

大连万达商业管理集团股份有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：白茹 rbai@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

2022 年 06 月 27 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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1522 号

大连万达商业管理集团股份有限公司：

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“20 大连万达 MTN001”、“20 大连万达 MTN002”、“20 大连万达 MTN003”、“20 大连万达 MTN004”、“20 大连万达 MTN005”、“20 万达 01”、“20 万达 02”、“20 万达 03”、“20 万达 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

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持大连万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“万达商管”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“20 大连万达 MTN001”、“20 大连万达 MTN002”、“20 大连万达 MTN003”、“20 大连万达 MTN004”、“20 大连万达 MTN005”、“20 万达 01”、“20 万达 02”、“20 万达 03”、“20 万达 04”的债项信用等级为AAA。中诚信国际肯定了公司商业地产行业龙头地位稳固、维持了突出的商业广场综合运营能力、2021 年投资物业租赁收入持续增长，经营获现能力增强等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信国际也关注到公司投资性房地产抵押比例偏高、投资性房地产公允价值变动以及珠海商管上市进展等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

万达商管（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	5,752.11	5,623.92	5,846.76	5,854.19
所有者权益合计（亿元）	2,773.09	2,749.73	2,848.47	2,894.82
总负债（亿元）	2,979.03	2,874.19	2,998.29	2,959.36
总债务（亿元）	1,860.28	1,858.31	1,560.74	1,536.26
营业总收入（亿元）	786.56	391.34	471.05	125.14
净利润（亿元）	250.96	138.30	134.33	46.44
EBITDA（亿元）	450.68	294.07	286.49	--
经营活动净现金流（亿元）	168.01	132.06	225.14	40.97
营业毛利率（%）	53.69	70.20	64.91	64.35
总资产收益率（%）	7.37	5.01	4.83	--
资产负债率（%）	51.79	51.11	51.28	50.55
总资本化比率（%）	40.15	40.33	35.40	34.67
总债务/EBITDA（X）	4.13	6.32	5.45	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.11	2.98	3.10	--

注：中诚信国际分析时将公司各期末“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务，将“其他流动负债”中的短期债券调整至短期债务；2020 年起由于公司会计政策变更，中诚信国际将租赁负债调整至长期债务；2022 年一季度未经审计，由于缺乏相关数据，2022 年 1-3 月部分指标无法计算。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：持有型物业(C200200_2019_02)

大连万达商业管理集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(30%)	总资产(亿元)	5,846.76	10
	租金收入规模	10	10
运营实力(15%)	项目区位及品牌	8	8
	项目拓展风险	10	10
盈利能力与效率(15%)	经调整的 EBITDA 利润率(%)*	50.02	7
	项目运营能力	10	10
财务政策与偿债能力(40%)	总资本化比率(%)	35.40	8
	经调整的 EBITDA 利息倍数(X)	2.52	7
	总债务/经调整的 EBITDA(X)	6.70	7
	受限资产比例	7	7
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事项、房地产开发、酒店及多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **行业龙头地位稳固。**公司是国内最早进军商业物业领域的企业之一，拥有近二十年的商业物业运营管理经验，跟踪期内依然保持显著的行业龙头地位。

■ **突出的商业广场综合运营能力。**凭借多年丰富的商业运营管理经验，公司持续拥有专业的商业规划研究院和商业管理团队，形成了完整的商业广场运营管理产业链，具备很强的覆盖商业广场规划、建设、招商及运营管理等全业务流程的综合运营能力。

■ **2021 年收入持续增长，经营获现能力增强。**2021 年公司投资物业租赁规模持续扩大，租金及管理收入保持增长态势，同时经营活动净现金流得到改善。

关注

■ **投资性房地产抵押比例高。**截至 2022 年 3 月末，公司因抵押受限的投资性房地产规模为 3,342 亿元，占其账面价值的 74.12%，抵押比例偏高，对资产流动性产生一定影响。

■ **投资性房地产公允价值变动。**公司投资性房地产重估带来的公允价值变动收益保持在较大规模，2021 年占利润总额的比重约 30%，若未来市场环境发生变化，公司持有的投资性房地产存在公允价值变动风险，从而对公司资产状况及经营收益产生不利影响。

■ **珠海商管上市进展。**2021 年公司成立了以轻资产商业运营相关业务的子公司珠海万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“珠海商管”），同期通过转让珠海商管部分股权引入十余家投资者，并已提交香港联交所上市申请，需关注若无法在 2023 年末成功上市导致回购条款触发的情况。

评级展望

中诚信国际认为，大连万达商业管理集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**租金规模大幅下降，杠杆水平显著上升，融资渠道明显受限。

