

跟踪评级报告

中国建设基础设施有限公司

主体信用等级*: A_{spc+}; 展望: 稳定

2022年7月28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	9
财务风险	11
同业比较	13
流动性状况	15
过往债务履约情况	15
分项评估	17
附录	18

*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。

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} +	2022 年 7 月 28 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 2022 年 3 月末，公司控制的在执行 PPP 项目 23 个，项目总投资金额 1,303 亿元，参股 PPP 项目共计 26 个。公司 PPP 以外的主要投资项目共计 26 个，其中投融资带动总承包项目 20 个，计划资本金投入 190 亿元，累计回款 99 亿元；BT 项目共 5 个，已投资 23 亿元，累计回款 14 亿元。公司所投资项目的明细情况详见附件 1。

宏观经济与行业环境：进入 2022 年以来，国内部分地区疫情出现反复，经济活动受到影响，整体经济增速放缓。与此同时，供应链的中断和动荡的市场环境凸显了企业的再融资风险。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，基础设施投资仍是托底经济的重要手段之一，在保证国民经济稳定增长中起到重要作用。PPP 仍是我国基础设施建设项目开展的重要模式之一，项目质量将保持较高水平，规模将保持缓慢增长。同时，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，市场风险敞口可控。公司投资项目的所在地区综合实力尚可，虽然广西自治区内项目占比相对较高，但广西项目层级较高，因此区域集中度风险整体可控。另外，公司持续拓展新项目，进入稳定运营的项目较少，对业务状况形成了一定制约。公司杠杆率水平将呈上升趋势，然而由于回款规模上升，EBITDA 及项目回款对利息支出的覆盖倍数相对较高。同时，主要项目在进入运营期后的回款和运营收入可以相对较好地覆盖项目还本付息，另外公司良好的银企关系和本部较为充足的现金储备可以一定程度上应对项目回款不及时带来的还款压力。公司是中建股份的全资子公司，对中建股份的重要性为高。

重点信用指标：

	2021A	2022E	2023F
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	5.9	5.0-6.0	6.0-8.0
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	3.9	3.5-4.5	3.0-4.0
项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数（倍）	1.0-11.7		

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。项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数为 2022-2024 年各项目回款总额对贷款本息总额的覆盖倍数的区间。

中建基础主体信用质量在1700家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

注：红色代表近1700家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。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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”。公司遵循严格的投资纪律和投资政策，接受中建股份严格监管，投资项目的质量相对较高。公司所投资项目回报机制较好，项目回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主，市场风险敞口可控。同时，公司投资项目的所在地区综合实力尚可，虽然广西自治区内项目占比相对较高，但合作方是广西自治区政府，层级较高，因此区域集中度风险整体可控。另外，公司持续拓展新项目，进入稳定运营期的项目较少，未来回款的及时性存在一定不确定性。

财务风险：公司的财务风险“可控”。尽管随着项目建设的持续推进，公司债务规模将持续上升，其杠杆率水平将呈上升趋势，但随着进入运营期项目的增多，EBITDA 及项目回款对利息支出的覆盖倍数保持较好。公司项目在进入运营期后的回款和运营收入可以相对较好地覆盖项目还本付息，同时公司具有较好的财务韧性和良好的银企关系。

外部影响：公司对中建股份的重要性高。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职能。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。

同业比较：（2020-2021 两年平均值，百万元）

	中建基础	中交投资	中交城投	中铁建投资
营业收入	46,746	12,525	11,961	33,913
EBITDA	2,307	6,977	2,937	4,742
经调整总债务/EBITDA（倍）	10.6	9.9	3.8	20.1
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	2.2	2.7	5.2	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。

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。

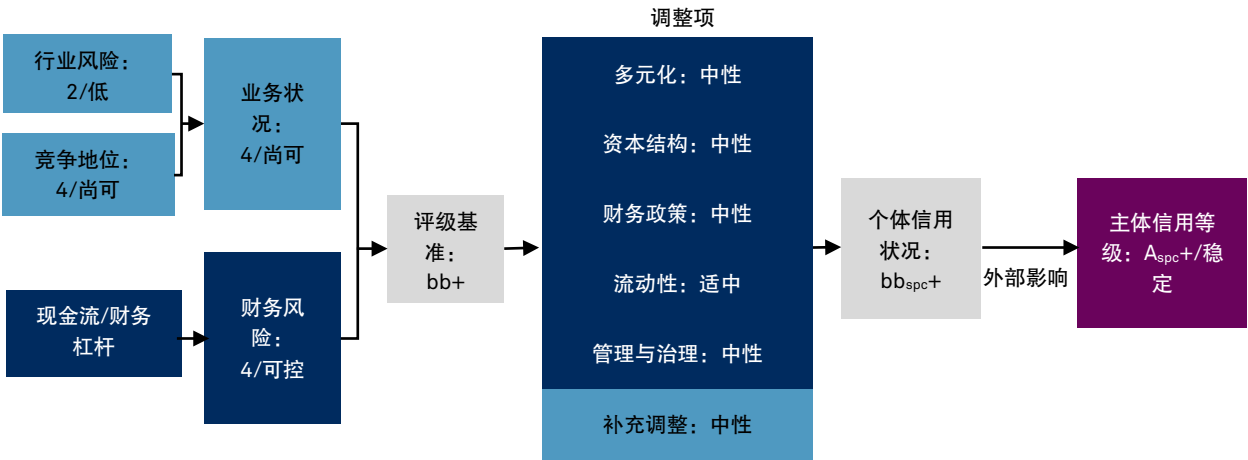
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

