



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪829号

中华企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中华企业股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；上调“中华企业股份有限公司2013年公司债券”的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十七日

中华企业股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告 (2018)

发行主体	中华企业股份有限公司		
债券代码	122330		
债券简称	13 中企债		
担保主体	上海地产(集团)有限公司		
发行规模	人民币 15.50 亿元		
存续期限	5 年期 (2014/10/14-2019/10/14), 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。		
上次评级时间	2017/05/27		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

中华企业	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	42.65	47.50	51.03	51.05
总资产(亿元)	366.18	304.28	278.58	270.45
总债务(亿元)	181.92	112.50	96.93	96.34
营业总收入(亿元)	46.54	141.97	76.59	11.27
营业毛利率(%)	21.37	29.16	21.30	16.82
EBITDA(亿元)	-12.39	27.94	13.92	-
所有者权益收益率(%)	-65.67	18.69	10.15	4.94
资产负债率(%)	88.35	84.39	81.68	81.12
总债务/EBITDA(X)	-14.68	4.03	6.97	-
EBITDA 利息倍数(X)	-0.68	2.60	2.26	-
净负债率(%)	323.71	99.77	0.17	7.18
上海地产集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	654.36	673.94	862.38	863.71
总资产(亿元)	2,186.27	2,179.02	2,781.45	2,858.07
总债务(亿元)	703.55	586.78	607.25	694.06
营业总收入(亿元)	257.40	415.90	398.37	35.65
营业毛利率(%)	27.26	31.38	30.88	18.60
EBITDA(亿元)	37.96	97.22	138.43	-
所有者权益收益率(%)	-3.66	5.12	9.39	-1.88
资产负债率(%)	70.07	69.07	69.00	69.78
总债务/EBITDA(X)	18.53	6.04	4.39	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.63	2.12	3.64	-

注: 1、上述所有者权益含少数股东权益;

2、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中华企业股份有限公司(以下简称“中华企业”或“公司”)作为上海地产(集团)有限公司(以下简称“上海地产集团”或“地产集团”)下属唯一房地产上市平台,资产注入及资金安排等方面持续得到有力的股东支持。同时上海地产集团对公司的持股比例也进一步上升,战略投资者的引入亦有利于其未来长远发展。2017 年中华企业计息债务规模持续下降,净负债率水平进一步降低。此外,担保方上海地产(集团)有限公司(以下简称“上海地产集团”或“地产集团”)雄厚的综合实力可为本次债券本息的偿还提供有力保障。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)同时也关注到公司项目去化压力仍较大以及盈利能力下降等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上,中诚信证评维持中华企业主体信用等级为 AA,评级展望稳定;上调“中华企业股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 AAA。本次债券级别主要考虑了上海地产集团提供的全额不可撤销连带责任担保而对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 雄厚的股东背景及持续有力支持。公司控股股东上海地产集团系上海市国资委下属大型企业,作为上海地产集团下属唯一房地产上市平台,近年来中华企业在资产注入及资金安排等方面持续得到有力的股东支持,2018 年上海中星(集团)有限公司重大资产注入的完成将提升公司的土地储备规模。
- 债务规模及财务杠杆水平持续下降。随着债务的偿还,2017 年公司计息债务规模进一步下降,年末总债务余额由上年的 112.50 亿元下降至 96.93 亿元,同时由于公司货币资金的增加,同期末净负债率大幅下降,财务杠杆水平较低。

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

赵屹 yzhao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月27日

- 上海地产集团具有极强的担保实力。近年来，上海地产集团规模优势不断显现，营收水平逐年提升，且未来仍可获得上海市国资委较大力度的支持，具有雄厚的担保实力，能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

关注

- 公司项目去化压力仍较大。2017年末公司存货中开发产品占比为51.44%，且部分项目竣工时间较早，需关注公司项目去化情况。
- 盈利能力下滑。受可结算资源减少影响，2017年公司营业收入为同比下降46.05%，营业毛利率较上年同期下降7.86个百分点，当年实现经营性业务利润3.03亿元，同比下降66.13%。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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和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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

中华企业股份有限公司 2013 年公司债券（债券简称为“13 中企债”，债券代码为 122330，以下简称“本次债券”）于 2014 年 10 月 17 日完成发行，最终发行规模为 15.50 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金已于 2014 年 10 月 17 日全部到位，并已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。2017 年 9 月 7 日，中华企业股份有限公司（以下简称“中华企业”或“公司”）决定不上调本次债券票面利率，2017 年 9 月 12~14 日，投资者合计向中华企业回售债券 2,443.3 万元，占发行总额的 1.58%，剩余债券规模为 15.26 亿元。

