



厦门国贸房地产有限公司公司债 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 1497 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）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	厦门国贸房地产有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	厦门国贸控股集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 国房 01”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于厦门国贸房地产有限公司（以下简称“国贸地产”或“公司”）的间接全资控股股东厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”）综合实力雄厚，可获得较强股东支持、公司深耕厦门市场，具有较强的区域竞争实力及土地储备布局良好且有所分散等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策风险、近年来公司拿地力度较大，或将推动债务规模和财务杠杆上升等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了厦门国贸控股集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对受评债项还本付息的保障作用。

评级展望

中诚信国际认为，厦门国贸房地产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

可能触发评级上调因素：行业地位明显增强、区域布局均衡性大幅提升、盈利水平明显增长且有可持续性、现金流平衡能力大幅提升。

可能触发评级下调因素：股东背景及支持力度发生重大不利变化、公司杠杆水平显著上升、盈利能力出现大幅下滑、现金流平衡能力大幅弱化。

正面

- 间接全资控股股东国贸控股综合实力雄厚，在项目获取、资金安排等方面可获得较强的股东支持
- 公司深耕厦门市场，具有较强的区域竞争实力
- 项目储备布局良好且有所分散
- 有效的偿债担保措施

关注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 近年来公司拿地力度较大，或将推动债务规模和财务杠杆上升

项目负责人：李 昂 ali@ccxi.com.cn

项目组成员：彭俊贤 jxpeng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

国贸地产（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	426.98	638.99	894.08	945.93
所有者权益合计（亿元）	111.33	198.22	246.40	247.85
总负债（亿元）	315.65	440.77	647.68	698.09
总债务（亿元）	149.31	159.63	268.79	260.10
营业总收入（亿元）	136.66	169.30	180.74	31.63
净利润（亿元）	10.52	12.78	1.75	1.45
EBITDA（亿元）	18.94	18.23	6.47	--
经营活动净现金流（亿元）	-15.49	-52.62	-106.46	48.21
营业毛利率（%）	23.13	17.80	15.11	15.95
净负债率（%）	94.20	50.93	89.35	70.55
总债务/EBITDA（X）	7.88	8.76	41.55	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.16	2.56	0.60	--

注：1、中诚信国际根据国贸地产提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；其中，2020~2021 年财务数据采用 2021~2022 年审计报告上年同期对比数，2022 年财务数据为当年审计报告期末数。2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他流动负债、长期应付款中的带息债务。3、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，特此说明。

担保主体财务概况

国贸控股（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	1,541.37	2,459.07	3,222.01	3,667.58
所有者权益合计（亿元）	503.41	743.49	898.67	886.14
总负债（亿元）	1,037.95	1,715.58	2,323.34	2,781.44
总债务（亿元）	680.35	1,053.34	1,476.82	1,736.25
营业总收入（亿元）	4,021.26	6,049.85	6,934.60	1,629.61
净利润（亿元）	54.42	55.59	52.89	10.70
EBIT（亿元）	76.21	99.40	94.91	--
EBITDA（亿元）	81.80	110.42	116.21	--
经营活动净现金流（亿元）	12.05	-47.08	-73.59	-189.92
营业毛利率（%）	2.77	2.81	2.61	2.67
总资产收益率（%）	5.95	4.97	3.34	--
EBIT 利润率（%）	1.90	1.64	1.37	--
资产负债率（%）	67.34	69.77	72.11	75.84
总资本化比率（%）	62.52	63.01	65.95	69.21
总债务/EBITDA（X）	8.32	9.54	12.71	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.15	2.78	1.86	--
FFO/总债务（X）	0.05	0.07	0.03	--

注：1、中诚信国际根据国贸控股提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 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，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款中的带息债务以及永续债。

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)
天地源	108.04	403.08	144.72	1.25	105.52	6.64	0.29	1.41
国贸地产	356.17	894.08	89.35	0.42	180.74	0.97	0.28	1.04

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，国贸地产的业务和资产规模处于较高水平，财务杠杆处于较低水平，存货周转效率一般，盈利能力较弱，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，但销售商品、提供劳务收到的现金可对债务偿还形成一定支撑。

