

信用评级公告

联合〔2023〕5309号

联合资信评估股份有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20宝龙04”“21宝龙01”“21宝龙02”“20宝龙MTN001”和“19宝龙MTN002”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十七日

上海宝龙实业（发展）集团有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 宝龙 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 宝龙 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 宝龙 04	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 宝龙 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 宝龙 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
21 宝龙 02	15.00	14.96	2026/04/16
21 宝龙 01	10.00	9.50	2026/01/11
20 宝龙 04	10.00	8.00	2023/08/07
20 宝龙 MTN001	10.00	7.00	2023/08/27
19 宝龙 MTN002	5.00	5.00	2025/06/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“21 宝龙 01”“20 宝龙 04”“20 宝龙 MTN001”均已展期；“19 宝龙 MTN002”为永续中期票据，所列到期兑付日为下一赎回行权日

评级时间：2023 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--

评级观点

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内的房地产经营实体，受房地产行业下行、预售监管政策严格以及融资环境恶化等影响，2022 年以来，公司销售回款大幅下降，净偿还债务规模大，尽管公司降低土地储备获取及建设支出力度，但流动性仍快速消耗，截至目前已对多期债券进行展期，持续经营能力存在不确定性。目前公司土地储备较充足，商业物业租金收入可带来较稳定的现金流。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司 2022 年销售金额大幅下滑，部分项目去化压力较大，货币资金大幅减少，对短期债务覆盖不足，以及受限资产比例高、资产流动性较差等因素对其信用水平带来的不利影响。

目前房地产行业景气度尚未恢复，公司销售规模仍可能继续下滑，内生现金不足，而外部融资受限，流动性管理压力将持续。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 宝龙 04”“21 宝龙 01”“21 宝龙 02”“20 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **土地储备较充足。**截至 2022 年底，公司权益口径土地储备建筑面积 1605.30 万平方米，土地储备较充足，其中 75.58%位于长三角区域。

2. **商业物业租金收入带来较稳定的现金流。**2022 年公司商业物业出租收入增长，为公司带来较稳定的现金流。

关注

1. **房地产行业运行存在不确定性，公司部分项目面临较大的去化压力，2022 年公司销售金额大幅下滑。**长期来看，房地产高增长阶段已结束，未来房地产行业发展存在一定不确定性。截至 2022 年底，公司存货中完工开发产品占 25.97%，且部分商业项目位于三四线城市，在行业景气度不佳的背景

个体信用等级	aa ⁻
外部支持调整因素：--	--
评级结果	AA ⁻

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果。公司信用评级委员会决定受评对象最终信用等级，可能与评级模型评级结果存在差异

分析师：曹梦茹 杨哲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

下以及公司债券展期影响购房者信心，公司部分项目面临较大的去化压力。2022 年公司销售金额同比大幅下滑 55.24%，且 2023 年 1—5 月，宝龙地产销售金额同比仍有所下降，未来公司销售仍存在下降可能。

2. 公司货币资金大幅减少，短期偿债压力大；多期债券展期，持续经营能力存在不确定性，公司面临的保交付和流动性管理压力大。公司 2022 年末货币资金大幅减少，同时较严格的预售资金监管使得公司实际可动用货币资金大幅减少，叠加 2023 年到期的债务规模仍较大，截至 2023 年 3 月底，现金短期债务比仅 0.53 倍，短期偿债压力大。2022 年公司审计报告被出具带有强调事项段的无保留审计意见，多期债券展期，持续经营能力具有不确定性，且期末在建面积较大，面临的保交付压力和流动性管理压力大。

3. 资产受限比例高，流动性较差。截至 2022 年底，公司受限资产 775.10 亿元，占总资产 38.94%，受限比例高，且公司业态中商业占比较高，资产流动性较差。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	197.51	153.70	60.26	62.60
资产总额（亿元）	1751.21	2051.43	1990.70	1983.16
所有者权益（亿元）	526.69	618.55	623.16	628.46
短期债务（亿元）	117.57	111.57	106.05	117.27
长期债务（亿元）	290.49	308.30	241.24	228.00
全部债务（亿元）	408.05	419.87	347.29	345.28
营业总收入（亿元）	338.50	347.91	203.66	45.09
利润总额（亿元）	111.58	98.12	23.52	7.18
EBITDA（亿元）	119.46	108.38	31.45	--
经营性净现金流（亿元）	23.32	-12.73	24.30	10.76
营业利润率（%）	32.12	25.70	29.79	28.22
净资产收益率（%）	16.16	11.63	2.15	--
资产负债率（%）	69.92	69.85	68.70	68.31
调整后资产负债率（%）	65.47	64.92	62.77	62.29
全部债务资本化比率（%）	43.65	40.43	35.79	35.46
流动比率（%）	124.41	120.42	111.59	110.67
经营现金流动负债比（%）	2.68	-1.21	2.31	--
现金短期债务比（倍）	1.68	1.38	0.57	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	3.85	3.49	1.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.42	3.87	11.04	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	420.92	478.79	401.80	396.91
所有者权益（亿元）	197.19	206.41	206.72	206.35
全部债务（亿元）	137.30	112.81	74.57	70.25
营业总收入（亿元）	4.13	15.59	6.16	0.80
利润总额（亿元）	21.13	10.83	0.84	-0.24
资产负债率（%）	53.15	56.89	48.55	48.01
全部债务资本化比率（%）	41.05	35.34	26.51	25.40
流动比率（%）	154.13	121.83	110.40	105.48
经营现金流动负债比（%）	15.96	-1.32	2.91	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司及公司本部 2023 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. “--”表示数据无意义

