

中国建筑第五工程局有限公司公开发行 2018 年可续期 公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:y yang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 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）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。

■ 本次评级结果中的信用等级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 1438 号

中国建筑第五工程局有限公司：

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 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 建五 Y1”、“18 建五 Y3”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中国建筑第五工程局有限公司（以下简称“中建五局”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“18建五Y1”、“18建五Y3”的信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了稳增长措施的逐步落地为基建行业发展提供较好的政策支持，建筑施工业务仍保持很强的综合实力，经营效益稳步提升，银企关系良好、融资渠道畅通、货币资金充裕等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房建市场竞争激烈，跟踪期内经营活动现金流呈大规模净流出状态等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中建五局（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	931.64	1,265.90	1,494.05	1,477.15
所有者权益合计（亿元）	148.34	224.31	286.13	282.52
总负债（亿元）	783.30	1,041.58	1,207.93	1,194.63
总债务（亿元）	93.82	192.80	240.30	194.23
营业总收入（亿元）	828.29	958.83	1,213.70	314.46
净利润（亿元）	23.20	24.92	27.92	9.23
EBIT（亿元）	34.85	39.88	42.07	--
EBITDA（亿元）	43.96	50.50	56.66	--
经营活动净现金流（亿元）	55.86	-62.25	-21.50	-110.94
营业毛利率（%）	6.06	6.60	7.14	6.40
总资产收益率（%）	4.18	3.63	3.05	--
资产负债率（%）	84.08	82.28	80.85	80.87
总资本化比率（%）	38.74	46.22	45.65	40.74
总债务/EBITDA（X）	2.13	3.82	4.24	--
EBITDA利息倍数（X）	4.39	3.39	4.44	--

注：中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **股东实力雄厚。**公司股东中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）是全球最大的工程承包商，整体实力雄厚，公司作为其下属核心施工企业之一，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持。

■ **项目承揽能力继续增强，区域建筑龙头地位稳固。**2019年，公司以房建为主要推动力的建筑施工业务承揽能力继续增强，带动新签合同总额进一步增长，且区域影响力不断提升，区域龙头地位日趋稳固。

行业比较

2019年部分建筑施工企业主要指标对比表

公司名称	新签合同额（亿元）	营业总收入（亿元）	净资产收益率（%）	总资本化比率（%）	总债务/EBITDA（X）	营业周期（天）
中建一局	2,742.37	1,241.56	9.76	33.16	3.40	104
中建二局	3,141.09	1,447.83	11.79	32.22	2.71	127
中建三局集团	4,362.51	2,304.20	14.97	30.12	1.91	70
中建四局	1,078.96	859.15	7.93	44.57	4.88	180
中建五局	2,848.21	1,213.70	10.94	45.65	3.37	184

注：1、“中建一局”为“中国建筑一局（集团）有限公司”简称；“中建二局”为“中国建筑第二工程局有限公司”简称；“中建三局集团”为“中建三局集团有限公司”简称；“中建四局”为“中国建筑第四工程局有限公司”简称；2、总债务/EBITDA为三年平均值；3、表中“中建四局”数据为2018年数据。

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
18建五Y1	AAA	AAA	7.00	7.00	2018/05/21~2021/05/21（3+N）
18建五Y3	AAA	AAA	3.00	3.00	2018/08/01~2021/08/01（3+N）

■ **经营效益稳步提升。**跟踪期内公司建筑施工和房地产开发业务的协同发展带动经营业绩稳步提升，营业总收入和净利润较上年均有所增长，资本实力稳步增强。

■ **银企关系良好，融资渠道畅通。**截至2020年3月末，公司共获得各银行综合授信额度1,860.32亿元，其中未使用额度1,240.22亿元，财务弹性良好，且公司在债券市场也具备很强的融资能力。

关注

■ **债务规模继续上升且在项目上投资压力较大。**随着业务规模的扩大，跟踪期内公司债务规模保持快速增长，偿债指标有所弱化。此外，公司各类在实施投资项目未来仍将有大规模资金支出，存在较大的投资压力。

■ **跟踪期内经营活动现金流仍呈大规模净流出状态。**跟踪期内公司经营活动现金流净流出规模虽同比有所收窄，但受公司承接项目量的不断增加，拿地及投融资建设项目现金支出持续增长等因素影响，仍保持较大规模。

评级展望

中诚信国际认为，中国建筑第五工程局有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**经营及业务承揽规模大幅下降；工程及房地产销售回款明显弱化；债务过度扩张且投资回报率未及预期。

