信用等级公告

联合[2018] 1964 号

联合资信评估有限公司通过对中国建筑一局（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国建筑一局（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“14 中建一局 MTN001”、“14 中建一局 MTN002”和“15 中建一局 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国建筑一局（集团）有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
14 中建一局 MTN001	4 亿元	2019/04/23	AAApi	AAA	AAA
14 中建一局 MTN002	4 亿元	2019/09/18	AAApi	AAA	AAA
15 中建一局 MTN001	6 亿元	2020/12/22	AAApi	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	155.89	231.38	217.27	192.34
资产总额(亿元)	840.90	934.67	838.93	865.41
所有者权益(亿元)	90.95	99.98	146.09	144.08
短期债务(亿元)	57.60	60.22	49.08	58.06
长期债务(亿元)	69.09	76.90	73.78	73.88
全部债务(亿元)	126.69	137.12	122.86	131.94
营业收入(亿元)	804.53	852.38	907.72	313.60
利润总额(亿元)	17.61	14.68	15.28	5.35
EBITDA(亿元)	31.13	27.99	30.27	--
经营性净现金流(亿元)	25.54	113.58	-27.44	-28.84
营业利润率(%)	4.92	4.42	4.29	4.25
净资产收益率(%)	15.37	10.51	8.26	--
资产负债率(%)	89.18	89.30	82.59	83.35
全部债务资本化比率(%)	59.11	57.83	45.68	47.80
流动比率(%)	102.30	101.96	107.06	104.88
经营现金流动负债比(%)	3.82	15.27	-4.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.08	4.90	4.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	3.43	3.33	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

闫 蓉 申晓波

[1] pi 表示为主动信用评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级。

评级观点

跟踪期内，中国建筑一局（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为大型国有控股建筑类企业，在行业地位及品牌、专业资质、管理机制等方面保持优势。公司经营状况良好，权益规模稳步增长，新签合同额充足，营业收入规模增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货和应收类款项规模较大、资金周转压力较大等因素对公司偿债能力的不利影响。

跟踪期内，建筑行业整体需求增速有所放缓，短期内仍存在一定的行业信用风险；公司在西南和京津冀等地区新签合同额增幅明显，且未来随着中国城镇化发展需求的持续释放，公司业务规模有望维持稳定。

“14中建一局MTN001”、“14中建一局MTN002”和“15中建一局MTN001”均由中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”）提供不可撤销的本息全额连带责任保证担保；中建股份担保实力强，有效提升了存续期债券本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，并维持“14中建一局MTN001”、“14中建一局MTN002”和“15中建一局MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司营业收入同比增长，新签合同充足，为公司未来持续发展奠定了良好基础。
2. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所增长，现金收入实现质量良好。
3. 中建股份为“14 中建一局 MTN001”、“14 中建一局 MTN002”和“15 中建一局 MTN001”提供本息全额无条件不可撤销连

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

带责任保证担保，中建股份主体长期信用风险极低，其担保有效提升了存续期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 目前宏观经济增速放缓，建筑行业需求趋势性放缓，短期内存在一定的行业信用风险。
2. 跟踪期内，公司存货和应收类款项占比大，资金周转压力较大，资产整体流动性一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国建筑一局（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国建筑一局（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国建筑一局（集团）有限公司（以下简称“公司”或“中建一局”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”），实际控制人仍为国务院国资委。

跟踪期内，公司注册资本及实收资本未发生变化，均为70.00亿元。公司营业范围未发生变化。截至2018年3月底，公司合并范围子公司共计38家；公司内设办公室、市场拓展部、投标策划部、项目管理部、商务管理部、科技部、质量部等24个职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 838.93 亿元，所有者权益合计 146.09 亿元（含少数股东权益 40.81 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 907.72 亿元，利润总额 15.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 865.41 亿元，所有者权益合计 144.08 亿元（含少数股东权益 40.79 亿元）；2018 年 1 季度，公司实现营业收入 313.60 亿元，利润总额 5.35 亿元。

公司注册和经营地址：北京市丰台区西四环南路 52 号；法定代表人：罗世威。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评公司存续债券余额合计14亿元（详见表1），上述债券募集资金均用于偿还或置换银行贷款，截至目前公司已经按用途全部使用完毕。

跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息。公司既往付息情况良好。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 中建一局 MTN001	4	4	2014/04/23	5
14 中建一局 MTN002	4	4	2014/09/18	5
15 中建一局 MTN001	6	6	2015/12/22	5
合计	**14**	**14**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业分析

公司属于建筑施工工业和房地产开发行业，主要业务涉及房屋建筑、基础设施、房地产开发以及物流业务。

1. 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1　2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