注：“天地源”为“天地源股份有限公司”简称，证券代码 600665.SH。

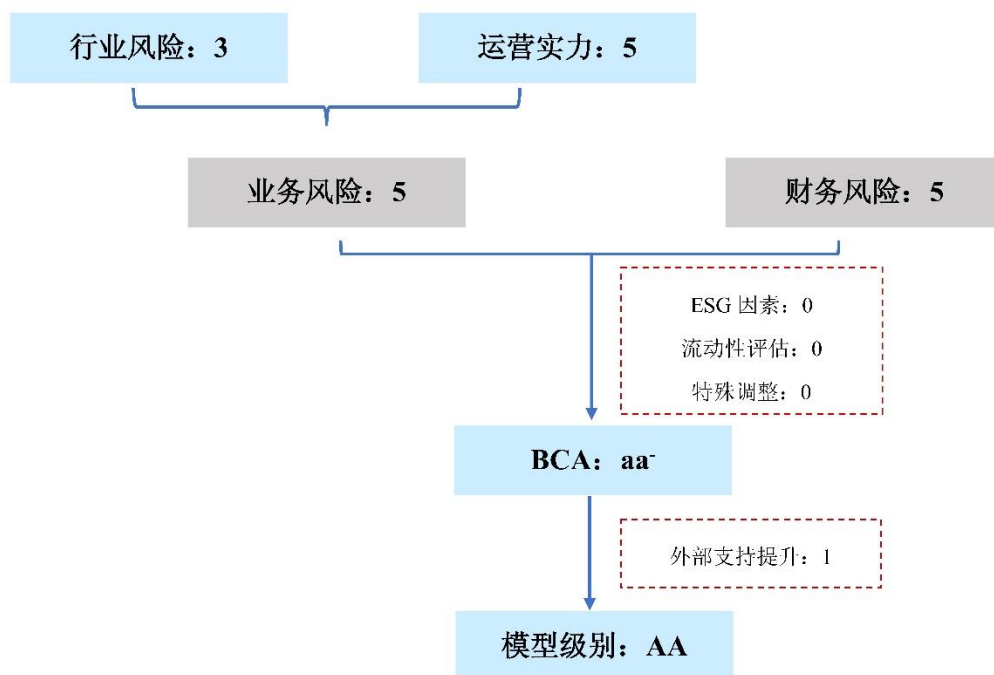
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

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
22 国房 01	AAA	AAA	2022/09/14	6.00	6.00	2022/10/13~2025/10/13	偿债保障承诺

评级模型

厦门国贸房地产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:

国贸地产属于房地产行业，行业风险评估为中等；国贸地产具有一定开发规模及项目储备，经营稳健度一般，业务风险评估为较低。

■ 财务风险:

国贸地产非受限货币资金无法对短期债务形成充分覆盖，销售回款能对债务形成一定的覆盖，财务杠杆处于很低水平，公司盈利能力较弱，EBITDA 对利息覆盖倍数中等，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，国贸地产具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

公司是国贸控股间接全资控股子公司，实际控制人为厦门市国资委，当地政府实际控制能力很强，支持意愿较强。公司作为国贸控股下属的主要房地产开发板块运营主体，能够在项目获取、资金支持等方面得到国贸控股的较强支持，外部支持调升 1 个子级。

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

厦门国贸房地产有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第一期）（债券简称：“22 国房 01”、债券代码：“137908.SH”）于 2022 年 10 月 13 日完成发行，发行规模为 6.00 亿元，发行年限为 3 年，票面利率为 3.80%，到期日为 2025 年 10 月 13 日。

截至 2022 年末，“22 国房 01”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

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持续提升，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.ccx.com.cn/coreditResearch/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>

中诚信国际认为，国贸地产具有一定规模优势，经营稳健度一般，项目储备较为充足，并以一二线城市为主，同时城市布局趋于分散。

公司具有较为丰富的开发经验和一定的规模优势，2022 年仍保持较快的开发节奏，销售业绩呈增长趋势，并在区域市场具有较强的竞争地位。

公司房地产开发板块经营业务主要以重点城市为主的高品质住宅开发，经过多年不断开拓创新，成功打造了部分以“国贸”命名的地标性建筑，形成原系、上系、天琴系等高品质产品系，具有较为丰富的开发经验和一定的规模优势。2022 年公司整体保持较快的开发节奏，新开工和竣工规模保持增长，新开工面积大于当期对应的竣工面积。截至 2023 年 3 月末，公司项目在建面积 459.04 万平方米，维持在较高水平，对资金投入量有一定要求，在建项目主要分布在厦门、福州、广州、成都及上海等城市。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.1-3
新开工面积	183.84	173.90	220.42	16.66
竣工面积	81.06	115.12	127.53	18.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

得益于公司房地产开发规模持续扩大，在房地产市场低迷的情况下，2022 年公司全口径签约销售金额仍保持增长，但销售权益占比有所下降。由于公司布局的城市能级高，当年签约销售均价仍维持在较高水平。2023 年一季度公司全口径销售金额同比保持增长。

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	2023.1~3
销售面积（全口径）	110.21	125.78	111.86	39.45
销售金额（全口径）	290.46	302.13	356.17	126.15
销售均价（全口径）	26,355	24,021	31,842	31,978
销售金额（权益口径）	210.79	219.06	188.76	66.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，近年来公司主要签约销售贡献以福建省及上海、北京、成都、南昌等核心一二线城市为主，其中，2022 年公司全口径销售金额排名前五的城市公司分别为厦门、北京、福州、上海和漳州，占比分别为 38.02%、17.47%、14.58%、10.34%和 9.87%，合计占比 90.28%。2023 年一季度，厦门和福州的全口径销售金额占比分别为 65.33%和 14.73%。从单城表现来看，公司于厦门市和漳州市的全口径签约销售金额排名均位居前列。