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

经中国证监会于 2018 年 4 月 19 日签发的“证监许可【2018】731 号文”核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 10 亿元的可续期公司债券，其中“中国建筑第五工程局有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）（品种一）”（以下简称“18 建五 Y1”）发行 7.00 亿元，“中国建筑第五工程局有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第二期）”（以下简称“18 建五 Y3”）发行 3.00 亿元。截至 2020 年 3 月末，上述债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金，均已使用完毕。

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%，较去年底大幅回落 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现、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

改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2018 年以来，国内基建投资受到地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP 项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降至 3.8%。2019 年，在基建补短板的支撑下，基建投资增速逐步企稳，但“稳增长”效果仍显不足。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2019 年下半年来国家陆续出台相关鼓励政策。6 月，中共中央、国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；9 月，国务院常务会议提出要提前下达 2020 年部分专项债额度，确保年初即可使用见效，并强调专项债资金不

得用于土地储备和房地产相关领域；同月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，制定了我国交通建设三个阶段的目标；11 月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，资本金比例最多可下调 5 个百分点；同月，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，短期内铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到充分体现，对基建施工企业的稳健发展提供支撑。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投

资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

2019 年区域化战略布局的日趋稳固，促使公司市场竞争力不断提升，为业绩增长提供了良好保障

跟踪期内公司新签合同额继续保持稳定增长。具体来看，2019 年，受益于新型城镇化建设带来的良好机遇，房屋建筑业务新签合同额同比增长 18.31% 至 2,516.98 亿元，基础设施建设业务受地方政府债务压降、PPP 监管环境变化等因素的影响，新签合同额同比下降 50.35% 至 331.23 亿元，但由于该业务板块在当期新签合同额中占比较小，对公司影响较小。截至 2020 年 3 月末，公司在手订单金额为 7,087.28 亿元，充足的项目储备为公司业务持续发展奠定了良好基础。

表 1：近年来公司新签合同额情况（亿元）

业务类型	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋建筑	1,606.32	2,127.50	2,516.98	759.16
基础设施	815.10	667.15	331.23	53.87
新签合同总额	2,421.42	2,794.65	2,848.21	813.03

注：因四舍五入使得分板块加总与合计数存在尾数差异。
资料来源：公司提供

区域布局方面，2019 年，公司继续巩固其在以总部所在地湖南为中心的华中市场和以广东为中心的华南市场的传统优势，并继续加强其在以上海为中心的华东市场的业务拓展力度，上述区域新签合同额占当期新签总额的比重为 78.65%，资源集中投放的营销网络布局提高了公司建筑施工业务的区域竞争力，同时，其他地区的业务布局则能够很好的抵御区域市场波动带来的经营风险，是其新签合同额的良好补充。公司海外项目拓展以基建业务为主、房建业务为辅，2019 年新签合同额较上年基本持平。

表 2：近年来公司新签合同额区域结构（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
华北市场	102.33	122.52	72.85	21.15
华东市场	464.48	517.99	630.79	182.47

华南市场	439.71	625.24	598.03	251.09
西南市场	327.61	268.65	301.07	52.47
华中市场	804.52	984.86	1,011.20	277.78
其中：湖南省内	397.07	535.97	435.29	131.81
湖南省外	407.45	448.89	575.91	145.97
东北市场	102.91	91.14	89.78	28.07
西北市场	124.48	118.53	83.40	0.00
海外市场	55.38	65.72	61.09	0.00

注：因四舍五入原因存在尾数差异。
资料来源：公司提供

跟踪期内公司积极优化房建业务结构，提升在中高端房建市场的竞争优势，加大非住宅房建项目承揽力度，保证了收入的持续增长，同时重大工程合同金额持续增加，项目质量稳定提升

房屋建筑工程是公司的核心业务，业务领域涵盖住宅、公共建筑和工业建筑等，稳定的客户群和很强的重大标志性项目承揽能力为公司在房建领域保持核心竞争力提供了坚实基础。跟踪期内，公司继续坚持高端业务引领，积极拓展单体合同金额较大的项目，不断优化房建业务结构，营销拓展方向瞄准公投市场、制造业、大体量综合体、超高层、各类地标性建筑等高质量房建市场，同时积极承揽工业、商业和公共建筑等非住宅房建项目，以降低住宅房地产行业波动对业务的冲击。截至 2020 年 3 月末，公司主要房屋建筑项目在手合同金额为 452.77 亿元，项目储备充足。

