标普信评

S&P Global
China Ratings

主体评级报告：

# 中国建设基础设施有限公司

主体信用等级*：$AAA_{spc}$；展望：稳定

**评定日期**：2025 年 5 月 15 日

**到期日期**：2026 年 5 月 14 日

**项目负责人**：
王可欣 010-65166033；kexin.wang@spgchinaratings.cn

**项目组成员**：
任映雪 010-65166037；yingxue.ren@spgchinaratings.cn

## 目录

信用等级概况 ..... 2
声明 ..... 4
一、评级基准 ..... 6
二、个体信用状况 ..... 11
三、主体信用等级 ..... 12
附录 ..... 14

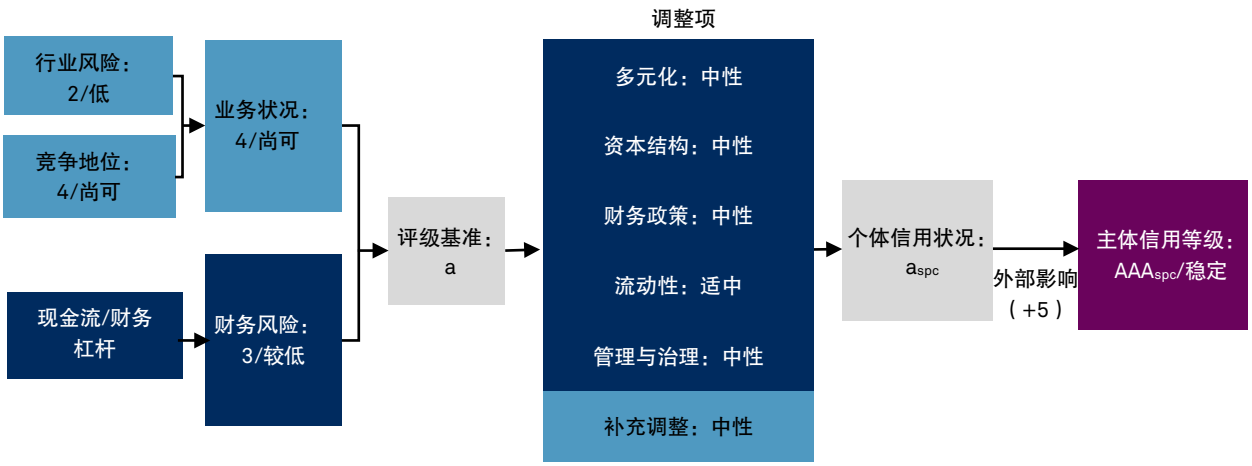
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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。

## 信用等级概况

| 公司名称 | 所属行业 | 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 | 交通基础设施 | 主体信用等级 | $AAA_{spc}$ | 2025 年 5 月 15 日 | 稳定 |




## 主要优势与风险

| 优势 | 风险 |
|---|---|
| 公司制定了严格的项目投资政策和审批流程，投资风格审慎，项目质量较高。公司业务开展受到中建股份的大力支持，PPP 新机制下能够持续承接新项目，个体信用状况较好。 | 受政府财政压力较大的影响，公司部分项目回款面临延迟。 |
| 公司财务韧性较强，债务期限结构合理，银企关系良好，融资渠道多元。 | |
| 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战略执行者，中建股份对公司的外部支持高。 | |

## 评级展望

中国建设基础设施有限公司（以下简称“中建基础”或“公司”）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，在 PPP 新机制下，公司存量项目和新中标项目的建设及运营正常推进，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。在中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）大力发展基础设施业务的背景下，公司引领带动中建股份基础设施领域业务发展的战略职能将持续夯实，业务开展继续得到母公司的大力支持，中建股份对公司的外部支持维持稳定。随着存量在建项目和新增使用者付费项目建设的推进，公司的债务规模将温和增长，但 EBITDA 及项目回款对利息支出的覆盖倍数保持良好，公司的财务风险仍将维持“较低”的水平。

**下调情形：**若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、公司的业务状况出现显著恶化，其项目质量下降或者项目运营效果不佳导致回款受到严重影响。2、公司的财务风险大幅上升且难以好转。这或表现为：公司的投资额大规模上升导致债务水平显著上升；项目回款长期不足以覆盖当年到期的项目贷款本息，公司流动性压力显著上升。3、中建股份对公司的外部支持减弱，这可能体现为公司的职能定位发生重大弱化或公司主营业务不再是中建股份主要的战略发展方向。