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 宝龙 02 21 宝龙 01 20 宝龙 04 20 宝龙 MTN001 19 宝龙 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/07/27	张超 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读全文
21 宝龙 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/02/26	卢瑞 韩家麒	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）	阅读全文
21 宝龙 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/12/21	卢瑞 王彦	房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 宝龙 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/08/07	韩家麒 杨栋	原联合信用评级有限公司	阅读全文
20 宝龙 04	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/06/17	卢瑞 王彦	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 宝龙 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/06/11	杨栋 韩家麒	房地产行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受上海宝龙实业（发展）集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

上海宝龙实业（发展）集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海宝龙实业（发展）集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）出资组建的外商独资企业。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产香港持有公司 100% 股权，公司实际控制人为许健康。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，但为应对流动性压力，公司调整组织架构，新组织架构仅保留人力行政管理中心、财务管理中心、运营管理中心和营销管理中心（详见附件 1-2）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1990.70 亿元，所有者权益 623.16 亿元（含少数股东权益 226.81 亿元）；2022 年，公司实现营业收入 203.66 亿元，利润总额 23.52 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1983.16 亿元，所有者权益 628.46 亿元（含少数股东权益 227.38 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业收入 45.09 亿元，利润总额 7.18 亿元。

公司注册地址：上海市闵行区七莘路 1855 号第 1 幢 4 层 02 室；法定代表人：许健康。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 6 月 10 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除公司决定对永续中票“19 宝龙 MTN002”利息递延外，其他债券在付息日正常付息。

表 1 截至 2023 年 6 月 10 日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
21 宝龙 02	15.00	14.96	2021/04/16	5 (2+2+1)
21 宝龙 01	10.00	9.50	2021/01/11	5 (2+2+1)
20 宝龙 04	10.00	8.00	2020/08/07	3 (2+1)
20 宝龙 MTN001	10.00	7.00	2020/08/27	3 (2+1)
19 宝龙 MTN002	5.00	5.00	2019/06/26	3 (3+N)

资料来源：联合资信整理

1. 普通优先债券

截至 2023 年 6 月 10 日，公司存续期普通优先债券包括“19 宝龙 02”“20 宝龙 04”“20 宝龙 MTN001”“21 宝龙 01”“21 宝龙 02”“21 宝龙 MTN001”和“21 宝龙 03”，合计金额 57.96 亿元。上述债券中，除“21 宝龙 02”外，其他债券均已展期。

2. 永续债

截至 2023 年 6 月 10 日，公司存续期永续债为“19 宝龙 MTN002”，本金 5.00 亿元。2022 年 6 月 26 日为该债券首次赎回日，公司未选择赎回，票面利率已重置为 10.05%，此外，公司对永续中票的利息进行递延。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到

较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松动转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。完整版行业分析详见 [《2023 年房地产行业分析》](#)。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，宝龙

地产香港仍为公司唯一股东，许健康仍为公司实际控制人。

2. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：91310000550074354L），截至 2023 年 4 月 26 日，公司未结清业务中有 1 笔银行保函关注类账户，余额 1267 万元，其他借贷交易关注类余额 11.14 亿元。已结清业务中，有 1 笔关注类记录，涉及金额 3500 万元，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日正常结清，形成关注主要系借款银行系统对公司报表进行评级所致。

截至 2023 年 6 月 16 日，公司发行的“19 宝龙 02”“20 宝龙 04”“21 宝龙 01”“21 宝龙 MTN001”“21 宝龙 03”“20 宝龙 MTN001”展期，永续中票“19 宝龙 MTN002”在首次回售日未赎回，已重置票面利率，且公司决定对其利息进行递延。

截至 2023 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理层未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受出售物业结转收入下降影响，公司营业总收入大幅下降，但综合毛利率仍保持在较高水平。

2022 年，受流动性压力影响，公司建设开发进度放缓，公司出售物业收入同比下降 45.08%，使得营业总收入同比下降 41.46%。从收入构成看，公司出售物业收入虽大幅下降，但仍为公司主要收入来源；出租物业收入同比增长 13.85%，主要系公司新开业宝龙广场和单位租金水平有所恢复所致；公司其他业务板块收入规模不大，对营业收入影响较小。