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} +	2022 年 7 月 28 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，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可控，所有项目的回报机制均为政府付费或可行性缺口补助。	
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

标普信评维持中建基础稳定的评级展望。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，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，可以获得中建股份稳定的集团支持。公司仍将持续执行严格的投资纪律和审批流程，投资项目的质量保持较高。随着新增项目的不断推进，公司的债务规模将持续增长，但随着公司早期 PPP 项目进入运营期，项目回款逐步到位，公司的财务风险仍将维持“可控”的水平。

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。这可能表现为：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、公司在中建股份体系内的重要性提升，对中建股份基础设施建设业务的统筹管理职能进一步增强。

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，公司未来项目更多的投至综合实力相对较弱的地区；2）项目运营效果不佳，项目回款受到严重影响。2、公司的财务风险上升且难以好转。造成这样的情况可能包括：1）公司的投资额大规模上升导致债务水平显著上升；2）项目回款对项目贷款的本息覆盖程度显著下降。3、公司获得的集团支持减弱，公司对于所投项目的财务管理权限发生重大变化，但我们认为在未来 24 个月内，这种情况发生的概率较低。

假设与预测

假设

- 2022-2023 年，公司以 PPP 项目建设为主的资本开支分别约 150-200 亿元和 200-250 亿元。
- 2022-2023 年，公司运营期 PPP 项目收到回款约 25-35 亿元。
- 2022-2023 年，公司每年需偿还项目贷款本息约 20-40 亿元。
- 2022-2023 年，中建基础以工程管理费及工程利润为主的 EBITDA 保持在每年 30-35 亿元。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2021A	2022E	2023F
经调整总债务/EBITDA（倍）	9.6	10.0-12.0	13.0-15.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	2.4	2.0-3.0	1.5-2.5
EBITDA 利润率（%）	6.2	6.0-7.0	6.0-7.0
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）	5.9	5.0-6.0	6.0-8.0
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	3.9	3.5-4.5	3.0-4.0
项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数（倍）		1.0-11.7	

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。项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数为 2022-2024 年各项目回款总额对贷款本息总额的覆盖倍数的区间。

调整后财务数据及指标

表2

调整后财务数据及指标（单位：百万元）				
	2019	2020	2021	2022.1-3
营业收入	43,282	47,952	45,539	10,307
EBITDA	1,971	1,797	2,817	--
利息支出	727	862	1,178	--
经调整总债务	11,323	20,894	26,964	--
EBITDA 利润率（%）	4.6	3.7	6.2	--

经调整总债务/EBITDA（倍）	5.7	11.6	9.6	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	2.7	2.1	2.4	--

注：财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”。“--”代表中期数据不可得。

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，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。

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
首次评级	A _{spc} +	稳定	2021 年 1 月 25 日	王可欣、张任远、王璜、任映雪	评级报告：中国建设基础设施有限公司，2021 年 1 月 25 日
跟踪评级	A _{spc} +	稳定	2021 年 9 月 27 日	王可欣、张任远、王璜、任映雪	评级报告：中国建设基础设施有限公司，2021 年 9 月 27 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，我们会对中建基础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。

