

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

2022年11月17日

分析师：

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

任映雪 010-65166037；Yingxue.ren@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.....	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.....	15
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
中建丝路建设投资有限公司	主体信用等级	A _{spc}	2022年11月17日	稳定

行业划分：交通基础设施

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工程建设业务的发展。公司主要的收入和利润来源于管理费、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，管理费和工程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 7 月末，公司实际控制 7 个在执行 PPP 项目，项目总投资金额约 404 亿元。

宏观经济与行业环境：我们认为，基础设施投资将对稳定国民经济增长起到重要作用。PPP 仍是发展基础设施建设的重要模式之一，但投资增速将趋于平缓。随着 PPP 投资进入下半场，投资方将更多着眼于已投项目的后续运营管理。目前全行业内进入稳定运营的 PPP 项目仍较少，政府付费或可行性缺口补助到位的及时性尚待时间验证。疫情反复及地方政府财政压力将对项目回款的及时性构成挑战，区域实力偏弱、对手方政府层级较为下沉的项目或受影响更甚。

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，所投项目的质量相对较高，所有控制的 PPP 项目均纳入财政部项目管理库，项目回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主。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，目前回款情况基本符合预期，预计回款金额将保持上升。我们也关注到，公司的项目大部分仍处于运营初期，持续运营能力及回款稳定性尚待时间检验。此外，公司所投项目均集中在西安市。西安市的经济财政实力强，但债务负担较重，财政较为依赖土地出让收入。疫情反复及地区财政收入承压等因素也将对回款的及时性构成潜在挑战。

财务风险：公司的财务风险维持“可控”。公司所控制的 PPP 项目大部分处于运营初期，尚未开始集中还贷，且仍有一定资本开支需求，带息债务规模及杠杆比率总体将维持较高。但 EBITDA 及项目回款合计能够充分覆盖利息支出，利息覆盖倍数将随回款的增加而改善。依托良好的银企关系，公司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，应对项目回款不及时带来的还款压力。

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。较高的区域集中度使项目回款或同时受地区政策变动或财政压力的影响，也使业务开展受到地区项目投资容量的制约。

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区域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，因此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。

重点信用指标：

	2021A	2022E	2023F
经调整总债务 / (EBITDA+项目回款) (倍)	9.4	8.0-10.0	8.0-10.0
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	2.2	2.0-2.5	2.5-3.0
项目回款对项目贷款本息覆盖倍数 (倍)		1.2-4.5	

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。项目回款对项目贷款本息覆盖倍数为 2022-2026 年期间各项目预计覆盖倍数的最小值区间。

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）

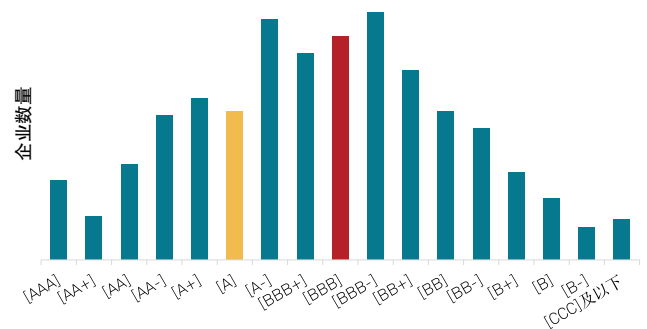
管理与治理：中性（无影响）

补充调整：下调（-1）

个体信用状况：bb_{spc}

外部影响：+6

中建丝路主体信用质量在约1700家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置



注：红色代表约1700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。潜在主体信用质量分布出自：《压力下发债企业面临一定挑战 | 标普信评2022年中期行业展望》，2022年8月3日。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同业比较：（2020-2021 两年平均值，百万元）

	中建丝路	中交投资	中交城投	中铁建设投资
营业收入	9,570	12,525	11,961	33,913
EBITDA	775	6,977	2,937	4,742
经调整总债务/EBITDA (倍)	27.6	9.9	3.8	20.1
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.8	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，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。

