



# 绿城房地产集团有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0466 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 14 日

本次跟踪发行人及评级结果	绿城房地产集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“18 绿城 07”、“19 绿城 03”、“20 绿城 04”、“20 绿城 07”、“21 绿城 01”、“21 绿城 03”、“21 绿城 05”、“22 绿城 01”、“23 绿城 01”	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”或“公司”）作为绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）房地产开发运营的主要平台，得到绿城中国第一大股东中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）的有力支持，公司很强的区域竞争力和产品认可度及土地储备规模对公司未来发展提供保障等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战，合联营企业往来款以及对关联方担保规模较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	<p>中诚信国际认为，绿城房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。</p>	
调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>股东背景及定位发生显著不利变化，土地储备激进带来杠杆水平大幅上升，盈利能力及现金流平衡能力大幅弱化。</p>	
正 面		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司作为绿城中国房地产开发运营的主要平台，在经营管理和融资等方面得到中交集团的有力支持</li> <li>■ 公司在杭州、浙江地区很强的区域竞争力和产品认可度</li> <li>■ 土地储备规模对公司未来发展提供保障</li> </ul>		
关 注		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战</li> <li>■ 合联营企业往来款以及对关联方担保规模较大，合作项目及关联方经营情况或对其信用状况产生影响</li> </ul>		

项目负责人：蒋 骥 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrlu@ccxi.com.cn

黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

绿城集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.Q1
资产总计（亿元）	3,972.90	5,204.73	5,343.45	5,606.44
所有者权益合计（亿元）	763.38	1,020.75	1,107.03	1,065.68
负债合计（亿元）	3,209.52	4,183.98	4,236.41	4,540.76
总债务（亿元）	1,101.46	1,119.14	1,182.84	1,169.66
营业总收入（亿元）	580.36	794.77	1,197.29	91.70
净利润（亿元）	47.88	56.17	97.65	4.07
EBITDA（亿元）	78.26	94.26	154.38	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-45.61	57.23	166.42	169.12
营业毛利率（%）	24.20	19.89	18.51	11.19
净负债率（%）	89.22	49.22	49.81	45.04
总债务/EBITDA（X）	14.07	11.87	7.66	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.06	1.20	2.23	--

注：1、中诚信国际根据中诚信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，因公司于 2021 年 1 月 1 日首次执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则，未调整可比期间信息，2020 年财务数据根据 2021 年审计报告未按上述准则追溯调整的年初数进行列示及计算；2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数；2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际将 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务，“租赁负债”调整至长期债务，“永续债”调整至长期债务。

## 同行业比较（2022 年数据）

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（%）	非受限货币资金/短期债务（X）	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）
金茂投资	1,545	3,435.04	61.68	2.15	781.15	1.68	0.37	1.30
万科企业	4,170	17,571.24	50.30	2.02	5,038.38	7.45	0.41	1.05
绿城集团	2,119	5,343.45	49.81	2.89	1,197.29	8.16	0.32	0.90

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，绿城集团资产规模及销售业绩处于中上水平，盈利能力处于中等水平，偿债能力和财务杠杆水平表现较好；公司项目储备充足，但周转效率低于可比企业。

注：“金茂投资”为“上海金茂投资管理集团有限公司”简称；“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

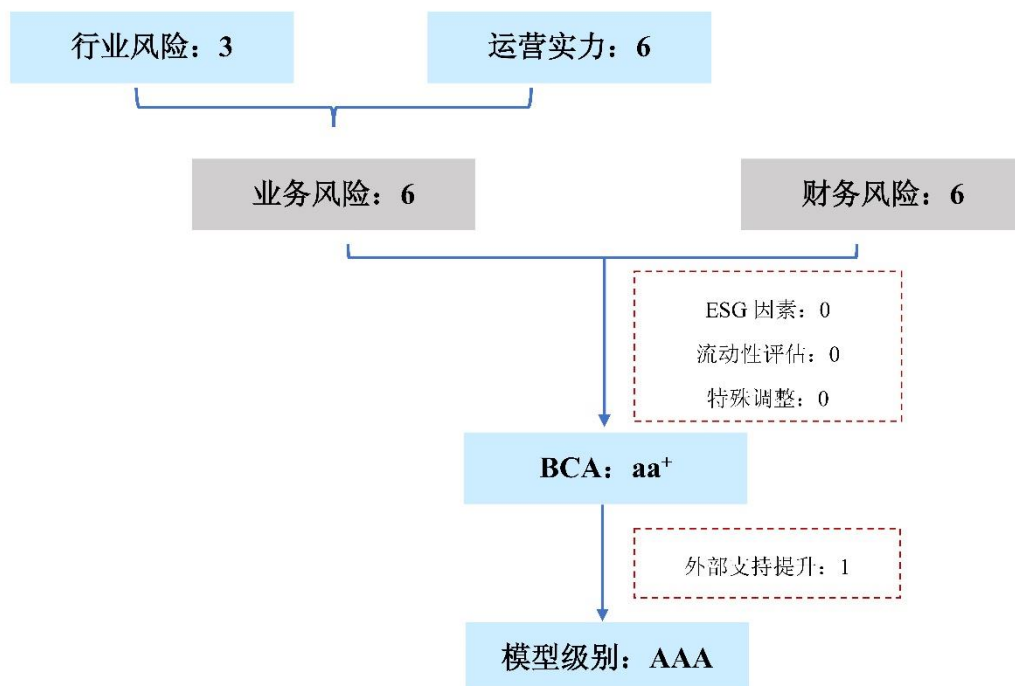
## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
23 绿城 01	AAA	AAA	2023/3/14	10	10	2023/3/24~2025/3/24	发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权
22 绿城 01	AAA	AAA	2022/6/28	10	10	2022/2/21~2027/2/21	发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权
21 绿城 05	AAA	AAA	2022/6/28	10	10	2021/8/19~2026/8/19	发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权