重大事项

根据公司 2018 年 2 月 1 日公布的《中华企业发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，中华企业拟向上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”）发行股份及支付现金购买其持有的上海中星（集团）有限公司（以下简称“中星集团”）100% 股权。根据上海立信资产评估有限公司出具的信资评报字[2016]第 1099 号评估报告，拟注入资产的评估值为 1,747,214.67 万元，该评估报告的评估值已经上海市国资委备案。经交易双方协商确定，拟注入资产的交易价格为 1,747,214.67 万元，其中以发行股份的方式支付交易对价的 85% 即 1,485,132.47 万元，以现金方式支付交易对价的 15% 即 262,082.20 万元。中华企业拟向华润置地控股有限公司、平安不动产有限公司非公开发行股份募集配套资金不超过 267,582.20 万元，募集配套资金扣除相关费用后，拟用于支付本次重大资产重组的现金对价。

上述资产重组事项交易完成后，公司将获取上海地产集团绝大多数市场化房地产开发项目，涉及项目总土地储备约 200 万平方米，分布于上海、昆山、扬州、镇江、合肥、吉林六个城市，以及 17 处位于上海的投资性物业。同时，本次重大资产重组后，上海地产集团对公司的持股比例将由 30.38% 上升至 67.06%，上海谐意资产管理有限公司持股比

例由 6.43% 下降至 2.36%，本次重大资产重组新引入股东华润置地控股持股比例为 6.76%，平安不动产持股比例为 0.59%。本次重大资产重组后，上海市国资委对公司间接持股比例由 36.80% 上升至 69.42%，公司的实际控制权不会发生变化。

截至 2017 年末，本次重大重组标的公司中星集团资产总额为 308.17 亿元，总负债为 224.39 亿元，净资产为 83.79 亿元，资产负债率为 72.81%。2017 年中星集团实现营业收入 54.44 亿元，其中房地产业收入 47.66 亿元，净利润 5.44 亿元，经营活动净现金流 13.10 亿元。

重大资产重组进度方面，2018 年 2 月 1 日，中华企业披露《关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会核准批文的公告》（编号：临 2018-001）。2018 年 4 月 17 日，中华企业与上海地产集团签署了《标的资产交割确认书》，根据上海市工商行政管理局于 2018 年 4 月 23 日换发的营业执照（统一社会信用代码：91310000132232057F），中星集团 100% 股权已过户至中华企业名下，相关变更手续已办理完成。2018 年 5 月 22 日，公司本次发行股份购买资产的新增股份登记已办理完毕。公司本次发行股份数量为 2,839,641,434 股（有限售条件的流通股），已登记至地产集团名下，本次发行后公司股份数量为 4,706,700,832 股。

中诚信证评注意到，上述交易的顺利完成有助于补充公司的土地储备，增强公司布局力度及竞争力，引入新的战略投资者，并帮助公司进入新的区域市场，但资产注入后的整合及协同效应发挥情况仍值得关注。

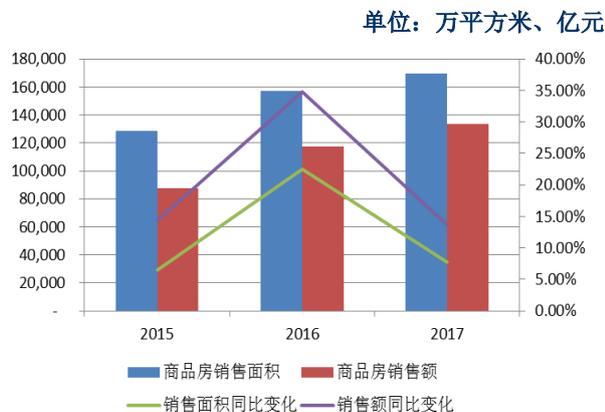
行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，

增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43

个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个

人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，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均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

2017 年公司继续放缓开工节奏，年末在建面积继续下降；受可结转项目较少影响，当年公司收入规模大幅下降。

项目建设情况方面，公司继续放缓开工节奏，2017 年公司无新开工项目，当年竣工面积为 13.20 万平方米，截至 2017 年末仅有 2 个在建项目，在建面积 14.07 万平方米，分别为位于上海市徐汇区的尚汇豪庭项目和位于苏州平江区的苏州燕回平门里项目。尚汇豪庭三期项目业态为公寓，占地面积 11.8 万平方米，总建筑面积 38.60 万平方米，规划总投资 80.00 亿元，截至 2017 年末已投资 6.71 亿元；苏州燕回平门里项目业态为别墅，占地面积 4.90 万平方米，建筑面积 5.20 万平方米，总投资额为 13.20 亿元，截至 2017 年末已投资 11.72 亿元。2018 年 1~3 月，公司无新开工面积，竣工面积为 8.97 万平方米。

表 1：2015~2017 年及 2018 年一季度公司开竣工情况

单位：万平方米、个

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
期末在建面积	136.75	78.46	14.07	-
在建项目数量	6	5	2	-
新开工面积	3.72	0	0	0
竣工面积	31.98	74.30	13.20	8.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2017 年末公司在建项目情况

单位：万平方米、亿元

地区	项目	业态	用地面积	建筑面积	在建面积	总投资	已投资
上海市徐汇区	尚汇豪庭	公寓	11.80	38.60	8.87	80.00	6.71
苏州平江区	苏州燕回平门里	别墅	4.90	5.20	5.20	13.20	11.72
合计			16.70	43.80	14.07	93.20	18.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

