

主体跟踪评级报告：

中建丝路建设投资有限公司

主体信用等级*：A_{spc}；展望：稳定

评定日期：2023年11月15日

到期日期：2024年11月14日

分析师：

任映雪 010-65166037；Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王可欣 010-65166033；Kexin.wang@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要.....	2
声明.....	3
信用等级概况.....	4
宏观经济与行业环境.....	7
公司概况.....	8
业务状况.....	8
财务风险.....	10
同业比较.....	12
流动性状况.....	14
补充调整.....	14
过往债务履约情况.....	14
分项评估.....	15
附录.....	17

*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。若未载明到期日期，则表示本报告中的信用等级自评定日期起生效并持续有效，直至标普信评另行更新。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	到期日期	展望/观察
中建丝路建设投资有限公司	主体信用等级	A _{spc}	2023 年 11 月 15 日	2024 年 11 月 14 日	稳定

行业划分：交通基础设施				分项评估：	
主体概况：中建丝路建设投资有限公司（以下简称“中建丝路”或“公司”），是中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）的全资子公司。公司的主要职能是通过投资各类基础设施项目推动中建股份基础设施建设业务的发展。公司主要的收入和利润来源于项目管理费、施工利润和投资收益。公司的投资资金主要依靠 PPP 项目贷款满足，管理费和施工利润形成部分项目资本金，并对项目贷款的还本付息构成一定补充。截至 2023 年 8 月末，公司实际控制 7 个在执行 PPP 项目，项目总投资金额约 400 亿元。				主体信用等级：A _{spc} /稳定	
宏观经济与行业环境：基础设施投资是托底经济的重要手段之一，对稳定经济增长起到重要作用。PPP 仍是基础设施建设开展的主要模式之一，但其机制将发生根本性的转变，未来投资项目的回报模式将聚焦使用者付费模式，对投资项目的竞争将日趋激烈。土地市场低迷及地方政府财政承压对投融资类项目的回款构成挑战，区域实力偏弱、对手方政府层级较为下沉的项目受影响更甚。良好的银企关系和多元化的融资渠道有助于企业应对债务偿还压力。				业务状况：4/尚可	
业务状况：公司的业务状况维持“尚可”。公司的投资业务接受中建股份严格监管，所有投资项目均需要中建股份审批后方可执行，所有控制的 PPP 项目均纳入财政部项目库，所投资项目回报机制较好，市场风险敞口较小。公司的 PPP 项目正经历由“建设”向“运营”的切换，大部分项目已进入运营期并开始收到回款，过往绩效考核和回款情况总体符合预期，而良好的内部管理机制及不断积累的实操经验也有助于项目运营的顺利推进。不过，公司所投项目仍均集中在西安市，存在一定集中度风险。西安市的经济财政实力强，但债务负担较重，财政收入较为依赖土地出让收入。依托与中国建筑第六工程局有限公司（“中建六局”）的战略性协同联动，公司有望将投资业务拓展至西北地区之外，对丰富项目区域布局起到积极作用，我们将对投资项目的落地情况保持密切关注。				行业风险：2/低	
财务风险：公司的财务风险维持“可控”。未来 1-2 年，公司的资本开支主要用于收尾阶段的 PPP 项目及新项目投资，带息债务规模将温和上升，杠杆比率维持较高，但 EBITDA 及项目回款合计能够充分覆盖利息支出。公司对流动性管理秉承审慎严格的原则，能够通过与银行调整贷款还贷计划等方式主动管理债务到期。良好的银企关系、多元化的融资渠道、合理的债务到期安排增强了公司的财务韧性。				竞争地位：4/尚可	
调整项：补充调整下调一个子级，主要反映公司所有项目均集中在西安市的集中度风险。				财务风险：4/可控	
外部影响：公司维持对中建股份“高”的重要性。我们认为，中建股份潜在信用质量极强。公司是中建股份的全资子公司，是中建股份发展基础设施业务的重要载体和参与者之一，承担着为中建股份深耕西北地区基础设施建设业务的重要职能。中建股份对公司投资和财务方面的严格管理在可预见的未来不会发生松动，中建股份可以及时掌握公司的情况并在极端情况下提供及时的支持。我们预计，中建股份无出售或剥离公司的计划。				评级基准：bb+	
重点信用指标：				调整项	
2022A				多元化：中性（无影响）	
2023E				资本结构：中性（无影响）	
2024F				财务政策：中性（无影响）	
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）				流动性：适中（无影响）	
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）				管理与治理：中性（无影响）	
注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。				补充调整：下调（-1）	
				个体信用状况：bb _{spc}	
				外部影响：+6	

中建丝路主体信用质量在中国1400家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

信用等级	主体数量
[AAA]	10
[AA+]	15
[AA]	20
[AA-]	25
[A+]	30
[A]	35
[A-]	40
[BBB+]	45
[BBB]	50
[BBB-]	55
[BB+]	60
[BB]	65
[BB-]	70
[B+]	75
[B]	80
[B-]及以下	85

注：红色代表近1400家企业潜在主体信用质量的中位数，黄色代表中建丝路所在位置。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同业比较： （2021-2022 两年平均值，百万元）	中建丝路	中交投资	中交城投	中建方程
营业收入	10,433	13,955	12,250	11,978
EBITDA	799	6,798	3,326	2,165
经调整总债务/EBITDA（倍）	32.6	10.6	4.0	15.7
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.7	2.0	7.2	1.3