**上调情形：**不适用。

## 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，2024 年 3 月 14 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。

**相关模型：**无。

## 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，并非是某种决策的结论和建议。

## 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（如适用）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。


### 高级管理人员

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

### 项目负责人

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

### 项目组成员

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

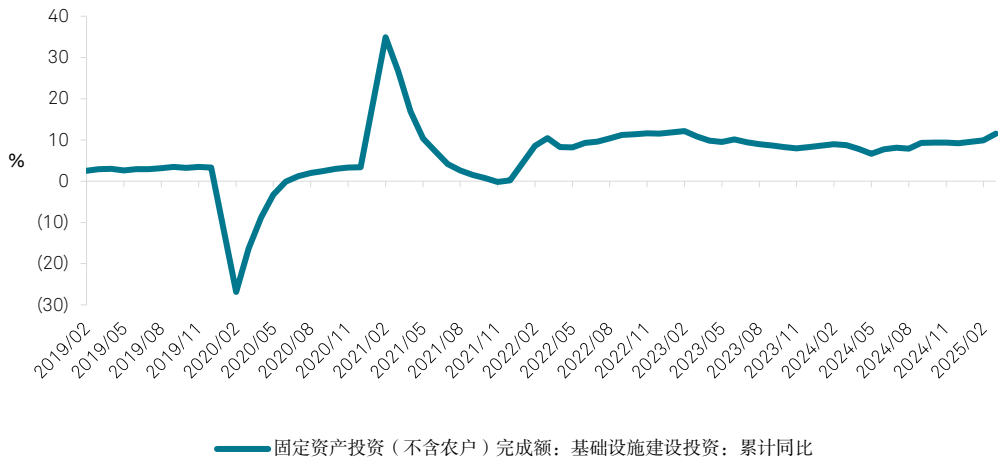
## 宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，面对错综复杂的国际环境，投资仍是托底中国经济的重要手段之一，对稳定经济增长起到重要作用。2025 年 3 月 5 日，十四届全国人大三次会议在京召开，《政府工作报告》提出要积极扩大有效投资、加快实施一批重点项目，推动“十四五”重大工程顺利收官、更大力度支持“两重”项目建设，还指出要深入实施新型城镇化战略行动。我们预计，传统基建升级仍存空间，新基建也将持续发力。