21 绿城 03	AAA	AAA	2022/6/28	16.5	16.5	2021/3/23~2026/3/23	选择权 发行人调整票面利率 选择权、投资者回售 选择权
21 绿城 01	AAA	AAA	2022/6/28	25	25	2021/1/13~2026/1/13	选择权 发行人调整票面利率 选择权、投资者回售 选择权
20 绿城 07	AAA	AAA	2022/6/28	9.5	9.5	2020/10/27~2025/10/27	选择权 发行人调整票面利率 选择权、投资者回售 选择权
20 绿城 04	AAA	AAA	2022/6/28	5	5	2020/3/31~2027/3/31	选择权 发行人调整票面利率 选择权、投资者回售 选择权
19 绿城 03	AAA	AAA	2022/6/28	5	5	2019/11/29~2026/11/29	选择权 发行人调整票面利率 选择权、投资者回售 选择权
18 绿城 07	AAA	AAA	2022/6/28	16.5	2.2617	2018/8/10~2023/8/10	选择权 发行人调整票面利率 选择权、投资者回售 选择权

## ● 评级模型

绿城房地产集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100\_2022\_05

### ■ 业务风险：

绿城房地产属于房地产行业，行业风险评估为中等；绿城房地产规模优势显著，具备很强的品牌知名度及产品打造能力，整体经营稳健度适中，项目储备可对其未来发展提供保障，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险：

绿城房地产盈利表现一般，但财务杠杆水平较为可控，债务期限结构良好，且非受限货币资金可对短期债务形成覆盖，财务风险评估为很低。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，绿城房地产具有 aa<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险。

### ■ 外部支持：

公司第一大股东中交集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，实力雄厚，公司可在融资安排及经营管理等方面获得中交集团较大力度支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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

绿城房地产集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称：“18 绿城 07”、债券代码：“143650.SH”）于 2018 年 8 月 10 日完成发行，发行规模为人民币 16.50 亿元，票面利率为 4.73%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2023 年 8 月 10 日，债券余额为 2.2617 亿元，票面利率已调整为 3.35%。截至 2022 年末，18 绿城 07 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）分为两个品种，其中品种二（债券简称：“19 绿城 03”、债券代码：“163046.SH”）于 2019 年 11 月 29 日完成发行，发行规模为人民币 5 亿元，票面利率为 4.34%，发行年限为 5+2 年期，到期日为 2026 年 11 月 29 日。截至 2022 年末，19 绿城 03 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）分为两个品种，其中品种二（债券简称：“20 绿城 04”、债券代码：“163379.SH”）于 2020 年 3 月 31 日完成发行，发行规模为人民币 5 亿元，票面利率为 3.87%，发行年限为 5+2 年期，到期日为 2027 年 3 月 31 日。截至 2022 年末，20 绿城 04 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（债券简称：“20 绿城 07”、债券代码：“175307.SH”）于 2020 年 10 月 27 日完成发行，发行规模为人民币 9.50 亿元，票面利率为 3.82%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2025 年 10 月 27 日。截至 2022 年末，20 绿城 07 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）（品种一）（债券简称：“21 绿城 01”、债券代码：“175626.SH”）于 2021 年 1 月 13 日完成发行，发行规模为人民币 25 亿元，票面利率为 3.92%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2026 年 1 月 13 日。截至 2022 年末，21 绿城 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（第二期）（品种一）（债券简称：“21 绿城 03”、债券代码：“175903.SH”）于 2021 年 3 月 23 日完成发行，发行规模为人民币 16.5 亿元，票面利率为 4.07%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2026 年 3 月 23 日。截至 2022 年末，21 绿城 03 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（第三期）（品种一）（债券简称：“21 绿城 05”、债券代码：“188610.SH”）于 2021 年 8 月 19 日完成发行，发行规模为人民币 10 亿元，票面利率为 3.34%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2026 年 8 月 19 日。截至 2022 年末，21 绿城 05 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。



绿城房地产集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“22 绿城 01”、债券代码：“185368.SH”）于 2022 年 2 月 21 日完成发行，发行规模为人民币 10 亿元，票面利率为 3.28%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2027 年 2 月 21 日。截至 2022 年末，22 绿城 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“23 绿城 01”、债券代码：“138849.SH”）于 2023 年 3 月 24 日完成发行，发行规模为人民币 10 亿元，票面利率为 4.00%，发行年限为 1+1 年期，到期日为 2025 年 3 月 24 日。截至本报告出具日，23 绿城 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

