



# 复地（集团）股份有限公司

## 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 1483 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 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	复地（集团）股份有限公司	AAA/稳定
--------------	--------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“20 复地 02”、“21 复地 01”	AAA
-------------	-----------------------	-----

评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于复地（集团）股份有限公司（以下简称“复地集团”或“公司”）与股东具有产业资源协同、项目销售业绩保持较强韧性、豫园商圈价值很高，具有较高品牌知名度等方面的优势。同时中诚信国际关注到房地产行业政策、公司对豫园股份股权质押比例较高及消费产业竞争激烈的不利影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。
------	---

评级展望	中诚信国际认为，复地（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。
------	---

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>对豫园股份的控制权出现严重不利变化、杠杆比例显著上升、融资渠道严重受阻、盈利能力大幅下滑、现金流平衡能力明显恶化。</p>
------	--

### 正面

- 公司为复星国际有限公司（以下简称“复星国际”）旗下房地产业务平台，在产业资源方面具有一定的协同
- 受益于房地产业务良好的区域布局，公司销售业绩保持较强韧性
- 公司控股子公司上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”）珠宝时尚业务拥有较高品牌知名度，持有的豫园商圈价值很高，对公司多元化业务经营构成支撑

### 关注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 跟踪期内，公司对豫园股份质押比例较高，融资环境变化对公司的影响有待观察
- 消费产业竞争激烈，对公司多元化产业的经营形成挑战

项目负责人：白 茹 rbai@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

复地集团（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	1,808.97	1,854.84	1,833.03
所有者权益合计（亿元）	533.56	565.95	540.55
负债合计（亿元）	1,275.41	1,288.89	1,292.47
总债务（亿元）	648.31	706.48	611.27
营业总收入（亿元）	508.12	557.27	564.51
净利润（亿元）	44.03	45.06	31.10
EBITDA（亿元）	72.08	76.18	45.02
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	28.94	-46.46	59.63
营业毛利率（%）	26.41	25.17	19.91
净负债率（%）	83.07	102.38	99.32
总债务/EBITDA（X）	8.99	9.27	13.58
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.21	2.15	1.18

注：1、中诚信国际根据提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告，其中，2020 年度/年末数来源于 2021 年审计报告期初数，2021 年度/年末数来源于 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了当年审计报告期末数；

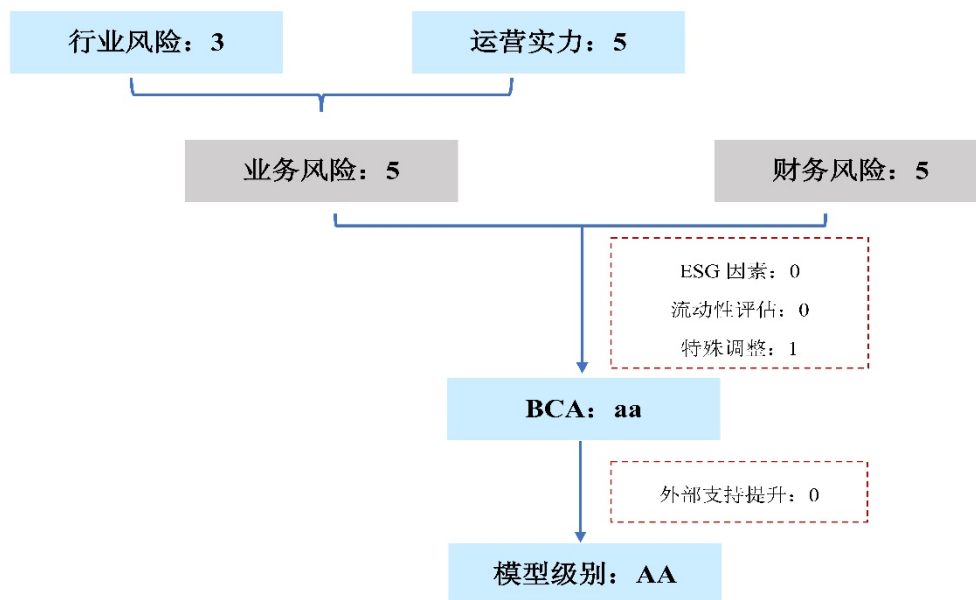
2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用。

## 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
20 复地 02	AAA	AAA	2022/06/23	30.00	0.01	2020/07/17~2023/07/17（2+1）	调整票面利率、回售、事先约束
21 复地 01	AAA	AAA	2022/06/23	5.00	4.40	2021/04/06~2024/04/06（2+1）	调整票面利率、回售、事先约束

## 评级模型

复地(集团)股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2022\_05

### ■ 业务风险:

复地集团属于房地产行业，行业风险评估为中等；复地集团具有一定规模优势，土地储备区域布局较好，同时保持稳健的土地投资力度，但融资渠道尚未完全畅通，整体经营稳健度一般，且预收类款项对收入的保障程度一般，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险:

