

透视房地产开发企业信用质量

2020年9月9日

要点

- 我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对87家房地产开发企业进行案头分析，得出了这些企业的潜在主体信用质量分布。
- 我们认为房地产开发行业的行业风险较高。这主要是考虑到行业本身已经进入缓慢增长阶段，宏观经济和行业政策对行业影响日益明显，行业周期性波动较大，行业内部竞争较为激烈等因素。
- 结合行业风险和企业的竞争地位，我们认为大部分样本房企的潜在业务状况处于良好或尚可的水平。
- 由于房地产开发行业的财务杠杆普遍较高，样本开发企业的潜在财务风险整体上处于中等或较高的水平。

概述

本文旨在通过对房地产开发企业业务和财务数据的分析和梳理，展示标普信评对房地产开发企业的一般分析思路和方法，并揭示标普信评视角下房地产开发企业信用质量的主要驱动因素。

我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对87家房地产开发企业进行案头分析，得出了我们对每家企业信用质量相对高低的初步观点，总结为我们所称的“潜在主体信用质量”。为了解各企业各项重要指标在全行业中的相对位置，我们还汇总包括这87家企业在内共计247家房地产开发企业的各项业务、财务数据，并得出了各类重要指标的分布。

87家样本开发企业的潜在主体信用质量分布如下图所示。

分析师

刘晓亮，CFA

北京
+86-10-6516 6040
xiaoliang.liu
@spgchinaratings.cn

王瑾

北京
+86 10 6516 6034
jin.wang
@spgchinaratings.cn

吴量涵

北京
+86 10 6516 6043
lianghan.wu
@spgchinaratings.cn

陈歆倩

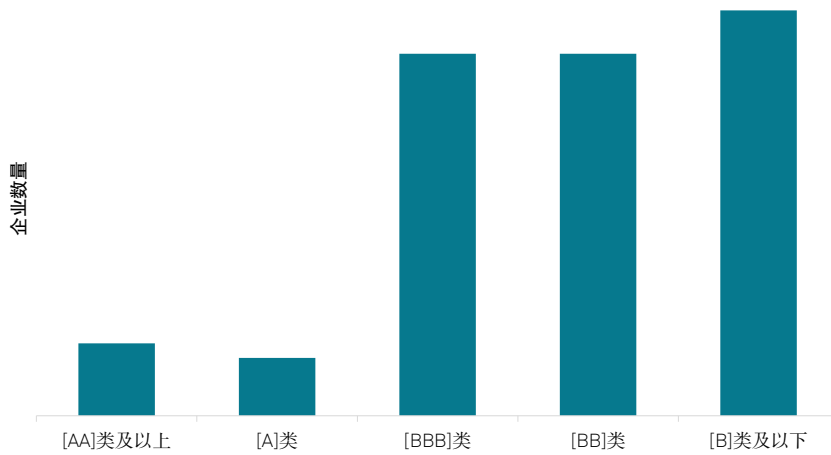
北京
+86 10 6516 6031
xiqian.chen
@spgchinaratings.cn

黄臻

北京
+86 10 6516 6032
zhen.huang
@spgchinaratings.cn

图1

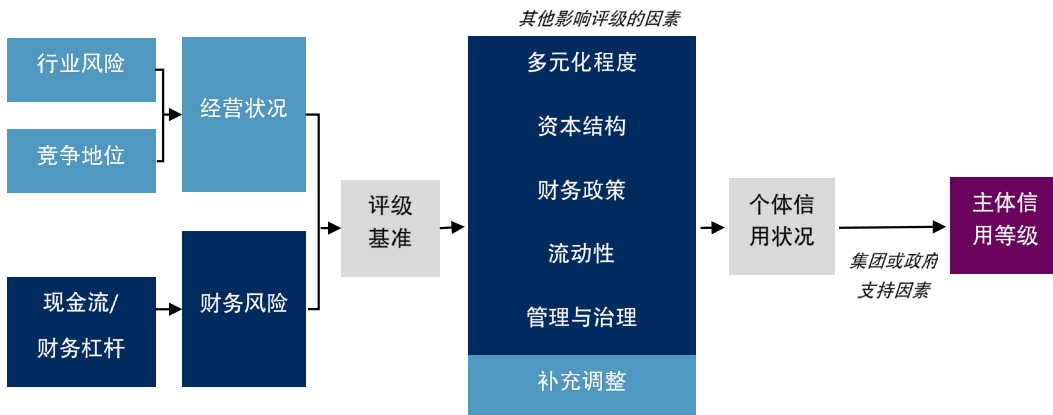
房地产开发企业潜在主体信用质量



资料来源：标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本文对相关企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，并综合其他调整因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。所有指标若未指明，均为2017至2019年年度数据加权平均值。

图2



阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们会从竞争优势、业务规模范围和多样性、运营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位，并结合行业风险得出企业的业务状况。

我们认为，房地产开发行业的行业风险较高。这主要是考虑到行业本身已经进入缓慢增长阶段，宏观经济和行业政策对行业影响日益明显，行业周期性波动较大，行业内部竞争较为激烈等因素。对具体的房地产开发企业来讲，我们认为竞争优势和经营效率对其长远发展起着关键性的作用，而良好的业务布局和区域分布有利于房地产开发企业对抗行业政策和经济波动带来的风险，最终体现为良好的盈利能力和稳定的现金流。

