

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体跟踪评级报告：

中建方程投资发展集团有限公司

主体信用等级*：AA⁺；展望：稳定

评定日期：2024年1月19日

到期日期：2024年12月15日

项目负责人：

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

项目组成员：

王宇飞 010-65166028；fred.Wang@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要	2
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	14
过往债务履约情况	15
分项评估	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。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察																																										
中建方程投资发展集团有限公司	主体信用等级	AA _{spc} +	2024 年 1 月 19 日	稳定																																										
行业划分：交通基础设施 主体概况：中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”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。公司定位为中建股份城镇综合投资、建设、运营平台，主要收入和利润来源于城镇综合建设和房地产投资与开发。截至 2023 年 3 月末，公司在手的在执行投资项目共 21 个，项目预计总投资金额约 1,659 亿元，其中城市综合开发项目 14 个，PPP 项目 7 个。 宏观经济与行业环境：我们预计 2024 年中国的经济增长仍面临一定压力，虽然房地产行业的低迷、企业和消费者的信心不足仍是经济增长面临压力的主要因素，但政策的发力将发挥正面的促进作用。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。 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。我国仍处于城镇化快速发展期，城镇化动力依然很强。PPP 仍是开展基础设施建设的主要模式之一，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，对投资项目的竞争也将日趋激烈。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。 信用要点： 业务状况：公司“尚可”的业务状况反映其遵循严格的投资纪律和投资政策，项目所在地区综合实力较强，回款保障程度较高，历史回款情况较好，且项目回报机制较好，无市场风险敞口。但是，在部分区域土地市场持续低迷、地方政府财政压力较大的背景下，公司部分项目未来回款进度和及时性仍面临一定挑战，且公司的 PPP 项目大多处于部分运营或运营早期，暂不具备持续稳定的项目回款记录。得益于公司项目质量较高，回款短期内承压的情况对其业务状况的影响相对可控。 财务风险：公司的财务风险“较低”，这主要反映了公司具有审慎的财务政策和较好的财务韧性。我们预计，公司将坚持“以收定投”的风险控制原则，在部分项目回款情况承压、部分区域财政压力持续较大的情况下，公司的投资额将在 2023 年略有下滑，2024 年有所恢复，公司的现金流将呈净流出状态，债务水平呈上升趋势。我们预计，公司 PPP 项目与土地出让无关的回款金额将增长，公司的 EBITDA 及项目回款能够充分覆盖利息支出，并且对利息的覆盖倍数将随着回款的增加而改善。 外部影响：公司对中建股份的重要性“高”。公司是中建股份重要的投资平台，在促进中建股份城镇综合建设业务发展中做出了显著的贡献。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，我们认为公司享受集团声誉带来的各类资源，中建股份剥离或者出售公司的可能性较小。																																														
分项评估： <table><tr><td>主体信用等级：</td><td>AA_{spc}+/稳定</td></tr><tr><td>业务状况：</td><td>4/尚可</td></tr><tr><td>— 行业风险：</td><td>2/低</td></tr><tr><td>— 竞争地位：</td><td>4/尚可</td></tr><tr><td>财务风险：</td><td>3/较低</td></tr><tr><td>评级基准：</td><td>a</td></tr><tr><td>调整项</td><td></td></tr><tr><td>— 多元化：</td><td>中性（无影响）</td></tr><tr><td>— 资本结构：</td><td>中性（无影响）</td></tr><tr><td>— 财务政策：</td><td>中性（无影响）</td></tr><tr><td>— 流动性：</td><td>适中（无影响）</td></tr><tr><td>— 管理与治理：</td><td>中性（无影响）</td></tr><tr><td>— 补充调整：</td><td>中性（无影响）</td></tr><tr><td>个体信用状况：</td><td>a_{spc}</td></tr><tr><td>外部影响：</td><td>+4</td></tr></table> 重点信用指标： <table><tr><th></th><th>2022A</th><th>2023E</th><th>2024F</th></tr><tr><td>经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）</td><td>10.3</td><td>10.0-12.0</td><td>10.0-12.0</td></tr><tr><td>（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）</td><td>1.8</td><td>1.8-2.3</td><td>1.8-2.3</td></tr></table> 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。项目回款为与土地出让无关的 PPP 项目回款。					主体信用等级：	AA _{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：	3/较低	评级基准：	a	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：	a _{spc}	外部影响：	+4		2022A	2023E	2024F	经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	10.3	10.0-12.0	10.0-12.0	（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.8-2.3	1.8-2.3
主体信用等级：	AA _{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：	3/较低																																													
评级基准：	a																																													
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：	a _{spc}																																													
外部影响：	+4																																													
	2022A	2023E	2024F																																											
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	10.3	10.0-12.0	10.0-12.0																																											
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.8-2.3	1.8-2.3																																											
同业比较：（2021-2022 两年平均值，百万元） <table><tr><th></th><th>中建方程</th><th>中建基础</th><th>中交投资</th><th>中交城投</th></tr><tr><td>营业收入</td><td>11,978</td><td>45,347</td><td>13,955</td><td>12,250</td></tr><tr><td>EBITDA</td><td>2,165</td><td>3,003</td><td>6,798</td><td>3,326</td></tr><tr><td>经调整总债务/EBITDA（倍）</td><td>15.7</td><td>8.3</td><td>10.6</td><td>4.0</td></tr><tr><td>EBITDA 利息覆盖倍数（倍）</td><td>1.3</td><td>2.3</td><td>2.0</td><td>7.2</td></tr></table> 注：以上数据为标普信评调整后数据。 资料来源：中建方程和中建基础数据为调整后数据，其他可比公司信息来自公开信息，标普信评调整。						中建方程	中建基础	中交投资	中交城投	营业收入	11,978	45,347	13,955	12,250	EBITDA	2,165	3,003	6,798	3,326	经调整总债务/EBITDA（倍）	15.7	8.3	10.6	4.0	EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.3	2.3	2.0	7.2																	
	中建方程	中建基础	中交投资	中交城投																																										
营业收入	11,978	45,347	13,955	12,250																																										
EBITDA	2,165	3,003	6,798	3,326																																										
经调整总债务/EBITDA（倍）	15.7	8.3	10.6	4.0																																										
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.3	2.3	2.0	7.2																																										