复地集团扣除非经常性损益后的利润水平有所下滑，相关偿债指标有所弱化，非受限货币资金难以对短期债务形成覆盖，短期流动性压力较大，财务风险评估为较低。

### ■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，复地集团具有 aa 个体基础信用等级，反映了其具有较低的业务风险和较低的财务风险。此外上述模型反映了豫园商圈以及持有物业租金收入对其信用质量的有利影响。

### ■ 外部支持:

公司为复星国际旗下房地产业务平台，在产业资源方面具有一定协同。跟踪期内，股东融资环境的变化及其对公司的影响有待观察，其可提供的外部支持因素对公司信用水平的影响较小。

## 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

复地（集团）股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）（债券简称为“20 复地 02”、债券代码为“163739”）起息日为 2020 年 7 月 17 日，期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调利率选择权和投资者回售权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，2022 年票面利率调整为 7.42%。“20 复地 02”募集总额人民币 30 亿元，均按照约定用于调整债务结构和偿还公司债务。

复地（集团）股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“21 复地 01”、债券代码为“175947”）起息日为 2021 年 4 月 6 日，期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调利率选择权和投资者回售权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，最终票面利率为 4.95%。“21 复地 01”募集总额人民币 5 亿元，均按照约定用于调整债务结构和偿还公司债务。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。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。综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9964?type=1>

## 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，国央企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，“三箭齐发”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.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1](https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1)

**中诚信国际认为，2022 年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，黄金价格一度接近历史高点，但美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，二季度以来黄金价格在高位震荡中面临一定下行压力；2023 年欧美银行危机重新提振避险需求，支撑黄金价格上行趋势。**

全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保，近年来供应结构较为稳定。2022 年矿产金产量增加推动全年黄金供应量上升至 4,666 吨，总供应量同比增长 2%，其中全年金矿产量达到 3612 吨，为 2018 年以来最高水平。受全球经济低迷及终端消费市场需求疲软影响，2022 年全球金饰需求走弱，但俄乌战争和全球通胀高企等因素使得避险需求激增，各国央行大力度购金且零售黄金投资持续走强，带动 2022 年全球黄金需求量同比增长 18%至 4,741 吨。2022 年国内黄金产量为 497.83 吨，同比增长 12.24%，主要系山东省黄金矿山摆脱安全生产事故影响，主力矿山全部实现复工复产，产能逐步恢复至 2019 年水平。2022 年以来，一季度受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，COMEX 黄金期货价格于 3 月达到全年高位 2,058.30 美元/盎司；二、三、四季度，随着地缘局势对金价的影响弱化，美联储货币政策转向成为影响金价的主导因素，美元和美债上涨走势使得金价承压震荡下行；整

体来看，2022 年 COMEX 黄金期货平均价格为 1,805.91 美元/盎司，同比上升 0.36%。2023 年以来，通胀高企以及欧美银行业危机提振避险需求，叠加美联储降息预期，使得黄金价格震荡上行，4 月 COMEX 黄金期货价格高位已突破 2,050 美元/盎司。

**中诚信国际认为，跟踪期内，豫园股份仍负责新增房地产项目的开发，公司本部仍以消化本部存量项目为主。2022 年以来，公司房地产开发业务签约销售业绩较为稳定，项目储备规模充足且区域分布较为合理；豫园股份珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，跟踪期内业务规模持续拓展；其他板块受消费市场环境变化业绩有所波动。此外，公司控股股东融资环境变化对公司直融渠道产生一定影响，经营稳健度有待提升。**

*受益于良好的区域布局，公司抵御市场波动风险的能力较强，2022 年在外部环境变化中，公司销售业绩依然较为稳定。*

公司房地产开发经验丰富，依托于复星体系丰富的产业资源，房地产业务已形成一定规模优势。公司定位于复合功能地产业务，开发领域遍及住宅、商办综合体、产业地产等多元化业态，已实现上海、北京、广州、武汉、南京、成都、杭州、天津等国内 20 余座重点城市的布局深耕。自公司与豫园股份重组后，房地产业务主要以豫园股份为主体运营，2022 年豫园股份的全口径销售金额占公司地产业务销售金额的比重约 59%。

2022 年，公司放慢拿地和施工节奏，新开工面积和竣工面积同比大幅下降。销售方面，公司全口径销售金额同比小幅下降 7%；由于当期销售项目主要为公司自主开发项目，权益口径销售金额同比增长约 9%至 227 亿元。公司当期销售项目主要位于上海、西安、济南、天津、杭州等一二线城市，其中上海区域项目销售贡献度接近一半，二线城市项目对公司销售业绩的支撑较强。

表 1：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	200.21	303.25	130.92
竣工面积	229.67	219.91	141.15
销售面积	151.07	138.64	135.24
销售金额	269.51	284.37	264.80
销售均价	1.78	2.05	1.96