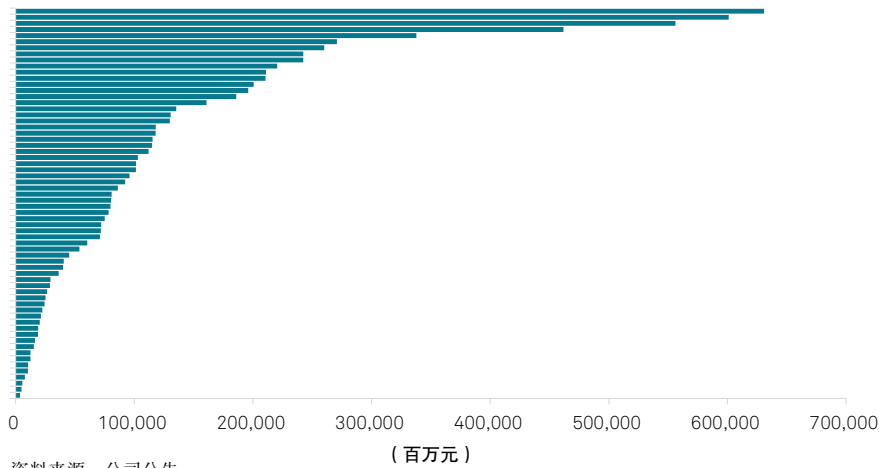
竞争优势

标普信评非常重视评估房地产开发企业的竞争优势。我们认为，行业领先的销售规模是房地产开发企业竞争优势的重要来源。此外，良好的品牌声誉和产品品质、较强的土地采购能力（在良好的区域和位置获得较大规模低成本土地的能力）、准确的产品定位、高效的销售体系以及相对同区域其他开发企业较强的产品定价能力等，都是房地产开发企业竞争优势的体现。我们认为，具有这些竞争优势的企业，往往具备良好的战略执行力和管理能力，在融资、拿地、销售和资金周转等方面较竞争对手表现更为良好，并能将这些优势转化为出色的财务表现。

房地产开发企业的销售规模差异很大。如下图，在我们样本中披露了集团口径签约销售金额的64家开发企业中，销售规模分布在6300亿元到38亿元之间的广泛区间内，其中头部企业数量较少，但销售规模巨大。举例而言，万科2019年集团口径签约销售金额6308亿元，超过这64家房企中销售金额排名最后的26家房企的销售金额总和。

图3

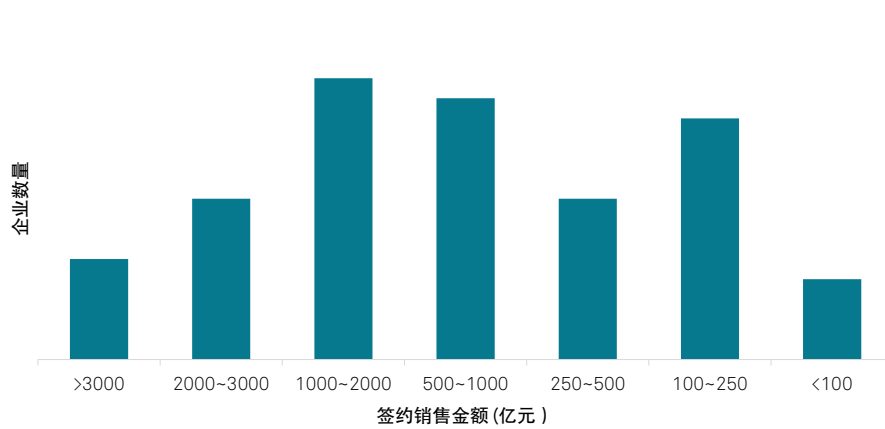
2019年集团口径签约销售金额



从上述 64 家房企的签约销售金额分布来看，大部分集中在 500 亿到 2000 亿元的区间。此外，签约销售额超过 3000 亿元的有 5 家，100 亿到 250 亿元的也达到 12 家，如下图所示。

图4

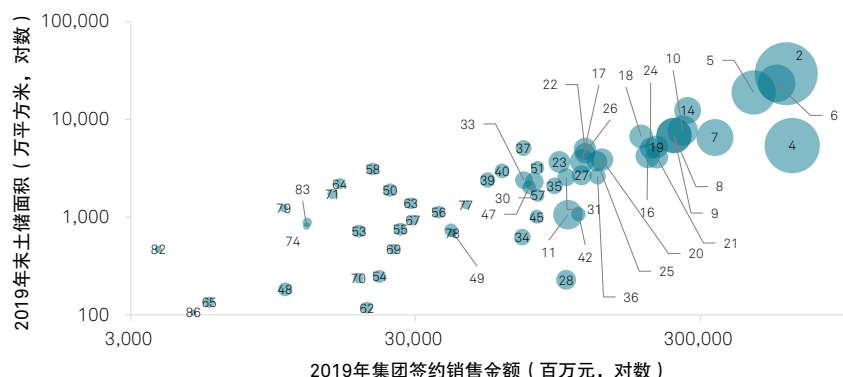
签约销售金额分布情况



房地产开发行业的土地储备同样集中在大型企业手中。在下图中，我们发现土地储备规模与企业的销售金额以及收入规模呈现明显的正相关关系。同时，土储在大型企业的集中程度高于销售金额的集中度。在标普信评此次考察的 87 家房企中，有 60 家公布了集团口径的土地储备面积，其中中国恒大土地储备规模最大，达到 2.93 亿平方米，大约相当于这 60 家开发企业中土储规模最小的 30 家企业的土地储备总和。

图5

土地储备集中于大型开发企业

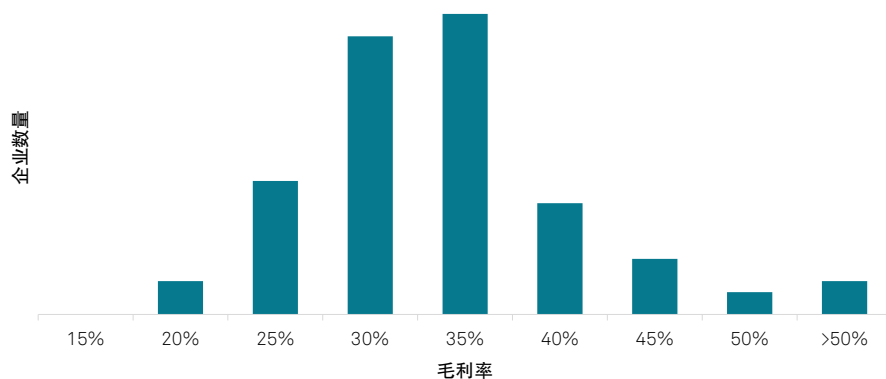


注：气泡大小代表2019年收入规模。
资料来源：公司公告。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了签约销售规模和土地储备的体量以外，标普信认为房地产开发企业的毛利率也是观察企业竞争力的一个重要角度。这主要是因为毛利率能够综合反映企业定价能力、土地成本控制、销售策略执行等多方面的竞争能力。下图中样本房企毛利率水平主要处于20%到45%之间。