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。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

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。

高级管理人员

钟晓玲

北京

may.zhong@spgchinaratings.cn



项目负责人

王可欣

北京

kexin.wang@spgchinaratings.cn



项目组成员

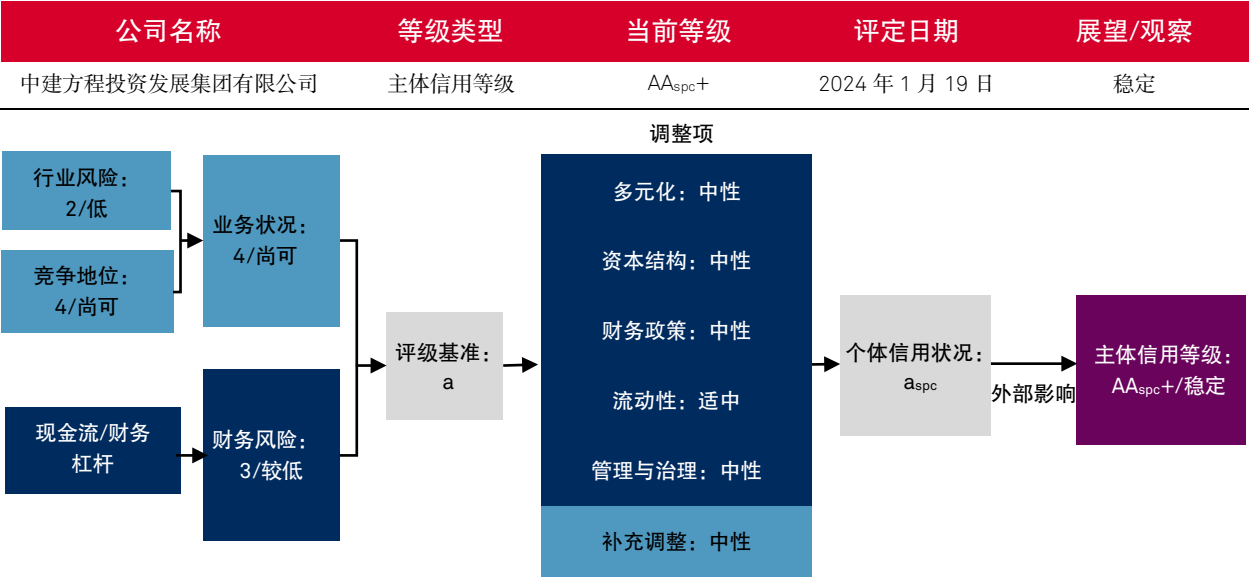
王宇飞

北京

fred.wang@spgchinaratings.cn



信用等级概况



假设与预测

假设

- 2023-2024 年，公司以城镇综合建设业务投资为主的资本开支分别达到 60-110 亿元和 80-130 亿元。
- 2023-2024 年，公司每年收到与土地出让无关的 PPP 项目回款分别约 5-10 亿元和 10-15 亿元。
- 2023-2024 年，公司每年需偿还债务合计约 30-50 亿元。
- 2023-2024 年，公司的 EBITDA 保持在每年 20 亿元左右。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2022A	2023E	2024F
经调整总债务/EBITDA（倍）	12.0	15.0-17.0	16.0-18.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.6	1.0-1.5	1.0-1.5
将与土地出让无关的 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）	10.3	10.0-12.0	10.0-12.0
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.8-2.3	1.8-2.3

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。

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）			
	2020	2021	2022
营业收入	10,166	12,204	11,752
EBITDA	1,676	1,811	2,519
利息支出	2,039	1,925	1,594
经调整总债务	37,278	35,351	30,151
EBITDA 利润率（%）	16.5	14.8	21.4
经调整总债务/EBITDA（倍）	22.2	19.5	12.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.9	1.6
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	11.9	11.7	10.3
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.5	1.6	1.8

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、项目回款为与土地出让无关的 PPP 项目回款。

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，2023 年 12 月 22 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 12 月 22 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：无。