注：销售为全口径数据，结算为并表口径数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

*跟踪期内，公司项目储备规模充足且维持了以一二线城市为主的区域布局，但仍需关注存量项目后续投资、去化情况。*

截至 2022 年末，公司拥有的在建及拟建项目（含商办业态<sup>1</sup>）合计总建筑面积为 1,236 万平方米（权益占比 73%），同比小幅减少但仍较为充沛，需要关注较大规模土地储备及较高的商办占比对公司资金周转和项目去化形成的压力。区域分布方面，公司项目储备主要分布在成都、武汉、昆明、上海、重庆等合肥、苏州、上海等 20 余个城市，前五大及前十大城市建筑面积合计比重分

<sup>1</sup> 公司土储中商办占比约 40%，主要分布在上海、南通、成都、天津和西安等地



别为 55%和 79%，整体区域布局分散；一线及二线城市<sup>2</sup>的土地储备占比接近 85%，保持了以一二线城市为主的区域布局。

表 2：2022 年末公司项目储备前十大城市分布情况（万平方米）

城市	全口径建筑面积	权益口径建筑面积	全口径面积占比
成都	264.08	196.19	21.36%
武汉	125.11	97.17	10.12%
昆明	110.50	91.84	8.94%
上海	108.63	65.79	8.79%
重庆	75.69	42.27	6.12%
天津	69.26	58.78	5.60%
南京	67.78	52.25	5.48%
杭州	51.99	23.46	4.21%
长春	50.54	50.54	4.09%
北京	49.77	24.89	4.03%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司保持了一定土地投资力度，获取的上海核心区位的大型综合体项目将为公司货值形成较大补充；公司公开市场再融资渠道尚未完全恢复，整体经营稳健度一般。**

土地获取方面，公司坚持蜂巢城市的理念，通过地产与产业相结合的综合体方式拿地，配有写字楼、商场、医院和度假村等多样性业态。2022 年豫园股份共获取 2 个项目，分别位于上海及昆明，其中上海福佑路地块为公司与蚂蚁集团全资子公司上海云均企业管理咨询有限公司合作开发的黄浦区历史风貌保护项目，涉及商业、办公、住宅等多种业态，总投资约 205.64 亿元（其中土地成本约 129.30 亿元，公司出资部分为 64.65 亿元）。上海福佑路地块项目开发完成后，将与豫园商城、外滩金融中心、豫园二期等项目连通，或将通过聚集效应，进一步增加物业租赁服务及商圈内其他布局产业收益，但同时需关注项目投资规模较大及复杂业态对公司资金实力及开发能力的挑战。

表 3：近年来公司新增项目储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022
新拓展项目	10	6	2
新增项目储备建筑面积	263.21	128.40	74.32
新增项目储备购置支出	146.24	143.41	135.04
新增项目楼面均价	5,556	11,169.16	18,170.08

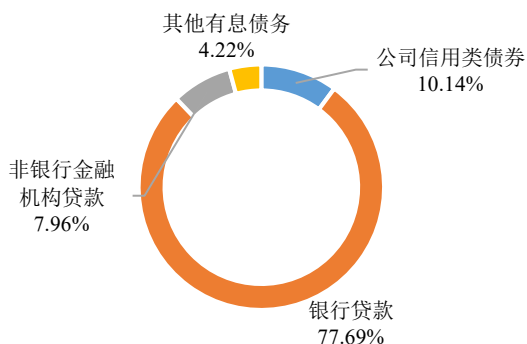
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资方面，截至 2022 年末，公司有息债务以银行借款及公开债券为主，银行贷款占有息负债的比重约 78%。2022 年受行业融资环境影响，公司公开市场债务再融资渠道尚未恢复，相关债务到期偿还主要依赖自有资金或其他融资渠道筹集。截至 2023 年 3 月末，公司除豫园股份外债务金额同比收缩至 88 亿元，其中公开市场债务金额缩减至 5 亿元。公司整体融资成本为 5.02%，同比基本持平。**中诚信国际关注到**，2022 年下半年以来，公司控股股东复星高科受外部融资环境影响，

<sup>2</sup> 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州 22 个城市。

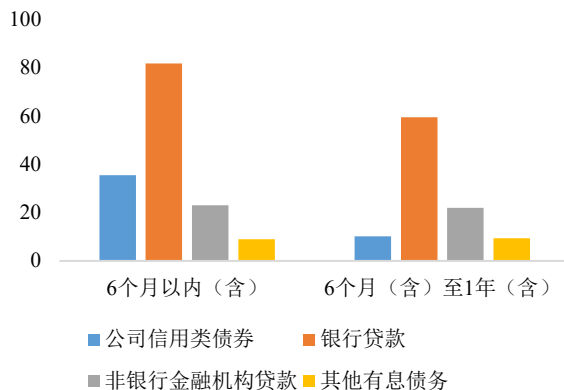
多次减持、转让和质押旗下股权、资产，控股股东融资环境的变化对公司直融渠道产生一定影响，中诚信国际将对公司控股股东及公司融资渠道的变化情况保持持续关注。

