

主体评级报告：

中国建设基础设施有限公司

主体信用等级*：A_{spc}⁺；展望：稳定

2021 年 1 月 25 日

分析师：

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

张任远 010-65166028；Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王 璜 010-65166029；Huang.wang@spgchinaratings.cn

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

目录

报告摘要	2
信用等级概况	3
主要优势与风险	3
评级展望	3
假设与预测	4
调整后财务数据及指标	4
宏观经济与行业环境	5
公司概况	7
业务状况	8
财务风险	10
同业比较	11
流动性状况	13
分项评估	15
相关评级方法、模型及研究	16
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在外的具体债项。

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。

若无进一步更新，本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起持续有效。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
中国建设基础设施有限公司	主体信用等级	A _{spc} +	2021 年 1 月 25 日	稳定

行业划分：交通基础设施

主体概况：中国建设基础设施有限公司（以下简称“中建基础”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工程建设业务的发展。公司主要收入和利润来源于管理费、施工利润和投资收益。公司投资资金主要依靠 PPP 项目贷款融资满足，管理费和施工利润形成部分投资资本金，并对项目还本付息形成有效补充。截至 2020 年 9 月末，公司控制的在执行 PPP 项目 18 个，项目总投资金额约 580 亿；除控制的项目外，尚有参股 PPP 项目共计 31 个。PPP 以外的主要投融资项目共计 27 个，计划权益总投资额为 268.2 亿元，其中在手 BT 项目共 10 个，计划投资总额 108.5 亿元，累计已投约 100 亿元，累计回款达到了 75.3 亿元。

宏观经济与行业环境：我们预计中国经济增速将继续高于其他中等收入经济体。我们认为，基础设施投资仍是国民经济增长的压舱石和基础，未来一年基础设施固定资产投资增长将保持稳定。PPP 模式仍是基础设施投资的主要形式之一，但未来数量或金额的增长可能会放缓。同时，目前市场中大部分 PPP 项目处于建设期，在运营的 PPP 项目相对占比较少，整体 PPP 行业政府付费或可行性缺口补助及时到位情况也缺乏验证。

信用要点：公司投资项目质量相对较高，所有投资均须中建股份审批方可执行。所有控制的 PPP 项目均纳入财政部 PPP 项目库，且项目回款纳入地方政府预算。虽然公司的项目有较好的地域分散度，但我们认为部分项目所在地区综合实力相对较为一般，且在运营项目较少，对公司业务状况形成一定的制约。我们认为公司的融资规模将随 PPP 项目的投资建设持续走高，未来杠杆率将升至 7-9 倍，项目回款及 EBITDA 对利息的覆盖率将保持稳定，主要项目进入运营期的前期项目回款均可较好的覆盖项目贷款的还本付息需求。同时公司的债务以 PPP 项目对应的项目贷款为主，期限与项目运营期限较为匹配，且具备一定程度上灵活的财务空间，整体财务风险可控。公司是中建股份的全资子公司，我们预计公司对中建股份的重要性高。

重点信用指标：

	2019A	2020E	2021F
总债务/(EBITDA+预计项目回款)（倍）	4.7	5.0-7.0	7.0-9.0
(EBITDA+预计项目回款)利息覆盖倍数（倍）	3.3	3.0-4.0	3.0-4.0
项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数（倍）	1.2-3.3		

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。项目回款对债务本息覆盖倍数为运营期前 3 年各项目预测最小值的区间。

中建基础主体信用质量在中国 1200 大企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

注：红色代表 1200 大企业潜在主体信用质量的中位数，黄色代表中建基础所在位置。潜在主体信用质量分布出自：《迎难而上，谁是中国信用市场的中坚力量》，2019 年 11 月 4 日

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：	中性（无影响）
个体信用状况：	bb _{spc} +
外部影响：	+6

业务状况：公司的业务状况尚可。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，因此公司投资项目的质量相对较高，其控制的 PPP 项目均纳入财政部项目库，项目回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主，除个别项目外，整体市场敞口风险相对较小。虽然公司的项目有较好的地域分散度，但部分投资项目所在区域的综合实力较为一般，同时大量项目均处在建设期，尚缺乏稳定运营以及多年持续良好回款的记录，未来运营效果存在一定不确定性，尚需时间检验。

财务风险：公司的财务风险可控。公司的大部分项目处于建设期，我们预计随着建设的持续推进，公司债务规模将进一步攀升，并维持较高的杠杆率水平，但公司 EBITDA 与项目回款合计对于利息的覆盖率相对较好。得益于较为良好的融资结构，我们认为主要项目在进入运营期后项目回款可以相对较好的覆盖项目还本付息，并且 PPP 项目融资的还款计划具备一定的灵活空间，可以一定程度上应对项目回款不及时带来的还款压力。

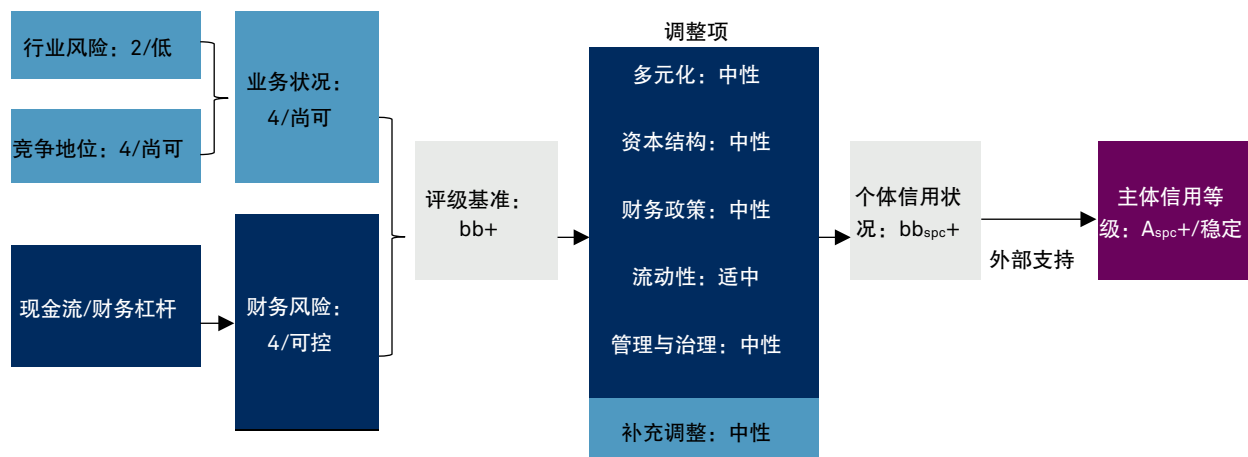
外部影响：公司是中建股份的全资子公司，我们认为中建股份潜在信用质量极强。公司是中建股份发展基础设施业务战略的重要载体和执行者之一，并在未来持续承担这一功能。我们认为中建股份对公司投资运营和财务方面的严格管理在可预见的未来不会发生松动，这将强化两者的连接，使中建股份可以及时掌握公司情况并在极端情况下提供及时的支持。同时我们认为中建股份目前无出售或剥离公司的计划。公司对中建股份的重要性高。