跟踪评级原因

根据标普信评跟踪评级安排，我们会对中建方程的信用状况进行定期跟踪和持续监测。
本次评级为不定期跟踪评级。

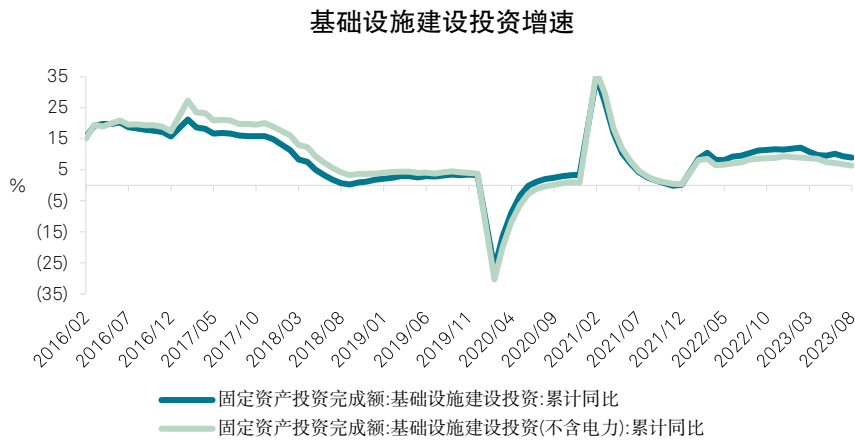
宏观经济与行业环境

我们预计 2024 年中国的经济增长仍面临一定压力，虽然房地产行业的低迷、企业和消费者的信心不足仍是经济增长面临压力的主要因素，但政策的发力将发挥正面的促进作用。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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，我国仍处于城镇化快速发展期，城镇化动力依然很强，在政策上将持续得到了较大力度的支持。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，文件提出县城是我国城镇体系的重要组成部分，对促进新型城镇化建设等具有重要意义。2023 年国务院政府工作报告提出“实施城市更新行动”、“加强住房保障体系建设”、“加快推进老旧小区和危旧房改造”等重点工作内容。

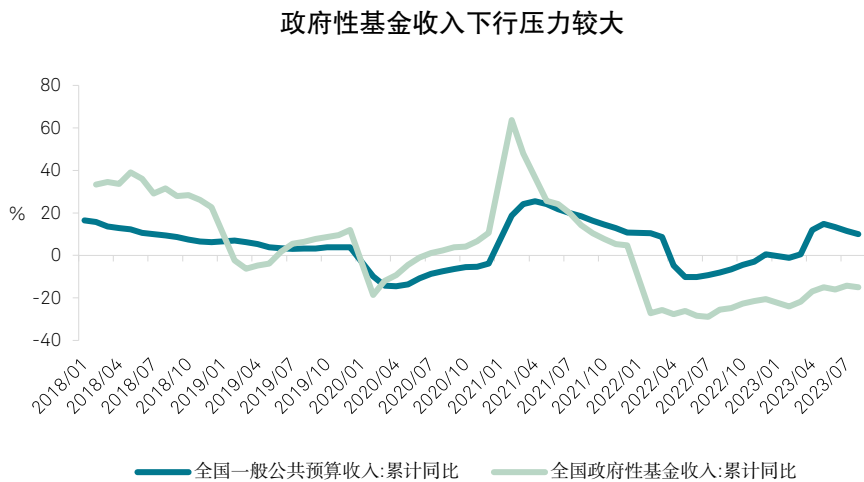
我们认为，PPP 仍是开展基础设施建设的主要模式之一，但其机制将发生根本性的转变，未来投资项目的回报模式将聚焦使用者付费模式，对投资项目的竞争也将日趋激烈。本次 PPP 模式发生重大转变的目的在于拓宽民间投资空间，坚决遏制新增地方政府隐性债务。2023 年 11 月，国家发展改革委、财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称《指导意见》）。从《指导意见》来看，未来 PPP 项目将聚焦有明确现金流的使用者付费项目，明确收费渠道和方式。政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等方式使用财政资金弥补项目建设和运营成本。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 仍是开展基础设施建设项目的模式之一，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©2024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

中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”或“公司”）成立于 2014 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，定位为中建股份城镇综合投资、建设、运营平台。公司主要通过承接城市综合开发项目和 PPP 项目开展城镇综合建设业务，同时进行房地产投资与开发等业务。

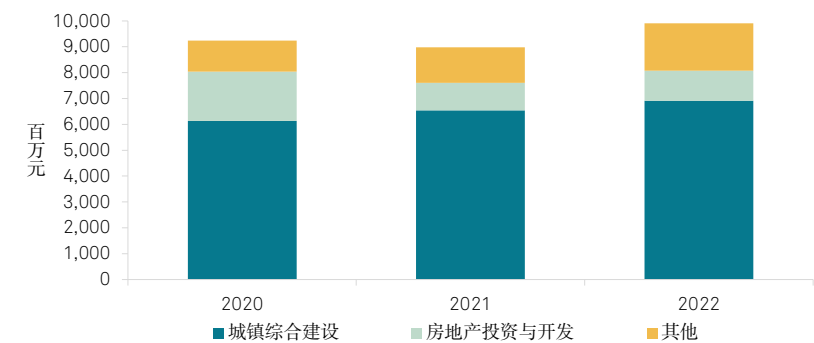
公司业务以一级土地开发为核心，对城镇一定区域进行集中统筹开发，业务范围主要涉及棚户区改造、保障房建设、旧城改造、基础设施配套建设等，业务模式主要分为城市综合开发和 PPP 模式。城市综合开发模式下，公司与政府客户签订合作协议或框架协议，收益模式为成本加成，项目回款受地方政府财政和区域土地出让情况影响。PPP 模式下，公司通过公开竞争机制成为中标社会资本，政府通过与公司签署《PPP 项目合同》的方式授予公司在 PPP 项目的经营权，并结合绩效考核结果分期向公司支付服务费。截至 2023 年 3 月末，公司在手的在执行投资项目共 21 个，项目预计总投资金额约 1,659 亿元，其中城市综合开发项目 14 个，预计总投资额为 991 亿元，PPP 项目 7 个，预计总投资额为 668 亿元。此外，公司在土地一级开发基础上，寻求土地二级开发机会，开展房地产投资与开发业务。

