

证券代码：000797

证券简称：中国武夷

公告编号：2020-084

债券代码：112301

债券简称：15中武债

债券代码：114495、114646

债券简称：19中武R1、20中武R1



# 中国武夷实业股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行人公司债券跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：石 烁 [sshi@ccxi.com.cn](mailto:sshi@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜乃婧 [njdu@ccxi.com.cn](mailto:njdu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 17 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.ccxi.com.cn](http://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。

■ 本次评级的信用评级结果自本评级报告出具之日起，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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0778 号

## 中国武夷实业股份有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“15 中武债”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

二零二零年六月十七日

**评级观点：**中诚信国际维持中国武夷实业股份有限公司（以下简称“中国武夷”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“15中武债”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了公司较强的股东背景，土地储备充足、国际工程业务竞争实力仍较强以及融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司房地产项目区域分布集中度较高，地缘政治风险和汇率风险以及债务上升明显、短期债务占比较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

中国武夷（合并口径）	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产（亿元）	152.92	158.00	202.73	232.77
所有者权益合计（亿元）	55.05	58.32	59.36	59.42
总负债（亿元）	97.88	99.68	143.37	173.34
总债务（亿元）	54.81	52.46	85.92	107.21
营业总收入（亿元）	41.72	48.68	52.26	4.98
净利润（亿元）	2.61	4.26	3.86	0.30
EBITDA（亿元）	5.79	8.43	8.92	-
经营活动净现金流（亿元）	-16.53	-10.85	-14.47	-17.19
营业毛利率（%）	25.35	24.29	22.36	21.59
净负债率（%）	24.58	54.83	99.91	126.83
总债务/EBITDA（X）	9.47	6.22	9.63	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.50	2.65	1.80	-

注：1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及2020年未经审计的一季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“一年内到期的非流动负债”中的应付利息部分纳入总债务核算，2020年一季度数据未经调整。

#### 正面

■ **较强的股东背景。**公司第一大股东福建建工集团有限责任公司（以下简称“福建建工集团”）系福建省国资委监管的重要省属企业之一，具备较高省内品牌知名度和市场影响力，综合实力较强。作为福建建工集团旗下房地产开发及海外工程业务运营主体，公司可获得股东有力支持。

■ **土地储备充足。**截至2020年3月末，公司全口径土地储备总建筑面积达216.67万平方米，土地储备充足。其中，公司北京通州项目规模较大，土地获取成本较低，且历史遗留问题已基本解决，预计将为公司带来较大金额且较高毛利的签约销售。

■ **国际工程业务竞争实力仍较强。**公司是国内较早开展海外工程业务的建筑企业之一，具备较为丰富的海外业务拓展和实施经验，并在肯尼亚等项目所在国建立了较强的品牌效应，2019

年公司国际工程业务收入同比增长39.88%，业务竞争实力较强。

■ **融资渠道通畅。**公司系国有控股上市公司，且与多家商业银行保持良好的合作关系，备用流动性较为充足，整体具有通畅的融资渠道。

#### 关注

■ **房地产项目区域分布集中度较高。**截至2020年3月末，公司房地产项目储备中位于福建省和北京市的面积占比合计达92.16%，面临一定区域集中度风险，需关注当地房地产市场环境变化对其去化的影响。

■ **地缘政治风险和汇率风险。**公司国际施工业务主要分布在肯尼亚、埃塞俄比亚、乌干达、坦桑尼亚等非洲国家和地区，海外工程回款周期易受地缘政治因素的不利影响；此外，公司海外工程结算货币包括当地货币及美元等外币，或面临一定汇率波动风险。

■ **债务规模大幅增长，短期债务占比较高。**2019年，公司债务大幅增长63.77%，且以短期债务为主，截至2019年末短期债务占总债务的比例为73.16%，债务期限结构有所弱化，同时货币资金对短期债务的覆盖程度不足，再融资压力有所上升。

#### 评级展望

中诚信国际认为，中国武夷实业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。**资本实力大幅提升，盈利能力明显增强且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**股东实力及支持力度发生重大不利变化，公司杠杆水平显著上升，盈利能力大幅下滑，现金流平衡能力明显弱化。

#### 同行业比较

公司名称	2019年部分房地产开发企业主要指标对比表							总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)
	总资产(亿元)	全口径签约销售金额(亿元)	营业总收入(亿元)	净负债率(%)	净利润率(%)	货币资金/短期债务(X)	存货周转率(X)	
南国置业	267.98	81.77	63.69	215.14	-2.81	0.66	0.32	3.43
天地源	289.52	93.96	55.91	216.97	7.36	1.12	0.22	1.77
中国武夷	202.73	41.55	52.26	99.91	7.39	0.42	0.36	1.66