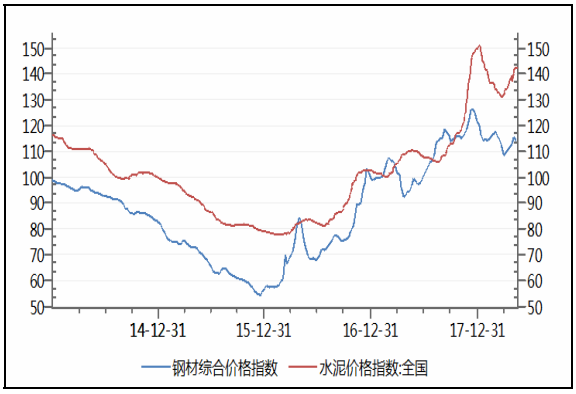
资料来源：国家统计局。

2. 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源： 中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好

	上海建工 北京建工 其他省属建工企业	的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
大型民营企业	中天建设 南通二建 龙信建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
外资企业	Shimizu 日本清水 Skanska 瑞典斯堪斯卡	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

4. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

5. 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，

房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是中建股份的全资子公司，中建股份为在上海证券交易所上市企业，其中中国建筑工程总公司持有中建股份56.26%的股权（截至2018年3月底）；国务院国资委持有中国建筑工程总公司100%股份，为公司最终实际控制人。

2. 企业规模与竞争优势

跟踪期内，公司无新增建筑资质，已持有资质齐全且等级较高；公司获得多项科技奖项及省部级施工质量奖，综合实力强。

公司以建筑施工为主业，并延伸至设计、科研、施工、安装等上下游各环节。公司的建筑施工主要分为房屋建筑和基础设施建设两类，同时公司业务涉及房地产和物流等。

跟踪期内，公司核心资质未发生变化：公司拥有建筑工程施工总承包特级资质，另具有市政公用工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包贰级、石油化工工程施工总承包贰级等五项总承包资质，以及钢结构工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级、地基基础工程专业承包壹级、建筑装修装饰工程专业承包壹级、环境工程专业承包贰级等五项专业承包资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质，共计 11 项建筑行业资质。

跟踪期内，公司共获得 34 项科技奖项：包括中国施工企业管理协会科学技术奖、中建总公司科学技术奖、詹天佑奖优秀住宅小区金奖、中国建筑业协会建设工程施工技术创新成果奖、全国建筑装饰行业科技创新成果等。另外，公司累计荣获 215 项省（部）级施工质量奖。

科研资金投入方面，2016~2017 年公司投入科技研究经费分别为 9.00 亿元和 9.80 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增债务违约记录，过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的银行版《企业信用报告》（机构信用代码为 G1011010601542830Z），截至 2018 年 7 月 11 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息中有 8 笔关注类贷款（到期日均在 2006 年之前，均按期偿还）以及 4 笔关注类保函（结清日均在 2002 年之前，无垫资）。

截至跟踪日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理架构、管理体制、管理制度等无重大变化。

2017 年 12 月，公司总经理兼党委副书记由刘立新变更为张晓葵；公司总经济师由郝建成变更为程先勇。上述变更属于正常人事变动。

张晓葵先生，1968 年 7 月生，教授级高级工程师；1988 年参加工作，历任中建一局青岛公司副总工程师、副总经理，中建一局山东区域公司总经理，中建一局华中建设有限公司董事长、党委书记，中建一局副总经理，2018 年 1 月起任公司总经理、党委副书记、董事。

程先勇先生，1974 年 4 月生，高级工程师；1995 年参加工作，历任中建一局三公司总经理助理、总经理、董事长，中建一局副总经理，2018 年 3 月起兼任中建一局总经济师、董事。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成未发生变化，营业收入受建筑施工板块带动同比实现增长；利润水平受建筑成本上涨等影响小幅下滑。

跟踪期内，公司主要收入来源仍为建筑施工业务。2017年，公司营业收入同比增长6.49%至907.72亿元；其中，建筑施工板块实现收入886.50亿元，同比增长7.08%，主要系公司新签合同规模逐年增长带动收入的大幅提升所致；其中，房屋建筑业务收入占比小幅下滑。同期，公司房地产业务收入同比基本持平；设计勘察与咨询业务收入占比较小。公司其他业务主要为钢材销售、检测服务、房屋租赁等业务，2017年实现收入7.21亿元，同比有所减少。

从毛利率看，2017年，公司营业毛利率同比小幅降至4.62%。除房地产板块外，其余各板块毛利率均呈现不同程度下滑。其中，建筑施工毛利率同比降至4.37%，主要受原材料等成本上升影响。

2018年1~3月，公司实现营业收入313.60亿元，同比增长27.30%；当期综合毛利率3.52%，同比有所增长，构成较上一年未发生变化。

表 3　2016~2018 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	827.86	97.12	5.10	886.50	97.66	4.37	310.55	99.03	3.29
其中：房屋建设业务	721.26	84.62	4.45	718.99	79.21	4.10	256.55	81.81	3.01
基础设施建设	106.60	12.51	8.23	167.51	18.45	5.52	54.00	17.22	4.61
房地产投资与开发	11.42	1.34	5.47	11.78	1.30	18.34	1.73	0.55	19.92
设计勘察与咨询	1.31	0.15	16.36	2.21	0.24	5.88	0.24	0.08	14.40
其他	11.79	1.38	18.98	7.21	0.79	12.90	1.08	0.34	42.29
合计	**852.38**	**100.00**	**5.16**	**907.72**	**100.00**	**4.62**	**313.60**	**100.00**	**3.52**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

随着新签合同及施工规模的扩大，跟踪期内，公司建筑施工业务中基建板块收入实现较快增长；充足的新签合同额为公司收入提供支撑。

公司建筑施工包括房屋建筑施工和基础设施建设施工两类。其中，房屋建筑业务是公司最具优势的业务，在建筑施工业务中占比一直在80%左右，主要业主单位为政府及大型房地产开发商。2017年，公司房建收入718.99亿元，占建筑施工收入的比重为79.21%，占比小幅下滑；毛利率4.10%，较2016年小幅下滑。2018年1~3月，公司房建业务收入256.55亿元，同比增长20.31%，占建筑施工业务比重为81.81%，毛利率3.01%，较上年略有下降。公司基础设施建设项目主要包括铁路、轨道、公路项目等，由下属子公司中建交通和中建市政工程有限公司（以下简称“中建市政”）负责；“十三五”期间，基建业务是公司结构调整的主要方向，新签合同额大幅增长带动2017年该板块收入同比大幅增至167.51亿元，毛利率受成本等因素影响较上年有所下降，为5.52%。2018年1~3月，公司实现基础设施建设业务收入54.00亿元，同比增长56.70%。

截至2018年3月底，公司重大在建项目见下表，合计合同金额455.42亿元。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司重大在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目地点	业主单位	合同金额	实际开工日	已累计完成产值
红树湾物业开发	深圳	深圳市地铁集团有限公司	50.00	2014-12-25	14.70
中牟绿博文化产业园区绿博安置小区建设项目（一期）	郑州	中牟绿博文化产业园区管理委员会	82.80	2014-01-01	53.94
即墨省级经济开发区蓝色新区项目	三明	延吉万达广场投资有限公司	51.08	2012-9-1	27.01
郑东新区刘集 02 号安置小区三期（豫兴家园）项目基础工程施工	郑州	郑州市郑汴开发建设有限公司	35.89	2016-04-03	11.57
黑龙江佳木斯市万达广场项目	佳木斯	佳木斯万达广场投资有限公司	29.30	2013-07-01	14.44
新城科技园互联网产业园、物联网产业园项目	广东-深圳	成都市温江区建设局	37.80	2012-03-19	32.61
合肥京东方第 10.5 代薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）	合肥	合肥京东方显示技术有限公司	35.72	2015-12-26	32.87
黑龙江佳木斯市万达广场项目	佳木斯	佳木斯万达广场投资有限公司	29.30	2013-07-01	15.75
亳州万达广场项目总包项目	安徽	亳州万达广场投资有限公司	25.52	2014-04-18	16.40
黄石万达广场	湖北	黄石万达广场投资有限公司	24.05	2013-08-10	14.25
西安高新万达广场项目	西安	陕西锦世达置业有限公司	23.96	2016-02-01	13.27
西安市幸福林带建设工程 PPP 项目总承包工程	西安	中国建筑股份有限公司西北区域总部	30.00	2017-04-15	8.46
合计	--	--	**455.42**	--	**255.27**

资料来源：公司提供

公司相继与大型电子厂房、商业地产、住宅地产、省市政府等众多大业主形成了战略合作伙伴关系。2017年及2018年1~3月，公司施工领域（包括房建和基础设施）新签合同额分别为2534.77亿元和557.26亿元，为公司的发展提供了充足的项目储备。其中，房建业务合同占新签合同总额分别为74.26%和87.09%。

表5　2016~2018年3月公司施工领域新签合同统计（不含海外）（单位：亿元）

类别	2016 年	2017 年	2018 年 1 季度
房建	1800.10	1882.38	485.32
基础设施	381.00	598.52	63.08
专业工程	57.00	53.87	8.86
合计	**2238.10**	**2534.77**	**557.26**

资料来源：公司提供

从市场布局看，公司业务范围分布较广，逐步设立区域分公司负责重点市场区域的开拓，形成了片区管理的市场拓展机制。2017年，公司新签合同量大幅提升，同比增长13.26%至2534.77亿元。在除华东及华南区域外，公司新签合同量均大幅提升，其中，西南地区及京津冀地区新签合同量的增长较为明显。

表6　公司新签合同地区分布情况（不含海外项目）（单位：亿元）

地区	2016 年	2017 年	2018 年 1 季度
华南地区	516.37	413.12	73.31
西北地区	227.85	285.36	16.83
华东地区	504.29	467.51	132.61
华中地区	295.56	336.40	107.97
京津冀地区	298.43	408.81	97.55
西南地区	326.28	473.23	124.60
泛东北地区	69.32	150.35	4.38
合计	**2238.10**	**2534.77**	**557.26**

资料来源：公司提供

另外，公司2017年海外新签合同额同比增长37.41亿元至56.95亿元，区域集中在非洲。2018年1季度，海外新签合同5.37亿元，主要位于阿联酋。

公司房地产业务规模小，跟踪期内，公司去化效果明显；房地产行业受到调控政策影响较大，公司目前整体投资规模较小。

公司房地产业务主要由中建一局集团房地产开发有限公司和北京震环房地产开发有限公

司经营。房地产规模相对较小，跟踪期内，公司继续采取一定措施去化库存，住宅项目销售量维持在较大规模。2017年，公司房地产板块实现收入11.78亿元，同比基本持平。2018年1~3月，公司房地产业务实现收入同比下降50.43%至1.73亿元；同期，房地产业务毛利率出现上升。

表7　公司房地产业务相关指标

（单位：万平方米、亿元）

指标	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
土地储备面积	86.93	74.64	68.24
开工面积	10.91	6.73	7.68
施工面积	26.60	15.48	24.17
竣工面积	6.81	8.51	0
可销售面积	25.85	7.54	0.58
签约销售面积	15.68	11.27	2.49
签约销售金额	16.24	12.28	2.32

资料来源：公司提供

2017年，公司新开工面积持续下降态势；公司竣工面积同比增长24.96%至8.51万平方米；公司去化措施取得良好成效，可销售面积降至7.54万平方米；公司签约销售面积和签约销售金额同比有所下降，签约销售均价小幅增至1.09万元/平方米。2018年1~3月，公司实现签约销售面积2.49万平方米，为2017年全年的22.09%，签约销售均价有所下降。

截至2018年3月底，公司在售房地产项目共4个，位于江苏的镇江、无锡、盐城、扬州，项目预计总投资额102.56亿元，已投资85.02亿元；累计销售71.58亿元（已确认收入60.22亿元）。剩余投资计划于三年内完成。另外，公司拟建项目2个，分别位于北京市延庆区与南京市江宁区，预计总投资10亿元左右，投资主要集中在未来三年。

截至2018年3月底，公司土地储备68.24万平方米（账面价值共4.87亿元），同比减少19.42%。由于目前土地价格偏高，公司在拿地方面持审慎态度，近三年共支出1.68亿元拿地1.39万平方米（2018年1季度），位于南京市。

3. 未来发展

公司发展策略清晰，在稳增长的前提下将逐步调整业务结构，同时实现财务指标的提升。

2018年，公司仍将以“高质量发展”为主基调，深耕国内外两个市场，统筹推进“1+3”板块（房屋建筑+基础设施、海外、投资）协同发展；在整体合同额稳步增长的前提下，基建合同额在总合同额中占比目标30%以上，房建业务合同额占比目标为70%以下。财务方面，在营业收入、合同额、资产负债指标等方面实现进一步提升与优化。

八、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司合并范围内子公司合计 38 家。2017 年，公司合并范围通过投资新增 7 家子公司。2018 年 1 季度，公司合并范围未发生变化。新增子公司资产规模相对较小，公司合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产结构相对稳定，以流动资产为主；随业务规模扩张，公司应收类款项占资产比重大，资产流动性一般，加大了公司的营运资金需求，公司整体资产质量一般。

截至2017年底，公司资产总额838.93亿元，同比下降10.24%，主要系应收账款及存货减少所致。公司资产结构同比变化不大。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	218.21	23.35	206.55	24.62	180.26	20.83
应收账款	279.05	29.86	210.74	25.12	206.46	23.86
存货	163.03	17.44	118.32	14.10	161.02	18.61
流动资产合计	**758.60**	**81.16**	**650.32**	**77.52**	**667.33**	**77.11**
可供出售金融资产	10.13	1.08	9.81	1.17	9.61	1.11
长期应收款	104.27	11.16	109.12	13.01	116.88	13.51
长期股权投资	22.59	2.42	29.94	3.57	31.82	3.68
固定资产	14.40	1.54	15.60	1.86	15.18	1.75
非流动资产合计	**176.07**	**18.84**	**188.61**	**22.48**	**198.09**	**22.89**
资产总计	**934.67**	**100.00**	**838.93**	**100.00**	**865.41**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2017年底，公司流动资产650.32亿元，同比下降14.27%；其中货币资金、存货、应收账款占比较大。其中，货币资金206.55亿元，同比减少5.34%，受限资金4.07亿元，主要为保证金。公司应收账款账面余额210.74亿元，较上年下降24.48%。从集中度来看，公司应收账款主要为应收工程款，涉及单位较多、金额较小，分散度较高。其中按账龄组合计提坏账准备的应收账款净额149.56亿元，2年以内的占80.78%，整体账龄较短。随着工程质保金以及与其他单位往来款增长，公司其他应收款净额同比增长25.80%至55.75亿元；整体坏账计提比例9.91%。其中按账龄组合计19.20亿元，2年以内的占81.64%，无风险组合应收款37.80亿元。同期，公司存货净额118.32亿元，同比下降27.42%，主要系未结算工程款减少所致；存货核心构成仍为已完工未结算款（占72.43%），房地产开发成本（占13.91%）。其他流动资产主要由待抵扣（抵减）增值税及预缴税金构成。

截至 2017 年底，公司非流动资产 188.61 亿元，同比增长 7.13%；主要来自长期应收款的增长。其中，可供出售的金融资产 9.81 亿元，同比变动不大；其中按公允价值计量的权益工具6.27亿元，按成本计量的权益工具3.55亿元。公司长期应收款 109.12 亿元，同比增长 4.66%，主要系应收 BT 项目回购款（现金流量表中体现为“收回投资收到的现金”）、保证金、押金和应收关联方往来款增长所致。从构成看，主要为应收 BT、PPP 项目款、保证金押金、应收关联方往来款；其中应收关联方往来款主要系由子公司中建交通参与中建股份投资项目形成的出资款；公司对长期应收款计提坏账准备 0.11 亿元，均为对保证金、押金计提的坏账准备。公司长期股权投资 29.94 亿元，主要是对中建北部新城投资发展有限公司、山西国际电力集团房地产开发有限公司、中建路桥集团有限公司等联营企业的长期股权投资。公司固定资产同比增长 8.36%至 15.60 亿元，构成仍主要为房屋及建筑物（占 30.90%）、机器设备（占 32.18%）、临时设施（占 25.71%），累计计提减值准备 561.50 万元。

截至2017年底，公司受限资产共12.17亿元：包括受限资金4.07亿元；长期应收款7.47亿元用于借款质押；应收票据0.63亿元用于借款质押。

截至2018年3月底，公司资产总额及资产构成较上年底变化不大；随着项目的不断推进，存货规模持续增长。

2. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司其他权益工具及少数股东权益占比有所提升，所有者权益稳定性尚可。

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 146.09 亿元，同比增长 46.11%，主要系其他权益工具及少数股东权益增加所致。其他权益工

具系公司借入的可续期信托贷款。从构成看，公司所有者权益以实收资本、其他权益工具和少数股东权益为主。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成较 2017 年底变化不大。

表9　公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	70.00	70.01	70.00	47.92	70.00	48.58
专项储备/其他权益工具	0.02	0.02	20.00	13.69	20.00	13.88
盈余公积	5.08	5.08	6.02	4.12	6.02	4.18
未分配利润	-5.55	-5.55	1.82	1.25	-0.01	0.00
少数股东权益	23.53	23.53	40.81	27.94	40.79	28.31
所有者权益合计	**99.98**	**100.00**	**146.09**	**100.00**	**144.08**	**100.00**

注：2017 年，公司借入 20 亿元永续贷款，计入其他权益工具。

资料来源：根据公司财务报告整理

在央企降杠杆背景下，公司跟踪期内各项债务指标均有所优化，但整体债务负担仍较重。

截至2017年底，公司负债合计692.85亿元，同比减少16.99%，主要系应付票据、应付账款等减少所致。公司负债结构同比变化不大。

表10　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	33.99	4.07	28.13	4.06	39.94	5.54
应付账款	555.83	66.59	424.92	61.33	421.56	58.44
预收款项	78.71	9.43	72.14	10.41	87.22	12.09
其他应付款	24.41	2.92	27.69	4.00	32.87	4.56
流动负债合计	**744.06**	**89.14**	**607.46**	**87.68**	**636.25**	**88.20**
长期借款	62.90	7.54	59.78	8.63	59.88	8.30
应付债券	14.00	1.68	14.00	2.02	14.00	1.94
非流动负债合计	**90.63**	**10.86**	**85.39**	**12.32**	**85.08**	**11.80**
负债合计	**834.69**	**100.00**	**692.85**	**100.00**	**721.33**	**100.00**

注：上表合计数为四舍五入值。

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2017年底，公司流动负债607.46亿元，同比减少18.36%，主要系应付账款及应付票据减少所致。其中，公司短期借款28.13亿元，同比减少17.25%，主要由信用借款构成。同期，公司应付票据10.69亿元，同比减少56.10%，全部来自商业承兑汇票的减少。公司应付账款主要是尚未最终结算的分包工程款，2017年底为424.92亿元，同比下降23.55%；从账龄看，2年以内（含2年）的占87.88%，账龄较短。公司短期资金压力大。公司预收账款同比下降8.34%至87.22亿元，主要包括预收售楼款、业主支付的预付工程备料款、设备押金等，账龄以1年以内的为主。其他应付款主要为公司与关联方往来款项、押金及保证金等，2017年底增至27.69亿元。公司其他流动负债18.80亿元，同比增长91.38%，为公司应交税费中待转销项税。

截至 2017 年底，公司非流动负债 85.39 亿元，同比下降 5.79%，以长期借款和应付债券

为主。其中，公司长期借款 59.78 亿元，同比下降 4.96%，保证借款和信用借款占比较高。公司应付债券 14.00 亿元，同比未发生变化，为公司于 2014~2015 年发行的三期中票。公司长期应付款 4.45 亿元，全部为应付工程质量保证金。

截至 2018 年 3 月底，公司负债规模及结构较 2017 年变动较小，短期借款和预收账款增长较为明显。

有息债务方面，截至2017年底，公司有息债务总额122.86亿元，同比下降10.41%；短期债务占比较2016年底小幅下滑3.97个百分点至39.95%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.59%、45.68%和33.56%，均较上年底略有下降。2018年3月底，公司全部债务131.94亿元，较2017年底增长7.39%，仍以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别小幅升至83.35%、47.80%和33.90%。考虑到计入权益的永续贷款，公司实际债务水平高于指标值。

3．盈利能力

跟踪期内，公司施工业务收入持续增长；盈利指标同比变动较小。整体来看，公司盈利能力尚可。

2017年，公司实现营业收入907.72亿元，同比增长6.49%。公司营业收入主要来自建筑施工业务。随着公司营业收入的增长，同期公司营业成本同比增长7.09%至865.75亿元。公司营业毛利率小幅降至4.62%。

公司期间费用主要来自管理费用和财务费用，受益于公司较高的管理水平，期间费用占营业收入的比重较低。2017年公司期间费用占营业收入比重为2.42%，同比基本持平。2017年公司资产减值损失4.10亿元（主要为坏账损失），同比下降44.17%。同期，公司实现投资收益1.86亿元，同比下降37.69%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少。

2017年，公司收到各项政策性资金共计0.20亿元，计入其他收益及营业外收入；公司营业外收入0.53亿元，同比下降40.99%，主要系罚款和其他奖励收入的减少。

从盈利指标看，2017年公司营业利润率同比小幅下降0.13个百分点至4.29%；总资本收益率同比持平，为7.87%；净资产收益率为8.26%，同比下降2.25个百分点。整体来看，公司盈利能力尚可。

2018年1~3月，公司实现营业收入313.60亿元，同比增长27.30%，相当于2017年收入的34.55%。同期公司实现利润总额5.35亿元，同比增长11.69%；营业利润率3.27%。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所增长，现金收入实现质量良好。公司投资活动仍表现为净流出；融资规模持续下降；但扩大的项目支出规模将给公司带来较大融资压力。

经营活动方面，2017 年，公司业务投入规模同比增幅较大，同时，较大规模的质保金、往来款支出导致经营活动现金净额由正转负，为-27.44 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 918.09 亿元，同比增长 6.87%；公司现金收入质量良好，2017 年为 101.14%，同比基本持平。公司收到与支付其他与经营活动有关现金主要包括质保金、其他单位往来款收支，2017 年分别为 35.80 亿元和 42.00 亿元，同比分别下降 15.76%和 1.75%。

公司投资活动现金流量相对较小。2017 年，公司投资活动现金流出 13.20 亿元，同比下降 32.73%；主要包括购建固定资产、无形资产等支付的现金以及投资支付的现金。其中，投资支付的现金 5.41 亿元，同比下降 34.41%，主要包括对合营企业及联营企业的长期股权投资；购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.20 亿元，同比增长 7.43%。收到与支付的其他与投资活动有关的现金主要包括与母公司及其他公司之间的往来款。同期，公司投资活动现金流

入 1.69 亿元，同比大幅下降 81.62%；主要由收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金构成。

2017 年，公司对外融资规模持续收缩，筹资方式主要为银行借款和吸收投资收到的现金。公司筹资活动现金流入 103.77 亿元；其中，吸收投资收到的现金 36.72 亿元，主要为非全资企业获取其他股东注资以及公司获得的 20 亿元可续期贷款，取得借款收到的现金 67.05 亿元。同期，公司筹资活动现金流出为 77.15 亿元，主要用于偿还债务（68.00 亿元）和分配股利、利润或偿付利息支付（9.02 亿元）。公司筹资活动现金净流量由负转正，为 26.61 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额呈净流出，为-28.84 亿元；公司现金收入比为 99.85%，同比有所下降。公司投资活动现金流入规模很小，净流出规模为 3.76 亿元。筹资活动现金净流入 7.07 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产充足，短期偿债能力较强；考虑到公司间接融资渠道畅通，且充足的合同量可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力强。

短期偿债能力方面，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为107.06%和87.58%，同比均有所上升。截至2018年3月底，上述指标降至104.88%和79.58%。2017年，公司经营现金流动负债比由正转负，为-4.52%。同时，考虑到公司充足的现金类资产，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，受利润规模增长等带动， 2017年，公司EBITDA同比增长8.16%至30.27亿元；同期，公司全部债务/EBITDA为4.06倍，EBITDA对全部债务的保障能力较强。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司获得各银行授信额度共计 635.12 亿元，实际使用 244.49 亿元，尚未使用额度 379.61 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额14亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中兑付压力一般。

截至2018年3月底，公司无一年内到期兑付债券，2019年将达到存续债券待偿本金峰值8亿元。2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为953.89亿元、-27.44亿元和30.27亿元。公司经营活动现金流入量对集中兑付债券金额保障能力很强，EBITDA对集中兑付债券本金保障能力较强；具体情况如下表：

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年 3 月
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	119.24
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-3.43
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.78

资料来源：联合资信整理

“14中建一局MTN001”、“14中建一局MTN002”和“15中建一局MTN001”均由母公司中建股份提供不可撤销的本息全额连带责任保证担保。

中建股份于 2009 年 7 月在上海证券交易所上市。截至 2018 年 3 月底，控股股东中国建筑工程总公司持股比例 56.26%。中国建筑工程总公司为国有独资企业，国务院国资委持有其 100%的权益，中建股份实际控制人为国务院国资委。

截至 2017 年底，中建股份合并资产总额 15509.83 亿元，同比增长 11.42%；所有者权益合计 3417.29 亿元，同比增长 17.43%。2017 年，中建股份实现营业收入 10541.07 亿元，同比增长 9.83%；利润总额 604.00 亿元，同比增长 15.90%。

截至 2018 年 3 月底，中建股份合并资产总

额 16204.69 亿元，所有者权益合计 3628.12 亿元。2018 年 1 季度，中建股份实现营业收入 2701.61 亿元，利润总额 138.13 亿元。

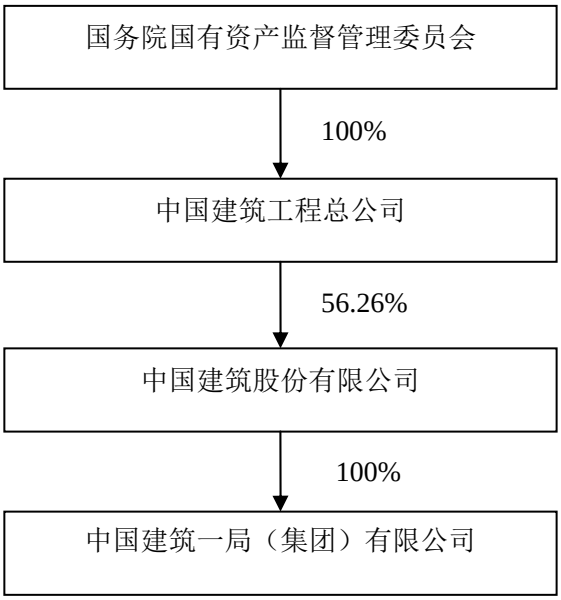
经联合资信评定，中建股份主体长期信用等级为AAApi[2]，评级展望为稳定。中建股份担保实力极强，有效提升了“14中建一局MTN001”、“14中建一局MTN002”和“15中建一局MTN001”本息偿还的安全性。