我们认为，公司对于部分合营项目按持股比例承担项目投资责任，并享有收益的权利，同时考虑到合营项目融资安全性对于公司声誉的潜在影响，我们将这些项目所对应的资产、债务、收益调整至计算口径中，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。

图3

中建方程：财报口径各板块营业总收入分布情况



资料来源：公司年报，标普信评。
注：城镇综合建设包括城市综合建设业务板块和基础设施建设业务板块。其他包括材料销售和其他业务等。2020和2021年数据基于重述值。
版权©2024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”的业务状况反映其遵循严格的投资纪律和投资政策，项目所在地区综合实力较强，回款保障程度较高，历史回款情况较好，且项目回报机制较好，无市场风险敞口。但是，在部分区域地方政府财政压力仍较大、土地市场持续低迷的背景下，公司部分项目未来回款进度和及时性仍将面临一定挑战，且公司的PPP项目大多处于部分运营或运营早期，暂不具备持续稳定的项目回款记录。得益于公司项目质量较高，回款短期内承压的情况对其业务状况的影响相对可控。

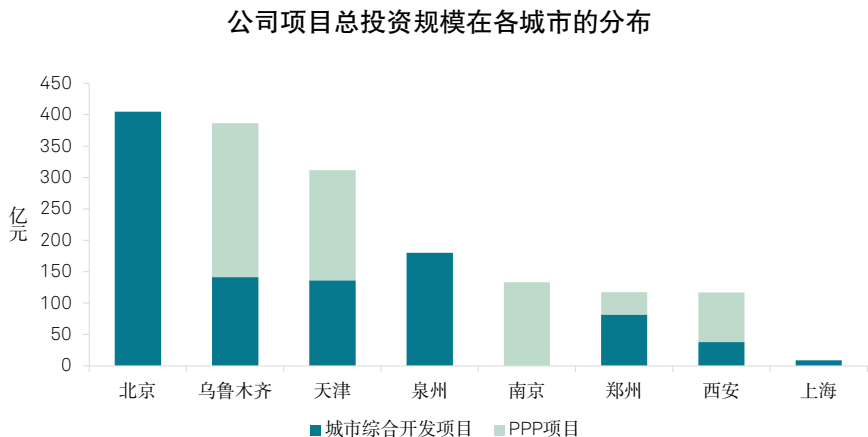
我们认为，公司制定了完善的投资审批政策和审批流程，并在执行层面保持了良好的投资纪律，为所投资项目的整体质量提供了良好保障。公司所有重大投资项目均需要上报中建股份进行实质性审批，中建股份拥有最终决策权。中建股份不仅决定是否投资该项目，同时对投资项目所在区位、投资方式及结构、商务条件等方面进行风险把控。

我们认为，得益于严格的投资政策和纪律，公司项目所在地区综合实力较强，对公司回款保障程度较高，历史回款情况较好。一方面，公司项目区域选择审慎，项目所在地区财政实力及经济发展情况较好，综合实力较强；另一方面，除天津滨海新区项目由于签订时间较早等历史原因未纳入政府财政预算外，公司其余项目均纳入政府财政预算。公司历史上良好的回款记录也在一定程度上印证了其良好的项目质量，截至2023年3月末，公司在手的21个项目累计回款占已投资金额的比重约55%。我们认为，在未来的项目拓展中，公司严格的投资政策和纪律仍将会得到保持，较高的项目质量将会得到延续。

公司严格的投资纪律和投资政策为项目的整体质量提供保障。

公司项目所在地区综合实力较强，对公司回款保障程度较高，历史回款情况较好。

图4



注：数据截至2023年3月末。
资料来源：公司提供，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司项目回报机制较好，城市综合开发项目和 PPP 项目均无市场风险敞口，不易受到设施实际运营收费情况的影响。城市综合开发业务方面，公司与政府签订开发合同，回款金额以成本加成方式确认，与土地出让金额无关，也不需要通过运营获得回款。从 PPP 业务来看，公司不存在单纯的使用者付费模式，不易受到市场波动的影响。截至 2023 年 3 月末，公司在手的 7 个 PPP 项目，其中 2 个为政府付费机制，总投资为 260 亿元；5 个为可行性缺口补助机制，总投资为 407 亿元。公司在手的 5 个可行性缺口补助模式项目均为城镇综合开发类项目，运营达标后的预期项目回款均可以覆盖投入。