2023 年宏观经济修复预期有所加强，支撑经济运行的积极因素正在增多：服务业与消费回暖空间打开、稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3%左右。不过，宏观经济修复过程中仍面临多重风险挑战：其一，地缘冲突持续、中美大国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其三，房地产对经济的拖累持续减轻，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策进一步加力提效，通过上调赤字率、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大力度稳增长，并或将延续使用准财政工具，承担起稳增长的主力作用。稳健的货币政策精准有力，更加侧重结构性政策工具的使用，呵护与支撑实体经济发展。同时，2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

## 近期关注

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行



叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国务院普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三支箭”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

**中诚信国际认为**，跟踪期内公司继续保持了很高的市场认可度和区域竞争力，规模优势显著，整体经营稳健度适中，项目储备可对其未来发展提供保障；2022 年受市场下行影响，公司销售规模有所下滑，但得益于深耕区域市场韧性较好，其业绩表现仍好于行业平均水平，市场地位进一步提升。

*公司坚持品质为先，持续深耕优势区域，具备很强的品牌知名度及产品打造能力，在浙江省房地产市场保持显著的竞争优势，2022 年受市场下行影响，公司销售业绩出现下滑，但行业排名稳步向前。*

凭借深厚的客户基础和品牌认知度，跟踪期内，绿城集团在杭州及浙江省内其他深耕区域继续保持很高的市场占有率。2022 年以来，公司在坚持品质为先的同时，继续提升经营效率，整体保持了较快的项目开发节奏，2022 年竣工面积增长较快；但由于当年拿地减少等因素影响，公司新开工节奏有所放缓。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.Q1
新开工面积	1,286.19	1,697.85	828.18	58.36
竣工面积	731.43	920.71	1,241.14	292.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受市场表现低迷影响，2022 年公司签约销售金额同比减少 20.19%至 2,118.57 亿元，但得益于深耕区域市场韧性相对较好，其业绩表现仍好于行业平均水平，根据克而瑞销售排行榜，2022 年绿城中国自投项目全口径签约销售金额排名较上年上升五名至第八位。另根据公司上市股东绿城中国最新公告披露，2023 年 1~5 月绿城中国实现签约销售金额为 1,086 亿元，同比增长 37.82%，其中自投项目销售金额为 828 亿元，同比增长 40.82%，代建管理项目销售金额 258 亿元，同比增加 29.00%。同时，得益于近年持续布局一二线及优质三四线城市，公司销售均价整体仍处于较高水平。

表 2：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.Q1
销售面积	796.34	931.06	786.11	170.12
销售金额	2,092.45	2,654.46	2,118.57	491.17

销售均价	26,276	28,510	26,950	28,872
结算面积	249.25	328.68	573.22	45.09
结算金额	508.83	705.28	1,117.69	81.13
结算均价	20,414	21,458	19,499	17,991

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，公司房地产项目销售主要集中于杭州市、浙江省（除杭州以外）、江苏省、上海市及环渤海地区等区域。具体来看，2022 年公司房地产业务签约销售来自于全国 50 余个城市，其中销售金额排名前五的城市分别为杭州、北京、宁波、西安和上海，合计占比为 59.11%；排名前十的城市销售金额合计占比为 72.14%。2023 年 1~3 月，公司签约销售金额仍以长三角和环渤海地区为主，其中排名前五的城市分别为杭州、北京、宁波、天津和西安，合计占比 62.43%。公司持续深耕优势区域，在主要进入城市形成了很强的竞争力，近年来公司在杭州、宁波、北京等城市销售排名均位于当地前列。

表 3：2022 年公司房地产业务销售分布情况（万平方米）

城市及地区	销售面积	占比	销售金额	占比
杭州	164.22	20.89%	584.64	27.60%
北京	28.87	3.67%	202.75	9.57%
宁波	90.31	11.49%	195.54	9.23%
西安	84.21	10.71%	144.92	6.84%
上海	14.58	1.85%	124.35	5.87%
青岛	25.36	3.23%	60.25	2.84%
天津	21.30	2.71%	59.18	2.79%
苏州	21.82	2.78%	58.25	2.75%
济南	34.04	4.33%	50.41	2.38%
武汉	21.54	2.74%	48.18	2.27%
湖州	22.61	2.88%	47.20	2.23%
长沙	23.81	3.03%	45.11	2.13%
合肥	17.36	2.21%	42.03	1.98%
金华	13.79	1.75%	41.95	1.98%
台州	13.91	1.77%	41.18	1.94%
舟山	19.01	2.42%	34.60	1.63%
南京	10.05	1.28%	31.75	1.50%
成都	15.28	1.94%	30.22	1.43%
衢州	10.68	1.36%	27.66	1.31%
徐州	12.39	1.58%	25.90	1.22%
无锡	7.99	1.02%	23.78	1.12%
其他	198.72	9.38%	112.99	14.37%
合计	786.11	100.00%	2,118.57	100.00%

注：上表合计数尾差系因四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司土地储备规模可对其未来发展提供保障，土储分布除江浙等深耕区域外，布局其他核心城市群，但部分区域存量项目面临一定去化压力。**