图 1：截至 2022 年末公司有息债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司一年内到期债务情况（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，跟踪期内依托加盟模式加大门店布局力度，但消费景气度、黄金价格波动等因素对公司珠宝时尚业务的影响仍有待关注。**

跟踪期内公司珠宝时尚业务仍主要由豫园股份运营。豫园股份旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，实行双品牌错位经营策略，在上海及其他地区珠宝消费市场已形成较高的知名度和市场影响力，且销售渠道体系较为完善。

跟踪期内，公司珠宝时尚业务保持较快的扩张速度，截至 2022 年末，“老庙”和“亚一”零售门店数量达 4,565 家，较 2021 年末净增加 606 家，新增门店的区域主要集中在浙江、湖北、湖南、北京及四川等省份，其中加盟门店数量净增 579 家，直营连锁店净增 27 家；同期末，DJULA 直营网点为 19 家，Damiani 直营网点为 2 家，Salvini 直营网点为 4 家，LUSANT 直营网点为 2 家。同时，公司亦积极开发网络渠道，线上销售渠道包括天猫旗舰店、百联 E 城和东方购物等平台，2022 年线上销售收入占比为 2.11%，线上收入规模同比有所增长。

2022 年，珠宝时尚业务实现收入 330.71 亿元，同比增长 20.49%，主要系公司积极拓展加盟渠道布局及黄金价格仍处于高位，量价齐升所致。同时公司继续打造爆款产品，其中老庙古韵金 5.0 系列产品年销售收入超 50 亿元，是当期珠宝时尚业务收入增长的主要来源。2023 年一季度，随着国内消费景气度回升及黄金价格持续高位，黄金消费恢复态势明显，公司珠宝时尚板块实现营业收入同比增长 28.55%至 114.94 亿元。从国际金价来看，全球地缘政治的不确定因素、美国经济衰退的不确定性等因素有望对金价形成支撑；公司珠宝时尚板块增速有望维持在一定水平。

表 4：近年来公司黄金和铂金销量情况（公斤）

品种	2020	2021	2022
黄金	56,097	76,629	82,811
铂金	332	197	99

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司珠宝时尚业务的品牌和渠道优势较强，跟踪期内继续保持快速扩张速度，但黄金终端消费市场竞争激烈，中诚信国际将持续关注黄金珠宝市场景气度、公司新店培育情况对公司珠宝时尚板块运营效益的影响。

**跟踪期内，受消费景气度下行及消费市场竞争激烈影响，餐饮服务、医药健康、时尚表业、化妆品等板块收入下降；2022 年下半年以来公司多次进行股权资产的出售，中诚信国际将持续关注后续利润稳定性情况。**

物业租赁与管理业务方面，目前公司出租物业以商业综合体为主，主要分布在沈阳、上海、北京、南京、宁波等地。从出租项目来看，2022 年以来，受商业地产竞争激烈等因素影响，部分项目如中街-盛京龙城、台州星光耀广场的出租率较 2021 年末有所下降，此外其余项目整体出租率保持在 80~100%之间。此外，公司还拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商圈。豫园商圈内部物业为公司自持，其中对外出租部分采用公允价值计量，自用部分以历史成本计价，增值空间很大；同时，豫园商圈对公司布局在商圈内部的珠宝时尚和餐饮品牌门店经营构成有力支撑。

公司前期围绕餐饮、食品、表业、化妆品、酒业等领域开展一系列多元化业务及投资，跟踪期内受消费场景受限及市场竞争激烈等因素影响，部分板块收入有所下滑。2023 年以来，随着消费景气度恢复，公司餐饮管理与服务、食品百货及工艺品和度假村板块收入同比分别增长 71.03%、42.22%和 116.97%，上述板块毛利率亦均呈上升态势。中诚信国际将持续关注消费景气度恢复及其对公司多元化产业的影响。

2022 年以来，公司多次进行股票及股权资产的出售，中诚信国际认为，上述举措有利于公司加快资金回收，对其债务偿付起较大支撑作用。但前期出售资产对公司形成一定利润贡献，投资收益的稳定性及后续投资回收计划有待关注。此外，豫园股份披露《2023 年向特定对象发行股票证券募集说明书（申报稿）》，拟募集资金总额不超过 48.91 亿元，主要用于珠宝时尚销售渠道及品牌拓展项目、补充流动资金及偿还银行借款等用途。本次定向增发股票尚需通过上海证券交易所审核，并获得中国证券监督管理委员会作出同意注册的决定后方可实施，中诚信国际将对进展保持关注。

表 5：2022 年公司重大股票或股权资产出售情况（亿元、%）

出售企业名称	交易对价	2022 年末剩余持股比例
泰康保险集团股份有限公司	11.57	0.00
招金矿业股份有限公司	47.88（港元）	1.26
金徽酒股份有限公司	18.17	25.00
苏州德升餐饮管理有限责任公司	7.90	0.00

资料来源：公司提供

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司利润主要来自于投资收益，经营性业务盈利能力有所弱化，费用管控能力有待加强，盈利能力一般；股权资产处置使得公司资产、负债和所有者权益规模均有所减少，财务杠杆适中，但债务期限结构仍有待优化；公司经营获现能力有所好转，但盈利相关偿债指标弱化，且面临一定的短期偿