签约销售方面，2017 年中华企业共有 11 个在售项目，其中 7 个位于上海，2 个位于江阴，1 个位于无锡，1 个位于杭州。由于公司自 2016 年起无新开工项目，剩余可售项目规模较小，2017 年中华企业签约销售面积为 28.51 万平方米，较上年度下降 31.00%；销售金额 82.52 亿元，较上年度下降 30.00%。2018 年 1~3 月，公司签约销售面积为 3.77 万平方米，签约金额为 9.85 亿元。

表 3：2015~2017 年及 2018 年一季度公司销售情况

单位：万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
销售面积	34.84	41.32	28.51	3.77
销售金额	80.65	122.17	82.52	9.85
结算面积	20.96	43.02	32.68	
结算金额	37.20	130.67	69.51	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2017 年中华企业结算面积为 32.68 万平方米，同比下降 24.04%；结算金额为 69.51 亿元，同比下降 46.80%；实现营业收入 76.59 亿元，受可结转项目较少影响收入规模较上年下降 46.10%。分区域来看，2017 年中华企业来自上海地区营业收入 47.64 亿元，较上年下降 61.60%；来自江苏地区营业收入 10.96 亿元，较上年下降 26.53%；来自浙江地区营业收入 17.88 亿元，较上年上升 496.56%，浙江地区贡献收入大幅提升。

表 4：2017 年中华企业房地产销售情况

单位：平方米、万元			
项目名称	地区	签约销售面积	签约销售金额
美兰湖中华园 铂珺	上海	744.29	2,069.89
江阴中企上城（别墅）	江阴	4,716.13	4,538.37
江阴中企上城（公寓）	江阴	41,961.47	20,498.17
印象春城商业街区（LOFT）	上海	46.2	122.25
艮山府（小户型）	杭州	24,953.59	81,499.21
艮山府（大户型）	杭州	78,329.94	246,437.30
松江誉品谷水湾（大平层）	上海	1,131.00	4,129.59
松江誉品谷水湾（别墅）	上海	2,096.22	10,343.10
江阴誉品尚海荟（住宅）	江阴	31,251.15	31,952.62
无锡中城誉品（住宅）	无锡	56,807.04	92,024.60
安亭萃庭	上海	126.9	397.2
萃庭人才房	上海	96.38	76.14
朱家角香堤艺墅	上海	10,461.45	34,784.53
尚汇豪庭（一期）	上海	2,005.08	17,074.17
尚汇豪庭（二期）	上海	30,331.94	258,548.45
合计		285,058.78	804,495.59

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内公司未获取新地块，目前土地储备规模较小，但资产重组完成后，公司可获得较为优质的储备项目。此外，公司持有的古北国际财富中心二期商业及办公楼在短期内仍可为其带来稳定租金收入。

2016 年以来公司未取得新地块，截至 2017 年末公司是土地储备仅剩尚汇豪庭三期及苏州燕回评门里两个在建项目，在建面积 14.07 万平方米，土地储备规模不足。但目前重大资产重组事项已基

本完成，公司已从上海地产集团获得中星地产约 200 万平方米的在建项目，且大多位于上海市，可对公司项目储备形成较好补充。

持有型物业出租方面，2017 年公司持有出租面积约 12.85 万平方米，物业租金收入为 3.58 亿元，较上年上升 6.75%。短期来看，可为公司带来较为稳定的租金收入的持有型物业仍主要为古北国际财富中心二期，其商业楼部分可租面积约 6 万平方米，通过定制型合作开发模式出租给日本高岛屋用于其经营百货店，租期为 20 年，2017 年该部分出租率为 94%，确认租金收入 0.95 亿元；办公楼部分可租面积约 6.4 万平方米，目前出租率约 92%，2017 年实现租金收入 1.98 亿元；综上，古北国际财富中心二期 2017 年出租率为 91%，租金收入合计 2.93 亿元，占租金总收入的比重达 81.67%。整体来看，当前公司持有的优质物业可为公司带来较为稳定的租赁收益和现金流。

表 5：2017 年公司房地产出租情况

单位：平方米、万元					
项目	地区	业态	出租面积	租金收入	出租率
古北国际财富中心二期	长宁区	办公	63,779.00	19,816.63	92%
		商业	60,287.36	9,462.10	94%
淮海公寓	徐汇区	住宅	4,400.00	834.27	91%
零星物业				5,735.34	
合计			128,466.36	35,848.34	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

下列财务分析主要基于公司提供的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 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表，以下数据均为合并报表口径。