毛利率方面，公司出售物业毛利率同比上升 4.22 个百分点，主要系当期结转的项目为珠海、海口以及上海毛利率较高的项目；出租物业毛

利率有所上升。综上，公司综合毛利率同比上升5.14个百分点。

2023年1—3月，公司营业总收入45.09亿元，

同比下降12.82%，主要系出售物业结转收入下降所致；综合毛利率33.48%，较2022年有所下降，但仍处较高水平。

表2 2020—2022年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
出售物业	307.16	90.74	34.71	318.62	91.58	28.94	174.98	87.28	33.16
出租物业	14.34	4.24	82.43	12.78	3.67	79.73	14.55	7.26	86.53
酒店	3.35	0.99	-24.08	4.12	1.18	0.05	6.21	3.10	-0.71
土地一级开发	7.36	2.17	52.07	0.62	0.18	73.23	--	--	--
其他	6.29	1.86	87.51	11.77	3.38	53.59	4.75	2.37	55.58
合计	338.50	100.00	37.51	347.91	100.00	31.37	200.49	100.00	36.51

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司年报

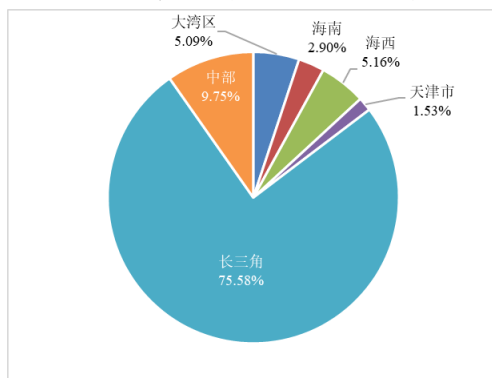
2. 房地产开发业务

2022年受房地产行业景气度不佳以及流动性管理压力大的影响，公司未获取土地，期末土地仍较充足，但开发建设进度放缓，面临较大的保交付和资金支出压力；销售面积和销售金额大幅下降，部分项目分布在二三线城市，面临较大的去化压力。

受房地产行业景气度不佳以及公司面临的流动性管理压力大的影响，2022年，公司当期未获取土地。

截至2022年底，公司全口径土地储备2740.16万平方米（未结转收入口径），权益土地储备1605.30万平方米，权益比例约为58.58%，土地储备较充足。从区域分布看，公司土地储备主要分布在长三角区域。但当前房地产行业景气度不佳，加之公司对多期债券进行展期影响购房者信心，公司项目销售去化面临较大压力。

图1 截至2022年底公司土地储备分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

2022年，由于当年未获取新项目且地产行业景气度不佳，公司新开工面积同比下降81.82%，受公司较大的流动性管理压力影响，公司开发建设进度放缓，竣工面积同比下降12.82%。此外，公司期末在建面积较大，带来较大的保交付和资金支出压力。

表3 公司房地产开发数据

(单位：万平方米)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月
新开工面积	778.00	726.00	132.00	32.00
房屋竣工面积	382.00	585.00	510.00	47.00
期末在建面积	1676.00	2352.70	1297.00	--

注：1. 上表为全口径数据；2. 因合作开发较多，公司在建、竣工和新开工不满足勾稽关系；3. 公司未提供2023年3月末在建面积数据
资料来源：公司提供

受房地产行业持续不景气以及公司债券展期的负面舆情影响，2022年，公司签约销售面积和销售金额同比分别下降53.38%和55.24%，销售均价同比降幅不大。2023年1—5月，宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）签约销售额150.14亿元，较上年同期下降21.07%，降幅有所收窄，但考虑到目前房地产行业景气度尚未恢复，未来销售仍有较大可能下降。

表4 2020—2022年公司房地产销售数据

项目	2020年	2021年	2022年
签约销售面积 (万平方米)	508.11	584.32	272.42
签约销售均价 (元/平方米)	15209.70	15656.15	15032.00

签约销售金额 (亿元)	772.82	914.82	409.50
----------------	--------	--------	--------

注：上表销售数据为全口径
资料来源：公司提供

3. 物业出租和酒店经营

公司出租物业收入和酒店收入可为公司带来较稳定的现金流。2022年商业物业出租收入有所增长，对公司现金流形成补充。

截至2022年底，公司自持商场总可租面积655万平方米，平均出租率93%，较2021年（95%）有所下降，主要系租户退租所致。公司三大产品线商场平均出租率较上年均有所下降，但平均租金水平有所提升，且受益于新开业商业项目，公司出租物业收入同比有所增长。

表5 公司主要商业物业平均出租率

品牌	平均出租率（%）		
	2020年底	2021年底	2022年底
宝龙一城	96.50	99.10	98.50
宝龙城	91.60	100.00	98.40
宝龙广场	89.90	95.00	92.20

资料来源：宝龙商业管理控股有限公司年报

截至2022年底，公司共有19家酒店，共有客房3846间。2022年，公司酒店入住率较2021年有所回升，酒店收入同比增长50.73%，主要系与宝龙地产有内部交易收入所致。