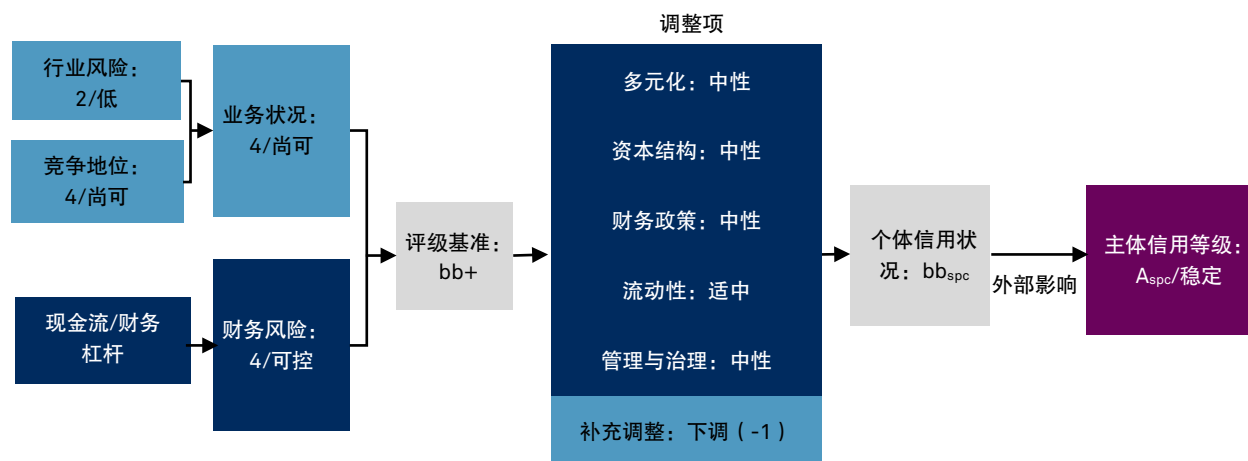
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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}	2022 年 11 月 17 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。	目前公司所控制的 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，所有项目的回报机制均为政府付费或可行性缺口补助，市场风险敞口较小。	大部分项目处于运营初期，运营效果及回款及时性尚待时间检验。由于尚未进入集中还贷期，公司的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

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 项目已进入运营状态，随着项目运营趋于稳定，回款金额将逐步增加。尽管公司的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，利息覆盖倍数随回款增加而改善。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：若出现下列情形时，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持续保持稳定，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

- 2022-2023年，公司以PPP项目建设为主的资本开支每年30-40亿元。
- 2022年，进入运营期的PPP项目收到回款16-19亿元；2023年，收到回款25-35亿元。
- 2022-2023年，公司以工程管理费为主的EBITDA将保持在8-10亿元。
- 2022-2023年，PPP项目每年贷款还本付息约14-20亿元。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2021A	2022E	2023F
经调整总债务/EBITDA (倍)	29.9	29.0-32.0	29.0-32.0
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)	9.4	8.0-10.0	8.0-10.0
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	2.2	2.0-2.5	2.5-3.0
项目回款对项目贷款本息覆盖倍数 (倍)		1.2-4.5	

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。项目回款对项目贷款本息覆盖倍数为2022-2026年期间各项目预计覆盖倍数的最小值区间。

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	7,525	9,053	10,087	3,559
EBITDA	776	758	793	--
项目回款	-	2	1,737	--
经调整总债务	13,680	19,215	23,706	--
EBITDA 利润率 (%)	10.3	8.4	7.9	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	17.6	25.3	29.9	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.3	1.0	0.7	--
经调整总债务/(EBITDA+项目回款) (倍)	17.6	25.3	9.4	--
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.3	1.0	2.2	--

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—通用评级方法，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，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）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	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
跟踪评级	A _{spc}	稳定	2021年9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，2021年9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

2021年，中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，中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。