图6

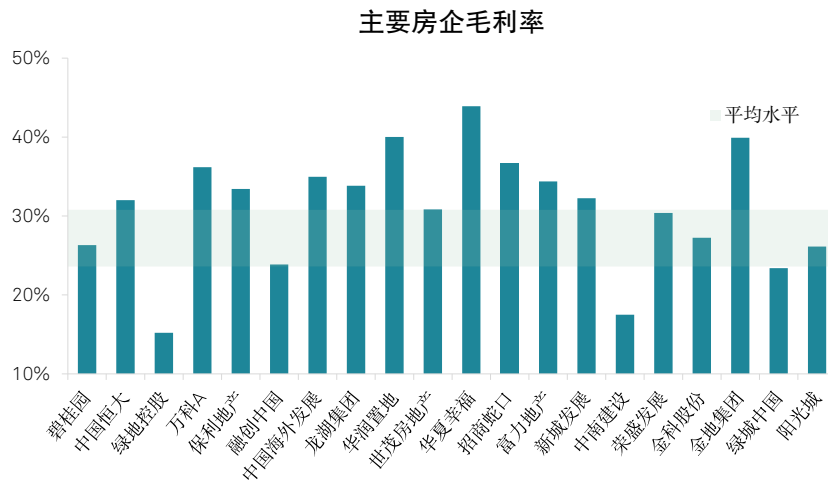
样本开发企业毛利率分布



资料来源：Wind。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不过，在分析房地产开发企业毛利率的时候，我们也会注意一些特殊情况。一个是部分地产企业由于规模较小，毛利率受少数项目结转影响较大，为此我们在数据统计过程中使用了2017到2019年年度毛利率的加权平均值，以平滑个别年度的毛利率波动。此外，开发企业的业务模式可能会对其毛利率造成长期的影响，例如参与较多一级土地开发的企业毛利率可能整体处于行业中较高水平，存货周转率非常高或者从事一些代建类业务的企业毛利率则有可能偏低。毛利率作为衡量开发企业竞争力的重要指标之一，需要与开发企业的其他业务和财务指标综合分析，才能发挥最大作用。

图7



资料来源：Wind。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

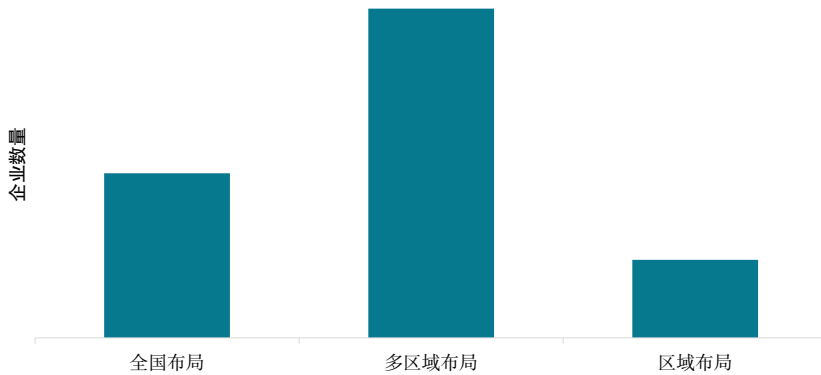
规模、范围及多样性

标普信评主要从土地储备在全国各个区域以及在不同能级城市的分布，以及开发企业提供产品的丰富程度等角度入手，分析房地产开发企业的规模、范围及多样性。

一般而言，我们认为开发企业土地储备和存货覆盖区域越广泛，给开发企业带来的区域分布多样性越显著。我们认为，具备高于平均水平规模、范围和多样性的开发企业通常拥有全国布局、并广泛分布于全国所有主要区域和城市群（包括京津冀城市群、长三角城市群、粤港澳大湾区、成渝城市群、长江中游城市群、中原城市群、关中平原城市群等）的土地储备，并且大部分的土地储备位于一二线城市或城市群中的核心三线城市。这样的土地储备一般规模较大，货值较高，能够为开发企业未来的销售和现金流提供强有力的支撑。规模、范围和多样性为平均水平的开发企业的土地储备结构通常是多区域布局，至少覆盖3个及以上的主要城市群。但由于区域上相对集中，或者在三四线城市的土储占比较高，企业未来可能面临一定的区域集中度风险及市场需求不足的风险。如果公司的土地储备仅局限于若干城市或者地区，又或者主要集中于三四线及以下城市，那么其后续发展空间和经营的稳定性或将面临考验。

图8

房地产开发企业土地储备情况

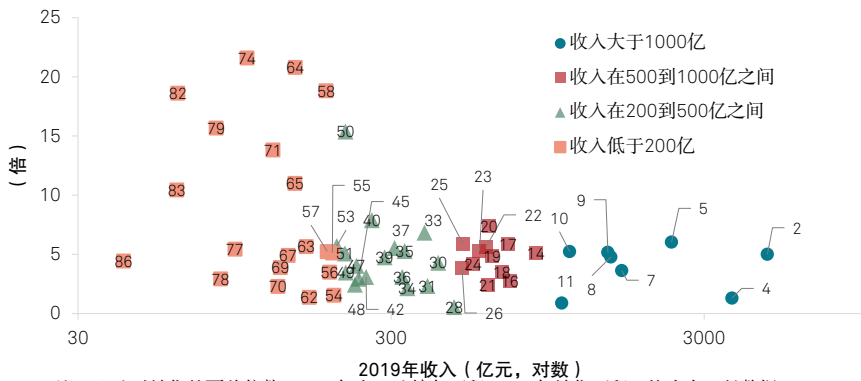


资料来源：标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在分析土地储备的时候，标普信评特别关注企业土地储备的相对规模，也就是土地储备对未来销售的保障能力。这一指标既非越大越好，也不是越小越好。经营得当的开发企业通常能够将土地储备对销售的覆盖控制在3到5倍之间，这样的相对规模既能够支撑企业未来2到3年的发展，又能够给予企业充分的时间寻找合适的投资标的，兼顾稳健性与成长性。如下图所示，我们发现规模较大的企业这一指标普遍控制得较好，而收入规模在200亿元以下的开发企业因为销售能力较弱，持有的土地储备相对于自身销售规模往往显得过于庞大。