表6 2020—2022年公司酒店运营情况

项目名称	2020年	2021年	2022年
入住率（%）	67	78	85
酒店收入（亿元）	3.35	4.12	6.21

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2022年，公司经营效率指标下降明显。

从经营效率指标看，由于2022年结转收入大幅下降，公司存货周转次数和总资产周转次数分别为0.19次和0.10次，较2021年下降明显。

5. 未来发展

公司短期内以资产盘活，现金回流为主要目标。

2023年公司将聚焦八大重点工作“一城一策、资产盘活、销售确保、融资护航、投资重启、资管深化、商业提效、酒店焕新”，同时将加强财务风险管理，严控整体负债规模，盘活存量资产，加强资产管理，提升出租率和租金水平，降低财务杠杆，降低资产负债率，优化财务融资结构，持续提升融资能力，降低融资成本，不断推进稳健安全的财务管控体系，持续完善并优化信息化的财务管理能力，提升财务效能，提高财务风险管理及内控作用。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了带强调事项段的无保留审计意见，强调事项段内容为“公司于2022年7月、8月、9月以及2023年1月分别对合计43.75亿元的有息债务成功展期，并披露了后续拟采取改善流动性的措施，但可能导致对持续经营能力产生重大疑虑的事项或情况仍然存在重大不确定性”。公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至2022年底，公司合并资产总额1990.70亿元，所有者权益623.16亿元（含少数股东权益226.81亿元）；2022年，公司实现营业总收入203.66亿元，利润总额23.52亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1983.16亿元，所有者权益628.46亿元（含少数股东权益227.38亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入45.09亿元，利润总额7.18亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司货币资金大幅下降，存货面临较大的去化压力，存在跌价风险；其他应收款规模较大，需关注其可回收性；投资性房地产评估值较高，面临一定的公允价值波动风险。公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底有所下降，流动资产规模和占比下降。

表 7 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末		2022 年末较上年末增长率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动资产	1081.79	61.77	1262.27	61.53	1174.51	59.00	1164.49	58.72	-6.95
货币资金	197.47	11.28	153.60	7.49	60.20	3.02	62.55	3.15	-60.81
其他应收款 (合计)	294.60	16.82	325.01	15.84	313.58	15.75	318.15	16.04	-3.52
存货	495.85	28.31	689.55	33.61	701.96	35.26	690.11	34.80	1.80
非流动资产	669.42	38.23	789.15	38.47	816.19	41.00	818.67	41.28	3.43
投资性房地产	546.47	31.21	633.13	30.86	652.45	32.77	654.32	32.99	3.05
资产总额	1751.21	100.00	2051.43	100.00	1990.70	100.00	1983.16	100.00	-2.96

注：占比为占资产总额的比例

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年底，公司流动资产较上年末有所下降，其中货币资金下降明显，主要系偿还债务所致，货币资金中有20.08亿元的其他货币资金，主要为房款监控户及预售物业建筑保证金（12.86亿元）和冻结资金（4.65亿元）；其他应收款合计较上年末略有下降，主要为应收关联方往来款项（占47.13%）和应收第三方往来款项（占51.76%），累计计提减值准备4.89亿元，公司其他应收款规模较大，合作方中有部分风险房企，其他应收款有一定的回收风险；公司存货较上年末略有增长，存货主要由在建开发产品（占74.03%）和已完工开发产品（占25.97%）构成，累计计提存货跌价准备15.06亿元，全部为2022年计提，考虑到目前房地产行业景气度不佳，且公司部分商业项目位于商业环境一般的三四线城市以及完工开发产品占比较高，未来面临较大的去化压力，存货面临较大的跌价风险。

截至2022年底，公司非流动资产主要为投资性房地产，公司投资性房地产采用公允价值计量模式，增长主要系在建投资性房地产投入和合并增加所致，其中完工的投资性房地产551.61亿元，带来的出租收入为14.55亿元，评估值较高，面临一定的公允价值变动风险。

截至2022年底，公司所有权受限资产如表8所示，受限比例为38.94%。

表 8 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	20.08	保证金及定期存款
存货	390.81	抵押

固定资产	12.91	抵押
在建工程	0.37	抵押
投资性房地产	345.83	抵押
土地使用权	5.10	抵押
合计	775.10	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2023年3月底，公司资产总额较上年末略有下降，资产结构变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，权益稳定性较弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益 623.16 亿元，较上年末增长 0.74%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 63.60%，少数股东权益占比为 36.40%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.71%、0.81%、0.51%和 53.91%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至2023年3月底，公司所有者权益和结构较上年末变动不大。

(2) 负债

截至 2022 年底，公司债务规模有所下降，并对多期债券进行展期，流动性管理压力大；截至 2023 年 3 月底，公司短期偿债压力大。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年末有所下降，主要系非流动负债下降所致，流动负债占比有所上升。