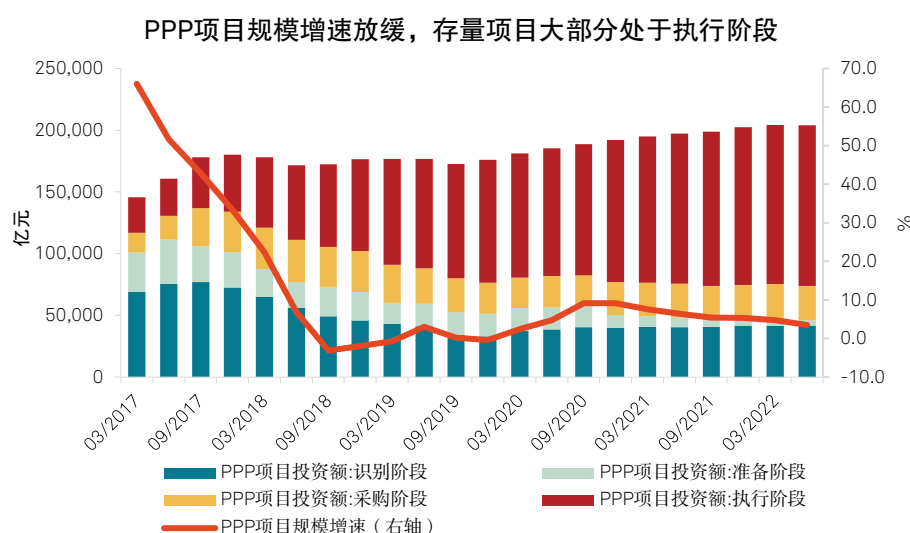
我们认为，基础设施投资是托底经济的重要手段之一，对稳定国民经济增长起到重要作用。2022年以来，中央多次强调加强基础设施建设，《政府工作报告》中提出围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资，中央预算内投资安排6,400亿元；中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设、构建现代化基础设施体系，并指出网络型基础设施、产业升级基础设施、城市基础设施、农业农村基础设施、国家安全基础设施等重点领域。2022年1-6月，国内生产总值同比增长2.5%，固定资产投资完成额累计同比增长6.1%，其中基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长7.1%，基建投资已成为当下稳定经济增长的重要抓手。

我们认为，PPP仍是发展基础设施建设的重要模式之一，但投资增速将趋于平缓。项目入库标准趋严、部分地区PPP财政支出趋近监管红线、地方政府专项债的挤出效应等诸多因素导致PPP投资规模增长趋缓。

我们预计，随着PPP投资进入下半场，投资方将更多着眼于已投项目的后续运营管理。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项目仍属于新课题。由于全市场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到位的及时性仍有待时间检验。