公司项目储备较为充足，以一二线城市为主，同时区域布局集中度有所改善。

截至 2023 年 3 月末，公司土地储备总建筑面积为 346.05 万平方米，权益土地储备总建筑面积为 242.29 万平方米，项目储备较为充足。从城市能级来看，公司在一、二线城市¹的项目未售面积合计为 283.85 万平方米，占总未售面积的比重 82.02%，此外，公司于福建省的土地储备面积合计占比为 46.18%，区域集中度风险有所改善。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米）

地区	期末剩余可售面积	面积占比
厦门	75.69	21.87%
福州	68.03	19.66%
广州	59.63	17.23%
上海	33.37	9.64%
成都	21.10	6.10%
赣州	18.73	5.41%
漳州	16.08	4.65%
张家港	11.46	3.31%
南通	10.06	2.91%
南京	8.41	2.43%
合肥	8.11	2.34%
南昌	6.35	1.83%
抚州	5.88	1.70%
宁波	1.88	0.54%
北京	1.27	0.37%
总计	346.05	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为保持规模优势，近年来公司拿地力度较大，但公司融资渠道顺畅、融资成本较低，整体经营稳

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；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。

健康一般。

近年来，公司主要通过招拍挂形式获取土地，深耕大本营厦门及周边，同时成功拓展至广州、成都、上海、北京、南京等重点城市，受热点城市土地市场竞争激烈和土地价格较高的影响，公司亦加强项目合作力度，合作方以央企国企为主。2020~2022 年公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 16.88%、139.14%和 71.97%，拿地力度较大。2022 年公司新增位于厦门、福州、上海、南京、漳州、成都和宁波共 14 宗项目，其中厦门、福州和上海三地的拿地金额占比超过 83%，由于新获取项目的城市等级高，新增土储平均楼面地价有所提升。2023 年一季度，公司未获取新项目。

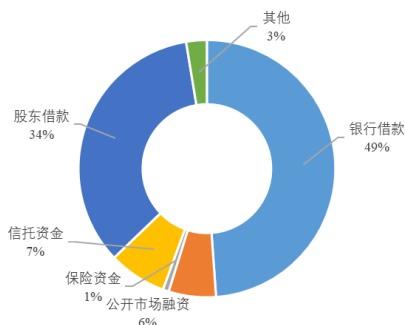
表 4：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
新增项目数量	7	20	14	--
新增计容建筑面积（全口径）	80.14	233.79	115.77	--
新增拿地金额（全口径）	49.04	420.37	256.33	--
新增土储平均楼面地价（全口径）	6,161	17,980	22,140	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

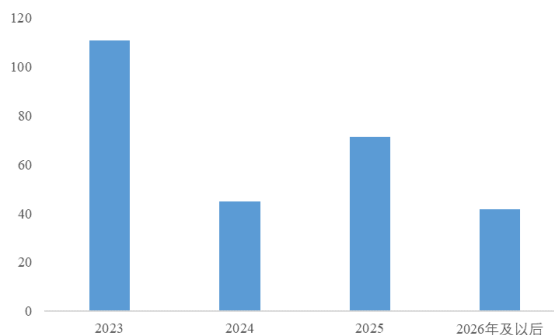
融资渠道方面，公司主要通过银行借款、股东往来款和债券融资进行筹资，其中，截至 2022 年末，公司股东往来款占比约为 34%，偿付弹性较高；公司在多家银行取得授信，保持了通畅的融资渠道和较低的融资成本。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司债务期限结构（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，国贸地产营业收入呈增长趋势，但毛利率水平下滑明显，且计提的存货跌价准备对利润形成较大影响，整体盈利能力有待改善。土地获取力度加大及在建项目工程建设资金需求推动债务规模增长，但财务杠杆处于合理水平；公司销售回款对债务的保障良好，并且债务中股东往来款偿还弹性较大，非受限货币资金可对外部借款形成覆盖。

公司收入规模呈增长趋势，但前期部分房地产项目获取成本偏高使得毛利率水平下滑明显，且当年公司计提存货跌价准备对利润形成较大影响，整体盈利能力有待改善。

公司主营业务突出，房地产销售占营业总收入比重保持在 95%以上。得益于公司业务规模的扩

张，前期项目的结转推动公司 2022 年营业总收入保持增长；但受销售限价等行业调控政策及前期部分项目获取成本偏高的影响，公司综合毛利率水平有所下滑。2023 年 1~3 月，公司营业收入有所下降，毛利率同比小幅增长。

期间费用方面，2022 年公司销售费用²及管理费用随业务规模扩大而增长；由于公司将部分借款费用资本化，公司财务费用相对较少，期间费用率小幅增长，但仍维持在合理水平。盈利表现方面，毛利率下降使得公司经营性业务利润有所下滑；同时联合营项目确认的投资收益减少。此外，当年公司对广州、张家港、抚州、福州、厦门等地的住宅项目计提存货跌价准备合计 9.37 亿元，对利润造成较大影响，但同时转回存货跌价准备合计 2.21 亿元，需对相关项目后续去化及结转情况予以关注。在上述因素的综合作用下，2022 年公司净利润率下滑较快，整体盈利能力有待改善。