注：“南国置业”为“南国置业股份有限公司”简称，证券代码002305.SZ；“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：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	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
15中武债	AA	AA	4.90	4.90	2015/12/07~2022/12/07

## 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

中国武夷实业股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券（债券简称：“15 中武债”、债券代码：“112301”）于 2015 年 12 月 7 日完成发行。“15 中武债”发行规模为 4.90 亿元，发行年限为 7 年，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 5.58%，到期日为 2022 年 12 月 7 日。截至 2019 年末，“15 中武债”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势



均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

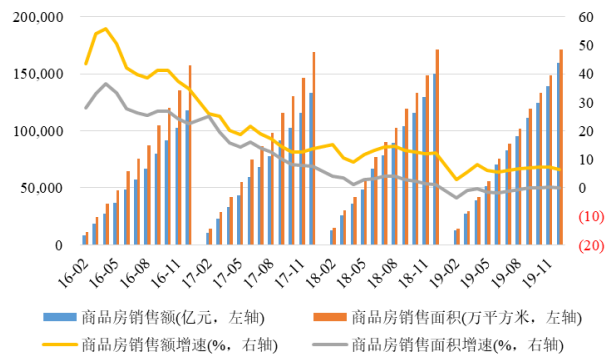
## 近期关注

### 2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

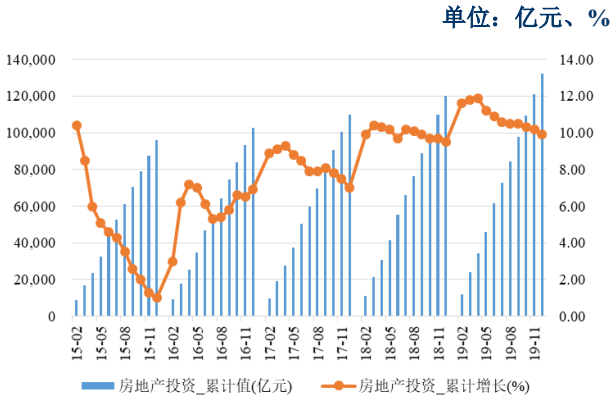
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

### 受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

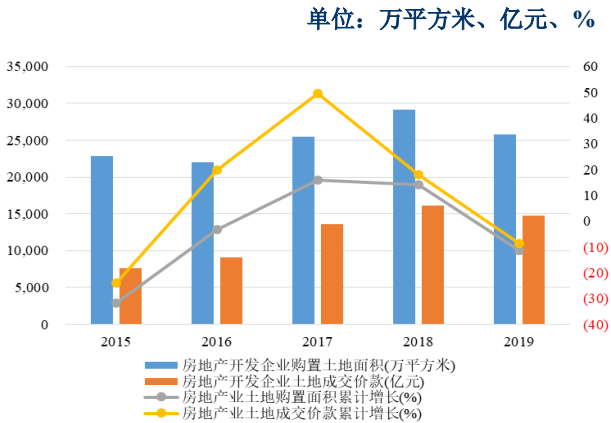
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4%和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台<sup>1</sup>，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

<sup>1</sup> 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

### 房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP4~10、TOP11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP31~50 和 TOP51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

### 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

### 2019年公司开发节奏有所放缓，但得益于前期储备充足及公司加大推盘力度，销售业绩大幅提升

从项目运作情况看，2019年开发节奏有所放缓，新开工面积有所下降，主要系受当年新增部分项目未取得土地证所致。新开工项目全部分布在福建地区，分别为武夷·百花里、武夷澜郡、玺院和南安武夷·时代天越项目，分别位于福州、南平及泉州。竣工方面，2019年受开发节奏放缓的影响，当年竣工面积有所下滑。另截至2020年3月末，公司在建面积为149.26万平方米。

表2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

科目	2017	2018	2019	2020.Q1
新开工面积	18.80	85.55	52.57	-
竣工面积	53.25	63.56	43.91	-
在建面积	148.78	133.46	192.36	149.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，2019年公司加大推盘量，当年实现签约销售金额41.55亿元，同比大幅增长42.83%。销售均价方面，受益于南京、福建南平及福州市场的销售金额占比增加以及该区域销售均价的上升，2019年签约销售均价有所增长。

表3：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）

科目	2017	2018	2019	2020.Q1
销售面积（全口径）	34.40	28.18	39.11	5.66
销售金额（全口径）	24.30	29.09	41.55	6.32
销售均价（全口径）	0.71	1.03	1.06	1.12
结算面积	33.00	35.75	27.60	0.40
结算金额	28.80	31.86	27.16	0.55