截至 2023 年 3 月末，公司项目储备<sup>1</sup>总建筑面积为 4,659.13 万平方米，权益项目储备面积 2,592.57

<sup>1</sup> 期末项目储备口径为规划建筑面积-已竣工备案面积。

万平方米，主要分布于以浙江为核心的长三角、京津冀、长江中游、大湾区和成渝等地区 49 个城市。其中，项目储备总建筑面积中位于一二线城市的比重为 64.03%，公司土地储备规模可对其未来发展提供保障。分区域来看，2023 年 3 月末公司项目储备中长三角区域占比为 48.27%，其中浙江省占比为 66.81%，为其区域竞争优势的保持提供了较好基础。从具体城市分布看，2023 年 3 月末公司项目储备建筑面积占比前五大城市分别为杭州、西安、宁波、南通和天津，合计占比为 38.47%。近年来公司土地成本呈上升态势，截至 2023 年 3 月末，公司土地储备的平均成本为 7,740.元/平方米。此外，中诚信国际关注到公司布局的天津及部分三、四线城市项目销售进度偏慢，未来去化情况有待关注。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司项目储备区域分布情况（万平方米）

城市	项目储备总面积	占比	项目储备权益面积	占比
杭州	515.09	11.06%	326.44	12.59%
西安	450.92	9.68%	327.84	12.65%
宁波	348.77	7.49%	214.08	8.26%
南通	279.38	6.00%	143.04	5.52%
天津	198.32	4.26%	155.19	5.99%
北京	189.11	4.06%	110.28	4.25%
武汉	165.42	3.55%	84.05	3.24%
大连	133.46	2.86%	86.00	3.32%
舟山	130.60	2.80%	67.32	2.60%
衢州	124.66	2.68%	56.35	2.17%
济南	124.21	2.67%	65.43	2.52%
盐城	113.53	2.44%	66.81	2.58%
湖州	111.60	2.40%	66.11	2.55%
长沙	108.56	2.33%	54.33	2.10%
青岛	104.61	2.25%	46.74	1.80%
佛山	97.16	2.09%	32.12	1.24%
苏州	96.57	2.07%	37.11	1.43%
成都	82.92	1.78%	27.66	1.07%
哈尔滨	82.73	1.78%	44.96	1.73%
沈阳	81.41	1.75%	27.54	1.06%
温州	81.31	1.75%	38.35	1.48%
金华	70.40	1.51%	35.04	1.35%
上海	69.48	1.49%	31.22	1.20%
乌鲁木齐	64.39	1.38%	38.63	1.49%
嘉兴	60.60	1.30%	29.11	1.12%
高安	58.10	1.25%	19.42	0.75%
徐州	55.41	1.19%	20.33	0.78%
广州	49.39	1.06%	22.35	0.86%
陵水	49.35	1.06%	25.17	0.97%
福州	48.80	1.05%	18.82	0.73%
昆明	48.33	1.04%	24.53	0.95%
其他城市	464.57	9.97%	250.19	9.65%
合计	4,659.13	100.00%	2,592.57	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司近年坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资策略，重点布局一二线城市及优质三四线城市，2022 年拿地力度有所放缓，但权益比例提升且区域布局更加聚焦，整体经营投资策略适中，融资成本处于较低水平。

近年来公司坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资策略，重点布局一二线城市及优质三四线城市。

2022 年，公司根据市场环境调整拿地力度，新增土地储备金额同比大幅减少，但权益占比有所提升且区域布局更加聚焦，当年拿地方式以招拍挂为主，新增土储主要分布于杭州、北京、上海、台州等 10 个城市，新增土地储备建筑面积中一二线城市占比达 72.19%，较上年进一步提升。2022 年权益口径新增土地储备金额占当期销售金额的比例较上年进一步降低至 33.52%，土地投资策略适中。2023 年 1~3 月，公司全口径新增土地储备建筑面积和新增土地储备金额同比分别减少 34.71%和 46.91%，新增土储分布于杭州、宁波、西安、嘉兴和大连。

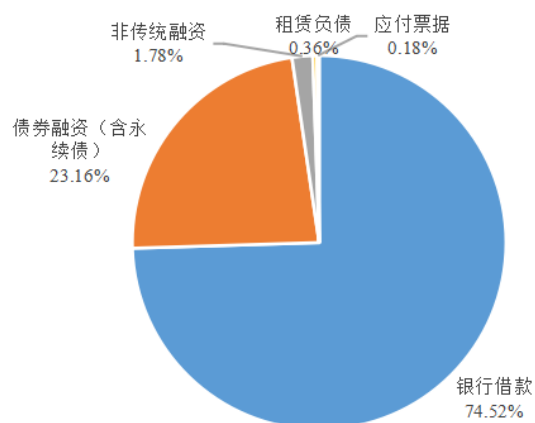
表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022	2023.Q1
新拓展项目数量	83	101	27	7
新增土地储备建筑面积（全口径）	2,002.96	1,750.85	407.69	99.67
新增土地储备金额（全口径）	1,209.57	1,303.41	596.05	108.38
新增土储平均楼面地价（全口径）	6,039	7,444	14,620	10,874