表 5：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	136.56	23.11%	168.42	17.38%	180.60	15.08%	31.59	16.01%
其他业务	0.10	48.89%	0.88	97.15%	0.15	60.28%	0.03	-40.12%
合计	136.66	23.13%	169.30	17.80%	180.74	15.11%	31.63	15.95%

注：其他业务为文旅业务、代建业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	6.22	5.53	5.98	6.71
经营性业务利润	17.23	19.54	14.82	2.78
投资收益	1.09	1.99	0.61	0.08
资产减值损失	1.81	4.26	9.37	0.12
信用减值损失	-0.21	0.93	1.63	0.55
EBITDA	18.94	18.23	6.47	--
利润总额	16.76	16.38	4.64	2.24
净利润率	7.69	7.55	0.97	4.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于业务规模扩大，公司资产负债规模增长较快；土地获取及在建项目建设推动公司债务规模增长较快，但公司财务杠杆仍处于合理水平。

由于项目获取力度较大且在建项目持续推进，2022 年末资产及负债规模增长较快；从资产结构来看，存货、其他应收款和货币资金是其主要构成。具体来看，公司存货规模增长较快，由于项目结转效率较销售情况相对偏慢，存货周转效率呈下降趋势，且在建项目规模增长使得开发产品占比随之下降，同时公司当年对存货计提 9.37 亿元跌价准备，在当前房地产行业市场环境下，需关注公司开发产品去化情况及存货价值的稳定性。随着业务规模增长，合作项目增多，公司应收关联方往来款和地产合作方往来款增加推动其他应收款同比增长；2022 年较大规模的土地购置支出及在建项目工程建设支出使得期末公司货币资金规模小幅下降。2023 年 3 月末，销售回款推动货币资金余额进一步增长，同时其他应收款和存货继续增长，整体资产规模随之增长。

² 2022 年公司对销售费用进行重分类，部分计入管理费用。

负债方面，预收款项（含合同负债，下同）、其他应付款和债务是公司负债的最主要构成。随着签约销售金额增长，公司预收款项有所增长，截至 2023 年 3 月末预收款项为 2022 年营业收入的 1.52 倍，可对未来短期内收入结转形成支撑。由于公司 2022 年将控股股东及其合并范围内关联方往来款从其他流动负债科目重分类至其他应付款，同时应付账款保理款和购房意向金增长较快，2022 年末其他应付款同比大幅增长。近年来公司融资需求随经营规模拓展而增长，2022 年末债务规模增长较快。

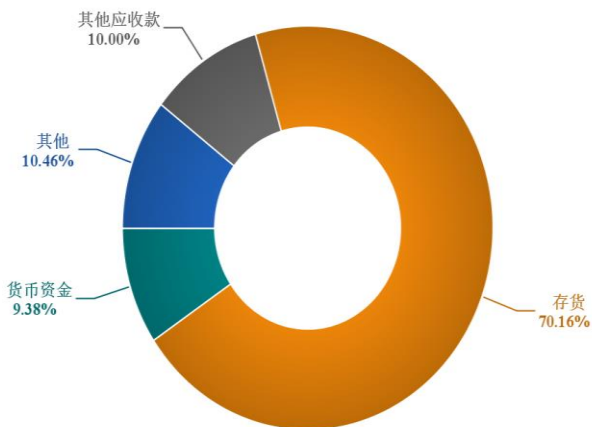
所有者权益方面，受合作项目增多的影响，公司少数股东权益大幅增长。财务杠杆方面，债务规模增长推动 2022 年末净负债率所上升，但财务杠杆仍处于合理水平。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	46.65	58.95	50.44	88.69
其他应收款	15.32	46.07	78.38	94.62
存货	320.26	427.61	650.48	663.69
开发产品/存货	7.25%	15.49%	7.80%	--
存货周转率	0.32	0.37	0.28	--
长期股权投资	9.00	15.16	20.41	28.49
流动资产占比	96.04%	96.28%	95.61%	94.56%
总资产	426.98	638.99	894.08	945.93
其他应付款	24.59	59.77	178.41	114.83
预收款项	113.11	162.16	219.06	274.97
总债务	149.31	159.63	268.79	260.10
短期债务/总债务	62.71%	77.90%	43.16%	23.28%
净负债率	94.20%	50.93%	89.35%	70.55%
少数股东权益	26.95	84.24	124.01	124.03
所有者权益	111.33	198.22	246.40	247.85