注：2018年销售金额（全口径）与当年年报中披露数据不一致，主要因公司统计疏忽造成年报中该数据的差错。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，2019年公司北京剩余项目暂未取得预售证，当年北京地区未实现销售收入；当年福建及南京区域分别实现销售金额33.52亿元和7.89亿元，分别占当年公司销售金额的80.67%和18.99%。2020年1~3月，公司签约销售主要集中在福建福州、宁德及南平，受疫情影响，整体销售规模较小。

表4：公司签约销售金额及占比区域分布情况（亿元、%）

地区	2019	
	金额	占比
福建南平	13.33	32.08
南京	7.89	18.99
福建福州	6.90	16.61
福建莆田	6.24	15.02
福建漳州	3.54	8.52
福建宁德	3.51	8.45
重庆	0.11	0.26
扬州	0.02	0.05
肯尼亚	0.01	0.02
合计	41.55	100.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目结转情况来看，2019 年公司结转面积同比下降 22.80%，虽然结转项目均价上升，但结转金额仍同比下降 15.02%。从结算区域来看，2019 年公司结算收入主要集中在福建南平和南京，结算金额占比分别为 30.28%和 29.64%。截至 2020 年 3 月末，公司预收款项<sup>2</sup>余额为 29.58 亿元，为 2019 年营业收入的 56.60%，对其未来短期经营业绩支撑能力偏弱。

### 2019 年公司项目获取力度有所减弱，期末公司土地储备资源仍较为丰富，其中北京项目预计可为公司带来较大金额且较高毛利的签约销售；但需关注公司土地储备的区域集中度风险

2019 年公司项目获取力度有所减弱，从新增土地储备区域分布来看，2019 年新增项目 5 个，分别位于重庆、香港、福建宁德及福建福州，其中福州及重庆项目暂未取得土地证<sup>3</sup>。2020 年 1~3 月，公司无新增项目。

表 5：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元）

指标	2017	2018	2019
新拓展项目	5	3	5
新增土地建筑储备	41.42	69.40	40.12
土地购置支出	23.90	13.94	17.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司全口径土地储备<sup>4</sup>总建筑面积共计 216.67 万平方米，权益口径土地储备总建筑面积合计 173.83 万平方米。具体来看，福建和北京地区全口径面积占比分别为 50.69%和 41.47%，其中，位于北京的储备项目为通州武夷花园南区项目，剩余未售建筑面积为 89.84 万平方米，为公司的重要土地储备。该项目取得时间较早，获取成本较低，且临近北京市政府新办公区及公务员生活区，区位优势较大。同时，目前该项目历史遗留问题已基本解决，预计将于近期开始销售，可为

<sup>2</sup> 公司房地产业务收入确认时点为竣工及五方验收合格时点，较主流房企收入确认时点有所提前，因此预收账款规模较小。

<sup>3</sup> 福州桂湖地块及重庆涪陵地块暂未取得土地证，未计入土地储备。

公司带来较大金额且较高毛利的签约销售。总体来看，公司房地产储备项目充足，但同时区域集中度很高，需关注当地房地产市场环境变化对公司项目去化的影响。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司全口径项目储备区域分布情况（万平方米）

地区	土地储备面积	占比
福建地区	109.83	50.69%
其中：福州	39.68	18.31%
泉州	32.14	14.83%
南平	20.38	9.41%
漳州	13.52	6.24%
宁德	4.11	1.90%
北京	89.84	41.47%
重庆	7.90	3.65%
南京	6.73	3.11%
肯尼亚	2.03	0.94%
扬州	0.19	0.09%
香港	0.15	0.07%
合计	216.67	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2019 年公司国际工程承包业务收入实现较快增长，但受业务竞争加剧的影响，当期新签合同额大幅下滑，且该业务主要集中于肯尼亚及埃塞俄比亚，仍需关注区域集中度高、地缘政治以及汇兑风险

公司是福建建工集团下属的国际工程施工承包业务的运营主体。公司是国内最早开展海外工程业务的建筑企业之一，积累了较为丰富的海外业务拓展和实施经验，尤其在肯尼亚等工程项目所在国建立了较强的品牌效应，具备较强的竞争实力。目前，公司已经形成了以肯尼亚为中心，覆盖坦桑尼亚、埃塞俄比亚、南苏丹、乌干达等国家的东非区域市场；以刚果（布）和赤道几内亚为中心的西非区域市场；以菲律宾为中心的东南亚区域市场。