我们认为，在部分区域地方政府财政压力仍较大、土地市场持续低迷的背景下，公司部分项目未来回款进度和及时性仍将面临一定挑战。虽然中建方程的绝大部分项目均纳入政府财政预算，但城市综合开发项目回款情况与地方政府财政和区域土地出让情况息息相关，土地市场的低迷会导致政府性基金的收入萎缩，也可能造成土地出让和政府购买服务资金支付的进度有所推迟。同时，公司所投资的 PPP 项目目前大多处于部分运营或运营早期，暂不具备持续稳定的项目回款记录。2022 年，受地方政府财政压力增大、土地市场低迷的影响，公司的部分项目回款受到影响，我们预计在不同区域财政压力分化的背景下，2023 年公司部分项目回款进度和及时性仍面临压力。但我们认为，公司的项目整体所在区域综合实力较强、项目质量较高、投资区域分散度尚可，长期来看整体回款压力尚可，回款短期内承压的情况对其业务状况的影响相对可控。

我们关注到，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》，这标志着 PPP 机制发生根本性变化。今后 PPP 项目的投资回报模式将聚焦使用者付费，政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本，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。我们认为，上述机制变化意味着 PPP 项目自身的现金流平衡情况将成为决定项目运营表现的关键，企业需要着重关注项目的投资平衡情况，项目筛选、风险控制等方面的难度将有所增加，市场参与者对优质项目的竞争也会日趋激烈。我们认为，PPP 政策调整对公司存量项目的影响相对可控，但对新增项目的拓展提出了更高的要求和挑战。我们将持续关注 PPP 政策变化对公司存量项目及新项目拓展的影响。

公司项目回报机制较好，城市综合开发项目和 PPP 项目均无市场风险敞口。

在部分区域土地市场持续低迷、地方政府财政压力较大的背景下，公司部分项目未来回款进度和及时性仍将面临一定挑战，且公司的 PPP 项目暂不具备持续稳定的项目回款记录。

我们认为，公司主要通过一级和二级结合模式拓展地产项目，项目开展较为审慎，风险可控。近年来，为了优化业务结构，提高资金周转效率，在一级项目的土地上市后，公司通过招拍挂获取部分地块进行商品房开发，项目主要位于北京、西安、天津、上海等地。我们预计，公司仍会通过此种模式涉入房地产项目，但该部分业务收入和利润贡献将保持较低水平，2022 年公司房地产业务毛利润占比低于 10%，对公司业务状况不构成显著影响。

财务风险

标普信评认为，中建方程的财务风险“较低”，这主要反映了公司具有审慎的财务政策和较好的财务韧性。我们预计，公司将坚持“以收定投”的风险控制原则，在部分项目回款情况承压、部分区域财政压力持续较大的情况下，公司的投资额将在 2023 年略有下滑，2024 年有所恢复，公司的现金流将呈净流出状态，债务水平呈上升趋势。我们预计，公司 PPP 项目与土地出让无关的回款金额将增长，公司的 EBITDA 及项目回款能够充分覆盖利息支出，并且对利息的覆盖倍数将随着回款的增加而改善。

2022 年，公司的债务水平继续下滑，EBITDA 利润率略有上升，其杠杆率和利息覆盖水平有所改善。受到北京市化解债务的积极影响，2022 年公司收到大额回款，偿付了对应的项目贷款。全年，公司的投资额低于总回款金额，可支配现金流呈净流入状态，经调整总债务同比下降 15%。同期，由于个别项目收尾阶段利润率较高，城市综合建设业务的毛利率较 2021 年上升了约 12%，带动公司的 EBITDA 利润率由 14.8%回升至 21.4%。

我们预计，2023 年公司以城镇综合建设业务投资为主的资本开支将略有下滑，在 2024 年或出现反弹。我们预计，在 2022 年公司部分项目回款承压、2023 年部分地区财政压力仍较大的背景下，公司将根据项目实际回款情况控制投资进度，2023 年投资额或较 2022 年略有下滑。随着财政压力的缓解，以及公司推动存量项目建设、拓展保障房及城市更新等领域新项目的需求的推动下，2024 年投资规模将有所上升。我们预计，2023-2024 年公司以城镇综合建设业务投资为主的资本开支将分别达到 60-110 亿元和 80-130 亿元。

我们预计，2023 年和 2024 年公司的债务水平将在 2022 年的基础上上升。由于北京项目已基本完成回款，叠加 2023 年部分地区土地市场仍保持低迷、地区财政压力持续较大的影响，2023 年公司整体的回款情况将较 2022 年有所下滑，这种情况在 2024 年或有所改善。公司的经营性现金流将呈净流出状态，推动其债务水平持续上升。

我们预计，公司的 EBITDA 及 PPP 项目回款能够充分覆盖利息支出，并且对利息的覆盖倍数将随着回款的增加而改善。2022 年全国财政收入承受下行压力，我们预计未来不同区域的财政情况将呈分化态势，而得益于部分区域财政的逐步修复，公司 PPP 项目预期收到的回款金额将呈上升趋势，但是较 2020 和 2021 年仍有差距。我们预计，2023-2024 年，公司每年收到与土地出让无关的 PPP 项目回款分别约 5-10 亿元和 10-15 亿元，EBITDA 及回款对利息支出的覆盖倍数将略有提升。

我们认为，公司审慎的财务政策、稳健的资本结构和较好的财务韧性能够帮助其应对还款压力。公司执行严格的投资纪律和财务管理政策，新项目的承揽受到资产负债率的限制，存续项目以“以收定投”为基本原则，未来投资与历史回款情况相关联。公司的项目贷款到期安排与项目回款计划、债务到期期限与项目期限均具有较高的匹配度，中长期债务占比较高。同时，公司拥有良好的流动性管理能力，虽然我们预计受 2023 年部分地区土地市场仍较为低迷、财政持续承压的影响，公司部分项目回款仍面临挑战，但我们认为，公司能够凭借良好的银企关系和本部的现金储备应对还款压力。除了可以通过调整还款计划等方式主动管理债务到期外，公司充足的授信额度也能够作为流动性的补充，截至 2023 年 3 月末，公司未使用授信额度超过 1,500 亿元。