评级历史关键信息

大连万达商业管理集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 大连万达 MTN001 (AAA)	2021/06/21	田梓慧、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
	20 大连万达 MTN002 (AAA)				
	20 大连万达 MTN003 (AAA)				
	20 大连万达 MTN004 (AAA)				
	20 大连万达 MTN005 (AAA)				
AAA/稳定	20 大连万达 MTN005 (AAA)	2020/11/04	杨萱、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 大连万达 MTN004 (AAA)	2020/07/08	王超凡、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 大连万达 MTN003 (AAA)	2020/06/02	王超凡、王钰莹、杨萱	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 大连万达 MTN002 (AAA)	2020/04/29	王超凡、王钰莹、杨萱	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 大连万达 MTN001 (AAA)	2020/03/02	杨傲楠、王超凡、杨萱	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文

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
20 大连万达 MTN001	AAA	AAA	2021/06/21	50	50	2020/04/17~2023/04/17	--
20 大连万达 MTN002	AAA	AAA	2021/06/21	20	20	2020/07/03~2023/06/03	--
20 大连万达 MTN003	AAA	AAA	2021/06/21	50	50	2020/07/10~2023/07/10 (2+1)	回售，票面利率选择权
20 大连万达 MTN004	AAA	AAA	2021/06/21	35	35	2020/07/29~2023/07/29 (2+1)	回售，票面利率选择权
20 大连万达 MTN005	AAA	AAA	2021/06/21	25	25	2020/11/12~2023/11/12 (2+1)	回售，票面利率选择权
20 万达 01	AAA	AAA	2021/06/21	38	38	2020/09/09~2025/09/09 (3+2)	回售，票面利率选择权
20 万达 02	AAA	AAA	2021/06/21	20	20	2020/10/09~2024/10/09 (2+2)	回售，票面利率选择权
20 万达 03	AAA	AAA	2021/06/21	25	25	2020/10/28~2024/10/28 (2+2)	回售，票面利率选择权
20 万达 04	AAA	AAA	2021/06/21	15	15	2020/12/04~2024/12/04 (2+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

大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）（债券简称“20万达01”），起息日为2020年9月9日，募集资金总额38亿元，债券期限3+2年期，发行时票面利率5.58%。大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行2020年公司债券（第二期）（债券简称“20万达02”），起息日为2020年10月9日，募集资金总额20亿元，债券期限2+2年期，发行时票面利率5.50%。大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行2020年公司债券（第三期）（债券简称“20万达03”），起息日为2020年10月28日，募集资金总额25亿元，债券期限2+2年期，发行时票面利率5.38%。大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行2020年公司债券（第四期）（债券简称“20万达04”），起息日为2020年12月4日，募集资金总额15亿元，债券期限2+2年期，发行时票面利率6.00%。截至本报告出具日，上述债券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：2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平

基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险：2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱

及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

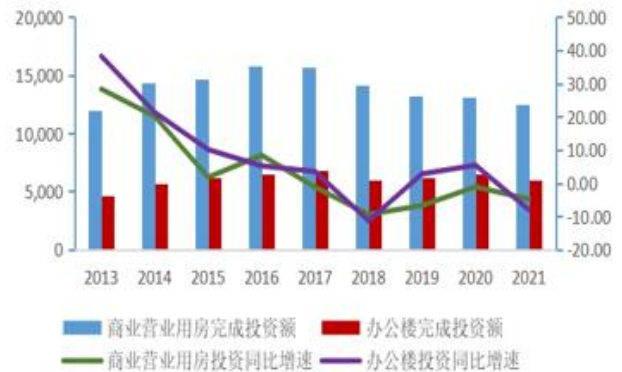
中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

近年来，商业地产投资规模整体放缓，供需结构仍处于失衡状态；租赁市场有所改善，但疫情扰动带来不确定性增加

受商业地产（办公楼和商业营业用房）结构性供需失衡影响，2017年以来商业营业用房投资连续五年呈逐年下滑态势，2021年同比下降4.83%；办公楼投资近年来呈波动态势，2021年同比下降8.01%。总体来看，商业地产存在供给过剩压力，投资整体放缓。

图 1：近年来我国商业地产投资情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2021年随着疫情的有效防控和宏观经济持续稳定的恢复，全年多个城市的净吸纳量突破历史新高，其中北京净吸纳量达到五年来最高值为83.9万平方米，上海则超过140万平方米。从空置率情况来看，根据戴德梁行统计，2021年北京、上海、广州和深圳四个一线城市核心商圈空置率均有所下降，分别为9.8%、9.9%、7.6%和18.8%；二线城市中成都、杭州和苏州空置率较低，分别为12.8%、15.7%和16.0%。虽然吸纳量和空置率指标均有一定程度改善，但新增供应项目不断入市导致甲级写字楼核心市场仍处于供过于求的状态，租金表现持续承压。根据戴德梁行数据，21个城市（含香港、台北）核心商圈甲级写字楼单位租金录得16.01元/平方米/月，同比下降2.2%。

线下零售行业方面，2021年疫情防控进入常态化阶段，随着统筹疫情防控和经济社会发展，购物中心客流逐渐回升，市场呈现修复趋势；但2022年以来，四大一线城市均因疫情反复施行阶段性封控，消费受到较大影响。从租金水平来看，根据全国15个重点城市典型购物中心商铺样本调查数据，2021年下半年，样本购物中心平均租金为26.93元/平方米/天，环比上涨0.32%，涨幅与上半年基本持平；一线城市和二线城市中分别有70.4%和58.8%的商圈租金环比实现上涨。2022年以来疫情反复形势呈现不确定性，防控措施持续时间长、力度大，预计空置率和租金将受到负面影响。