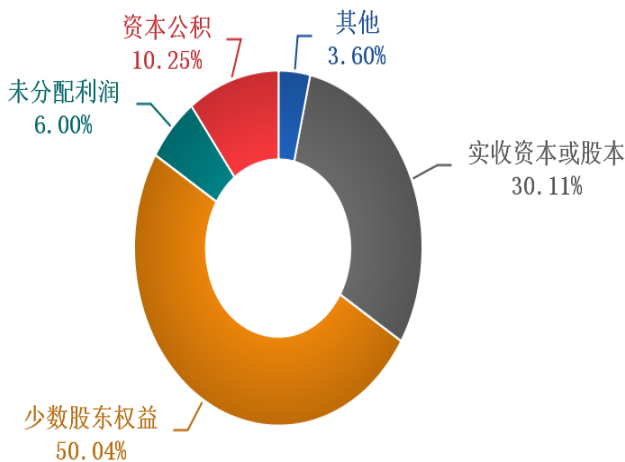
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

公司短期债务主要由股东往来款构成，偿还弹性较大，非受限货币资金可对外部借款形成覆盖，销售回款对债务保障程度良好。

随着销售业绩的增长，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长。但受建安支出规

模较大及新增土地储备的影响，公司经营活动净现金流始终为净流出态势。此外，因资金拆借款净流出额增加，当年公司投资活动产生的现金流净额净流出规模增长；随着融资规模增长，筹资活动净现金流金额亦随之增加。

2022 年公司经营活动净现金流无法对债务形成保障，同时，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有待提升。截至 2023 年 3 月末，公司短期债务为 60.56 亿元，其中外部短期借款为 21.11 亿元，非受限货币资金为 85.25 亿元，公司手持不受限货币资金对外部短期债务覆盖能力较好，且销售商品、提供劳务收到的现金对债务保障程度良好。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	-15.49	-52.62	-106.46	48.21
销售商品、提供劳务收到的现金	186.04	238.64	258.18	76.92
投资活动净现金流	27.44	-4.10	-288.30	4.80
筹资活动净现金流	32.00	70.95	384.73	-16.41
总债务/EBITDA	7.88	8.76	41.55	--
EBITDA 利息倍数	2.16	2.56	0.60	--
非受限货币资金/短期债务	0.47	0.47	0.42	1.41
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.80	0.67	1.04	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 338.76 亿元，其中受限存货和货币资金账面价值分别为 335.32 亿元和 3.44 亿元，受限资产占当期末总资产的 35.81%。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额 11.37 亿元，占当期末净资产的比例为 4.59%。

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，2020 年~2023 年 5 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³

假设

——2023 年，国贸地产全口径签约销售金额同比增长 10%左右。

——2023 年，国贸地产全口径土地投资规模较上年略有增长。

——2023 年，国贸地产收入结转占期初合同负债的比例上升，收入规模有所提升，全年毛利率预计略有下降。

³ 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。

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(%)	50.93	89.35	65.6~76.0
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	0.67	1.04	0.8~1.0

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，国贸地产未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

公司经营获现能力强，销售回款规模保持在较好水平；2023 年 3 月末公司短期债务中外部短期借款为 21.11 亿元，非受限货币资金为 85.25 亿元，公司手持不受限货币资金对外部短期债务覆盖能力较好；截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 229.85 亿元，其中尚未使用额度为 48.54 亿元。公司融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于建安支出、获取土地储备和各项税费支出以及偿还债务。由于公司债务主要来自于银行借款、股东往来款及公开市场融资且融资渠道顺畅，因此其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出，公司拿地力度将根据销售回款适时调整，工程建设及税费支出可由其销售回款及融资提供较大支持。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重安全建设与环保投入，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内部控制制度较为完善，目前公司 ESG 表现对持续经营和信用风险的负面影响较小。

环境方面，作为房地产开发企业，公司面临着建设施工可能发生安全事故及对环境产生损害的问题。对此，公司精准化加强工程项目过程安全管理，持续完善大安全管理体系。

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，人员稳定性尚可；近三年未发生一般事故以上的安全事故。

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

公司系国贸控股下属房地产业务主要运营主体，在项目获取、资金安排等方面有望获得较强的股东支持。

公司股东国贸控股是厦门国资委直属企业，系福建省和厦门市综合实力较强的地方支柱企业之一。国贸控股在贸易、物流、房地产和金融服务行业形成了较强的竞争优势，其中贸易和物流业

⁴ 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。

务在核心产品上具有领先的市场地位，与上下游的合作关系稳固，并具备成熟的销售渠道和营销网络，综合实力雄厚。

作为国贸控股下属房地产业务主要运营主体，公司职能地位重要。得益于公司成为国贸控股旗下全资房地产开发运营主体，公司可在项目及资金获取等方面获得国贸控股的大力支持。

同行业比较

中诚信国际选取了天地源股份有限公司作为国贸地产的可比公司，上述企业与公司业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，国贸地产的业务和资产规模处于较高水平，财务杠杆处于较低水平，存货周转效率一般，盈利能力较弱，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，但销售商品、提供劳务收到的现金可对债务偿还形成一定支撑。

偿债保障措施

厦门国贸控股集团有限公司（本节或简称“国贸控股”或“公司”）为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保。