2023 年和 2024 年公司的债务水平将在 2022 年的基础上上涨，公司 EBITDA 及回款对利息支出的覆盖倍数将随着回款的增加而改善。

公司审慎的财务政策、稳健的资本结构和较好的财务韧性能够帮助其应对还款压力。

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	10,166	12,204	11,752	2023-2024 年，公司以城镇综合建设业务投资为主的资本开支分别达到60-110亿元和80-130亿元。	
EBITDA	1,676	1,811	2,519		
营运现金流	-616	-411	488		
经营性现金流	-6,145	-1,339	4,327	2023-2024 年，公司收到与土地出让无关的PPP项目回款分别约 5-10 亿元和 10-15 亿元。	
利息支出	2,039	1,925	1,594		
经调整总债务	37,278	35,351	30,151		
所有者权益	17,856	18,661	19,777		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	22.2	19.5	12.0	15.0-17.0	16.0-18.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.9	1.6	1.0-1.5	1.0-1.5
将与土地出让无关的 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）	11.9	11.7	10.3	10.0-12.0	10.0-12.0
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.5	1.6	1.8	1.8-2.3	1.8-2.3

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。所有者权益为不含永续债金额。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表4

中建方程财务数据调整-截至 2022 年 12 月 31 日（单位：百万元）						
	总资产	总债务	所有者权益合计	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	51,062	15,292	17,858	2,138	2,138	469
标普信评调整						
盈余现金	-	-970	-	-	-	-
其他权益工具	-	1,703	-1,703	-	-	-
利息及股利收入	-	-	-	-	35	-
资本研发费用	-	-	-	-0	-0	-
当期所得税	-	-	-	-	-472	-
利息支出	-	-	-	-	-469	-
资本化利息	-	-	-	-	-395	395
营业成本中的资本化利息	-	-	-	355	355	-

其他权益工具股息或利息	-	-	-	-	-70	70
其他调整	23,984	14,126	3,622	27	-633	660
调整总额	23,984	14,859	1,919	381	-1,650	1,125
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
调整后	75,046	30,151	19,777	2,519	488	1,594

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

我们选择了中国建设基础设施有限公司（以下简称“中建基础”）、中交城市投资控股有限公司（以下简称“中交城投”）和中交投资有限公司（以下简称“中交投资”）作为中建方程的可比公司。上述三家公司均为我国大型建筑央企下属投资平台，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，中建方程投资项目所在地区综合实力处于可比公司较强水平。项目所在区域较强的综合实力使得中建方程的项目回款相对更有保障的同时，也反映出公司在项目遴选中要求相对严格，项目投资风格相对谨慎。此外，中建方程与可比公司的项目区域集中度风险均可控，整体投资质量未受到的单一区域政策、财政收入或投资空间的显著影响，业务稳定性较强。

我们认为，中建方程的项目回款情况优于可比公司。相对于基础设施投资业务（包括BOT、PPP 等模式），城市综合开发业务项目周期更短，因此中建方程回款金额占已投资金额显著优于基础设施投资业务占比较高的可比公司。与此同时，PPP 业务方面，中建方程与可比公司均处于从投资商转变为运营商的进程中，大部分项目处于部分运营或运营早期，运营效果和回款的稳定性均有待观察。

我们认为，中建方程的财务风险处于可比公司基本相当。可比公司的投融资项目均具有前期投资额度大、资金回收期很长的特点，杠杆率和利息覆盖水平与投资进度和回款、还贷情况相关。中建方程的财务杠杆在可比公司处于较高水平，这主要是由于一方面，在项目总投规模相近的情况下，中建方程项目已投金额占总投的比重接近 70%，处于可比公司最高水平，显著高于中建基础和中交城投；另一方面，中建方程并不从事工程总承包业务且盈利水平较高的房地产业务占比较低，因此利润率在可比公司中相对较弱。但是，中建方程审慎的财务政策、稳健的资本结构以及良好的流动性管理能力为债务本息偿付提供了较好的保障。

表5

经营情况				
	中建方程	中建基础	中交城投	中交投资
在手投融资项目运营区域数量	8	17	14	21
主要职能	城市综合开发	基础设施投资	城市综合开发+房地产	基础设施投资+城市综合开发+房地产

投融资项目前三大城市或省份	北京、乌鲁木齐、天津	广西、济南、曲靖	成都、宁波、佛山	南京、汕头、张家口
项目所在区域综合实力	很好	较好	很好	较好
截至 2023 年 3 月末经营数据（单位：亿元）				
在手投融资项目预计总投资	1,659	1,457	2,390	2,069
在手投融资项目已投资金额	1,081	654	686	1,017
在手投融资项目累计回款	594	54	365	273
在手投融资项目已投资比例（%）	65	45	29	49
在手投融资项目回款进度（%）	55	8	57	27
2022 年营业收入	118	452	125	138
2022 年末资产总计	750	928	526	1,415