中诚信国际认为，2021年以来商业地产市场

虽有回暖，但疫情的不断反复致使线下消费需求疲弱，偶发性疫情导致的大范围封控式管理正对原有的市场秩序形成冲击，且存量商业物业市场处于供需失衡状态，未来市场需求恢复情况仍需观察。

公司股权结构较为稳定，公司法人治理结构完善，内部控制制度体系较健全；目前公司筹备旗下物业管理平台上市，中诚信国际将对其后续进展保持关注

股权结构：截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 45.27 亿元，其中大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）持有公司 44.31% 的股权，仍为公司控股股东；王健林直接持有公司 5.19% 股权，并通过万达集团间接控制公司 44.31% 的股权，通过大连万达稳泰管理咨询合伙企业（有限公司）等公司间接持有公司 3.74% 的股权，合计比例为 53.25%，为公司实际控制人。公司根据《公司法》及《公司章程》的规定，并结合公司实际情况，建立了包括股东会、董事会、监事和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立非执行董事 3 名；董事会设董事长 1 名，不设副董事长。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名。公司形成了比较健全、有效的内部控制和管理制度，在重大投融资决策、财务管理、预算管理等方面建立了一系列的规章制度。

2021 年公司决定将其轻资产商业运营、科技、数据、人员等相关资源进行重组，2021 年 3 月 23 日成立拟上市平台珠海万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“珠海商管”）。2021 年 7~8 月，公司全资子公司珠海万赢企业管理有限公司（以下简称“珠海万赢”）先后与部分境内外投资者签订股份转让协议，将其持有的珠海商管 21.17% 股权转让给碧桂园、中信资本、蚂蚁集团、腾讯、

PAG 太盟投资集团等十余家投资者，共计融资金额约 380 亿元¹。

根据投资者协议，公司及珠海万赢同意保证珠海商管 2021 年预估实际净利润²及 2022 年及 2023 年扣除非经常性损益的经审计净利润将分别不低于 51.9 亿元、74.3 亿元及 94.6 亿元，如未达成，将以零对价转让股份或者支付现金补偿；于 2021 年珠海商管预估实际净利润已达到目标利润的要求。此外，若投资者股份于 2023 年 12 月 31 日未转换为可在联交所自由买卖的 H 股，投资者可要求公司回购全部或部分股份，每股撤资股份的撤资价格等于自交割日期起至全额支付撤资价格之日止每股投资对价每年（以 365 天为基础）预提所得税税后（如有）年内部收益率 8% 产生的回报，加每股股份已宣派但未派付的股息之和。截至 2021 年末，公司直接持有珠海商管 69.99% 股权，并通过珠海万赢及银川万达间接持有 8.84% 股权。2021 年 10 月珠海商管已向香港联交所递交上市申请，并于 2022 年 4 月重新递交更新后的申请材料，中诚信国际将对珠海商管的上市进展保持关注。

2021 年公司商业物业规模保持扩张态势，租金及管理收入增速回升，但需关注 2022 年以来部分地区疫情管控对于公司存量物业运营及拓展计划的影响

公司是国内最早进军商业物业领域的企业之一，拥有专业的商业规划研究院和商业管理团队，能实现商业广场的独立设计、建设、招商及运营管理，已形成完整的商业广场产业链，行业龙头地位显著。2021 年，公司新开物业数量保持增长态势，随着公司合作扩张力度加强，截至 2022 年 3 月末轻资产项目及合作项目数量占比升至 32.14%。

表 1：近年来公司拥有或运营管理商业物业规模情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米/月

指标	2019	2020	2021	2022.3
物业个数	323	368	417	420

¹ 股权转让款按照珠海商管 280 亿美元或 1,800 亿人民币估值计算。

² 基于自 2021 年 1 月 1 日起实施运营模式的改变（珠海商管自 2021 年 5 月开始根据委托管理模式收取运营管理服务费，从而确认运营管理服务收入）等假设而计算。

其中：自持项目	252	270	285	285
轻资产项目	19	19	19	19
合作项目	52	79	113	116
总建筑面积	4,713.60	5,277.10	5,895.45	5,921.24
总可出租面积	3,219.74	3,607.12	4,019.99	4,037.38
投资物业租赁及管理收入	351.48	359.03	432.32	115.61
出租率	99.30%	97.76%	99.33%	98.54%
平均租金	111.32	108.34	106.70	107.56

注：2019年公司因计划于2020年向关联方回购10家广场，故将原轻资产项目计入自持项目，2020年变更完成。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域分布方面，截至2022年3月末，公司已进驻216个市级及以上城市，其中在上海、重庆、北京、成都、广州、苏州、武汉、沈阳、天津、福州、青岛、宁波、无锡、合肥、泉州和大连等城市通过轻、重资产形式均布局了超过5个万达广场；从城市能级来看，公司一线和二线城市³项目建筑面积占比约36%，而其中自持项目一二线城市占比约39%，轻资产和合作项目一二线城市占比27%。整体来看，公司商业项目三四线占比高，其中通过轻资产和合作模式下沉尤为明显，而自持模式布局更优。

物业运营方面，凭借着专业化的运营管理能力，公司经营的商场在开业时基本已实现满铺出租。2021年，随着新冠肺炎疫情逐步得到控制，公司已开业项目累计客流47.45亿人次，较2020年同期增长30.6%，全年整体出租率已恢复至疫情前水平；但由于新开业项目区位能级有所下沉，物业结构性变化导致当期平均租金水平同比下降。得益于存量项目收入水平的稳健增长以及新开业商场的贡献，加之2020年因疫情公司减免商户约40亿元租金及物业费，2021年租金及管理收入同比增长20%。

2022年一季度，受部分重点城市疫情蔓延影响，较为严格的防疫措施以及客流量减少等因素导致出租率略有下降，但已开业商场基数的增长带动收入同比增长9%，需关注疫情反复对于公司存量物业运营状况的影响，以及全年开业计划的完成情况。

2021年公司保持较快的开业速度，合作模式为公司业务拓展的主要模式，有助于加快扩张速度并减轻投资压力

凭借突出的土地获取能力、项目操盘能力和项目执行能力，公司商业广场项目在全国范围内快速复制开发。同时公司持续加大合作项目的拓展，进一步巩固规模优势。合作模式下，一般由合作方负责获取土地并承担拿地和建设的全部投资，拥有项目资产所有权，公司提供项目的规划设计咨询、建设咨询、商业策划咨询及招商、运营管理，并授权合作方使用“万达广场”品牌，项目投入运营后，公司一般收取项目公司每年净物业收入⁴的30%作为对价。后续公司商业广场项目计划投运数量继续保持在较大规模，2022年全年计划新开业55家商业广场，为公司整体租金规模的持续增长提供支撑；其中合作类型的广场数量及比重逐步提升，成为公司业务拓展的主要方式，有助于公司发挥资源整合能力、品牌优势和项目管理能力，同时减轻公司对外投资压力。

随着前期获取的自持项目逐步竣工投运，截至2022年3月末，公司在建的自持项目降至7个，预计总投资46.99亿元，预计在2022年4~12月、2023年及2024年分别投入13.12亿元、9.74亿元和4.04亿元，投资支出压力相对可控。

表 2：2022 年 3 月末公司在建和拟建商业项目情况

项目名称	规划建筑面积	总可租面积	预计总投资	已投资额	单位：万平方米、亿元	
					预计开业时间	状态
哈尔滨哈南万达广场	11.08	7.83	7.84	2.84	2024年9月	在建
重庆江津万达广场	12.86	8.96	7.17	2.43	2022年9月	在建

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。

⁴ 净物业收入指项目公司运营产生的毛物业收入扣除合理费用及成本后的收入。

青岛即墨万达广场	12.17	9.53	7.81	3.41	2023年6月	在建
霍尔果斯万达广场	2.47	1.78	2.19	0.62	2022年9月	在建
安庆迎江万达广场	12.30	9.36	7.17	3.09	2023年6月	在建
昆明安宁万达广场	11.45	8.40	6.91	4.17	2022年8月	在建
台州玉环万达广场	13.00	9.36	7.90	3.45	2022年11月	在建
合计	75.33	55.22	46.99	20.00	--	--

注：部分项目开发主体为万达地产，计划开发完毕后转让至公司，故公司在建和拟建项目与新开业计划存在差异。

资料来源：公司提供

2021年公司酒店管理规模保持稳定，仍以轻资产为主，全年酒店业务收入有所恢复；但2022年以来疫情反复对于酒店板块业绩产生一定负面影响

公司运营酒店大多位于万达广场城市综合体内部，多定位中高端市场，运营主体为万达酒店发展有限公司（以下简称“万达酒店”）。公司根据酒店所处市场及周边环境特性、潜在客户群体等选择合适的品牌经营，酒店品牌选择包括自营与委托经营两种。公司自营品牌包含万达瑞华、万达文华、万达嘉华、万达锦华等品牌。公司酒店业务自转让自持酒店资产后，以轻资产模式运营为主。

2021年9月，融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）与公司提前终止由融创中国持有、万达酒店管理的21家酒店的酒店管理协议，融创中国向万达酒店支付约1.33亿元的补偿款，并向万达酒店支付6,859万元的应付账款。2021年以来公司仍保持较快开业速度，截至2022年3月末，公司自持酒店数量7家，管理酒店88家，同比保持稳定。2021年随着疫情影响减弱，客流量回暖带动全年酒店运营业务收入同比增长16.51%至12.42亿元。但2022年以来全国疫情多点频发，导致一季度酒店收入同比下降接近50%，预计对公司酒店业务板块的业绩产生一定负面影响。

财务分析

以下财务分析基于大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019~2021年审计报告以及公司提供未经审计的2022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各期末长期