资本结构

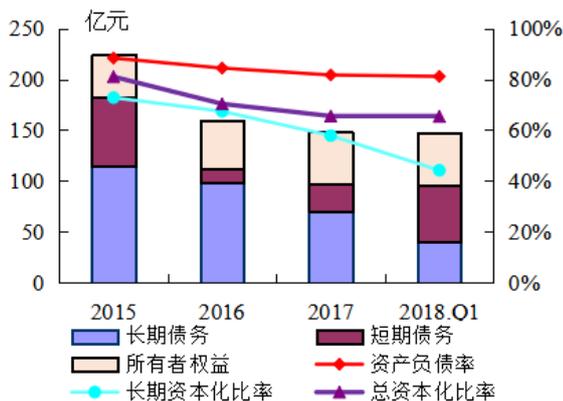
随着公司近年来拿地及开发节奏放缓，公司存货规模持续下降。受此影响，2017 年末公司总资产为 278.58 亿元，同比下降 8.45%。受益于公司利润留存，2017 年末所有者权益同比增长 7.44% 至 51.03 亿元。负债方面，随着公司资金需求的下降，2017

年末公司负债总额 227.55 亿元，同比下降 11.38%。另截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 270.45 亿元，所有者权益 51.05 亿元，负债总额为 219.40 亿元。

财务杠杆方面，受负债规模下降、自有资本实力增强的影响，2017 年末公司财务杠杆比率下降，当年末资产负债率、总资本化比率、净负债率分别为 81.68%、65.51% 和 0.17%，分别较上年下降 2.71、4.50 个百分点和 99.59 个百分点。另截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率、总资本化比率及净负债率分别为 81.12%、65.37% 和 7.18%。

债务方面，近年来公司逐步缩减有息债务，降低资金杠杆及减少财务成本，2017 年公司有息债务继续进一步下降，年末总债务余额由上年的 112.50 亿元下降至 96.93 亿元。债务期限结构方面，随着公司部分长期债务临近到期，2017 年末公司短期债务和长期债务余额分别为 27.00 亿元和 69.94 亿元，长短期债务比亦由上年末的 0.15 倍上升至 0.39 倍。另截至 2018 年 3 月末，公司债务总额为 96.34 亿元，长短期债务比为 1.39 倍，随着部分长期债务临近到期，短期债务占比大幅提升。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构图



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司逐步放缓拿地开发节奏，资产及负债规模均有所下降，同时公司自有资本实力有所增强，财务杠杆水平进一步优化。

流动性

2017 年末公司流动资产规模合计为 238.70 亿元，同比下降 6.97%；期末流动资产占总资产的比重为 85.69%，较上年下降 1.36 个百分点。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币

资金构成，2017 年末两者占流动资产比重分别为 40.57% 和 54.62%。

表 6：2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司流动资产

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	85.31%	84.33%	85.69%	85.08%
存货/流动资产	82.22%	70.70%	54.62%	54.54%
货币资金/流动资产	14.04%	25.38%	40.57%	40.28%
(存货+货币资金)/流动资产	96.26%	96.08%	95.19%	94.82%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2014 年和 2015 年公司计提了较大规模的存货跌价准备，2017 年公司继续对古北朱家角香堤艺墅、杭州中企御品湾两个项目合计转回存货跌价准备 3.08 亿元。但在公司开发节奏放缓的影响下，2017 年末公司存货账面价值进一步下降，年末余额为 130.38 亿元，同比下降 28.12%。从年末存货构成来看，公司存货中开发成本和开发产品占比分别为 48.54% 和 51.44%。2017 年末公司存货中占比较大的项目为中企御品湾、无锡誉品华府、中企上城等，分别位于杭州、无锡和江阴。公司竣工待售物业的占比较大，且部分项目竣工时间较早，需关注其后续去化情况。

表 7：2015~2017 年公司存货明细

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
开发成本	175.71	79.99	63.28
开发产品	81.11	101.40	67.07
开发成本/存货	68.41%	44.09%	48.54%
开发产品/存货	31.58%	55.90%	51.44%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：公司存货中除房地产项目外还有原材料、库存商品等

资产周转效率方面，2017 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.39 次和 0.26 次，分别较上年下降 0.07 次和 0.16 次，项目周转速度有所下降。

现金流方面，由于近年公司放缓开工和拿地节奏，公司经营性现金流和年末手持货币资金规模表现良好。2017 年公司经营性现金流净额为 52.69 亿元，同比减少 41.37%，主要系受公司当年销售回笼下滑影响；年末货币资金余额为 96.85 亿元，同比增长 48.73%。同期，公司经营活动净现金流/短期债务为 1.95 倍，货币资金/短期债务为 3.59 倍，经营性净现金流或货币资金对短期债务本息的偿还形成较好覆盖。

总体来看，公司经营性现金流及货币资金对短期债务覆盖情况良好，但存货构成中开发产品占比仍较大，且部分项目竣工时间较早，需关注其后续去化情况。

盈利能力

从收入规模看，由于 2017 年公司可结转项目的减少，收入规模有所下降，当年实现营业收入 76.59 亿元，同比下降 46.05%。同期，公司营业毛利率为 21.30%，较上年同期下降 7.86 个百分点。2018 年 1~3 月公司实现营业收入 11.27 亿元，营业毛利率为 16.82%。此外，2017 年末公司预收款项 68.14 亿元，同比增长 1.72%，占同期营业收入比重为 88.97%，可为公司未来营业收入提供一定保障。