注：已投资比例=已投金额/预计总投资；回款进度=累计回款/已投资金额。中建方程和中建基础数据为调整后数据，中交城投和中交投资数据均出自公开信息，中交城投项目累计回款以及回款进度数据仅包含片区开发项目。

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）				
	中建方程	中建基础	中交城投	中交投资
营业收入	11,978	45,347	12,250	13,955
EBITDA	2,165	3,003	3,326	6,798
利息支出	1,760	1,293	460	3,396
营运现金流	38	1,100	2,325	2,750
经调整总债务	32,751	24,918	13,139	71,611
所有者权益	19,219	23,253	17,172	36,437
财务比率				
经调整总债务/EBITDA（倍）	15.7	8.3	4.0	10.6
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.3	2.3	7.2	2.0
营运现金流/经调整总债务（%）	0.2	4.5	17.7	3.8
营运现金流覆盖倍数（倍）	1.0	1.9	6.1	1.8

注：中建方程和中建基础数据为调整后数据，中交城投和中交投资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为以城镇综合建设业务投资为主的资本开支和债务的还本付息需求，将主要通过提用项目贷款和项目回款满足。

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 30 亿元；	未来 12 个月，公司偿还债务合计约 30-50 亿元；
未使用银行授信超过 1,500 亿元；	未来 12 个月，公司以城镇综合建设业务投资为主的资本开支约 60-110 亿元；
未来 12 个月，营运现金流流入约 3-8 亿元；	未来 12 个月，公司向母公司分红 3-8 亿元。
未来 12 个月，项目回款及合作方出资约 40-60 亿元。	

注：数据截至 2022 年末。
数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表8

债务到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
一年以内	4,176
一年以上	12,819
合计	16,995

注：截止至 2022 年末财务报表口径债务到期分布。包含永续债，含权债券按行权日期计为到期日。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

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，截至 2023 年 4 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。

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，中建方程对中建股份的重要性为“高”，主要体现在以下几方面：

- 中建方程是中建股份的全资子公司，中建股份能对其实施全面控制。
- 中建方程是中建股份重要的投资平台，在促进中建股份城镇综合建设业务发展中做出了显著的贡献。城镇综合建设业务不仅是中建股份重要的战略方向，还能够与规划设计、建工、地产板块实现协同发展。中建方程作为该领域的专业化投资平台，具备丰富的项目经验，截至 2023 年 3 月末在手项目累计投资额超千亿元。

中建方程对中建股份的重要性为“高”。公司是中建股份重要的投资平台，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。

- 一 中建股份对于投资业务的管控十分严格。公司所有重大投资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。
- 一 中建方程依托于中建股份体系，享受集团声誉带来的各类资源，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。

分项评估

主体信用等级：AA_{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：3 / 较低

评级基准：a

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：a_{spc}

外部影响：+4

附录

附录1： 公司主要投资项目

截至 2023 年 3 月末主要在手投资项目明细				
项目名称	项目类型	所在城市	项目预计总投资（亿元）	累计回款（亿元）
郑州市高新区城镇综合建设项目	城市综合开发	郑州	82	59
北京市丰台区长辛店镇东河沿村棚户区改造及安置房项目	城市综合开发	北京	108	42
北京市丰台区长辛店镇张郭庄村棚户区改造项目	城市综合开发	北京	157	105
乌鲁木齐城北新城城镇综合建设项目	城市综合开发	乌鲁木齐	47	59
乌鲁木齐市高新区（新市区）鲤鱼山片区老城区改造项目	城市综合开发	乌鲁木齐	95	43
北京市延庆区小营、石河营棚户区改造项目	城市综合开发	北京	71	66
福建省泉州市台商投资区白沙片区白沙一村、白沙二村、西方村棚户区改造项目	城市综合开发	泉州	91	27
福建省泉州市台商投资区白沙片区象浦村、西吟头村棚户区改造项目	城市综合开发	泉州	90	5
天津滨海新区南部新城城镇综合建设项目	城市综合开发	天津	124	81
北京市门头沟区永定镇西部综合开发项目	城市综合开发	北京	69	49
上海市奉贤区庄行镇农民集中住房项目（一期）-奉贤区庄行镇邬桥社区 FXS3-0301 单元 11-01 地块动迁安置房项目	城市综合开发	上海	5	3
上海市奉贤区庄行镇农民集中住房项目（二期）	城市综合开发	上海	4	0
梁子村棚改安置房项目	城市综合开发	天津	12	14
陕西省西咸新区沣东新城和盛花园二期安置房项目	城市综合开发	西安	38	0
高陵区通远创想小镇启动区及配套建设 PPP 项目	PPP	西安	63	2
南京市江宁区横溪街道新市镇建设（一期）PPP 项目	PPP	南京	70	19
南京桥林老城区综合开发 PPP（新型城镇化试点）项目	PPP	南京	63	2
天津市津南区葛沽镇城市综合开发 PPP 项目	PPP	天津	175	14
郑州市郑东新区科学大道科学谷综合开发 PPP 项目	PPP	郑州	36	0
西安市未央区徐家湾地区综合改造项目	PPP	西安	15	0
新疆乌鲁木齐市老城区改造提升建设工程 PPP 项目（B1 项目包）	PPP	乌鲁木齐	245	6