图1

基建投资在保证国民经济稳定增长中起到重要作用



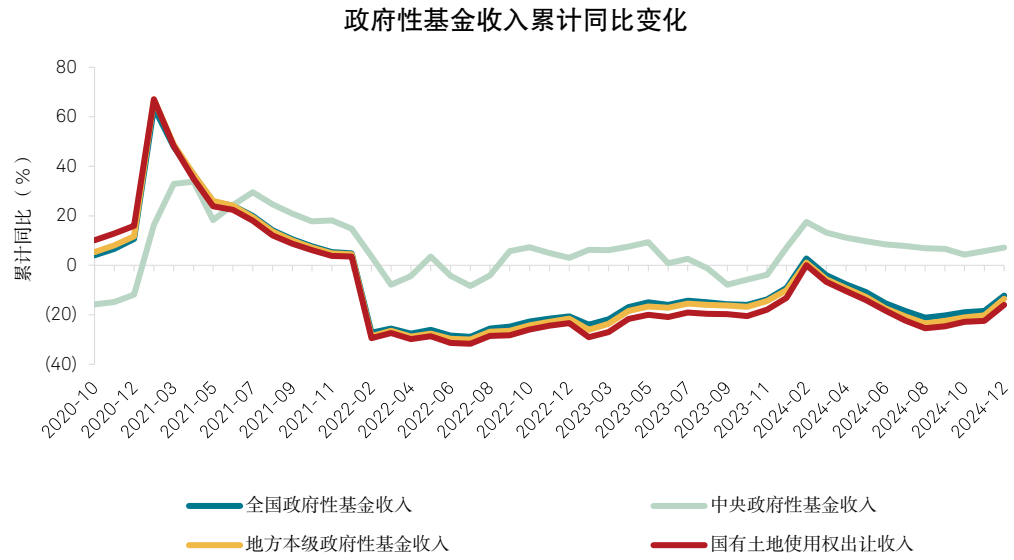

资料来源：iFind，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，PPP 新增项目将聚焦使用者付费模式，对项目的研判提出了更高的要求，同时考虑到具有良好回报的使用者付费项目具有稀缺性，基础设施投资项目的竞争将日趋激烈。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》”），明确未来 PPP 项目将聚焦有明确现金流的使用者付费项目，并拓宽民间投资空间，坚决遏制新增地方政府隐性债务。2024 年 12 月，国家发展改革委办公厅发布《关于进一步做好政府和社会资本合作新机制项目规范实施工作的通知》，对《指导意见》进行了细化和补充，以进一步推动 PPP 新机制下项目有序实施。2025 年 4 月，交通运输部办公厅、国家发展改革委办公厅印发《收费公路政府和社会资本合作新机制操作指南》，从全生命周期完善了对新项目的要求，除了严禁变相举债，还明确了可以采用建设期资金支持提升收益、招投标规范和流程（包括支持民企）、运营责任等。我们将更加关注新增项目的质量和运营能力对基础设施投资公司信用水平的影响。

我们认为，地方财政仍有压力，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。2024 年，全国一般公共预算收入同比增长 1.3%，政府性基金预算收入同比下降 12.2%。虽然政府性基金预算收入降幅有所收窄，但土地市场依旧低迷，地方政府财政压力仍大。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。

图2




资料来源：财政部官网，标普信评。
版权©2025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。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。

公司主要业务包括 PPP 项目投资、参股投资以及工程总承包等不同类型的基础设施业务，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。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。参股投资与 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。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。

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，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。截至 2024 年末，公司控制的在执行 PPP 项目 25 个，项目总投资金额 1,457 亿元，参股 PPP 项目共计 26 个，参股投资项目 24 个。公司所投资项目的明细情况详见附录 1。

## 业务状况

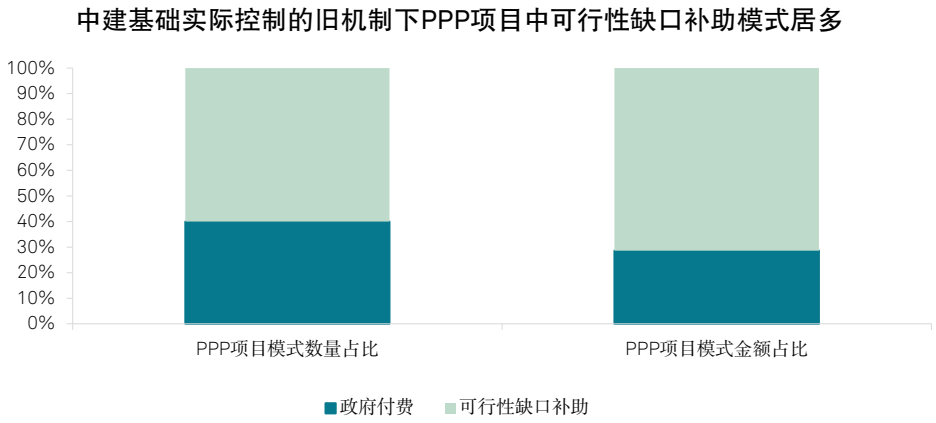
标普信评认为，中建基础的业务状况“尚可”。PPP 政策变革对公司存量项目推进和新项目拓展的影响已经基本消除。公司引领带动中建股份基础设施业务的职能定位得到持续的夯实，业务开展得到中建股份大力的支持，在 PPP 新机制下能够继续拓展项目。公司良好的内部运营管理机制和不断积累的运营经验有助于公司项目顺利运营，然而公司暂无进

入运营并取得稳定回款的新机制下使用者付费项目，对此类项目的投资效果有待观察。较高的项目质量有助于化解回款短期承压对公司业务状况的影响。

我们认为，公司一直保持着完善的审批政策和审批流程，并在执行层面良好的投资纪律，这为其所投项目的质量提供了保障。公司在过往的投资决策中遵循了严格的投资纪律和投资政策，旧机制下控股的 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。新机制落地后，公司继续遵循严格的投资流程、投资政策和投资纪律，同时加强了对项目底层资产质量的研判，对风险和收益进行审慎评估，中建股份将继续对投资项目进行实质性审批。