费用控制方面，2017 年公司进一步缩减期间费用至 8.92 亿元，同比降幅为 38.57%。其中，2017 年公司销售费用 1.22 亿元，同比下降 51.14%；管理费用为 2.57 亿元，同比下降 8.02%；在公司大力缩减债务规模的作用下，2017 年财务费用为 5.13 亿元，同比下降 44.62%。但受营业收入规模下滑影响，当年公司期间费用占收入比重为 11.65%，较上年上升了 1.42 个百分点。

表8：2015~2017年及2018年一季度公司期间费用

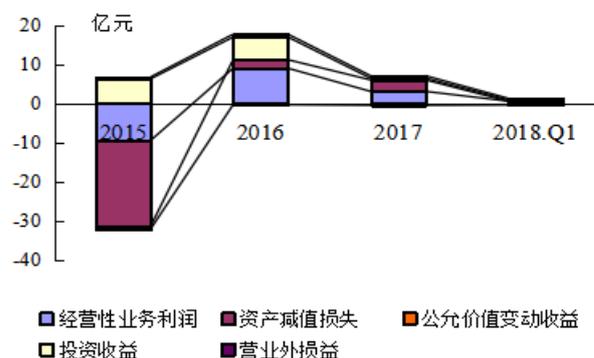
单位：亿元、%

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	1.83	2.47	1.22	0.23
管理费用	2.84	2.80	2.57	0.39
财务费用	11.30	9.26	5.13	1.00
三费合计	15.98	14.52	8.92	1.62
营业总收入	46.54	141.97	76.59	11.27
三费收入占比	34.33	10.23	11.65	14.38

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，由于公司 2017 年收入规模的下降，当年经营性业务利润为 3.03 亿元，同比下降 66.13%。同期，受存货跌价转回影响，公司资产减值损失为 -2.94 亿元。2017 年公司利润总额为 6.93 亿元，同比下降 59.77%；净利润 5.18 亿元，同比下降 41.68%；所有者权益收益率为 10.15%，同比下降 8.54 个百分点，整体盈利能力较上年有所下滑。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 0.83 亿元，其中经营性业务利润 0.16 亿元，投资收益 0.73 亿元。

图3：2015~2018.Q1公司利润总额构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受可结算资源减少和毛利空间收窄影响，2017 年公司收入规模及经营性利润均下降，整体盈利能力较上年有所弱化。随着中星集团资产注入的完成，公司业务规模及收入水平有望得到提升。

偿债能力

从债务规模来看，随着近年来公司逐步压缩有息债务，2017 年末总债务规模为 96.63 亿元，同比下降 13.84%，长短期债务比为 0.39 倍。另截至 2018 年 3 月末，公司债务总额为 96.34 亿元，长短期债务比为 1.39 倍，短期债务占比有所上升。

从主要偿债能力指标来看，受利润总额下降影响，2017 年公司 EBITDA 为 13.92 亿元，同比下降 50.19%。同期，公司总债务/EBITDA 为 6.97 倍，EBITDA 利息保障系数为 2.26 倍，EBITDA 对公司债务保障程度有所下降，但仍可形成较好覆盖；经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.54 倍和 8.55 倍，亦可对其债务本息形成较好保障。

表9：2015~2017年及2018年一季度公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	67.92	14.40	27.00	56.03
长期债务 (亿元)	114.00	98.11	69.94	40.32
长短期债务比 (X)	0.60	0.15	0.39	1.39
总债务 (亿元)	181.92	112.50	96.94	96.34
经营净现金流/短期债务 (X)	0.73	6.24	1.95	0.93
经营净现金流/总债务 (X)	0.27	0.80	0.54	0.54
EBITDA (亿元)	-12.39	27.94	13.92	-
总债务/EBITDA (X)	-14.68	4.03	6.97	-
EBITDA 利息倍数 (X)	-0.68	2.60	2.26	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：2018 年一季度经营净现金流/短期债务和经营净现金流/总债务均经年化处理。

财务弹性方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司银行授信额度已全部使用。但公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道通畅，具备一定的财务弹性。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司无对外担保（不含对子公司的担保），除此之外公司仅有为房屋承购人提供的阶段性连带保证责任，担保额为 9.38 亿元，占净资产比重仅为 18.38%。

整体来看，随着重大资产重组项目的推进，公司已进一步放缓拿地和开发节奏，资产负债规模持续下降，盈利能力有所下滑，但得益于计息债务规模的同步下降，公司偿债指标良好。同时，公司重大资产重组可有效补充公司土地储备，引入新的战略投资者，公司整体竞争实力将得到提升。

担保实力

上海地产集团（本节或简称“公司”）成立于 2002 年 11 月，注册资本 42 亿元，由上海市国有资产监督管理委员会全资控股，系上海市人民政府主要的城市更新平台。作为上海市排名前列的大型国有企业，地产集团自身实力雄厚，2017 年末总资产达 2,781.45 亿元，合并范围内注册资本达到或超过 10 亿元的子公司有 12 家，其中中华企业为 A 股上市公司。同时，地产集团在上海市国资改革中被定位为功能类企业，以完成战略任务或重大专项任务为主要目标，兼顾经济效益，主要承担政府特定任务或实现特定功能，其获得的政府支持力度将持续加大。