此外，2020 年以来，在抗击新冠肺炎疫情过程中，由公司参建的“火神山”和“雷神山”医院，充分展现了其优秀的项目管理能力和在建筑工业化方面的技术优势，有利于进一步巩固公司品牌形象。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司主要在建房屋建筑项目（亿元）

项目名称	合同金额	开工日期
洛阳综保区一期综合保税仓	123.00	2019/1/1
东莞国贸中心项目	59.00	2014/2/10
商丘市睢阳区大棚户区改造西部安置区项目 EPC 总承包	50.00	2019/2/20
中山坦洲港澳城邦施工总承包工程	35.00	2017/1/1
郑州金融岛外环项目【组团 4、5】施工总承包	32.00	2018/3/15

中大国际 The City	32.00	2013/6/30
威海国际经贸交流中心项目	31.77	2018/5/21
荣耀龙城 05 地块澜湾公馆二期 38#、39#、42#、46#楼及地库建设工程项目部	30.00	2019/7/30
商丘市睢阳区李庄棚户区改造项目	30.00	2018/11/20
富兴世界金融中心二期项目	30.00	2018/4/1
合计	452.77	-

资料来源：公司提供

依托自身在建筑施工行业的领先地位以及雄厚的资本实力，公司以投融资带动总承包，跟踪期内继续参与基础设施投资等资本运营项目的拓展，但需关注资本支出压力、政策风险以及运营收益情况

公司在巩固房建业务领先地位的同时，为实现由“施工总承包”向“施工投资联动”商业模式的转型、提升盈利能力，亦重点布局基础设施建设与投资领域，推动产业结构转型，业务范围涵盖市政、城市轨道交通和公路项目等。公司一方面凭借技术、人才和管理优势，在国内外承接了众多大型基础设施项目，另一方面依托雄厚的资本实力，通过 BT、PPP 等投融资模式带动施工业务发展，参与了大量国家和地方重点工程建设。

BT 模式下，公司与业主方签订协议书并负责资金筹措，业主方所支付的回购金额包含公司支付的建设投资额以及建设投资额的一定比例作为投资回报。截至 2020 年 3 月末，公司主要运营的 BT 项目总投资合计 178.20 亿元，已完成投资 158.48 亿元，回款金额比例已超过 60%。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司主要运营 BT 项目情况（亿元）

项目名称	计划投资额	已投资额	累计回款
南昌保障性住房融资建造项目	30.21	29.62	20.79
长沙市坪塘工矿棚户区改造（基础设施）暨旅游产业中心区项目	41.35	31.43	24.56
株洲市高新区“五路一中心”	35.46	35.78	37.81
长沙市高铁新城东片区一期工程	29.99	19.39	6.18
济南西客站	11.22	12.45	12.80
南宁牛港湾项目	9.53	9.64	8.95
株洲航空服饰东部新城	8.29	7.99	5.42
长沙两带一隧	7.20	7.23	7.18
南宁青山路南湖连接线项目	4.95	4.95	4.97
合计	178.20	158.48	128.66

资料来源：公司提供

PPP 模式下，公司作为社会资本方与政府签订特许经营权协议，共同实施项目建设与运营，该模式下公司盈利来源主要为特许经营协议项下的收入。跟踪期内公司已运营的 PPP 项目仅有 2 个，且尚处运营初期，运营收入较少。截至 2020 年 3 月末，公司主要 PPP 项目总投资合计 388.00 亿元，已投资 204.88 亿元。中诚信国际注意到，BT 和 PPP 模式下项目运营及回款周期较长，且前期建设施工投资规模较大，加之政策调控趋严，或对后续融资及项目进度产生影响，投融资业务的拓展亦对公司资金管理 & 风险管控能力提出了更高要求，需对公司投融资项目后续推进及运营情况保持关注。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要 PPP 项目投资情况（亿元）

项目名称	计划投资额	已投资额
重庆市快速路二横线西段（渝西立交至礼白立交段）PPP 项目	115.76	39.32
重庆市巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目	37.64	32.90
江西省赣州市南康家居特色小镇 PPP 项目	35.68	24.78
湖南省宁乡“十三五”国省干线公路及部分市政道路建设运营维护 PPP 项目	31.50	22.26
长沙县城区扩容提质基础设施 PPP 项目	31.22	19.87
山东省威海市国际经贸交流中心 PPP 项目	31.11	3.50
海东市地下综合管廊 PPP 项目	30.66	23.00
广东省汕头市汕北大道（凤东路）龙湖段基础设施 PPP 项目	28.44	12.14
常德市江北城区桃花源大桥北端片区棚改配套基础设施 PPP 项目	24.43	5.30
张家界市基础设施 PPP 项目	21.56	21.81
合计	388.00	204.88