2019 年公司新中标工程项目数量和合同金额均大幅下降，仅完成年度计划的 29.86%，未达预期，主要是随着国别准入政策的放开，国际工程承包业

<sup>4</sup> 土地储备=在建拟建未售面积+已竣工未售面积。

务竞争加剧所致。2020年1~3月公司新增中标工程项目3个，中标合同金额为4.44亿元，主要位于肯尼亚和刚果布。随着业务竞争加剧，公司国际工程承包业务后续拓展情况值得关注。

**表 7：公司国际工程承包业务新签合同情况（个、亿元）**

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
新中标工程	15	16	7	3
新中标金额	30.62	30.07	10.45	4.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建工程方面，2019年公司在建工程数量45个，在建工程金额为120.96亿元；当年完成施工产值20.40亿元，完成年度计划的88.69%。分区域来看，2019年公司在肯尼亚地区在建工程为23个，完成施工产值7.84亿元；埃塞俄比亚在建工程为7个，完成施工产值4.84亿元；乌干达3个，完成施工产值3.84亿元；巴布新几内亚3个，刚果（布）、坦桑尼亚、赤道几内亚和东帝汶各2个，菲律宾1个。截至2019年末，公司未完工项目累计确认收入57.64亿元，尚未确认收入金额为63.32亿元。公司在建工程合约可为未来经营业绩提供一定保障，但施工业务分布区域集中度相对较高，主要集中在肯尼亚及埃塞俄比亚地区，其后续项目建设情况有待关注。

**表 8：公司国际工程承包业务在建工程情况（个、亿元）**

指标	2017	2018	2019	2020.Q1
在建工程数量	43	36	45	42
在建工程金额	95.70	97.80	120.96	103.20
全年完成产值	16.42	18.51	20.40	4.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从前五大客户来看，公司目前参与的工程承包项目业主方主要为非、亚各国的政府部。2019年公司前五大客户包括肯尼亚高速公路局、Tanroads（坦桑尼亚公路局）、肯尼亚乡村公路局、福建省工业设备安装有限公司和 Amhara 阿姆哈拉信用与储蓄股份公司综合大楼项目，前五大客户的销售额合计为9.99亿元，占当年年度销售总额比重为19.11%。公司海外业务集中程度较高，且部分新进入国家存在一定的地缘政治风险，项目实际运营情况值得关

注。另外，公司海外项目以当地货币或美元结算，加之其部分贷款为美元借款、欧元借款和港币借款，汇兑风险亦需关注。

商业贸易业务方面，公司商业贸易运营主体为公司子公司中武（福建）跨境电子商务有限责任公司（以下简称“中武电商”）得益于2018年中武电商首个境外线下实体店的投入营业，2019年公司商业贸易收入同比大幅增长206.73%至3.19亿元。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年度审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为财务报表期末数。

### 2019年公司营业毛利率有所下降，期间费用控制能力尚可，盈利指标有所下滑，整体盈利能力一般

2019年公司营业收入同比增长7.35%，主要系当年国际工程承包及商业贸易收入增长带动所致。同期，公司毛利率下降1.93个百分点，主要系2019年商业贸易业务实体店投入经营，渠道处于开发阶段，前期投入较大，当年商业贸易业务毛利率明显的下降。2019年公司房地产开发板块毛利率基本保持稳定，仍处于较高水平。同期国际工程承包业务毛利率有所升高，主要系肯尼亚、乌干达和巴布亚新几内亚等地业务的毛利率提升所致。2020年1~3月，受疫情影响，公司营业收入规模较小，仅实现收入4.98亿元，同比减少33.76%。

**表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(亿元、%)**

收入	2017	2018	2019
房地产开发	28.80	31.86	27.16
工程承包	11.35	14.83	20.75
商业贸易	0.28	1.04	3.19
<b>营业收入合计</b>	<b>41.72</b>	<b>48.68</b>	<b>52.26</b>
毛利率	2017	2018	2019
房地产开发	30.47	32.84	32.67
工程承包	12.67	5.86	11.42
商业贸易	14.92	19.89	7.14
<b>营业毛利率</b>	<b>25.35</b>	<b>24.29</b>	<b>22.36</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受公司业务规模扩大及房地产销售力度加大的影响，2019 年公司销售费用及管理费用持续增长，同比增长 54.00% 和 8.18%。2019 年公司财务费用由负转正，主要系当期公司汇兑净收益大幅减少，且当年对外融资规模增加，利息支出增长所致。2019 年公司期间费用率同比增长 2.90 个百分点，期间费用把控能力尚可。考虑到公司海外工程结算货币主要为美元等外币，其汇兑风险管理能力有待持续关注。