资本结构方面，随着上海市国资委将上海世博发展（集团）有限公司和上海申虹投资发展有限公司划转入上海地产集团，截至 2017 年 12 月 31 日，上海地产集团总资产为 2,781.45 亿元，同比增长 27.65%。同期，公司总负债为 1,919.07 亿元，同比增长 27.51%；所有者权益为 862.38 亿元，同比增长 27.96%。另截至 2018 年 3 月末，上海地产集团总资产上升至 2,858.07 亿元，总负债为 1,994.36 亿元，所有者权益为 863.71 亿元。

财务杠杆水平方面，截至 2017 年末上海地产集团资产负债率为 69.07%，基本与上年持平；总资本化比率为 41.32%，较上年末下降 5.22 个百分点；净负债率为 18.94%，较上年末下降 7.28 个百分点，

财务杠杆水有所下降。另截至 2018 年 3 月末，上海地产集团资产负债率为 69.78%，总资本化比率为 44.55%，净负债率为 34.13%。

计息债务方面，上海地产集团债务规模持续上升，截至 2017 年末上海地产集团债务总额为 607.25 万平方米，同比增长 3.48%。其中，长期债务为 417.76 亿元，短期债务为 189.48 亿元，长短期债务比为 0.45 倍。另截至 2018 年 3 月 31 日，上海地产集团总债务为 694.06 亿元，长短期债务比为 0.46 倍，债务期限结构较为合理。

收入方面，2017 年地产集团合并口径实现营业收入 398.37 亿元，较上年下降 4.21%；营业毛利率为 30.88%，较上年下降 4.95 个百分点。2017 年地产集团营业收入和毛利率的波动主要受公司内部房地产业务整合影响。作为上海市城市更新的主要承担者之一，房地产业务是地产集团最主要的收入来源，2017 年实现收入 271.34 亿元，同比下降 12.15%，占营业总收入的比重为 68.62%；同时，房地产业务毛利率为 32.73%，较上年下降 0.96 个百分点。另外，公司 2018 年一季度实现营业收入 35.65 亿元，毛利率为 18.60%。

表10：上海地产集团2015~2018.Q1部分财务指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
资产总额（亿元）	2,186.27	2,179.02	2,781.45	2,858.07
短期债务（亿元）	163.66	116.10	189.48	218.44
长期债务（亿元）	539.89	470.68	417.76	475.62
总债务（亿元）	703.55	586.78	607.25	694.06
净利润（亿元）	-23.95	34.52	80.96	-4.06
资产负债率（%）	70.07	69.07	69.00	69.78
总资本化比率（%）	51.81	46.54	41.32	44.55
净负债率（%）	65.07	26.23	18.94	34.13
EBITDA（亿元）	37.96	97.22	138.43	-
总债务/EBITDA（X）	18.53	6.04	4.39	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.63	2.12	3.64	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年上海地产集团三费合计为 44.78 亿元，同比下降 26.02%，主要受销售费用和财务费用下降所致。当期公司三费收入占比为 11.24%，较上年下降 3.31 个百分点。

盈利能力方面，2017 年上海地产集团利润总额为 97.54 亿元，同比增长 94.13%。其中，经营性业

务利润为 44.82 亿元，同比增长 23.84%，主要受益于期间费用下降所致；投资收益为 38.45 亿元，同比增长 22.28%。公司 2017 年投资收益主要来自于权益法核算的长期股权投资收益 23.66 亿元和持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 8.68 亿元。2017 年公司实现净利润 80.96 亿元，同比增长 134.55%；同期所有者权益收益率为 9.39%，较上年上升 4.27 个百分点。总的来看，上海地产集团盈利能力较 2016 年进一步提升。

偿债能力方面，截至 2017 年末，公司债务总额为 607.25 亿元，同比增长 3.49%。受益于盈利水平的大幅提升，当年总债务/EBITDA 由上年的 6.04 倍降低至 4.39 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.12 倍进一步提升至 3.64 倍，其 EBITDA 对当期利息的保障能力持续提升。另外，2017 年地产集团经营活动现金净流入 66.12 亿元，较上年大幅下降，其经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.11 倍和 1.74 倍，经营性现金流对短期债务的覆盖程度较弱。