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

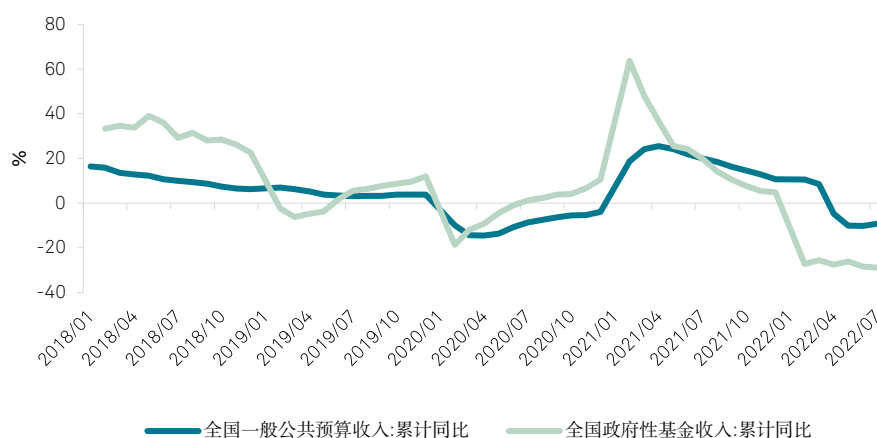


我们预计，疫情影响及地方政府财政压力或将对 PPP 项目回款的及时性构成挑战，区域实力偏弱、对手方政府层级较为下沉的项目或受影响更甚。对于 PPP 投资方，项目质量的把控和流动性管理能力是维持信用质量稳定的关键。2022 年以来，受疫情反复及土地市场低迷等多重因素影响，全国财政收入承受下行压力。2022 年 1-7 月，全国一般公共预算收入同比下降 9.2%，政府性基金收入同比下降 28.9%。区域财政压力或将对 PPP 项目回款的及时性构成影响，不同区域或层级的项目所受冲击程度不一。前期投资过于激进，为了刺激短期订单而下沉投资、整体投资项目质量不佳的 PPP 投资方将面临较大的回款压力。此外，未来 PPP 项目回款出现延迟的机率有可能普遍上升，这将对企业的流动性管理和再融资能力提出更大的挑战。良好的银企关系及金融资源有助于企业在回款不及预期的情况下合理调整贷款还款计划，或及时安排再融资接续。

我们预计，疫情影响及地方政府财政压力或将对 PPP 项目回款的及时性构成挑战，区域实力偏弱、对手方政府层级较为下沉的项目或受影响更甚。

图2

2022年全国财政收入下行压力较大



资料来源：财政部，Wind，标普信评。
版权©2022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。中建丝路与中建股份西北区域总部按照“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建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，再分包给中建股份系专业工程局。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，工程利润也可以对 PPP 项目贷款还款来源进行有效补充。

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、目前并未纳入报表中的项目拥有项目投资、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情况，除特殊说明外，均按上述口径执行。截至 2022 年 7 月末，公司控制的在执行 PPP 项目为 7 个，项目总投资金额约 404 亿元；公司所投资项目的明细情况详见附表 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，市场化收入敞口较小。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，目前回款情况基本符合预期，预计回款金额将保持上升。我们也关注到，公司的项目大部分仍处于运营初期，持续运营能力及回款稳定性尚待时间检验。目前公司所投项目全部集中于西安市，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。疫情反复及地区财政收入承压等因素或将对回款的及时性构成潜在挑战。

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，所有投资项目均需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》项目管理库，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 2022 年 7 月末，公司控制的 7 个 PPP 项目中，1 个项目为政府付费机制，总投资约 16 亿元；可行性缺口补助机制项目 6 个，总投资约 388 亿元，不存在单纯的使用者付费模式。在 6 个可行性缺口补助模式的项目中，PPP 合同约定的保底回款金额可以覆盖项目投资。对于极少数存在市场运营敞口的项目，公司通过与专业第三方商业物业运营公司签订长期租约的方式，转嫁市场运营风险。这样的回报机制决定了公司的回款更多依靠纳入财政预算的政府回款，不易受到项目实际收费或市场波动的影响。

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，目前回款情况基本符合预期。随着项目运营的持续推进，未来 1-2 年回款金额将逐步增加。截至 2022 年 7 月末，公司实际控制的 7 个 PPP 项目中，海绵城市、三甲医院 2 个项目尚处于建设期，沪灞右岸项目处于“在建+部分运营”状态，其余 4 个项目已进入部分运营阶段，进入部分运营项目的总投资占比约 70%。跟踪期内，项目回款情况基本符合公司的预期。2021 年，公司预计收到项目回款 17.9 亿元，实际收到项目回款 17.4 亿元；2022 年，公司预计收到回款 19.1 亿元，上半年已收到回款 16.5 亿元；2023-2024 年，随着项目进入全面运营，公司预计每年回款将达到 30-40 亿元。我们认为，虽然公司的 PPP 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额度直接相关。高质量的项目运营是

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，且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，公司的基础设施投资业务正经历由“建设”向“运营”切换的阶段，大部分项目已进入运营期并开始收到回款，目前回款情况基本符合预期。