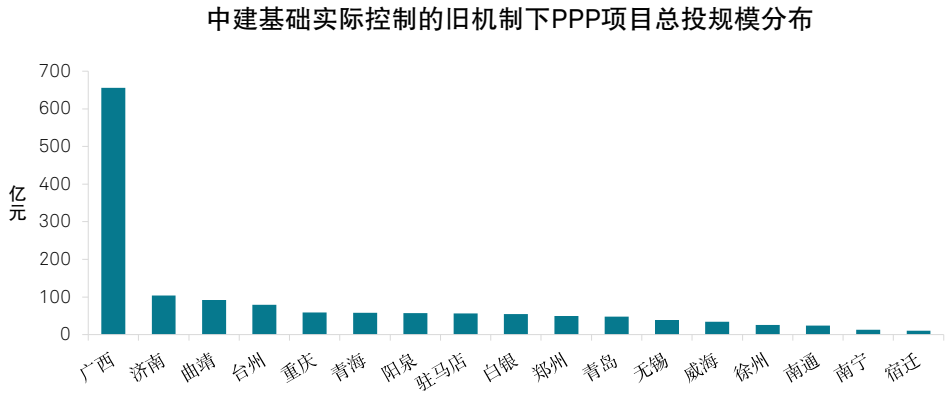
我们认为，PPP 新机制在公司业务开展上带来的不确定性已经基本消除，体现为公司存量项目正常推进，并且能够承接新机制下使用者付费项目。公司存量项目回报模式未发生改变，截至 2024 年末，公司在建或已运营的 25 个控股 PPP 项目中，10 个项目为政府付费机制，合计总投资约 417 亿元；15 个为可行性缺口补助模式，总投资约为 1,040 亿元。大部分项目的回款总额可以覆盖投入，少量项目回款低于总投入，需要依靠高速公路的运营收入实现盈亏平衡。这些项目所在地区综合实力整体仍保持较好水平，其中广西自治区项目总投占比较高，但由于合作方层级较高，因此区域集中度风险可控。项目区域间也存在分化，部分地区综合实力强劲，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，项目回款无法收回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。

图3




资料来源：公司提供，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4




注：项目区域按照项目回款主体对应省份或城市规则分类。
资料来源：公司提供，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司引领带动中建股份基础设施业务的职能定位持续得到夯实，业务开展得到了中建股份的大力支持，依托中建股份极强的技术实力、工程施工能力和市场认可度，公司能够持续在重点领域拓展有影响力且投资规模较大的新项目。受到房地产行业持续低迷的影响，基础设施类业务对中建股份业务发展的重要性持续提高。中建基础继续承担引领带动中建股份基础设施业务的职责，能够依托中建股份极强的技术实力、施工能力和市场认可度，以自身或中建股份的名义在传统公路领域和新兴领域拓展重大基建项目。新增使用者付费项目方面，公司在 2024 年拓展了江西省弋阳至南丰高速公路新建工程特许经营项目（以下简称“弋阳至南丰高速公路项目”）、辽宁省国道长长线（长海大桥工程）特许经营项目（以下简称“长海大桥项目”）和国道 108 太原过境段新建工程特许经营项目（以下简称“国道 108 太原过境段项目”）三个控股项目。其中弋阳至南丰高速公路项目为省级重点建设项目，预计总投资 212 亿元；长海大桥项目已纳入“十四五”公路规划调整项目库，预计总投资规模 79 亿元，政府建设期投资补助额度 32.5 亿元；国道 108 太原过境段项目是太原市的重点工程，预计总投资规模 46 亿元。此外，公司在水利领域也有所开拓，获取了 2 个抽水蓄能电站股权投资项目。

我们认为，公司良好的内部运营管理机制和不断积累的运营经验有助于公司项目顺利运营，然而公司暂无进入运营并取得稳定回款的新机制下使用者付费项目，对此类项目的投资效果有待观察。公司运营部主要负责项目的运营管理和政策制定，拥有良好的内部管理机制和专业化的人才。截至 2024 年末，公司已进入运营或试运营的控股 PPP 项目 18 个，其余在建项目也将陆续于 2025-2027 年进入运营。公司已进入运营期的项目类型多样，包括高速公路、地铁、管廊、市政道路等，部分项目已经稳定运营多年并满足考核要求。公司已经在绩效考核、项目监测、项目运营等方面形成了成熟的内部机制，为项目顺利运营奠定了基础。在项目建设期，核心骨干运营人员就会进驻现场编制完整的运营方案并报批，进入运营后，公司对各个 PPP 项目的运营回款也保持高频的跟踪监控。但我们也关注到，使用者付费项目面临更大的市场风险敞口，项目自身的现金流平衡情况是决定运营表现的关键。我们认为公司逐步丰富的运营经验能够帮助其更好的对项目进行研判，然而公司新获取的使用者付费项目预计 2025 年进入建设期，对此类项目的投资效果有待观察。

