

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跟踪评级报告（2021）

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 18 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评级结果维持、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 [2021]跟踪 0337 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

二零二一年五月十八日

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的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司房地产项目区域分布集中度仍较高及地缘政治风险和汇率风险等因素对其经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中国武夷（合并口径）	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产（亿元）	158.00	202.73	233.54	241.26
所有者权益合计（亿元）	58.32	59.36	58.94	59.29
总负债（亿元）	99.68	143.37	174.60	181.97
总债务（亿元）	52.46	85.92	86.77	88.06
营业总收入（亿元）	48.68	52.26	58.20	8.04
净利润（亿元）	4.26	3.86	4.90	0.27
EBITDA（亿元）	8.43	8.92	9.12	-
经营活动净现金流（亿元）	-10.85	-14.47	17.13	1.44
营业毛利率（%）	24.29	22.36	37.62	21.70
净负债率（%）	54.83	99.91	94.10	95.21
总债务/EBITDA（X）	6.22	9.63	9.51	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.65	1.80	1.41	-

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“短期借款”及“一年内到期的非流动负债”中的应付利息部分纳入有息债务核算。

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 2021 年 3 月末，公司全口径土地储备总建筑面积达 188.37 万平方米，土地储备充足。其中，公司北京通州区位良好，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，已开售部分去化情况良好且毛利水平较高，预计未来仍可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，具备一定的业务竞争实力。2020 年公司实现国际工程承包收入 16.04 亿元，占营业收入比重为 27.55%，仍为公司主要收入贡献之一。

■ **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仍较高。**截至 2021 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 91.79%，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。

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

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	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)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)
天地源	339.55	109.40	53.04	152.91	6.58	2.10	0.19	1.30
南国置业	299.76	101.90	40.25	19.14	0.82	3.15	0.21	0.57
中国武夷	233.54	62.84	58.20	94.10	8.42	0.73	0.27	0.93

注：“天地源”为“天地源股份有限公司”简称，证券代码 600665.SH；“南国置业”为“南国置业股份有限公司”简称，证券代码 002305.SZ。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
15中武债	AA	AA	2020/06/17	4.90	3.52	2015/12/07~2022/12/07	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

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。2020 年 12 月 7 日，发行人未上调本次债券票面利率，投资者选择回售金额合计 1.38 亿元，剩余规模为 3.52 亿元。截至 2020 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。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速

持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经

委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

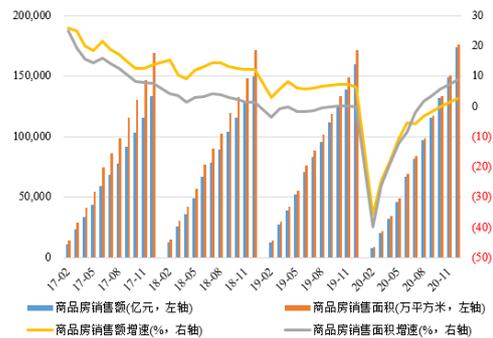
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

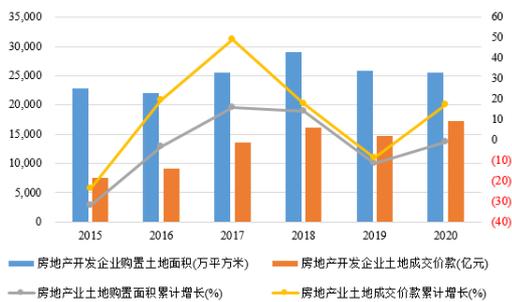
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

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

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比

大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

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。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

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，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

2020 年得益于北京武夷南区项目东地块开售且去化情况良好，且大本营福建区域的销售规模同比基本稳定，公司签约销售金额同比大幅增长；由于北京项目于年内按时交付，公司结算金额亦取得增长；此外，较丰富的已售待结算资源为其后续结算收入的维持提供了较好的支持

从项目运作情况看，随着新增项目的减少，公司新开工面积有所下降。2020 年新开工项目主要分布在福建和重庆地区，新开工项目主要为宁德武夷天悦儒郡、福州桂湖武夷樾府和重庆涪陵五桂堂项

