



中国建筑第四工程局有限公司

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 2428 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。
- 中诚信国际关联机构中诚信征信对该受评对象提供了信用报告服务；中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 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 29 日



本次跟踪发行人及评级结果

中国建筑第四工程局有限公司

本次跟踪债项及评级结果

“20 中建四局 MTN001”、“20 中建四局 MTN002”、
“21 中建四局 MTN001”、“21 中建四局 MTN002”、**AAA**
“21 中建四局 MTN003A”和“21 中建四局 MTN003B”

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国建筑第四工程局有限公司（以下简称“中建四局”或“公司”）资质齐备且等级高，跟踪期内保持了在房建施工领域很强的竞争优势；新签合同额持续增长，项目储备充足，且业务结构进一步优化；具备较强的财务弹性，股东实力雄厚且对公司支持力度大等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到应收账款坏账损失对利润形成较大侵蚀，民营房企业主相关项目的后续推进和坏账计提情况有待关注；总债务规模增长较快，财务杠杆处于高位；在手房地产项目去化情况待关注等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，中国建筑第四工程局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：不适用。

可能触发评级下调因素：经营及业务承揽规模持续大幅下降、业务回款情况明显弱化、盈利持续大幅下滑且短期内无法改善、债务过度扩张且投资回报率远未及预期等。

正面

- 资质齐备且等级高，跟踪期内保持了在房建施工领域很强的竞争优势
- 新签合同额持续增长，项目储备充足，且业务结构进一步优化
- 具备较强的财务弹性，股东实力雄厚且对公司支持力度大

关注

- 应收账款坏账损失对利润形成较大侵蚀，民营房企业主相关项目的后续推进和坏账计提情况有待关注
- 总债务规模增长较快，财务杠杆处于高位
- 在手房地产项目去化情况待关注

项目负责人：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

项目组成员：张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

中建四局（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	1,081.90	1,121.16	1,492.50	1,412.30
所有者权益合计（亿元）	217.03	212.63	212.83	212.73
总负债（亿元）	864.87	908.53	1,279.67	1,199.57
总债务（亿元）	230.56	334.40	434.31	483.16
营业总收入（亿元）	898.23	1,057.39	1,127.58	325.70
净利润（亿元）	7.03	3.97	7.55	1.80
EBIT（亿元）	17.88	10.84	18.75	--
EBITDA（亿元）	20.15	13.94	23.87	--
经营活动净现金流（亿元）	-47.92	1.05	12.57	-49.59
营业毛利率（%）	8.59	10.07	8.72	4.41
总资产收益率（%）	1.65	0.98	1.43	--
EBIT 利润率（%）	1.99	1.03	1.66	--
资产负债率（%）	79.94	81.04	85.74	84.94
总资本化比率（%）	61.16	70.18	75.33	77.27
总债务/EBITDA(X)	11.44	23.99	18.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.74	1.14	1.44	--
FFO/总债务(X)	0.04	0.07	0.05	--

注：1、中诚信国际根据中建四局提供的其经安永华明会计师事务所（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 年审计报告期末数，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权益工具中的永续债。

评级历史关键信息

中国建筑第四工程局有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 中建四局 MTN001(AAA)	2022/07/28	张馨予、张倩倩	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文
	20 中建四局 MTN002(AAA)				
	21 中建四局 MTN001(AAA)				
	21 中建四局 MTN002(AAA)				
	21 中建四局 MTN003A(AAA)				
AAA/稳定	21 中建四局 MTN003B(AAA)	2021/09/07；	张馨予、杜佩珊；	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文 ； 阅读全文
	21 中建四局 MTN003B(AAA)	2021/12/06			
AAA/稳定	21 中建四局 MTN002(AAA)	2021/09/07；	张馨予、杜佩珊；	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文 ； 阅读全文
		2021/11/10			
AAA/稳定	21 中建四局 MTN001(AAA)	2021/09/07；	张馨予、杜佩珊；	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文 ； 阅读全文
		2021/10/20			
AAA/稳定	20 中建四局 MTN002(AAA)	2020/10/29	李琛、杜佩珊	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 中建四局 MTN001(AAA)	2020/08/06	李琛、杜佩珊	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较（2022 年数据）

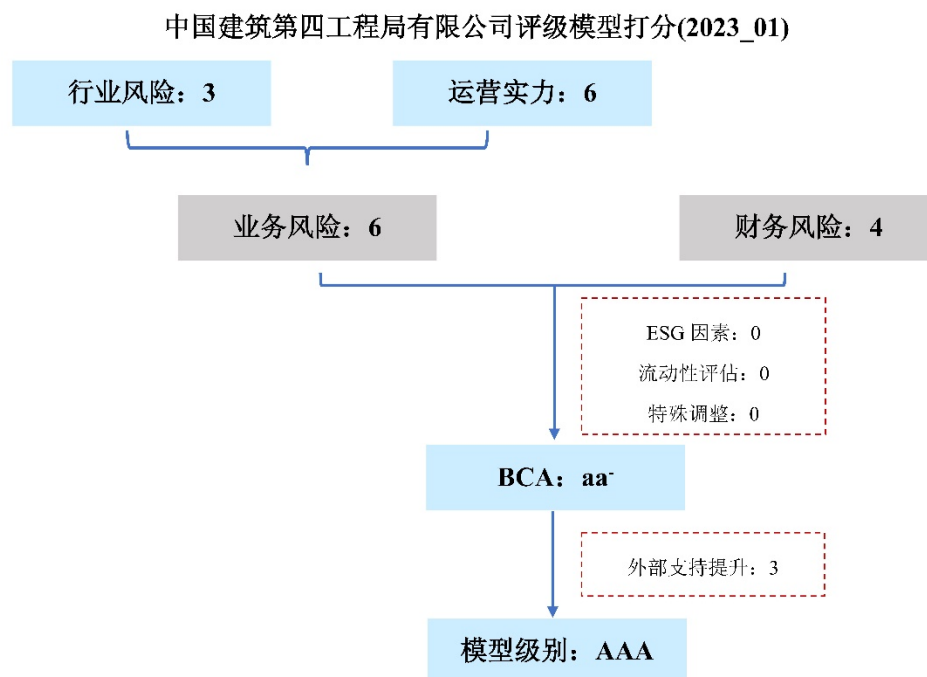
公司名称	新签合同额 （亿元）	营业总收入 （亿元）	EBIT 利润率 （%）	资产负债率 （%）	现金周转天数（天）
中国建筑一局（集团）有限公司	3,028.15	1,490.58	3.40	75.68	61
中国建筑第二工程局有限公司	4,220.60	1,973.54	2.77	79.88	70
中国建筑第五工程局有限公司	3,508.63	1,855.42	3.05	78.09	54
中国建筑第四工程局有限公司	2,757.27	1,127.58	1.66	85.74	85

中诚信国际认为，与同行业公司相比，中建四局在房建施工领域具有较强的竞争优势和市场地位，新签合同额逐年增长且区域布局较优，但规模仍小于体系内其他工程局；受公司在手项目存在部分出险及资金压力较大业主影响，近年来公司计提减值损失较多，对利润形成一定侵蚀，公司盈利水平和经营效率偏弱，且财务杠杆处于相对高位，房建项目的应收账款减值损失仍需保持关注。

● 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
20 中建四局 MTN001	AAA	AAA	2022/07/28	15.00	15.00	2020/10/21~2023/10/21 (3+N)	票面利率选择权, 赎回条款, 持有人救济条款, 劣后, 偿债保障措施
20 中建四局 MTN002	AAA	AAA	2022/07/28	25.00	25.00	2020/11/05~2023/11/05 (3+N)	票面利率选择权, 赎回条款, 持有人救济条款, 劣后, 偿债保障措施
21 中建四局 MTN001	AAA	AAA	2022/07/28	10.00	10.00	2021/10/27~2024/10/27 (3+N)	票面利率选择权, 赎回条款, 持有人救济条款, 劣后, 偿债保障措施
21 中建四局 MTN002	AAA	AAA	2022/07/28	20.00	20.00	2021/11/17~2024/11/17 (3+N)	票面利率选择权, 赎回条款, 持有人救济条款, 劣后, 偿债保障措施
21 中建四局 MTN003A	AAA	AAA	2022/07/28	10.00	10.00	2021/12/20~2026/12/20 (3+2)	回售, 票面利率选择权, 偿债保障措施
21 中建四局 MTN003B	AAA	AAA	2022/07/28	10.00	10.00	2021/12/20~2026/12/20	偿债保障措施

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2022_05

■ 业务风险：

中建四局属于建筑行业，中诚信国际对中国建筑行业风险评估为中等；中建四局在房建领域具有很强的市场竞争力，跟踪期内新签合同额进一步增长，且业务结构有所优化，但弱资质业主项目的回款和减值压力以及房地产项目去化情况值得关注，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

跟踪期内中建四局盈利指标有所增强，但成本上涨和减值对利润的侵蚀情况值得关注；总债务增速较快，债务规模和结构以及财务杠杆管控情况有待关注；面临一定的短期偿债压力，但经营获现水平有所提升，且很强的外部筹资能力能够满足资金需求，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对中建四局个体基础信用等级无影响，中建四局具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

控股股东中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）拥有突出的行业地位和竞争实力，对公司的支持能力很强。公司是中国建筑下属全资子公司及核心资产之一，长期以来能够得到股东在业务协同、品牌和流动性等多方面的支持，支持意愿很强。外部支持调升 3 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。

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.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但增速或将小幅回调；在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

按产值构成来看，房屋建筑业¹和土木工程建筑业产值占比分别约为 60% 和 30% 左右。从房建方面来看，2021 年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，对建筑业需求端贡献度有所弱化。且相关流动性风险进一

¹ 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清。2022 年 7 月以来，“保交楼”、“金融 16 条”等房地产利好政策陆续出台，房地产行业政策环境得到阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，预计建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。

从基础设施建设来看，2022 年 1~11 月我国稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，共同带动基建投资同比大幅增长。中诚信国际认为，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设仍存在较大结构性投资机会。但需要关注的是，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022 年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和商票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022 年建筑业总产值增速有所下降；考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，短期内房地产行业下行趋势很难发生根本性改变，预计 2023 年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。同时，部分地方政府资金压力加大导致建筑企业政府类项目回款压力有所增加。在下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9736?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内中建四局在房建施工领域继续保持很高的市场地位，综合实力逐步提升；2022 年新签合同额同比上升，业务结构进一步优化，但部分弱资质业主项目的回款和减值压力仍值得关注；房地产业务对收入形成良好补充，未来投资压力不大，但在手项目的去化情况值得关注。

跟踪期内公司在房建施工领域保持了很高的市场地位，施工经验丰富，亦积极开展基础设施建设业务，综合竞争实力逐步提升。

房建工程是公司建筑施工板块的主要组成部分，业务领域涵盖住宅、公共建筑和工业建筑等。2022 年以来，公司承建了韩国动力电池项目二期标准厂房、滨州市先进制造产业园等重点房建工程，施工经验进一步积累。此外，公司亦积极开展基础设施建设业务，涉及公路、市政、轨道交通等领域，当期承建了中国京杭大运河博物院项目二期工程、芳村至白云机场城际线等重要基建项目，综合实力逐步提升，也有利于降低房地产市场波动对公司主业的影响。总体来看，跟踪期内公司保持了在房建领域很高的市场地位。

跟踪期内新签合同额进一步增长，充足的项目储备可为后续业务发展提供很好保障，大项目占比维持在较高水平，但需关注民营房企业主项目回款及减值情况。

2022 年公司市场承揽规模进一步扩大，新签合同额对营业总收入的覆盖倍数维持在 2 倍以上。2023 年 1~3 月，新签合同额同比增长约 10%，充足的项目储备可为后续业务发展提供很好保障。

从业主构成来看，尽管近年来公司一直在压降民营房企业主项目规模，但以房建为主的业务结构

使得公司民营房企业主新签占比仍偏高，2022 年民营房企业主占比超过 40%，同比小幅下降。**中诚信国际关注到**，受房地产行业景气度下行影响，民营房企业主普遍面临较大的融资和回款压力，该资金压力或将传导至公司，且业主恒大集团有限公司、融创房地产集团有限公司（以下分别简称“恒大集团”、“融创地产”）等已发生债务违约，相关项目回款压力较大。对于工程款逾期的相关项目，公司积极采取停工、诉讼和资产抵债等形式进行追偿，但相关款项回收及减值情况仍值得关注。大项目承揽方面，公司通过构建大客户管理体系，与众多大型企业建立总部对总部的战略合作关系，2022 年单体规模 10 亿元以上的大项目占比同比上升近 5 个百分点。

表 1：近年来公司新项目承揽情况（亿元、X、个、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新签合同额	2,083.44	2,436.08	2,757.27	695.58
营业总收入	898.23	1,057.39	1,127.58	325.70
新签合同额/营业总收入	2.32	2.30	2.45	2.14
10 亿元及以上合同数量	38	57	66	17
10 亿元及以上合同金额合计	833.94	1,030.64	1,299.36	281.68
10 亿元及以上合同金额占比	40.03	42.31	47.12	40.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：2022 年前五大业主新签合同额情况（亿元）

业主名称	金额	占新签合同总额的比重
万科企业股份有限公司	92.28	3.37%
腾讯科技（深圳）有限公司	65.27	2.38%
盐城东方投资开发集团有限公司	60.60	2.21%
广州越秀集团股份有限公司	51.25	1.87%
中国华润有限公司	48.47	1.77%
合计	317.87	11.53%

资料来源：公司提供

公司施工资质较为齐备且等级很高，但设计板块资质实力有待提升；跟踪期内奖项积累进一步丰富，技术实力很强。

跟踪期内公司高等级资质种类未发生变化，截至 2023 年 3 月末，公司拥有市政公用工程、建筑工程和公路工程 3 种施工特级总承包资质，资质较为齐备且等级很高，但设计板块资质实力有待提升。同期末，公司累计获得鲁班奖 32 项、国家优质工程奖 31 项，以及其他省部级奖 400 余项，奖项积累进一步丰富，技术实力很强。

表 3：公司主要建筑资质情况

级别	主要建筑资质名称
施工总承包特级	市政公用工程 1 项、建筑工程 4 项、公路工程 1 项
施工总承包一级	机电工程、建筑工程、市政公用工程、石油化工工程、水利水电工程等
工程设计甲级	人防工程、建筑工程、公路行业等

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司区域布局较优，跟踪期内主要区域新签合同额均同比增加；房建业务占公司新签合同额的比重仍较高，但内部结构有所优化，且基建项目新签合同额占比持续提升。

从业务类型来看，2022 年房建工程新签合同额占比有所下降，但仍维持在 70%以上，涵盖住宅、公共建筑、工业厂房等细分领域，且考虑到房地产行业景气度下行，公司持续加大在公共建筑、工业厂房、产业园建设等领域的开拓力度，降低住宅类项目占比，业务结构进一步优化。同时，

公司调整业务结构，加大公路、轨道交通、市政等重点建设工程项目的承揽力度，当年基建业务新签合同额同比增长 31.99%。**中诚信国际认为**，适当提高基础设施业务在建筑施工中的比重有利于降低其对房建业务的依赖，可在一定程度上增强其抵抗房建市场波动性风险的能力，亦可带动公司业务多元化水平进一步提升。

表 4：近年来施工业务新签合同按业务类型划分（亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
房屋建设	1,699.84	81.59	1,787.96	73.39	1,956.39	70.95	561.17	80.68
基础设施	326.94	15.69	595.14	24.43	785.53	28.49	131.09	18.85
其他	56.66	2.72	52.98	2.17	15.35	0.56	3.31	0.48
合计	2,083.44	100.00	2,436.08	100.00	2,757.27	100.00	695.58	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，中诚信国际整理

区域布局方面，经过多年的发展和区域化整合的推进，公司打造了“一主两翼两点支撑”²的市场布局，其中以广东市场为主的华南区域新签占比维持在 50%以上，属地优势明显。2022 年，公司继续坚持发挥广东主战场优势、做强东南、做大西南的战略，在多数布局地区实现了新签合同额同比增长。公司海外业务以工业厂房、化工冶炼等房建工程为主，主要聚焦东南亚市场，目前规模较小，但海外工程业务面临一定的政治、汇率及突发性事件的风险，且该类风险控制难度高于国内业务，对公司运营管理和风险控制能力提出了更高要求。

表 5：近年来施工业务新签合同按区域划分（亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
华南区域	1,130.44	54.26	1,402.76	57.58	1,450.35	52.60	274.36	39.44
西南区域	344.65	16.54	228.02	9.36	247.33	8.97	122.15	17.56
东南区域	444.20	21.32	455.40	18.69	712.74	25.85	169.51	24.37
其他区域	164.15	7.88	349.90	14.36	346.85	12.58	129.56	18.63
合计	2,083.44	100.00	2,436.08	100.00	2,757.27	100.00	695.58	100.00
其中：海外区域	26.08	1.25	--	--	26.42	0.96	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司延伸产业链发展资本运营业务，未来投资压力可控，但需关注后续运营效果及回款情况。

公司在手资本运营项目以 PPP 模式为主，未来仍将重点拓展小比例参股带动较大施工份额的 PPP 项目。截至 2023 年 3 月末，公司主要在手 PPP 项目共 8 个，均已纳入财政部项目管理库。其中控股项目 3 个，计划总投资 107 亿元，已累计投资 97 亿元，其中 2 个项目已经进入回购期，当期末累计运营回款 20 亿元；参股项目 5 个，公司计划资本金出资额 7.99 亿元，已完成资本金投资 4.61 亿元。上述 PPP 项目预计带动公司建安合同额共 92 亿元。同期末，公司在手 BT 项目 1 个，计划总投资 21.64 亿元，累计已投资 18.66 亿元，项目仍处于建设期，已提前回款累计 15.55 亿元，回款情况良好。**中诚信国际认为**，公司在手项目后续投资规模较小，资金压力较为可控，但运营周期长且运营效果及回款存在不确定性，需对在手项目后续运营回款情况保持关注。

公司房地产开发业务规模较小，未来投资压力可控，新项目拓展较为谨慎，但需关注在手项目后

² “一主两翼两点支撑”即以华南大区为“一主”，以东南大区和西南大区为“两翼”，以北京及其周边区域、陕西及其周边区域为“两点支撑”。

续销售去化情况。

公司房地产开发业务依托“中建地产”品牌，由于起步较晚，目前在手项目数量较少且区域集中在广州、遵义、贵阳和佛山等地，以自主开发为主。2022 年以来房地产行业景气度不高，公司谨慎拓展房地产业务，当年新增广州精诚壹号项目 1 项土地使用权，系商品住宅业态，于 2022 年 10 月拿地建设，尚未开盘销售。**中诚信国际注意到**，公司前期承揽的部分项目位于三四线城市，存在去化较慢的情况，需对其销售回款及减值情况保持关注。根据规划，未来公司将聚焦以广州为主的核心城市及核心区域，加强项目质量筛选，新项目拓展较为谨慎。总体来看，公司房地产开发业务规模较小，未来投资压力不大，但需对在手项目的销售去化情况保持关注。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建/在售房地产项目情况（亿元）

项目名称	预计投资	累计投资	累计销售	累计回款	持股比例	是否并表
贵阳中建华府	51.56	49.79	35.78	35.63	100%	是
遵义中建幸福城	52.85	54.90	70.27	71.63	100%	是
遵义中建幸福广场	17.27	16.09	16.95	17.56	100%	是
遵义中建锦阁	15.20	14.55	15.32	14.48	100%	是
广州中建映花悦	36.86	27.79	10.12	12.15	100%	是
佛山中建映湖悦	30.10	24.24	7.29	6.73	100%	是
惠州彩虹城	13.53	13.53	17.14	17.00	100%	是
广州金融城	25.12	15.04	--	--	100%	是
广州精诚壹号	29.96	20.68	--	--	60%	否
合计	272.45	236.61	172.87	175.18	--	--

注：贵阳中建华府项目因征迁问题导致成本增加，公司已集中将商业部分与深圳市益田集团股份有限公司（以下简称“深圳益田”）签署认购协议，出售价格 10.95 亿元，截至 2023 年 3 月末已回款 1.48 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，跟踪期内中建四局以经营性业务利润为主的利润结构较优，盈利指标有所增强，但成本上涨对公司盈利能力带来一定挑战，且需关注坏账损失对利润的侵蚀情况；业主资金趋紧等因素使得公司两金控制情况仍有待改善；总债务规模增长较快，债务规模和结构以及财务杠杆管控情况有待关注；2022 年经营获现能力有所提升，整体偿债指标有所优化，流动性情况较好。

公司以经营性业务利润为主的利润结构较优，跟踪期内盈利指标有所增强，但成本上涨对公司盈利能力带来一定挑战，且仍需关注坏账损失对利润的侵蚀情况。

2022 年，随着业务承揽规模的扩大及在建项目的推进，加之基建业务的收入贡献提升，公司营业总收入进一步增长。但受市场竞争激烈及人工和分包成本上升等因素影响，2022 年营业毛利率均同比下降。房地产业务对公司盈利贡献不高，受行业景气度影响，营业收入和毛利率均进一步下滑。2023 年 1~3 月，公司营业总收入同比增长 9.39%，营业毛利率同比增加 0.36 个百分点。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（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
房屋建筑工程	727.72	6.94	845.46	9.78	873.76	8.59	249.63	4.46
基础设施建设与投资	130.96	7.87	161.37	8.87	215.40	8.02	64.35	4.43
房地产开发与投资	35.10	37.98	25.40	21.98	15.81	19.72	1.03	10.07

其他业务	4.45	73.85	25.17	15.28	22.61	12.81	10.68	2.67
营业总收入/营业毛利率	898.23	8.59	1,057.39	10.07	1,127.58	8.72	325.70	4.41

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2022 年公司加强职能部门费用管控力度，管理费用随之减少；同期，受债务规模扩大、利息支出增加影响，财务费用同比明显增长。整体来看，2022 年公司期间费用总额小幅增长，但营业收入的快速增加使得期间费用率同比下降。

经营性业务利润是公司利润的最主要来源，成本上升使得 2022 年同比有所下降。同时，部分房企资金面趋紧或已出险，导致公司以应收账款坏账损失为主的信用减值损失保持较大规模，其中对恒大集团累计计提坏账比例约 30%，对税前利润造成较大侵蚀，后续减值计提情况有待关注；公司已于 2021 年对部分预计难以获得结算的合同资产计提了资产减值，2022 年随着项目结算推进，合同资产减值小额转回。此外，公司将办理无追索权的应收账款保理和资产证券化业务所产生的手续费计入投资收益，2022 年同比有所下降，加之当期获得的债权投资收益增加，使得跟踪期内投资亏损收窄。整体来看，受计提减值规模同比下降影响，2022 年利润总额和 EBIT 均明显增长，EBIT 利润率同比提升 0.63 个百分点，公司盈利指标有所增强，但仍处于行业内较低水平。2023 年 1~3 月，公司利润总额同比增长 241.85%。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
管理费用	17.44	21.25	18.88	4.47
研发费用	33.29	42.40	42.20	4.88
财务费用	8.61	7.80	12.02	2.09
期间费用率	6.72	6.87	6.59	3.58
经营性业务利润	14.29	31.86	22.01	2.42
资产减值损失	-1.79	13.14	0.14	0.00
信用减值损失	7.41	13.24	14.31	0.26
投资收益	0.08	-2.07	-0.66	-0.36
利润总额	8.79	4.06	7.54	1.82
EBIT	17.88	10.84	18.75	--
EBIT 利润率	1.99	1.03	1.66	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年末，公司资产和负债规模均有所增长，业主资金趋紧等因素使得公司两金控制情况仍有待改善；总债务规模增长较快，债务规模和结构以及财务杠杆管控情况有待关注。

2022 年末，公司资产总额同比保持增长，其中流动资产在总资产中的占比维持在 80%左右。公司流动资产中两金（存货、合同资产和应收账款，下同）占比较高，业主资金趋紧使得当期末两金规模大幅增加，资产运转效率较低。具体来看，应收账款主要为未结算工程款，2022 年末账龄在 1 年以内的应收账款占比 45.71%；受恒大集团等出险房企影响，按单项累计计提坏账准备 32.29 亿元，计提比例 13.98%，按组合累计计提坏账准备 30.70 亿元，计提比例 10.82%，中诚信国际将对公司应收账款计提的充分性以及后续坏账计提情况保持关注。合同资产主要系工程承包项目和质保金，随着公司业务规模扩大，2022 年末同比大幅增长。同期末，公司提高资金管控力度，加强款项回收管理，使得货币资金明显增长，其中受限比例 7.48%，主要系法院冻结资金、各类保证金和监管资金等。非流动资产方面，随着对参股投融建项目投入的增加，2022 年末长期股

权投资保持增长；其他非流动资产同比小幅下降主要系部分一年内到期的质保金重分类至合同资产所致。此外，2022 年因部分业主以房产或土地抵债，使得期末固定资产和投资性房地产大幅增长。2023 年 1~3 月，公司与上下游结算增加，3 月末资产规模有所下降，资产结构变化不大。

负债方面，工程施工企业对营运资本需求普遍较高，跟踪期末公司维持较大规模的经营性负债。同时，经营规模扩大和投资类业务发展以及项目回款速度较慢使得公司的外部融资需求增加，2022 年末银行借款规模明显提升，总债务保持增长态势，短期债务占比亦上升。整体来看，2022 年以来公司总债务规模增速较快，有息债务管控及债务结构调整情况有待关注。

所有者权益方面，2022 年末公司净资产规模同比变化不大。其中，2022 年公司实现归母净利润 5.00 亿元，但向中国建筑分红和支付永续债利息³仍维持在一定规模，当期末未分配利润同比下降。此外，受负债和债务规模大幅增长影响，年末资产负债率和总资本化比率均明显增长，处于行业较高水平，财务杠杆管控情况有待关注。

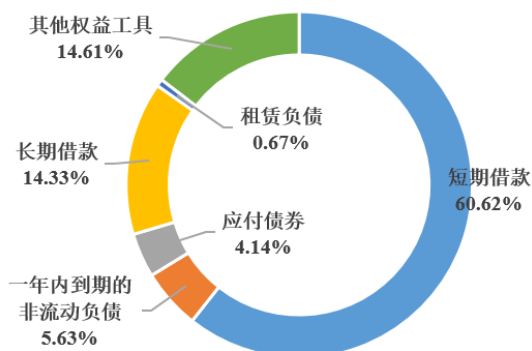
表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	41.33	51.99	95.34	94.01
应收账款	301.35	384.70	451.73	376.76
存货	102.52	95.54	94.82	105.23
合同资产	309.45	291.47	420.07	425.02
长期股权投资	54.83	63.45	67.33	67.85
其他非流动资产	22.25	69.79	64.73	30.74
固定资产	10.60	14.02	42.66	41.03
投资性房地产	7.04	5.85	52.64	53.81
流动资产占比	86.97	80.94	79.65	81.40
总资产	1,081.90	1,121.16	1,492.50	1,412.30
短期借款	104.55	180.78	260.12	292.89
应付账款	535.09	461.05	653.99	538.31
其他应付款	46.96	48.94	60.55	59.81
合同负债	72.55	90.99	136.46	128.75
长期借款	12.51	55.11	63.79	69.25
总负债	864.87	908.53	1,279.67	1,199.57
短期债务/总债务	63.96	55.72	63.84	66.25
总债务	230.56	334.40	434.31	483.16
实收资本	51.00	51.00	51.00	50.99
其他权益工具	70.59	70.54	70.58	70.58
未分配利润	40.07	34.11	32.43	32.11
所有者权益合计	217.03	212.63	212.83	212.73
资产负债率	79.94	81.04	85.74	84.94
总资本化比率	61.16	70.18	75.33	77.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

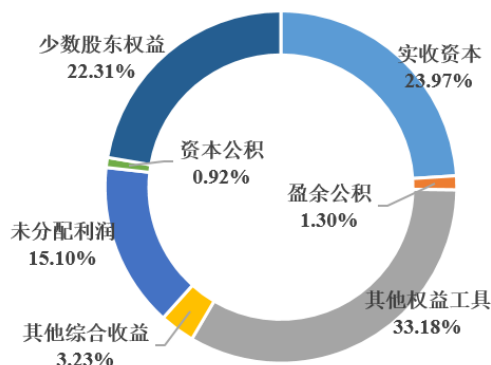
³ 2022 年公司应付普通股股利 2.87 亿元，应付其他权益持有者股利 3.33 亿元。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：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

2022 年经营获现能力有所提升，投资业务现金流缺口进一步加大，但公司通过较大的融资力度满足了投资活动产生的资金缺口；2022 年整体偿债指标有所优化，但仍面临一定的短期偿债压力。

得益于公司承揽的项目质量整体提升，以及加大清收力度，2022 年经营活动现金净流入规模进一步扩大，经营获现能力继续提升；当期因支付合作开发非并表的广州精诚壹号项目土地购置款，公司投资活动净现金流流出规模扩大；同期，为维持生产经营和投资业务所需资金需求，公司新增较多银行借款，使得筹资活动现金净流入规模同比扩大。2023 年一季度，受建筑行业季节性付款因素影响，公司经营活动净现金流呈大额净流出态势，主要靠融资满足资金需求。

偿债指标方面，2022 年公司盈利能力有所提升，EBITDA 大幅增长，其对债务本息的覆盖倍数均有所提高。但运营资本小幅下降导致 FFO 对总债务的覆盖能力略有弱化。公司债务中短期债务占比较高且金额持续扩大，非受限货币资金对其覆盖倍数仍较低，面临一定的短期偿债压力。

表 10：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	-47.92	1.05	12.57	-49.59
投资活动净现金流	-11.33	-24.41	-42.47	-0.63
筹资活动净现金流	43.23	32.48	74.83	47.24
非受限货币资金/短期债务	0.23	0.23	0.32	0.27
总债务/EBITDA	11.44	23.99	18.19	--
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.14	1.44	--
FFO/总债务	0.04	0.07	0.05	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计 33.06 亿元，占总资产比重为 2.22%，受限比例不大。其中受限应收账款 15.85 亿元、长期应收款 9.78 亿元、存货 0.29 亿元，主要系为取得银行借款向银行质押或抵押的资产；受限货币资金 7.13 亿元，主要包括法院冻结资金、银行承兑汇票保证金存款、保函保证金存款及房地产预售监管资金和按揭保证金等。

截至 2022 年末，公司对外担保余额 28.18 亿元，全部系公司为商品房承购人向银行抵押借款提供的担保，承购人以其所购商品房作为抵押物，风险敞口较小。同期末，公司因未决诉讼或仲裁

形成的或有负债金额为 2.58 亿元，主要系与工程质量、工程款及融资等相关的纠纷。整体来看，公司或有事项风险较为可控。

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，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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

- 2023 年，预计中建四局新签合同额将保持增长态势。
- 2023 年，预计中建四局投资支出规模较小，主要为参股 PPP 项目的资本金投入。
- 2023 年，预计中建四局盈利能力有所提升，为了控制杠杆水平，年末有息债务增速下降。

预测

表 11：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	70.18	75.33	73~75
总债务/EBITDA	23.99	18.19	11~15

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，中建四局的流动性较好，未来一年流动性来源对流动性需求可形成良好的覆盖。

截至 2023 年 3 月末，公司货币资金为 94.01 亿元，其中受限资金占比为 9.24%，受限比例较小。同期末，公司共获得各银行综合授信额度 913.69 亿元（含中建财务有限公司），其中未使用额度 327.28 亿元（含中建财务有限公司），具有较强的财务弹性。

除经营性支出及维持生产类资本支出外，公司资金流出主要用于 PPP 项目和房地产项目的投资建设、债务的还本付息以及向股东分红等，其中控股 PPP 项目投资已大部分完成，房地产开发业务趋于谨慎拓展，后续投资资金压力较为可控。2020~2022 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金维持在 20 亿元左右，规模较为稳定。截至 2023 年 3 月末，公司 1 年内到期的债务规模较大，面临一定的短期偿债压力，但可续贷比例较高，公司整体流动性情况较好，未来一年流动性来源对流动性需求可形成良好的覆盖。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后到期
合并口径	261.69	135.03	41.07	49.32
银行融资	221.69	105.03	41.07	29.32

⁴ 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。

公开债务	40.00	30.00	--	20.00
本部口径	245.76	120.25	7.90	32.00
银行融资	205.76	90.25	7.90	12.00
公开债务	40.00	30.00	--	20.00

注：上表未统计应付票据、租赁负债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本部层面，公司债务主要集中在本部，截至 2023 年 3 月末，公司本部账面货币资金为 82.04 亿元，对短期债务的覆盖倍数较低，但考虑到短期债务可续贷比例高，且公司融资渠道较为畅通，本部仍具备较好的流动性。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为央企的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 综合表现水平对持续经营和信用风险负面影响可控。

环境方面，建筑行业是安全事故和环保事故多发的行业之一。公司高度重视生产建设过程中的安全环保问题，设置了环境管理部 and 安全生产监督管理部，并根据国家法律法规和中国建筑有关规定，制定了《工程与安全管理手册》、《突发事件应急预案制度》等管理办法，从工期管理、质量管理、安全管理和环境管理等四个方面规范安全文明施工。2022 年公司投入的安全生产费为 22.93 亿元，保持增长态势，且无较大及以上的安全事故发生。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，且建筑企业从业人员较多，公司可为缓解就业压力做出一定贡献。

公司治理方面，公司目前已形成较为完善的治理结构和内控体系。公司设董事会，由 7 名董事组成，由股东中国建筑指派，其中外部董事 4 人；公司不设监事会，设 1 名监事，按股东规定程序聘任或解聘。管理制度方面，公司的内控制度完整覆盖业务管理、财务管理、投融资管理、资金管理等多个方面，形成了规范的管理体系。资金管理方面，公司采取资金集中管理方式，公司及下属公司均在中建财务有限公司设立账户，实施每日归集；同时每日上报次日用款计划，次日资金统一下划用于对外支付。公司战略方面，“十四五”期间公司将夯实“房建、基建、投资”三大板块，即做优房建业务，向高端市场、高端业主、高端项目聚焦，实现高端化；做大基建业务，向高增长、市场容量大的领域聚焦，实现规模化；做强投资业务，向战略导向、有现金流回报、风险适中的项目倾斜，实现专业化。此外，公司将加大机电安装、建筑工业化、水务环保、水利水电、装饰园林等业务发展，不断探索新业态、培育新动能。

外部支持

控股股东中国建筑系国务院国有资产监督管理委员会下属的大型建筑企业，拥有突出的行业地位和竞争实力，公司作为其全资子公司和核心资产的一部分，长期以来能够得到股东在业务协同、品牌和流动性等多方面的支持。

公司控股股东中国建筑是全球最大的工程承包商，是我国大型建筑央企，拥有突出的战略地位和

⁵ 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。

竞争实力。在 2022 年美国《财富》杂志公布的世界 500 强企业中，中国建筑排名第 9 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，2022 年位列 ENR 全球业务第 1 位和国际业务第 7 位，综合实力极强。作为中国建筑的全资子公司和核心资产的一部分，公司长期以来能够得到中国建筑在业务协同、品牌、流动性等多方面的支持。截至 2023 年 3 月末，公司获得中建财务有限公司提供的授信额度 91.00 亿元，其中尚未使用额度为 45.81 亿元。此外，中国建筑于 2021 年 4 月作出注资决定，将公司的注册资本由 51 亿元增加至 80 亿元，出资时间不晚于 2025 年 4 月，注资完成后可使得公司资本实力进一步增强。

同行业比较

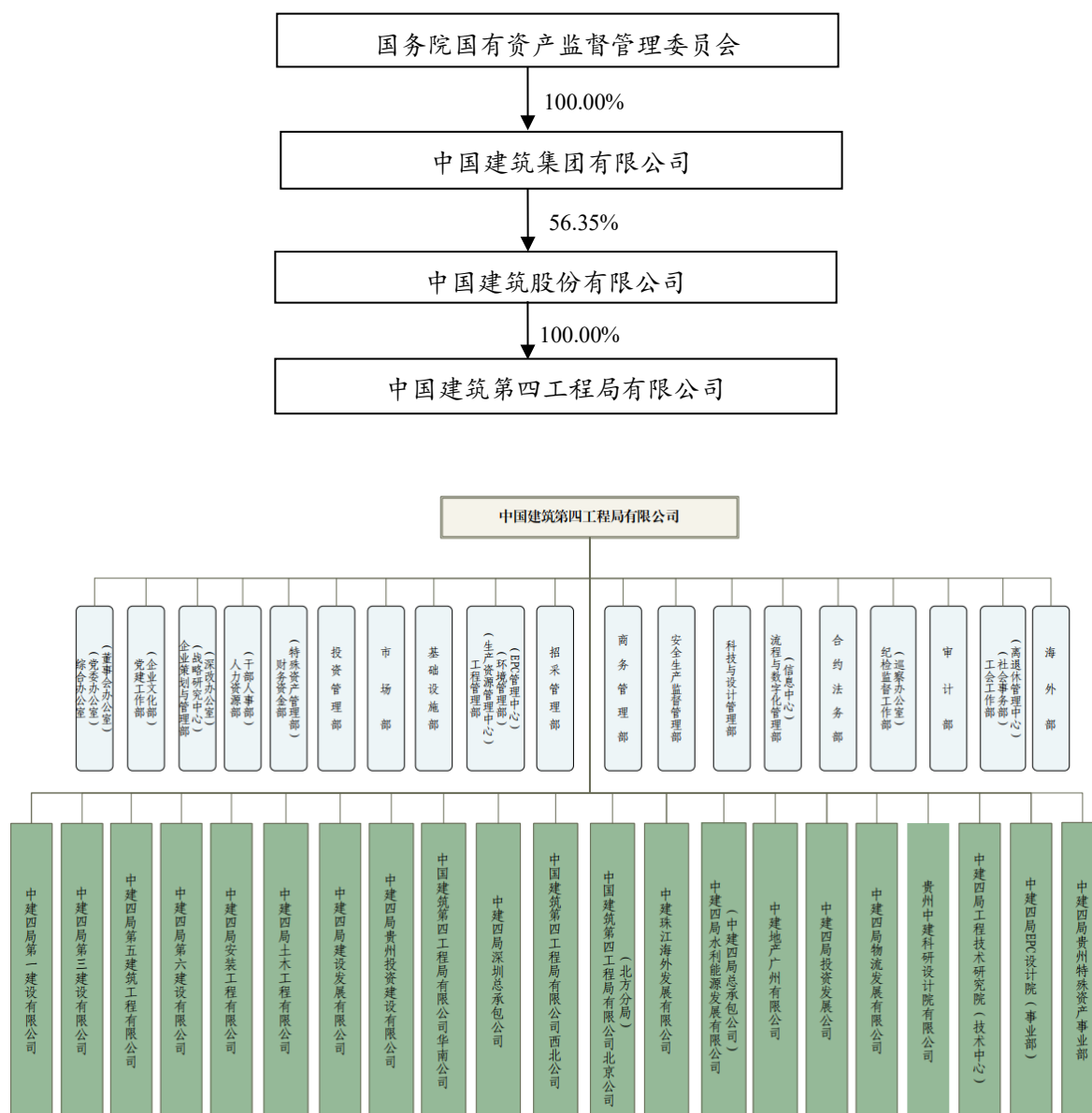
中诚信国际选取了中国建筑一局（集团）有限公司、中国建筑第二工程局有限公司、中国建筑第五工程局有限公司作为中建四局的可比公司，上述公司均为建筑企业，具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业企业相比，中建四局在房建施工领域具有较强的竞争优势和市场地位，新签合同额逐年增长且区域布局较优，但规模仍小于体系内其他工程局；受公司在手项目存在部分出险及资金压力较大业主影响，近年来公司计提减值损失较多，对利润形成一定侵蚀，公司盈利水平和经营效率偏弱，且财务杠杆处于相对高位，房建项目的应收账款减值损失仍需保持关注。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国建筑第四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“20 中建四局 MTN001”、“20 中建四局 MTN002”、“21 中建四局 MTN001”、“21 中建四局 MTN002”、“21 中建四局 MTN003A”和“21 中建四局 MTN003B”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国建筑第四工程局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：中国建筑第四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)	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	413,279.83	519,937.62	953,393.61	940,141.03
应收账款	3,013,477.37	3,846,988.32	4,517,332.83	3,767,591.39
其他应收款	185,023.55	298,666.85	453,729.26	467,083.07
存货	1,025,212.30	955,400.12	948,160.94	1,052,322.71
长期投资	671,101.38	803,919.62	902,055.45	907,191.59
固定资产	105,963.20	140,161.25	426,630.98	410,265.49
在建工程	9,734.83	15,884.50	28,242.60	18,751.14
无形资产	10,850.86	9,912.29	143,561.20	140,365.59
资产总计	10,819,003.59	11,211,579.06	14,924,952.00	14,122,963.94
其他应付款	469,609.56	489,431.91	605,503.43	598,095.34
短期债务	1,474,549.82	1,863,381.67	2,772,811.29	3,201,016.40
长期债务	831,029.15	1,480,663.14	1,570,260.38	1,630,591.81
总债务	2,305,578.97	3,344,044.81	4,343,071.68	4,831,608.21
净债务	1,963,527.44	2,911,208.80	3,461,017.65	3,978,367.18
负债合计	8,648,688.49	9,085,318.07	12,796,686.65	11,995,696.37
所有者权益合计	2,170,315.10	2,126,260.99	2,128,265.34	2,127,267.57
利息支出	115,738.39	121,758.63	165,307.16	--
营业总收入	8,982,341.72	10,573,948.13	11,275,815.06	3,256,964.96
经营性业务利润	142,949.62	318,558.11	220,123.64	24,192.40
投资收益	800.76	-20,714.27	-6,637.59	-3,575.16
净利润	70,305.14	39,662.44	75,512.18	17,971.44
EBIT	178,757.48	108,410.13	187,503.24	--
EBITDA	201,461.50	139,383.65	238,701.35	--
经营活动产生的现金流量净额	-479,189.15	10,469.08	125,654.03	-495,911.16
投资活动产生的现金流量净额	-113,333.40	-244,132.38	-424,738.56	-6,282.24
筹资活动产生的现金流量净额	432,267.35	324,764.51	748,296.15	472,402.51
财务指标	2019	2020	2021	2023.3
营业毛利率 (%)	8.59	10.07	8.72	4.41
期间费用率 (%)	6.72	6.87	6.59	3.58
EBIT 利润率 (%)	1.99	1.03	1.66	--
总资产收益率 (%)	1.65	0.98	1.43	--
流动比率 (X)	1.11	1.10	1.00	1.04
速动比率 (X)	0.99	0.98	0.92	0.95
存货周转率 (X)	8.01	9.60	10.81	12.45*
应收账款周转率 (X)	2.98	3.08	2.70	3.14*
资产负债率 (%)	79.94	81.04	85.74	84.94
总资本化比率 (%)	61.16	70.18	75.33	77.27
短期债务/总债务 (%)	63.96	55.72	63.84	66.25
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.25	-0.03	0.00	-0.41*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.39	-0.05	-0.01	-0.62*
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数 (X)	-4.14	0.09	0.76	--
总债务/EBITDA (X)	11.44	23.99	18.19	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.14	0.07	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.74	1.14	1.44	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.54	0.89	1.13	--
FFO/总债务 (X)	0.04	0.07	0.05	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其其他权益工具中的永续债调整至长期债务；3、带“*”指标已经年化处理；4、因缺少 2023 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

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/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
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
	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)
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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	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”。

附四：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