注：以上数据为标普信评调整后数据；资料来源：中建丝路数据包含我们将表外项目调整至表内后的数据。其他可比公司信息来自公开信息，经标普信评调整。

声明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

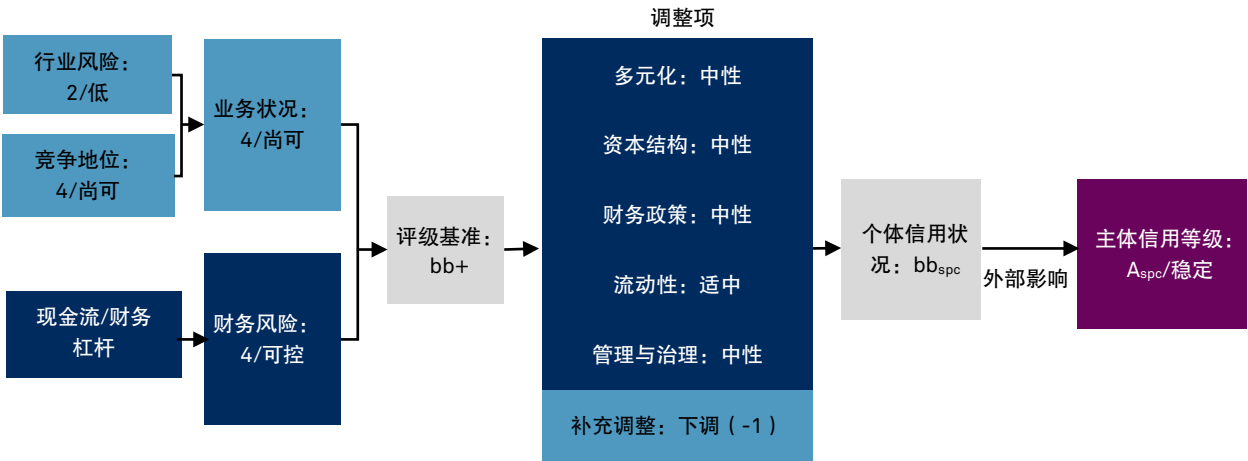
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
中建丝路建设投资有限公司	主体信用等级	A _{spc}	2023 年 11 月 15 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司制定了严格的项目投资政策和审批流程，公司所有投资项目均经中建股份实质性审批通过方可实施。	公司所控制的 PPP 项目集中在西安市，存在一定集中度风险。西安市的经济财政实力较强，但债务负担较重，财政对土地出让收入较为依赖。
公司所投资项目的质量较高，所控制的 PPP 项目均纳入财政部项目管理库，项目的市场风险敞口较小。	PPP 项目收尾及新项目投资仍将产生一定资本支出，杠杆水平将维持较高。
公司为中建股份的全资子公司，是中建股份大力发展基础设施建设业务的战略执行者，对中建股份的重要性高。	

评级展望

标普信评维持中建丝路的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，公司仍将持续执行严格的投资纪律和审批流程，现有的投资标准将得到延续。公司所控制的大部分 PPP 项目已进入运营期，预计回款金额将逐步增加。尽管杠杆水平在项目运营初期将维持较高，但 EBITDA 及项目回款合计能够充分覆盖利息支出。良好的银企关系、多元化的融资渠道、合理的债务到期安排也增强了公司的财务韧性。中建丝路作为中建股份的全资子公司，深耕西北市场、加强基础设施领域发展的战略职能不会发生变化，将受到中建股份稳定的集团支持。

上调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：1、公司的业务状况不断提升，例如新投资项目的所在城市逐步丰富，单一城市集中度风险明显降低，且新项目所处地区的综合实力并不显著弱于现有项目。2、公司进入运营期的项目回款保持稳定，逐步归还 PPP 项目贷款，财务风险水平下降并可持续。3、公司在中建股份体系内的重要性提升。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、公司的业务状况出现恶化，造成这样的情况可能包括：1）公司及中建股份对于项目投资的管理要求和投资纪律显著放宽；2）公司的新项目更多投至综合实力相对较弱的地区；3）项目运营效果不佳，项目回款受到严重影响。2、公司受到的集团支持减弱，造成这样情况的原因可能包括：公司对于中建股份的重要性降低，或中建股份整体经营或财务状况出现重大恶化导致潜在支持能力下降且长时间无法恢复。3、公司对于所投项目的财务管理权限发生重大变化。在可预见的时期内，后两种情况发生的概率较低。

假设与预测

假设

- 2023-2024 年，PPP 项目及其他投资项目每年产生资本开支 30-60 亿元。
- 2023 年，公司以幸福林带 PPP 项目未来的回款现金流为基础资产发行 ABS 产品 20 亿元。
- 若不考虑 ABS 产品卖断的 PPP 回款现金流，2023-2024 年，公司的 PPP 项目每年收到政府回款 18-25 亿元。
- 扣除因 ABS 产品卖断的回款现金流后，PPP 项目每年收到回款 12-22 亿元。
- 考虑 ABS 发行后的提前还款及到期债务，PPP 项目每年贷款还本付息 18-32 亿元。
- 2023-2024 年，公司以工程管理费为主的 EBITDA 将保持在 9-11 亿元。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2022A	2023E	2024F
经调整总债务/EBITDA（倍）	33.5	27.0-31.0	27.0-31.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.7	0.5-1.0	0.5-1.0
将 PPP 项目回款调整至偿债现金流后：			
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	9.5	10.0-14.0	10.0-14.0
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	2.5	1.8-2.5	1.8-2.5

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

表2

调整后财务数据及指标（单位：百万元）				
	2020	2021	2022	2023.1-6
营业收入	9,053	10,087	10,778	6,548
EBITDA	758	793	805	--
项目回款	2	1,737	2,041	--
利息支出	796	1,125	1,136	--
经调整总债务	20,257	25,009	27,006	--
EBITDA 利润率（%）	8.4	7.9	7.5	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	26.7	31.6	33.5	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.0	0.7	0.7	--
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	26.7	9.9	9.5	--
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.0	2.2	2.5	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、“--”代表数据不可得。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2022 年 8 月 29 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023 年 4 月 4 日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：

- 评论：标普信用评级（中国）工商企业评级关键要素详解，2022 年 12 月 16 日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020 年 6 月 29 日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架，2019 年 5 月 8 日。

历次评级信息

主体信用等级

等级类型	主体信用等级	展望	评定日期	分析师	相关评级报告
跟踪评级	A _{spc}	稳定	2022 年 11 月 17 日	王可欣、任映雪	评级报告：中建丝路建设投资有限公司，2022 年 11 月 17 日
首次评级	A _{spc}	稳定	2020 年 12 月 28 日	王璜、张任远、任映雪、王可欣	评级报告：中建丝路建设投资有限公司，2020 年 12 月 28 日