目。竣工方面，受疫情影响，开发节奏有所延缓，2020 年公司竣工面积进一步下滑。

表 2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

科目	2018	2019	2020	2021.Q1
新开工面积	85.55	52.57	32.57	18.38
竣工面积	63.56	43.91	22.15	9.76
在建面积	133.46	192.36	179.81	168.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

主要得益于北京武夷南区项目东地块项目开售且去化情况良好，2020 年公司实现签约销售金额 62.84 亿元，同比大幅增长 51.24%，签约销售均价亦有较明显增长。2020 年公司于北京实现签约销售金额 30.05 亿元；同时于大本营福建省的签约销售金额为 31.05 亿元，同比基本保持稳定；此外，公司于南京、重庆和扬州实现少量签约销售。2021 年 1~3 月公司签约销售金额 10.08 亿元，同比大幅增长 59.49%，签约销售主要来自于福建宁德、北京及福建福州。

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	2018	2019	2020	2021.Q1
销售面积（全口径）	28.18	39.11	36.80	7.85
销售金额（全口径）	29.09	41.55	62.84	10.08
销售均价（全口径）	1.03	1.06	1.71	1.28
结算面积	35.75	27.60	16.87	0.74
结算金额	31.86	27.16	33.36	2.15

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；2020 年结算金额及面积未包含车位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：公司签约销售金额及占比区域分布情况（亿元、%）

地区	2019		2020		2021.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北京	-	-	30.05	47.82	2.86	28.37
福建福州	6.90	16.61	10.46	16.65	1.17	11.61
福建南平	13.33	32.08	9.51	15.13	0.49	4.86
福建宁德	3.51	8.45	4.35	6.92	3.32	32.94
福建漳州	3.54	8.52	3.65	5.81	0.67	6.65
福建莆田	6.24	15.02	1.58	2.51	0.58	5.75
福建泉州	-	-	1.50	2.39	0.85	8.43
南京	7.89	18.99	1.49	2.37	0.13	1.29
重庆	0.11	0.26	0.18	0.29	-	-
扬州	0.02	0.05	0.06	0.10	0.01	0.10
肯尼亚	0.01	0.02	-	-	-	-
合计	41.55	100.00	62.84	100.00	10.08	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，2020年受疫情及收入确认方式改变²的双重影响，当年结算面积较小，同比下降38.88%；但得益于2020年销售的北京通州武夷花园南区项目于当年结转，结转项目均价大幅上升，结转金额同比增长22.83%。从结算区域来看，2020年公司结算收入主要集中在北京和福建宁德，结算金额占比分别为70.71%和17.45%。2021年1~3月，结算面积及结算金额分别同比增长85.00%和290.91%。截至2021年3月末，公司预售房产收款余额为38.68亿元，为2020年结算金额的115.95%，对其短期内房地产开发收入的维持提供了较好的支撑。

2020年公司拿地力度较小，但期末项目储备仍充足，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；此外，需关注公司土地储备的区域集中度风险

公司土地获取方式主要通过招拍挂程序直接参与土地竞拍，并适时以股权并购、合作开发等方式进行拿地。受招拍挂市场竞争激烈、溢价率较高的影响，公司拿地力度有所减弱，2020年公司仅通过收购新增1个项目，位于香港炮台街，土地用途为商住，且规模较小。2021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	2018	2019	2020	2021.1~3
新拓展项目	3	5	1	0
新增土地建筑储备	69.40	40.12	0.12	0
土地购置支出	13.94	17.22	0.47	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年3月末，公司全口径土地储备³总建筑面积共计188.37万平方米，权益口径土地储备总建筑面积合计148.93万平方米。具体来看，福建和北京地区全口径面积占比分别为47.00%和44.79%，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84.38万平方米，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，已于2020年上半年开始销售，去化情况良好，且毛利水平较高，预计未来仍可为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2021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	88.54	47.00
其中：泉州	28.21	14.98
福州	20.47	10.86
南平	15.90	8.44
宁德	11.50	6.10
漳州	8.70	4.62
莆田	3.78	2.00
北京	84.38	44.79
重庆	10.40	5.52
南京	4.93	2.62
扬州	0.12	0.06
合计	188.37	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受业务竞争加剧以及国际疫情的影响，2020年国际工程业务收入有所下滑，新签合同额未达预期，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。从国际区域市场看，由于非洲等地区的经济发展水平相对较为落后，社会基础设施水平亟待改善，拉动了区域建筑工程市场需求的快速增长。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，具备一定的竞争实力。目前，公司已经形成了以肯尼亚为中心，覆盖坦桑尼亚、埃塞