同业比较：（2018-2019 两年平均值，百万元）	中建基础	中建方	中交投资	中交城投	中铁建设投资
营业总收入	39,907.4	8,248.4	7,104.2	7,723.5	22,117.8
EBITDA	2,224.6	1,449.8	4,403.7	1,843.4	3,744.2
总债务/EBITDA (倍)	3.8	16.7	8.7	6.3	17.3
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	3.6	3.3	3.7	3.4	1.3

注：以上数据为标普信评调整后数据；资料来源：中建基础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，标普信评调整。

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
中国建设基础设施有限公司	主体信用等级	A _{spc} +	2021 年 1 月 25 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。	公司部分投资项目所在地区经济、财政水平较为一般，并且项目暂不具备多年稳定的回款记录，未来回款的及时性存在一定不确定性。
公司所投资项目质量相对较高，所有公司控制的 PPP 项目均纳入财政部项目数据库，政府付费或可行性缺口补助纳入地方政府财政预算。	财务杠杆率较高，大量项目仍需要持续资金投入。
公司所投资项目的市场敞口风险较小，所有项目的回报机制均为政府付费或可行性缺口补助。绝大多数项目无市场敞口风险。	
公司为中建股份的全资子公司，是其大力发展基础设施建设业务的重要战略执行主体，对中建股份的重要性高。	

评级展望

中建基础的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，公司在手 PPP 项目将逐步完成投资转入运营，在未来的新投资项目中公司仍将持续执行严格的投资纪律和审批流程，投资标准将得到延续。公司的债务规模将随着投资项目的深入而不断增长，但随着项目逐步进入运营期、项目回款逐步到位，杠杆率和利息的覆盖率保持相对稳定。中建基础作为中建股份的全资子公司，推动基础设施领域业务发展的战略职能不会发生变化，可以受到中建股份稳定的集团支持。

上调情形：若出现下列情形时，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：1、在保持现有财务风险水平的情况下，公司的业务状况不断提升。推动业务状况提升的情况可能包括：1）公司进入运营期的项目回款持续保持稳定，项

目回款的不确定性显著下降。2) 新投资项目逐步进入综合实力更强的地区。2、伴随项目持续回款，公司逐步归还 PPP 项目贷款，使得公司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：若出现下列情形时，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) 公司未来项目更多的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，造成这样的情况可能包括：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。虽然在可预见的时期内，后两种情况发生的概率较低。

假设与预测

假设

- 中国经济增速将继续高于其他中等收入经济体。预计 2021 年基建投资增速将保持稳定。
- 2020-2022 年，公司以 PPP 项目建设为主的资本开支每年约 100 亿-150 亿。
- 2021-2022 年，进入运营期的 PPP 项目每年收到回款约 15 亿-36 亿。
- 2021-2022 年，进入运营期的 PPP 每年偿还贷款本息合计约 15 亿-32 亿。
- 2020-2022 年，中建基础以工程管理及工程利润为主的 EBITDA 保持在每年 25-30 亿。

预测

重点信用指标预测

	2019A	2020E	2021F
总债务/EBITDA (倍)	4.7	5.0-8.0	10.0-13.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	3.3	3.0-3.5	2.0-2.5
EBITDA 利润率 (%)	5.6	5.5-6.5	5.5-6.5
将 PPP 项目预计项目回款调整至偿债现金流后:			
总债务/(EBITDA+ 预计项目回款) (倍)	4.7	5.0-7.0	7.0-9.0
(EBITDA+ 预计项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	3.3	3.0-4.0	3.0-4.0
项目保底回款对 PPP 项目债务本息覆盖倍数 (倍)		1.2-3.3	

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。项目回款对债务本息覆盖倍数为运营期前 3 年各项目预测最小值的区间。

调整后财务数据及指标

调整后财务数据及指标

(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020.1-6A
营业总收入	33,395.7	36,532.8	43,282.0	19,997.7
EBITDA	1,626.2	2,032.0	2,417.1	--

营运现金流	1,275.6	1,500.7	1,541.4	--
总债务	4,954.1	5,853.8	11,323.3	--
EBITDA 利润率 (%)	4.9	5.6	5.6	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	3.7	3.8	3.3	--
总债务/EBITDA (倍)	3.0	2.9	4.7	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、2020 年半年度部分数据无法获取，采用“--”表示；3、A 表示实际值。

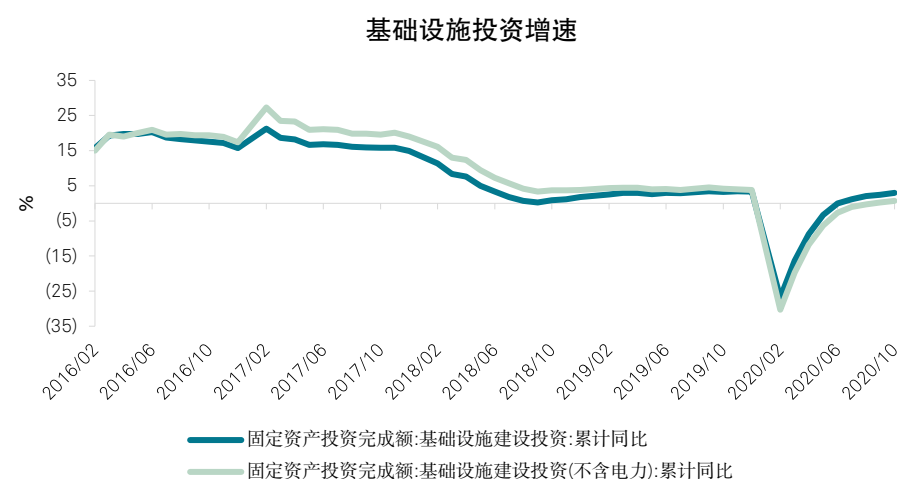
宏观经济与行业环境

标普信评认为，中国在未来几年的经济增速将继续高于其他中等收入经济体，但中美关系的摩擦、经济结构的调整和金融风险防控的持续推进均可能对经济增长带来压力。我们预计 2021 年中国政府将继续奉行审慎的财政和宏观政策，促进经济的可持续性发展。此外，受益于中国严格快速的疫情防控机制，我们认为 2021 年中国经济发展受新冠疫情的负面影响将保持可控。

我们认为，基础设施投资仍是托底经济的重要手段之一，基建投资增速将维持平稳。基础设施建设投资一直在保证国民经济稳定增长中起到重要作用。近年来，基础设施投资增速较之前出现下滑，2019 年，全国基础设施投资完成额（不含电力）累计同比增长 3.8%，虽然受疫情影响，2020 年年初基础设施投资完成额出现大幅下滑，然而随着经济的恢复、专项债的增发，基础设施投资快速回升，截至 2020 年 10 月末，基础设施投资完成额累计增速达到 3.0%，不含电力的累计增速为 0.7%。在今年 11 月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出要统筹推进基础设施建设，加快补齐基础设施短板，推进新基建、新型城镇化、交通水利等重大项目建设。我们认为，基础设施建设仍将是未来推动经济平稳发展的重点领域。

基础设施投资仍是托底经济的重要手段之一，基建投资增速将维持平稳。

图1



资料来源：wind, 标普信评整理。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

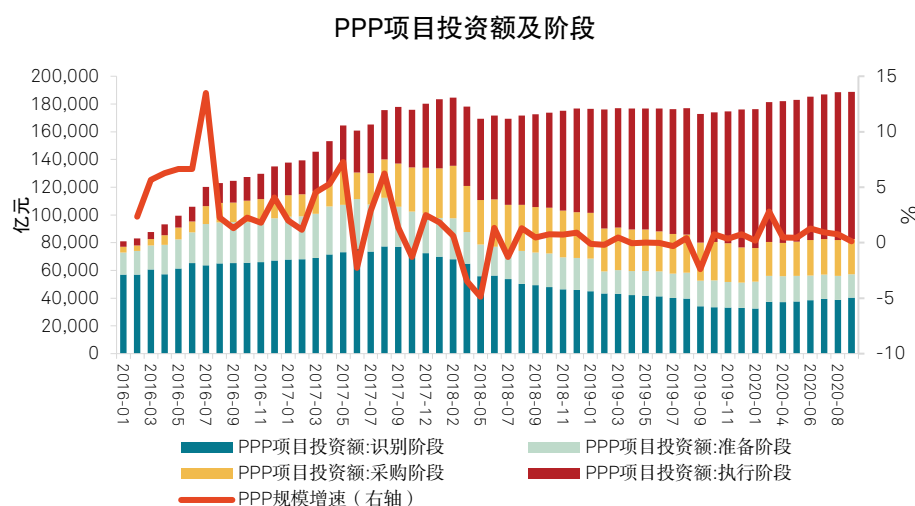
我们认为，未来入库 PPP 项目质量将保持较高水平。这种高水平源自于国家对 PPP 项目质量持续监管，同时对入库 PPP 项目将继续执行“可进可出”的动态管理机制。2014 年以来，我国的 PPP 发展经历了推广应用、快速发展、收紧监管、规范发展四个过程。2014 年，PPP 在我国开始正式的推广，国务院、财政部等部门相继推出了国

发〔2014〕43号、财金〔2014〕76号等政策，旨在规范地方政府举债融资机制，推广政府与社会资本合作模式。之后，伴随着各项政策的颁布，PPP流程得以建立，PPP进入迅速发展阶段。2017年11月，为了防控PPP带来的隐性债务风险，规范项目运作，财政部颁布〔2017〕92号文，要求严格新项目入库标准，清理已入库项目，PPP监管由此收紧。根据财政部统计，截至2018年4月23日，各地累计清理退库项目1695个、涉及投资额1.8万亿元；上报整改项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP项目质量得到了有效的提升，落地率大幅提高。之后PPP进入了平稳发展阶段，2018年10月起，国务院、财政部等机构发布如财金〔2019〕10号等多项政策引导PPP规范发展，对于PPP的合规性、财政支出责任、帮扶政策等做出了明确的规定。

我们认为，PPP仍是我国基础设施建设项目开展的重要模式之一，但其规模增长速度将面临一定的压力。PPP是以市场化的方式推动基础设施建设的有效模式，同时可以避免增加地方政府潜在隐性债务，也可以避免地方政府短时间内集中支付大量建设资金，从而控制地方政府债务增长速度。但我们认为，其未来增速可能出现放缓，主要基于两个因素：第一，严格监管下符合标准的项目数量在减少。第二，随着PPP的不断执行，地方政府对PPP的财政支出在地方财政预算中的占比将逐步接近监管要求的上限。同时，地方政府专项债大幅发行也可能对PPP项目存在一定的挤出效应。

我们认为，PPP仍是我国基础设施建设项目开展的重要模式之一，但其规模增长速度将面临一定的压力。

图2



资料来源：Wind, 标普信评整理。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，投资方在如何良好运营PPP项目方面面临一些挑战。目前PPP投资的主力军是各大建筑工程施工企业，这些企业对于项目的融资、建设均具备完善而成熟的操作流程和技术支持，但运营PPP项目对他们仍属于新课题。一方面是由于运营基础设施资产与传统施工业务之间存在较大差异，另一方面，市场中大部分PPP项目仍处于在建阶段，长期稳定运营的项目占比相对较低，政府付费或可行性缺口补助的款项是否足额及时到位仍有待时间检验。

一、评级基准

公司概况

中国建设基础设施有限公司（以下简称“中建基础”或“公司”）成立于 1983，是中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）100%控股的一级子公司。

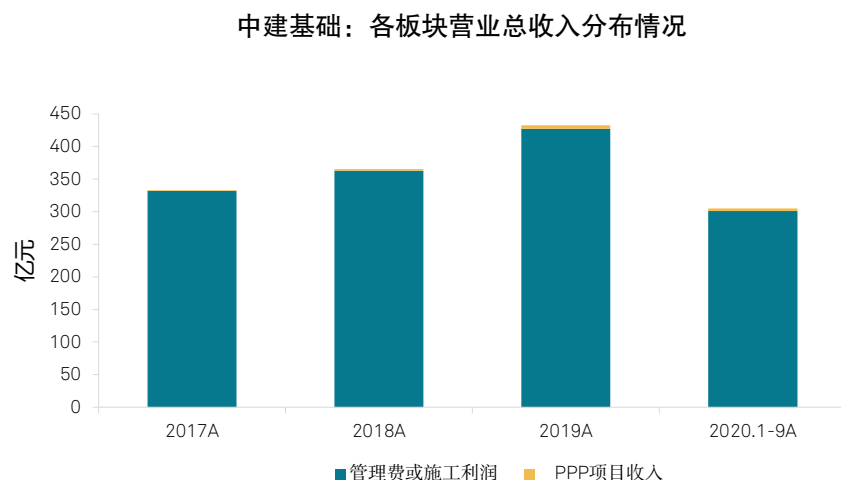
公司主要业务包括 PPP、投融资带动总承包以及工程总承包等不同类型的基础设施业务，公司作为中建股份下属重要的基础设施投资公司，承担着推动中建股份基建业务发展的重要职责。

在 2018 年之前，公司作为中建股份的基础设施事业部（以下简称“基础设施事业部”），是执行基础设施投资业务的归口管理和经营推动部门。2018 年 2 月，为了进一步推动基础设施投资业务的发展，完善激励制度，中建股份对基础设施事业部进行了法人实体化，将基础设施事业部以中建股份名义持有的各基础设施类公司股权作为中建股份出资注入中建基础。

公司的主要项目类型有三种：投资 PPP 项目、投融资带动总承包项目以及承揽工程总承包。对于控制的 PPP 项目，公司负责融资、投资、建设及后续运营，在这个过程中获取部分工程利润及投资收益。投融资带动总承包与 PPP 项目基本相似，主要区别在于该类项目投资回收期较短、公司不需要负责项目运营，且以获取固定投资回报为主。工程总承包项目则是公司利用在市場中的声誉地位和客户资源承揽总承包业务，再分配给中建股份系工程局。根据 PPP 项目的特点和结构，公司大部分 PPP 项目的还本付息依靠政府对 PPP 项目的回款，上述收益可以形成对 PPP 项目贷款还款来源的有效补充。

公司除了以自身名义承接的项目外，还以中建股份基础设施事业部的身份承接了大量投资项目。我们认为，公司对于以基础设施事业部身份承接的、目前并未纳入报表中的部分项目可以形成控制，且拥有项目投资、管理权并享受收益，同时也负有偿还这些项目融资的义务，因此我们将公司以基础设施事业部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，以更好的反应公司的实际经营状况和财务负担。本文中所涉及的投资状况、资产、收入、项目还款情况以及财务杠杆情况，除特殊说明外，均按上述口径执行。截至 2020 年 9 月末，公司控制的在执行 PPP 项目 18 个，项目总投资金额约 580 亿；除控制的项目外，尚有参股 PPP 项目共计 31 个。PPP 以外的主要投资项目共计 27 个，计划权益总投资额为 268.2 亿元，其中在手 BT 项目共 10 个，计划投资总额 108.5 亿元，累计已投 100 亿元，累计回款 75.3 亿元。公司所投资项目的明细情况详见附表 1。

图3



资料来源：公司提供，标普信评整理
 版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

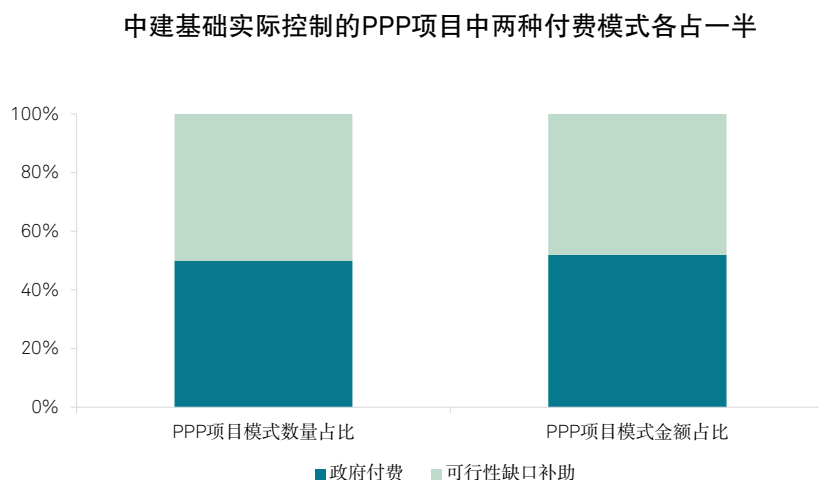
标普信评认为，公司“尚可”的业务状况反应其严格的投资纪律和投资政策，所投项目回报机制较好，不易受到市场波动影响。同时，项目分散在不同地区，不易受到单一地区政策波动的影响。但公司投资项目的所在地区综合实力较为一般，且大部分项目均处于建设期，进入运营期的项目较少。

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，投资项目均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，中建基础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，所有投资项目均需要上报中建股份进行实质性审批，所有投资项目最终决策权在中建股份，中建股份不仅对是否投资进行决策，同时对投资金额、投资方式、融资额度及结构等方面进行风险把控。在严格的投资政策和投资纪律下，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》项目数据库，且 PPP 项目的政府付费和可行性缺口补助均纳入地方政府的财政预算。

我们认为，公司所投资项目的回报机制较好，市场敞口风险不高，不易受到市场波动的影响。截至 2020 年 9 月末，公司控制的 18 个 PPP 项目中，9 个项目为政府付费机制，合计总投资约 300 亿，9 个为可行性缺口补助模式，总投资约为 280 亿，不存在单纯的使用者付费模式。在 9 个可行性缺口补助模式的项目中，绝大部分项目的回款总额可以覆盖投入，个别项目补贴比例相比于总投入相对较低，需要依靠高速公路的运营实现盈亏平衡。但通过研究分析项目条件，并对比可比地区高速公路的运营效果，我们认为其整体市场敞口风险相对可控。这样的回报机制决定了公司的回款更多依赖于纳入预算的政府回款，不易受到市场波动或设施实际收费的影响。

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数据库，且政府付费和政府可行性缺口补助均纳入地方政府的财政预算。

图4

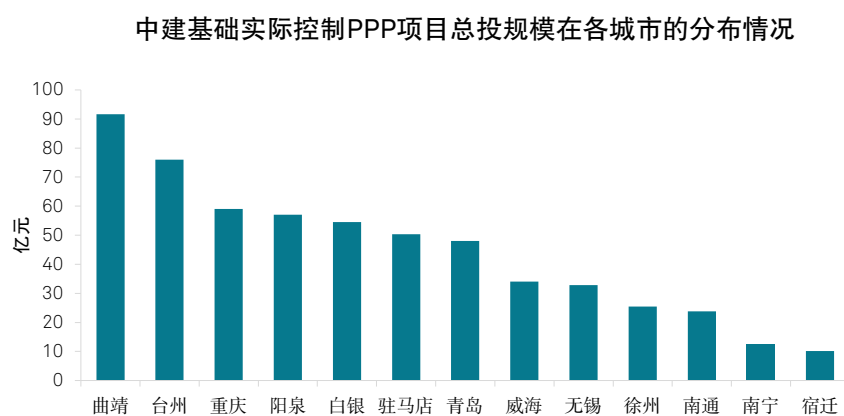


资料来源：公司提供，财政部政府和社会资本合作中心PPP项目库，标普信评整理
 版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司投资项目所在地区的综合实力在整体而言略高于全国平均水平，但部分投资项目所在地区经济、财政水平较为一般。公司控制的 PPP 项目所在地区差异较大，部分地区综合实力强劲，但也存在部分地区经济财政稍弱或债务率相对较高。从控制的 PPP 项目所在区域来看，投资规模排名前 7 的城市包括曲靖、台州、重庆、阳泉、白银、驻马店和青岛。鉴于公司投资项目均符合 PPP 项目的法律框架要求，签订了相关 PPP 合同，且项目回款纳入地方政府预算，我们认为公司 PPP 项目应取得的项目回款无法收到的可能性极低。但一般而言我们认为，所在地区综合实力越强，项目回款延迟回收的风险也就相对越低。公司未来拟实施 PPP 项目所在区域综合实力较为一般。

我们认为，公司投资项目所在地区的综合实力在整体而言略高于全国平均水平，部分项目处于综合实力较强的地区，但也存在部分项目处于经济财政稍弱或债务负担较高的地区。

图5



注：实际控制的PPP项目指中建基础及基础设施事业部负责项目融资及还款的PPP项目
 资料来源：公司提供，财政部政府和社会资本合作中心PPP项目库，标普信评整理
 版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司投资项目的地区相对较为分散，不论是其控制的 PPP 项目还是投融资带动总承包的项目，在单一地区的集中度相对较低。投资在多个不同的地区，可以一定程度上分散单一地区项目回款支付延迟带来的风险。

我们认为，公司所投资 PPP 项目中，已经进入稳定运营期的项目较少，未来运营效果存在一定的不确定性。截至 2020 年 9 月，公司 18 个 PPP 项目中有 4 个项目进入运营期，剩余均在建设期中，进入运营期项目的合计总投资约 60 亿，约占其控制的 PPP 项目总投资额的 10%。虽然公司的绝大部分项目并不依赖运营收费归还项目投入本息，但公司仍需要通过持续项目管理和运营（如维持基础设施的可用性）来满足地方政府的考核要求，考核结果与项目回款的金额直接相关。因此公司未来仍需要用高质量的运营作为及时、全额取得政府约定的回款的前提保障。目前公司已经成立了专门的运营部门负责未来项目的运营管理，并针对主要基础设施类型制定了不同的运营指引，但未来运营的效果、达到考核要求的能力以及对应的回款到位的情况均存在一定的不确定性。2020 年 1-9 月，4 个进入运营期的 PPP 项目累计收到回款约 4.5 亿。

财务风险

标普信评认为，公司的财务风险可控。公司的大部分项目处于建设期，我们预计随着建设的持续推进，公司债务规模将在未来进一步攀升，并维持较高的杠杆率水平，但公司 EBITDA 与项目回款合计对于利息的覆盖率相对较好。得益于较为良好的融资结构，我们认为主要项目在进入运营期后项目的回款可以相对较好的覆盖项目还本付息，同时 PPP 项目融资的还款计划具备一定的灵活空间，可以一定程度上应对项目回款不及时带来的还款压力。

我们预计，随着工程建设的推进，公司的融资规模仍将继续增长，公司的杠杆率水平将维持高位。目前公司控制的 18 个 PPP 项目中 14 个项目仍处于在建状态，并会在 2021 年-2023 年间逐步建设完工进入运营。随着项目建设，公司仍将继续提用 PPP 项目对应的项目建设贷款。我们预计公司未来两年用于 PPP 项目的资本开支每年约 100 至 150 亿。总债务/(EBITDA 及预计项目回款总额) 将从 2019 年的 4.7 倍，逐步增长至 7-9 倍。

我们认为，公司 EBITDA 及项目回款对利息支出的覆盖率相对较高。基于公司主要融资形式，我们认为公司建设期内还本付息的需求非常小，主要偿债压力来自于项目投入运营后。虽然公司的整体融资规模和杠杆率将随着项目建设逐步走高，但更多的项目进入运营期后，EBITDA 及项目回款对利息的覆盖率将逐步向好。

我们认为，公司投资的 PPP 项目在进入运营期后项目回款可以相对较好的覆盖项目还本付息。公司控制的 PPP 项目的回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主，需要高度依靠运营方可获得使用者付费的项目相对较少。我们预计，主要项目进入运营期后的前三年 EBITDA 与项目累计回款之和对项目贷款还款本息的覆盖率在 1.2-3.3 倍左右。

同时，我们认为公司的有息负债结构有助于保持一定的还本付息灵活性。公司的融资结构主要以 PPP 项目对应的项目贷款为主，还款期限与项目运营周期匹配程度较高。公司与融资机构保持的良好银企关系，使得其可以通过调整还款计划等方式一定程度上应对 PPP 项目项目回款不及时带来的还款压力。截至 2020 年 9 月，公司本部在主要金融机构获得授信额度约 220 亿，尚未使用授信额度约 205 亿。

表1

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021F
营业总收入	33,395.7	36,532.8	43,282.0	我们预计，公司收入规模保持稳定，增速约 3.0%-8.0%。	
EBITDA	1,626.2	2,032.0	2,417.1		
营运现金流	1,275.6	1,500.7	1,541.4		

CFO	385.3	1,341.2	(3,799.9)	我们预计，公司以 PPP 项目建设为主的资本开支每年约 100 亿-150 亿。
利息费用	440.0	528.3	734.1	
总债务	4,954.1	5,853.8	11,323.3	
所有者权益合计	7,250.2	10,809.4	14,847.3	

调整后核心财务指标

总债务/EBITDA (x)	3.0	2.9	4.7	5.0-8.0	10.0-13.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (x)	3.7	3.8	3.3	3.0-3.5	2.0-2.5
将 PPP 项目预计项目回款调整至偿债现金流:					
总债务/(EBITDA+预计项目回款) (倍)	3.0	2.9	4.7	5.0-7.0	7.0-9.0
(EBITDA+预计项目回款)利息覆盖倍数 (倍)	3.7	3.8	3.3	3.0-4.0	3.0-4.0
项目保底回款对债务本息覆盖倍数 (倍)	1.2-3.3				

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。项目回款对债务本息覆盖倍数为运营期前 3 年各项目最小预测值的区间。

资料来源：公司提供资料，标普信评整理和调整。

表2

截至 2019 年末关键财务数据调整 (单位：百万元)

	总资产	总债务	归母权益	EBITDA	利息支出	EBITDA	CFO
报告值	23,266.7	5,886.6	11,062.8	723.3	328.6	723.3	55.3
标普信评调整							
利息支出						(328.6)	
利息股利收入						134.8	
当期税费						(154.5)	
超额现金		(2,603.5)					
利息和股利调整							(327.1)
实际控制但未纳入报表的项目调整	40,815.7	8,040.3	1,441.3	1,693.8	405.5	1,166.5	(3,528.2)
调整总额	40,815.7	5,436.8	1,441.3	1,693.8	405.5	818.2	(3,855.3)
标普信评调整值							
	总资产	总债务	归母权益	EBITDA	利息支出	FFO	CFO
调整后	64,082.4	11,323.3	12,504.1	2,417.1	734.1	1,541.5	(3,799.9)

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

我们选择了中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”）、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”）

和中国铁建投资集团有限公司（以下简称“中铁建投资”）作为中建基础的可比公司。上述四家公司均为我国大型建筑央企下属主营投资业务的平台，我们认为他们在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

我们认为，中建基础在总资产规模和新签订单规模等方面，基本与可比公司相仿。公司为中建股份内部重要的基础设施投资平台，承担着推动中建股份基建业务订单增长的任务，主要聚焦重大基础设施项目投资。中建方程则更专注于城市开发改造，业务更多集中在土地整理和城市改造，此类项目也具备金额大开发时间周期长的特征，17、18 年中建方程累积的新签项目较多，可供一定周期内持续消化，因此 19 年该公司对新签订单规模加以控制以控制整体杠杆率。中铁建投资是中国铁建股份有限公司旗下的重要投资平台，其投资业务囊括了基础设施投资和城市改造土地开发两方面，因此其规模更大。中交城投由于存量在执行的项目在可比公司中相对最少，所以相应的公司规模也略小于其他公司。

我们认为，中建基础投资项目所在地区的综合实力较可比公司稍弱，这体现为公司投资项目地区的整体经济实力稍弱于可比公司。中建方程和中交城投所在地区的综合实力在可比公司中相对较强，得益于大量投资位于北京、珠海等地，地区经济及财政均较为强劲。这可能也与这两个公司主要开展城市综合开发的业态有一定的关系。中交投资和中铁建投资的项目所在地区综合实力位于可比公司的中间。

我们认为，可比公司大部分 PPP 项目均处于建设期，进入运营期的项目相对较少。在这方面可比公司之间区分度相对较小。造成这种情况的主要原因是 PPP 项目的建设需要 3-5 年的周期，目前我国 PPP 项目自 2017 年大规模兴起后大部分仍处于建设期，未来 1-2 年内各个公司可能均面临大量项目转入运营期的状况。我们认为运营各类基础设施项目对于中建基础及可比公司来说，均面临一定的挑战。PPP 等各类投融资项目能否在进入运营期后满足政府考核标准、获得稳定且足额的项目回款，仍存在一些不确定性。

财务方面，中建基础的 18-19 年平均杠杆率在可比公司中相对最低，这主要是由于 18-19 年公司大部分 PPP 项目仍处于较为前期阶段，阶段性提用的项目建设贷款相对较少。我们预计，公司 2020 年至 2022 年随着项目的逐渐深入，调整后总债务/EBITDA 将逐步达到 8-13 倍。我们认为，中建基础及可比公司的投资均具备投资额较大、相对回收期较长的共同特点，因此在杠杆率方面无本质差异，财务风险基本相仿。

表3

经营情况					
	中建基础	中建方程	中交投资	中交城投	中铁建投资
投融资项目运营城市数量	25	9	14	11	10
主要职能	基础设施投资	城市综合开发	基础设施投资+城市综合开发+房地产	城市综合开发	基础设施投资+城市综合开发
控制的 PPP 及 BOT 项目数量	18	5	13	2	3
控制的其他项目数量	27	18	8	9	9
进入运营期的 PPP 及 BOT 项目数量	4	0	4	0	4
投融资项目前三大城市	曲靖、台州、重庆	北京、天津、西安	张家口、成都、温州	珠海、宁波、临沂	成都、北京、张家界

项目所在区域综合实力	略好于平均水平	很好	较好	很好	较好
2019 年经营数据（单位：亿元）					
新签订单额	448.6	19.4	未披露	未披露	831.6
营业收入	432.8	79.8	77.0	108.9	276.3
货币资金	124.9	78.1	65.0	60.5	41.6
长期应收款	203.5	304.8	352.2	101.2	183.4
长期股权投资	78.6	30.6	45.3	28.5	100.9
存货	0.0	21.8	171.7	77.2	56.2
无形资产	10.3	0.0	160.7	0.1	517.0
总资产	641.0	628.4	966.9	325.9	1,205.8

表4

财务情况比较（2018-2019 两年平均，单位：百万）					
	中建基础	中建方程	中交投资	中交城投	中铁建投资
总收入	39,907.4	8,248.4	7,104.2	7,723.5	22,117.8
EBITDA（调整后）	2,224.6	1,449.8	4,403.7	1,843.4	3,744.2
利息（调整后）	631.2	488.3	1,224.3	566.2	2,836.5
CFO	(1,229.3)	(4,448.9)	(6,596.1)	2,206.1	(793.9)
FOCF	(1,815.4)	(4,461.0)	(8,603.2)	2,083.0	(11,683.7)
总债务（调整后）	8,588.5	21,923.7	38,719.4	10,508.4	64,916.5
股东权益	12,828.3	13,680.8	26,373.3	8,058.8	18,682.8
财务比率					
总债务/EBITDA（倍）	3.8	16.7	8.7	6.3	17.3
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	3.6	3.3	3.7	3.4	1.3
CFO/总债务(%)	(5.3)	(20.2)	(17.2)	21.0	(2.1)
FOCF/总债务(%)	(11.4)	(20.3)	(23.4)	19.8	(18.9)

资料来源：中建基础数据包含我们为我们表外项目调整至表内后的数据。中建基础长期应收款包含其他非流动资产的投资项目长期应收款，可比公司该项数据受制于信息披露原因，以报表长期应收款科目为准。中建方程、中交投资、中交城投以及中铁建投资四个公司的经营数据均出自公开信息。限于公开信息的披露程度，中建方程经营数据为截止至 2019 年末数据，其他可比公司经营数据截止至 2020 年 6 月。标普信评整理。

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，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。公司未来一年主要的资金用途是 PPP 项目的持续投入。目前公司所有在建

PPP 项目的贷款全部落实，可以满足基本的资本开支需求。进入运营期的项目逐步面临按期归还项目贷款本息的资金需求，可以通过 PPP 项目的回款和留存的项目建设收益满足。

表5

流动性来源	流动性用途
公司经调整现金及现金等价物约 100 亿；	未来 12 个月，公司债务到期规模约为 12-15 亿；
已有项目贷款尚未提用总计约 200 亿；	未来 12 个月，以 PPP 项目建设为主的资本开支总计约 100-130 亿；
未来 12 个月，营运现金流流入约 14-18 亿；	未来 12 个月，公司向母公司分红 4-5 亿。
未来 12 个月，运营期 PPP 项目回款约 10-15 亿。	

注：数据截止至 2020 年 6 月末。

数据来源：公司提供，经标普信评整理及调整。

表6

债务到期分布情况	
年份	金额 (单位:百万元)
2020	390.2
2021	1,810.0
2022	1,880.8
2023	3,664.6
2024	2,142.6
合计	9,888.1

注：数据截止至 2020 年 9 月末。

资料来源：公司提供，经标普信评调整

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，将受到高的集团支持。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 56.3%。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，其财务风险较低，同时作为建筑工程施工产业中的领头羊受到极高的政府支持。我们认为中建股份潜在信用质量极强。

我们认为中建基础对中建股份的重要性高，主要体现在以下几方面：

- 中建基础是中建股份 100%控股的全资子公司，中建股份能对其实施全面控制。
- 中建基础作为中建股份推动基础设施建设业务的重要主体，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。我们认为在未来 3-5 年内中建股份不会改变将基础设施建设和运营业务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项目回款严重延迟的极端情况下有能力提供及时的支持。
- 中建基础依托于中建股份体系，享受集团声誉带来的各类资源，同时中建基础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较小。2018 年以来，在公司由基础设施事业部法人实体化的过程中，中建股份分三年完成了对公司的注资。
- 中建股份两大支柱业务仍为工程施工和房地产开发，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。因此投资业务对中建股份的重要性并未到达极高程度。

我们认为中建基础对中建股份的重要性为高。中建股份对公司主业实施的全面而严格的管理强化了两者的紧密关系。中建股份未来出售或者剥离公司的可能性较小。

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：中性（无影响）

个体信用状况：bb_{spc}+

外部影响：+6

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，2020 年 7 月 28 日。
- 标普信用评级（中国）-交通基础设施行业，2019 年 5 月 21 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：解读标普信用评级（中国）工商企业评级方法论，2020 年 7 月 28 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。

附录

附录1： 公司主要投资项目

截至 2020 年 9 月控制的 PPP 项目明细

项目名称	PPP 是否入库	是否进入运营	所在城市	项目总投资（亿元）	项目模式
河南省驻马店市境内省道 241、省道 330 和省道 331 线改建工程 PPP 项目	是	否	驻马店	28.6	政府付费
河南省驻马店市境内国省干线公路升级改造改建工程 PPP 项目	是	否	驻马店	21.7	政府付费
台州市台州湾循环经济产业集聚区路桥桐屿至椒江滨海公路工程（现代大道）PPP 基础设施项目	是	否	台州	45.6	政府付费
浙江省台州市余姚至温岭公路临海汇溪至沿江段改建工程（临海 34 省道）PPP 项目	是	否	台州	30.4	政府付费
G341 线甘肃省白银至中川至永登公路二期工程（白银至中川段）PPP 项目	是	否	白银	54.5	可行性缺口补助
徐州市地下综合管廊 PPP 项目	是	否	徐州	2.8	可行性缺口补助
广西南宁市五象新区总部基地地下空间 PPP 项目	是	是	南宁	12.6	可行性缺口补助
江苏省无锡江阴市城乡建设“1310 工程”（一期）PPP 项目	是	否	无锡	32.9	政府付费
重庆市郭家沱大桥及南延伸段 PPP 项目	是	否	重庆	59.0	政府付费
青岛西海岸新区贡北路、海口路地下综合管廊 PPP 项目	是	是	青岛	15.3	可行性缺口补助
青岛市西客站交通商务区周边市政道路及综合管廊工程 PPP 项目	是	是	青岛	4.8	可行性缺口补助
青岛市民健身中心 PPP 项目	是	是	青岛	27.9	可行性缺口补助
国道 307 线、207 线阳泉市过境公路工程 PPP 项目	是	否	阳泉	57.1	可行性缺口补助
如通快速通道 PPP 项目	是	否	南通	23.8	政府付费
威海国际经贸交流中心配套市政工程 PPP 项目	是	否	威海	34.0	政府付费
宿城区公路交通工程 PPP 项目	是	否	宿迁	10.1	可行性缺口补助
曲靖市三宝至昆明清水高速公路曲靖段(PPP)项目	是	否	曲靖	91.6	可行性缺口补助
206 国道徐州改线段工程，426 省道京台高速贾汪互通连接线工程 PPP 项目	是	否	徐州	22.7	政府付费

注：项目总投资出自财政部政府和社会资本合作中心项目库中披露的总投资额。

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。

截至 2020 年 9 月公司主要其他投资项目

项目名称	项目类型	计划投资额（亿元）	截至 2020 年 9 月已投金额（亿元）	截至 2020 年 9 月累计回款（亿元）
青岛地铁 8 号线投融资带动总承包项目	投融资带动总承包	1.1	0.7	0.0
太中银铁路股权投资项目	投融资带动总承包	10.0	10.0	0.3
台州沿海高速公路 FCP+PPP 项目	投融资带动总承包	12.7	12.7	5.5
山东省潍坊市荣乌国家高速公路潍坊至日照联络线潍城至日照段工程投融资带动总承包项目	投融资带动总承包	7.7	7.7	3.6
唐山至曹妃甸铁路工程投资带动总承包项目	投融资带动总承包	4.0	4.0	-
山东济南至青岛高速铁路投资项目	投融资带动总承包	3.0	3.0	-
滨莱高速淄博西到莱芜段扩建工程股权投资带动总承包项目	投融资带动总承包	4.8	4.8	1.9
山东省济南市京沪高速济南连接线投融资带动总承包项目	投融资带动总承包	9.3	9.3	7.5

临沂市日照市鲁南快速铁路客运通道临沂至日照段投资项目	融投资带动总承包	0.1	0.1	-
上饶 320 国道上饶城区段改建工程融投资建造项目	融投资带动总承包	0.0	0.0	0.0
天津地铁 6 号线环外土建项目信托投资带动总承包项目	融投资带动总承包	1.5	1.5	1.7
国道 321 阳朔至桂林段扩建工程战略投资建造项目	融投资带动总承包	12.0	12.0	12.8
武汉四环线西段融投资带动总承包项目	融投资带动总承包	3.1	3.1	4.0
内蒙古高速公路股权投资带动施工总承包项目	融投资带动总承包	20.0	20.0	21.3
南宁轨道交通二号线项目	融投资带动总承包	11.9	11.9	14.3
唐山市遵曹公路融投资建造项目	BT	8.6	7.4	2.9
包头市新都区市政工程及配套场馆融投资建造项目	BT	5.9	3.0	2.1
梧州市 207 国道、藤龙大道融投资建造项目	BT	2.3	2.3	0.2
徐州市观音机场二期扩建工程项目	BT	7.2	7.2	5.2
南昌市沿江中南大道南延工程融投资建造项目	BT	6.4	6.4	4.9
南昌九龙湖核心起步区市政道路 BT 项目	BT	1.4	1.4	1.4
徐州市三环北路高架快速路项目	BT	26.7	26.7	26.7
深圳轨道交通三期工程 7、9、11 号线融投资带动总承包项目	BT	23.2	23.0	23.2
南昌地铁 2 号线一期工程（南昌市轨道交通指挥控制中心）BT 项目	BT	4.2	4.2	4.3
福建联十一线（莆田境）公路融资建造项目	BT	22.7	18.4	4.5
江西省“十三五”水运项目	其他	12.5	5.2	-
深汕特别合作区国际物流港基础设施 PPP 项目	其他	46.0	5.2	2.0

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）

	2017	2018	2019	2020.1-6
货币现金和交易性金融资产	3,788.5	4,286.9	5,207.0	3,534.0
固定资产	5.1	19.5	14.1	94.0
资产总计	17,175.9	19,122.9	23,266.7	26,918.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	300.0
应付票据及应付账款	1,153.4	1,404.3	2,481.5	2,803.5
一年内到期的非流动负债	26.4	370.3	1,274.1	1,086.9
长期借款	4,953.9	5,277.7	4,596.6	6,405.1
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
所有者权益合计	6,334.1	9,114.5	11,682.0	12,245.4
营业总收入	940.0	1,140.2	4,252.6	3,257.0
营业成本	707.2	747.0	3,176.9	2,490.0
销售费用	0.8	0.1	0.0	0.0
管理费用	102.8	140.6	257.0	150.3
财务费用	197.9	241.9	228.7	153.4
利润总额	382.2	234.3	575.6	411.7
净利润	280.2	144.4	418.0	338.4
经营活动现金流入小计	2,471.5	3,878.3	8,815.9	5,891.1
经营活动现金流出小计	(4,130.2)	(4,241.8)	(8,760.6)	(7,458.4)
经营活动产生的现金流量净额	(1,658.7)	(363.4)	55.3	(1,567.3)

投资活动现金流入小计	3,621.5	2,724.0	400.0	335.3
投资活动现金流出小计	(4,198.4)	(2,361.3)	(505.8)	(2,236.5)
投资活动产生的现金流量净额	(576.9)	362.7	(105.8)	(1,901.2)
筹资活动现金流入小计	5,995.3	1,201.0	1,768.2	2,008.8
筹资活动现金流出小计	(1,581.6)	(726.9)	(797.6)	(228.6)
筹资活动产生的现金流量净额	4,413.7	474.1	970.6	1,780.2

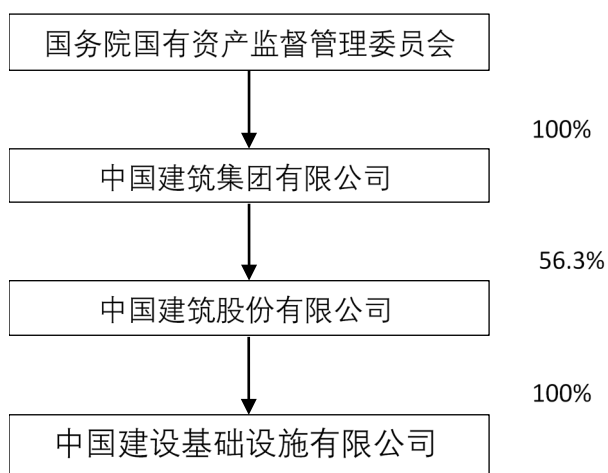
调整后财务数据及指标

总债务	4,954.1	5,853.8	11,323.3	--
EBITDA	1,626.2	2,032.0	2,417.1	--
FFO	1,275.6	1,500.7	1,541.4	--
CFO	385.3	1,341.2	(3,799.9)	--
资本支出	6.9	219.2	952.9	--
FOCF	378.3	1,122.0	(4,752.8)	--
DCF	(96.5)	552.7	(5,262.1)	--
EBITDA 利润率 (%)	4.9	5.6	5.6	--
资本回报率 (ROC) (%)	18.0	17.3	11.9	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	3.7	3.8	3.3	--
FFO 利息覆盖倍数 (倍)	5.0	4.4	3.1	--
总债务/EBITDA (倍)	3.0	2.9	4.7	--
FFO/总债务 (%)	25.7	25.6	13.6	--
CFO/总债务 (%)	7.8	22.9	(33.6)	--
FOCF/总债务 (%)	7.6	19.2	(42.0)	--
DCF/总债务 (%)	(1.9)	9.4	(46.5)	--

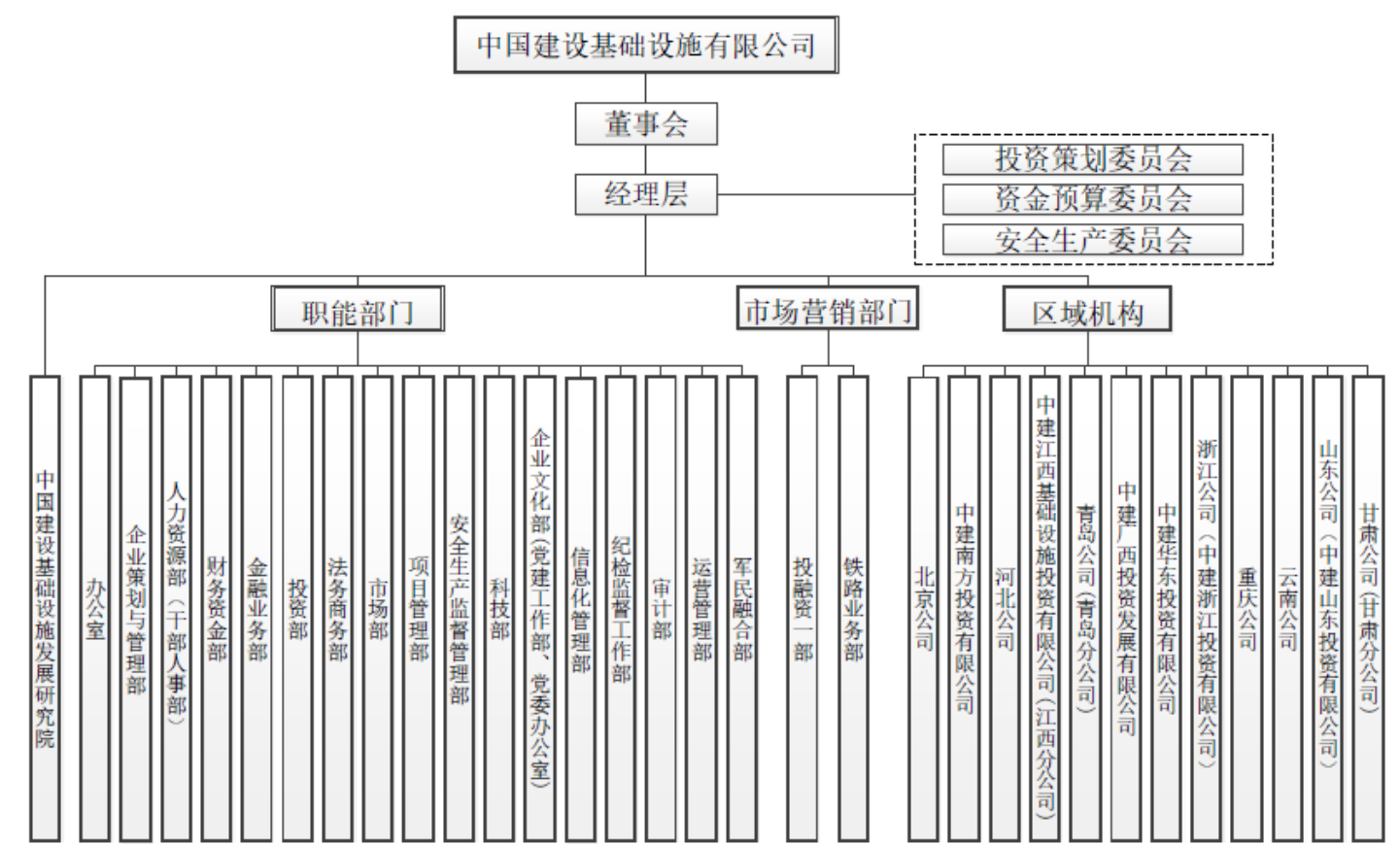
注：1.上表中财务数据基于公司披露的普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的中建基础 2017-2018 年审计报告、天职国际会计师事务所(特殊普通合伙人)审计并出具标准无保留意见的中建基础 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年半年财务报表；2、2020 年半年部分数据无法获取，采用“--”表示；3.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。

资料来源：公司审计报告，经标普信评调整及整理。

附录3： 评级对象股权结构图（截至 2020 年 9 月末）



附录4： 评级对象组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



附录5： 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 2020 年 7 月末，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。

附录6： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
利息费用 = 利息支出（报表数）+ 资本化利息 + 经营性租赁利息调整 + 优先股/永续债股利 + 其他调整
已付现金利息 = 现金利息支出 + 已付优先股/永续债股利
EBITDA（调整前）= 营业收入 - 营业成本 - （销售费用+管理费用+研发费用）+ 折旧及摊销 - 营业税金及附加 - 其他营业支出
EBITDA = EBITDA（调整前）+ 经营性租赁租金 - 资本化开发费用 + 资本化利息 + 长期股权投资现金股利 + 其他调整
EBIT = EBITDA - 折旧和摊销 - 经营性租赁折旧摊销调整 + 非经常性收入 + 其他调整
营运现金流（FFO）= EBITDA - 利息费用 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性净现金流（CFO）= 经营活动产生的现金流净额 - 资本化利息 + 经营性租赁折旧摊销调整 - 资本化开发费用 - 优先股/永续债股利 - 现金利息支出/收入 + 收到的股利 + 其他调整

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 - 资本化利息 - 资本化开发费用 + 其他调整

自由现金流 (FOCF) = 经营性净现金流 - 资本支出

可支配现金流 (DCF) = 自由现金流 - 普通股股利

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债（有息部分）+ 应付利息 + 其他短期有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款 + 预计负债中的对外担保及诉讼 + 其他长期有息债务

总债务 = 短期债务 + 长期债务 + 经营性租赁债务调整 - 超额现金 + 资产弃置费用债务调整 + 优先股/永续债 + 对外担保和诉讼 + 其他调整（如：保函、信用证等）

附录7： 信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险。
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。

注：除 AAA 级，CCC 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8： 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，并非是某种决策的结论和建议。

附录9： 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 2021 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、特殊或后续的伤害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、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）的附属企业。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。