧桂园控股申请授信支持，财务弹性较好。

截至2020年末，公司受限资产合计为830.64亿

元，其中受限货币资金和在建开发产品账面价值分别为 127.97 亿元和 684.82 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 4.97%，受限比例较低。

截至 2020 年末，公司及控股子公司对关联方等的负债提供担保余额为人民币 925.15 亿元<sup>2</sup>，占净资产的比重为 48.25%，面临一定的或有负债风险。

**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，截至 2021 年 4 月 13 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。

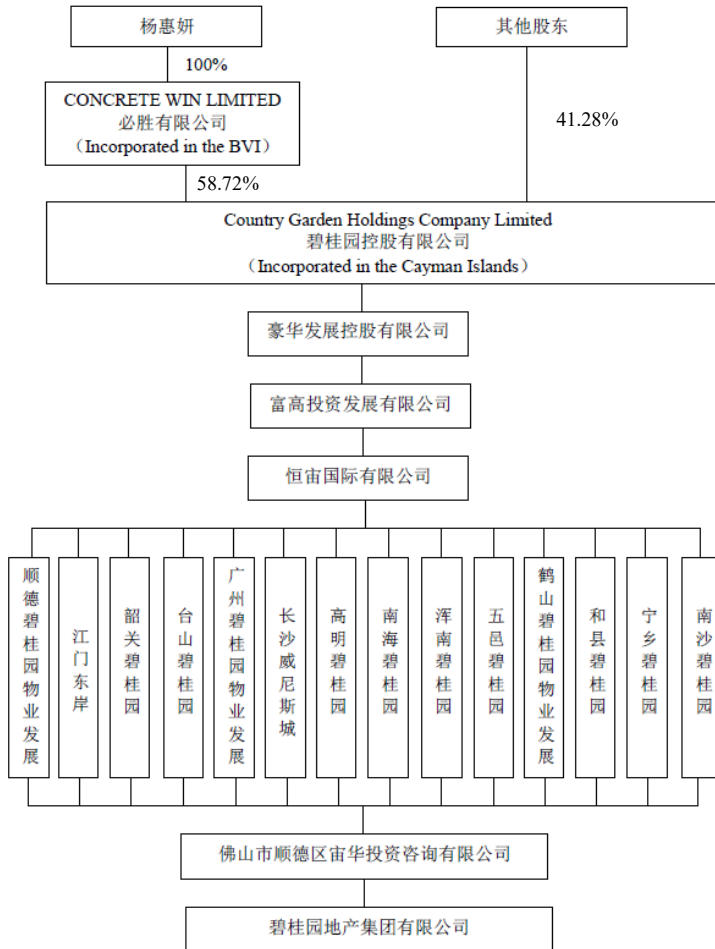
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持碧桂园地产集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 碧地 01”、“19 碧地 02”和“19 碧地 03”的债项信用等级为 **AAA**。

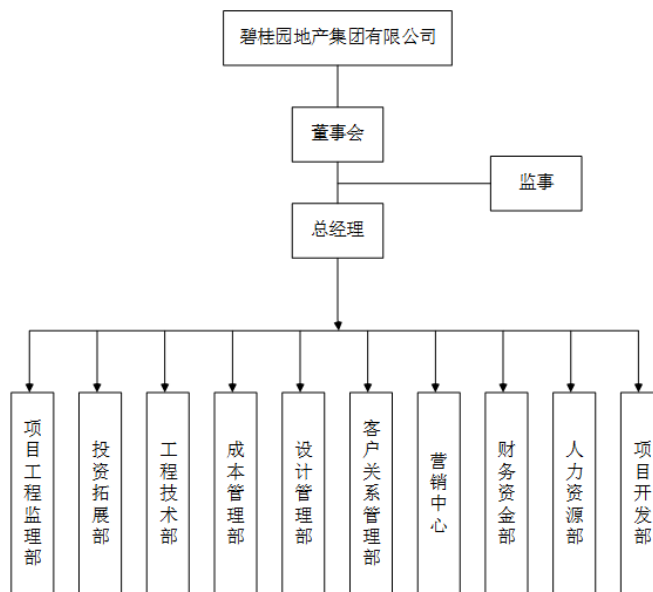
<sup>2</sup> 其中对受同一最终股东、若干董事及/或其关系亲密之家属成员控制的公司提供的担保余额为 279.86 亿元，对最终控股公司的合营及联营企业提供的担保余额为 644.34 亿元。

## 附一：碧桂园地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）

股权结构图



组织结构图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：碧桂园地产集团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
货币资金	18,877,434.70	21,623,286.20	15,201,542.40
其他应收款	23,163,603.40	24,114,533.70	22,462,978.20
存货净额	55,093,784.10	78,767,377.50	98,418,073.40
长期投资	3,854,426.60	4,189,316.30	5,458,499.70
固定资产	555,656.10	591,328.60	552,464.10
在建工程	56,183.70	33,974.80	32,650.90
无形资产	51,080.40	51,638.10	50,428.50
投资性房地产	690,914.00	571,188.00	941,004.20
总资产	126,037,272.80	154,359,216.60	167,066,012.80
预收款项	52,404,195.20	63,870,006.40	69,669,718.70
其他应付款	20,559,638.10	18,267,547.60	16,868,171.30
短期债务	6,658,895.40	6,717,958.40	6,278,982.50
长期债务	9,782,697.80	12,444,959.40	9,921,782.00
总债务	16,441,593.20	19,162,917.80	16,200,764.50
净债务	-2,435,841.50	-2,460,368.40	999,222.10
总负债	115,536,368.00	138,397,070.80	147,891,508.80
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	947,931.20	1,394,526.30	1,088,026.40
所有者权益（含少数股东权益）	10,500,904.80	15,962,145.80	19,174,504.00
营业总收入	25,849,941.50	37,753,996.40	39,780,389.60
经营性业务利润	4,426,270.20	6,784,851.40	5,781,593.70
投资收益	110,559.10	571,828.10	943,657.30
净利润	3,311,886.70	5,354,478.90	4,837,352.40
EBIT	4,507,626.40	7,175,619.10	6,363,209.70
EBITDA	4,542,774.60	7,213,023.30	6,403,507.40
销售商品、提供劳务收到的现金	43,356,472.30	49,374,017.10	45,298,890.00
经营活动产生现金净流量	2,493,495.20	1,240,394.50	-1,720,429.50
投资活动产生现金净流量	-5,652,008.10	-2,991,137.30	-1,697,418.50
筹资活动产生现金净流量	10,714,198.10	3,886,960.20	-2,545,245.20
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	28.55	28.70	23.48
期间费用率（%）	7.03	6.24	4.61
EBITDA 利润率（%）	17.57	19.11	16.10
净利润率（%）	12.81	14.18	12.16
净资产收益率（%）	38.78	40.47	27.53
存货周转率(X)	0.43	0.40	0.34
资产负债率（%）	91.67	89.66	88.52
总资本化比率（%）	61.02	54.56	45.80
净负债率（%）	-23.20	-15.41	5.21
短期债务/总债务（%）	40.50	35.06	38.76
经营活动净现金流/总债务（X）	0.15	0.06	-0.11
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.37	0.18	-0.27
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.63	0.89	-1.58
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.38	0.39	0.36
总债务/EBITDA（X）	3.62	2.66	2.53
EBITDA/短期债务（X）	0.68	1.07	1.02
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.79	5.17	5.89
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.76	6.15	6.85

注：2018年、2019年财务数据均为后一期财务报表期初数，2020年财务数据为当期财务报表期末数。



### 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
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
	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	=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。