## 债压力。

**跟踪期内，公司利润主要来自于投资收益，非经常性收益弥补了经营性业务亏损，需关注未来经营性业务的盈利恢复情况。**

2022 年公司营业收入仍主要来源于房地产和珠宝时尚业务，其中地产项目施工周期放缓导致当期结转项目收入下降，而珠宝时尚业务收入在门店规模持续拓展的推动下保持较快增长态势，此外物业管理、酒业、食品百货、餐饮、时尚表业等产业板块形成一定补充。毛利率方面，公司当期结转项目盈利空间有所下降，但仍保持了较高水平；加盟模式占比的提高及珠宝市场竞争激烈等因素使得珠宝时尚业务毛利率有所下降，导致公司整体毛利率水平出现一定程度下滑。

**表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）**

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	226.48	40.42	199.44	40.38	152.63	32.96
珠宝时尚	221.94	8.09	274.48	9.17	330.71	8.60
物业管理	29.99	30.47	23.52	30.20	20.19	19.89
其他	29.72	46.51	59.83	45.91	60.98	48.64
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>508.12</b>	<b>26.41</b>	<b>557.27</b>	<b>25.17</b>	<b>564.51</b>	<b>19.91</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司珠宝时尚业务的连锁化经营扩张，2022 年销售费用及管理费用同比均有所上升，财务费用因利息费用减少而有所增长，导致期间费用率水平进一步上升，费用管控能力有待加强。利润方面，在毛利率下降、期间费用率上升的影响下，经营性业务利润大幅下降；同期，公司处置招金矿业、金徽酒等长期股权投资的全部或部分股权，投资收益大幅增加。整体来看，2022 年公司主业盈利能力下滑，非经常性收益补充较大，需关注公司未来经营业务的盈利恢复情况。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2020	2021	2022
期间费用率	13.16	15.07	16.40
经营性业务利润	46.70	26.39	3.97
投资收益	14.17	28.56	47.95
公允价值变动损益	1.15	2.48	4.20
资产减值损失	0.76	0.70	2.17
信用减值损失	2.06	0.84	1.08
EBITDA	72.08	76.18	45.02
净利润	44.03	45.06	31.10
净利润率	8.67	8.09	5.51

注：资产减值损失和信用减值损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司通过股权资产处置回笼资金，偿还债务导致资产及负债端均出现下降；财务杠杆亦同比降低，但短期债务占比上升，债务结构有待优化。**

2022 年以来公司加速投资回收并压降债务规模，总资产规模呈下降态势。具体来看，公司以自有资金支付土地出让金及部分对外收购的交易对价，导致货币资金同比减少。存货规模因合并武汉复智房地产开发有限公司（以下简称“武汉复智”）及项目持续建设有所增长，其中开发产品占比

略有下降，存货周转率受珠宝销售规模占比较高影响而高于行业平均水平。其他应收款主要为对关联方借款，2022 年因对武汉复智并表而大幅下降，截至 2022 年末前五大应收款合计约 35 亿元，其中非关联方 10.67 亿元。此外，因处置招金矿业、武汉复智并表影响，长期股权投资同比下降。

公司负债以流动负债为主，主要由其他应付款、预收款项及有息负债构成。其他应付款主要为公司合联营项目以及复星集团体系内拆借，2022 年末增长主要为体系内往来款。2022 年结转规模较少，预收账款小幅增长，但对于房地产收入结转的保障程度仍有待提升。有息债务方面，2022 年公司部分应付债券到期偿还，当期末总债务规模同比下降；同时因部分应付债券转入一年内到期的非流动负债项目，当期短期债务占比上升，债务结构有待优化。

所有者权益方面，因金徽酒不再纳入合并范围，2022 年末少数股东权益较期初大幅下降，导致所有者权益规模有所减少。公司财务杠杆处于一般水平，2022 年末总债务降幅较大，但因货币资金同步减少，净负债率略有下降。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
货币资金	233.14	147.49	117.29
存货	668.56	683.67	778.11
开发产品/存货	15.64	18.82	16.29
存货周转率	0.56	0.62	0.62
其他应收款	77.21	101.26	65.01
长期股权投资	123.99	189.07	165.97
投资性房地产	317.76	328.45	315.06
<b>总资产</b>	<b>1,808.97</b>	<b>1,854.84</b>	<b>1,833.03</b>
预收款项（含合同负债）	181.67	113.64	131.18
应付账款	97.22	106.79	104.78
其他应付款	151.45	119.94	183.82
<b>总负债</b>	<b>1,275.41</b>	<b>1,288.89</b>	<b>1,292.47</b>
总债务	648.31	706.48	611.27
短期债务/总债务（%）	37.83	45.66	47.80
少数股东权益	229.33	238.72	213.43
<b>所有者权益</b>	<b>533.56</b>	<b>565.95</b>	<b>540.55</b>
净负债率	83.07	102.38	99.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司总资产构成