我们认为，地方政府财政收入的承压使得公司回款的及时性受到了一定的挑战。近年来，受到地方政府财政压力的影响，公司部分项目回款出现延期。2024 年公司控股 PPP 项目实际收到回款约 30 亿元，符合我们回款承压的预期。我们预计，虽然随着进入运营期项目数量的增加，公司整体回款额的上升趋势有望得以保持，但由于部分地区土地出让仍持续低迷、财政压力依然较大，公司部分项目的回款进度仍可能会有所推迟。得益于公司项目所在区域综合实力略高于全国平均水平、项目质量较好、进入运营期的项目具有一定的区域分散度，长期来看整体回款压力尚可，回款承压的情况对其业务状况的影响相对可控。

## 财务风险

核心假设：

- 2025-2026年，公司以PPP项目建设为主的资本开支约每年150-200亿元，带动带息负债每年增长约80–100亿元。
- 2025-2026年，公司运营期PPP项目收到回款约每年30-35亿元。
- 2025-2026年，公司的现金利息支出约每年17–22亿元。
- 2025-2026年，公司以工程管理费及工程利润为主的EBITDA约每年27-32亿元。

标普信评认为，公司的财务风险“较低”。随着项目建设的推进，公司的带息债务规模将温和上升，杠杆率也将呈上升趋势，但 EBITDA 及项目回款合计能够充分覆盖利息支出。良好的银企关系、多元化的融资渠道、合理的债务到期安排增强了公司的财务韧性，能够帮助其应对部分项目回款不及时的风险。

我们预计，公司的债务规模将保持温和扩张，以“经调整总债务/（EBITDA+项目回款）”衡量的杠杆水平也将呈上升趋势。公司位于广西的高速公路项目仍在大规模建设期，对新中标项目的投资也将不断增加，我们预计 2025-2026 年公司以 PPP 项目建设为主的资本开支将保持 150-200 亿元。公司进入运营期的 PPP 项目将逐步偿还项目贷款，但在资本开支的带动下，带息债务规模将温和扩大。2025-2026 年，在综合考虑每年的贷款偿还、资本支出、可用项目回款后，我们预计公司以“经调整总债务/（EBITDA+项目回款）”衡量的杠杆水平将呈上升趋势，2025 和 2026 年将分别处于 8-10 倍和 9-11 倍区间。

尽管如此，我们预计公司 EBITDA 及回款对利息的覆盖倍数能够保持较好水平。2024 年公司整体回款金额较 2023 年有所上升，但受地方政府财政压力持续较大的影响，公司仍有部分 PPP 项目回款有所延迟。我们预计，部分区域财政压

力或无法在短期内缓解，因此公司部分项目回款仍将面临一定的延迟，2025-2026 年公司运营期 PPP 项目收到回款约每年 30-35 亿元。即使在承压的情况下，项目回款也形成对 EBITDA 良好的补充，（EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数将维持在 2.5 倍以上。

我们认为，合理的债务到期安排、良好的银企关系、多元化的融资渠道增强了公司的财务韧性。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，并且贷款还款计划具备一定的灵活调整空间。同时，公司资金池充裕，再融资渠道畅通，融资成本不断下降。截至 2025 年 3 月末，公司本部在金融机构及集团财务公司获得授信额度 394 亿元，尚未使用授信额度超过 356 亿元，能够补充流动性来源。我们认为，公司审慎的流动性管理和较强的财务韧性使其在回款承压时能够保持良好的流动性，同时也帮助其应对使用者付费项目进入运营期后现金流波动的风险。