受公司毛利率水平下滑及期间费用上升的影响，2019 年公司经营性业务利润略有下滑。2019 年公司资产减值损失为 0.29 亿元，主要系补充计提刚果共和国蒙哥 1,200kt/a 钾肥项目建设工程施工合同<sup>5</sup>预计损失 0.29 亿元。此外，2019 年公司产生 0.33 亿元信用减值损失，主要系应收账款的坏账损失。综合来看，公司利润总额同比下滑 4.21%。

受 2019 年对外融资规模大幅增长的影响，财务性利息大幅提升，当年 EBITDA 同比增长 5.86%，EBITDA 利润率亦相应呈现上升趋势；受利润总额减少的影响，2019 年公司净利润同比下降 9.49%，净利润率及净资产收益率均有所下滑。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.Q1
销售费用	0.63	0.80	1.23	0.12
管理费用	1.55	2.23	2.41	0.41
财务费用	1.52	-0.87	0.19	0.04
期间费用率	8.87	4.43	7.33	11.35
经营性业务利润	4.61	6.93	6.57	0.45
资产及信用减值损失	0.63	0.51	0.62	-0.04
其他收益	-	0.09	0.05	0.00
投资收益	-0.03	0.02	0.13	0.01
营业外损益	-0.01	-0.07	-0.03	-0.01
利润总额	3.93	6.37	6.11	0.49
EBITDA	5.79	8.43	8.92	-
EBITDA 利润率	13.88	17.32	17.08	-
净利润	2.61	4.26	3.86	0.30
净利润率	6.26	8.76	7.39	5.93
净资产收益率	4.74	7.52	6.56	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

<sup>5</sup> 公司聘请银信资产评估有限公司对“刚果共和国蒙哥 1200Kt/a 钾肥项目”截至 2019 年 12 月 31 日的合同预计损失进行分析。根据本项目签订的《刚果共和国蒙哥 1,200kt/a 钾肥项目建设工程施工合同》相关条款的约定，结合刚果布钾肥项目未来继续建设或终止建设的可能，通过定性分析后，银信资产评估有限公司最终

## 2019 年，公司总资产和总负债规模保持增长态势，财务杠杆水平上升较快

随着新项目的获取和开发进度的加快，2019 年公司总资产规模保持增长态势。

公司资产主要由存货、货币资金和应收账款构成。其中存货主要由开发成本、开发产品和建造合同形成的已完工未结算资产构成，2019 年同比增长 25.77%；货币资金主要由银行存款构成，2019 年同比增长 29.88%，主要系年内借款取得的现金较多；应收账款主要为应收工程款，2019 年同比增长 37.23%，主要系当期国际工程承包业务应收工程款和房地产项目应收购房款大幅增长所致；截至 2019 年末公司应收账款计提坏账准备 1.16 亿元，主要为按信用风险特征组合计提的坏账准备。另截至 2020 年 3 月末，公司总资产有所增长，主要系存货及货币资金的增长所致。

2019 年末公司负债总额亦有所增长，主要由有息债务、预收款项和应付账款构成。其中，预收账款主要包括售房款及工程款，2019 年虽然同比增长 56.60%，但由于公司房地产业务收入确认时点为竣工及五方验收合格时点，较主流房企收入确认时点有所提前，预收账款规模仍相对较小，截至 2019 年末预收房款为 16.19 亿元，预收工程款为 6.32 亿元；应付账款主要包括尚未结算的工程款和预提成本，2019 年同比增长 20.85%；此外，随着房地产项目开发所需资金需求上升，公司对外融资需求大幅提高，2019 年末有息债务规模同比大幅增长 63.77%。

所有者权益构成方面，2019 年实收资本增长及资本公积下降主要是由于当年资本公积转增股本导致；2019 年其他权益工具减少，主要系厦门国际信托有限公司发行的永续债已兑付，截至 2019 年末公司其他权益工具为中航信托股份有限公司永续债 3 亿元；此外，2019 年公司加大合作项目规

确定本项目的合同预计损失金额为人民币 7,896.44 万元。扣除期初已计提的减值准备金额 5,068.81 万元以及汇率变动导致减值准备变动金额 42.24 万元后，本期补计提减值准备 2,869.87 万元。



模，公司少数股东权益规模增长 61.40%。另截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益小幅增长，主要系少数股东权益小幅增长所致。

**表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	41.28	20.48	26.61	31.85
应收账款	8.49	14.94	20.50	17.66
存货	69.21	99.03	124.55	142.42
总资产	152.92	158.00	202.73	232.77
应付账款	10.63	14.59	17.63	15.14
预收账款	16.19	16.70	22.62	29.58
总债务	54.81	52.46	85.92	107.21
总负债	97.88	99.68	143.37	173.34
未分配利润	7.65	9.59	11.90	12.14
实收资本	10.08	13.11	15.72	15.72
资本公积	27.88	24.94	22.34	22.34
其他权益工具	6.00	6.00	3.00	3.00
所有者权益	55.05	58.32	59.36	59.42
少数股东权益	0.88	2.10	3.39	3.55
资产负债率	64.00	63.09	70.72	74.47
净负债率	24.58	54.83	99.91	126.83