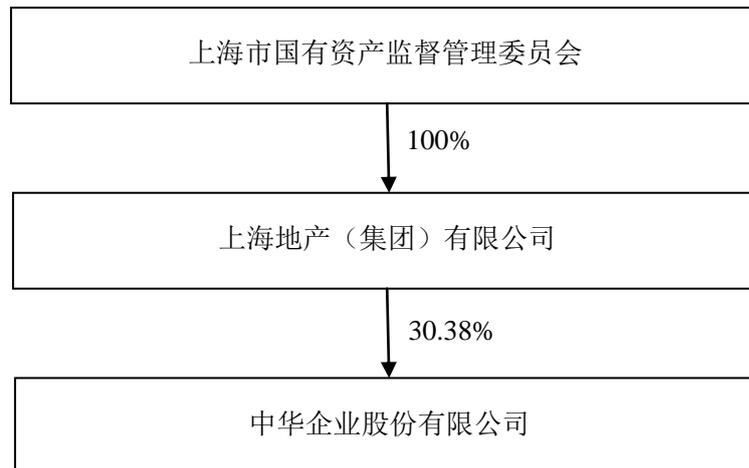
或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，地产集团对外担保（不含对子公司担保）余额为 27.82 亿元，占其期末净资产（含少数股东权益）的比重为 3.23%，主要担保对象为上海春日置业有限公司、安亭新古北（上海）建设开发有限公司、上海世博百联商业有限公司、上海徐汇滨江开发投资建设有限公司、上海申养投资管理股份有限公司和上海申汇房地产投资发展有限公司。此外，上海地产集团子公司上海市住房置业担保有限公司主要经营业务为提供贷款担保以及与担保业务相关的资产管理及业务咨询，截止 2017 年 12 月 31 日，为个人住房公积金贷款担保余额约为 1,400.04 亿元，商业贷款担保余额为 32 亿元；企业融资担保余额约为 1.62 亿元。

总体来看，2017 年地产集团盈利能力和偿债能力进一步提升，且其资本实力较强，资本结构较为稳健。同时中诚信证评着重考虑其承担了部分政府及社会职能，政府背景雄厚，在业务及政策层面上均得到上海市政府较大力度的支持，具备极强的整体抗风险能力，能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

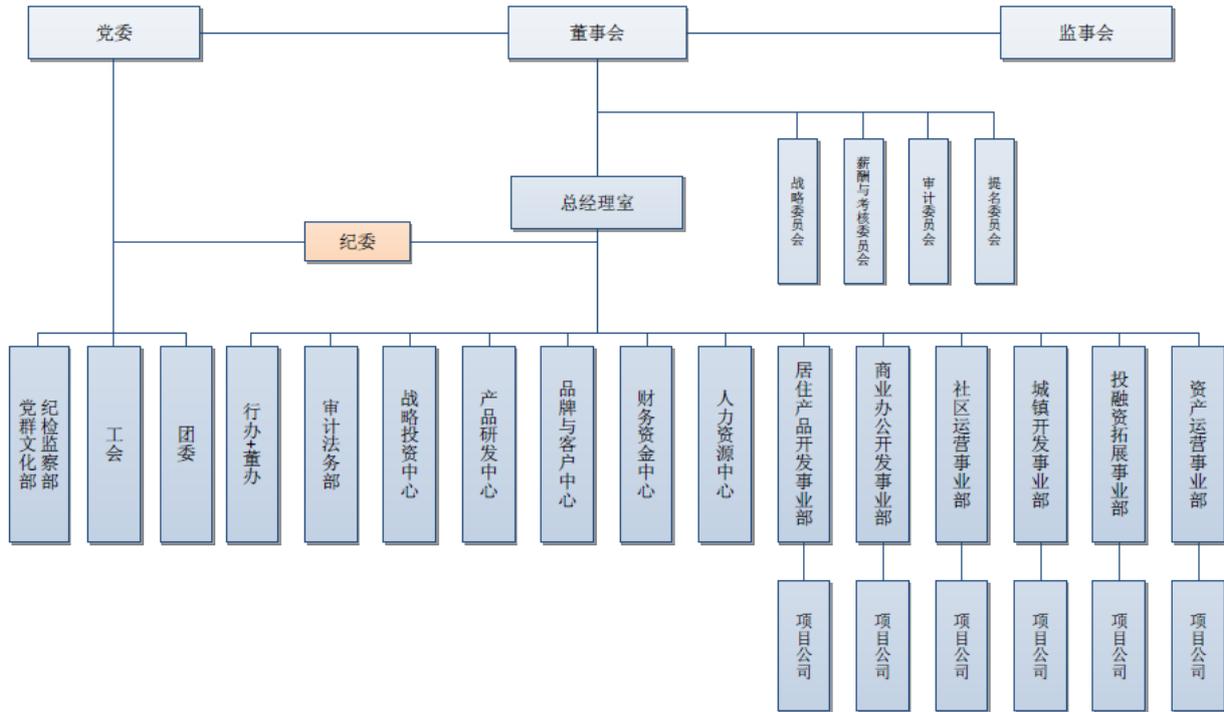
结 论

综上，中诚信证评维持中华企业的主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；上调“中华企业股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：中华企业股份有限公司股权结构图（截至2018年3月31日）