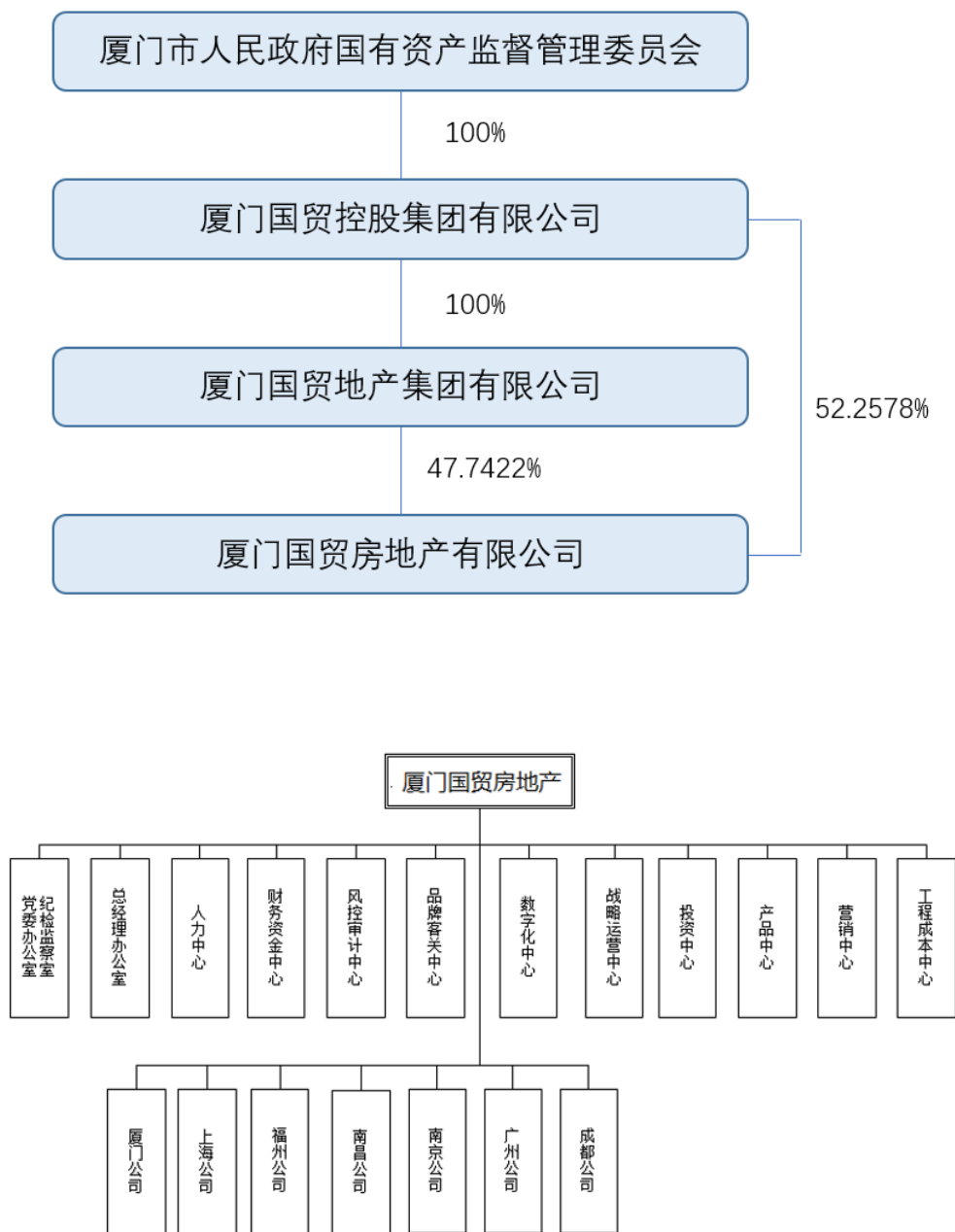
国贸控股原名厦门市商贸国有资产投资有限公司，系 1995 年 8 月由厦门市国有资产管理机构独资设立的有限公司。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本为 16.60 亿元，控股股东及实际控制人厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）持有公司 100% 股权。厦门市国资委对公司的定位为现代化、国际化、综合性的国有资本投资集团，业务布局于供应链管理、城市建设与运营、消费与健康、金融服务和先进制造等板块。公司深耕供应链业务多年，规模优势显著，贸易品种丰富且多个贸易品类具备突出的市场竞争优势，并已建立稳定的供应链网络体系，具备完善的供应链集成服务能力，客户质量较优。截至 2023 年 3 月末，国贸控股资产总额 3,667.58 亿元，所有者权益 886.14 亿元，资产负债率为 75.84%；2022 年，国贸控股实现营业总收入 6,934.60 亿元，净利润 52.89 亿元，经营活动净现金流-73.59 亿元；2023 年 1~3 月，国贸控股实现营业总收入 1,629.61 亿元，净利润 10.70 亿元，经营活动净现金流-189.92 亿元。

综合来看，中诚信国际维持国贸控股主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对受评债项还本付息起到有力保障作用。