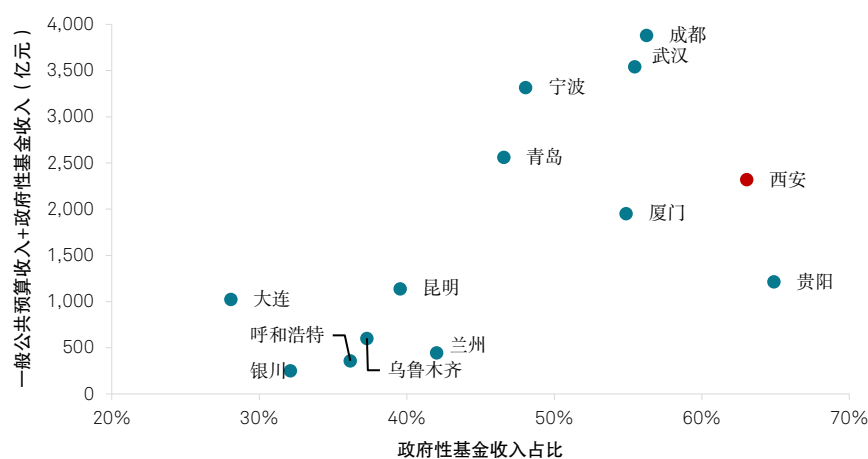
及时、全额取得政府约定的回款或可行性缺口补助的前提保障。公司已经成立了专门的运营部门负责项目的运营管理，并针对主要基础设施类型制定了不同的运营指引，对项目的运营回款情况进行严格、高频的跟踪监控。我们关注到，公司的 PPP 项目大部分处于运营初期，回款规模仍在上升期，公司的持续运营能力及回款稳定性尚待时间检验。

我们预计，疫情反复及地区财政压力等外部因素或将对项目回款的及时性构成潜在挑战。公司所有在执行 PPP 项目均集中在西安市。西安市是西北地区的核心城市，经济实力极佳，财政平衡情况优秀，但债务负担相对较重，财政对政府性基金收入的依赖程度相对较高。2022 年以来土地市场低迷对区域综合财力构成较大压力，上半年西安市成交土地总价同比下跌近 40%。我们预计，疫情及财政承压等因素有可能进一步拉长公司从项目施工到运营回款的各个环节，有可能导致整体回款节奏放缓。

我们认为，疫情反复及地区财政压力等外部因素或将对项目回款的及时性构成潜在挑战。

图3

可比城市财力及政府基金收入占比（2021年）



注：政府性基金收入占比=政府性基金收入/(一般公共预算收入+政府性基金收入)

资料来源：Wind，各地政府，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，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。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。两家公司将在业务拓展、企业管理、人才交流等方面展开深入的协同联动，并获得中建股份的大力支持。依托战略性协同联动，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。目前，两家企业正在积极部署推动一批新项目落地。但我们认为，战略性协同联动对公司业务的影响取决于新投资项目的质量、新布局区域的综合实力，以及实际落地的投资规模与现有投资体量的对比等因素，协同联动的效果有待进一步跟踪观察。

我们认为，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进一步跟踪观察。

财务风险

标普信评认为，中建丝路的财务风险维持“可控”。公司所控制的 PPP 项目大部分处于运营初期，尚未开始集中还贷，且仍有一定资本开支需求，带息债务规模及杠杆比率总体将维持高位。但 EBITDA 及项目回款合计能够充分覆盖利息支出，利息覆盖倍数将随回款的增加而改善。依托良好的银企关系，公司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，应对项目回款不及时带来的还款压力。

我们预计，随着在手PPP项目逐步由“建设”转入“运营”，公司的带息债务规模将逐步见顶，但大部分项目尚未开始集中还贷，带息债务规模及杠杆率水平仍将维持高位。截至2022年7月末，公司控制的7个PPP项目中，2个处于建设期，1个处于“在建+部分”运营状态，上述项目预计于2022-2024年投入运营；另外4个项目已进入部分运营，在手项目仍会产生一定资本开支。截至2022年7月末，PPP项目总投资约为404亿元，贷款总需求约330亿元，贷款已到位258亿元，尚需提取贷款约60-70亿元。我们预计，2022-2023年在建PPP项目的资本开支每年约30-40亿元，较建设高峰期每年60-80亿元的投入有所回落。随着建设期进入尾声，公司的带息债务规模或将于2023-2024年达到峰值。2021年及2022年上半年，公司没有新签PPP项目，后期资本开支将呈收敛态势。随着项目回款逐步到位，叠加资本开支回落，公司以“经调整总债务/(EBITDA+项目回款)”衡量的杠杆水平将从2020年的超过20.0倍，回落到8.0-10.0倍的区间。