资料来源：公司提供

跟踪期内公司房地产业务发展模式和区域结构已趋于稳定，但在行业调控持续的背景下，加之项目区域分布较为集中，或对未来开发和销售产生一定影响

公司房地产业务主要依托全资子公司中建信和地产有限公司进行运营，经营模式以自主开发为主，业务区域布局在湖南、重庆和山东等地，主要从事二线城市周边地区和三、四线城市大众精品住

宅的开发业务，具备一定的品牌优势。

房地产业务运营方面，2019年，受国家对房地产行业的持续调控影响，公司新开工面积、签约金额和签约面积均同比有所下降；同时公司积极调整业务规划，加大存量项目的建设进度，竣工面积则大幅增加。销售均价方面，公司的房地产项目均位于二、三线城市，因此售价较低，跟踪期内随着部分高端楼盘转入在售，销售均价同比有所增长。

截至2020年3月末，公司主要在建房地产项目预计总投资额373.00亿元，已完成投资270.76亿元，大部分项目销售进度已过半。**中诚信国际注意到**，目前国内房地产调控依然偏紧，部分城市仍处于去库存阶段，或对公司未来房地产项目的开发和销售进度带来一定影响。

表 6：近年来公司房地产业务运营情况

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~3
新开工面积（万平方米）	184.21	423.00	246.43	55.77
竣工面积（万平方米）	79.00	98.13	208.00	13.40
在建面积（万平方米）	175.34	514.44	552.00	595.00
投资金额（亿元）	66.01	144.10	140.29	51.00
签约面积（万平方米）	113.12	213.00	166.65	6.30
签约金额（亿元）	103.20	183.41	155.07	7.50
销售均价（元/平方米）	9,133	8,611	9,305	11,904

注：1、由于开发项目存在动态调整，数据亦将存在一定变动；2、2020年一季度新开工面积、签约面积和签约金额等指标同比有所下降主要系部分房地产投资项目供货节奏调整至四季度所致。

资料来源：公司提供

表 7：截至 2020 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	计划投资额	已投资额	销售进度
中建长清湖	68.50	59.45	78.00%
中建瑾和城	49.10	29.02	29.13%
中建梅溪湖中心	43.73	45.40	90.00%
中建璟和城	37.30	25.79	62.06%
中建江山壹号	31.73	28.08	78.06%
中建邕和府	31.24	13.61	20.00%
中建和城壹品	28.90	6.02	5.00%
烟台悦海和园	28.00	29.37	98.00%
中建玥熙台	27.40	15.00	40.00%
重庆瑜和城	27.10	19.02	71.26%
合计	373.00	270.76	--

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司主要通过股权收购、公开市场摘牌等方式获取土地，灵活多样的土地获取方式使公司的拿地成本较低，具有较强的竞争优势。截至2020年3月末，公司拥有土地储备145.00万平方米，主要集中在省会城市，为房地产开发业务的持续稳定经营提供了良好的支撑，但同时较大规模的购地支出及后续项目开发进度对资金的占用也使公司面临较大的投资压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年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，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

公司主业突出，跟踪期内房地产和投融资业务的拓展使其盈利能力同比小幅提升，资产减值损失和投资收益下降对利润造成一定影响，EBITDA 利润率和净资产收益率小幅下降

公司经营业务主要涉及房屋建筑工程、基础设施建设和房地产开发与投资等领域。其中，房屋建筑工程是公司的核心业务，基础设施建设是公司重点发展的业务领域，2019年，受益于我国城镇化进程的持续推进带来的巨大需求，公司实现营业总收入1,213.70亿元，同比增长26.58%，上述两项业务收入合计占比91.52%，是公司最主要的收入来源。房地产开发是公司另一核心业务板块，跟踪期内随着公司可售资源储备以及推盘力度的加大，带动房地产开发业务收入进一步增加，也有效提升了公司的多元化经营水平，降低了业务结构单一带来的经营波动风险，同时亦为其业务转型升级、经营提质增效奠定坚实基础。2020年一季度，公司实现营业总收入314.46亿元，同比增长1.41%。

表 8：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋建筑	483.61	555.63	737.73	194.54