十、结论

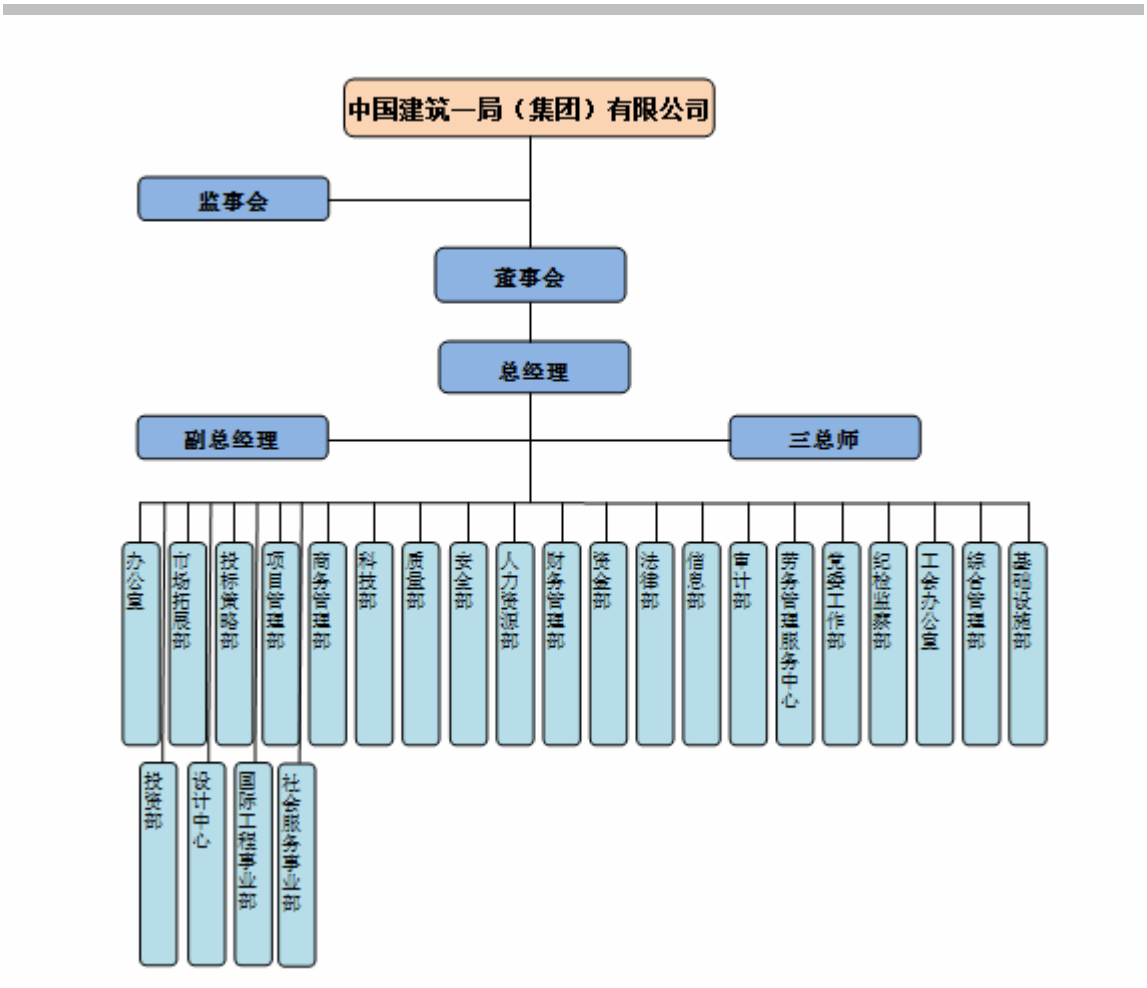
综合评估，联合资信确定维持中建一局主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“14中建一局MTN001”、“14中建一局MTN002”和“15中建一局MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

[2] pi 表示为主动信用评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	155.89	231.38	217.27	192.34
资产总额(亿元)	840.90	934.67	838.93	865.41
所有者权益(亿元)	90.95	99.98	146.09	144.08
短期债务(亿元)	57.60	60.22	49.08	58.06
长期债务(亿元)	69.09	76.90	73.78	73.88
全部债务(亿元)	126.69	137.12	122.86	131.94
营业收入(亿元)	804.53	852.38	907.72	313.60
利润总额(亿元)	17.61	14.68	15.28	5.35
EBITDA(亿元)	31.13	27.99	30.27	--
经营性净现金流(亿元)	25.54	113.58	-27.44	-28.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.03	2.86	3.54	--
存货周转次数(次)	4.08	4.74	6.15	--
总资产周转次数(次)	1.06	0.96	1.02	--
现金收入比(%)	87.73	100.78	101.14	99.85
营业利润率(%)	4.92	4.42	4.29	4.25
总资本收益率(%)	9.92	7.87	7.87	--
净资产收益率(%)	15.37	10.51	8.26	--
长期债务资本化比率(%)	44.08	43.48	33.56	33.90
全部债务资本化比率(%)	59.11	57.83	45.68	47.80
资产负债率(%)	89.18	89.30	82.59	83.35
流动比率(%)	102.30	101.96	107.06	104.88
速动比率(%)	75.71	80.04	87.58	79.58
经营现金流动负债比(%)	3.82	15.27	-4.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.08	4.90	4.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	3.43	3.33	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}级（含）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。详见下表：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A_{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB_{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB_{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务