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，利息覆盖倍数将随回款的增加而改善。2022-2023年，运营期项目预计每年收到回款16-35亿元，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，EBITDA及项目回款合计对利息支出的覆盖倍数将维持在2.0-3.0倍，呈改善趋势。

我们认为，公司的项目贷款到期安排与项目回款计划高度匹配，且贷款还款计划具备一定灵活调整的空间。凭借良好的银企关系及再融资能力，公司能够通过与银行协商调整还款计划等方式主动管理债务到期，平滑偿债压力，应对回款计划调整或回款延迟所带来的流动性压力。因疫情及回款计划调整，公司已对部分项目贷款的还本计划进行了合理调整，保持贷款到期高度匹配回款计划，并将2022-2024年间的还本金额控制在较低水平，为运营初期的回款和还款衔接预留了充足的空间，提前管控了流动性压力。此外，公司本部在集团财务公司及金融机构具备一定授信额度储备，能够补充流动性来源。截至2022年7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63亿，尚未使用授信额度约63亿。

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	7,525	9,053	10,087	以PPP项目建设为主的资本开支每年约30-40亿元。 以工程管理费为主的经调整后EBITDA将保持在8-10亿元。	
EBITDA	776	758	793		
项目回款	-	2	1,737		
利息支出	576	796	1,125		
经调整总债务	13,680	19,215	23,706		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	17.6	25.3	29.9	29.0-32.0	29.0-32.0
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	1.3	1.0	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）	17.6	25.3	9.4	8.0-10.0	8.0-10.0

(EBITDA+项目回款)利息覆盖倍数(倍)	1.3	1.0	2.2	2.0-2.5	2.5-3.0
项目保底回款对债务本息覆盖倍数(倍)	1.2-4.5				

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。项目回款对项目贷款本息覆盖倍数为2022-2026年期间各项目预计覆盖倍数的最小值区间。

资料来源：公司提供资料，标普信评整理和调整。

表4

中建丝路财务数据调整-截至2021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	4,991	1,072	3,156	213	21
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	-	-1,623	-	-	-
折旧摊销调整	-	-	-	-	-
实际控制但未纳入报表的项目调整	45,411	24,258	2,507	579	1,104
调整总额	45,411	22,635	2,507	579	1,104
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	50,402	23,706	5,662	793	1,125

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”)和中国铁建投资集团有限公司(以下简称“中铁建投资”)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区域市场，成立日期相对较短，在执行投资项目的数量相对较少。我们认为，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、项目风险控制能力、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，可比公司的 PPP 项目大部分处于建设期或运营初期，进入稳定运营期的项目数量较少，各家公司在此方面差异不大。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。这些公司对 PPP 及其他投融资项目的运营能力仍有待时间检验。项目所处区域财政实力的差异、经济活动受疫情影响的程度等因素也将影响项目回款的及时性。

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的趋势与项目回款、还贷情况。我们预计，未来 1-2 年中建丝路的项目回款将逐步增加，资本开支压力缓和，杠杆水平有所回落。

表5

经营情况				
	中建丝路	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	1	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	西安	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	17,291	未披露	未披露	286,069
营业收入	10,087	13,269	11,987	35,516
长期应收款	277	22,093	12,852	7,343
长期股权投资	1,355	6,626	4,534	22,014
无形资产	7,414	15,763	151	48,775
其他非流动资产	27,910	42,006	5,343	21,803
资产总计	50,402	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）				
	中建丝路	中交投资	中交城投	中铁建投资
营业收入	9,570	12,525	11,961	33,913
EBITDA	775	6,977	2,937	4,742
利息支出	960	2,628	561	3,683
经调整总债务	21,461	68,960	11,072	94,228
所有者权益	5,221	31,072	12,618	20,688
经调整总债务/EBITDA（倍）	27.6	9.9	3.8	20.1
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	2.7	5.2	1.3