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

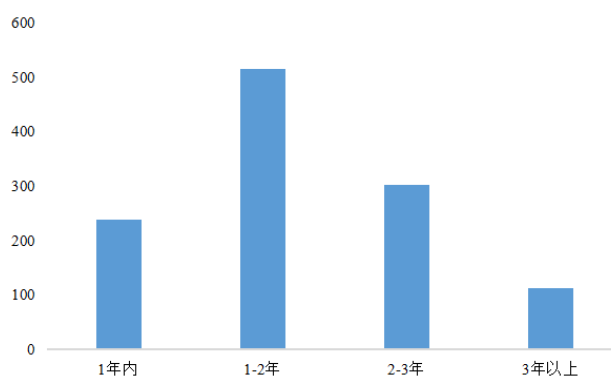
融资渠道方面，公司以银行借款及债券融资为主，截至 2023 年 3 月末公司债券融资占比为 23.16%。2022 年，绿城中国综合融资成本为 4.4%，较 2021 年下降 20 个基点。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司总债务期限分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，绿城集团营业收入快速增长，但初始获利空间缩窄，且资产减值损失对利润形成一定侵蚀，整体盈利能力一般；合联营项目较多使得关联方往来款项和少数股东权益保持较大规模，财务杠杆较为可控。同时，公司债务期限结构良好，且非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

**跟踪期内，公司营业收入快速增长，但整体初始获利空间缩窄，叠加资产减值损失等影响，整体盈利能力一般。**

2022 年，由于公司结转规模较大，商品房销售收入增幅明显，带动营业总收入同比大幅增加；公司综合毛利率水平呈下行趋势，主要系受公司主要布局的热点城市拿地成本较高及相关城市销售限价的影响，公司房地产板块毛利率下滑所致。期间费用方面，公司保持一定力度的营销投入，

销售费用略有增加；公司职工薪酬增加使得管理费用有所增长；受利息资本化、融资成本的下降、银行存款利息收入较多等因素影响，公司财务费用持续为负，综合来看，公司整体期间费用把控能力尚可。受益于房地产销售结转规模的提升，经营性业务利润实现大幅增长；同时，由于杭州翡翠城项目确认 8.58 亿元投资收益，当年投资收益增长较快；此外，受部分存货项目、其他应收款项、投资性房地产等计提减值准备因素影响，资产/信用减值损失对公司利润侵蚀较大。整体来看，受毛利率下滑及资产减值损失等因素影响，公司净利润率等盈利指标表现一般。2023 年一季度，公司房地产结转规模不高，营业收入同比下降 20.70%，随着营业毛利率的持续下探，公司盈利表现仍有提升空间。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
营业毛利率	24.20	19.89	18.51	11.19
期间费用率	7.47	8.01	5.48	10.10
经营性业务利润	63.62	66.75	128.85	0.28
投资收益	9.52	7.67	15.60	3.54
资产减值损失	13.89	6.23	15.95	-0.09
信用减值损失	--	0.12	2.28	0.11
利润总额	60.65	70.17	126.38	3.84
EBITDA	78.26	94.26	154.38	--
净利润率	8.25	7.07	8.16	4.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，由于公司销售回款减少及交付项目的工程支出增加，债务规模有所增长，但财务杠杆较为可控；合联营项目较多使得关联方往来款项和少数股东权益保持较大规模，对公司管理能力形成挑战。**

2022 年以来，在外部不利环境影响下，公司项目获取力度放缓，但前期获取项目仍在推进建设中，资产及负债规模保持增长态势。具体来看，2023 年 3 月末存货规模较年初略微增长，其中开发产品占比下降至 7.27%，存货周转效率提升至行业较好水平，但部分在建项目的去化情况值得关注。由于公司合作项目和关联方往来款的增多，公司其他应收款及长期股权投资在资产中占比较高，对公司的资金管理水平提出更高要求，考虑到当前行业下行周期，公司面临的资金回收风险有所增加。负债方面，近年来公司债务规模呈增长态势；截至 2023 年 3 月末公司预收款项（含合同负债，下同）为 2,054.40 亿元，约占上年营业收入的 172%，丰富的待结算资源可为其未来收入结转提供保障；受预分红等关联方暂借款的变化影响，公司其他应付款规模呈现波动性增长态势；随着新项目陆续进入开发状态，公司应付工程款和材料款保持较大规模。由于销售回款金额减少以及交付项目增多导致工程支出增加，2022 年公司债务规模同比有所增长，此外，2023 年第一季度，公司偿付部分到期开发贷，期末总债务小幅下降，债务期限结构进一步优化。

跟踪期内，公司实收资本变动不大；受合作项目较多的影响，公司少数股东权益规模保持较高水平，其中 2023 年 3 月末，少数股东权益较期初小幅下降，主要系部分合作项目进行利润分配所致。杠杆方面，2022 年末，公司表内有息债务整体呈小幅增长态势，同时由于拿地及工程建设投入等因素影响，年末货币资金规模有所下降，公司净负债率有一定程度上升。2023 年一季度，公司销售回款增加同时拿地支出减少，期末货币资金较期初有所累积，叠加期末总债务小幅下降的影响，净负债率回落，整体财务杠杆较为可控。