评级方法和模型：详见报告“相关评级方法、模型及研究”披露内容。

跟踪评级原因

根据标普信评跟踪评级安排，我们会对中建丝路的信用状况进行定期跟踪和持续监测。本次评级为定期跟踪评级。

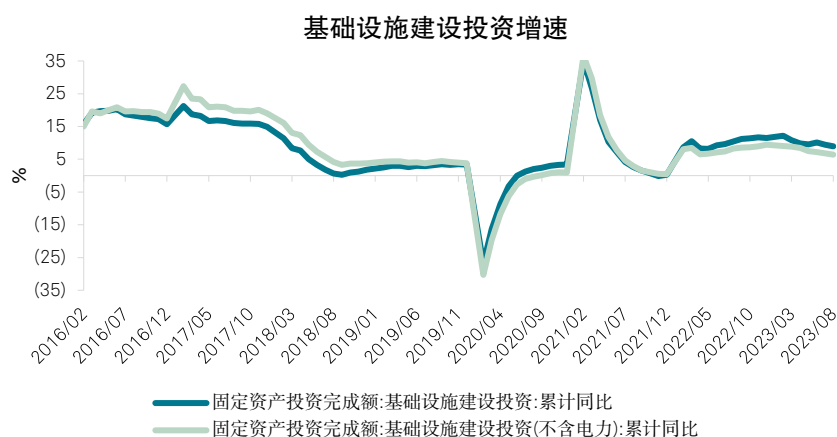
宏观经济与行业环境

我们预计 2023 年全国 GDP 增速将较 2022 年有明显恢复。2023 年经济的恢复主要得益于国内消费和投资的提振；与此同时，随着国内需求的增加，通胀可能会有所上升，但仍将处于目标范围以内。我国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，基础设施建设投资仍是托底经济的重要手段之一，对稳定经济增长起到重要作用。中国将继续推动重大项目建设，加强交通、能源、水利等重大基础设施建设，系统布局新型基础设施。

基础设施投资是托底经济的重要手段之一，对稳定国民经济增长起到重要作用。

图1



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

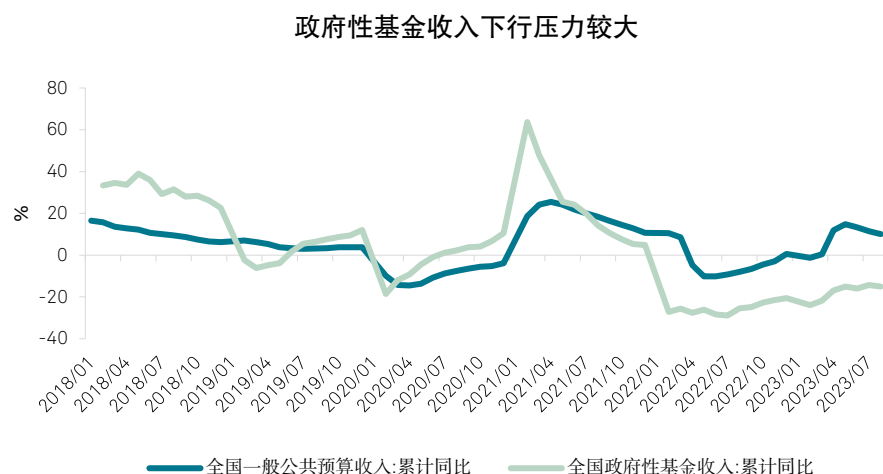
我们认为，PPP 仍是基础设施建设开展的主要模式之一，但其机制将发生根本性的转变，未来投资项目的回报模式将聚焦使用者付费模式，对投资项目的竞争将日趋激烈。本次 PPP 模式发生重大转变的目的在于拓宽民间投资空间，坚决遏制新增地方政府隐性债务。2023 年 11 月，国家发展改革委、财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称《指导意见》）。从《指导意见》来看，未来 PPP 项目将聚焦有明确现金流的使用者付费项目，明确收费渠道和方式。政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本。考虑到当前市场中具有良好回报的使用者付费项目具有稀缺性，我们认为未来基础设施投资项目开拓的竞争有可能日趋激烈。同时，《指导意见》对 PPP 项目进行了新老划断，2023 年 2 月政府和社会资本合作项目清理核查前未完成招标采购程序的项目，以及后续新实施的 PPP 项目均应按照《指导意见》的新机制执行。我们将持续关注存量 PPP 项目的建设、运营、回款情况。

PPP 仍是基础设施建设项目开展的重要模式之一，但其机制将发生根本性的转变。

我们认为，土地市场低迷及地方政府财政收入承压对投融资类项目的回款构成潜在挑战，区域实力偏弱、对手方政府层级较为下沉的项目受影响更甚。2023 年 1-9 月，全国一般公共预算收入有所复苏，同比增长 8.9%，但土地市场景气度仍较低，政府性基金收入同比下滑 15.7%。我们认为，前期投资激进，为了刺激短期订单而下沉投资标准、项目质量欠佳的投资方将面临更大的回款压力。回款延迟对企业的流动性管理和再融资能力也提出了更大的挑战，良好的银企关系和多元化的再融资渠道有助于企业应对债务偿还压力。

土地市场低迷及地方政府财政收入承压对投融资类项目的回款构成潜在挑战。

图2



资料来源：财政部，Wind，标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

一、评级基准

公司概况

中建丝路建设投资有限公司（以下简称“中建丝路”或“公司”）成立于 2016 年，是中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）全资控股的二级子公司。中建丝路与中国建筑西北区域总部按照“一套班子，两块牌子”的运营模式运行。公司成立以来多次收到中建股份增资：2018 年，注册资本由 5 亿元增至 20 亿元；2021 年，注册资本由 20 亿元增至 30 亿元。