注：中建丝路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项目建设的资金投入、项目贷款还本付息；主要的资金来源是运营期项目回款、项目贷款授信及工程管理利润。公司在建项目的贷款已全部落实到位，银行授信能够满足项目建设的资本开支需求。PPP项目的预计回款基本能够覆盖一年内到期的贷款及利息支出。此外，工程管理利润、在手货币资金也对流动性来源构成补充。

表7

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物约45-50亿元；	未来12个月，公司债务本息到期规模约18-20亿元；
已有项目贷款尚未提用总计约40-50亿元；	未来12个月，以PPP项目建设为主的资本开支总计约30-40亿元；
未来12个月，运营期PPP项目回款约16-20亿元；	未来12个月，公司向母公司分红2-4亿元。
未来12个月，工程管理现金利润约8-10亿元。	

注：数据截止至2022年3月末。

数据来源：公司提供，经标普信评整理及调整。

表8

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
2022	1,847
2023	1,425
2024	2,195
2025	2,456
2026 及以后	28,071
合计	35,994

注：截至2022年7月末。

资料来源：公司提供，经标普信评整理及调整。

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。我们认为，较高的区域集中度一方面使项目回款可能同时受到

地区政策变动或财政压力的影响，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2022年8月5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56.3%。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，中建股份的潜在主体信用质量维持极强。

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。2021年，公司收到中建股份增资，注册资本由20亿元增加至30亿元，实收资本由18亿元增加至28亿元。
- 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。因此投资业务对中建股份的重要性并未到达极高程度。

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 2022 年 7 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	16.3	2018-01-29	尚未进入运营	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	部分进入运营	可行性缺口补助
浐灞右岸	是	浐灞生态区	西安	73.6	2019-06-10	在建+部分运营	可行性缺口补助
合计				403.8			

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）

	2019	2020	2021	2022.1-3
货币现金和交易性金融资产	1,145	1,595	2,165	1,707
固定资产	2	3	4	4
资产总计	1,418	3,170	4,991	5,098
短期借款	-	501	300	-
应付票据	-	-	70	54
一年内到期的非流动负债	-	0	10	11
长期借款	-	113	674	800
应付债券	-	-	-	-
所有者权益合计	1,381	1,950	3,156	3,220
营业总收入	272	430	2,765	1,014
营业成本	14	103	2,372	924
销售费用	-	-	-	-
管理费用	66	95	94	8
财务费用	-15	-13	1	8
利润总额	210	221	199	67
净利润	179	185	156	56
经营活动现金流入小计	282	1,424	2,211	667
经营活动现金流出小计	121	1,342	2,677	945
经营活动产生的现金流量净额	161	82	-466	-278
投资活动现金流入小计	256	6	17	-
投资活动现金流出小计	294	624	373	5
投资活动产生的现金流量净额	-38	-619	-356	-5

筹资活动现金流入小计	333	1,077	1,912	134
筹资活动现金流出小计	-	85	520	308
筹资活动产生的现金流量净额	333	992	1,392	-175

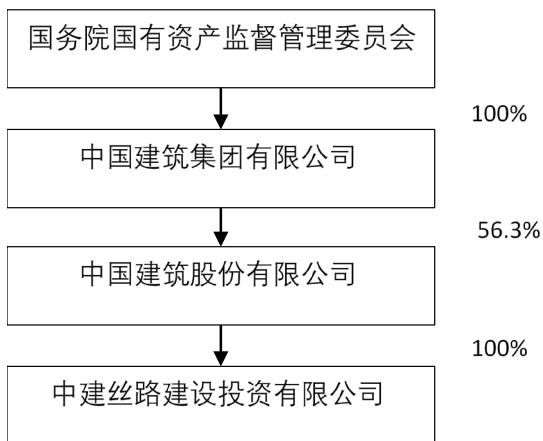
调整后财务数据及指标

	2019	2020	2021	2022.1-3
营业收入	7,525	9,053	10,087	3,559
EBITDA	776	758	793	--
项目回款	-	2	1,737	--
经调整总债务	13,680	19,215	23,706	--
EBITDA 利润率 (%)	10.3	8.4	7.9	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	17.6	25.3	29.9	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.3	1.0	0.7	--
经调整总债务 / (EBITDA+项目回款) (倍)	17.6	25.3	9.4	--
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.3	1.0	2.2	--