表1

**公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）**

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 45,154 | 49,881 | 42,190 | | |
| EBITDA | 3,187 | 2,936 | 2,868 | 公司以 PPP 项目建设为主的资本开支约每年 150-200 亿元。 | |
| 营运现金流 | 944 | 763 | 527 | 公司的现金利息支出约每年 17-22 亿元。 | |
| 利息支出 | 1,408 | 1,391 | 1,629 | | |
| 经调整总债务 | 26,671 | 35,091 | 44,781 | | |
| **调整后核心财务指标** | | | | | |
| 经调整总债务/EBITDA（倍） | 8.4 | 12.0 | 15.6 | 18.0-20.0 | 20.0-22.0 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍） | 2.3 | 2.1 | 1.8 | 1.0-2.0 | 1.0-2.0 |
| **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） | 5.3 | 6.3 | 7.3 | 8.0-10.0 | 9.0-11.0 |
| （EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍） | 3.6 | 4.0 | 3.8 | 3.0-4.0 | 2.5-3.5 |

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

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表2

**中建基础财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日（单位：百万元）**

| | 总资产 | 总债务 | EBITDA | EBITDA | 利息支出 |
|---|---|---|---|---|---|
| 报告值 | 59,375 | 20,151 | 1,048 | 1,048 | 300 |
| **标普信评调整** | | | | | |
| 盈余现金 | - | -3,323 | - | - | - |
| 其他权益工具 | - | 1,700 | - | - | - |
| 收到的联营合营企业股利 | - | - | 55 | 55 | - |
| 利息及股利收入 | - | - | - | 42 | - |
| 当期所得税 | - | - | - | -154 | - |
| 利息支出 | - | - | - | -300 | - |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 资本化利息 | - | - | - | -159 | 159 |
| 其他权益工具股息 | - | - | - | -46 | 46 |
| 实际控制但未纳入报表的项目调整 | 60,458 | 26,253 | 1,765 | 41 | 1,124 |
| 调整总额 | 60,458 | 24,630 | 1,820 | -521 | 1,329 |
| 标普信评调整值 | | | | | |
| | **总资产** | **经调整总债务** | **EBITDA** | **营运现金流** | **利息支出** |
| 调整后 | 119,833 | 44,781 | 2,868 | 527 | 1,629 |

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

我们选择了中国铁建投资集团有限公司（以下简称“中铁建投资”）、中交投资有限公司（以下简称“中交投资”）和中交城市投资控股有限公司（以下简称“中交城投”）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，使用者付费模式对中建基础及可比公司的项目研判均提出了更高的要求，同时市场上优质项目的稀缺性将使得竞争趋于激烈。中建基础投资项目所在地区综合实力与可比公司相近，公司与可比公司项目所在区域均存在分化，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。中建基础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单一区域政策、财政收入或投资空间的影响，业务稳定性较强。

我们认为，中建基础与可比公司进入运营期的项目数量均呈上升趋势，已经积累了一定的运营经验，但受到土地市场低迷、地方政府财政承压的影响，部分项目回款或面临一定的延迟。相对于城市综合开发业务，PPP 项目周期更长，回款通常不与土地出让挂钩，因此中建基础回款金额占已投资金额的比重低于以城市综合开发业务为主的可比公司，但项目回款金额的波动性更小。

我们认为，中建基础与可比公司的投融资项目均具有前期投资额度大、资金回收期相对较长、项目回款与项目贷款还款相匹配的特点，杠杆率和利息覆盖水平与投资进度和回款、还贷情况相关。随着项目建设的持续推进，它们的债务规模和杠杆率水平均将呈上升趋势。考虑到目前回款普遍承压的情况，拥有良好银企关系、多元化融资渠道的企业能够更好的管理流动性，应对回款不及预期的风险。

表3

**经营情况**

| | **中建基础** | **中铁建投资** | **中交投资** | **中交城投** |
|---|---|---|---|---|
| 经营数据截止时间 | 2024 年末 | 2024 年 9 月末 | 2024 年 6 月末 | 2024 年 9 月末 |
| 控股投融资项目运营区域数量 | 17 | 13 | 23 | 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 | 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 | 广西、济南、曲靖 | 广西、宁夏、北京 | 南京、汕头、常州 | 宁波、上海、温州 |
| 在手投融资项目预计总投资（亿元） | 1,457 | 1,838 | 2,172 | 2,272 |
| 在手投融资项目已投资金额（亿元） | 935 | 1,149 | 1,086 | 564 |
| 在手投融资项目累计回款（亿元） | 157 | -- | 353 | 356 |
| 在手投融资项目已投资比例（%） | 64 | 63 | 50 | 25 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 在手投融资项目回款进度（%） | 17 | -- | 32 | 63 |
| 2024 年营业收入（亿元） | 422 | 386 | 131 | 105 |
| 2024 年末资产总计（亿元） | 1,198 | 1,981 | 1,571 | 870 |