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

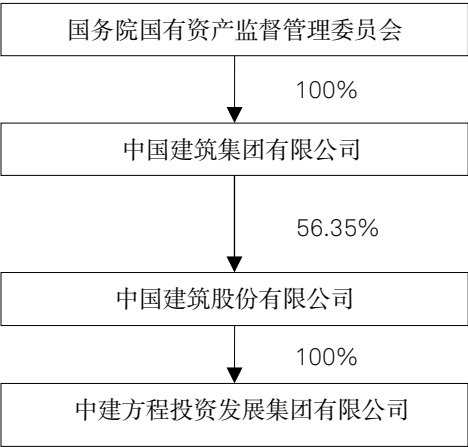
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）			
	2020	2021	2022
货币现金和交易性金融资产	6,848	4,317	2,655
固定资产	10	34	53
资产总计	62,821	55,071	51,062
短期借款	300	901	735
应付票据及应付账款	8,752	8,157	9,732
一年内到期的非流动负债	3,764	938	2,940
长期借款	22,094	19,069	11,025
应付债券	-	-	-

所有者权益合计	16,990	16,903	17,858
营业总收入	9,244	8,985	9,904
营业成本	7,266	7,116	7,432
销售费用	24	34	56
管理费用	254	232	239
财务费用	475	355	436
投资收益	357	468	120
利润总额	2,012	1,797	1,797
净利润	1,574	1,377	1,345
经营活动现金流入小计	17,762	19,641	20,143
经营活动现金流出小计	18,360	16,881	14,623
经营活动产生的现金流量净额	-598	2,761	5,521
投资活动现金流入小计	1,189	342	21
投资活动现金流出小计	417	97	64
投资活动产生的现金流量净额	772	245	-42
筹资活动现金流入小计	8,162	10,059	4,868
筹资活动现金流出小计	9,294	15,606	12,029
筹资活动产生的现金流量净额	-1,132	-5,547	-7,161

调整后财务数据及指标			
	2020	2021	2022
EBITDA	1,676	1,811	2,519
营运现金流	-616	-411	488
经营性现金流	-6,145	-1,339	4,327
利息支出	2,039	1,925	1,594
经调整总债务	37,278	35,351	30,151
所有者权益	17,856	18,661	19,777
EBITDA 利润率（%）	16.5	14.8	21.4
经调整总债务/EBITDA（倍）	22.2	19.5	12.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.8	0.9	1.6
经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍）	11.9	11.7	10.3
（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍）	1.5	1.6	1.8

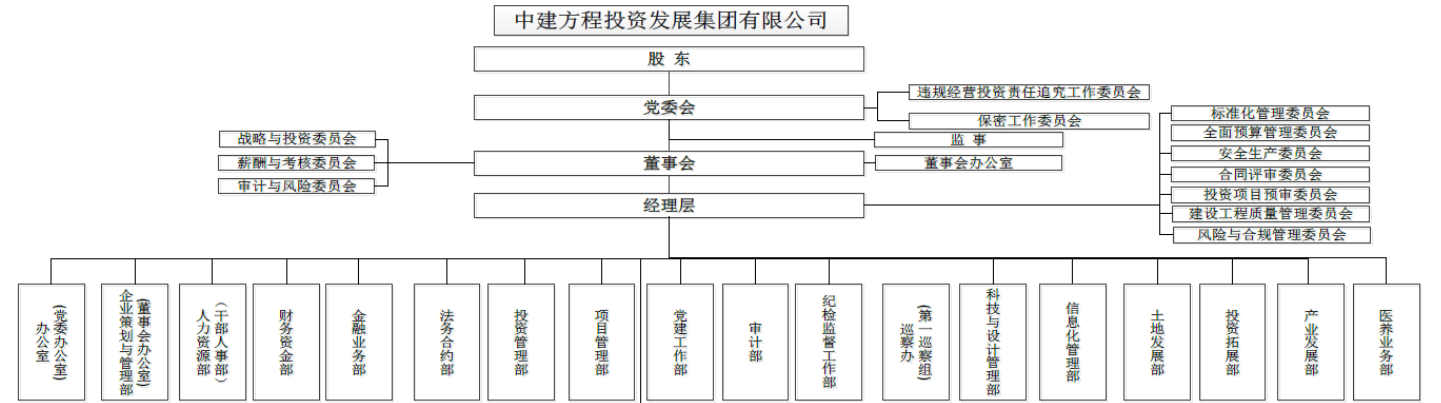
注：1.上表中财务数据基于公司披露的中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的中建方程 2020-2022 年审计报告，2020 和 2021 年数据采用重述值。2.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据，项目回款为与土地出让无关的 PPP 项目回款。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录3： 评级对象股权结构图（截至 2023 年 3 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 3 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
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： 标普信评对中建方程评级历史

主体信用等级	展望	评定日期	分析师	相关评级报告
A _{spc} +	稳定	2023 年 7 月 27 日	王可欣、王宇飞	评级报告：中建方程投资发展集团有限公司，2023 年 7 月 27 日
A _{spc} +	稳定	2022 年 11 月 10 日	王可欣、王璜、王瑾、王宇飞	评级报告：中建方程投资发展集团有限公司，2022 年 11 月 14 日

注：以上评级采用的方法论为标普信用评级（中国）— 工商企业评级方法论。标普信评于 2023 年 12 月对工商企业评级方法进行了修改。我们根据新的方法对公司的信用质量进行了评审，导致公司 2024 年 1 月的主体信用等级调整。

附录7： 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8： 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 2024 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。