基础设施	296.26	349.84	373.06	110.63
房地产开发	45.80	50.68	99.18	8.87
其他	2.62	2.68	3.73	0.42
合计	828.29	958.83	1,213.70	314.46
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋建筑	58.38%	57.95%	60.78%	61.86%
基础设施	35.77%	36.49%	30.74%	35.18%
房地产开发	5.53%	5.28%	8.17%	2.82%
其他	0.32%	0.28%	0.31%	0.13%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2019年，公司房屋建设业务毛利率水平在激烈的市场竞争等因素影响下，毛利率水平同比有所下降；基础设施建设领域对企业的投融资能力、施工能力和运营水平要求更高，因而能获得较房建工程更高的毛利率，同时公司在项目筛选上也主动选择收益率较高的项目，当期该业务板块毛利率水平同比有所增加。房地产开发业务较强的盈利能力为公司贡献了较多利润，2019年受结转项目售价以及结转项目量的影响，毛利率水平同比有所下降。2020年一季度，公司营业毛利率为6.40%，同比增长0.38个百分点。

表9：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

业务板块	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋建筑	5.22	5.15	5.14	5.67
基础设施	5.95	6.73	8.51	6.53
房地产开发	15.37	20.96	17.20	17.21
其他	10.12	16.97	27.04	28.43
营业毛利率	6.06	6.60	7.14	6.40

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司期间费用支出以管理费用和财务费用为主。管理费用主要为职工薪酬和研发费用等。2019年，随着公司人员薪酬的增加和加大对施工方面的技术投入，管理费用相应增长。财务费用主要为公司债务形成的利息支出，其中2019年因公司将应收款项保理费用纳入投资收益科目核算，加之当期利息收入的增长对利息支出有一定冲减作用，财务费用相应下降。整体来看，跟踪期内公司期间费用总额保持增长，但受益于营业总收入的增长，期间费用率尚在较低水平。

从利润构成来看，跟踪期内公司经营性业务利润随业务规模扩大同比有所增加，带动利润总额相应增长，但以坏账损失为主的资产减值损失亦相应增加，则一定程度上削弱了公司的盈利状况。此外，2019年以来随着应收保理用纳入投资收益科目核算，使得该科目规模同比大幅下降，亦对税前利润产生一定影响。2019年，公司EBITDA利润率和净资产收益率在利息支出减少和少数股东权益快速增长带动权益规模快速增长的情况下均同比有所下降。

表10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
管理费用	9.46	18.25	33.66	5.04
财务费用	7.05	12.17	8.96	1.57
期间费用合计	17.76	32.54	45.51	7.25
期间费用率	2.14	3.39	3.75	2.30
经营性业务利润	28.00	25.96	34.59	12.02
资产减值损失	-1.19	0.25	-1.90	-0.02
投资收益	0.50	2.29	0.45	-0.95
利润总额	27.42	28.34	33.00	11.02
EBITDA 利润率	5.31	5.27	4.67	--
净资产收益率	16.70	13.36	10.94	--

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司经营效率与上一年基本持平，受益于权益规模的快速增加，财务杠杆比率小幅下降，但因流动资金贷款的增长使得公司短期偿债压力有所增加

跟踪期内公司经营业务稳步扩大，其资产规模亦实现了稳定增长。从资产结构来看，施工行业的特征决定了公司流动资产占比较高，近年来始终维持在65%以上，主要由存货、货币资金、应收账款和其他应收款构成。具体来看，跟踪期内随着工程施工规模的扩大和房地产业务的发展，以已完工未结算款和房地产开发成本为主的存货规模进一步增长。公司账面上货币资金较为充裕，为其提供了较强的流动性支持，跟踪期内随着融资规模的扩大而相应增长，2019年末受限货币资金为17.17亿元，主要为保证金。跟踪期内房屋建筑业市场竞争激烈，行业内企业对业主的议价能力较弱，使得公司

应收账款保持较大规模，加之部分业主方结算周期延长，使得应收账款规模进一步增长。2019年，公司营业周期为184天，与上年基本持平，公司经营效率仍有待提升。截至2020年3月末，受项目建设投资支出影响，公司货币资金款有所下降，使得流动资产合计减少至1,001.95亿元，占当期末总资产的比重降至67.83%。

公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产以及长期股权投资构成。近年来随着PPP项目的不断推进以及施工业务规模扩张带来的工程质保金，长期应收款保持在较大规模，2019年因执行新收入准则，公司将与工程承包服务、设计勘察服务、PPP项目等投资项目相关、不满足无条件收款权的相关款项计入其他非流动资产核算，使得当期末上述科目发生较大变化。公司固定资产和长期股权投资跟踪期内随着购置设备和参股PPP项目的增加而相应增长。截至2020年3月末，公司非流动资产增至475.20亿元，占当期末总资产的比重亦相应增至32.17%。

表 11: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.1~3
存货	260.20	393.12	451.61	472.47
货币资金	153.38	178.22	193.11	71.70
应收账款	127.08	155.61	173.76	178.10
流动资产	688.64	920.01	1,039.42	1,001.95
长期应收款	175.42	264.36	188.30	207.58
其他非流动资产	0.35	0.35	165.61	172.16
固定资产	24.07	28.24	30.37	30.09
长期股权投资	10.45	14.59	19.63	19.65
非流动资产	243.00	345.89	454.63	475.20

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货，将应收款项融资计入应收账款。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征；另外，公司从事的房地产开发业务也具有高负债的经营特性。从负债构成来看，公司负债以经营性负债为主，主要是对原材料供应商和分包商的资金占用、施工项目业主支付的工程预付款和房地产预售款，上述科目随着公司生产经营规模的扩大而相应增加。此外，跟踪期内随着投资、地产类业

务的发展使得公司对外部融资的需求增加，公司债务规模亦相应增加，当期内公司债务期限结构仍以长期债务为主，能够与其房地产及基建项目资金需求的周期相匹配，但因跟踪期内公司为满足生产经营需要，通过借款补充短期流动资金，短期债务偿债压力有所增加，短期债务占总债务的比重由2018年末的23.52%上升至31.13%。

所有者权益方面，受益于经营累积和PPP项目增加使得少数股东权益快速增长等因素，跟踪期内公司权益规模快速增长，截至2020年3月末，公司其他权益工具金额为50.68亿元，占当期末所有者权益合计的17.94%，主要为2018年发行的2期可续期公司债券和2期永续中期票据。权益的增加使得跟踪期内公司资本结构有所优化，资产负债率和总资本化比率相应下降，截至2020年3月末，分别为80.87和47.38%，但考虑公司权益中永续债比重较高，公司资本结构稳定性仍一般。

表 12: 近年来公司主要负债及资本结构情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.1~3
短期借款	4.59	2.43	41.96	46.32
预收款项	179.26	339.36	347.58	347.07
应付账款	374.39	364.07	430.34	423.32
长期借款	47.52	89.77	107.83	115.03
长期应付款	30.90	88.29	85.51	65.58
短期债务	34.30	45.35	67.77	79.20
长期债务	59.52	147.45	172.52	179.72
所有者权益合计	148.34	224.31	286.13	282.52
资产负债率	84.08	82.28	80.85	80.87
总资本化比率	38.74	46.22	45.18	47.38

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司经营活动现金流随建设支出规模扩大仍保持净流出状态，偿债指标随债务规模增加有所弱化，但畅通的融资渠道仍能为投融资和地产业务发展带来有力资金支持

经营活动方面，跟踪期内随着公司承接项目量的增加，拿地及投融资建设项目现金支出增长，导致公司经营活动现金流仍保持净流出状态，但受益于回款情况的好转，现金净流出规模同比有所下

降。2020年1~3月，受季节性因素和业务支出增加影响，公司经营活动现金净流出规模进一步增加。

投资活动方面，2019年，受PPP政策逐渐收紧等因素影响，公司投融资项目推进节奏有所放缓，使得投资活动现金流净流入规模有所收窄。2020年1~3月，受新冠肺炎疫情影响，部分项目延迟开工，投资进度放缓，加之公司收回部分投资款项，当期投资活动净现金流由负转正。

筹资活动方面，随着建筑施工等业务的发展以及资本运营项目的推进，经营周转资金的需求增加，使得公司对债务融资的需求保持高位，跟踪期内公司筹资活动净现金流仍呈净流入状态，融资渠道以银行贷款和发行债券为主，很强的融资能力为其业务扩张提供了良好支持。2020年一季度，受分配股利因素影响，公司筹资活动现金流呈净流出状态。

从偿债能力指标分析，跟踪期内受债务规模增长，特别是短期债务规模增加影响，公司EBITDA对债务本金和经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力均有所下降，但考虑到公司账面上较为充裕的货币资金和很强的融资能力，公司偿债压力较小。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	55.86	-62.25	-21.50	-110.94
投资活动净现金流	-35.16	-51.54	-22.29	0.67
筹资活动净现金流	-16.46	134.96	56.32	-7.69
总债务	93.82	192.80	235.77	254.39
货币资金/短期债务	4.47	3.93	2.85	0.91
经营活动现金流入/短期债务	26.83	27.26	20.67	--
总债务/EBITDA	2.13	3.82	4.16	--
EBITDA 利息倍数	4.39	3.39	4.44	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性良好，公开市场无信用违约记录，或有负债事项风险可控，受限资产比例较小

或有负债方面，截至2020年3月末，公司对外担保金额合计6.24亿元，全部为公司为商品房承购人向银行抵押借款提供的担保。截至2019年末，公司作为被告的未决诉讼所涉及的诉讼标的金额为1.88亿元，主要系与工程质量、工程款等相关的纠纷。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至2020年3月末，共获得各银行综合授信额度1,860.32亿元，其中未使用额度1,240.22亿元，备用流动性良好。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产账面价值为233.21亿元，占当期末总资产的比重为15.61%，主要为保证金等受限货币资金以及用于取得抵质押借款的长期应收款等。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至2020年5月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至2020年5月13日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司作为骨干央企子公司，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持

公司控股股东中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）是全球最大的工程承包商，在房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察设计等领域均居行业领先地位，在我国300米以上摩天大楼建设的市场占有率超过90%。截至2019年末，中国建筑拥有特级资质企业39家、工程设计综合甲级资质企业1家，特级资质65个，其中建筑工程总承包特级资质33个、市政公用工程总承包特级资质19个、公路工程总承包特级资质10个、石油化工工程总承包特级资质2个，港口与航道工程总承包特级资质1个。在2019年美国《财富》杂志公布的世界500强中，中国建筑排名第21位。从1984年起，中国建筑连年跻身《美国

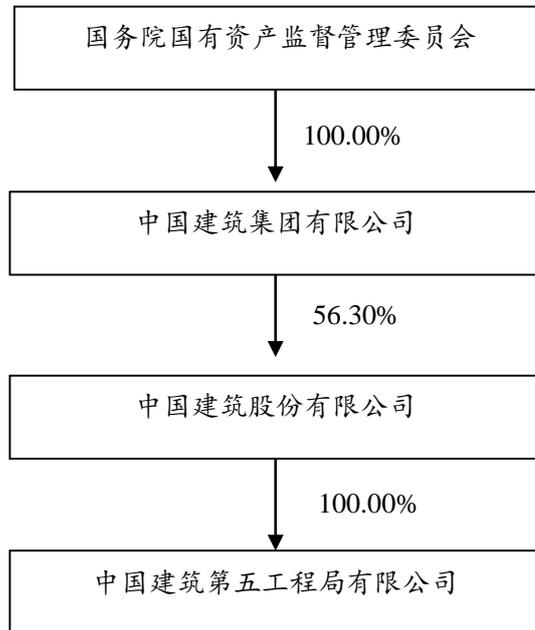
工程新闻记录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，2019 年位列 ENR 全球业务第 1 位和国际业务第 9 位。此外，中国建筑是国务院国资委选取的 10 家创建世界一流示范企业中，完全竞争性领域的唯一代表。

作为中国建筑下属重要的子公司之一，公司在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持，有利于公司整合内外部的资源，实现自身业务的快速发展。2015 年，中国建筑成功发行优先股并向公司现金注资 13.00 亿元，大幅提升了公司的资本实力；此外，2016 年，中国建筑成立了系统内唯一具备隧道工程资质的专业化公司中建隧道工程建设有限公司（现更名为中建隧道建设有限公司，以下简称“中建隧道”），并授权公司对其进行日常管理和业绩考核并纳入合并范围，同时中国建筑也给予公司和中建隧道在此类市场业务开拓与承揽等方面的政策支持，对其业务规模快速增长奠定了良好基础。

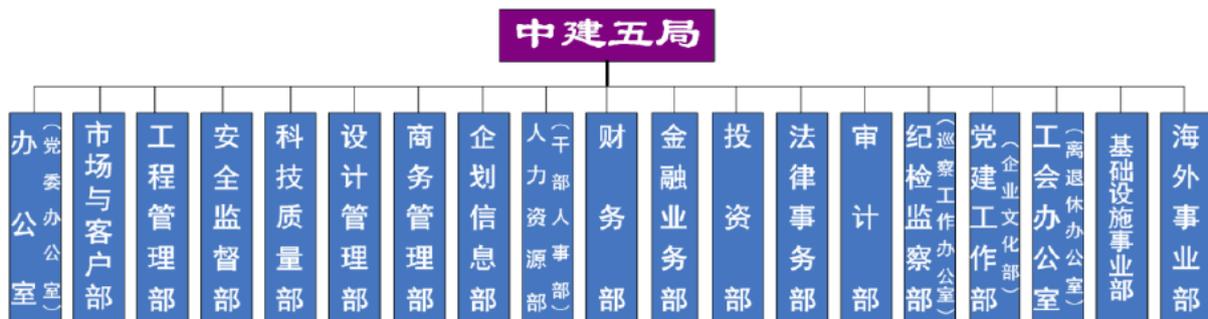
评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国建筑第五工程局有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 建五 Y1”、“18 建五 Y3”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国建筑第五工程局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



资料来源：公司提供

附二：中国建筑第五工程局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	2020.3
货币资金	1,533,828.10	1,782,163.59	1,931,149.22	716,961.04
应收账款净额	1,270,802.23	1,556,122.05	1,737,555.77	1,781,018.61
其他应收款	380,593.65	688,027.01	573,923.46	673,539.51
存货净额	2,602,034.78	3,931,157.81	4,516,060.06	4,724,709.02
长期投资	175,092.40	194,961.97	411,832.79	351,791.46
固定资产	240,703.61	282,358.57	303,692.76	300,913.25
在建工程	15,153.11	21,564.60	1,626.47	1,997.85
无形资产	147,261.07	206,117.01	185,604.07	190,229.58
总资产	9,316,427.77	12,658,963.02	14,940,539.18	14,771,495.89
其他应付款	592,887.06	676,497.63	853,180.15	858,251.77
短期债务	343,007.21	453,509.19	677,724.55	792,034.98
长期债务	595,230.00	1,474,520.92	1,679,959.90	1,751,898.27
总债务	938,237.21	1,928,030.11	2,357,684.45	2,543,933.25
净债务	-595,590.88	145,866.52	426,535.23	1,826,972.21
总负债	7,833,022.77	10,415,848.86	12,079,265.86	11,946,304.89
费用化利息支出	74,373.64	115,394.31	90,687.90	--
资本化利息支出	25,729.69	33,460.32	37,053.95	--
所有者权益合计	1,483,404.99	2,243,114.16	2,861,273.32	2,825,191.00
营业总收入	8,282,898.85	9,588,341.93	12,136,966.03	3,144,557.97
经营性业务利润	279,993.17	259,613.88	345,896.00	120,211.42
投资收益	5,011.00	22,852.40	4,521.84	-9,451.84
净利润	231,967.83	249,194.54	279,150.75	92,266.97
EBIT	348,536.92	398,798.91	420,725.59	--
EBITDA	439,606.39	504,999.19	566,626.57	--
经营活动产生现金净流量	558,626.17	-622,484.15	-214,984.13	-1,109,396.38
投资活动产生现金净流量	-351,555.36	-515,381.66	-222,937.49	6,732.90
筹资活动产生现金净流量	-164,631.93	1,349,574.67	563,157.04	-76,892.80
资本支出	202,775.36	216,866.26	179,524.00	11,760.99
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	6.06	6.60	7.14	6.40
期间费用率(%)	2.14	3.39	3.75	2.30
EBITDA 利润率(%)	5.31	5.27	4.67	--
总资产收益率(%)	4.18	3.63	3.05	--
净资产收益率(%)	16.70	13.36	10.94	12.98
流动比率(X)	1.00	1.07	1.03	0.99
速动比率(X)	0.62	0.61	0.58	0.52
存货周转率(X)	3.02	2.74	2.67	2.55*
应收账款周转率(X)	7.28	6.78	7.37	7.15*
资产负债率(%)	84.08	82.28	80.85	80.87
总资本化比率(%)	38.74	46.22	45.18	47.38
短期债务/总债务(%)	36.56	23.52	28.75	31.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.60	-0.32	-0.09	-1.74*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.63	-1.37	-0.32	-5.60*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.58	-4.18	-1.68	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	47.40	-42.19	-20.80	--
总债务/EBITDA(X)	2.13	3.82	4.16	--
EBITDA/短期债务(X)	1.28	1.11	0.84	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.39	3.39	4.44	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.48	2.68	3.29	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的有息借款调整至长期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；3、带*指标已经年化处理。

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+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
	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+所有者权益(含少数股东权益))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	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-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	净利润/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(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)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金	
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

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。