

中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券 (第一期、第二期) 跟踪评级报告 (2020)

项目负责人：应治亚 zhyying@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2165 号

中国保利集团有限公司：

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 保利 01”、“19 保利 02”、“19 保利 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

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 保利 01”、“19 保利 02”、“19 保利 03”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了持续强有力的股东支持、行业地位领先，签约销售金额持续增长、区域布局合理，土地储备充沛、多元化业务均衡发展及继续保持畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产调控政策和新冠肺炎疫情影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

保利集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	9,043.63	10,872.82	13,128.86
所有者权益合计（亿元）	2,025.32	2,355.63	2,863.34
总负债（亿元）	7,018.31	8,517.18	10,265.53
总债务（亿元）	2,694.63	3,441.76	3,785.12
营业总收入（亿元）	2,500.81	3,056.46	3,948.00
净利润（亿元）	221.73	307.76	426.02
EBITDA（亿元）	373.10	527.35	693.74
经营活动净现金流（亿元）	-193.11	179.36	459.64
营业毛利率(%)	23.74	26.06	27.60
净负债率(%)	80.74	76.75	64.80
总债务/EBITDA(X)	7.22	6.53	5.46
EBITDA 利息倍数(X)	2.95	2.96	3.13

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

■ **持续强有力的股东支持。**公司是直属于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）的大型中央企业，是首批确定十六家的以房地产为主业的央企之一，目前已发展成为一家从事贸易、地产、文化艺术、民用爆破等业务的多元化集团，在央企中有突出的经营地位，能够在资产划拨、资本注入及业务拓展等方面获得股东方的支持。

■ **行业地位领先，签约销售金额持续增长。**凭借清晰的产品定位和深耕区域的突出表现，公司签约销售业绩持续增长，市场占有率稳居行业前列，保持领先的行业地位。

同行业比较

2019 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)
万科企业	6,308	17,299.29	33.87	1.77	0.60	3,678.94	14.99	0.28
华润置地	2,425	7,621.08	30.45	2.95	-	1,477.36	23.25	0.28
招商蛇口	2,205	6,176.88	29.78	1.35	1.14	976.72	19.31	0.24
保利地产	4,618	10,332.09	60.32	1.88	0.99	2,359.81	15.91	0.29
保利集团	5,046	13,128.86	64.80	1.82	0.86	3,948.00	10.79	0.46

注：“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称；“华润置地”为“华润置地有限公司”简称；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称；“保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本期跟踪债项列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 保利 01	AAA	AAA	30	30	2019/08/29~2022/08/29
19 保利 02	AAA	AAA	5	5	2019/08/29~2024/08/29
19 保利 03	AAA	AAA	35	35	2019/09/24~2022/09/24

■ **区域布局合理，土地储备充沛。**公司通过多种拿地方式合理补充货量，土地储备规模持续增长。截至 2019 年末，项目储备充沛，能满足公司多年的开发需求，为其未来发展提供保障。

■ **多元化业务均衡发展。**保利集团在保持房地产业务和军民进出口贸易业务竞争优势的同时，利用资源整合积极发展民爆，文化艺术经营等业务，公司整体综合实力进一步增强。

■ **继续保持畅通的融资渠道。**公司作为保利集团旗下主要房地产开发平台，与金融机构保持良好合作关系，2019 年末备用流动性充裕。此外旗下拥有六家 A 股及 H 股上市公司，融资渠道畅通。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **新冠肺炎疫情影响。**受新冠肺炎疫情影响，公司文化艺术经营及民爆业务均受到一定冲击。

评级展望

中诚信国际认为，中国保利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。**行业领先地位发生显著不利变化、现金流平衡能力严重弱化。

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。

募集资金情况

中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种一）（债券简称“19 保利 01”、债券代码“154656”），起息日为 2019 年 8 月 29 日，募集资金 30 亿元，票面利率 3.35%，到期日为 2022 年 8 月 29 日。截至本报告出具日，募集资金已按募集说明书规定的用途使用完毕。

中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种二）（债券简称“19 保利 02”、债券代码“154657”），起息日为 2019 年 8 月 29 日，募集资金 5 亿元，票面利率 3.80%，到期日为 2024 年 8 月 29 日。截至本报告出具日，募集资金已按募集说明书规定的用途使用完毕。

中国保利集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（债券简称“19 保利 03”、债券代码“155473”），起息日为 2019 年 9 月 24 日，募集资金 35 亿元，票面利率 3.33%，到期日为 2022 年 9 月 24 日。截至本报告出具日，募集资金已按募集说明书规定的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着

国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降

准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

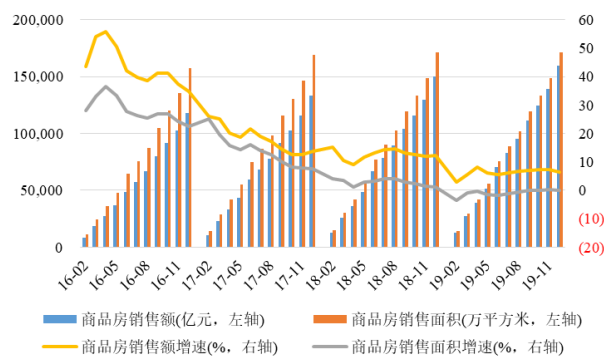
近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现。

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城

市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况（元、万平方米、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

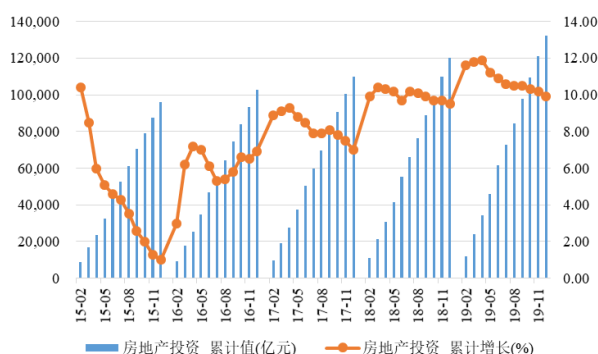
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善。

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

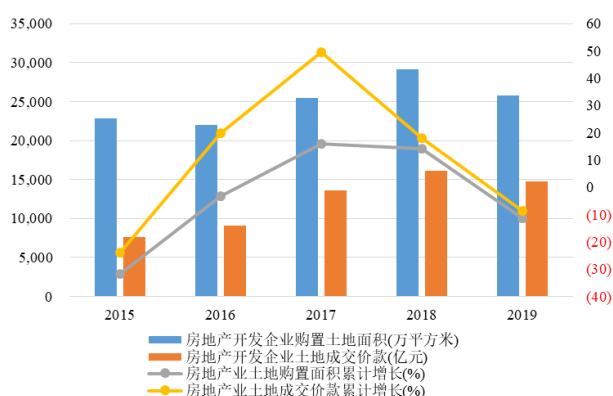
图 2：近年来全国房地产开发投资情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

¹5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

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。

具体来看，2019 年 TOP 3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

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

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，在行业增速放缓且面临不确

定因素背景下，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。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间。

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

跟踪期内，公司凭借其良好的市场口碑、精准清晰的产品定位以及深耕城市的突出表现，销售业绩持续增长，保持了领先的行业地位

房地产开发运营是保利集团最主要的业务板块。A股上市公司保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利地产”，股票代码“600048.SH”）和H股上市公司保利置业集团有限公司（以下简称“保利置业”，股票代码“00119.HK”）是保利集团的两个房地产开发运营平台。截至2019年末，公司对保利地产和保利置业的享有的表决权分别为

40.61%和47.32%。

项目开发方面，2019年公司加大开发力度，新开工面积和竣工面积分别同比增长12.07%和28.42%，整体项目开发规模呈上升趋势，为其未来销售规模的保持提供了较好保障。

表2：2017~2019年公司业务运营情况（亿元、万平方米、元/平方米）

	2017	2018	2019
新开工面积	3,313	4,822	5,404
竣工面积	1,864	2,579	3,312
签约销售面积	2,517	2,990	3,358
签约销售金额	3,504	4,456	5,046
签约销售均价	13,921	14,901	15,026

注：房地产板块数据包含保利地产和保利置业，下同；数据为全口径
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，凭借清晰的产品定位和深耕区域的突出表现，2019年，公司签约销售金额及面积同比分别同比增长13.24%和12.31%。销售均价方面，得益于公司深耕城市群市场处于上升周期，2019年销售均价亦同比上升。根据CRIC发布的《2019年中国房地产企业销售金额排行榜》，保利地产业位列第5位，排位与上年保持一致；此外，公司市场占有率稳中有升，行业领先地位得到进一步的巩固。2020年1~3月，保利地产签约销售面积和签约销售金额均同比下降，中诚信国际将持续关注疫情对公司后续经营业绩的影响。

从销售区域分布来看，公司深耕城市优势显著，2019年珠三角及长三角区域的签约销售均达千亿规模。从单城表现上来看，公司在全国11个城市中销售金额排名当地第一，25个城市销售金额排名进入前三，其中，广州仍为公司销售金额贡献最大的城市，实现销售金额超过420亿元，佛山、武汉、北京超过200亿元，福州、西安、三亚等首次突破100亿元。

结算方面，2019年，公司结算面积和结算金额同比分别增长17.34%和28.18%，继续稳定上升。从结算区域分布来看，华南和华东区域对公司的结算贡献占比较大。

表 3：2017~2019 年公司结算情况（万平方米、亿元）

	2017	2018	2019
结算面积	1,639	1,711	1,969
结算金额	1,658	2,040	2,572

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司保持多元的拿地方式，虽然拿地力度有所放缓，但期末项目储备充沛，为其未来发展形成保障

拿地策略方面，公司持续加大一、二线城市及核心城市群的渗透，继续深耕优势城市。2019 年公司拿地力度继续放缓，新增土地储备面积及拿地金额同比分别下降 27.16%和 6.05%。从储备项目获取的方式来看，主要以公开市场招拍挂、旧城改造、合作开发、并购整合等多元化方式拓展资源储备，2019 年公司通过产业合作、旧改、收购等方式获取项目数量不断增加，多元化拓展能力持续提升。

表 4：2017~2019 年公司新增项目及土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

	2017	2018	2019
新拓展项目	217	146	142
新增土地计容面积	4,799	4,457	3,247
新增土地总地价	2,939	2,163	2,032

注：全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司于全国 100 余个城市及海外 6 个城市的剩余可售面积²为 10,164 万平方米，其中，公司可售面积规模排名前列的城市为武汉、广州、佛山、成都和青岛，剩余可售面积均超过 300 万平方米，公司土地储备的城市分布较为分散，项目储备充沛。

表 5：截至 2019 年末公司剩余可售面积分布情况

单位：万平方米、%

城市	剩余可售面积	占比
武汉	761	7.49
广州	635	6.25
佛山	594	5.84
成都	324	3.19
青岛	306	3.01
江门	242	2.38
汕尾	214	2.11

²在建剩余可售面积+待开发项目计容建筑面积

清远	204	2.01
遵义	191	1.88
肇庆	184	1.81
南宁	182	1.79
南京	177	1.74
揭阳	174	1.71
太原	167	1.64
沈阳	167	1.64
长沙	159	1.56
韶关	158	1.55
茂名	151	1.49
北京	150	1.48
天津	146	1.44
其他	4,879	48.00
合计	10,164	100.00

注：其他城市包括南昌、合肥、福州、贵阳、济南等城市。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物业服务、商业地产等业务规模呈扩张趋势，可对公司收入形成一定补充

除房地产开发外，公司还通过两大地产平台持有大量优质商业地产，商业地产业态包括写字楼、商场、酒店等，分布在北京、上海、广州和佛山等城市核心地段。2019 年公司实现酒店经营收入 11.95 亿元，租赁收入 16.81 亿元，均同比小幅增长，能为公司提供稳定的现金流。

物业服务方面，该业务主要由保利物业发展股份有限公司³（以下简称“保利物业”）运营。2019 年 12 月 19 日，保利物业于香港联交所主板上市，股票代码为“06049.HK”。2019 年公司实现物业管理收入 58.32 亿元，当期末，在管面积达 2.87 亿平方米，合同面积达 4.98 亿平方米，物业管理项目超过 1,000 个。

公司军民品贸易业务收入规模稳步增长，其中保利国际军品贸易业务凭借良好的品牌影响力和广泛的客户资源，继续保持行业领先地位

公司军民品贸易主体包括保利国际控股有限公司（以下简称“保利国际”）和中国工艺集团有限公司（以下简称“工艺集团”）。2019 年公司实

³截至 2020 年 4 月 14 日，保利地产对其持股 72.29%。

现贸易业务收入 759.10 亿元，同比增长 40.97%。

保利国际是保利集团从事军民品进出口贸易的主要运作平台，近年来保利国际贸易主业的进出口签约额在国内军贸企业中名列前茅。保利国际民品进出口主要是对外开展的各种原材料、机电产品及成套设备进出口业务。保利国际的民品贸易业务范围涉及金属、机电、汽车、化工、木材、轻工、纺织服装、塑料制品等多种业务。

工艺集团于 2017 年 8 月无偿划转入保利集团并成为保利集团的全资子公司；其业务以贵金属进口、转口贸易为主，其他数十种贸易产品为辅。

2019 年以来，公司军品贸易继续保持行业领先，但民品贸易对经济景气度敏感性较高，中诚信国际将对公司民品贸易的盈利情况保持关注。

2019 年公司文化艺术经营业务稳步发展。艺术品经营与拍卖受宏观经济影响收入有所下滑；演出和剧院继续保持行业内领先地位，但文化板块受疫情影响较大

保利文化集团股份有限公司（以下简称“保利文化”）是公司开展文化业务的主要载体。2019 年，保利文化实现营业总收入 38.57 亿元，同比增长 3.64%。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司全国各地的影院及剧院暂停营业，当期营业总收入同比大幅下降 50.18%。

公司艺术品经营与拍卖业务主要包括艺术品拍卖业务、艺术品经营、艺术品投资顾问及艺术品金融业务。艺术品经营方面，公司收购的艺术品主要包括古董珍玩、中国书画、油画及雕塑以及用于转售的小价值物品。受艺术品拍卖经营行业景气度低迷及疫情影响，2019 年以来，公司艺术品经营与拍卖业务板块收入持续下滑。

表 6：近年来公司艺术品拍卖成交额情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
艺术品拍卖成交额（亿元）	103.40	83.03	86.00	2.83
其中：北京保利拍卖（亿元）	76.00	63.52	71.00	2.83

⁴截至 2019 年末，保利集团持有保利久联 51% 的股份。

保利香港拍卖（亿港元）	30.64	22.59	17.03	0.00
-------------	-------	-------	-------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

作为国内最大的剧院管理公司，2019 年保利文化剧院规模持续增长，行业领先地位进一步稳固；2019 年，保利剧院新接管 7 家剧院，其中 6 家剧院完成开业首演；截至 2020 年 3 月末，保利剧院管理剧院数量增加至 70 家。公司通过将剧院租赁给第三方举办各类活动或演出以获取租金收入，近年来随着剧院数量的增加该业务收入持续增长。

表 7：近年来公司剧院运营情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
管理剧院数量（家）	59	64	68	70
演出场次（场）	8,093	9,100	10,004	1,002
观剧人次（万人次）	850	900	995	100
剧院票务收入（亿元）	4.59	5.47	6.61	0.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

影院投资管理业务方面，由于部分新设及收购影城处于培育期，以及影院行业竞争规模加大等因素影响，保利文化单体影院收入规模下滑，观影人次及票房收入小幅下降。

新冠肺炎疫情以来，公司运营管理的剧院及影院至今暂停营业，演出场次及观影人次大幅减少，对剧院票务收入及影院票房收入产生较大不利影响。

民爆产品产能规模继续保持国内领先，2019 年受部分爆破工程项目处于停工状态以及民爆产品销量减少等因素影响，公司民爆业务收入规模同比下降

目前，保利久联控股集团有限责任公司⁴（以下简称“保利久联”）为公司民爆业务的运营平台。截至 2019 年末，公司工业炸药生产许可能力增加至 46.78 万吨，工业雷管生产许可能力增加至 3.14 亿发，进一步巩固国内龙头地位和区域市场优势。与此同时，保利久联通过调整营销体系，减少中间环节，为终端客户提供优质产品和服务，市场占有率

率稳中有升。公司民爆产品主要包括乳化炸药、膨化炸药、铵油炸药、电雷管、导爆管雷管、塑料导爆管、导爆索等，是国内工业炸药品种最齐全、规模最大的民爆企业之一。2019 年主要受销售区域民爆产品下游需求减弱叠加部分项目停工以及市政项目较多处于竣工结算阶段的影响，公司民爆产品生产、爆破及工程施工收入分别为 20.09 亿元和 29.32 亿元，均同比有所下滑。

财务分析

以下分析主要基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项段的无保留意见的 2017~2019 年度审计报告。该强调事项主要是子公司保利科技有限公司、中国新时代科技有限公司、新时代工程咨询有限公司、保利科技发展有限公司、保利国防科技研究中心有限公司、保利国际发展有限公司、深圳深远贸易有限公司报表项目中涉密部分已由公司内部审计部门审计。各期数据均为审计报告期末数。

跟踪期内，得益于广东、上海等高利润区域项目陆续结转，公司营业毛利率同比继续上升，经营性业务利润亦随之增长，整体盈利能力较强

房地产业务收入依然系公司最主要的收入来源，2019 年受益于保利地产结转规模增长而同比增长房地产收入同比增长 25.81%，进而带动公司营业总收入同比增长 29.17%至 3,948.00 亿元。2019 年，得益于华东及华南区域较高毛利率项目的结转，公司房地产销售板块的毛利率同比上升 1.58 个百分点，带动公司整体毛利率水平有所上升。

表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
房地产及物业管理	1,806.95	2,295.09	2,935.32
其中：房地产	1,673.11	2,060.26	2,592.05
军民品贸易板块	523.73	561.70	759.10
民爆业务板块	55.44	62.89	49.41
文化艺术管理板块	33.40	35.22	38.03
设计及监理收入	14.79	15.15	16.64
毛利率	2017	2018	2019
房地产及物业管理	27.96	31.20	32.78

其中：房地产	28.81	32.91	35.43
军民品贸易板块	4.87	3.86	3.47
民爆业务板块	23.40	22.15	27.61
文化艺术管理板块	29.16	26.83	30.44
设计及监理收入	22.38	22.49	24.68

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，随着业务的不断发展，公司期间费用攀升。细分来看，随着销售业绩的不断提升，公司销售费用同比大幅上升 29.82%；管理费用亦随之上升 38.43%。由于公司大部分借款产生的利息支出已在存货和在建工程中资本化，财务费用规模相对于有息债务规模较小。公司期间费用率同比增长 0.20 个百分点，整体期间费用率仍控制在较好水平。

得益于公司结转项目盈利能力较高，公司经营性业务利润同比增长 35.01%，是公司利润的最主要来源。此外，随着公司合联营企业陆续进入结算周期，公司投资收益亦随之增长 9.22%。公司资产减值损失主要系存货跌价准备，2019 年同比下降 4.06%，主要系公司对合肥保利海上明悦和厦门保利同安新城通福路等项目计提的跌价准备。2019 年，公司净利润率 10.79%，同比上升 0.72 个百分点，依然保持了较强的盈利能力。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	63.98	81.77	106.16
管理费用（含研发费用）	67.45	80.76	111.80
财务费用	36.23	45.12	58.11
期间费用率（%）	6.70	6.79	6.99
经营性业务利润	283.92	415.10	560.44
资产减值损失	14.55	36.28	34.81
信用减值损失	--	--	2.88
公允价值变动收益	0.07	1.84	6.21
投资收益	28.81	47.68	52.08
营业外损益	2.28	4.63	3.45
净利润	221.73	307.76	426.02
净利润率（%）	8.87	10.07	10.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司资产规模及负债规模保持增长，债务规模亦持续攀升，但财务杠杆水平有所下降，整体控制在合理水平

跟踪期内，随着业务规模的扩大，公司资产总额同比增长 20.75%。具体来看，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，随着公司业务规模的扩张，公司融资需求旺盛，受此影响公司货币资金同比增长 18.11%。随着不断购置土地以及项目的持续投入公司存货呈快速上升态势，2019 年公司存货规模同比增长 19.09%。公司其他应收款主要由公司对合联营公司的往来款、子公司合作方股东往来款以及押金、保证金和代垫款等项目，随着合联营项目不断增加，2019 年末公司其他应收款同比增长 14.78%。公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。其中，投资性房地产主要包括写字楼和购物中心等，以成本模式进行计量，2019 年末投资性房地产规模同比小幅增长 2.95%。公司的长期股权投资主要为对合联营企业的投资，由于公司多以联合开发的方式获取土地，使得公司对联营、合营企业投资的不断增加，2019 年末公司长期股权投资同比快速增长 34.65%。

跟踪期内，公司负债总额亦呈增长态势，主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。其中预收款项主要为预售房款，2019 年末同比基本持平。同期末公司其他应付款余额同比大幅增长 75.72%，主要由应付合作方往来款、联营合营企业及其他关联方往来款和保证金押金构成。此外，公司加大拿地 and 项目建设力度，融资需求有所增长，债务规模同比增长 9.98%。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益构成。其中未分配利润随利润积累逐年稳步增长；受合作开发项目增多，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益同比增长 22.17%。

财务杠杆方面，受益于货币资金和权益规模的增长，公司净负债率水平同比下降 11.95 个百分点，期末净负债率 64.80%，杠杆水平较为合理。

表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	9,043.63	10,872.82	13,128.86
流动资产	8,210.27	9,676.96	11,552.29
货币资金	1,059.33	1,633.82	1,929.76
其他应收款	771.59	1,329.73	1,526.28

存货	5,250.97	5,701.90	6,790.18
非流动资产	833.36	1,195.86	1,576.57
投资性房地产	239.14	293.96	302.62
长期股权投资	280.96	544.17	732.71
总负债	7,018.31	8,517.18	10,265.53
其他应付款	813.01	692.86	1,217.51
预收款项	2,882.74	3,685.24	3,656.31
短期债务	522.32	873.22	1,060.35
长期债务	2,172.31	2,568.54	2,724.77
总债务	2,694.63	3,441.76	3,785.12
所有者权益	2,025.32	2,355.63	2,863.34
未分配利润	429.77	504.98	587.06
少数股东权益	1,362.73	1,615.95	1,974.13
资产负债率（%）	77.61	78.33	78.19
净负债率（%）	80.74	76.75	64.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司流动资产占总资产的比重依然维持较高水平；受益于较大的收入规模，公司的周转率维持在较高水平

2019 年末，公司流动资产其占总资产的比重为 87.99%。其中货币资金、存货及其他应收款合计占流动资产比重达 88.69%。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	90.79	89.00	87.99
存货/流动资产	63.96	58.92	58.78
货币资产/流动资产	12.90	16.88	16.70
其他应收款/流动资产	9.40	13.74	13.21
（存货+货币资金+其他应收款）/流动资产	86.26	89.55	88.69
开发产品	763.17	793.43	778.63
开发产品/存货	14.53	13.92	11.47
开发成本	3,578.14	3,027.27	3,639.08
开发成本/存货	68.14	53.09	53.59
其他	898.20	1,818.54	2,358.32
其他/存货	17.11	31.89	34.73

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司维持了较高的货币资金规模，受限比例相对较低；公司其他应收款主要由公司对合联营公司的往来款、子公司合作方股东往来款以及押金、保证金和代垫款等项目；公司存货主要以房地产开发为主的开发产品和以未开发土地储备为主的其他存货构成，此外，公司开发产品占比持续下降。

周转率方面，收益于较高的收入规模，公司近

年来均维持了较高的存货周转率和总资产周转率。

表 12：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.42	0.41	0.46
总资产周转率（次/年）	0.32	0.31	0.33

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司货币资金可对短期债务提供充足的保障，销售回款维持在较高水平，对总债务的保障能力较强

公司的签约销售规模持续增长，且回款率保持较高水平，受益于此，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 13.85%。

2019 年末公司总债务规模持续上升，其中短期债务在总债务中占比为 28.01%，其债务期限结构保持在较为合理的水平。从融资来源来看，公司债务主要来自于银行借款和债券融资。

受益于很强的盈利能力，跟踪期内，公司 EBITDA 对债务的保障能力持续上升；同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。此外，公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金持续处于较好水平，回款对其债务形成较好支撑。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-193.11	179.36	459.64
销售商品、提供劳务收到的现金	3,211.59	3,873.48	4,409.80
货币资金/短期债务	2.03	1.87	1.82
总债务	2,694.63	3,441.76	3,785.12
短期债务/总债务	19.38	25.37	28.01
EBITDA	373.10	527.35	693.74
总债务/EBITDA	7.22	6.53	5.46
经营活动净现金流/总债务	-0.07	0.05	0.12
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.84	0.89	0.86
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.38	3.43	3.65

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，此外，公司受限资产比例低，或有负债风险低

截至 2019 年末公司共获得银行授信额度 7,034

亿元，其中未使用额度为 3,222 亿元，备用流动性充足；同时，公司控股保利地产、保利置业、保利文化、久联发展、保利物业和中国海诚工程科技股份有限公司等六家 A 股或 H 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计为 1,219.99 亿元，受限资产主要为存货；受限资产占当期末总资产的 9.29%，受限比例较低。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对外担保（不含子公司）担保金额为人民币 1,306.19 亿元，其中对购房人的担保 1,135.97 亿元。公司子公司中国轻工集团有限公司，中国工艺集团有限公司及中国中丝集团有限公司涉及重大未决诉讼 11 起，关注案件后续进展。

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 2019 年 12 月 31 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。

外部支持

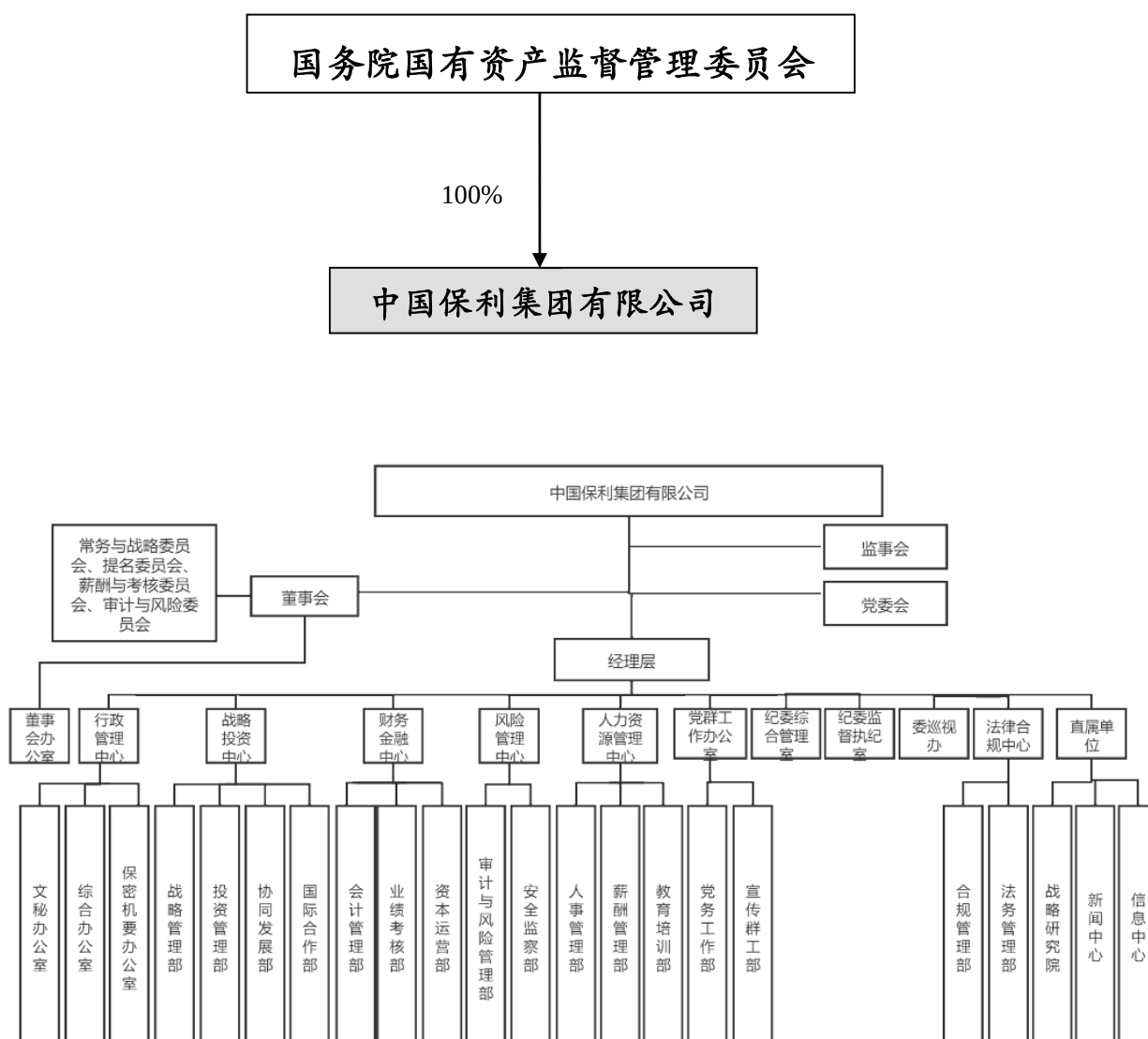
公司是直属于国务院国资委的大型中央企业，在央企中有突出的经营地位，能获得股东的支持

公司是直属于国务院国资委的大型中央企业，为国有资本投资公司试点企业，目前已发展成为一家从事贸易、地产、文化艺术、民用爆破等业务的多元化集团，在央企中有突出的经营地位，能够在资产划拨、资本注入及业务拓展等方面获得股东方的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国保利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 保利 01”、“19 保利 02”、“19 保利 03”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国保利集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国保利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）	2017	2018	2019
货币资金	10,593,328.90	16,338,239.72	19,297,569.28
其他应收款	7,715,902.98	13,297,265.50	15,262,823.39
存货净额	52,509,668.23	57,018,968.47	67,901,837.43
长期投资	3,527,231.24	6,119,021.79	8,331,039.78
固定资产	1,202,801.09	1,509,301.72	1,864,431.98
在建工程	173,900.68	178,912.70	681,616.56
无形资产	189,310.43	231,895.27	443,717.03
投资性房地产	2,391,435.25	2,939,630.32	3,026,211.68
总资产	90,436,287.78	108,728,168.96	131,288,649.22
预收款项	28,827,354.97	36,852,446.00	39,252,250.90
其他应付款	8,130,102.75	6,928,594.39	12,175,089.29
短期债务	5,223,159.70	8,732,168.71	10,603,450.59
长期债务	21,723,104.00	25,685,425.98	27,247,706.03
总债务	26,946,263.71	34,417,594.69	37,851,156.61
净债务	16,352,934.81	18,079,354.97	18,553,587.34
总负债	70,183,089.88	85,171,838.09	102,655,251.28
费用化利息支出	497,070.25	683,846.68	742,128.78
资本化利息支出	768,275.16	1,098,306.13	1,472,453.25
所有者权益合计	20,253,197.89	23,556,330.88	28,633,397.94
营业总收入	25,008,138.04	30,564,565.11	39,479,996.13
经营性业务利润	2,839,188.02	4,150,978.28	5,604,359.72
投资收益	288,134.18	476,805.67	520,751.59
净利润	2,217,263.29	3,077,609.53	4,260,219.44
EBIT	3,502,546.10	5,018,105.29	6,603,195.97
EBITDA	3,731,032.37	5,273,474.61	6,937,435.37
销售商品、提供劳务收到的现金	32,115,887.95	38,734,795.01	44,097,975.43
经营活动产生现金净流量	-1,931,140.49	1,793,640.54	4,596,372.56
投资活动产生现金净流量	-1,202,382.72	-1,465,473.76	-1,685,140.11
筹资活动产生现金净流量	6,025,929.39	4,949,016.54	300,826.02
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	23.74	26.06	27.60
期间费用率(%)	6.70	6.79	6.99
EBITDA 利润率(%)	14.92	17.25	17.57
净利润率(%)	8.87	10.07	10.79
净资产收益率(%)	4.46	5.04	5.50
存货周转率(X)	0.42	0.41	0.46
资产负债率(%)	77.61	78.33	78.19
总资本化比率(%)	57.09	59.37	56.93
净负债率(%)	80.74	76.75	64.80
短期债务/总债务(%)	19.38	25.37	28.01
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.07	0.05	0.12
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.37	0.21	0.43
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.53	1.01	2.08
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.84	0.89	0.86
总债务/EBITDA(X)	7.22	6.53	5.46
EBITDA/短期债务(X)	0.71	0.60	0.65
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.95	2.96	3.13
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	3.38	3.43	3.65

注：中诚信国际将其他流动负债和长期应付款中有息债务分别调至短期债务和长期债务核算，将一年内到期的非流动负债无息部分调出债务核算；将研发费用纳入管理费用，将合同资产纳入存货，合同负债纳入预收款项核算。

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	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	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	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：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。