² 2018-2019年公司房地产销售收入确认时点为项目竣工验收合格时点，自2020年起改为控制权转移时点，较原时点有所延后。

³ 土地储备=在建拟建未售面积+已竣工未售面积。

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。2020年，受疫情影响，公司国际工程承包收入为16.04亿元，同比减少22.71%，完成年度计划的89.11%。

业务运营方面，2020年公司新增中标工程项目10个，中标合同金额为26.78亿元，同比有较明显的回升；中标项目位于肯尼亚、埃塞尔比亚、菲律宾、刚果布，中标合同金额分别为9.53亿元、12.79亿元、2.88亿元、1.58亿元；受疫情和国际工程承包业务竞争加剧的双重影响，2020年公司新拓展项目合同金额合计占当年计划完成金额的53.56%。2021年1~3月公司新增中标工程项目5个，中标合同金额为5.42亿元，位于肯尼亚、巴布亚新几内亚、乌干达，中标合同金额分别为3.01亿元、1.33亿元、1.08亿元。由于业务竞争加剧以及国际疫情的不确定性，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	2018	2019	2020	2021.1~3
新中标工程	16	7	10	5
新中标金额	30.07	10.45	26.78	5.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建工程方面，2020年上半年受疫情影响，部分项目停工或放缓施工进度。2020年下半年公司加快推进项目建设进度，施工产值超额完成全年计划。2020年公司在建工程数量43个，在建工程金额为129.06亿元；当年完成施工产值18.01亿元，完成年度计划的138.50%。分区域来看，2020年公司在肯尼亚、埃塞俄比亚及乌干达等地区在建工程为31个，在建工程金额93.69亿元，完成施工产值14.24亿元，为公司在建工程最主要的所在地；其余在建工程分布于刚果（布）、坦桑尼亚、巴布亚新几内亚等非洲国家及菲律宾和东帝汶这两个东南亚国家。另截至2021年3月末，公司在建工程数量50个，在建工程金额为139.81亿元；2021年1~3月，公司完成施工产值6.06亿元，完成年度计划的33.70%。

2020年末公司未完工项目累计确认收入41.21亿元，尚未确认收入金额为80.33亿元。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，应对其后续项目建设情况加以关注。此外，目前全球疫情风险尚未解除，公司国际工程承包业务的开工建设情况值得关注。

表 8：公司国际工程承包业务在建工程情况（个、亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.Q1
在建工程数量	36	45	43	50
在建工程金额	97.80	120.96	129.06	139.81
完成产值	18.51	20.40	18.01	6.06

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、亚各国的政府部门。2020年公司参与的工程承包项目前五大客户包括乌干达道路局、肯尼亚高速公路局、Tanroads（坦桑尼亚公路局）、肯尼亚乡村公路局和 Department of Works(PNG)，前五大客户的销售额合计为10.27亿元，占当年年度销售总额比重为17.65%。

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”）。2018年5月，中武电商首个境外线下实体店“中武电商肯尼亚内罗毕建材家装卖场”正式投入试营业，11月正式营业。得益于实体店的投入营业及贸易品种的增加，2020年公司商业贸易收入同比大幅增长126.33%至7.22亿元。2021年1~3月，公司商业贸易收入1.35亿，同比增长53.50%。

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 2018~2020 年度审计报告以及未经审计的 2021 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。

得益于 2020 年毛利较高的北京武夷通州项目于当年结转，公司营业毛利率大幅提升，但期间费用持续攀升，盈利指标仍待进一步改善，整体盈利能力一般

由于公司房地产项目主要布局南京、北京和福建地区，加之其具有竞争力的土地成本优势，其房地产开发板块毛利率较高。2020 年得益于毛利较高的北京通州项目于当年结转，当期房地产开发毛利率大幅增长。此外，由于渠道处于开发阶段，前期投入较大，公司商业贸易业务毛利率有较明显的下降。2021 年 1~3 月，公司营业毛利率为 21.70%，与上年同期基本持平。