评级结论

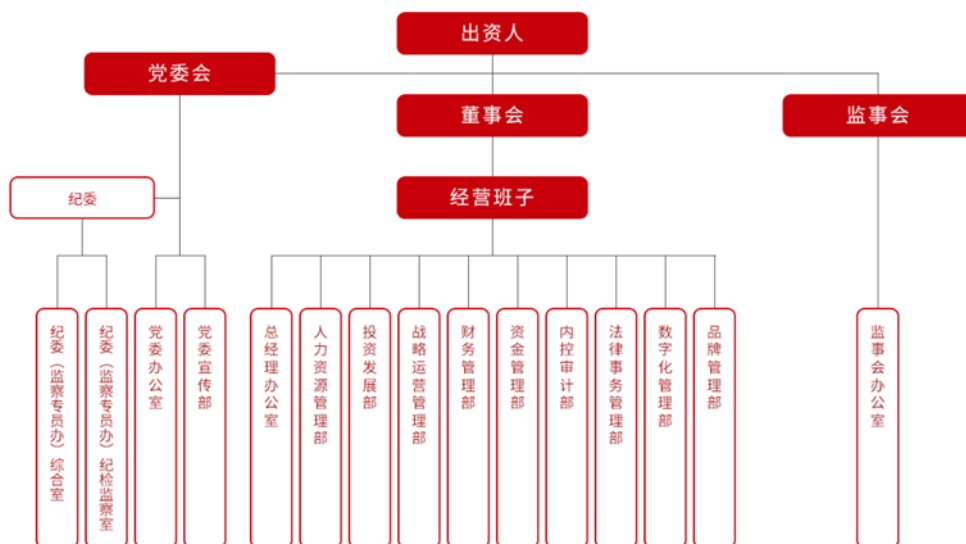
综上所述，中诚信国际维持厦门国贸房地产有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“22 国房 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：厦门国贸房地产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

附二：厦门国贸控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	子公司名称	注册地	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例	
					直接	间接
1	厦门国贸集团股份有限公司	厦门	贸易	220,098.28	34.66%	0.93%
2	厦门信达股份有限公司	厦门	贸易、制造业	56,500.84	42.92%	-
3	厦门海翼集团有限公司	厦门	制造业	256,384.00	100.00%	-
4	厦门国贸地产集团有限公司	厦门	房地产开发经营	480,000.00	100.00%	-
5	厦门国贸资本集团有限公司	厦门	资产管理	265,000.00	100.00%	-
6	中红普林集团有限公司	唐山	医疗用品制造	22,518.00	50.50%	-
7	厦门国贸教育集团有限公司	厦门	教育	80,000.00	100.00%	-
8	厦门国贸会展集团有限公司	厦门	会议及展览服务	230,000.00	100.00%	-
9	国贸控股（香港）投资有限公司	香港	投资与资产管理	\$1,000.00	100.00%	-

资料来源：公司提供

附三：厦门国贸房地产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	2023.3
货币资金	466,504.44	589,512.73	504,436.62	886,871.28
其他应收款	153,225.96	460,718.02	783,832.59	946,249.36
存货	3,202,637.21	4,276,128.73	6,504,801.42	6,636,922.20
长期投资	112,569.72	167,953.29	214,316.60	295,158.23
固定资产	1,142.06	901.10	769.25	718.39
在建工程	266.42	536.74	175.29	175.29
无形资产	605.81	528.30	457.81	441.07
投资性房地产	0.00	0.00	70,941.74	98,582.01
资产总计	4,269,844.63	6,389,937.20	8,940,783.76	9,459,328.60
预收款项	1,131,136.38	1,621,649.17	2,190,572.72	2,749,721.61
其他应付款	245,904.08	597,702.33	1,784,110.93	1,148,283.96
短期债务	936,323.08	1,243,560.10	1,159,994.91	605,575.21
长期债务	556,794.74	352,742.61	1,527,907.17	1,995,444.30
总债务	1,493,117.82	1,596,302.72	2,687,902.08	2,601,019.51
净债务	1,048,680.59	1,009,485.49	2,201,453.43	1,748,551.72
负债合计	3,156,544.41	4,407,690.32	6,476,806.19	6,980,854.18
所有者权益合计	1,113,300.22	1,982,246.88	2,463,977.57	2,478,474.42
利息支出	87,845.64	71,322.49	107,411.18	--
营业总收入	1,366,597.40	1,693,005.86	1,807,444.36	316,259.88
经营性业务利润	172,317.75	195,443.57	148,217.98	27,834.16
投资收益	10,939.89	19,899.22	6,091.09	842.95
净利润	105,151.49	127,815.70	17,451.28	14,496.85
EBIT	188,128.90	179,793.46	62,760.80	--
EBITDA	189,362.86	182,294.00	64,690.28	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,860,378.63	2,386,381.55	2,581,794.80	769,238.50
经营活动产生的现金流量净额	-154,944.61	-526,203.64	-1,064,621.65	482,101.83
投资活动产生的现金流量净额	274,449.26	-40,964.05	-2,882,998.96	47,987.12
筹资活动产生的现金流量净额	319,965.86	709,547.69	3,847,252.03	-164,069.82
财务指标	2020	2021	2023.3	2023.3
营业毛利率（%）	23.13	17.80	15.11	15.95
期间费用率（%）	6.22	5.53	5.98	6.71
EBITDA 利润率	13.86	10.77	3.58	--
净利润率（%）	7.69	7.55	0.97	4.58
净资产收益率（%）	10.83	8.26	0.78	--
存货周转率（X）	0.32	0.37	0.28	--
资产负债率（%）	73.93	68.98	72.44	73.80
总资本化比率（%）	57.29	44.61	52.17	51.21
净负债率（%）	94.20	50.93	89.35	70.55
短期债务/总债务（%）	62.71	77.90	43.16	23.28
非受限货币资金/短期债务（X）	0.47	0.47	0.42	1.41
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.16	-0.37	-0.44	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.26	-0.48	-1.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.76	-7.38	-9.91	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.80	0.67	1.04	--
总债务/EBITDA（X）	7.88	8.76	41.55	--
EBITDA/短期债务（X）	0.20	0.15	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.16	2.56	0.60	--