注：2020 年 3 月末预收款项系指报表中“合同负债”科目。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，2019 年以来财务杠杆水平快速上升，2019 年末及 2020 年 3 月末净负债率分别为 99.91% 和 126.83%，已上升至较高水平。此外，若将 3 亿元永续债计入公司有息债务中，则 2019 年末及 2020 年 3 月末公司净负债率分别为 104.96% 和 131.88%。

### 公司流动资产主要由存货和货币资金构成，其中存货中开发产品占比偏高，公司的存货去化情况值得关注

公司资产仍以流动资产为主，2019 年末流动资产占比同比增长 1.95 个百分点。公司流动资产仍主要由存货和货币资金构成。

**表 12：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.Q1
流动资产/总资产	92.60	90.04	91.99	93.16
存货/流动资产	48.87	69.61	66.78	65.68
货币资产/流动资产	29.15	14.40	14.27	14.69
（存货+货币资金）/流动资产	78.02	84.01	81.05	80.37
开发产品	14.09	14.16	21.38	-
开发产品/存货	20.36	14.30	17.17	-
开发成本	48.51	63.22	88.95	-

开发成本/存货	70.09	63.84	71.42	-
已完工未结算资产	6.16	10.74	13.10	-
已完工未结算资产/存货	8.90	10.84	10.52	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中 2019 年末其他货币资金中有 2.97 亿元为受限资金，受限资金占货币资金总额的比重为 11.16%。

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本、开发产品和建造合同形成的已完工未结算资产构成。截至 2019 年末，公司开发产品账面价值为 21.38 亿元，占存货的比重为 17.17%。其中南平武夷名仕园、重庆武夷滨江项目、南京武夷名仕园等住宅项目竣工时间较长，其去化情况有待关注。截至 2019 年末，公司存货跌价准备合计为 0.85 亿元，主要为对建造合同形成的已完工未结算资产形成的跌价准备 0.79 亿元。

资产周转效率方面，2019 年公司存货及总资产周转效率均有所下滑。

**表 13：近年来公司周转率相关指标**

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.45	0.44	0.36
总资产周转率（次/年）	0.27	0.31	0.29

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

### 2019 年公司经营性净现金流仍呈现净流出态势，EBITDA 对债务的保障能力有所弱化；同时，受短期债务增长较快的影响，公司短期偿债压力上升

2019 年随着房地产销售金额及国际工程收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 22.63%。但受公司房地产开发及工程建设支出增加，公司经营活动净现金流仍呈现净流出状态，无法对债务提供有效保障。

2019 年总债务规模大幅增长，主要由银行贷款构成。其中短期债务在总债务中占比偏高，2019 年末公司短期债务占总债务的比重为 73.16%，同期末货币资金/短期债务为 0.42 倍，面临一定的短期偿债压力。

2019 年受债务规模大幅增长的影响，公司 EBITDA 对债务本金的保障能力有所弱化，但 EBITDA 对利息支出仍可形成充分覆盖。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	-16.53	-10.85	-14.47	-17.19
销售商品、提供劳务收到的现金	32.31	42.13	51.66	14.08
货币资金/短期债务	1.97	0.78	0.42	0.43
总债务	54.81	52.46	85.92	107.21
短期债务/总债务	38.14	49.80	73.16	69.08
总债务/EBITDA	9.47	6.22	9.63	-
EBITDA 利息倍数	2.50	2.65	1.80	-
经营活动净现金流/总债务	-0.30	-0.21	-0.17	-0.64*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.70	1.25	1.66	1.90*

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 较为充足的外部授信能够对整体偿债能力提供一定支持，公司仍保持顺畅的融资渠道

截至 2020 年 3 月末，公司与多家商业银行形成良好合作，获得银行授信总额 252.15 亿元，未使用额度约 142.75 亿元。同时，公司作为国有控股上市公司，公司亦可通过股权、发行债券等方式在资本市场融资，公司整体融资渠道顺畅。

截至 2020 年 3 月末公司受限资产合计 55.34 亿元，其中 4.26 亿元受限货币资金为各项保证金；存货、固定资产及投资性房地产受限规模为 51.08 亿元，主要用于贷款抵押，受限资产合计占期末总资产的 23.77%，公司受限资产规模较大。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保事项，为大股东福建建工集团担保余额 2 亿元，担保金额较小。重大诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司涉及一起连带清偿诉讼案，涉案金额较小，或有风险可控。