表 9：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
房地产开发	31.86	27.16	33.76
工程承包	14.83	20.75	16.04
商业贸易	1.04	3.19	7.22
营业总收入	48.68	52.26	58.20
毛利率	2018	2019	2020
房地产开发	32.84	32.67	58.70
工程承包	5.86	11.42	11.45
商业贸易	19.89	7.14	2.15
营业毛利率	24.29	22.36	37.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受公司业务规模扩大的影响，2020 年公司销售费用及管理费用保持增长态势。同期，公司财务费用大幅增长，主要系当期汇兑净损失同比增加 2.02 亿元所致。公司整体期间费用把控能力有待提升，且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。

主要得益于营业收入和毛利率的增长，2020 年公司经营性业务利润同比增长 19.48%。2020 年公司资产减值损失为 0.72 亿元，主要系本期计提福建南平武夷名仕园存货减值准备 0.47 亿元和福建福安武夷金域项目存货减值准备 0.09 亿元。此外，2020 年公司还产生 0.27 亿元信用减值损失，主要

系应收账款的坏账损失。综合来看，2020 年公司利润总额有所增长。

2020 年公司 EBITDA 利润率同比有所下降，净利润率及净资产收益率仍待进一步提升。整体来看，公司盈利能力一般。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	0.80	1.23	1.85	0.30
管理费用	2.23	2.41	2.58	0.53
财务费用	-0.87	0.19	2.54	0.38
期间费用率	4.43	7.33	12.00	14.96
经营性业务利润	6.93	6.57	7.85	0.06
资产及信用减值损失	0.51	0.62	0.99	0.004
其他收益	0.09	0.05	0.03	0.04
投资收益	0.02	0.13	0.04	0.41
营业外损益	-0.07	-0.03	0.01	0.01
利润总额	6.37	6.11	6.89	0.48
EBITDA	8.43	8.92	9.12	-
EBITDA 利润率	17.32	17.08	15.68	-
净利润	4.26	3.86	4.90	0.27
净利润率	8.76	7.39	8.42	3.32
净资产收益率	7.52	6.56	8.29	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，公司资产及负债规模保持增长态势，财务杠杆仍处于较高水平

2020 年，公司资产总额保持增长。公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比同比增长 0.54 个百分点。

公司流动资产主要由存货、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，2020 年同比增长 29.92%；货币资金主要由银行存款构成，2020 年同比增长 17.69%；应收账款主要为应收工程款，2020 年有所下滑主要系当期房地产项目和国际工程承包业务应收款项结算所致；截至 2020 年末公司应收账款计提坏账准备 1.38 亿元，主要为按信用风险特征组合计提的坏账准备。另截至 2021 年 3 月末，公司总资产有所增长，主要系存货的增长所致。

2020 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，2020 年之前公司房地

产业业务收入确认时点为竣工验收合格时点，因此近年来预收账款规模较小，2020年随着房地产业务收入确认时点改为控制权转移时点，且当年签约销售金额实现较大增长，年末预收款项（含合同负债）大幅增加89.51%，截至2020年末预收房款为38.68亿元，预收工程款为2.28亿元；应付账款主要包括尚未结算的工程款和预提成本，受结算进度的影响2020年同比下滑11.99%；此外，随着通州武夷花园南区项目补缴地款及进入开发阶段，以及跨境电商业务的发展，公司对外融资需求亦有所提高，2020年末有息债务规模同比小幅增长0.99%。

2020年公司所有者权益小幅下降0.72%。构成方面，随着利润的积累，未分配利润持续增长；2020年其他权益工具大幅减少主要系中航信托股份有限公司兑付所致；此外，近年来公司加大合作项目规模，公司少数股东权益规模有所提升。另截至2021年3月末，公司所有者权益小幅增长。