注：1、2023 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他流动负债、长期应付款中的带息债务；3、将合同负债计入预收款项。

附四：厦门国贸控股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	2023.3
货币资金	1,850,620.38	3,071,823.37	4,615,358.44	4,783,581.60
应收账款	732,999.84	929,626.90	1,444,460.71	1,606,819.10
其他应收款	767,827.32	1,557,819.29	1,830,002.21	2,187,412.78
存货	5,384,480.38	8,119,282.68	10,941,403.19	12,600,174.09
长期投资	1,987,296.63	2,695,532.94	3,733,774.03	4,045,509.85
固定资产	569,643.02	1,000,747.37	1,255,250.47	1,320,785.58
在建工程	51,849.99	248,576.09	325,133.59	324,497.10
无形资产	148,054.20	772,357.25	789,172.25	788,043.22
资产总计	15,413,670.73	24,590,672.70	32,220,107.14	36,675,828.35
其他应付款	732,616.16	1,278,975.59	1,590,241.40	1,504,502.28
短期债务	3,859,805.31	6,312,384.08	8,661,573.44	10,434,975.24
长期债务	2,943,700.64	4,221,012.11	6,106,643.24	6,927,542.91
总债务	6,803,505.95	10,533,396.19	14,768,216.68	17,362,518.15
净债务	5,244,552.54	8,165,166.64	11,121,022.45	12,578,936.54
负债合计	10,379,546.62	17,155,801.14	23,233,402.03	27,814,381.51
所有者权益合计	5,034,124.11	7,434,871.56	8,986,705.11	8,861,446.84
利息支出	197,214.33	396,580.91	624,767.08	--
营业总收入	40,212,600.94	60,498,494.22	69,346,046.32	16,296,145.64
经营性业务利润	613,455.97	850,001.15	432,540.67	129,935.76
投资收益	105,833.24	4,682.08	319,573.02	-21,251.60
净利润	544,226.88	555,896.13	528,864.18	106,985.80
EBIT	762,075.39	993,989.60	949,144.68	--
EBITDA	818,004.73	1,104,194.23	1,162,131.54	--
经营活动产生的现金流量净额	120,539.60	-470,829.21	-735,931.80	-1,899,186.71
投资活动产生的现金流量净额	19,037.01	-1,518,324.71	-503,594.42	-848,805.26
筹资活动产生的现金流量净额	876,973.79	2,797,608.00	2,505,110.43	2,785,949.03
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	2.77	2.81	2.61	2.67
期间费用率（%）	1.10	1.37	1.84	1.92
EBIT 利润率（%）	1.90	1.64	1.37	--
总资产收益率（%）	5.95	4.97	3.34	--
流动比率（X）	1.44	1.34	1.36	1.32
速动比率（X）	0.79	0.75	0.75	0.74
存货周转率（X）	8.27	8.71	7.09	--
应收账款周转率（X）	72.26	72.77	58.42	--
资产负债率（%）	67.34	69.77	72.11	75.84
总资本化比率（%）	62.52	63.01	65.95	69.21
短期债务/总债务（%）	56.73	59.93	58.65	60.10
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.03	-0.07	-0.09	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.06	-0.12	-0.16	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.61	-1.19	-1.18	--
总债务/EBITDA（X）	8.32	9.54	12.71	--
EBITDA/短期债务（X）	0.21	0.17	0.13	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.15	2.78	1.86	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.86	2.51	1.52	--
FFO/总债务（X）	0.05	0.07	0.03	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；4、因缺乏相关数据，部分指标无法计算。

附五：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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	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 利息覆盖倍数	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。

附六：厦门国贸控股集团有限公司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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	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
	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
	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)
经营效率	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/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
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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”。

附七：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