应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务，将其他流动负债中的短期债券调整至短期债务。此外，公司自2020年起首次执行新租赁准则，中诚信国际将其中的租赁负债计入长期债务。

2021年公司商业物业规模的增长带动经营性业务利润同比上升，全年利润总额较为稳定；但新开业合作项目比重的增长使得净利润率有所下降

自公司完成对非自持业态开发销售业务的剥离，收缩酒店业务板块，其主营业务逐步集中于以万达广场为核心产品的商业物业投资及运营管理。2021年，自疫情得到控制后公司投资物业租赁业务收入增速提升，营业收入同比增长20%。随着公司新开业物业中合作项目比重的增加，2021年投资物业租赁业务毛利率同比有所下降。2022年一季度，公司营业收入同比小幅增长，营业毛利率水平受酒店板块拖累略有下滑。

表3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
投资物业租赁	351.48	359.03	432.32	115.61
酒店运营	14.69	10.66	12.42	1.64
物业销售	382.18	-0.67	-0.38	-0.0009
其他	34.44	20.04	24.71	7.85
其他业务	3.77	2.27	1.97	0.05
合计	786.56	391.34	471.05	125.14
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
投资物业租赁	76.25	74.38	68.82	68.70
酒店运营	42.90	32.95	41.69	18.84
物业销售	37.01	--	--	--
其他	17.51	18.11	10.66	9.56
其他业务	13.59	37.54	16.95	99.00
合计	53.69	70.20	64.91	64.35

注：其他收入包括游艇销售收入、物业销售部分的物业管理收入；2020年以来物业销售收入为负，系因为当期公司不再开展该板块业务，仅存在少量正常退房情形，对应冲减当期营业收入及营业成本所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司期间费用仍以财务费用及管理费用为主。当期公司加强线上推广力度，广告促销费用的减少使得销售费用同比进一步下降。财务费用方面，利息支出随债务规模下降有所减少，但公司将珠海商管股权转让款所产生的利息计提至当期费用，导致财务费用同比增长。整体来看，受益于投资物业收入的较快增长，期间费用率同比呈下降态势。利润方面，2021 年公司投资物业租赁收入规模的增加带动经营性业务利润同比增长 15%。公司公允价值变动损益主要为对投资性房地产的重估，随着公司投资物业的不断培育和区域商业环境逐步成熟，公允价值变动已成为公司利润的重要构成，2021 年占当期利润总额的比重约为 29%。投资收益仍主要为理财产品收益，同比较为稳定。随着公司以净物业收入分成方式获取收益的合作项目增加，2021 年盈利水平有所下降。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	32.21	20.77	14.02	2.96
管理费用（含研发费用）	58.72	41.12	46.46	10.80
财务费用	97.03	97.35	106.62	23.60
期间费用合计	187.96	159.24	167.10	37.36
期间费用率（%）	23.90	40.69	35.47	29.85
经营性业务利润	162.81	94.99	109.66	36.07
资产减值损失	19.40	3.83	1.55	0.32
公允价值变动收益	120.67	64.63	53.43	10.09
投资收益	78.23	27.04	21.58	11.27
利润总额	337.55	187.67	185.87	59.05
净利润	250.96	138.30	134.33	46.44
净利润率（%）	31.91	35.34	28.52	37.11

注：资产减值损失包含资产减值损失和信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年以来公司资产及权益规模稳步增长，资本结构有所优化，但需关注公司其他非流动负债中具有回购条款约定的股权转让款

2021 年末，随着公司投资物业规模的增长，总资产同比小幅增长，非流动资产占比仍保持在

80%以上。具体来看，2021 年末公司货币资金规模同比较为稳定，其中受限货币资金为 18.54 亿元，主要为银行贷款保证金及银行存单质押。公司为提升资金使用效率购买银行理财产品及非银行机构资管产品，将其计入交易性金融资产、其他流动资产及一年内到期的非流动资产科目，截至 2021 年末上述产品余额约 468 亿元，具有较强的流动性。同期末公司其他应收款规模有所增长，主要为已预付万达地产的自持项目收购款尚未过户所致。非流动资产方面，随着公司在建和已完工的自持商业物业面积逐年增长，加之部分商业物业的公允价值上升，2021 年末投资性房地产规模持续增长，占总资产的比重接近 77%，为公司资产的最主要构成。2020 年起，公司执行新租赁准则，对于融资租赁业务的广场租赁采用成本法对使用权资产进行后续计量，截至 2022 年 3 月末公司使用权资产为 118.44 亿元，同时租赁负债增至 127.83 亿元。

负债方面，除有息债务外，公司预收款项（含合同负债）主要为预收租金及物管费等，2021 年末保持稳定；同期末尚未结算的工程款增加导致应付账款余额有所增长。此外，公司将获取的珠海商管股权股份转让款计入其他非流动负债。2021 年以来公司所有者权益规模持续上升，主要为利润积累带动未分配利润持续增长。此外，2021 年公司利润分配规模为 45.27 亿元，同比较为稳定，占净利润的比重超过 33%，分红比例较高。