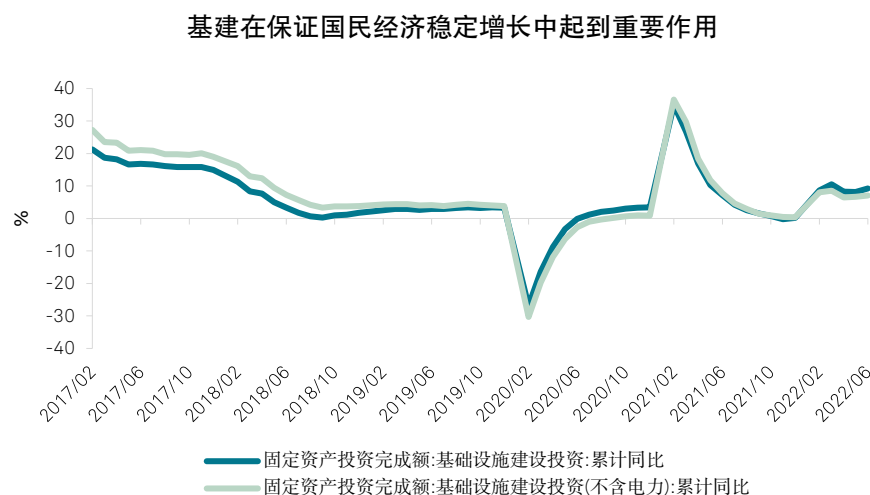
宏观经济与行业环境

2021 年，我国疫情得到持续有效控制，“双循环”经济增长结构不断改善，共同富裕和“双碳”等政策持续推进，全国经济呈现了较好的恢复性增长。进入 2022 年以来，国内部分地区疫情出现反复，经济活动受到影响，整体经济增速放缓，服务业因此受到严重冲击，工业生产也受到影响，但不及服务业严重。与此同时，供应链的中断和动荡的市场环境凸显了企业的再融资风险。我们相信，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，基础设施投资仍是托底经济的重要手段之一，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，2020 年和 2021 年全年基础设施投资完成额（不含电力）分别累计同比增长 0.9%和 0.4%。2022 年以来，中央多次强调加强基础设施建设，《政府工作报告》中提出围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资，中央预算内投资安排 6,400 亿元；中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设、构建现代化基础设施体系，并指出网络型基础设施、产业升级基础设施、城市基础设施、农业农村基础设施、国家安全基础设施等重点领域。资金支持方面，6 月 29 日召开的国务院常务会议决定通过发行金融债券等筹资 3,000 亿元，用于补充新基建在内的重大项目资本金。2022 年上半年，基础设施投资出现了较大幅度的增长。我们认为，基础设施建设仍将是未来经济平稳发展的主要驱动力，基础设施投资仍将保持增长。

基础设施投资仍是托底经济的重要手段之一，基础设施投资仍将保持增长。

图1



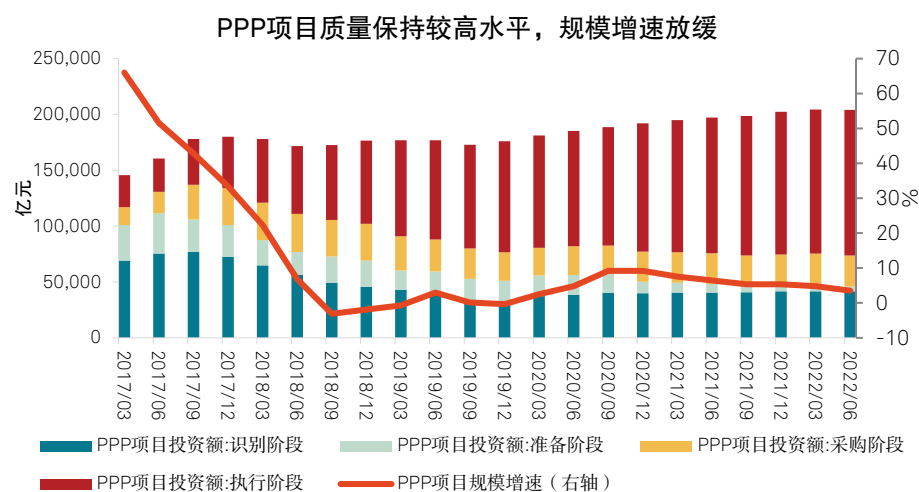
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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，项目质量将保持较高水平，规模将保持缓慢增长。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形债务，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。我们认为，国家对于 PPP 项目质量将持续监管，坚持严格的入库标准，对入库 PPP 项目将继续执行“可进可出”的动态管理机制，因此 PPP 项目质量将保持较高水平。然而，严格标准下项目数量的减少、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，以及地方政府专项债对于 PPP 项目的挤出效应将导致 PPP 项目规模增长趋缓。

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，项目质量将保持较高水平，规模将保持缓慢增长。

图2



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022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 项目对于它们仍属于新课题。随着越来越多的 PPP 项目进入运营期，建工企业将更多地着眼于已投资项目的后续管理。我们认为，前期投资过于激进，为了刺激短期订单而下沉投资、整体投资项目质量不佳的建工企业将面临较大的回款压力和偿债压力。此外，由于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 年，是中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）100%控股的二级子公司。

公司主要业务包括 PPP 项目投资、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：PPP 项目、投融资带动总承包项目以及工程总承包。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场上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，工程利润及投资收益可以形成对 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，以更好地反映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。跟踪期内，公司新增了 4 个广西壮族自治区高速公路 PPP 项目，带动控股 PPP 项目总投资显著上升。截至 2022 年 3 月末，公司控制的在执行 PPP 项目 23 个，项目总投资金额 1,303 亿元，参股 PPP 项目共计 26 个。公司 PPP 以外的主要投资项目共计 26 个，其中投融资带动总承包项目 20 个，计划资本金投入 190 亿元，累计回款 99 亿元；BT 项目共 5 个，已投资 23 亿元，累计回款 14 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，公司“尚可”的业务状况反映其严格的投资纪律和投资政策，所投资项目回报机制较好，市场风险敞口可控。同时，公司投资项目的所在地区综合实力尚可，虽然广西壮族自治区内项目占比相对较高，但合作方是广西壮族自治区政府，层级较高，因此区域集中度风险整体可控。另外，公司持续拓展新项目，进入稳定运营期的项目较少，未来回款的及时性存在一定不确定性。