图9

2019年末土地储备对销售的覆盖倍数



注：土地对销售的覆盖倍数=2019年末土地储备面积/2019年销售面积，均为全口径数据。
 资料来源：公司公告。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

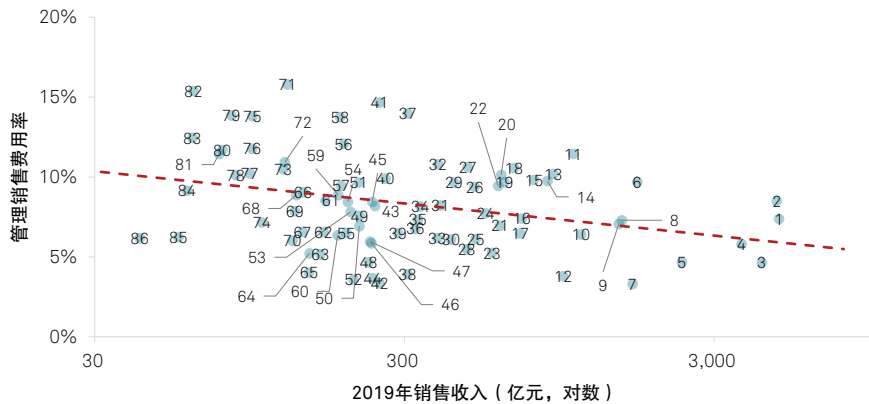
经营效率

标普信评主要从管理销售费用率、存货周转率等指标观察和分析房地产开发企业的经营效率。较高的经营效率代表较快的资产流转速度和较高的资金使用效率，以及持续可预期的销售回款，是房地产开发企业偿债能力的重要保障。

标普信评发现，整体而言，规模较大的房地产开发企业管理销售费用率较低，如下图所示。这可能是由于大型开发企业经营规范、管理健全，能够比较好地进行成本和费用管理，也可能是因为大型企业能够在不同项目公司之间分摊一些费用，有助于资金的高效利用。

图10

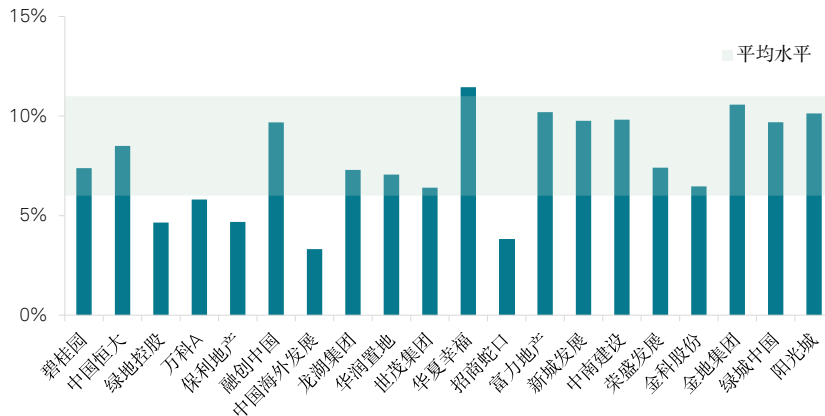
规模较大的房企费用控制能力较强



资料来源: Wind。
 版权©2020标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

图11

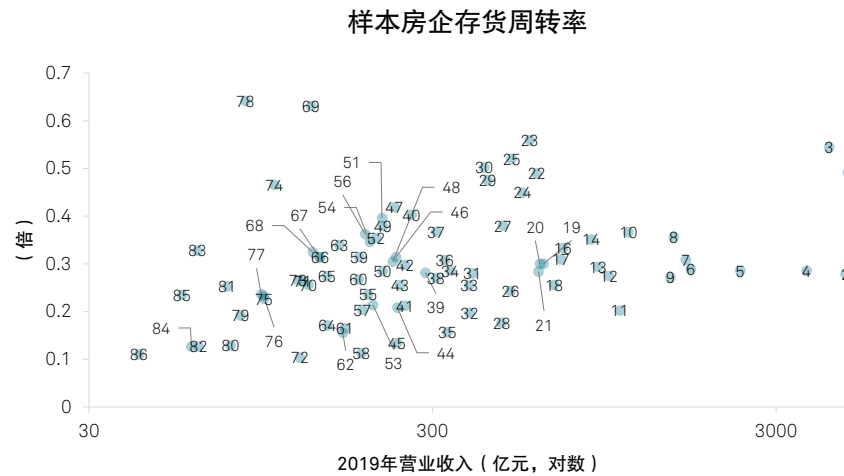
主要房企管理与销售费用率



资料来源: Wind, 标普信评。
 版权©2020标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

存货周转率与企业规模关联性不强，可以看到部分中型房企存货周转率也较高，显示其经营效率可能处于良好水平。

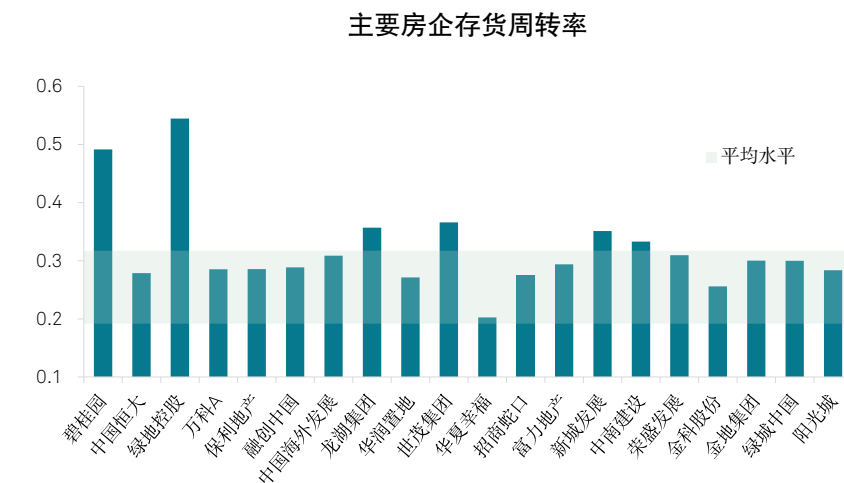
图12



资料来源：标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们样本中规模较大的开发企业存货周转率均处于平均范围或者好于平均水平，其中碧桂园和绿地控股的存货周转率较高，龙湖集团、世茂集团、新城发展等开发企业存货周转率也处于较好水平。