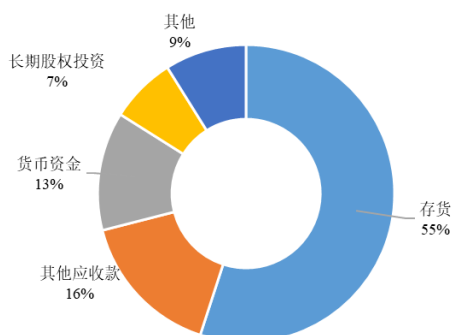


表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
货币资金	596.57	682.58	678.09	723.06
其他应收款	461.61	654.20	763.03	897.72
存货	2,388.52	3,012.19	3,019.41	3,083.98
开发产品/存货	7.03	9.10	7.72	--
存货周转率	0.21	0.24	0.32	--
长期股权投资	222.73	343.39	402.27	402.20
流动资产占比	90.91	89.84	88.38	88.74
总资产	3,972.90	5,204.73	5,343.45	5,606.44
预收款项（含合同负债）	1,351.34	1,735.49	1,758.55	2,054.40
总债务	1,101.46	1,119.14	1,182.84	1,169.66
其他应付款	426.20	598.87	548.35	653.49
应付账款	324.64	442.81	454.13	389.76
总负债	3,209.52	4,183.98	4,236.41	4,540.76
短期债务/总债务	22.72	26.67	18.66	20.38
少数股东权益	285.05	588.75	703.33	660.82
未分配利润	241.21	263.44	290.41	292.64
实收资本	77.14	83.98	84.03	84.03
所有者权益	763.38	1,020.75	1,107.03	1,065.68
净负债率	89.22	49.22	49.81	45.04

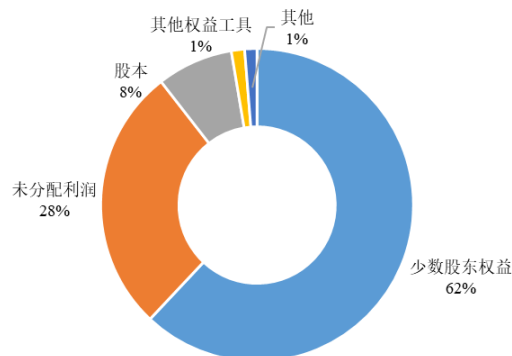
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司并表项目销售回款小幅下降，但对债务本息的覆盖程度仍处于较好水平；此外，公司债务期限结构合理，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。**

2022 年，公司销售金额受房地产行业景气度影响而有所下降，销售商品、提供劳务收到的现金小幅下滑，但对总债务的覆盖情况仍保持在较好水平；公司拿地力度有所放缓，拿地支出减少，经营活动现金净流入额增加；随着合作项目的持续投入，以及支付的关联方资金拆出款及对外投资支付的现金较多，公司投资活动净现金仍大幅流出；公司筹资活动净现金保持净流入状态，但净流入量大幅回落。2023 年一季度，受益于销售回款的增加以及拿地支出减少，经营活动现金大幅净流入；由于当期新开工项目较少、开发贷提款降低，银行借款呈净偿还，筹资活动现金呈净流出状态。



近年公司债务规模呈增长态势，但盈利能力表现一般，EBITDA 对债务本息的保障能力仍有较大提升空间。截至 2023 年 3 月末，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.Q1
经营活动净现金流	-45.61	57.23	166.42	169.12
销售商品、提供劳务收到的现金	1,018.34	1,482.62	1,316.41	377.70
投资活动净现金流	-189.29	-414.40	-216.20	-85.82
筹资活动净现金流	357.90	468.04	36.93	-25.80
短期债务占比	22.72	26.67	18.66	20.38
非受限货币资金/短期债务	2.16	2.18	2.89	2.92
总债务/EBITDA	14.07	11.87	7.66	--
EBITDA 利息保障倍数	1.06	1.20	2.23	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.08	0.75	0.90	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 1,176.97 亿元，主要包含受限存货 1,108.05 亿元和受限货币资金 26.75 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 20.99%。或有负债方面，截至 2022 年末，除对客户提供的按揭贷款担保外，公司对外担保金额为 205.53 亿元，均为对关联方提供的担保，占所有者权益的比重为 19.29%，存在一定或有负债风险。

截至 2023 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

**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，截至 2023 年 3 月，公司本部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。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2023 年，绿城集团全年销售规模维持上年水平。

——2023 年，绿城集团全年拿地支出增长约 20%。

——2023 年，绿城集团收入结转占期初合同负债的比例同比提升，全年收入规模同比小幅增长，全年毛利率略低于上年水平。

### 预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	49.22	49.81	49.81~56.50
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.75	0.90	0.90~1.05

资料来源：中诚信国际整理

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，得益于中交集团的授信支持，绿城集团流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。**