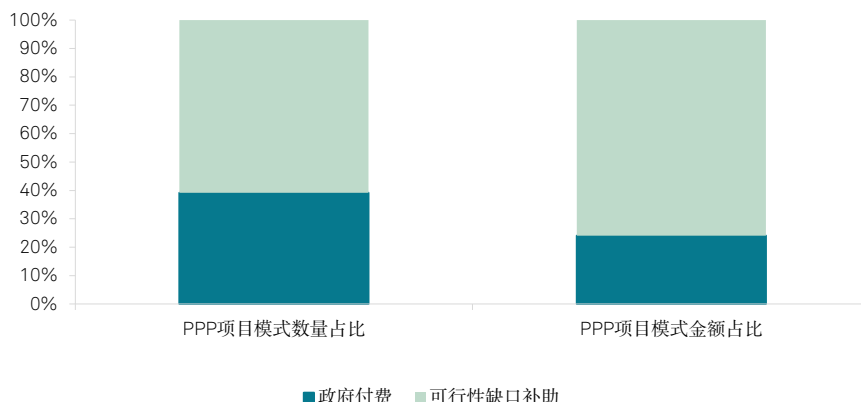
我们认为，公司制定了完善的投资审批政策和审批流程，并在执行层面保持了良好的投资纪律，投资项目均在中建股份的掌控之下，为所投资项目的整体质量提供了保障。从制度上，中建基础作为全资子公司在母公司相关制度的基础上制定了公司的投资政策。按照内部规定，所有投资项目均需要上报中建股份进行实质性审批，所有投资项目最终决策权在中建股份，中建股份不仅对是否投资进行决策，同时对投资金额、投资方式、融资额度及结构等方面进行风险把控。在严格的投资政策和投资纪律下，公司目前所有的 PPP 项目均纳入《财政部政府和社会资本合作中心》项目数据库，且 PPP 项目的政府付费和可行性缺口补助均纳入地方政府的财政预算。

我们认为，公司所投资项目的回报机制较好，市场敞口风险可控。截至 2022 年 3 月末，公司控制的 23 个 PPP 项目中，9 个项目为政府付费机制，合计总投资约 313 亿元，14 个为可行性缺口补助模式，总投资约为 990 亿元，不存在单纯的使用者付费模式。在 14 个可行性缺口补助模式的项目中，大部分项目的回款总额可以覆盖投入，少量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。

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3

中建基础实际控制的PPP项目中可行性缺口补助模式居多



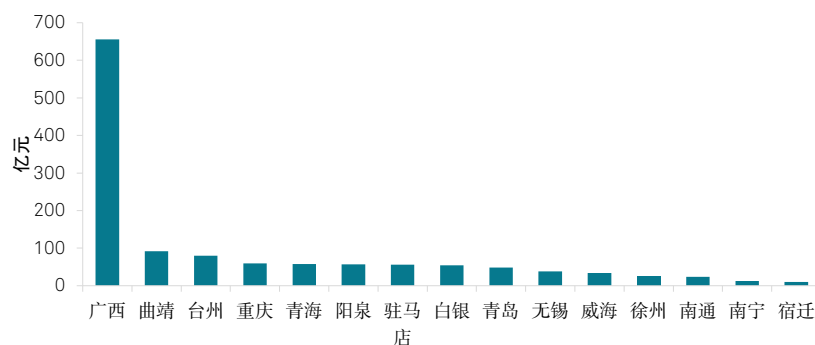
资料来源：公司提供，财政部政府和社会资本合作中心PPP项目库，标普信评。
 版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，跟踪期内公司投资规模和区域集中度均出现显著上升，公司投资项目所在地区的综合实力整体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。跟踪期内，公司新增加 4 个广西壮族自治区高速公路 PPP 项目，项目总投资 655 亿元，带动公司投资规模显著上升。同时广西壮族自治区项目总投资占公司控股 PPP 项目总投资的比重为 50%，项目区域集中度有所上升。对此我们认为，广西壮族自治区的项目合作方均为广西壮族自治区政府，层级较高，因此区域集中度风险整体可控。公司控制的 PPP 项目所在地区依然存在较大差异，部分地区综合实力强劲，但也有部分地区经济财政状况稍弱或债务率相对较高。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。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。