图13



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

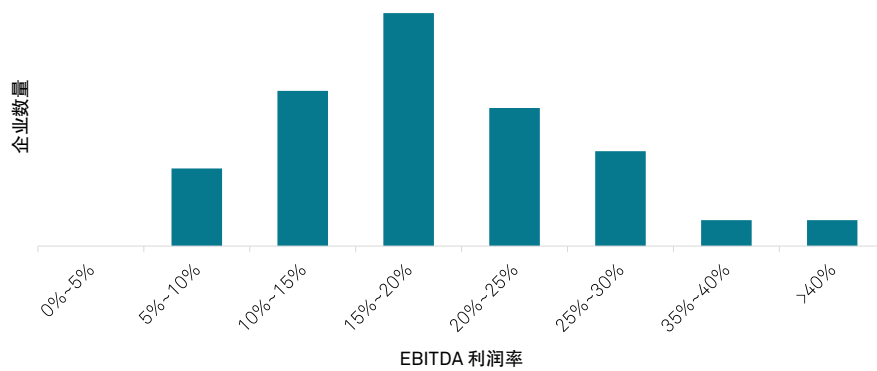
盈利能力

我们认为盈利能力是企业竞争力、规模范围和多样性以及经营效率的综合体现。在这方面，我们通常会考察企业的 EBITDA 利润率，同时考虑资本回报率（ROC）等指标。EBITDA 利润率能够在剔除折旧摊销以及不同税负和融资成本的影响后，对企业的定价能力、成本费用控制水平等进行反映；ROC 则能够综合反映运营效率和管理水平，进而衡量企业利用债务和权益资本产生回报的能力。

我们此次考察的 87 家开发企业的 EBITDA 利润率分布如下图。大部分开发企业的 EBITDA 利润率集中在 15%到 35%之间。

图14

样本开发企业EBITDA利润率分布

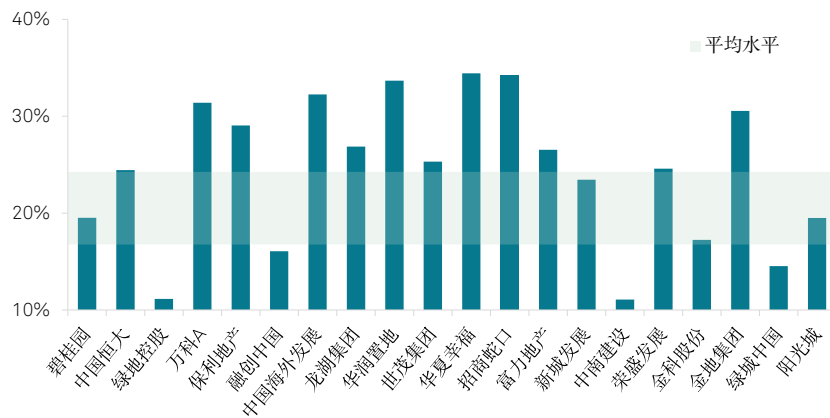


注：EBITDA计算中未包含成本中的资本化利息。
资料来源：Wind。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从主要大型开发企业的 EBITDA 利润率情况看，万科、中国海外发展、华润置地、华夏幸福、招商蛇口等公司的利润率较高。

图15

主要房企EBITDA利润率

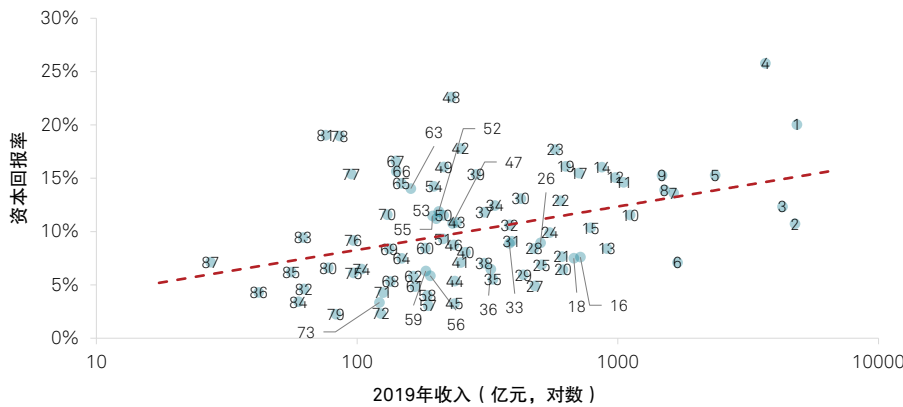


资料来源：标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

样本企业的数据显示，房地产开发企业的资本回报率（ROC）与企业规模呈现正相关性，整体而言，规模较大的开发企业具备较高的资本回报率。这或与这些企业成本控制能力较强同时经营效率较高有比较密切的关系。