**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，2016~2020 年 3 月 31 日，公司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。

## 外部支持

### 公司第一大股东福建建工集团定位重要，综合实力较强；作为福建建工集团旗下房地产业务及海外工程业务的运营主体，公司可获得股东有力支持

公司第一大股东福建建工集团系福建省国资委下属唯一建筑企业，是监管的重要省属企业之一，具备较高的施工资质、省内品牌知名度和市场影响力，综合实力很强。

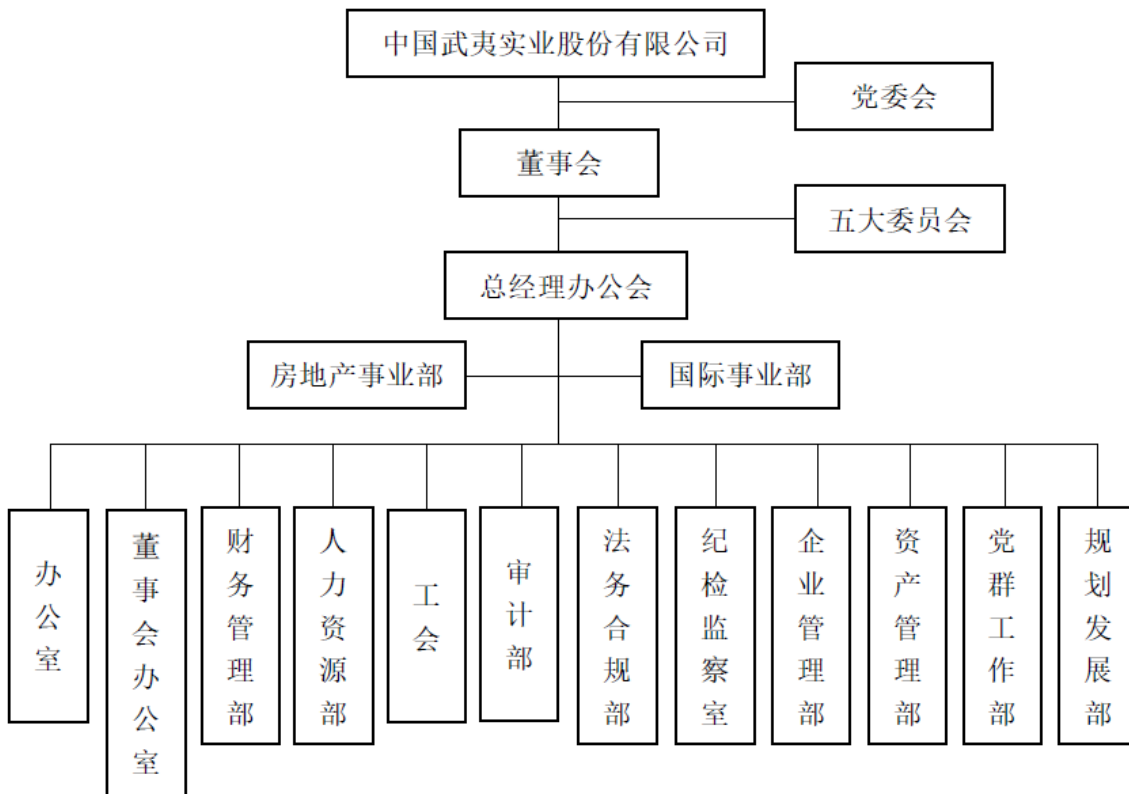
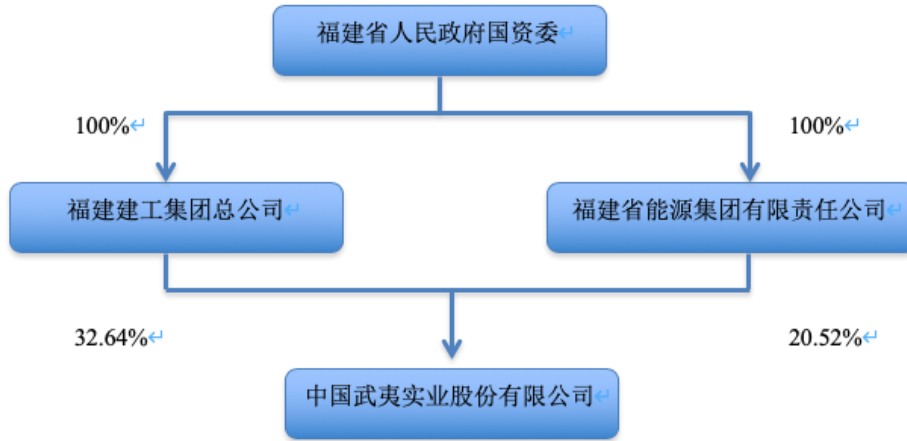
公司是福建建工集团并表子公司，且为其房地产业务及海外工程业务的运营主体，具有重要的地位，可在项目及资金获取等方面获得股东的有力支持。凭借国有背景及“武夷”品牌在区域内的知名度，公司在福建省内土地拓展、项目资源获取等方面具有较强的竞争优势，近年来在省内项目拓展顺利，且土地获取成本较低。此外，公司可在资金方面得到股东的大力支持。近年来福建建工集团为公司多笔银行借款提供担保，其中 2019 年内新增福建建工集团为公司借款提供担保金额合计 9.04 亿元，截至 2019 年末尚未履行完毕的担保余额为 20.99 亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国武夷实业股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 中武债”的债项信用等级为 **AA**。