我们认为，公司投资项目所在地区的综合实力整体略高于全国平均水平，部分项目所在地区综合实力较强，但也有部分项目处于经济财政状况稍弱或债务负担较高的地区。

图4

中建基础实际控制PPP项目总投资规模分布



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。
 版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司的建设期项目占比较高，进入稳定运营的项目较少，未来回款情况存在一定的不确定性。公司在建项目规模较大，截至 2022 年 3 月末，公司控股 PPP 项目尚需投资金额超过 800 亿元，占公司控股 PPP 项目总投资比重超过 60%。公司的储备

项目总投资超千亿，并将持续推动新项目的落地，建设期项目占比将保持较高。对于进入运营期的项目，公司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以高质量的运营作为及时、全额取得政府约定回款的前提保障。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，但未来营运的效果、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。截至 2022 年 3 月末，公司控股的 23 个 PPP 项目中有 12 个项目进入运营或试运营，合计总投约 390 亿元，占其控股 PPP 项目总投资的 30%，公司预计在 2022 年下半年和 2023 年进入运营期的项目超过 5 个。2021 年公司控股 PPP 项目应收运营回款约 10 亿元，实际收到约 5 亿元，部分项目回款由于考核延迟、支付延迟等原因尚未收到。我们认为，公司大部分进入运营的项目均处于运营早期，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。

财务风险

标普信评认为，公司的财务风险“可控”。尽管随着项目建设的持续推进，公司债务规模将持续上升，其杠杆率水平将呈上升趋势，但随着进入运营期项目的增多，EBITDA 及项目回款对利息支出的覆盖倍数保持较好。公司项目在进入运营期后的回款和运营收入可以相对较好地覆盖项目还本付息，同时公司具有较好的财务韧性和良好的银企关系。

我们预计，公司的杠杆水平呈上升趋势。虽然随着工程量的增加，公司的施工利润和管理费将稳步上升，带动 EBITDA 的上升，但是公司的资本开支将带动债务水平以更快的速度增长。广西的 4 个高速公路 PPP 项目尚处于建设初期，截至 2022 年 3 月末尚需投资金额超过 650 亿元，将于未来 3-5 年内陆续投入。我们预计，2022 年和 2023 年，公司以 PPP 项目建设为主的资本开支分别为 150-200 亿元和 200-250 亿元。

尽管如此，我们预计随着公司的回款金额不断增加，EBITDA 及回款对利息的覆盖倍数能够保持较好水平。截至 2022 年 3 月末，公司已有 12 个项目进入运营或试运营，预计在 2022 年下半年和 2023 年进入运营期的项目超过 5 个，2022 年和 2023 年预期收到回款 25-35 亿元，形成对 EBITDA 良好的补充，（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数将维持在 3 倍以上。

我们认为，公司项目在进入运营期后的回款和运营收入可以相对较好地覆盖项目还本付息。公司大部分项目的政府回款可以覆盖项目本息，少量存在市场风险敞口的项目也能够凭借运营收入实现平衡，整体而言市场风险敞口可控。我们预计，2022 年-2024 年，进入运营期项目的保底回款均可以覆盖当年需要偿还的项目贷款本息。

同时我们认为，公司将保持较好的财务韧性。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。此外，公司再融资渠道畅通，即使部分项目出现回款不及时或依赖使用者付费的项目出现资金缺口，公司也能够凭借良好银企关系和本部较为充裕的资金池应对还款压力。截至 2022 年 3 月末，公司本部在主要金融机构获得授信额度将近 400 亿元，尚未使用授信额度超过 350 亿元。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023F
营业收入	43,282	47,952	45,539	2022-2023 年，公司以 PPP 项目建设为主的资本开支分别约 150-200 亿元和 200-250 亿元。 2022-2023 年，公司运营期 PPP 项目收到回款约 25-35 亿元。	
EBITDA	1,971	1,797	2,817		
营运现金流	1,103	738	1,255		
经营性现金流	-3,687	-7,357	-1,106		
利息支出	727	862	1,178		
经调整总债务	11,323	20,894	26,964		
所有者权益	14,847	19,002	21,139		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.7	11.6	9.6	10.0-12.0	13.0-15.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	2.7	2.1	2.4	2.0-3.0	1.5-2.5
将 PPP 项目预计项目回款调整至偿债现金流：					
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	5.7	7.8	5.9	5.0-6.0	6.0-8.0
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	2.7	3.1	3.9	3.5-4.5	3.0-4.0
项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数（倍）	1.0-11.7				

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，F 表示预测值。项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数为 2022-2024 年各项目回款总额对贷款本息总额的覆盖倍数的区间。所有者权益合计为不含永续债金额。