图16

不同规模开发企业的资本回报率

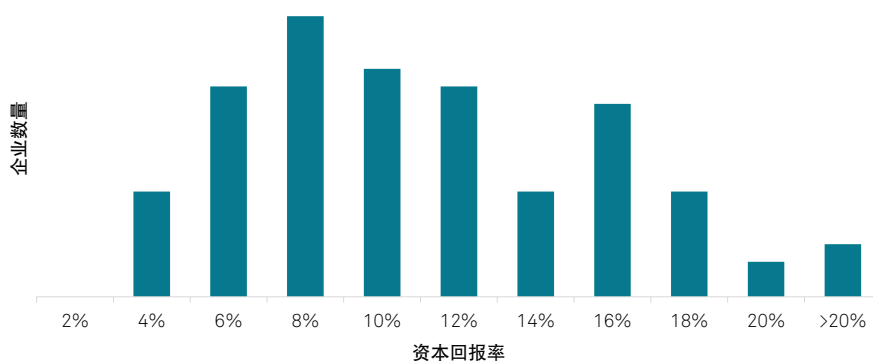


资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

样本房地产开发企业 ROC 分布与 4%到 16%之间，如下图所示。

图17

房地产开发企业资本回报率分布



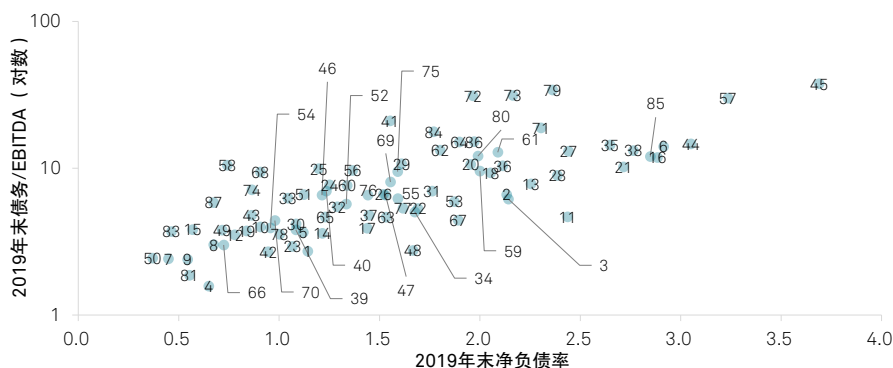
资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务风险

标普信评对财务风险的考量主要关注于现金流对债务和利息的覆盖情况。我们主要使用债务对 EBITDA 比率和营运现金流（FFO）对经调整净债务比率这两个指标来衡量企业的财务风险。对于房地产开发企业而言，营运现金流往往不能准确反映企业由于经营性的并购活动产生的投资性现金净流出，因此我们比较注重债务对 EBITDA 比率这一指标。此外，我们也会参考净负债率等辅助指标，帮助我们综合衡量企业的财务风险。

图18

净负债率与债务/EBITDA相关性很强

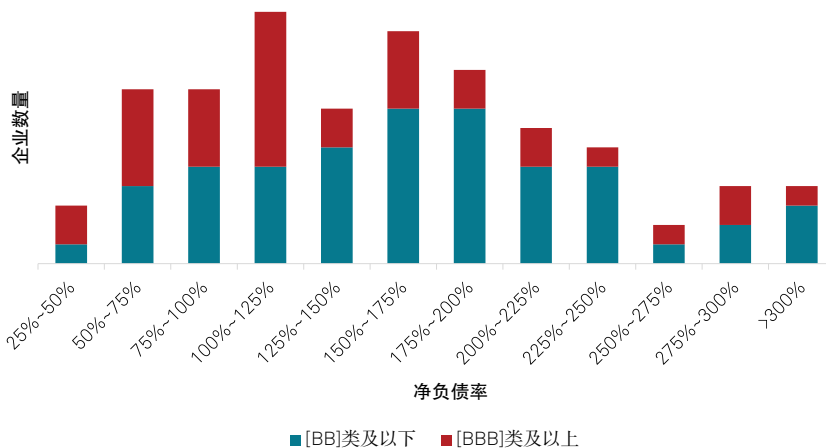


注：EBITDA中未计入存货中的资本化利息。
 资料来源：标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

样本房企的净负债率主要分布在50%到250%的区间。净负债率较低的房企中，[BBB_{spc}]类及以上的开发企业占比较高。具体如下图所示。

图19

房地产开发企业净负债率分布

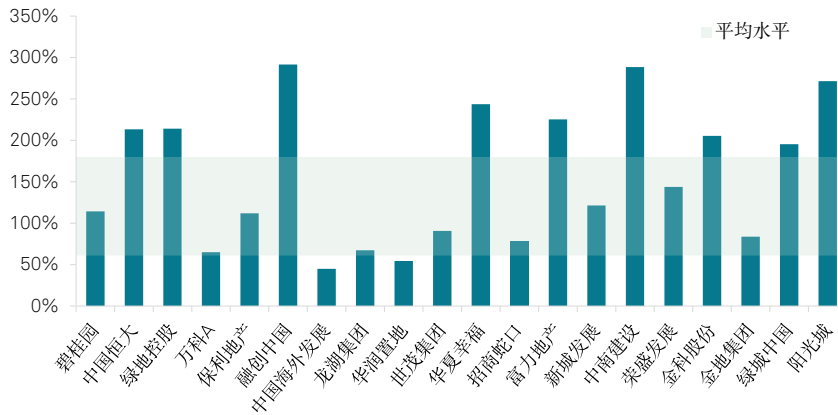


资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

主要大型开发企业当中，万科、中国海外发展、龙湖集团、华润置地等企业的净负债率处于比较低的水平。中国恒大、绿地控股、融创中国等企业净负债率高于行业平均水平。

图20

主要房企净负债率



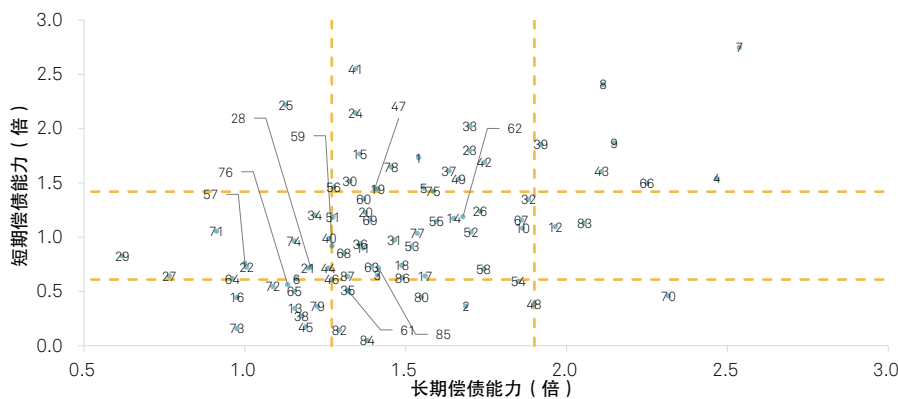
资料来源：标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了上述指标之外，标普信评在分析财务风险时也会考虑一些补充指标，包括公司的长期偿债能力指标（ $(\text{现金类资产} + \text{经修正的存货和投资性房地产}) / \text{全部债务}$ ）和短期偿债能力指标（ $(\text{现金类资产} / (\text{短期债务} + \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金}))$ ）。使用这两个指标主要是为了更加充分地揭示企业的财务风险状态。