公司销售回款率保持在行业很好水平，但行业下行背景下，公司销售回款下滑对其流动性来源产生一定不利影响；公司作为绿城中国旗下房地产业务板块的境内主要运营主体，可在工商银行、建设银行、中国银行、农业银行等银行与绿城中国共享其第一大股东中交集团银行授信等金融资源支持，截至 2023 年 3 月末，绿城集团已获得主要贷款金融机构合并口径授信总额 4,000 亿元，其中尚未使用授信余额 2,835 亿元，备用流动性较好。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与银行机构关系维系良好，因此其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出；考虑到公司计划未来提高新获取项目权益比例，预计 2023 年权益口径拿地支出将有所提升，工程建设支出可由开发贷款及销售回款支撑。综上所述，公司流动性强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成较好覆盖。

### ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司坚持绿色健康的发展理念，努力减少建筑建造对环境的负面影响，积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善。**

环境方面，作为房地产开发企业，公司面临着建筑施工对环境产生损害的问题。对此，公司将“绿色”及“健康”作为绿色建筑的长期发展战略及理念，依托节能降耗技术及绿色环保设计，赋能产品绿色转型，实现建筑与环境共同发展，减少建筑建造对环境的负面影响。

社会方面，为应对房地产开发过程容易发生安全事故的隐患，公司制定了一系列管理举措，以保证施工的健康与安全，过去三年未有因工伤而导致的死亡事件；员工发展方面，公司根据自身的经营发展需求开展人才队伍建设，推动公平公正的雇佣、保障员工权益、采取科学的考核激励措施、提供具有竞争力的薪酬和员工福利、搭建全周期人才培养体系、创建多渠道沟通机制，员工稳定性尚可。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

### 外部支持

**中交集团已将绿城中国纳入合并报表范围，公司及绿城中国可在银行授信、经营管理等方面得到中交集团的有力支持。**

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

截至 2023 年 3 月末，中交集团持有绿城中国 28.00% 的股权，系绿城中国最大股东。中交集团已将绿城中国纳入合并报表范围进行财务管理及日常运营的把控。中交集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，中交集团主业包括基建建设、基建设计和疏浚业务为代表的工程施工业务，同时房地产开发和装备制造业务等作为补充，2022 年中交集团实现营业总收入 9,301.12 亿元和净利润 327.59 亿元，综合实力雄厚。绿城中国及公司可在融资安排及资源整合方面获得中交集团较大力度支持。受益于中交集团的资信支持，绿城集团融资渠道较为畅通，融资成本处于很低水平。

## 同行业比较

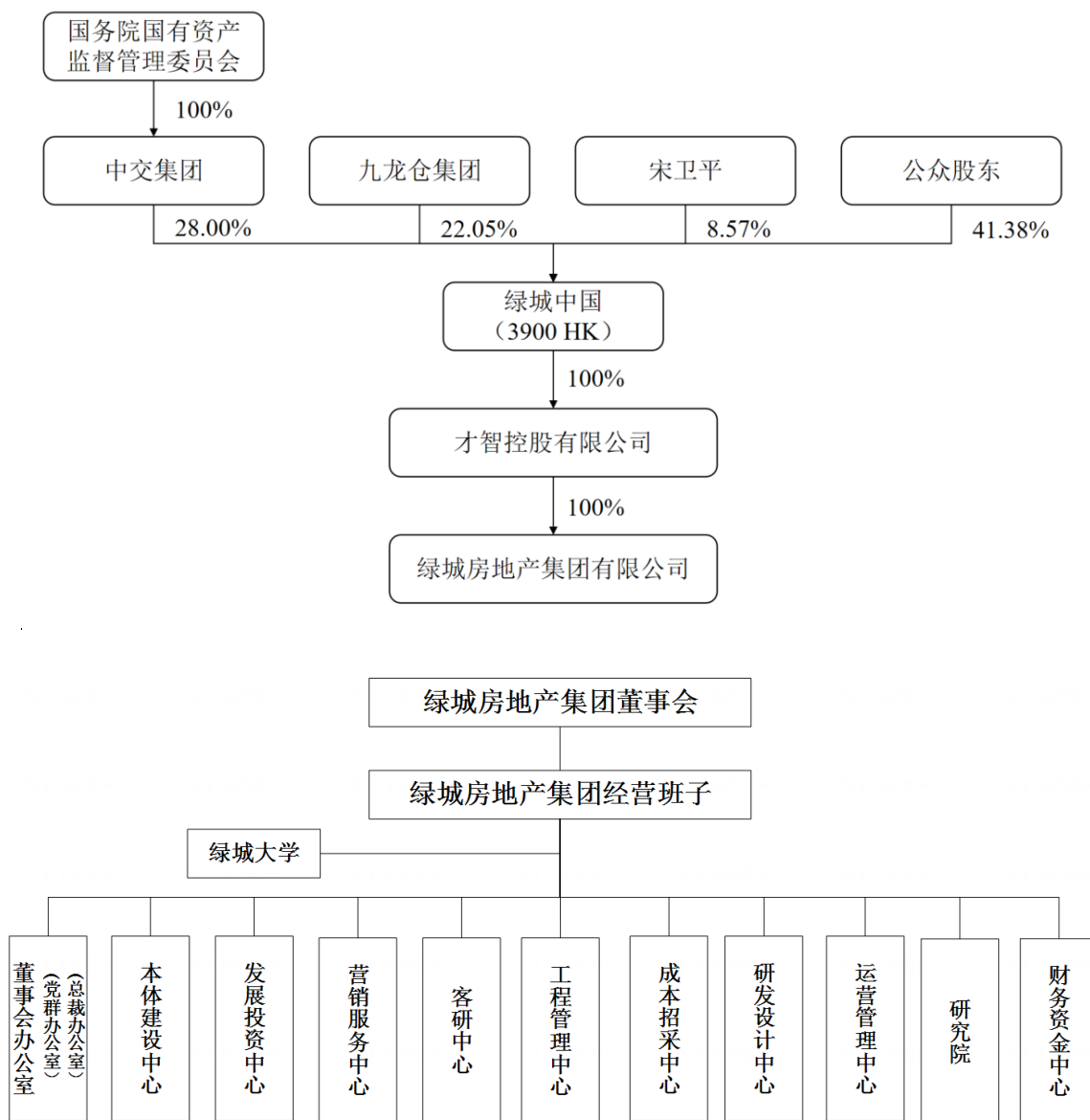
中诚信国际选取了上海金茂投资管理集团有限公司和万科企业股份有限公司作为绿城集团的可比公司，上述两家企业与公司业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