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 2020-2021 年审计报告及 2022 年第一季度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。

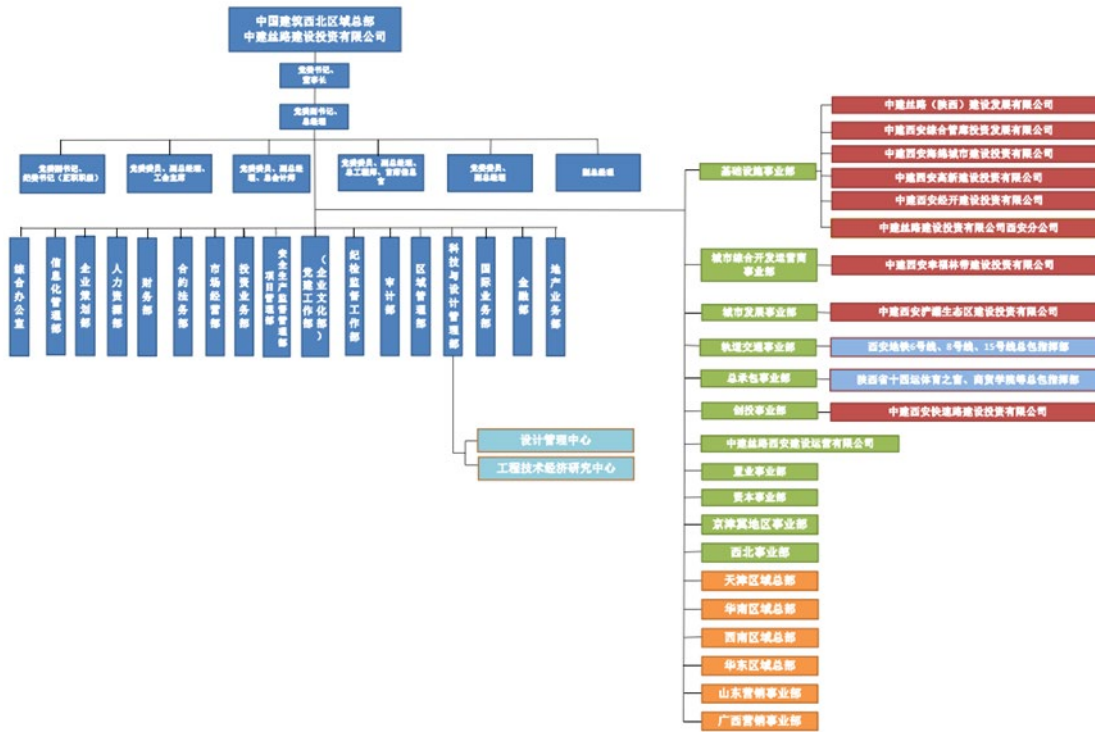
资料来源：公司提供，经标普信评整理及调整。

附录3： 评级对象股权结构图（截至 2022 年 7 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2022年7月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

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

$$\text{经调整总债务} = \text{短期债务} + \text{长期债务} + \text{经营租赁债务调整} - \text{盈余现金} + \text{资产弃置费用调整} + \text{其他权益工具} + \text{对外担保和诉讼} + \text{其他调整}$$

$$\text{资本} = \text{所有者权益合计} - \text{其他权益工具} + \text{经调整总债务} + \text{递延所得税负债} + \text{其他调整}$$

$$\text{EBITDA 利息覆盖倍数} = \text{EBITDA} / \text{利息支出}$$

$$\text{营运现金流利息覆盖倍数} = (\text{营运现金流} + \text{利息支出}) / \text{已付现金利息}$$

$$\text{资本回报率} = \text{EBIT} / \text{两年平均资本}$$

$$\text{EBITDA 利润率} = \text{EBITDA} / \text{营业收入}$$

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 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、特殊或后续的损失、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，除非其注册为该类机构。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经销商。