下图中，我们把87家开发企业的长期偿债能力和短期偿债能力绘制在一张图上，同时使用水平线标示短期偿债能力的平均水平范围，垂直线标示长期偿债能力的平均水平范围。我们发现，中国海外发展、华润置地、万科和龙湖集团等企业在这两项指标上均表现良好。

图21

房地产开发企业偿债能力



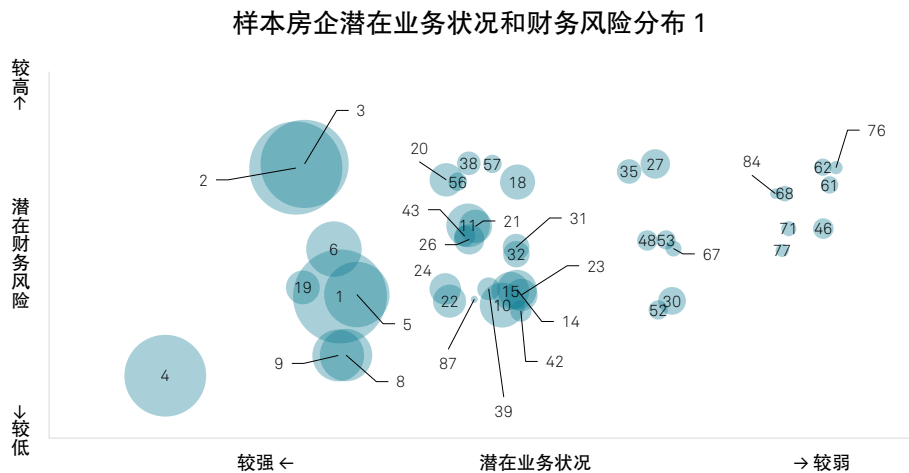
注：水平虚线代表短期偿债能力平均水平的上下限，垂直虚线代表长期偿债能力平均水平的上下限。横轴和纵轴都是数值越高越好。
 资料来源：标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在考察上述指标之外，标普信评也会对房地产开发企业持有的商业物业运营业务进行分析。我们认为经营良好的持有型物业可以为开发企业带来相对稳定的租金和管理费收入。当这些收入的规模足以覆盖开发企业每年的利息支出（含资本化利息）时，我们可能会考虑调低该企业的潜在财务风险分数。

潜在业务状况和潜在财务风险分布

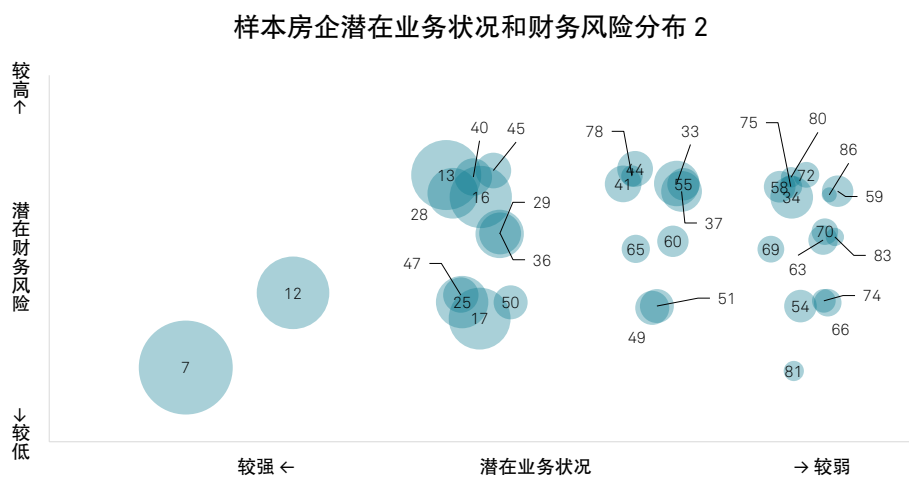
综合上述分析，我们得出了样本公司的潜在业务状况和潜在财务风险，具体分布如下两张气泡图所示。由于房地产开发行业的财务杠杆普遍较高，样本开发企业的潜在财务风险整体上处于中等或较高的水平。潜在业务状况方面，大部分企业处于良好或尚可的水平。

图22



注：气泡大小代表2019年销售额。
资料来源：标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图23



注：气泡大小代表2019年销售额。
资料来源：标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

调整因素

通常情况下，业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们会结合企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。对于房地产开发企业而言，标普信评比较关注的这些调整因素包括多元化程度、财务政策、流动性和管理与治理。

标普信评认为，一般仅当三个或者三个以上相关性很低的业务同时存在时，企业信用水平才有可能由于多元化程度而获得提升。同时我们也注意到，房地产开发企业在开展其他业务初期进行的资本支出有可能对现金流造成压力。

我们对财务政策的考察主要集中于管理层对中长期财务控制目标的设定和执行情况。标普信评认为，具备明确财务政策并能有效控制财务杠杆，对开发企业的信用水平而言是一个正面因素。

流动性的分析主要考察现金类资产及未来12个月开发企业获得的销售回款是否足以覆盖到期债务、建安支出、必要的土地购置以及并购投资等现金流出。我们认为，在目前房地产开发行业受到严格调控的情况下，良好的销售回款能力以及对投资节奏的把控能力是影响开发企业流动性的关键。