**与同行业同级别企业相比，绿城集团资产规模及销售业绩处于中上水平，盈利能力处于中等水平，偿债能力和财务杠杆水平表现较好；公司项目储备充足，但周转效率低于可比企业。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持绿城房地产集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 绿城 07”、“19 绿城 03”、“20 绿城 04”、“20 绿城 07”、“21 绿城 01”、“21 绿城 03”、“21 绿城 05”、“22 绿城 01”、“23 绿城 01”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：绿城房地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：绿城房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）	2020	2021	2022	2023.Q1
货币资金	5,965,661.34	6,825,753.06	6,780,924.42	7,230,555.17
其他应收款	4,616,129.50	6,541,971.01	7,630,315.41	8,977,180.36
存货	23,885,237.81	30,121,936.55	30,194,051.12	30,839,797.11
长期投资	2,305,746.08	3,512,748.90	4,105,948.34	4,106,647.45
固定资产	529,848.99	520,657.10	564,979.10	646,026.19
在建工程	16,527.17	128,932.04	81,551.05	42,548.39
无形资产	50,512.36	59,784.05	63,083.29	63,803.24
投资性房地产	354,800.33	563,198.87	739,090.68	779,228.41
资产总计	39,729,016.19	52,047,285.13	53,434,470.09	56,064,448.47
预收款项	13,513,423.67	17,354,893.57	17,585,461.25	20,544,003.19
其他应付款	4,261,967.51	5,988,749.14	5,483,476.01	6,534,933.02
短期债务	2,503,007.19	2,984,338.36	2,206,692.46	2,384,027.95
长期债务	8,511,596.95	8,207,058.09	9,621,746.71	9,312,587.44
总债务	11,014,604.14	11,191,396.45	11,828,439.17	11,696,615.39
净债务	5,608,086.76	4,676,318.27	5,440,317.74	4,733,515.76
负债合计	32,095,192.79	41,839,778.13	42,364,124.85	45,407,615.04
所有者权益合计	7,633,823.40	10,207,507.00	11,070,345.24	10,656,833.42
利息支出	741,409.86	784,904.31	691,891.50	--
营业总收入	5,803,557.62	7,947,746.31	11,972,859.42	916,977.16
经营性业务利润	636,204.17	667,530.51	1,288,543.64	2,823.45
投资收益	95,227.64	76,652.48	155,964.51	35,393.48
净利润	478,779.90	561,697.35	976,500.23	40,691.73
EBIT	718,798.17	868,386.31	1,457,288.31	--
EBITDA	782,572.58	942,566.22	1,543,831.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金	10,183,355.19	14,826,233.43	13,164,123.85	3,776,955.55
经营活动产生的现金流量净额	-456,090.29	572,276.02	1,664,209.67	1,691,188.52
投资活动产生的现金流量净额	-1,892,932.34	-4,144,032.91	-2,161,983.85	-858,234.60
筹资活动产生的现金流量净额	3,579,003.10	4,680,416.80	369,258.23	-257,999.53
财务指标	2020	2021	2022	2023.Q1
营业毛利率（%）	24.20	19.89	18.51	11.19
期间费用率（%）	7.47	8.01	5.48	10.10
EBITDA 利润率	13.48	11.86	12.89	--
销售净利率（%）	8.25	7.07	8.16	4.44
净资产收益率（%）	7.17	6.30	9.18	--
存货周转率（X）	0.21	0.24	0.32	--
资产负债率（%）	80.79	80.39	79.28	80.99
总资本化比率（%）	63.67	54.09	51.99	52.67
净负债率（%）	89.22	49.22	49.81	45.04
短期债务/总债务（%）	22.72	26.67	18.66	20.38
非受限货币资金/短期债务（X）	2.16	2.18	2.89	2.92
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.11	-0.02	0.08	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.48	-0.07	0.44	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.62	0.73	2.41	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.08	0.75	0.90	--
总债务/EBITDA（X）	14.07	11.87	7.66	--
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.32	0.70	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.06	1.20	2.23	--

注：1、2023 年一季度报未经审计；2、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
资本结构	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	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/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。



## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn