

保利文化集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：王文洋 wywang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 28 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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 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 [2021]跟踪 1996 号

保利文化集团股份有限公司：

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审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“18 保文 01”和“18 保文 02”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持保利文化集团股份有限公司（以下简称“保利文化”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 保文 01”和“18 保文 02”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司控股股东实力雄厚，公司在艺术品拍卖及剧院管理行业领先的市场地位并拥有畅通的融资渠道等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到新冠肺炎疫情对公司业务造成较大冲击，其他应收款规模较大以及短期债务规模上升较快、经营活动净现金流对债务覆盖能力较弱等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

保利文化（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	104.46	135.92	138.58	138.07
所有者权益合计（亿元）	50.02	49.20	45.36	44.41
总负债（亿元）	54.44	86.72	93.23	93.66
总债务（亿元）	30.89	58.64	68.29	71.08
营业总收入（亿元）	37.22	38.57	23.28	5.16
净利润（亿元）	3.68	1.28	-3.16	-0.95
EBIT（亿元）	5.49	3.87	-0.83	--
EBITDA（亿元）	7.04	5.03	1.65	--
经营活动净现金流（亿元）	-10.58	-8.38	-7.10	-8.18
营业毛利率(%)	35.01	34.37	32.52	26.76
总资产收益率(%)	5.33	3.22	-0.60	--
资产负债率(%)	52.12	63.80	67.27	67.84
总资本化比率(%)	38.18	54.38	60.09	61.55
总债务/EBITDA(X)	4.39	11.65	41.45	--
EBITDA 利息倍数(X)	16.73	3.35	0.86	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **股东实力雄厚。**公司控股股东和实际控制方中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业，资本实力雄厚。

■ **行业地位突出。**公司艺术品拍卖与经营业务以及剧院经营管理业务保持行业领先地位、很高的品牌影响力及竞争实力。2020 年，公司艺术品拍卖成交额约人民币 69.65 亿元，继续领跑中国艺术品拍卖市场；截至 2021 年 3 月末，公司管理的剧院规模达到 70 家，是国内最大的剧院演出平台、最大的剧院管理团队以及国内规模最大的剧院演出运营商。

■ **融资渠道畅通。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行人民币授信总额为 75.30 亿元，尚未使用额度为人民币 46.41 亿元；获得的港币授信总额

为 8.00 亿港币，尚未使用额度为 4.00 亿港币。此外，公司作为港股上市公司（股票代码：HK.03636，股票简称：保利文化），拥有直接融资渠道。

关 注

■ **新冠肺炎疫情对公司演出与剧院管理及影院投资管理业务造成一定影响。**2020 年以来受新冠肺炎疫情影响，公司旗下剧院及影院日常运营受到很大冲击，公司旗下剧院及影院目前已逐步恢复营业，但国内观影需求仍未完全释放。中诚信国际将密切关注疫情对公司业务经营带来的影响。

■ **其他应收款规模较大。**公司其他应收款主要为与拍卖业务相关款项，跟踪期内随着市场拓展力度加大进一步上升，截至 2021 年 3 月末，公司其他应收款达 66.30 亿元，中诚信国际将对其其他应收款回收情况及其对公司资金周转的影响保持关注。

■ **跟踪期内，公司债务规模持续上升，债务融资趋于短期化，经营活动净现金流无法有效覆盖债务本息。**受发行超短期融资券影响，公司短期债务规模持续上升，截至 2021 年 3 月末，总债务为 71.08 亿元，短期债务占比为 78.62%；公司经营活动净现金流由于受到收付拍品保证金、结算拍品价款、竞拍保证金及融资租赁业务放款的影响，呈现持续净流出态势，无法对债务本息形成有效覆盖。

评级展望

中诚信国际认为，保利文化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。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强；公司主营业务盈利能力大幅上升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司债务负担持续大幅上升，偿债能力恶化；公司日常经营受到较大影响，盈利能力持续大幅弱化等。

同行业比较

2020 年部分传媒企业主要指标对比表				
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
文投控股	72.43	61.13	5.28	-35.13
保利文化	138.58	67.27	23.28	-3.16

注：“文投控股”为“文投控股股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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
18 保文 01	AA+	AA+	2020/06/24	4.00	4.00	2018/09/07~2021/09/07	--
18 保文 02	AA+	AA+	2020/06/24	3.00	3.00	2018/12/05~2021/12/05	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18 保文 01”及“18 保文 02”募集资金均已按照募集说明书约定使用完毕，募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致，未发生变更。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在

持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

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

近期关注

2020 年受新冠肺炎疫情影响，全年线下拍卖额明显下滑，但由于中国疫情防控较为有效、经济恢复迅速，行业整体成交额明显好于世界其他国家

根据雅昌艺术市场监测中心数据，艺术品拍卖市场受整体经济影响较为明显，在宏观经济影响下，2020年度中国艺术品拍卖市场整体规模在缩减，但拍品品质持续提升，符合拍卖企业执行的“缩量增质”策略。受全球新冠肺炎疫情影响，2020年中国艺术品线下拍卖市场总额为395亿元人民币，较2019年减少19.59%，为2010年以来的最低值，中国艺术品拍卖市场景气度仍处于低位运行。但相较于全球其他市场，受益于国内疫情的有效防控、经济的迅速恢复、行业政策及拍卖企业的创新发展，中国艺术品拍卖市场降幅相对较小，全年成交额超越美国成为全球第一。

从拍卖公司排名来看，2020年，北京保利国际拍卖有限公司（以下简称“北京保利拍卖”）拍卖继续领跑中国艺术品拍卖市场，中国地区拍卖成交总额前十名变化较大，其中，永乐拍卖、上海嘉禾进入前十名，西泠印社、保利香港拍卖有限公司（以下简称“保利香港拍卖”）、中国嘉德香港的成交额均出现较大幅度的下滑。整体来看，新拍卖力量的加入会给拍卖市场带来新活力。

表 1：2020 年国内拍卖公司成交额前十名（亿元）

排名	拍卖公司	2020 年度 拍卖总额	同比涨跌幅
1	北京保利拍卖	53.72	-13.77%
2	香港苏富比	53.07	-8.78%
3	佳士得香港	45.22	12.58%
4	中国嘉德（北京）	42.74	-9.80%
5	永乐拍卖	32.78	--
6	华艺国际（北京）	25.96	33.19%
7	北京荣宝	13.74	3.65%
8	西泠印社	10.40	-58.69%
9	中贸圣佳	10.06	-30.14%
10	上海嘉禾	8.17	224.13%

资料来源：《中国艺术品拍卖市场调查报告（2020 年下半年）》，雅昌艺术市场监测中心（AMMA）

从拍卖形式来看，受新冠肺炎疫情影响，线下拍卖活动多被取消，中国艺术品市场在短暂适应之后做出积极调整，为了自身发展需求，各拍卖公司在短时间内布局线上拍卖平台，进而举办不同主题的线上拍卖活动。线上拍卖具有灵活迅速、极具主题性的特点，可突破空间限制，很大限度的激活全球藏家资源，线上拍卖未来或将在拍卖市场中发挥重要作用。

从细分艺术品类别来看，由于国内疫情得到有效控制，2020年下半年中国艺术品线下拍卖逐渐恢复，书画市场的同比涨幅为近十年的最高值，且随着资本热潮的逐渐褪去，老一辈当代书画艺术家作品成为市场深耕的对象。瓷杂市场因无法直观鉴定，其线上交易的市场难以打开，直到2020年下半年，瓷杂市场才逐渐回暖。在艺术品市场整体趋冷的背景下，油画及当代艺术板块逆势上扬，拍品均价大幅上涨，2020年下半年油画及现当代艺术的成交额涨幅为近十年之最。

行业政策方面，自2020年5月1日起，对拍卖行受托拍卖的文物艺术品，委托方按规定享受免征增值税政策的，允许拍卖行以自己名义就代为收取的货物价款向购买方开具增值税普通发票，而对应的货物价款不计入拍卖行的增值税应税收入。拍卖税务难题的解决给予疫情冲击下文物艺术品拍卖市场极大的生存和发展信心，这一利好将为拍卖企业

减负，推动企业收藏进入拍卖市场。

2021年以来，线下艺术品拍卖市场仍受新冠肺炎疫情影响，拍卖公司将更加注重国内市场的挖掘和开拓，加大线上拍卖业务的投入力度，通过行业创新和合作应对艺术品拍卖市场的下行压力。

中诚信国际认为，受新冠肺炎疫情疫情影响，2020年上半年中国艺术品拍卖市场成交额大幅下降，但受益于国内疫情的有效防控、经济的迅速恢复、行业政策及拍卖企业的创新发展，中国艺术品拍卖市场相较于其他国家表现良好。此外，线上拍卖发展速度较快，为各拍卖公司带来新的发展机遇。

2020 年新冠肺炎疫情对电影行业造成巨大冲击

2020 年，我国电影总票房为 204.17 亿元，总票房同比降幅约 70%，其中国产电影票房为 170.93 亿元，占总票房的 83.72%。新冠肺炎疫情对电影行业带来巨大冲击，影院作为线下放映终端暂停营业，在此期间，影院仍需承担关停期间的租金、设备和人员成本，影院成本端压力进一步加大。影院虽已于 7 月陆续恢复运营，但受限制观影人次等因素影响，2020 年全年运营效果不及预期。

从银幕数量来看，2020 年中国电影市场影院、银幕数逆势增长，其中，2020 年全国影院数为 11,856 家，同比增加 4.4%；全国银幕总数为 75,581 块，同比增长 8.3%，为电影行业的恢复奠定终端基础。

从观影内容来看，优质内容是影迷最大的观影动力。国产影片成为 2020 年票房担当，票房前十名的影片均为国产影片，其中《八佰》以 31.1 亿元票房居首位。从宣发形式来看，疫情促使电影行业主动创新，以线上路演为代表的多种营销模式应运而生，据统计，2020 年票房前十名的影片中，有 8 部影片使用直播售票的宣发形式。

根据国家电影局发布的相关数据，2021 年春节档电影票房达 75.44 亿元，继 2019 年 59.05 亿元后，再次刷新春节档全国电影票房，且春节档全部

为国产影片。观影人次方面，2021 年春节档观影总人次达 1.6 亿人次，比 2019 年春节档 1.32 亿人次增长 21%，受疫情压抑的观影需求在春节期间得到全面释放。随着国内疫情防控逐渐平稳，中国电影行业景气度在 2021 年有望得到改善。

中诚信国际认为，新冠肺炎疫情对电影行业带来巨大冲击，影院虽已于 7 月陆续恢复运营，但受限制观影人次等因素影响，运营效果不及预期，影城仍面临很大的运营压力。从 2021 年春节档情况来看，中国电影市场景气度有望在 2021 年逐步恢复。

公司行业地位突出，2020 年艺术品拍卖成交额继续领跑全国，但新冠肺炎疫情对线下拍卖活动造成较大冲击，春季拍卖会未能如期开展，全年艺术品拍卖成交额同比有所下滑

公司艺术品经营与拍卖业务涵盖拍卖、艺术品经营和艺术品投资顾问等一体化服务，覆盖鉴定、评估、拍卖、销售、投资和融资等艺术品产业链的各个关键环节。

艺术品拍卖方面，跟踪期内，艺术品拍卖行业景气度持续低迷，叠加新冠肺炎疫情对线下拍卖活动造成较大冲击，公司艺术品拍卖成交额降幅较大。其中，由于春季拍卖会未能如期开展，北京保利拍卖前三季度成交额同比大幅减少。在疫情得到有效控制后，线下交易需求集中释放，公司十五周年庆典拍卖会总成交额逾 41 亿元，创下 8 年来单季成交新高。其中，明代吴彬《十面灵璧图卷》以人民币 5.13 亿元（含佣金）成交，刷新中国古代书画成交世界纪录。此外，受社会环境及经济环境影响，公司主动缩减拍卖规模，保利香港拍卖成交额大幅下降。2021 年一季度，保利香港拍卖成交额同比显著增长系上年同期受疫情影响，成交额基数较低所致。

表 2：近年来公司艺术品拍卖成交额情况

	2018	2019	2020	2021.Q1
艺术品拍卖成交额（亿元）	83.03	86.00	69.65	6.32
其中：北京保利拍卖（亿元）	63.52	71.00	62.02	0.78

保利香港拍卖（亿港元）	22.59	17.03	9.08	6.59
-------------	-------	-------	------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。截至 2021 年 3 月末，受国内艺术品拍卖市场处于盘整低迷阶段，公司适时增加艺术品存货，公司艺术品存货规模小幅上升至 23.31 亿元；其中，古董珍玩 16.93 亿元、书画油画与雕塑 5.63 亿元。

艺术品投资顾问和其他业务方面，公司凭借自身业务积累的专业知识和资源，为以投资顾问的身份为以投资或者融资为目的的金融机构、各类企业以及参与艺术品交易的个人，就艺术品鉴定、估值、存储及销售等各个环节提供顾问服务，并收取顾问费。根据艺术品信托产品约定，倘若借款人无法偿还有关款项，公司有义务为预期信托财产总额与信托本金总额、信托计划中协议的预期收益、适用税项及产生的其他费用（不包括公司的预期奖励费用）之间的差额付款，截至 2021 年 3 月末，公司最高风险额为 0.02 亿元，风险相对可控。

艺术品融资租赁方面，公司主要通过子公司保利融禾融资租赁公司（以下简称“保利融禾”）开展艺术品融资租赁业务，具体业务模式为藏家作为承租人将所持艺术品出售给保利融禾，保利艺术中心对艺术品价值进行评估，并按照估值一定比例向承租人支付购买价款，同时收取 8~12% 的年化利息，合同到期后按照约定承租人将艺术品进行回购。截至 2021 年 3 月末，公司艺术品质押余额为 18.86 亿元，同比减少 21.55%，其中 93% 为一年内到期。同期末，公司融资租赁业务逾期金额合计 2.39 亿元，全部为逾期利息。公司融资租赁业务均有相关艺术品作为质押，且艺术品价值覆盖比例较高，后续回售风险可控。

中诚信国际认为，2020 年以来，虽受新冠肺炎疫情影响，公司艺术品拍卖仍维持行业龙头地位，艺术品基金管理能力进一步提升。但公司艺术品周

转速度较慢，且艺术品融资租赁业务对公司营运资金造成一定占用。

跟踪期内，公司剧院管理规模持续增长，但新冠肺炎疫情对实体商业冲击较大，公司运营管理的剧院及影院一段时间内暂停营业，演出场次及观剧人次大幅减少，公司积极探索新业态，推动文化服务向线上转型

公司作为国内最大的剧院管理公司，跟踪期内管理的剧院数量持续增长，但受新冠肺炎疫情疫情影响，公司运营管理的剧院及影院一段时间内暂停营业，演出场次及观剧人次大幅减少。

受益于公司在剧院管理服务业务上的优质品牌效应及良好的经营业绩，公司持续受到地方政府有关管理和经营新剧院的邀请，2020 年，保利剧院新接管 4 家剧院，其中 3 家剧院完成开业首演。截至 2021 年 3 月末，保利剧院院线业务涉及全国 22 个省、市、自治区的 63 个城市，主要集中在华东、华中、华南等地，其中，京津冀地区共 5 家。

2020 年，新冠肺炎疫情对公司剧院经营业务产生较大冲击，疫情期间公司加快探索文化服务线上转型，积极拓展线上经营渠道，保利剧院与保利票务合作推出的“保利云剧院”涵盖戏剧、音乐会、大师课、文艺战疫四大板块，当年上线演出视频 230 余部。子公司保利演出与哔哩哔哩（bilibili）等合作先后举办 6 场线上音乐会，其中“贾凡双面的我”云上音乐会围观热度破百万。此外，公司积极参加新浪微博、网易云等媒体平台的公益直播活动，并在武汉琴台大剧院举办抗疫歌曲专场公益音乐会，进一步增强了品牌影响力；受益于复工复演后线下观影需求逐步释放，公司推出的明星版舞台剧《被嫌弃的松子的一生》、连台话《雷雨》《雷雨·后》获得了市场的积极反响，带动四季度剧院票务收入快速增长，但全年收入仍同比有所下降。

表 3：近年来公司接管剧院运营情况

	2018	2019	2020	2021.Q1
管理剧院数量（家）	64	68	70	70
演出场次（场）	9,100	10,004	6,396	1,383

观剧人次（万人次）	900	995	350	72.02
剧院票务收入（亿元）	5.47	6.61	4.45	1.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

剧院场租业务方面，2020 年以来随着剧院数量增加，该业务收入持续增长。此外，公司也为客户提供剧院建设、设计、设备安装等方面的剧院工程建设咨询服务。截至 2021 年 3 月末，公司正在运营的剧院工程咨询合同 20 个，合同金额合计 0.34 亿元。

中诚信国际认为，2020 年新冠肺炎疫情对公司剧院经营产生较大不利影响，但公司通过创新经营模式，维持了品牌影响力。中诚信国际将对公司剧院管理板块业绩修复情况保持持续关注。

2020 年，新冠肺炎疫情对公司旗下影院日常运营造成较大不利影响；受益于各地观影需求逐步释放，2021 年一季度观影人次及票房均同比大幅增长

受新冠肺炎疫情影响，2020 年春节档、五一档影片集体撤档，各地影院基本处于停业状态，公司直营影城扩张放缓，自营影院数量及自营银幕数量同比基本持平。伴随疫情得到有效控制，2020 年下半年国内影院陆续复工，公司有序推动线下影城恢复经营，但多地文旅局对剧院及影院上座率提出限制性要求，严格控制剧院及影院接应量，公司当年自营影院观影人次及票房均大幅减少。公司在疫情期间加快网络院线拓展力度，利用自媒体平台推出线上“云影厅”。保利国际影城天安门店通过参与“影院卖品外送”业务，加快了资金回笼。2021 年一季度，受益于各地观影需求逐步释放，当期自营影院票房追赶去年全年。同期，公司影院所属的院线在全国院线票房排名第 13 位，其中北京保利影业投资有限公司（以下简称“保利影业”）旗下直营影城票房最高的深圳南山店在全国影城票房排名第 98 位。

中诚信国际关注到，2020 年新冠肺炎疫情对公司电影放映业务造成较大冲击，线上观影等补充手段收效有限，且公司影院运营管理业务起步较晚，与龙头企业尚存在一定差距。中诚信国际将持续关

注公司影院盈利能力对公司经营活动的影响。

表 4：近年来公司影院运营情况

	2018	2019	2020	2021.Q1
自营影院数（家）	71	73	73	74
自营影院银幕数量（块）	521	536	534	543
自营影院观影人次（万人次）	2,292	2,126	546	362
自营影院票房（亿元）	8.06	7.90	1.97	1.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司大力发展影院投资管理业务，在建项目均为影城开发项目，投资规模不大，未来资本支出压力尚可

公司在建工程主要为影城建设项目，其中，宁波新天地项目将于已经签约的保利印象奉化影城形成联动，进一步提高公司在宁波地区的影响力。整体来看，公司在建项目投资规模不大，未来资本支出压力尚可。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司主要在建工程情况（亿元）

	预算总额	截至 2021 年 3 月末投资进度	2021 年剩余计划投资	资金来源
宁波新天地项目	0.19	7.16%	0.11	筹资
宏丰生活广场项目	0.23	1.52%	--	筹资
合计	0.42	4.08%	0.11	--

注：宏丰生活广场项目预计于 2022 年进场施工，该项目 2022 年、2023 年计划投资金额分别为 1,384.05 万元、922.70 万元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年~2019 年财务报告以及天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年度报告和公司披露的未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，所有财务数据均采用公司合并口径数据，财务数据均为财务报告期末数。为计算有息债务，中诚信国际将公司“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务核算，将“租赁负债”调整至长期债务核算。

跟踪期内，公司经营状况恶化，盈利能力大幅下滑，且资产减值损失亦对盈利水平造成一定负面影响，中诚信国际将对期间费用控制情况及盈利修复情

况保持持续关注

2020 年新冠肺炎疫情疫情影响下，公司减少线下拍卖会场次，同时增加对线上经营模式的开发投入，艺术品经营与拍卖板块收入和毛利率均有所下降；疫情期间各地剧院及影院等线下文娱场所基本处于停业状态，公司演出与剧院管理业务、影院投资管理业务收入均同比大幅减少，由于委托管理收入同比降幅较小，且该业务无营业成本，毛利率为 100%，其收入占比的上升使得演出与剧院管理业务毛利率同比有所上升。此外，限制性的复工无法收回运营成本，影院投资管理业务呈亏损状态。2021 年一季度，国内观影需求仍处于逐步释放阶段，加之艺术品春拍尚在筹备阶段，公司当期收入同比增幅不大，由于固定成本较为刚性，营业毛利率小幅下滑。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.Q1
演出与剧院管理	16.44	19.83	13.81	2.36
艺术品经营与拍卖	11.61	9.72	7.21	1.20
影院投资管理	6.33	8.42	2.10	1.60
其他业务	2.84	0.60	0.16	--
营业总收入	37.22	38.57	23.28	5.16
毛利率	2018	2019	2020	2021.Q1
演出与剧院管理	32.92	32.58	37.54	33.79
艺术品经营与拍卖	53.57	54.04	47.38	25.05
影院投资管理	-13.56	17.31	-52.35	17.86
其他业务	79.67	28.54	45.02	-4.49
营业毛利率	35.01	34.37	32.52	26.76

注：公司自 2019 年起将广告、场租、卖品等从其他业务收入调整至主营业务收入列示；各分项加总与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情导致公司业务规模缩减，销售费用、管理费用均呈下降态势，由于存款利息收入增加，财务费用亦有所下降。整体来看，公司期间费用同比有所减少，但由于营业收入降幅较大，期间费用率显著提升。

利润构成方面，2020 年子公司保利影业大幅亏损，公司经营性业务利润由正转负。同年，联营企业数字王国集团有限公司（以下简称“数字王国”）经营效益受到疫情的负面影响，该公司当期确认投

资损失 0.41 亿元，加之公司继续对存货和应收账款坏账方面计提了一定规模的减值，对当期利润总额形成较大侵蚀。2021 年一季度，影视行情持续低迷，外加期间费用对利润总额的侵蚀，公司经营性利润持续为负。

盈利指标方面，受经营亏损影响，2020 年公司 EBITDA 利润率大幅下滑，总资产收益率由正转负。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	4.14	4.52	3.75	0.81
管理费用（含研发费用）	4.80	5.10	4.62	1.03
财务费用	0.02	0.74	0.52	0.49
期间费用合计	8.96	10.36	8.89	2.33
期间费用率(%)	24.08	26.86	38.20	45.20
经营性业务利润	4.48	3.18	-0.86	-0.90
资产减值损失合计	0.35	1.64	1.64	0.002
公允价值变动收益	0.17	0.24	0.23	--
投资收益	0.62	0.49	-0.49	0.001
利润总额	5.08	2.37	-2.75	-0.89
EBITDA 利润率(%)	18.91	13.05	7.08	--
总资产收益率(%)	5.33	3.22	-0.60	--

注：中诚信国际将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营及投资活动均受到疫情的负面影响，总资产规模增速放缓；受经营亏损影响，所有者权益规模小幅下降；债务融资规模持续上升且趋于短期化，债务结构有待优化

跟踪期内，公司业务规模收缩使得总资产增速放缓。具体来看，为满足日常经营支出，公司账面仍留有一定规模的货币资金；公司其他应收款主要以预付拍品款、艺术品征集阶段支付的应收保证金和艺术品融资租赁贷款为主，2020 年以来，公司为拓展市场，公司预付拍品保证金及征集阶段支付的应收保证金规模扩大，导致当年其他应收款余额持续增长。截至 2020 年末，其他应收款中拍品保证金为 17.65 亿元，预付拍品款为 18.67 亿元。整体看，当年末账龄在一年内的其他应收款占比为 27.87%，账龄结构较上年整体有所延长。同年末，公司累计计提坏账准备 0.85 亿元，计提比例 1.33%。截至 2020 年末，余额前五名其他应收款项合计 9.01 亿元，占当年末其他应收款总额的 14.06%，集中度较

低。

表 8：2020 年末余额前五其他应收款项情况（亿元）

单位名称	款项性质	金额	占比
客户 1	拍品款	2.75	4.29%
客户 2	拍品款	2.36	3.68%
客户 3	保证金	1.43	2.24%
客户 4	保证金	1.25	1.95%
客户 5	保证金及拍品款	1.22	1.90%
合计	--	9.01	14.06%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，公司艺术品拍卖成交额同比减少，外加主动增加经营性艺术品储备，存货规模小幅上升；由于艺术品融资租赁业务规模有所缩减，加部分租赁款到期收回，一年内到期的非流动资产有所减少；同年末，公司对参股企业武汉希杰星天地影城有限公司计提减值准备且数字王国业绩亏损，使得长期股权投资小幅下降。2021 年一季度，公司总资产规模较期初基本持平。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	15.13	12.94	13.98	8.99
其他应收款	35.82	55.13	63.27	66.30
存货	21.01	22.47	23.02	23.32
一年内到期的非流动资产	1.97	8.26	2.51	2.52
流动资产	80.60	106.13	110.59	110.36
长期股权投资	7.59	12.10	11.40	11.27
无形资产	0.31	9.47	8.60	8.53
非流动资产	23.86	29.79	28.00	27.71
总资产	104.46	135.92	138.58	138.07

注：中诚信国际将使用权资产计入无形资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司总负债规模保持增长态势，由于 2020 年公司共发行合计金额为 8.00 亿元超短期融资券，且将于一年内到期的应付债券和长期借款增加，使得短期债务规模持续攀升，当年末短期债务占比升至 79.86%。2021 年一季度，公司为满足运营需求增加短期借款，且拍卖业务前期征集阶段占用资金增加，公司向控股股东保利集团借款 4.00 亿元，短期债务规模进一步上升。中诚信国际关注到，近年来公司有息债务规模持续上升，且债务融资趋于短期化，债务期限结构仍有待优化。

2020 年公司经营出现亏损，将当期归属于母公

司所有者的净利润-3.54 亿元转入当年末未分配利润，导致所有者权益有所减少，受债务规模持续增加影响，2020 年末资产负债率及总资本化比率均有所上升。2021 年一季度，公司经营仍呈亏损状态，使得当期末未分配利润持续减少，所有者权益规模进一步下降，债务增长进一步推升总资本化比率。由于结算部分以往尚未支付拍品卖方的价款，当期末其他应付款有所减少，资产负债率较上年末基本维持稳定。

表 10：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	20.31	31.08	31.85	33.08
其他应付款	12.90	20.50	16.27	13.06
长期借款	0.58	1.80	--	--
应付债券	10.00	7.00	5.00	5.00
一年内到期的非流动负债	--	5.28	12.69	11.19
其他流动负债	0.22	2.34	10.52	9.75
总负债	54.44	86.72	93.23	93.66
短期债务	20.31	40.35	54.54	55.88
总债务	30.89	58.64	68.29	71.08
短期债务/总债务	65.74	68.81	79.86	78.62
所有者权益合计	50.02	49.20	45.36	44.41
资产负债率	52.12	63.80	67.27	67.84
总资本化比率	38.18	54.38	60.09	61.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司经营活动现金流维持净流出态势，无法对债务本息有效覆盖，加之经营亏损，EBITDA 相关偿债指标大幅弱化

经营活动方面，受艺术品融资业务开展及拍卖业务结算周期拉长、应收保证金规模扩大等因素影响，跟踪期内公司经营活动现金流呈持续净流出态势。投资活动方面，疫情期间公司放缓对剧院、影院的扩张速度，2020 年投资活动净现金流负敞口收窄。筹资活动方面，由于公司自身获现能力有限，且艺术品租赁业务对公司经营资金形成占用，2020 年公司筹资活动现金流保持净流入态势，但规模同比有所下降。

从偿债能力指标来看，跟踪期内公司经营活动现金流维持净流出态势，无法对债务本息有效覆盖。公司总债务规模上升较快且盈利能力弱化，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均大幅下降。货币

资金对短期债务偿付提供一定支持，但保障程度偏弱。**中诚信国际关注到**，公司经营业务回款较慢，经营活动现金缺口依赖筹资活动弥补，且公司债务集中于短期，存在一定短期偿债压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	-10.58	-8.38	-7.10	-8.18
投资活动净现金流	-3.49	-5.95	-0.41	0.16
筹资活动净现金流	11.06	11.94	8.69	3.20
经营活动净现金流/总债务	-0.34	-0.14	-0.10	-0.46*
经营活动净现金流/利息支出	-25.14	-5.58	-3.70	--
总债务/EBITDA	4.39	11.65	41.45	--
EBITDA 利息倍数	16.73	3.35	0.86	--
货币资金/短期债务	0.74	0.32	0.26	0.16

注：带“*”数据已经年化处理；由于缺少相关数据，部分 2021 年一季度指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较小，艺术品信托风险相对可控，畅通的融资渠道对整体偿债能力提供支持

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保及未决诉讼。根据艺术品信托产品约定，倘若借款人无法偿还有关事项，公司有义务为逾期信托财产总额与信托本金总额、信托计划中协议的预期收益、适用税项及产生的其他费用（不包括公司的预期奖励费用）之间的差额付款，截至 2021 年 3 月末，公司的最高风险额为 0.02 亿元，风险相对可控。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限的货币资金为 0.23 亿元，主要为保证金，占期末总资产的比重较小。

银行授信方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行人民币授信总额为 75.30 亿元，尚未使用额度为人民币 46.41 亿元；获得的港币授信总额为 8.00 亿港元，尚未使用额度为 4.00 亿港元。此外，公司作为港股上市公司，拥有直接融资渠道。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2021 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据企业提供的企业信用报告及相关资料，截至

2021 年 04 月 01 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

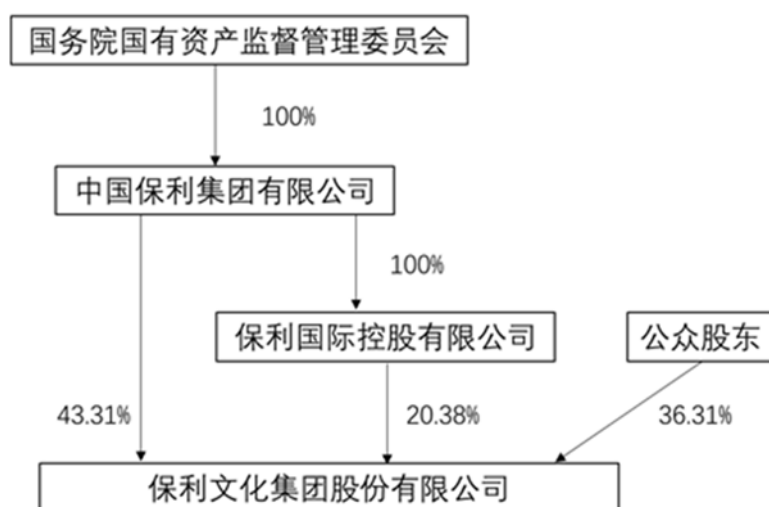
公司控股股东资本实力雄厚，拥有极强的盈利能力，其优质的品牌形象及多元化运营的良好业绩增强了公司在文化艺术行业的竞争优势

公司控股股东中国保利集团有限公司系国务院国有资产监督管理委员会管理的大型中央企业，于 1992 年经国务院、中央军委批准组建。保利集团已形成以国际贸易、房地产开发、文化艺术经营、资源领域投资开发、民用爆炸物品产销及相关服务为主业的格局，业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 余个城市。保利集团作为隶属国务院国有资产监督管理委员会的大型央企拥有突出经营地位，其资本实力雄厚，拥有极强的盈利能力。作为保利集团文化及艺术品经营平台，控股股东优质的品牌及其多元化运营的良好业绩，增强了公司在文化艺术行业的竞争优势。此外，保利财务有限公司对公司提供直接的授信支持，截至 2021 年 3 月末，存续贷款金额为 1 亿元。

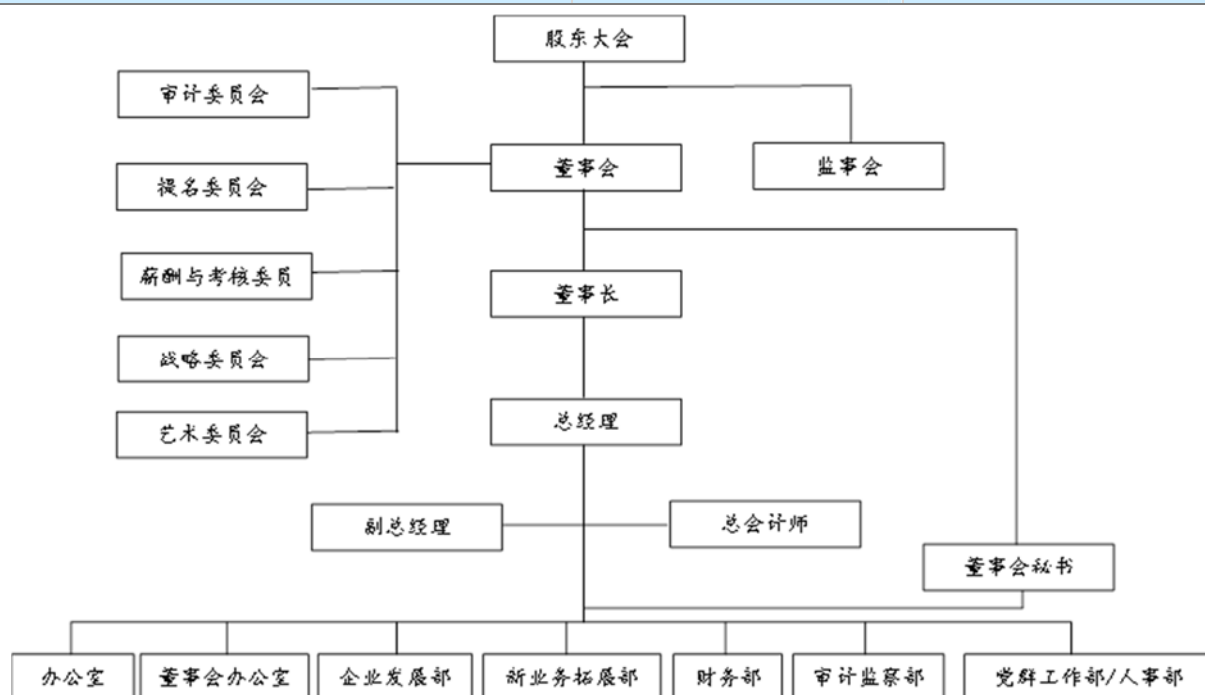
评级结论

综上所述，中诚信国际维持保利文化集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“18 保文 01”、“18 保文 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：保利文化集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



全称	简称	持股比例（%）
北京保利国际拍卖有限公司	北京保利拍卖	55.00
保利香港拍卖有限公司	保利香港拍卖	55.00
广东保利拍卖有限公司	广东保利拍卖	62.05
保利融禾融资租赁公司	保利融禾	60.00
北京保利剧院管理有限公司	保利剧院	100.00
北京保利影业投资有限公司	保利影业	100.00



资料来源：公司提供

附二：保利文化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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	151,269.37	129,358.20	139,786.18	89,938.56
应收账款净额	32,868.25	36,981.52	40,261.92	43,161.70
其他应收款	358,236.70	551,261.40	632,747.59	663,043.02
存货净额	210,111.68	224,659.78	230,233.64	233,162.41
长期投资	75,865.65	124,003.63	117,036.83	115,653.90
固定资产	25,802.07	16,415.55	13,216.90	12,577.20
在建工程	6,147.72	4,767.63	4,878.58	5,041.75
无形资产	3,077.09	94,696.41	86,045.80	3,637.28
总资产	1,044,610.79	1,359,166.05	1,385,849.73	1,380,692.88
其他应付款	128,984.14	205,031.18	162,704.98	130,557.47
短期债务	203,058.24	403,507.25	545,386.63	558,815.87
长期债务	105,803.89	182,906.10	137,546.02	151,938.78
总债务	308,862.13	586,413.34	682,932.66	710,754.65
净债务	157,592.76	457,055.14	543,146.48	620,816.09
总负债	544,424.69	867,168.21	932,296.58	936,629.16
费用化利息支出	4,160.55	15,003.49	19,193.31	--
资本化利息支出	46.68	20.54	0.00	--
所有者权益合计	500,186.09	491,997.83	453,553.15	444,063.71
营业总收入	372,150.02	385,681.63	232,825.24	51,647.65
经营性业务利润	44,784.62	31,765.64	-8,574.23	-8,962.00
投资收益	6,220.75	4,938.40	-4,924.45	5.55
净利润	36,828.33	12,794.80	-31,584.17	-9,464.43
EBIT	54,921.08	38,692.98	-8,297.97	--
EBITDA	70,383.25	50,325.58	16,477.65	--
经营活动产生现金净流量	-105,775.16	-83,836.02	-70,970.13	-81,769.42
投资活动产生现金净流量	-34,900.22	-59,458.90	-4,068.66	1,559.36
筹资活动产生现金净流量	110,629.97	119,405.64	86,887.85	32,020.40
资本支出	16,067.74	8,562.33	4,177.45	606.86
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	35.01	34.37	32.52	26.76
期间费用率(%)	24.08	26.86	38.20	45.20
EBITDA 利润率(%)	18.91	13.05	7.08	--
总资产收益率(%)	5.33	3.22	-0.60	--
净资产收益率(%)	7.50	2.58	-6.68	-8.44*
流动比率(X)	1.87	1.56	1.40	1.41
速动比率(X)	1.38	1.23	1.11	1.11
存货周转率(X)	1.19	1.16	0.69	0.65*
应收账款周转率(X)	14.94	11.04	6.03	4.95*
资产负债率(%)	52.12	63.80	67.27	67.84
总资本化比率(%)	38.18	54.38	60.09	61.55
短期债务/总债务(%)	65.74	68.81	79.86	78.62
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.34	-0.14	-0.10	-0.46*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.52	-0.21	-0.13	-0.59*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-25.14	-5.58	-3.70	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-43.35	-18.58	-13.30	--
总债务/EBITDA(X)	4.39	11.65	41.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.12	0.03	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	16.73	3.35	0.86	--
EBIT 利息保障倍数(X)	13.05	2.58	-0.43	--

注：1、2021 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务核算，将“租赁负债”调整至长期债务核算；3、将研发费用计入管理费用；4、将使用权资产计入无形资产；5、由于缺少相关数据，2021 年一季度部分财务指标无法计算；6、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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+租赁负债+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
	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	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
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
	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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	=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。