房地产开发企业中民营企业比例较高，标普信评关注这些企业内部治理结构的完备性、实际控制人对公司战略和经营决策的影响力以及由此导致的关键人风险，以及管理人员频繁变动对公司治理和管理的影响等方面。

政府支持及集团支持

由于我们选取的样本主要为房地产开发集团或者集团核心子公司，因此集团支持对样本企业潜在主体信用质量的影响不大。房地产开发行业以民营企业为主，大部分不适用政府支持方法论。

对于国有企业集团下属的房地产开发企业，我们通常从两个角度考察其受集团支持的情况。

一方面，国企背景的开发企业在土地获取、融资成本、品牌宣传等方面具有相对的优势，这些优势能够反映在企业的经营和财务成果中，主要影响企业的评级基准和个体信用状况。

另一方面，国企背景的开发企业在自身出现危机时，可能能够获得集团公司的支持以渡过难关。这种支持可以体现为协调资源、协助危机处理直至资金注入。对于此类支持，标普信评采用集团支持方法论进行分析和评估。

在分析国企集团对其下属房地产开发企业的支持的时候，该企业对国企集团的重要性是一个关键变量。重要性越高的开发企业，其最终的主体信用质量越接近国企集团的信用水平。

我们在考虑这一变量的时候，会统筹分析国企集团自身主业和房地产开发业务的相关性、开发企业在集团未来发展战略中的位置、开发企业自身收入利润在集团中所占比例、集团在开发企业日常经营管理和人员任免方面的参与程度，以及既往国企集团对开发企业在资金等方面的支持情况等因素。

本报告不构成评级行动。

附件

公司编号、中文全称、中文简称对照表

文中编号	中文全称	中文简称
1	碧桂园控股有限公司	碧桂园
2	中国恒大集团	中国恒大

3	绿地控股集团有限公司	绿地控股
4	万科企业股份有限公司	万科
5	保利发展控股集团股份有限公司	保利地产
6	融创中国控股有限公司	融创中国
7	中国海外发展有限公司	中国海外发展
8	龙湖集团控股有限公司	龙湖集团
9	华润置地有限公司	华润置地
10	世茂集团控股有限公司	世茂房地产
11	华夏幸福基业股份有限公司	华夏幸福
12	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	招商蛇口
13	广州富力地产股份有限公司	富力地产
14	新城发展控股有限公司	新城发展
15	大连万达商业管理集团股份有限公司	万达集团
16	江苏中南建设集团股份有限公司	中南建设
17	荣盛房地产发展股份有限公司	荣盛发展
18	金科地产集团股份有限公司	金科股份
19	金地(集团)股份有限公司	金地集团
20	绿城中国控股有限公司	绿城中国
21	阳光城集团股份有限公司	阳光城
22	雅居乐集团控股有限公司	雅居乐集团
23	龙光集团有限公司	龙光集团
24	旭辉控股(集团)有限公司	旭辉控股集团
25	远洋集团控股有限公司	远洋集团
26	中国奥园集团股份有限公司	中国奥园
27	佳兆业集团控股有限公司	佳兆业集团
28	北京首都开发股份有限公司	首开股份
29	中国金茂控股集团有限公司	中国金茂
30	时代中国控股有限公司	时代中国控股
31	四川蓝光发展股份有限公司	蓝光发展
32	美的置业集团有限公司	美的置业
33	越秀地产股份有限公司	越秀地产
34	大悦城控股集团股份有限公司	大悦城
35	珠海华发实业股份有限公司	华发股份
36	正荣地产集团有限公司	正荣地产
37	建业地产股份有限公司	建业地产
38	中国铁建房地产集团有限公司	中铁地产

39	中国海外宏洋集团有限公司	中国海外宏洋集团
40	宝龙地产控股有限公司	宝龙地产
41	合景泰富集团控股有限公司	合景泰富集团
42	杭州滨江房产集团股份有限公司	滨江集团
43	新力地产集团有限公司	新力集团
44	中国电建地产集团有限公司	电建地产
45	泰禾集团股份有限公司	泰禾集团
46	俊发集团有限公司	俊发集团
47	禹洲集团控股有限公司	禹洲集团
48	天津广宇发展股份有限公司	广宇发展
49	路劲基建有限公司	路劲
50	上海世茂股份有限公司	世茂股份
51	中骏集团控股有限公司	中骏集团控股
52	联发集团有限公司	联发集团
53	北京北辰实业股份有限公司	北辰实业
54	重庆市迪马实业股份有限公司	迪马股份
55	信达地产股份有限公司	信达地产
56	花样年控股集团有限公司	花样年控股
57	首创置业股份有限公司	首创置业
58	合生创展集团有限公司	合生创展集团
59	广州珠江实业集团有限公司	珠江实业
60	四川新希望房地产开发有限公司	新希望地产
61	融侨集团股份有限公司	融侨集团
62	北京城建投资发展股份有限公司	城建发展
63	佳源国际控股有限公司	佳源国际控股
64	新湖中宝股份有限公司	新湖中宝
65	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴
66	当代节能置业股份有限公司	当代置业
67	中交地产股份有限公司	中交地产
68	重庆华宇集团有限公司	重庆华宇
69	景瑞控股有限公司	景瑞控股
70	上海大名城企业股份有限公司	大名城
71	中天金融集团股份有限公司	中天金融
72	广东珠江投资股份有限公司	珠江投资
73	重庆协信远创实业有限公司	协信远创
74	瑞安房地产有限公司	瑞安房地产

75	鑫苑(中国)置业有限公司	鑫苑置业
76	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	鸿坤伟业
77	德信中国控股有限公司	德信中国
78	朗诗绿色地产有限公司	朗诗地产
79	阳光 100 中国控股有限公司	阳光 100 中国
80	石榴置业集团股份有限公司	石榴置业
81	广州番禺海怡房地产开发有限公司	番禺海怡
82	云南城投置业股份有限公司	云南城投
83	众安集团有限公司	众安集团
84	汕头花园集团有限公司	汕头花园
85	天地源股份有限公司	天地源
86	格力地产股份有限公司	格力地产
87	中粮置业投资有限公司	中粮置业

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。