附二：中华企业股份有限公司组织结构图（截至2018年3月31日）



附三：中华企业股份有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	438,569.71	651,141.36	968,464.44	926,801.39
应收账款净额	504.68	5,197.10	4,328.41	18,651.34
存货净额	2,568,418.25	1,814,006.17	1,303,845.31	1,254,947.77
预收账款	780,145.61	668,722.60	681,437.96	2,300,904.73
流动资产	3,123,962.73	2,565,957.88	2,387,048.88	76,951.46
长期投资	210,940.49	128,567.85	69,921.30	264,770.22
固定资产合计	271,884.57	266,722.93	266,935.62	2,704,506.29
总资产	3,661,757.33	3,042,811.41	2,785,833.95	560,267.45
短期债务	679,194.69	143,961.03	269,977.45	403,163.87
长期债务	1,140,022.94	981,058.12	699,363.87	963,431.32
总债务（短期债务+长期债务）	1,819,217.63	1,125,019.14	969,341.32	2,194,021.74
总负债	3,235,254.85	2,567,824.15	2,275,516.58	510,484.55
所有者权益（含少数股东权益）	426,502.48	474,987.25	510,317.37	112,736.64
营业总收入	465,446.89	1,419,675.42	765,897.03	17,858.39
三费前利润	64,832.27	234,654.21	119,496.04	7,261.30
投资收益	62,514.19	57,907.77	4,489.26	6,303.72
净利润	-280,081.41	88,784.99	51,782.94	70,516.76
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-123,910.50	279,397.55	139,170.59	-
经营活动产生现金净流量	492,787.44	898,609.43	526,858.32	-921.13
投资活动产生现金净流量	-9,267.57	162,737.79	27,208.66	-36,377.46
筹资活动产生现金净流量	-532,014.47	-793,956.05	-237,953.67	93,663.02
现金及现金等价物净增加额	-48,491.91	267,394.32	316,110.25	926,801.39
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	21.37	29.16	21.30	16.82
所有者权益收益率（%）	-65.67	18.69	10.15	4.94
EBITDA/营业总收入（%）	-26.62	19.68	18.17	-
速动比率（X）	0.27	0.47	0.69	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.27	0.80	0.54	0.54
经营活动净现金/短期债务（X）	0.73	6.24	1.95	0.93
经营活动净现金/利息支出（X）	2.71	8.37	8.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.68	2.60	2.26	-
总债务/EBITDA（X）	-14.68	4.03	6.97	-
资产负债率（%）	88.35	84.39	81.68	81.12
总资本化比率（%）	81.01	70.31	65.51	65.37
长期资本化比率（%）	72.77	67.38	57.81	44.13

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务均经年化处理。

附四：上海地产（集团）有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	2,777,493.16	4,100,397.20	4,438,980.03	3,993,002.30
应收账款净额	156,721.01	185,536.15	139,230.70	158,108.99
存货净额	10,354,792.02	9,320,351.03	11,876,059.82	12,030,269.73
流动资产	14,571,483.96	14,351,527.67	17,820,737.07	18,321,825.14
长期投资	2,829,699.82	3,774,456.63	3,912,992.34	4,044,879.40
固定资产合计	2,722,239.09	2,869,461.95	4,896,111.32	5,034,100.64
总资产	21,862,723.67	21,790,196.94	27,814,531.71	28,580,665.48
短期债务	1,636,556.14	1,160,984.91	1,894,845.71	2,184,365.89
长期债务	5,398,935.89	4,706,820.29	4,177,633.68	4,756,243.22
总债务（短期债务+长期债务）	7,035,492.03	5,867,805.20	6,072,479.39	6,940,609.11
总负债	15,319,085.93	15,050,799.36	19,190,747.58	19,943,598.71
所有者权益（含少数股东权益）	6,543,637.74	6,739,397.58	8,623,784.13	8,637,066.77
营业总收入（主营业务收入）	2,573,969.26	4,158,964.52	3,983,689.93	356,496.66
三费前利润（主营业务利润）	501,813.32	901,736.30	896,017.29	60,816.03
投资收益	460,232.43	322,268.94	384,502.06	5,576.23
净利润	-239,490.93	345,183.38	809,637.95	-40,564.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	379,615.61	972,246.88	1,384,302.94	-
经营活动产生现金净流量	435,767.53	2,816,794.24	661,167.02	-523,072.85
投资活动产生现金净流量	-38,812.02	623,792.50	-747,933.82	-842,067.30
筹资活动产生现金净流量	331,723.98	-2,060,538.27	-297,710.17	938,146.62
现金及现金等价物净增加额	728,034.78	1,380,406.98	-384,932.54	-427,234.56
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
毛利率（%）	27.26	31.38	30.88	18.60
所有者权益收益率（%）	-3.66	5.12	9.39	-1.88
EBITDA/营业收入（%）	14.75	23.38	34.75	-
速动比率（X）	0.59	0.66	0.69	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.48	0.11	-0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	0.27	2.43	0.35	-0.96
经营活动净现金/利息支出（X）	0.72	6.14	1.74	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	2.12	3.64	-
总债务/EBITDA（X）	18.53	6.04	4.39	-
资产负债率（%）	70.07	69.07	69.00	69.78
总资本化比率（%）	51.81	46.54	41.32	44.55
长期资本化比率（%）	45.21	41.12	32.63	35.51

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务均经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。