公司主要业务是以 PPP 模式投资基础设施业务，同时利用自身市场地位开拓工程总承包业务。公司作为中建股份下属重要的基础设施投资公司，承担着推动中建股份基础设施建设业务发展的重要职责。

公司的主要业务模式有两个：投资 PPP 项目和承揽工程总承包。对于 PPP 项目，公司负责融资、投资、建设及后续运营，在这个过程中获取工程利润及投资收益。工程总承包项目则是公司利用在市场中的声誉地位和客户资源承揽总承包业务，再分包给中建系专业工程局。公司所投资 PPP 项目的还本付息主要依靠政府对项目的回款，工程利润也对项目贷款的还款来源构成有效补充。

公司除了以自身名义承接的项目外，还以中建股份的名义承接了部分投资项目。我们认为，公司对于以中建股份名义承接的、并未纳入报表的项目拥有投资、管理权并享受收益，同时也负有偿还这些项目债务的义务。因此我们将公司以中建股份名义承接的项目所对应的资产、债务、收益调整至合并报表口径中，以更好地反映公司实际的经营状况和财务负担。本文中所涉及的投资状况、资产、收入、项目回款以及财务杠杆，除特殊说明外，均按上述口径执行。截至 2023 年 8 月末，公司控制的在执行 PPP 项目为 7 个，项目总投资金额约 400 亿元；公司所投资项目的明细情况详见附录 1。

业务状况

标普信评认为，中建丝路维持“尚可”的业务状况。跟踪期内，公司坚持严格的投资纪律和投资政策，所投资项目回报机制较好，市场风险敞口较小。公司的 PPP 项目正经历由“建设”向“运营”的切换，大部分项目已进入运营期并开始收到回款，过往

的绩效考核和回款情况总体符合预期，而良好的内部管理机制及不断积累的实操经验则有助于项目运营的顺利推进。目前公司所投项目仍全部集中于西安市，西安市的经济财政实力强，但债务负担相对较重，财政对土地出让收入较为依赖。依托与中建六局的战略性协同联动，公司有望将投资业务拓展至西北地区之外，对丰富项目区域布局起到积极的作用，我们将对重大项目的落地情况保持密切关注。

我们认为，公司制定了完善的投资审批政策和审批流程，并在执行层面保持了良好的投资纪律，所投资项目全部在中建股份的掌控之下，为所投资项目的整体质量提供了保障。从制度上，中建丝路作为全资子公司在母公司相关制度的基础上制定了公司的投资政策。按照内部规定，所有重大投资项目均需要上报中建股份进行实质性审批，中建股份拥有最终决策权。母公司不仅决定是否投资该项目，同时对项目所处区域、投资金额、投资方式、融资额度等方面进行风险把控。公司目前所有的 PPP 项目均纳入《财政部政府和社会资本合作中心》项目管理库。

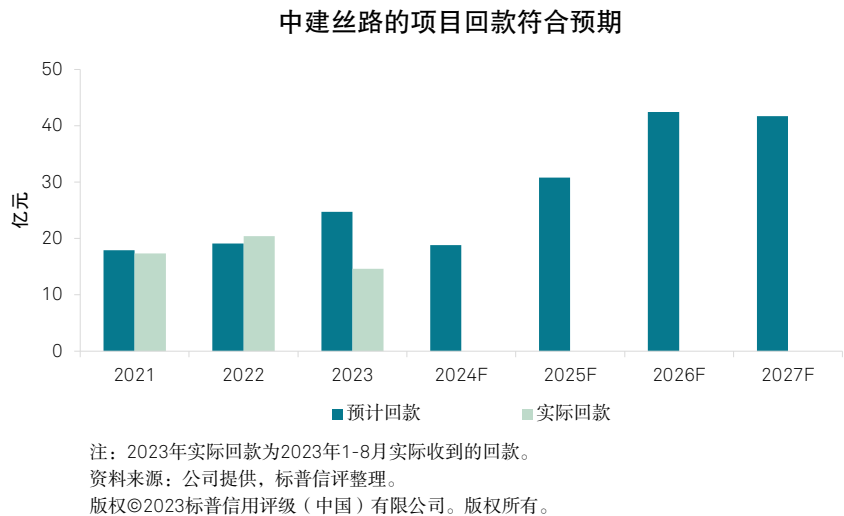
我们认为，公司所投资项目的质量较高，反映在项目的回报机制较好，市场敞口风险低。截至 2023 年 8 月末，公司控制 7 个 PPP 项目，其中 1 个为政府付费机制，其余 6 个为可行性缺口补助机制，不存在单纯的使用者付费模式，PPP 合同约定的保底回款金额可以完全覆盖项目投资成本。对于极少数存在市场运营敞口的项目，例如幸福林带项目的地下商业部分，公司委托第三方商业地产运营公司进行经营，一定程度上转嫁了市场风险。公司所投项目的回报机制决定了项目的现金流主要依靠纳入财政预算的政府回款，不易受使用者付费或市场经营波动的影响。在 PPP 项目之外，公司亦积极拓展投融资带动、商品房开发、城中村改造等多种投资业态，这些业务目前的投资体量与 PPP 项目相比较小，但投资决策也经由中建股份把关，项目质量有保障。例如，2023 年公司投资参股 2 个商品房开发项目，合作方主要为中建系其他公司，计划总出资额约 28 亿元，项目均位于西安市，所处区位较好，开盘后去化情况良好。