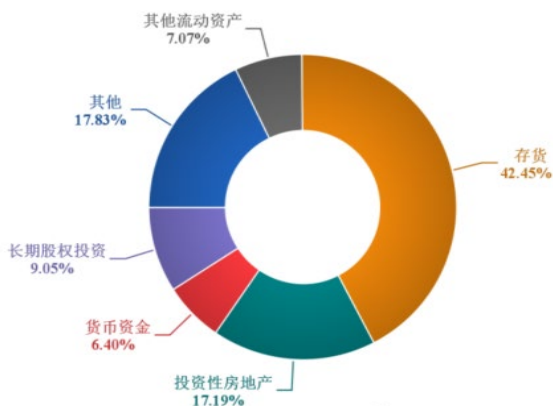
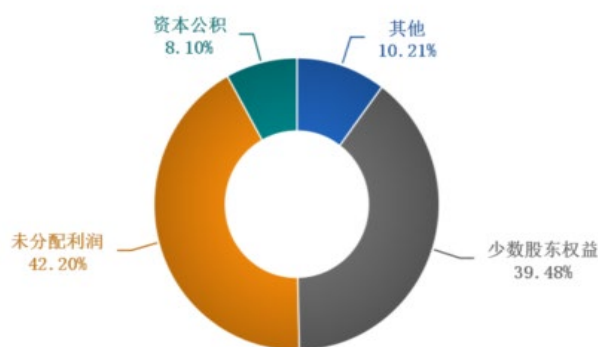


图 4：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2022 年盈利下滑导致相关偿债指标有所弱化，但回款增长使得其对债务的覆盖能力处于较好水平。**

经营活动方面，2022 年，公司房地产及珠宝业务回款情况较好，同时拿地支出减少，经营活动现金实现净流入。同期，公司处置子公司及其他营业单位部分或全部股权，为投资活动现金流带来较大流入。当期公司偿还债务支付的现金增加，而公开市场债务融资难度加大导致融入资金规模缩减，公开市场债务持续净偿还，筹资活动现金流呈大幅净流出态势。

偿债指标方面，公司销售回款可对总债务形成覆盖，但因盈利能力的弱化，EBITDA 对债务本息的覆盖能力明显下降。2022 年末，公司短期债务仍保持在较高水平，而非受限货币资金下降，导致短期偿债压力较大。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	28.94	-46.46	59.63
销售商品、提供劳务收到的现金	526.01	559.84	630.28
投资活动现金流净额	-27.13	-33.81	56.65
筹资活动现金流净额	-25.34	2.14	-168.91
总债务/EBITDA	8.99	9.27	13.58
EBITDA 利息保障倍数	2.21	2.15	1.18
非受限货币资金/短期债务	0.84	0.39	0.25
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.23	1.26	0.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 591.16 亿元，占同期末总资产的比例为 32.25%，包括货币资金 42.88 亿元（其中预售房款 36.58 亿元）、存货 382.53 亿元、投资性房地产 148.74 亿元等，公司还将持有的部分子公司股权用于质押借款。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保的余额为 73.27 亿元，其中因房地产业务为商品房承购人提供的按揭担保余额为 65.87 亿元；为关联方提供的担保余额为 7.40 亿元。同期末，公司及下属子公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

**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 月末，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。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>3</sup>

### 假设

——2023 年，公司房地产板块销售金额较为稳定，新增土地储备支出在销售金额的 30%以内；结算规模较为稳定，毛利率下行趋势延续。

<sup>3</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。

——2023 年，预计豫园股份珠宝时尚业务规模将保持增长态势。

——2023 年，预计公司将继续通过处置资产回笼资金、以及银行借款接续等途径兑付到期债务。

## 预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
净负债率(%)	102.38	99.32	75~95
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.26	0.97	0.9~1.03

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，融资环境对公司资金管理水平提出更高要求，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。**

公司虽然保持了一定经营获现能力，但截至 2022 年末公司非受限货币资金 74.41 亿元，不能对短期债务形成有效覆盖。同期末，公司共获得银行授信总额 809.90 亿元，其中未使用授信额度为 321.59 亿元，具备一定的财务弹性。

公司资金流出主要用于获取土地储备及建安支出、珠宝时尚等产业运营业务和债务的还本付息，近年来受公司外延式并购及产业运营业务扩张的影响，资本开支规模有所波动，预计未来仍将维持在一定规模。2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出约 60 亿元，预计 2023 年略有下降。综上所述，公司未来仍面临一定的资本支出压力，但由于公司银企关系良好，部分到期的公开债务可用银行授信补充，且公司持有有一定规模的优质股权及物业资产，可通过资产处置为公司带来流动性补充，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

### ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行社会责任；公司治理结构合理，内控制度完善，目前潜在 ESG 风险较小。**

环境方面，公司重视节能减排，积极使用清洁能源，通过安装太阳能灯、利用沼气提纯天然气作燃料、施行水力发电等措施，提高能源重复利用率。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性较好；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。

公司治理方面，公司按照《公司法》、《公司章程》等有关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层的法人治理结构。公司设立董事会，对股东大会负责，董事会由 1 名董事长在内的 5 名董事组成，按照公司章程行使各项职权；董事会下设审计委员会、薪酬委员会、提名委员会和战略决策委员会四个专门委员会。内控方面，公司建立了涵盖生产经营、对外投资以及财务管理等方面的内部管理制度，为公司及下属企业开展业务活动提供了制度保障。

<sup>4</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。

战略方面，公司将继续打造以房地产和珠宝时尚两大板块为主的多元化业务格局，积极落地以产城一体为核心的蜂巢城市战略，嫁接包括珠宝黄金、旅游、养老、时尚、医药等复星国际优质产业资源，打造产品竞争力，提升项目整体价值。房地产业务方面，公司采取城市深耕策略，加强对已进入的一、二线城市的业务拓展。

## 特殊事项

公司拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商圈。豫园商圈内部物业为公司自持，其中对外出租部分采用公允价值计量，自用部分以历史成本计价，增值空间很大；同时，豫园商圈对公司布局在商圈内部的珠宝时尚和餐饮品牌门店经营构成有力支撑。除豫园商圈外，公司持有沈阳、上海、北京、南京、宁波等区域的商业综合体，出租率保持在较高水平，2022 年获得的租金收入为 7.62 亿元。

## 外部支持

**公司是复星国际旗下“快乐”业务的主要经营实体，控股股东具有较强的实际控制能力和支持意愿，且旗下丰富的资源能够为公司的业务发展提供支持，但复星国际仍面临一定流动性压力，其可提供的外部支持因素对公司信用水平的影响较小。**

复星国际拥有优质的旅游、文化及商业资产，业务涵盖医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资等。公司是复星国际旗下唯一的 A 股商业文化板块上市公司，也是复星国际旗下“快乐”生态的旗舰平台；复星国际利用旗下丰富的资源支持公司的业务发展。

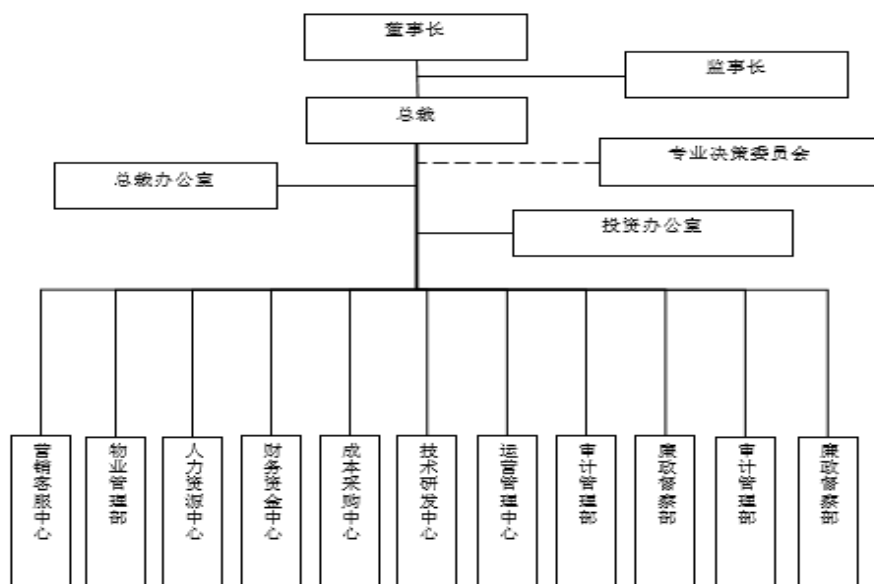
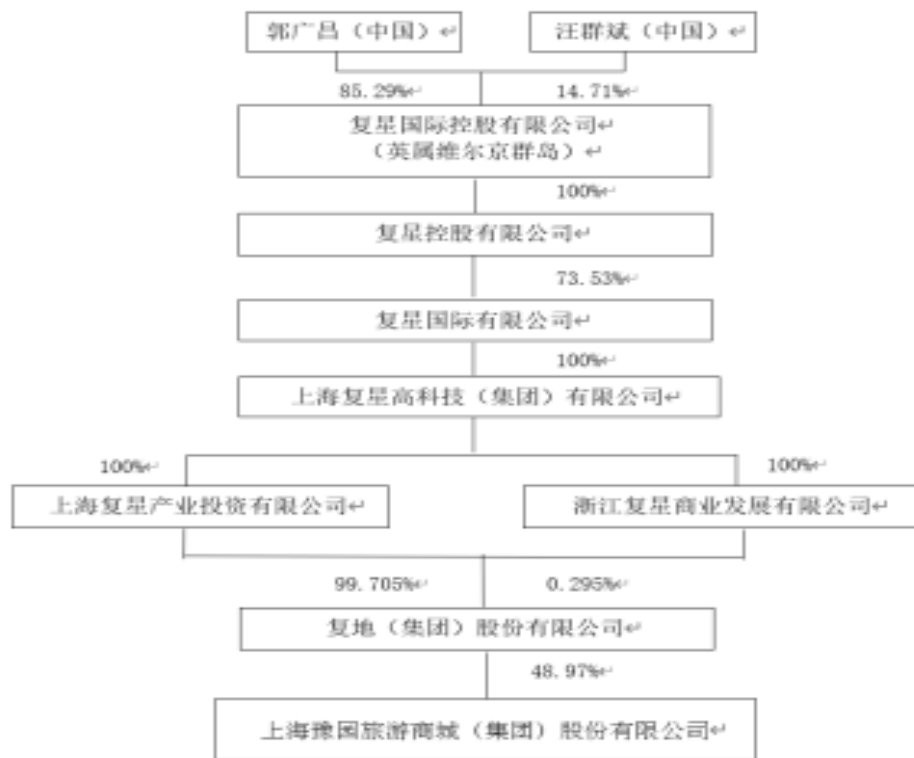
跟踪期内，复星国际经营及融资受外部市场环境因素影响较大，2022 年实现收入虽同比上升 8.74% 至 1,753.93 亿元，但归母净利润由上年同期的 100.85 亿元降至 5.39 亿元。截至 2022 年末，总债务由上年同期末的 2,371.20 亿元降至 2,269.19 亿元，其中一年及以内到期的债务占比 46.8%，面临一定流动性压力。截至目前，复星高科及其一致行动人合计持有豫园股份数量为 2,409,720,644 股，占公司总股本比例为 61.79%；累计质押股票 1,193,264,016 股，质押股份占复星高科及其一致行动人所持有公司股份的 49.52%。中诚信国际将对复星国际融资环境变化及对其公司后续融资影响保持关注。考虑到目前股东财务状况，且由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持复地（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 复地 02”、“21 复地 01”的信用等级为 **AAA**。



### 附一：复地（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：复地（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）	2020	2021	2022
货币资金	2,331,449.57	1,474,857.36	1,172,894.54
其他应收款	772,107.79	1,012,574.31	650,148.55
存货	6,685,601.92	6,836,729.67	7,781,062.98
长期投资	1,429,768.16	2,097,860.89	1,774,746.79
固定资产	1,084,973.92	1,072,218.88	856,248.62
在建工程	54,163.81	20,648.62	17,167.72
无形资产	728,254.68	707,637.66	529,120.74
投资性房地产	3,177,575.43	3,284,542.30	3,150,581.53
资产总计	18,089,746.46	18,548,408.41	18,330,268.41
预收款项	1,816,682.45	1,136,449.38	7,575.32
其他应付款	1,514,510.76	1,199,365.59	1,838,171.91
短期债务	2,452,253.31	3,225,432.89	2,921,910.49
长期债务	4,030,888.11	3,839,350.10	3,190,778.11
总债务	6,483,141.42	7,064,782.99	6,112,688.60
净债务	4,432,257.76	5,794,319.35	5,368,572.42
负债合计	12,754,147.26	12,888,929.50	12,924,743.55
所有者权益合计	5,335,599.20	5,659,478.90	5,405,524.85
利息支出	326,599.15	354,097.89	380,956.00
营业总收入	5,081,242.35	5,572,668.90	5,645,094.58
经营性业务利润	467,019.09	263,897.30	39,737.27
投资收益	141,713.62	285,581.27	479,529.25
净利润	440,341.21	450,611.53	311,030.43
EBIT	633,366.07	618,756.87	300,203.88
EBITDA	720,775.09	761,818.56	450,195.81
销售商品、提供劳务收到的现金	5,260,102.93	5,598,358.23	6,302,832.30
经营活动产生的现金流量净额	289,357.18	-464,614.57	596,303.32
投资活动产生的现金流量净额	-271,306.92	-338,104.05	566,484.38
筹资活动产生的现金流量净额	-253,415.69	21,439.65	-1,689,135.16
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	26.41	25.17	19.91
期间费用率(%)	13.16	15.07	16.40
EBITDA 利润率(%)	14.19	13.67	7.97
销售净利润率(%)	8.67	8.09	5.51
净资产收益率(%)	8.25	8.20	5.62
存货周转率(X)	0.56	0.62	0.62
资产负债率(%)	70.50	69.49	70.51
总资本化比率(%)	54.85	55.52	53.07
净负债率(%)	83.07	102.38	99.32
短期债务/总债务(%)	37.83	45.66	47.80
非受限货币资金/短期债务(X)	0.84	0.39	0.25
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.01	-0.12	0.04
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.02	-0.25	0.07
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.89	-1.31	1.57
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.23	1.26	0.97
总债务/EBITDA(X)	8.99	9.27	13.58
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.24	0.15
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.21	2.15	1.18

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	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
	流动比率	流动资产/流动负债
偿债能力	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，影响报表使用者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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 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