### 附一：中国武夷实业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：中国武夷实业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）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	412,775.79	204,844.42	266,054.30	318,495.04
其他应收款	15,815.34	10,083.52	11,409.57	10,979.06
存货净额	692,062.87	990,287.53	1,245,462.69	1,424,196.68
长期投资	5,595.85	5,805.46	6,335.56	6,408.25
固定资产	42,964.03	90,792.63	87,056.11	84,046.75
在建工程	26,442.24	1,034.61	6,278.53	6,307.89
无形资产	8,349.31	8,651.97	10,740.53	10,572.55
投资性房地产	8,160.04	35,070.61	35,497.89	35,287.90
总资产	1,529,244.97	1,579,968.17	2,027,301.25	2,327,658.72
预收款项（合同负债）	161,854.85	166,960.40	226,248.52	295,782.31
其他应付款	34,048.96	77,189.27	70,200.09	121,244.67
短期债务	209,042.01	261,256.33	628,539.35	740,619.64
长期债务	339,068.82	263,349.39	230,628.70	331,524.19
总债务	548,110.83	524,605.72	859,168.05	1,072,143.82
净债务	135,335.04	319,761.30	593,113.75	753,648.78
总负债	978,755.22	996,760.56	1,433,656.29	1,733,437.31
费用化利息支出	6,312.94	109.33	5,413.97	-
资本化利息支出	16,845.70	31,677.30	44,223.77	-
所有者权益合计（含非控股股东权益）	550,489.75	583,207.61	593,644.97	594,221.41
营业总收入	417,155.99	486,755.43	522,553.30	49,833.12
经营性业务利润	46,116.28	69,324.36	65,671.37	4,527.45
投资收益	-278.26	207.75	1,346.32	70.63
净利润	26,101.35	42,647.38	38,598.25	2,956.06
EBIT	45,606.96	63,856.97	66,477.70	-
EBITDA	57,896.60	84,292.21	89,232.83	-
销售商品、提供劳务收到的现金	323,060.94	421,315.70	516,647.11	140,841.36
经营活动产生现金净流量	-165,318.15	-108,467.67	-144,737.49	-171,929.45
投资活动产生现金净流量	-53,035.92	-43,389.34	-29,809.83	-4,251.02
筹资活动产生现金净流量	433,229.51	-59,359.16	229,699.06	214,246.77
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率（%）	25.35	24.29	22.36	21.59
期间费用率（%）	8.87	4.43	7.33	11.35
EBITDA 利润率（%）	13.88	17.32	17.08	-
净利润率（%）	6.26	8.76	7.39	5.93
净资产收益率（%）	6.67	7.52	6.56	-
存货周转率(X)	0.45	0.44	0.36	-
资产负债率（%）	64.00	63.09	70.72	74.47
总资本化比率（%）	49.89	47.36	59.14	64.34
净负债率（%）	24.58	54.83	99.91	126.83
短期债务/总债务（%）	38.14	49.80	73.16	69.08
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.30	-0.21	-0.17	-0.64*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.79	-0.42	-0.23	-0.93*
经营活动净现金流/利息支出（X）	-7.14	-3.41	-2.92	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.70	1.25	1.66	1.90*
总债务/EBITDA（X）	9.47	6.22	9.63	-
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.32	0.14	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.50	2.65	1.80	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	2.70	3.01	2.23	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、带\*指标已经年化处理；3、中诚信国际分析时未将“一年内到期的非流动负债”中的应付利息部分纳入总债务核算，2020年一季度数据未经调整。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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+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
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
盈利能力	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	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
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	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
偿债能力	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
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 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。