我们认为，公司的 PPP 项目投资正经历由“建设”向“运营”的切换，大部分项目已进入运营期并开始收到回款，过往的绩效考核和回款情况符合预期，而良好的内部管理机制和不断积累的实操经验也有助于项目运营的顺利推进。截至 2023 年 8 月末，公司实际控制的 7 个 PPP 项目中，综合管廊、科技八路、浐灞右岸、北辰大道进入部分运营，幸福林带、海绵城市进入完全运营，仅三甲医院 1 个项目尚处于建设期，运营期项目的投资额占比超 9 成。公司过往的项目考核及回款情况总体符合预期。2021 及 2022 年，公司预计收到项目回款 17.9 亿元、19.1 亿元，实际收到项目回款 17.4 亿元、20.4 亿元。2023 年，公司预计收到回款 24.7 亿元，1-8 月实际已收到回款 14.7 亿元。2024-2025 年，公司预计每年收到回款 18-31 亿元，回款金额将随项目竣工进度波动上升。公司在过去两年间完成的历次绩效考核中均取得了良好的考核成绩，满足及时足额获得政府回款的前提条件。管理机制方面，公司内部对各个 PPP 项目的运营回款保持高频的跟踪监控，并将运营数据定期汇报至中建股份，接受中建股份的监督与考核。我们认为，经历过往两年的磨合探索，公司已在 PPP 项目绩效考核、项目监测以及与政府沟通等方面建立了一套相对成熟的内部流程机制，并积累了一定的实际运作经验，为项目运营的顺利推进奠定了基础。此外，对运营回款的密切跟踪监测也有利于公司提前预判可能出现的资金缺口，从而对偿债流动性做出妥善安排。我们也关注到，受公共卫生事件、工程方案调整、征迁、文勘等多重因素影响，部分项目的施工进度较最初的预期存在一定拉长，项目开始回款的时点有所延后。公司已就相关变化与政府商定变更 PPP 回款安排，并相应调整 PPP 合同及贷款还款计划，因此我们认为回款延后的影响相对可控。

公司投资的所有项目均经中建股份审批，所投资项目均纳入财政部项目管理库。

公司的 PPP 项目投资正经历由“建设”向“运营”切换的阶段，过往的绩效考核和回款情况符合预期。

图3



我们预计，土地市场低迷等外部因素将令地方政府财政收入压力增加，PPP 项目回款的及时性或因此受到挑战。公司所有在执行 PPP 项目仍均集中在西安市。西安市是西北地区的核心城市，经济和财政实力较强，但债务负担也较重，财政收入对政府性基金的依赖度较高。2022 年及 2023 年 1-8 月，西安市分别实现政府性基金收入 1,263 亿元、728 亿元，同比下降 13.5%、增长 8.8%。2021 年及 2022 年，西安市政府性基金收入在一般公共预算收入及政府性基金收入合计值中占比为 63%、60%，在全国地级市中处于较高水平。

我们认为，依托与中建六局的战略性协同联动，公司有望将基建投资业务范围拓展至西北地区之外，对于丰富项目区域布局起到一定积极的作用，项目落地情况有待观察。2022 年中，中建股份对中建丝路和中建六局作出战略性协同联动的重大决策部署，中建丝路能够借助中建六局现有的市场基础，获得在全国范围内开拓基建投资业务的机遇。跟踪期内，两家公司在业务拓展、企业管理、人才交流等方面展开深入的协同联动，并持续获得中建股份的大力支持。公司在西安以外的重点区域正在积极部署市场拓展，并积累了一定的项目资源。不过，由于重大投融资项目从筹备到落地的运作时间较长，过去一年 PPP 政策的调整也对项目进度产生一定影响，目前公司在西安之外尚未有重大投融资项目落地。我们认为，协同联动对公司信用质量的影响取决于投资项目的回报模式、所布局区域的综合实力、实际落地的投资规模与现有投资体量的对比等综合因素。我们将对公司在西安之外的重大投融资项目的落地情况保持密切跟踪。

公司与中建六局的战略性协同联动对于丰富项目区域布局起到一定积极的作用，协同联动的效果有待观察。

财务风险

标普信评认为，中建丝路的财务风险维持“可控”。未来 1-2 年，公司的资本开支主要用于收尾阶段的 PPP 项目及新项目投资，带息债务规模将温和上升，杠杆比率维持较高，但 EBITDA 及项目回款合计能够充分覆盖利息支出。公司对流动性管理秉承审慎严格的原则，能够通过调整项目贷款还贷计划等方式主动管理债务到期。良好的银企关系、多元化的融资渠道、合理的债务到期安排增强了公司的财务韧性。

我们预计，随着项目逐步由“建设”转入“运营”，公司在手 PPP 项目的投资将进入尾声。截至 2023 年 8 月末，公司控制的 7 个 PPP 项目中，1 个项目仍处于建设期，4 个项目进入部分运营（尚有未完工部分），上述 5 个项目预计于 2024 年末前陆续竣工，2024 年即将迎来最后一波集中投资。此外，依托与中建六局的协同联动，公司亦积极拓展 PPP 项目之外的投资业态，如商品房开发、城中村改造等，我们预计这些潜在的

新增项目也将产生资本开支。我们预计，2023-2024 年公司总资本开支每年在 30-60 亿元，其中新项目的资本开支在 20-30 亿元。

我们预计，公司进入运营期的 PPP 项目将逐步偿还项目贷款，但考虑到公司积极的业务发展态势及新增项目的资本支出，带息债务的规模并不会显著下降，总体将保持温和上升的趋势。跟踪期内，公司以幸福林带项目 2023-2025 年的政府回款作为基础资产发行了一期 ABS 产品，发行规模 20 亿元，部分用以提前偿还项目贷款，该项目一定比例的政府回款已卖断，回款资金将归集至 ABS 监管账户。我们在计算公司“EBITDA+项目回款”时剔除了卖断的回款，同时也考虑了偿债对债务规模降低的影响。2023-2024 年，在综合考虑每年的贷款偿还、资本支出、可用项目回款后，我们预计公司以“经调整总债务/（EBITDA+项目回款）”衡量的杠杆水平将处于 10.0-14.0 倍的区间。2024 年该杠杆比率将阶段性攀高，这主要由于 PPP 项目收尾将产生一波集中投资，加之项目回款中剔除了卖断的部分，导致“EBITDA+项目回款”有所降低。

我们认为，尽管公司的杠杆水平将维持高位，但 EBITDA 及项目回款能够充分覆盖利息支出。我们预计，2023-2024 年运营期项目每年收到回款 12-22 亿元（剔除因发行 ABS 产品卖断的回款），每年利息支出 9-10 亿元。公司充足的新签工程订单也能够支撑管理费利润维持平稳，并对还本付息现金流构成补充。我们预计，2023-2024 年，EBITDA 及项目回款合计对利息支出的覆盖倍数将维持在 1.8-2.5 倍。

我们认为，公司对流动性管理秉承审慎严格的原则，项目贷款到期安排与项目回款计划高度匹配，贷款还款计划具备一定灵活调整的空间。良好的银企关系、多元化的融资渠道以及合理的债务到期安排增强了公司的财务韧性。2021 年，综合考虑公共卫生事件、项目工程进度等因素，公司与银行机构协商对部分项目贷款的还本计划进行了一波充分的调整，保持贷款到期高度匹配预计回款，将项目运营初期的还本金额控制在较低水平，为运营初期的回款、还款衔接预留了充足的空间。截至 2023 年 9 月末，公司本部在集团财务公司及金融机构获得授信额度约 100 亿元，尚未使用授信额度约 96 亿元，能够补充流动性来源。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024F
营业收入	9,053	10,087	10,778	资本开支每年 30-60 亿元。 以工程管理费为主的经调整后 EBITDA 将保持在 9-11 亿元。	
EBITDA	758	793	805		
项目回款	2	1,737	2,041		
利息支出	796	1,125	1,136		
经调整总债务	20,257	25,009	27,006		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	26.7	31.6	33.5	27.0-31.0	27.0-31.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.0	0.7	0.7	0.5-1.0	0.5-1.0
将 PPP 项目回款调整至偿债现金流：					
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	26.7	9.9	9.5	10.0-14.0	10.0-14.0

(EBITDA+项目回款)利息覆盖倍数(倍)	1.0	2.2	2.5	1.8-2.5	1.8-2.5
------------------------	-----	-----	-----	---------	---------

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表4

中建丝路财务数据调整-截至 2022 年 12 月 31 日(单位:百万元)					
	总资产	总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
报告值	8,185	1,344	3,540	243	40
标普信评调整					
利息股利收入	-	-	-	-	-
当期税费	-	-	-	-	-
经营性租赁	-	-	-	-	-
盈余现金	-	-1,143	-	-	-
折旧摊销调整	-	-	-	-	-
实际控制但未纳入报表的项目调整	46,699	26,805	3,096	562	1,097
调整总额	46,699	25,662	3,096	562	1,097
标普信评调整值					
	总资产	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
调整后	54,884	27,006	6,636	805	1,136

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择了中交投资有限公司（以下简称“中交投资”）、中交城市投资控股有限公司（以下简称“中交城投”）和中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”）作为中建丝路的可比公司。上述三家公司均为大型建筑央企下属主营投资业务的平台，在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

我们认为，中建丝路的总资产和新签订单规模等指标在可比公司中较小。这主要是由于公司定位于深耕西北地区市场，在执行投资项目的数量相对较少。虽然投资业务的规模一定程度上可以反映不同企业基建业务的开拓能力和在集团内的重要性，但是相较规模而言，投资策略、投资纪律、项目风险把控能力、投资管理水平 and 后续运营能力对公司的业务具有更大的影响。

我们认为，中建丝路所投项目均集中在单一城市，虽然地区综合实力并不显著弱于同业，但仍存在一定区域集中风险。单一城市布局有可能使项目回款同时受区域政策变动或财政压力的影响，也一定程度上制约业务拓展的空间。此外，相较可比公司的投资区域分布，中建丝路主要布局的西安市债务负担相对较重。

我们认为，由于 PPP 项目建设高峰期已过，可比公司均将面临项目大规模转入运营的挑战。项目回报机制、对手方政府的财政实力、项目公司的运营能力等因素也将影响总体的回款质量。

我们认为，中建丝路的财务杠杆在可比公司中处于较高水平。这些公司的投融资项目具有前期投资额度大、资金回收期很长的特点，大部分公司的杠杆水平在一段时间内仍将维持较高。杠杆水平的变动取决于资本开支趋势、项目回款及项目贷款偿还情况。

表5

经营情况				
	中建丝路	中交投资	中交城投	中建方程
控股投融资项目运营区域数量	1	21	14	8
主要职能	基础设施投资	基础设施投资+城市综合开发+房地产	城市综合开发+房地产	城市综合开发
投融资项目前三大城市或省份	西安	南京、汕头、张家口	成都、宁波、佛山	北京、乌鲁木齐、天津
项目所在区域综合实力	较好	较好	很好	很好
经营数据（单位：亿元）				
在手投融资项目预计总投资	399	2,069	2,390	1,659
在手投融资项目已投资金额	348	1,017	686	1,081
在手投融资项目累计回款	52	273	365	594
2022 年营业收入	108	138	125	118
2022 年末资产总计	549	1,415	526	750

注：中建丝路的在手投融资项目预计总投资、在手投融资项目已投资金额、在手投融资项目累计回款数据截至 2023 年 8 月末，其余公司数据截至 2023 年 3 月末。
资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

表6

财务情况比较（2021-2022 两年平均，单位：百万元）				
	中建丝路	中交投资	中交城投	中建方程
营业收入	10,433	13,955	12,250	11,978
EBITDA	799	6,798	3,326	2,165
利息支出	1,131	3,396	460	1,760
经调整总债务	26,007	71,611	13,139	32,751
所有者权益	6,149	36,437	17,172	19,219
经调整总债务/EBITDA（倍）	32.6	10.6	4.0	15.7
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.7	2.0	7.2	1.3

注：中建丝路、中建方程数据经标普信评调整。中交投资、中交城投的经营数据均出自公开信息。
资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。未来 12 个月，公司主要的资金用途是项目投资建设的资本开支、PPP 项目贷款还本付息；主要的资金来源是运营期 PPP 项目回款、银行项目贷款授信及工程管理利润。

表7

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物 45-50 亿元	债务本息到期规模 22-32 亿元
已有项目贷款尚未提用额度 45-55 亿元	资本开支总计 30-60 亿元
发行 ABS 产品 20 亿元	公司向母公司分红 2-4 亿元
运营期 PPP 项目回款 12-22 亿元	
工程管理现金利润 9-11 亿元	

注：数据截至 2023 年 6 月末。上表运营期 PPP 回款已剔除因发行 ABS 产品卖断的回款部分。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表8

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
2023	3,168
2024	2,219
2025	2,260
2026	2,604
2027 及以后	27,944
合计	38,196

注：截至 2023 年 9 月末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

补充调整

我们在补充调整对评级基准下调一个子级，主要反映公司所有 PPP 项目集中在单一区域造成的集中度风险。较高的区域集中度一方面使项目回款有可能同时受到地区政策变动或财政收入压力的影响，另一方面也使公司的业务开展受到地区项目投资空间的制约。

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，截至 2023 年 10 月 13 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，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

标普信评认为，公司作为中建股份的全资子公司，对集团的重要性为“高”。中建股份是中国乃至世界范围内最大的建筑工程施工企业之一，同时也是中国最大的房地产开发企业之一，由国务院国资委间接控股 56.35%。中建股份具有强大的技术实力、高难度复杂工程的履约能力、突出的规模优势、优秀的运营效率和成本管控能力，作为建筑工程施工行业中的龙头企业受到极高的政府支持。我们认为，中建股份的潜在主体信用质量极强。

我们认为，中建丝路对中建股份“高”的重要性主要体现在：

- 中建丝路是中建股份的全资子公司，中建股份能对其实施全面控制。
- 中建丝路作为中建股份推动基础设施建设业务的重要主体之一，是执行中建股份大力发展基础设施业务的重要战略执行载体，为中建股份在基础设施领域的战略发展做出了显著的贡献。我们预计，未来 3-5 年内中建股份不会改变将基础设施建设和运营作为重要发展领域的战略方向。
- 中建股份对于投资业务的管控十分严格。公司所有项目的投资和融资方案均由中建股份审批后才可执行，并且在执行过程中中建股份持续跟踪项目进展。严格的投资审批和持续的系统性管控，使得中建股份可以在公司面临大量项目回款严重延迟的极端情况下提供及时的支持。
- 中建丝路依托于中建股份体系，享受集团声誉带来的各类资源，同时中建丝路以中建股份的名义开展了大量的 PPP 投资业务，其在信贷市场中的表现对中建体系的声誉有显著影响。
- 中建股份剥离或者出售公司的可能性小。为了支持公司的业务发展，中建股份曾多次对公司进行增资：2018 年，公司的注册资本由 5 亿元增至 20 亿元；2021 年，注册资本由 20 亿元增至 30 亿元。
- 中建股份两大支柱业务仍为工程施工和房地产开发，而基础设施投资业务是中建股份转型的重要业务之一。我们认为，投资业务对中建股份的重要性低于上述两类业务。投资业务对中建股份的重要性并未达到“极高”的程度。

分项评估

主体信用等级：A_{spc}/稳定

业务状况：4/尚可

行业风险：2/低

竞争地位：4/尚可

财务风险：4/可控

评级基准：bb+

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：下调（-1）

个体信用状况：bb_{spc}

外部影响：+6

附录

附录1： 公司主要投资项目

截至 2023 年 8 月控制的 PPP 项目明细							
项目简称	是否入库	回款主体	城市	项目总投资（亿元）	开工日	目前状态	项目模式
综合管廊	是	西安市本级、蓝田、 户县、阎良、临潼	西安	88.7	2016-09-01	部分进入运营	可行性缺口补助
科技八路	是	西安高新区	西安	41.1	2018-06-28	部分进入运营	可行性缺口补助
北辰大道	是	西安市	西安	38.6	2018-12-15	部分进入运营	可行性缺口补助
海绵城市	是	西安市	西安	11.5	2018-01-29	完全进入运营	政府付费
三甲医院	是	西安经开区	西安	23.4	2020-06-01	尚未进入运营	可行性缺口补助
幸福林带	是	西安市	西安	122.0	2017-10-01	完全进入运营	可行性缺口补助
浐灞右岸	是	浐灞生态区	西安	73.6	2019-06-10	部分进入运营	可行性缺口补助
合计				399.0			

数据来源：公司提供，财政部政府和社会资本合作中心项目库，标普信评整理。

附录2： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2020	2021	2022	2023.1-6
货币现金和交易性金融资产	1,595	2,165	2,286	2,527
固定资产	3	4	3	2
资产总计	3,170	4,991	8,185	11,265
短期借款	501	300	-	400
一年内到期的非流动负债	0	10	28	44
长期借款	113	674	1,310	1,379
应付债券	-	-	-	-
所有者权益合计	1,950	3,156	3,540	4,235
营业总收入	430	2,765	4,714	3,340
营业成本	103	2,372	4,209	3,019
销售费用	-	-	5	-
管理费用	95	94	94	49
财务费用	-13	1	17	-2
利润总额	221	199	265	239
净利润	185	156	211	197
经营活动现金流入小计	1,424	2,211	5,583	3,884
经营活动现金流出小计	1,342	2,677	4,666	2,691
经营活动产生的现金流量净额	82	-466	916	1,194
投资活动现金流入小计	6	17	6	47
投资活动现金流出小计	624	373	1,288	1,485
投资活动产生的现金流量净额	-619	-356	-1,282	-1,437
筹资活动现金流入小计	1,077	1,912	1,275	520

筹资活动现金流出小计	85	520	788	26
筹资活动产生的现金流量净额	992	1,392	487	494

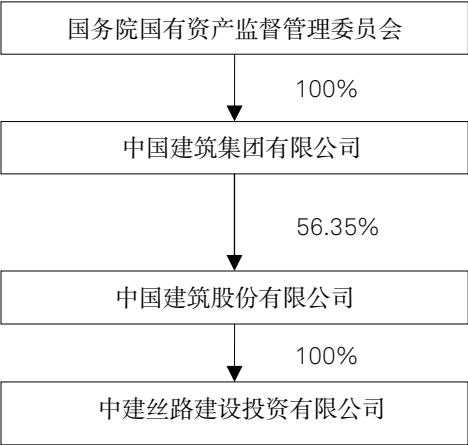
调整后财务数据及指标

	2020	2021	2022	2023.1-6
营业收入	9,053	10,087	10,778	6,548
EBITDA	758	793	805	--
项目回款	2	1,737	2,041	--
利息支出	796	1,125	1,136	--
经调整总债务	20,257	25,009	27,006	--
EBITDA 利润率（%）	8.4	7.9	7.5	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	26.7	31.6	33.5	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.0	0.7	0.7	--
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	26.7	9.9	9.5	--
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.0	2.2	2.5	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的中建丝路 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-6 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

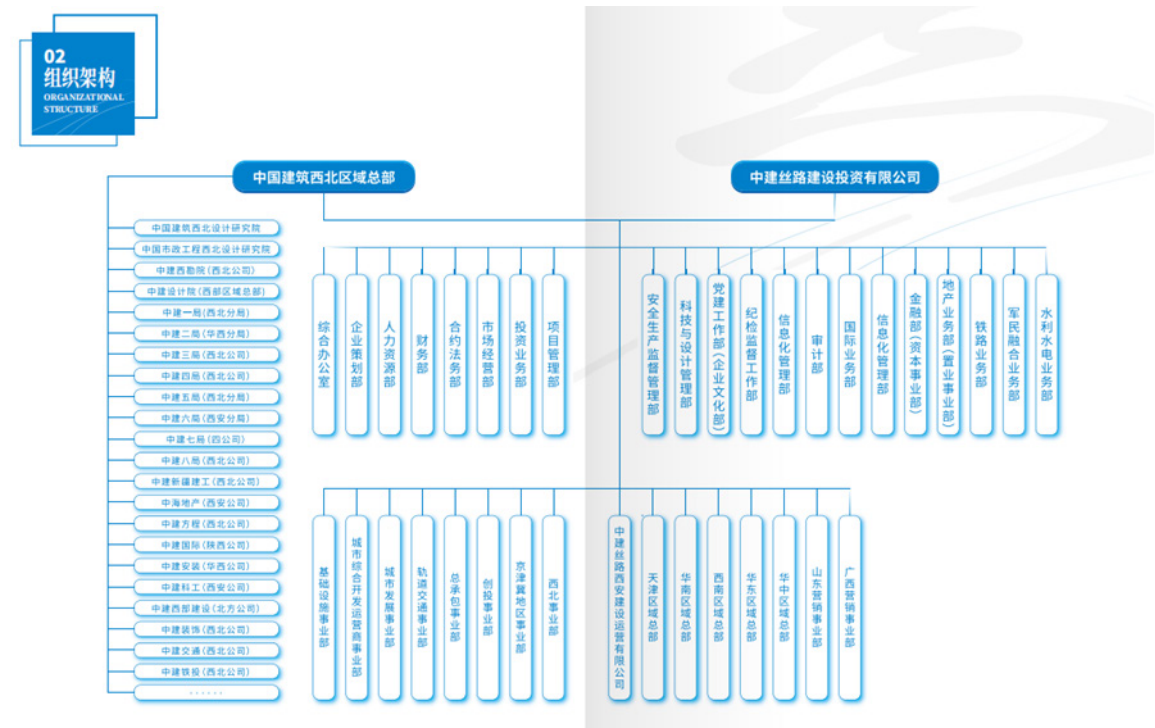
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录3： 评级对象股权结构图（截至 2023 年 8 月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录4： 评级对象组织结构图（截至 2023 年 8 月末）



资料来源：公司提供。

附录5： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
$\text{EBITDA (调整前)} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{管理费用} - \text{销售费用} - \text{研发费用} + \text{折旧及摊销 (报告值)} - \text{税金及附加} - \text{其他经营支出 (收入)}$
$\text{EBITDA} = \text{EBITDA (调整前)} + \text{经营租赁租金调整} - \text{资本化的研发费用} + \text{营业成本中的资本化利息} + \text{收到的联营合营企业股利} + \text{其他调整}$
$\text{折旧及摊销} = \text{折旧及摊销 (报告值)} + \text{经营租赁折旧摊销调整} + \text{其他调整}$
$\text{EBIT} = \text{EBITDA (调整前)} + \text{经营租赁租金调整} - \text{资本化的研发费用} + \text{营业成本中的资本化利息} - \text{折旧及摊销} + \text{非经营收入 (成本)} + \text{其他调整}$
$\text{利息支出} = \text{利息支出 (报告值)} + \text{资本化利息} + \text{经营租赁利息调整} + \text{其他权益工具股利或利息} + \text{其他调整}$
$\text{已付现金利息} = \text{现金利息支出} + \text{已付其他权益工具股利或利息} + \text{其他调整}$
$\text{营运现金流} = \text{EBITDA} - \text{利息支出} + \text{利息及股利收入} - \text{当期所得税} + \text{其他调整}$
$\text{经营性现金流} = \text{经营活动产生的现金流净额} + \text{经营租赁折旧摊销调整} - \text{资本化的研发费用} - \text{其他权益工具股利或利息} - \text{现金利息支出} + \text{现金股利收入} + \text{其他调整}$
$\text{资本开支} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} - \text{资本化的研发费用} + \text{其他调整}$
$\text{自由经营性现金流} = \text{经营性现金流} - \text{资本开支}$
$\text{股利} = \text{现金股利} + \text{子公司支付给少数股东的股利、利润} - \text{支付的其他权益工具股利或利息}$
$\text{可支配现金流} = \text{自由经营性现金流} - \text{股利}$
$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + (\text{应付票据} - \text{票据保证金}) + \text{一年内到期的非流动负债 (有息部分)} + \text{应付利息} + \text{其他短期有息债务}$
$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款} + \text{租赁负债} + \text{预计负债中的对外担保及诉讼} + \text{其他长期有息债务}$

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) /已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录6： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录7： 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。