资料来源：公司提供资料，标普信评整理和调整。

表4

截至 2021 年末关键财务数据调整（单位：百万元）							
	总资产	总债务	所有者权益合计	EBITDA	EBITDA	利息支出	经营活动产生的现金流净额
报告值	28,902	4,983	16,845	1,993	1,993	174	814
标普信评调整							
盈余现金	-	-3,738	-	-	-	-	-
其他权益工具	-	1,943	-1,943	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	-	4	4	-	-
利息及股利收入	-	-	-	-	179	-	-
当期所得税	-	-	-	-	-252	-	-
利息支出	-	-	-	-	-174	-	-

其他权益工具股息或利息	-	-	-	-	-62	62	-62
现金利息支出	-	-	-	-	-	-	-174
实际控制但未纳入报表的项目调整	53,219	23,775	6,237	820	-434	943	-1,684
调整总额	53,219	21,981	4,294	824	-739	1,004	-1,919
标普信评调整值							
	总资产	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出	经营性现金流
调整后	82,121	26,964	21,139	2,817	1,255	1,178	-1,106

注：总债务=长期债务+短期债务。

资料来源：公司年报，公司提供资料，标普信评。

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。上述三家公司均为我国大型建筑央企下属主营投资业务的平台，我们认为它们在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

我们认为，中建基础的总资产规模处于可比公司中等水平。公司作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。中铁建投资是中国铁建股份有限公司旗下重要的投资平台，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综合实力处于可比公司中等水平，与中交投资相近，仍略弱于中交城投和中铁建投资，后两者的投资项目大多位于成都、宁波、温州、北京等地，地区经济及财政均较为强劲。

我们认为，中建基础与可比公司都处在从投资商转变为运营商的进程中，进入稳定运营的项目均较少，运营效果和回款的稳定性均有待观察。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 2020-2021 年的平均杠杆率和利息覆盖倍数在可比公司中处于中等水平。我们认为，中建基础和可比公司债务和营业收入均与项目投资结算进度相关，项目均具备回收期相对较长、项目回款与项目贷款还款相匹配的特点。

表5

经营情况				
	中建基础	中交投资	中交城投	中铁建投资
控股投融资项目运营区域数量	16	17	12	13
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	基础设施投资+城市综合开发
投融资项目前三大城市或省份	广西、曲靖、台州	南京、汕头、张家口	成都、宁波、温州	广西、成都、北京
项目所在区域综合实力	较好	较好	很好	很好
2021 年经营数据（单位：百万元）				
新签订单额	70,234	未披露	未披露	286,069
营业收入	45,539	13,269	11,987	35,516
长期应收款	5,046	22,093	12,852	7,343
长期股权投资	11,075	6,626	4,534	22,014
无形资产	5,088	15,763	151	48,775
其他非流动资产	27,804	42,006	5,343	21,803
资产总计	82,121	135,947	46,309	147,898

表6

财务情况比较（2020-2021 两年平均，单位：百万元）				
	中建基础	中交投资	中交城投	中铁建投资
营业收入	46,746	12,525	11,961	33,913
EBITDA	2,307	6,977	2,937	4,742
利息支出	1,020	2,628	561	3,683
营运现金流	996	3,368	1,866	1,202
经调整总债务	23,929	68,960	11,072	94,228
所有者权益	20,070	31,072	12,618	20,688
财务比率				
经调整总债务/EBITDA（倍）	10.6	9.9	3.8	20.1
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	2.2	2.7	5.2	1.3
营运现金流/经调整总债务（%）	4.1	4.9	16.8	1.3
营运现金流覆盖倍数（倍）	2.0	2.3	4.3	1.3

注：中建基础数据包含我们将表外项目调整至表内后的数据。中交投资、中交城投以及中铁建投资三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，中铁建投资项目数据截至 2021 年末，其他公司截至 2022 年 3 月末。

资料来源：公开信息，标普信评。

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，项目贷款基本全部落实，可以满足投资要求。此外，随着进入运营的项目逐渐增多，项目贷款还本需求增大，可以通过回款、建设收益和自有资金满足。

表7

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 亿元；	未来 12 个月，公司债务到期本息合计约 25-35 亿元；
已有项目贷款尚未提用总计约 190 亿元；	未来 12 个月，以 PPP 项目建设为主的资本开支总计约 200 亿元；
未来 12 个月，工程管理现金利润约 30-35 亿元；	未来 12 个月，公司向母公司分红 5-6 亿元。
未来 12 个月，运营期 PPP 项目以及投融资带动等项目合计收到回款约 25-35 亿元。	

注：数据截止至 2022 年 6 月末。

数据来源：公司提供，经标普信评整理及调整。

表8

债务到期分布情况	
年份	金额（单位：百万元）
2022 年下半年	529
2023	4,444
2024	2,670
2025	2,018
2026 年及以后	26,383
合计	36,044

注：数据截止至 2022 年 6 月末。

资料来源：公司提供，经标普信评调整

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，2018-2021 年末，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。

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，能够获得稳定的集团支持。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为高，主要体现在以下几方面：

- 中建基础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，并且后者在执行过程中持续跟踪项目进展。严格的投资审批和持续的系统性管控使得中建股份有能力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。
- 2022 年中建股份进一步明确了中建基础引领、带动中建股份基础设施业务发展的职能和定位。我们认为这一举措反映了基础设施业务是中建股份重要的战略方向，中建基础仍将作为中建股份基础设施业务的重要执行载体，推动中建股份基础设施业务的发展。

整体来看，我们维持中建基础对中建股份“高”的重要性，并维持中建基础主体信用等级为 A_{spc+}。

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

附录

附录1： 公司主要投资项目

截至 2022 年 3 月末控制的 PPP 项目明细					
项目名称	PPP 是否 入库	是否进入运营（含 部分运营）	所在城市或省份	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	是	驻马店	34.5	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	是	台州	49.1	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	试运营	白银	54.5	可行性缺口补助
徐州市地下综合管廊 PPP 项目	是	是	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	是	无锡	38.0	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	4.9	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	是	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	是	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	试运营	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
青海省加定至西海公路工程 PPP 项目 JX-2 标段	是	否	青海	58.0	可行性缺口补助
梧州至乐业公路广宁经苍梧至昭平（广西段）项目	是	否	广西	197.0	可行性缺口补助
广西灌阳（湘桂界）至天峨（下老）公路（江永至桂林（广西段）一期工程 PPP 项目	是	否	广西	107.0	可行性缺口补助
广西龙胜-峒中口岸公路（上林至南宁段）PPP 项目	是	否	广西	135.3	可行性缺口补助
广西从江-融安-荔浦公路（融安经永福至阳朔段）PPP 项目	是	否	广西	216.1	可行性缺口补助

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 2022 年 3 月末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）
青岛地铁 8 号线融投资带动总承包项目	投融资带动总承包	1.1
太中银铁路股权投资项目	投融资带动总承包	10.0
台州沿海高速公路 FCP+PPP 项目	投融资带动总承包	12.7
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融投资带动总承包项目	投融资带动总承包	7.7

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
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
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
山东省济南市京沪高速济南连接线融投资带动总承包项目	投融资带动总承包	9.3
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	投融资带动总承包	0.3
武汉四环线西段融投资带动总承包项目	投融资带动总承包	3.1
内蒙古高速公路股权投资带动施工总承包项目	投融资带动总承包	20.0
广东省佛山市轨道交通三号线特许经营项目	投融资带动总承包	8.0
河北省太行山等高速公路项目包（一）政府与社会资本合作（PPP）项目	投融资带动总承包	23.3
石家庄市高速公路（西阜、津石、平赞、石衡）PPP 项目	投融资带动总承包	18.0
沧州北京现代汽车产业园融投资带动施工总承包项目	投融资带动总承包	1.0
郑州轨道交通 3 号线 PPP+施工总承包项目	投融资带动总承包	12.7
徐州市城市轨道交通 3 号线一期工程 PPP 项目	投融资带动总承包	20.9
芳村至白云机场城际项目	投融资带动总承包	0.2
深惠城际铁路 2 标前海保税区至坪地段项目	投融资带动总承包	0.3
基础设施事业部徐州市城市轨道交通 1 号线一期工程 PPP 项目	投融资带动总承包	30.0
唐山市遵曹公路融投资建造项目	BT	8.6
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
梧州市 207 国道、藤龙大道融投资建造项目	BT	2.3
徐州市观音机场二期扩建工程项目	BT	7.2
南昌市沿江中南大道南延工程融投资建造项目	BT	6.4
江西省“十三五”水运项目	其他	12.5

数据来源：公司提供、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）

	2019	2020	2021	2022.1-3
货币现金和交易性金融资产	5,222	5,961	7,477	8,572
固定资产	14	257	338	334
资产总计	23,400	28,661	28,902	29,977
短期借款	-	950	601	-
应付票据及应付账款	2,518	3,185	3,225	3,486
一年内到期的非流动负债	1,274	50	259	211
长期借款	4,597	5,593	4,325	5,153
应付债券	-	-	-	-
所有者权益合计	11,681	14,718	16,845	17,439
营业总收入	4,359	10,465	14,039	3,433
营业成本	3,283	8,740	11,695	2,690
销售费用	-	-	-	-
管理费用	259	304	322	80
财务费用	229	276	83	16
投资收益	90	-31	119	15
利润总额	575	720	1,993	647

净利润	417	564	1,722	594
经营活动现金流入小计	8,983	17,032	18,893	2,775
经营活动现金流出小计	8,943	17,833	18,079	2,959
经营活动产生的现金流量净额	40	-802	814	-184
投资活动现金流入小计	400	2,118	1,720	1,169
投资活动现金流出小计	506	3,429	1,921	71
投资活动产生的现金流量净额	-106	-1,311	-201	1,098
筹资活动现金流入小计	1,768	6,623	2,611	851
筹资活动现金流出小计	798	3,772	1,708	671
筹资活动产生的现金流量净额	971	2,851	902	180

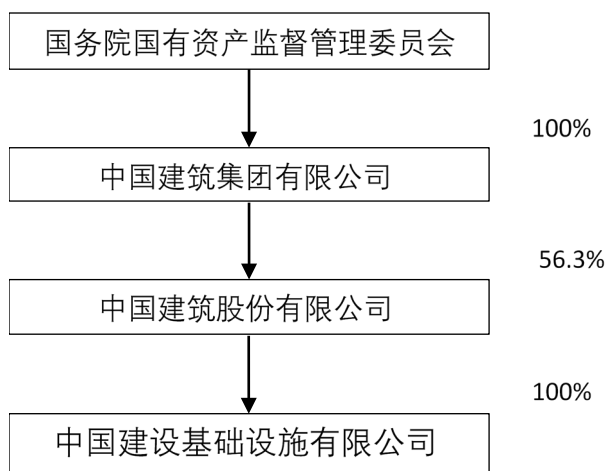
调整后财务数据及指标

	2019	2020	2021	2022.1-3
营业收入	43,282	47,952	45,539	10,307
EBITDA	1,971	1,797	2,817	--
营运现金流	1,103	738	1,255	--
经营性现金流	-3,687	-7,357	-1,106	--
利息支出	727	862	1,178	--
经调整总债务	11,323	20,894	26,964	--
所有者权益	14,847	19,002	21,139	--
EBITDA 利润率(%)	4.6	3.7	6.2	--
经调整总债务/EBITDA(倍)	5.7	11.6	9.6	--
营运现金流/经调整总债务(%)	9.7	3.5	4.7	--
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	2.7	2.1	2.4	--
营运现金流利息覆盖倍数(倍)	2.5	1.9	2.1	--

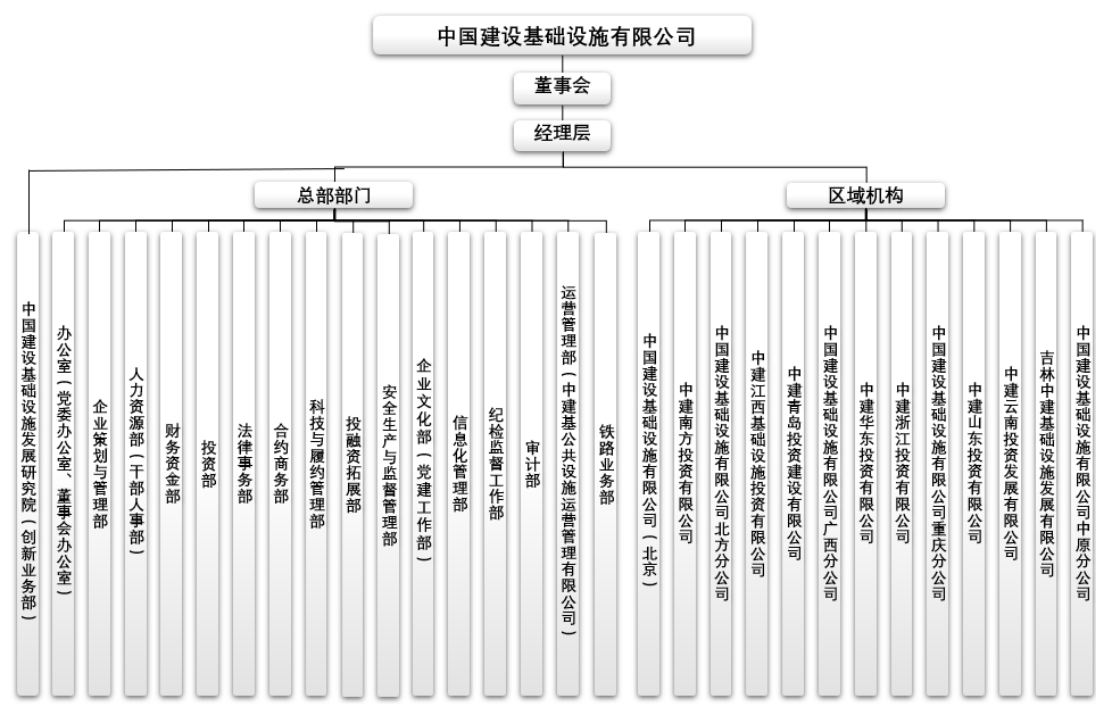
注：1.上表中财务数据基于公司披露的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的中建基础 2019-2021 年审计报告，2019 和 2020 年数据采用重述值；2.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。3. “--”代表数据不可得。

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 2022 年 6 月末）



附录4： 评级对象组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



附录5： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）=营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流=EBITDA-利息支出+利息及股利收入-当期所得税+其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流量净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+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+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+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，CCC_{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 2022 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。