表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	20.48	26.61	31.31	31.61
应收账款	14.94	20.50	12.28	12.12
存货（含合同资产）	99.03	124.55	161.82	167.19
总资产	158.00	202.73	233.54	241.26
应付账款	14.59	17.63	15.52	13.66
预收账款（含合同负债）	16.70	22.62	42.60	52.09
短期债务	26.13	62.85	43.15	44.88
长期债务	26.33	23.06	43.62	43.18
总债务	52.46	85.92	86.77	88.06
总负债	99.68	143.37	174.60	181.97
未分配利润	9.59	11.90	13.27	13.43
实收资本	13.11	15.72	15.71	15.71
资本公积	24.94	22.34	22.34	22.35
其他权益工具	6.00	3.00	0.00	0.00
所有者权益	58.32	59.36	58.94	59.29
少数股东权益	2.10	3.39	5.42	5.53
资产负债率	63.09	70.72	74.76	75.43
净负债率	54.83	99.91	94.10	95.21

注：1、公司自2020年1月1日开始执行《企业会计准则第14号——收入》（财会[2017]22号），将存货科目中建造合同已完工未结算资产调整至合同资产科目列示，为保持与之前年度数据口径一致，本报告中仍将合同资产计入存货中；2、中诚信国际分析时将“短期借款”及“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。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，公司财务杠杆水平仍保持较高

水平。2020年末净负债率为94.10%，同比下降5.82个百分点。另截至2021年3月末公司净负债率为95.21%，较年初小幅增长，公司财务杠杆水平仍有待继续优化。

公司存货中开发产品占比仍偏高，存货周转效率持续下降，公司的存货去化及结转情况值得关注

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、%）

	2018	2019	2020	2021.Q1
流动资产/总资产	90.04	91.99	92.53	92.66
存货/流动资产	69.61	66.78	69.02	68.06
货币资产/流动资产	14.40	14.27	14.49	14.14
（存货+货币资金）/流动资产	84.01	81.05	83.51	82.21
开发产品	14.16	21.38	21.69	-
开发产品/存货	14.30	17.17	13.41	-
开发成本	63.22	88.95	125.71	-
开发成本/存货	63.84	71.42	77.69	-
已完工未结算资产（合同资产）	10.74	13.10	13.10	15.04
已完工未结算资产/存货	10.84	10.52	7.83	9.00

注：2020年末及2021年3月末已完工未结算资产系指报表中“合同资产”科目，中诚信国际分析时将“合同资产”中纳入“存货”核算。

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2020年末受限资金余额为3.54亿元，受限资金占货币资金总额的比重为11.32%。

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（合同资产）构成。截至2020年末，公司开发产品账面价值为21.69亿元，占存货的比重为13.41%。其中中南平武夷名仕园及南京武夷商城C组团等住宅及商业项目期末账面价值较大，其去化情况有待关注。截至2020年末，公司存货（含合同资产）跌价准备合计为1.97亿元，包括对开发成本计提的跌价准备0.33亿元，对开发产品计提的跌价准备0.26亿元，对建造合同形成的已完工未结算资产计提的跌价准备1.33亿元。

资产周转效率方面，随着新开工减少及开发节奏放缓，2020年公司存货周转率及总资产周转率进

一步下滑。

表13：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.44	0.36	0.27
总资产周转率（次/年）	0.31	0.29	0.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司销售回款金额大幅增长，经营性现金流呈现净流入状态，对债务的保障能力有所提升；但受短期债务规模较大的影响，公司货币资金对短期债务仍未能形成完全覆盖，需关注公司的短期偿债压力

2020年由于北京武夷南区项目东地块项目销售回款较高，当期公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长81.14%，使得当年经营活动现金流呈现净流入状态，对债务保障能力有所提升。

2020年末公司有息债务同比略有增长，主要系公司为优化债务结构，于年内发行了一带一路债第二期以及三期北金所债权融资计划所致；同期末短期债务占比下降23.43个百分点，但仍偏高。另截至2021年3月末，公司总债务较年初略有增长，短期债务占总债务的比重仍较高，货币资金对短期债务的覆盖不足，公司面临一定的短期偿债压力。

受债务规模较高的影响，公司EBITDA对债务本金的保障能力一般，但EBITDA对利息支出可形成充分覆盖。

表14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.Q1
经营活动净现金流	-10.85	-14.47	17.13	1.44
销售商品、提供劳务收到的现金	42.13	51.66	93.59	17.41
货币资金/短期债务	0.78	0.42	0.73	0.70
总债务	52.46	85.92	86.77	88.06
短期债务/总债务	49.80	73.16	49.73	50.96
总债务/EBITDA	6.22	9.63	9.51	-
EBITDA利息倍数	2.65	1.80	1.41	-
经营活动净现金流/总债务	-0.21	-0.17	0.20	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.25	1.66	0.93	-

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

公司仍具备较为充足的外部授信及多元化的融资

渠道，财务弹性较强

截至2021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195.34亿元，未使用额度约108.27亿元。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2021年3月末公司受限资产合计29.57亿元，其中3.34亿元受限货币资金为各项保证金；存货及投资性房地产受限规模分别为25.95亿元和0.28亿元，均主要用于贷款抵押，受限资产合计占当期末总资产的12.26%，公司受限资产规模一般。

或有事项方面，截至2021年3月末，公司仅为大股东福建建工集团提供担保，担保余额2亿元，无其他对外担保事项。重大诉讼方面，截至2021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，2017~2021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。

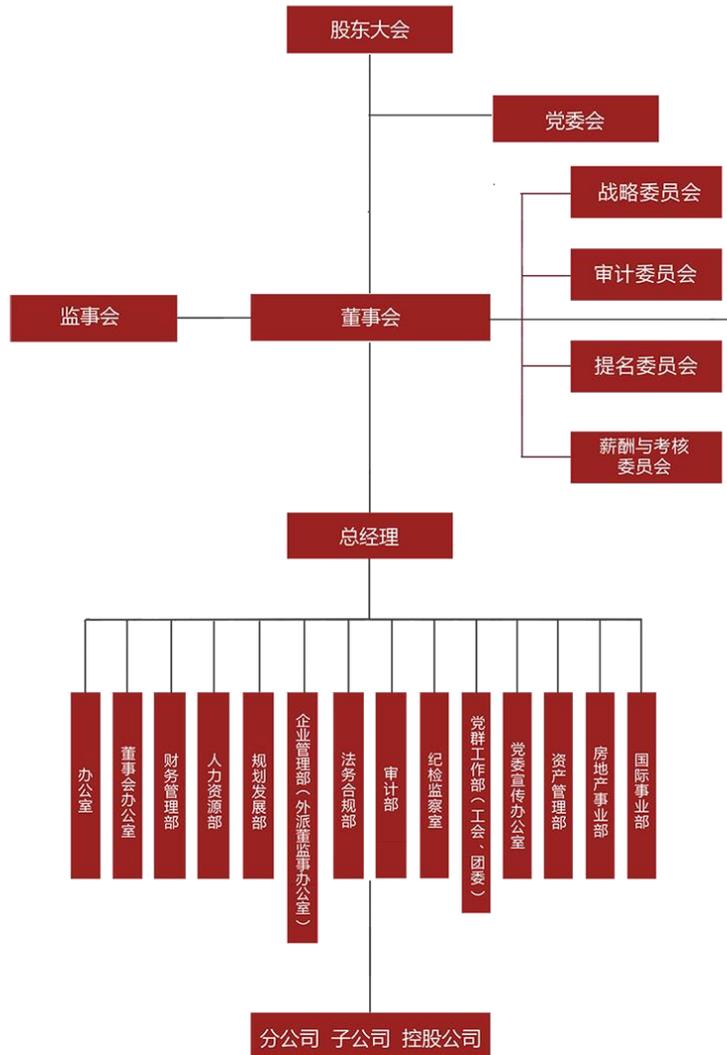
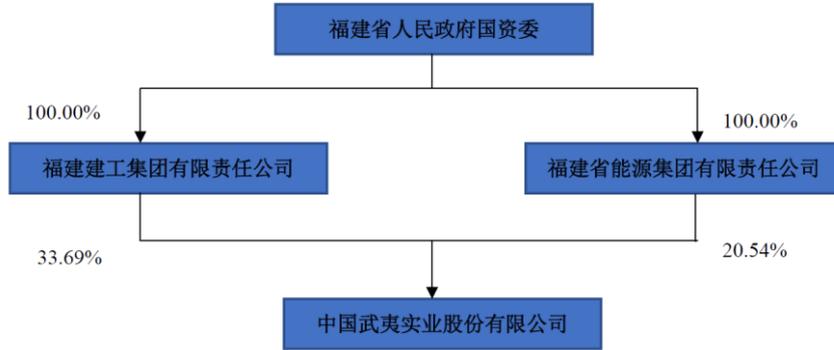
公司是福建建工集团并表子公司，且为其房地产业务及海外工程业务的运营主体，具有重要的地位，可在项目及资金获取等方面获得股东的有力支持。凭借国有背景及“武夷”品牌在区域内的知名度，公司在福建省内土地拓展、项目资源获取等方面具有较强的竞争优势，近年来在省内项目拓展顺利，

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 2020 年新增福建建工集团为公司借款提供担保金额合计 27.48 亿元，截至 2020 年末尚未履行完毕的担保余额为 16.05 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 2021 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）	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	204,844.42	266,054.30	313,106.38	316,093.58
其他应收款	10,172.09	11,409.57	17,057.70	20,134.16
存货净额	990,287.53	1,245,462.69	1,491,513.40	1,521,510.04
长期投资	5,805.46	6,335.56	5,432.99	5,447.60
固定资产	90,792.63	87,056.11	68,759.79	67,436.40
在建工程	1,034.61	6,278.53	93.52	93.87
无形资产	8,651.97	10,740.53	14,287.94	14,209.48
投资性房地产	35,070.61	35,497.89	56,798.57	59,438.41
总资产	1,579,968.17	2,027,301.25	2,335,369.79	2,412,584.62
预收款项（含合同负债）	166,960.40	226,248.52	425,955.21	520,910.36
其他应付款	77,189.27	70,200.09	84,669.53	83,197.60
短期债务	261,256.33	628,539.35	431,487.30	448,783.90
长期债务	263,349.39	230,628.70	436,194.72	431,797.99
总债务	524,605.72	859,168.05	867,682.02	880,581.89
净债务	319,761.30	593,113.75	554,575.65	564,488.31
总负债	996,760.56	1,433,656.29	1,745,993.58	1,819,718.98
费用化利息支出	109.33	5,413.97	9,314.78	-
资本化利息支出	31,677.30	44,223.77	55,392.01	-
所有者权益合计（含非控股股东权益）	583,207.61	593,644.97	589,376.20	592,865.64
营业总收入	486,755.43	522,553.30	581,964.93	80,373.30
经营性业务利润	69,324.36	65,671.37	78,458.78	594.00
投资收益	207.75	1,346.32	370.12	4,055.04
净利润	42,647.38	38,598.25	49,030.41	2,664.42
EBIT	63,856.97	66,477.70	78,171.43	-
EBITDA	84,292.21	89,232.83	91,233.32	-
销售商品、提供劳务收到的现金	421,315.70	516,647.11	935,850.74	174,108.00
经营活动产生现金净流量	-108,467.67	-144,737.49	171,330.47	14,376.38
投资活动产生现金净流量	-43,389.34	-29,809.83	-22,292.14	-787.09
筹资活动产生现金净流量	-59,359.16	229,699.06	-105,856.03	-8,912.82
财务指标	2018	2019	2020	2021.Q1
营业毛利率（%）	24.29	22.36	37.62	21.70
期间费用率（%）	4.43	7.33	12.00	14.96
EBITDA 利润率（%）	17.32	17.08	15.68	-
净利润率（%）	8.76	7.39	8.42	3.32
净资产收益率（%）	7.52	6.56	8.29	-
存货周转率(X)	0.44	0.36	0.27	-
资产负债率（%）	63.09	70.72	74.76	75.43
总资本化比率（%）	47.36	59.14	59.55	59.76
净负债率（%）	54.83	99.91	94.10	95.21
短期债务/总债务（%）	49.80	73.16	49.73	50.96
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.21	-0.17	0.20	-
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.42	-0.23	0.40	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	-3.41	-2.92	2.65	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.25	1.66	0.93	-
总债务/EBITDA（X）	6.22	9.63	9.51	-
EBITDA/短期债务（X）	0.32	0.14	0.21	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.65	1.80	1.41	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.01	2.23	2.06	-

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、中诚信国际分析时未将“短期借款”及“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。

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
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	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
现金流	净利率	=净利润/营业总收入
	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。