表9 公司负债主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末		2022年末较上年末增长率(%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
流动负债	869.57	71.01	1048.21	73.15	1052.54	76.97	1052.23	77.67	0.41
应付账款	124.79	10.19	123.42	8.61	134.10	9.81	128.84	9.51	8.65
应交税费	107.90	8.81	133.78	9.34	153.01	11.19	155.63	11.49	14.38
其他应付款(合计)	292.61	23.90	373.21	26.05	322.11	23.55	310.22	22.90	-13.69
一年内到期的非流动负债	101.70	8.31	96.07	6.70	96.41	7.05	100.97	7.45	0.35
合同负债	--	--	288.23	20.12	316.92	23.17	316.45	23.36	9.95
非流动负债	354.96	28.99	384.67	26.85	315.00	23.03	302.47	22.33	-18.11
长期借款	205.07	16.75	237.43	16.57	201.33	14.72	196.36	14.49	-15.20
应付债券	85.41	6.98	53.65	3.74	22.19	1.62	13.69	1.01	-58.64
负债总额	1224.52	100.00	1432.87	100.00	1367.54	100.00	1354.70	100.00	-4.56

注：占比为占负债总额的比重

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

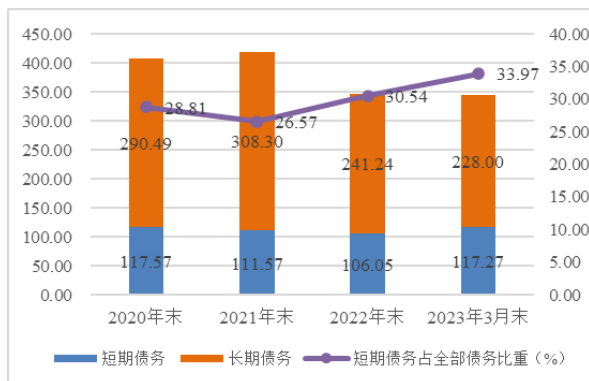
截至2022年底，公司流动负债较上年底变动不大。其中应付账款增长主要系应付工程款增加所致；2022年公司销售回款大于结转收入规模，合同负债有所增长；其他应付款(合计)较上年底下降主要系应付关联方往来款减少所致；公司一年内到期的非流动负债变化不大，主要为一年内到期的长期借款(29.88亿元)和一年内到期的应付债券(65.98亿元)。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底下降明显，主要系长期借款和应付债券下降所致。截至2023年6月12日，公司已对“19宝龙02”“20

宝龙04”“21宝龙01”“21宝龙MTN001”“21宝龙03”“20宝龙MTN001”进行展期，反映出公司所面临的流动性压力。

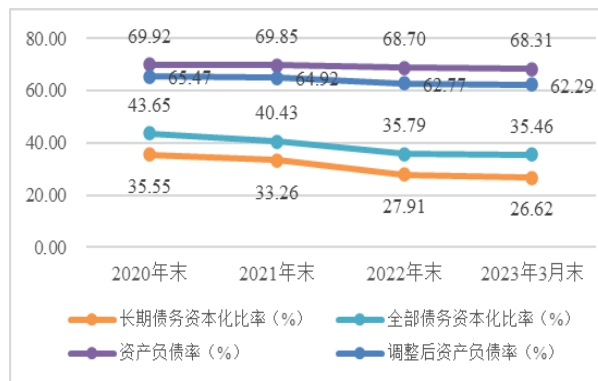
截至2022年底，公司全部债务较上年底下降17.29%，短期债务占比有所上升。从债务指标来看，由于2022年债务净偿还规模较大，截至2022年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降2.15个百分点、4.65个百分点和5.35个百分点。

图2 公司债务结构 (单位：亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司负债总额有所下降，其中应付债券较上年底下降38.30%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司

全部债务较上年底变动不大，短期债务占比进一步上升。如将永续债调入长期债务，截至2023年3月底，公司全部债务增至350.28亿元，主

要债务指标有所上升。公司表内债务负担尚可，但公司为宝龙地产在境内最主要的经营主体，是宝龙地产主要偿债来源，截至2022年底宝龙地产全部债务630.92亿元，其中美元债折合人民币146.10亿元，且宝龙地产已完成对美元债的交换要约和征求同意。考虑到宝龙地产的全部债务，公司实际债务负担重。

截至2023年3月底，公司有息债务中1年内到期的债务规模较大，面临的短期偿债压力大。

表10 截至2023年3月底公司有息债务期限分布情况
(单位:亿元)

项目	1年内	1~2年	2~5年	5年以上	合计
金额	113.57	56.01	43.36	110.68	323.62
占比	35.09%	17.31%	13.40%	34.20%	100.00%

注:上表中的有息债务不含租赁负债和应付票据,联合资信计算的全部债务包含租赁负债和应付票据,故有所差异

资料来源:公司提供

4. 盈利能力

2022年,公司营业总收入和利润降幅明显,非经常性损益中资产减值损失和信用减值损失对利润侵蚀较大,公司盈利指标大幅下滑。

2022年,公司实现营业总收入203.66亿元,同比下降41.46%,主要系开发建设进度放缓,房地产结转收入下降所致;公司利润总额23.52亿元,同比下降76.03%,主要系收入下降、计提资产减值以及投资收益下降所致。

2022年,公司费用总额为21.42亿元,同比下降11.38%。从构成看,公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为42.90%、44.12%和12.97%。其中,销售费用为9.19亿元,同比下降5.23%,主要系当期销售规模下降所致;管理费用为9.45亿元,同比下降4.92%;财务费用2.78亿元,同比下降38.72%,主要系债务减少所致。

非经常性损益方面,2022年,公司实现投资收益3.41亿元,同比下降78.47%,主要系较多合联营企业亏损所致,投资收益占营业利润比重为14.16%;计提资产减值损失15.06亿元,为存货跌价准备;信用减值损失2.83亿元,主要为其他应收款坏账准备。总体看,2022年,公司资产减

值损失和信用减值损失规模较大,对利润的侵蚀明显。

2022年,受利润下降影响,公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.88%和2.15%,同比分别下降5.72个百分点和9.49个百分点。公司盈利指标下降明显。

2023年1-3月,公司实现营业总收入45.09亿元,利润总额7.18亿元,同比增长3.10%。

5. 现金流

2022年,公司销售回款大幅下降,但因收缩业务规模,降低开发建设支出,经营活动现金转为净流入;投资活动现金仍为净流出;筹资活动现金流量净流出规模有所扩大。

表11 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
经营活动现金流入小计	427.50	516.75	262.50	63.11
经营活动现金流出小计	404.18	529.48	238.20	52.35
经营活动现金流量净额	23.32	-12.73	24.30	10.76
投资活动现金流入小计	31.77	35.40	14.14	3.27
投资活动现金流出小计	65.48	93.81	52.76	2.53
投资活动现金流量净额	-33.71	-58.41	-38.62	0.74
筹资活动前现金流量净额	-10.39	-71.14	-14.32	11.50
筹资活动现金流入小计	268.87	257.04	105.76	21.29
筹资活动现金流出小计	229.60	268.22	153.04	31.46
筹资活动现金流量净额	39.26	-11.18	-47.28	-10.18

资料来源:公司财务报告

从经营活动看,2022年,由于销售回款大幅下滑,公司经营活动现金流入同比下降49.20%,同时,公司放缓开发建设进度,经营活动现金流出同比下降55.01%。综上,公司经营活动现金流量净额转为净流入。

从投资活动看,2022年,公司投资活动现金流入同比下降60.05%,主要系与合联营项目往来减少所致;投资活动现金流出同比下降43.76%,主要系对投资性房地产的开发投入减少所致。综上,公司投资活动现金流量净额仍为净流出,主要系当期合联营项目因预售资金监管严格,现金回流大幅减少,同时2022年上半年对合联营项目的开发建设投资增加所致。

2022年,公司筹资活动前现金流量净额仍为净流出。

从筹资活动看,2022年,受公司债券展期以及未获取新项目影响,公司筹资活动现金流入同比大幅下降58.86%,筹资活动现金流出同比下降42.94%。综上,公司筹资活动现金流量净额仍为净流出。

2023年1-3月,公司经营活动和投资活动产生的现金流量净额为净流入,但筹资活动现金流量净额仍为净流出。

6. 偿债指标

跟踪期内,公司短期偿债指标表现弱,长期偿债指标表现一般,债券展期对公司融资影响较大,流动性管理压力大。

表 12 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
短期偿债指标	流动比率(%)	124.41	120.42	111.59	110.67
	速动比率(%)	67.38	54.64	44.90	45.08
	经营现金/流动负债(%)	2.68	-1.21	2.31	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.20	-0.11	0.23	--
	现金短期债务比(倍)	1.68	1.38	0.57	0.53
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	119.46	108.38	31.45	--
	全部债务/EBITDA(倍)	3.42	3.87	11.04	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.06	-0.03	0.07	--
	EBITDA/利息支出(倍)	3.85	3.49	1.36	--
	经营现金/利息(倍)	0.75	-0.41	1.05	--

注:经营现金指经营活动现金流量净额,下同

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看,截至2022年底,公司流动比率和速动比率均有所下降,货币资金对短期债务覆盖不足,考虑到受限资金以及预售监管资金规模较大,公司实际可动用现金对短期债务的覆盖倍数将更低。

从长期偿债指标看,2022年,公司EBITDA同比大幅下降70.98%,EBITDA对全部债务和利息支出的覆盖程度下降明显。

截至2022年底,公司对外担保合计73.43亿

元,均为对合联营企业和同一控制下的关联方担保,有一定的或有负债风险。

未决诉讼方面,截至2022年底,公司无重大未决诉讼。

银行授信方面,截至2022年底,公司共计获得银行授信额度942.50亿元,已使用授信253.67亿元,尚未使用授信688.83亿元,尚未使用授信规模较大,但考虑到债券展期以及未获取新项目,公司融资受限。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产主要为子公司股权和与子公司的往来款,投资收益为公司本部利润主要来源,公司本部货币资金对短期债务覆盖不足,短期偿债压力大。

截至2022年底,公司本部资产总额401.80亿元,较上年底下降16.08%。其中其他应收款(合计)198.14亿元,长期股权投资196.76亿元,货币资金1.00亿元。截至2022年底公司本部全部债务74.57亿元。其中,短期债务为65.13亿元,短期偿债压力大。

截至2022年底,公司本部所有者权益为206.72亿元,较上年底增长0.15%。

2022年,公司本部营业总收入为6.16亿元,利润总额为0.84亿元。同期,公司本部投资收益为0.44亿元。

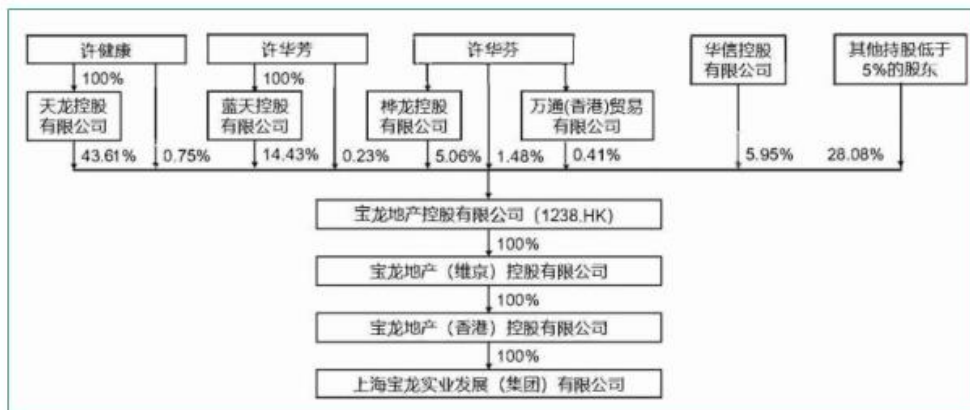
现金流方面,2022年,公司本部经营活动现金流净额为5.39亿元,投资活动现金流净额0.02亿元,筹资活动现金流净额-8.39亿元。

截至2023年3月底,公司本部资产总额396.91亿元,所有者权益为206.35亿元,负债总额190.56亿元;公司本部资产负债率48.01%;全部债务70.25亿元,全部债务资本化比率25.40%。2023年1-3月,公司本部营业收入0.80亿元,利润总额-0.24亿元,投资收益0.01亿元。2023年1-3月,公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为5.65亿元、0.01亿元、-5.68亿元。

十、结论

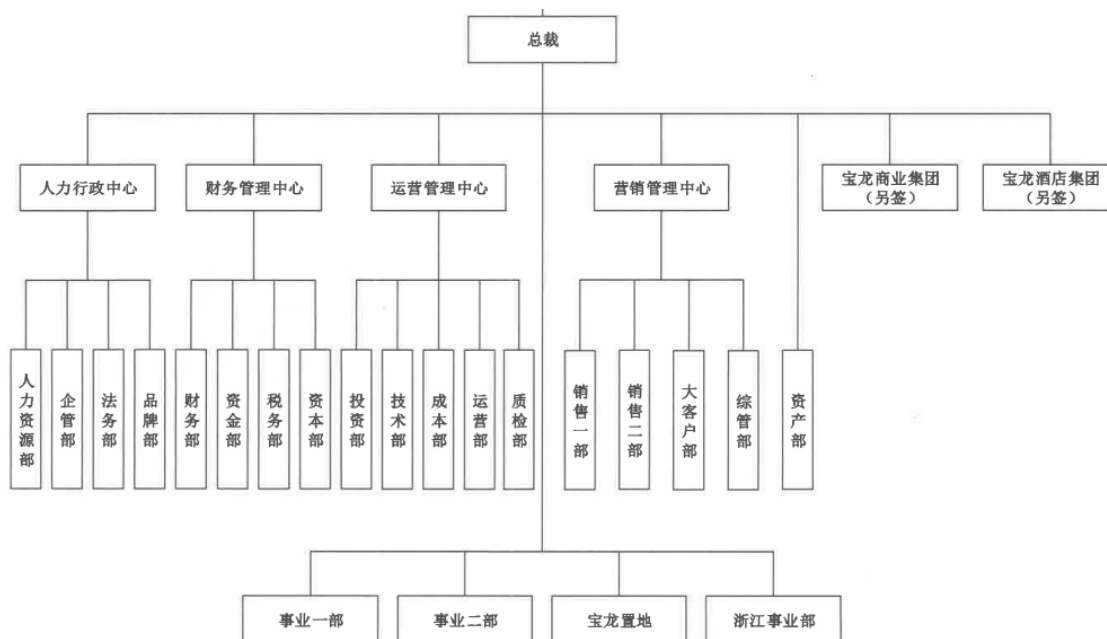
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“20 宝龙 04”“21 宝龙 01”“21 宝龙 02”“20 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN002”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司主要子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例	享有表决权比例
杭州宝龙房地产开发有限公司	132069.10	100%	100%
杭州华展房地产开发有限公司	100000.00	100%	100%
上海宝龙展飞房地产开发有限公司	100000.00	100%	100%
佛山宝沥置业有限公司	350000.00	60%	60%
厦门展皓地产有限公司	150000.00	100%	100%
温州冠宝房地产开发有限公司	130000.00	51%	67%
珠海宝沥置业有限公司	350000.00	100%	100%
宁波茂沁企业管理咨询有限公司	109000.00	39%	50%
上海聚凯企业管理有限公司	100000.00	95%	95%
上海鹏辉企业管理有限公司	100000.00	78%	95%
上海洪诚实业发展（集团）有限公司	120000.00	95%	95%
浙江宝龙星汇企业管理有限公司	100000.00	78%	95%
珠海宝龙房地产开发经营有限公司	300000.00	82%	95%
上海龙愜实业发展有限公司	300000.00	51%	51%
厦门潜龙置业有限公司	150000.00	55%	55%
珠海宝龙岐江置业有限公司	100000.00	65%	65%
上海龙横企业管理有限公司	100000.00	51%	51%
天台茂龙房地产开发有限公司	128640.82	49%	49%
宁波市赫江置业有限公司	120000.00	25%	25%
珠海龙泽企业管理合伙企业（有限合伙）	199885.00	52%	66%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	197.51	153.70	60.26	62.60
资产总额 (亿元)	1751.21	2051.43	1990.70	1983.16
所有者权益 (亿元)	526.69	618.55	623.16	628.46
短期债务 (亿元)	117.57	111.57	106.05	117.27
长期债务 (亿元)	290.49	308.30	241.24	228.00
全部债务 (亿元)	408.05	419.87	347.29	345.28
营业总收入 (亿元)	338.50	347.91	203.66	45.09
利润总额 (亿元)	111.58	98.12	23.52	7.18
EBITDA (亿元)	119.46	108.38	31.45	--
经营性净现金流 (亿元)	23.32	-12.73	24.30	10.76
财务指标				
存货周转次数 (次)	0.45	0.40	0.19	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.18	0.10	--
营业利润率 (%)	32.12	25.70	29.79	28.22
总资本收益率 (%)	9.61	7.60	1.88	--
净资产收益率 (%)	16.16	11.63	2.15	--
长期债务资本化比率 (%)	35.55	33.26	27.91	26.62
全部债务资本化比率 (%)	43.65	40.43	35.79	35.46
资产负债率 (%)	69.92	69.85	68.70	68.31
调整后资产负债率 (%)	65.47	64.92	62.77	62.29
流动比率 (%)	124.41	120.42	111.59	110.67
速动比率 (%)	67.38	54.64	44.90	45.08
经营现金流动负债比 (%)	2.68	-1.21	2.31	--
现金短期债务比 (倍)	1.68	1.38	0.57	0.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.85	3.49	1.36	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.42	3.87	11.04	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. “--”表示数据无意义

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	43.92	39.14	1.00	0.99
资产总额 (亿元)	420.92	478.79	401.80	396.91
所有者权益 (亿元)	197.19	206.41	206.72	206.35
短期债务 (亿元)	64.95	72.19	65.13	69.36
长期债务 (亿元)	72.35	40.62	9.44	0.89
全部债务 (亿元)	137.30	112.81	74.57	70.25
营业总收入 (亿元)	4.13	15.59	6.16	0.80
利润总额 (亿元)	21.13	10.83	0.84	-0.24
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	24.16	-3.06	5.39	5.65
财务指标				
存货周转次数 (次)	0.17	2.44	0.77	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.03	0.01	--
营业利润率 (%)	89.05	56.78	57.43	98.79
总资本收益率 (%)	7.54	3.34	0.62	--
净资产收益率 (%)	11.08	4.65	0.36	--
长期债务资本化比率 (%)	26.84	16.44	4.37	0.43
全部债务资本化比率 (%)	41.05	35.34	26.51	25.40
资产负债率 (%)	53.15	56.89	48.55	48.01
流动比率 (%)	154.13	121.83	110.40	105.48
速动比率 (%)	152.38	120.60	108.25	103.35
经营现金流动负债比 (%)	15.96	-1.32	2.91	--
现金短期债务比 (倍)	0.68	0.54	0.02	0.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：1. 公司本部 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；2. “/”表示未获取数据，“--”表示数据无意义；3. 未获取公司本部折旧、摊销等数据，故不计算 EBITDA 及相关指标

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)*100%/(资产总额-预收款项-合同负债)
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持