财务杠杆方面，随着公司到期债务的偿还，以及权益规模的稳步增长，2021 年以来公司杠杆水平处于下降态势，资本结构有所优化。

表 5：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	657.67	414.86	432.07	347.95
其他应收款	97.45	41.86	72.14	70.31
其他流动资产	335.35	366.96	264.43	242.85
交易性金融资产	70.00	60.00	189.64	293.04
投资性房地产	4,274.73	4,401.73	4,496.67	4,509.02

总资产	5,752.11	5,623.92	5,846.76	5,854.19
预收款项	82.79	69.47	70.29	60.09
应付账款	167.53	117.25	145.18	139.13
其他应付款	177.57	184.07	150.21	158.10
其他非流动负债	25.88	25.93	410.47	408.18
总负债	2,979.03	2,874.19	2,998.29	2,959.36
少数股东权益	131.58	31.26	40.17	42.08
未分配利润	2,328.20	2,400.42	2,488.25	2,532.83
所有者权益	2,773.09	2,749.73	2,848.47	2,894.82
资产负债率	51.79	51.11	51.28	50.55
总资本化比率	40.15	40.33	35.02	34.29
净负债率	43.37	52.49	38.72	40.16

注：其他应收款和其他应付款含应收/应付股利和利息；存货中含合同资产，预收账款含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年公司经营获现能力有所增强，且债务规模同比下降，偿债指标得以改善；2022年下半年公司公开市场债务回售到期规模较大

从经营获现能力来看，投资物业每年为公司贡献稳定可观的现金流，受益于2021年公司在管物业规模的扩大，以及当期未发生2020年的免租优惠，全年经营活动净现金流同比大幅增长。2021年公司持续向关联方购买部分项目股权，当期投资活动现金仍为净流出状态。2021年，公司债务到期规模较大，以及分配股利仍保持在较大规模，公司获得的子公司股份转让款使得当期筹资活动现金流缺口有所收窄。

2021年随着公司公开债券到期偿还，期末总债务规模同比下降16%，同时债务结构有所调整。截至2022年3月末，境内银行贷款比例由2021年3月末的60%增至68%，境内信用债融资占比相应降至22%；公司综合融资成本为5.6%，较2020年末上升30个基点。

截至2022年5月末，公司境内公开市场债券存量规模303亿元，境外债券存量规模约为14亿美元，其中2022年内公开市场债券回售到期金额合计170亿元，分别于7月、10月、11月及12月到期85亿元、45亿元、25亿元及15亿元，境外债券将于12月到

期4亿美元。公司于2022年下半年面临回售行权的不确定性较大，7月及10月或将存在较大的集中到期压力。公司拟通过自有资金及再融资等渠道对即将到期的公开债务进行偿付，中诚信国际将持续关注公司信用债融资渠道的恢复情况。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司境内外融资情况

类型	类型	占比
境内融资	银行贷款	68%
	信用债	22%
	其他贷款	2%
境外融资	美元债	8%
合计	--	100%

注：上表数据不含租赁负债金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，公司盈利水平较为稳定，以及经营获现能力增强，加之债务规模的压降使得相关公司偿债指标有所改善。在公司偿还到期债务后，2021年末短期债务比重降至13%以下，货币资金可对短期债务进行覆盖；虽然公司具有较大规模的含权债券，考虑到公司有较大规模理财产品，短期偿债压力较为可控。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	168.01	132.06	225.14	40.97
投资活动净现金流	-57.23	-87.73	-103.70	-75.32
筹资活动净现金流	-202.18	-319.84	-112.69	-47.52
总债务	1,860.28	1,858.31	1,560.74	1,536.26
短期债务	479.43	488.95	200.75	196.65
EBITDA	450.68	294.07	286.49	--
经调整 EBITDA (剔除公允价值变动损益)	330.01	229.44	233.06	--
货币资金/短期债务	1.37	0.85	2.15	1.77
经营活动净现金流/利息支出	1.53	1.34	2.43	--
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.07	0.14	0.11*
EBITDA 利息倍数	4.11	2.98	3.10	--
经调整 EBITDA 利息保障倍数	3.01	2.32	2.52	--
总债务/EBITDA	4.13	6.32	5.45	--
总债务/经调整 EBITDA	5.64	8.10	6.70	--

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

受限资产比例偏高，对资产流动性形成一定影响

财务弹性方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得主要合作银行的授信额度 3,655 亿元，其中未使用授信额度 2,685 亿元。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 3,358.54 亿元，占总资产的 57.37%，其中投资性房地产受限规模达 3,342.05 亿元，占其账面价值的 74.12%。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，除对商品房承购人担保余额为 5.76 亿元，公司不存在对外担保情况。

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月末，作为被告方，公司存在 1 笔重大未决诉讼，涉诉金额 1.20 亿元⁵，较公司资产规模而言相对小，不会对公司的经营成果、财务状况及未来偿债能力产生重大不利影响。

过往债务履约情况：根据 2022 年 5 月 16 日公司提供的本部《企业信用报告》，公司各类借款未见异常。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。

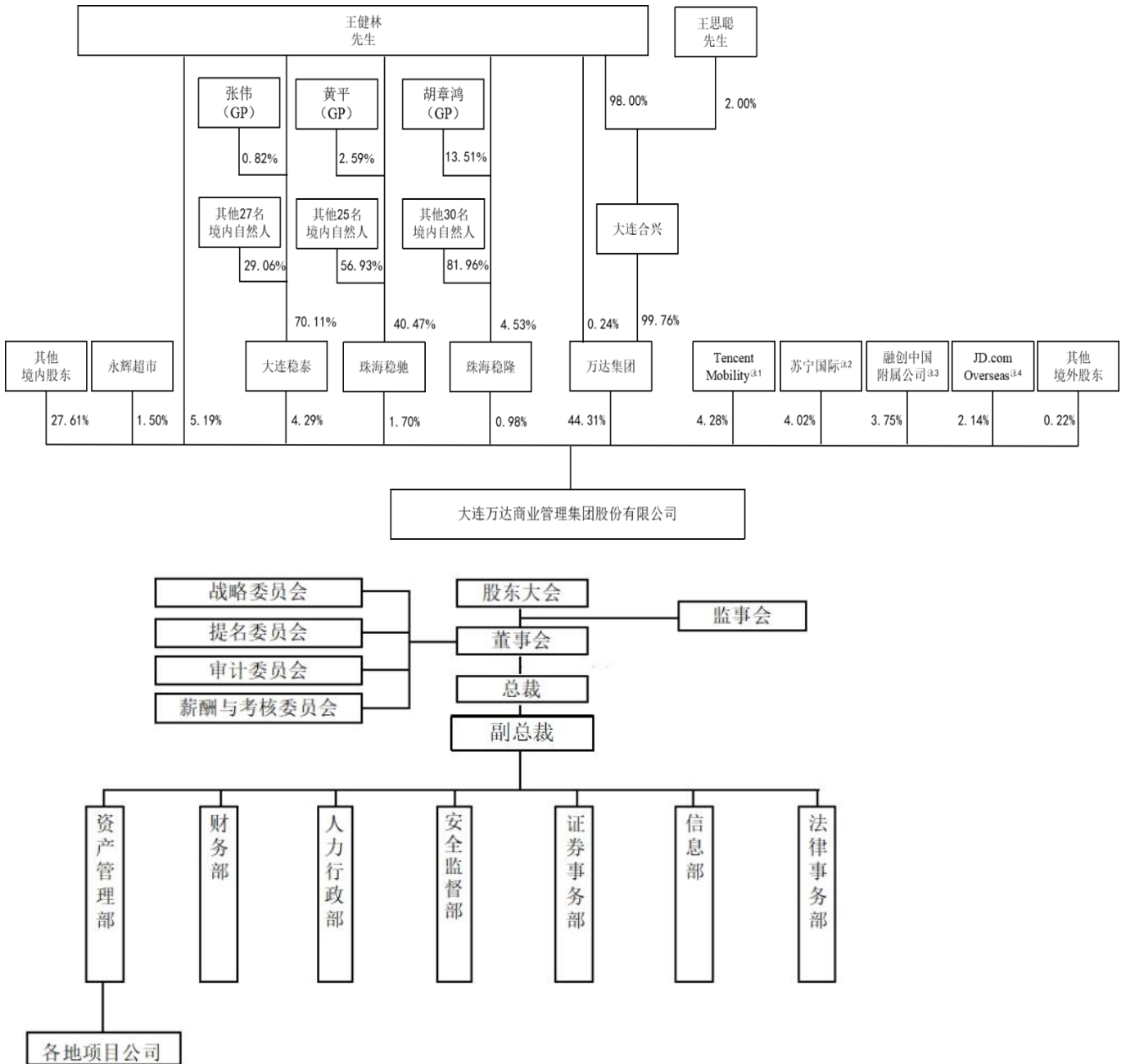
评级结论

综上所述，中诚信国际维持大连万达商业管理集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20 大连万达 MTN001”、“20 大连万达 MTN002”、“20 大连万达 MTN003”、“20 大连万达 MTN004”、“20 大连万达 MTN005”、“20 万达 01”、“20 万达 02”、“20 万达 03”、“20 万达 04”的债项信用等级为**AAA**。

⁵2020 年 10 月 15 日，孟宪虎、姜庆凤、孟阳萍、孟阳慧 4 人（以下合称“四原告”）以南京万达广场投资有限公司、南京建邺房地产拆迁建设有限公司（以下合称“两被告”）为被告，向南京市中级人民法院提起诉讼，请求：1）两被告立即将位于南京市建邺区 G77、G78 地块集庆门大街或福园路迎街门面一楼（含二楼）同等面积 1,442.71 平方米的迎街商业门面房交付给四原告，并协助四原告办理权属登记手续。若两被告无法提供上述产权调换房屋，则由被告按照商业产权房在

2022 年 10 月 8 日时点的市场价值，给予货币补偿（具体货币补偿价格以评估价格为准）。2022 年 3 月 10 日，一审法院作出判决，根据鉴定报告判令万达支付房屋价值损失 9,378 万元、酌定判令支付租金损失 2,580.9 万元，共计 11,958.9 万元。南京万达已提起上诉，等待二审开庭。

附一：大连万达商业管理集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2022年3月末）



注：2018年1月，公司与腾讯科技（深圳）有限公司、苏宁易购集团股份有限公司、北京京东世纪贸易有限公司及融创中国控股有限公司（以下统称“战略投资方”）签订战略投资协议，战略投资方计划投资约340元人民币，收购公司在香港H股退市时引入的投资人持有的约14%股份。

资料来源：公司提供

附二：大连万达商业管理集团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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	6,576,735.69	4,148,551.40	4,320,665.02	3,479,472.27
其他应收款	974,467.33	418,586.02	721,445.73	703,053.09
存货净额	399,396.22	59,747.19	83,264.06	81,485.37
长期投资	558,178.40	655,785.50	498,590.74	498,487.67
固定资产	651,814.00	633,547.72	629,551.62	623,356.58
在建工程	131,369.43	57,954.15	38,685.74	40,495.79
无形资产	248,010.56	1,387,679.32	1,414,634.29	207,499.98
投资性房地产	42,747,267.70	44,017,305.00	44,966,722.00	45,090,210.92
总资产	57,521,133.62	56,239,225.52	58,467,604.31	58,541,860.69
预收款项	827,882.38	694,665.42	702,850.42	600,867.60
其他应付款	1,775,681.66	1,840,749.36	1,502,086.87	1,580,956.82
短期债务	4,794,250.06	4,889,515.06	2,007,530.67	1,966,500.17
长期债务	13,808,575.61	13,693,587.60	13,599,852.71	13,396,095.49
总债务	18,602,825.68	18,583,102.66	15,607,383.38	15,362,595.66
净债务	12,026,089.99	14,434,551.25	11,286,718.36	11,883,123.38
总负债	29,790,254.32	28,741,936.07	29,982,907.13	29,593,615.69
费用化利息支出	1,044,848.76	973,589.72	924,665.13	--
资本化利息支出	50,667.94	14,685.10	0.00	--
所有者权益合计	27,730,879.30	27,497,289.45	28,484,697.18	28,948,244.99
营业总收入	7,865,626.44	3,913,374.99	4,710,454.53	1,251,363.89
经营性业务利润	1,628,133.29	949,946.85	1,096,602.96	360,706.81
投资收益	782,303.44	270,427.81	215,760.60	112,656.96
净利润	2,509,556.83	1,383,033.62	1,343,318.61	464,395.33
EBIT	4,420,379.08	2,850,268.42	2,783,324.72	--
EBITDA	4,506,753.88	2,940,697.53	2,864,926.89	--
经调整 EBITDA	3,300,081.64	2,294,424.36	2,330,603.06	--
经营活动产生现金净流量	1,680,135.75	1,320,578.20	2,251,447.64	409,678.33
投资活动产生现金净流量	-572,345.62	-877,283.93	-1,037,032.32	-753,172.37
筹资活动产生现金净流量	-2,021,755.30	-3,198,423.72	-1,126,914.62	-475,195.02
资本支出	844,283.51	1,297,289.19	710,373.74	82,762.14
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率 (%)	53.69	70.20	64.91	64.35
期间费用率 (%)	23.90	40.69	35.47	29.85
EBITDA 利润率 (%)	57.30	75.14	60.82	--
经调整 EBITDA 利润率 (%)	41.96	58.63	49.48	--
总资产收益率 (%)	7.37	5.01	4.85	--
存货周转率(X)	1.46	5.08	23.11	21.66*
资产负债率 (%)	51.79	51.11	51.28	50.55
总资本化比率 (%)	40.15	40.33	35.40	34.67
净负债率 (%)	43.37	52.49	39.62	41.05
短期债务/总债务 (%)	25.77	26.31	12.86	12.80
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.09	0.07	0.14	0.11*
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.35	0.27	1.12	0.83*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.53	1.34	2.43	--
总债务/EBITDA (X)	4.13	6.32	5.45	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.94	0.60	1.43	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	4.11	2.98	3.10	--
总债务/经调整 EBITDA (X)	5.64	8.10	6.70	--
经调整 EBITDA/短期债务 (X)	0.69	0.47	1.16	--
经调整 EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.01	2.32	2.52	--

注：部分数据中诚信国际分析时将公司各期末“长期应付款”中有息债务调整至长期债务，将“其他非流动负债”中有息债务调整至长期债务，将“其他流动负债”中的短期债券调整至短期债务；将研发费用计入管理费用；将合同负债计入预收款项；2020年起由于公司会计政策变更，中诚信国际将租赁负债调整至长期债务；由于缺乏相关数据，2022年1-3月部分指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
净利润率	=净利润/营业总收入	
现金流	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=股权投资+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。