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。中建基础的数据为经标普信评调整后数据，其他公司的数据均出自公开信息。“--”表示数据不可得。

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

表4

**财务情况比较（2023-2024 两年平均，单位：百万元）**

| | 中建基础 | 中铁建投资 | 中交投资 | 中交城投 |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 46,036 | 45,940 | 13,100 | 11,806 |
| EBITDA | 2,902 | 5,636 | 5,039 | 3,733 |
| 利息支出 | 1,510 | 3,577 | 3,399 | 1,140 |
| 经调整总债务 | 39,936 | 120,149 | 84,186 | 30,562 |
| 所有者权益 | 29,219 | 25,328 | 38,928 | 23,075 |
| 经调整总债务/EBITDA（倍） | 13.8 | 21.7 | 16.9 | 8.4 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍） | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 3.4 |

注：中建基础数据经标普信评调整。其他公司经营数据均出自公开信息。

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

## 二、个体信用状况

我们认为中建基础的个体信用状况为 $a_{spc}$，主要原因如下：

1) 公司引领带动中建股份基础设施业务的职能定位持续夯实，业务开展受到了中建股份大力的支持。中建股份将“持续把基建业务作为转型升级的重心，发展成为稳住基本盘的支柱力量”列为发展战略之一，认为“基础设施投资运营业务是公司优化业务结构、实现转型升级的关键环节”。在中建股份大力发展基础设施业务的背景下，公司作为中建股份基础设施业务的归口管理和经营推进部门，继续承担综合管理和引领带动中建股份基础设施业务的职能。PPP 新机制落地以来，公司依托中建股份的技术实力和市场资源，作为牵头方承接了多个大型投资项目。同时，公司也执行中建股份的发展战略方针，在水利项目领域有所拓展。

2) PPP 新机制在业务上带来的不确定性基本消除，公司存量项目未受政策影响，也能够新承接使用者付费项目。2023 年以来，受到 PPP 政策变革的影响，公司曾面临部分项目投资进度放缓、投资类项目拓展受限的情况。随着 PPP 政策的演变，新机制下规则和流程不断明确与细化，新项目不断涌现。公司的存量项目得以正常推进，也能够继续作为社会资本方承接新项目。

3) 公司在回款承压的情况下表现出了良好的财务韧性，EBITDA 及项目回款合计对利息支出能够持续形成良好的覆盖。公司一直保持着审慎的流动性管理，项目贷款到期安排与项目回款计划高度匹配，贷款还款计划具备一定灵活调整的空间，历史上能够与银行机构协商对部分项目贷款的还本计划进行调整。同时，公司也能够通过多种融资方式降低综合融资成本，2024 年综合融资成本较 2023 年进一步下降。在近年来回款承压的情况下，公司 EBITDA 及项目回款合计持续保持对利息支出良好的覆盖。

## 流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。公司未来 12 个月主要的资金用途是 PPP 项目的持续投入，在实施项目的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 119 亿元； | 未来 12 个月，公司偿还到期债务约 70-80 亿元； |
| 在建项目贷款尚未提用额度约 400-500 亿元； | 未来 12 个月，以 PPP 项目建设为主的资本开支总计约 150-200 亿元； |
| 未来 12 个月，营运现金流净流入约 3-8 亿元； | 未来 12 个月，公司向母公司分红 5-10 亿元。 |
| 未来 12 个月，运营期 PPP 项目收到回款约 30-35 亿元。 | |

注：数据截至 2024 年末。包含永续债，含权债券按行权日期计为到期日。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表6

| 债务到期分布（单位：百万元） | |
| --- | --- |
| **年份** | **金额** |
| 一年以内 | 7,230 |
| 一年以上 | 41,636 |
| **合计** | **48,866** |

注：截至 2024 年末。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，自 2018 年 2 月公司开始实体化以来，截至 2025 年 4 月 9 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，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 57.7%。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，支持能力极强。

我们认为，中建股份对中建基础的外部支持为“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。基础设施业务持续作为中建股份重要的战略方向之一，中建基础的职能定位未发生改变，将继续引领、带动中建股份基础设施业务发展。2024 年，公司中标的控股及参股类投资项目的预计总投规模处于中建股份中标项目的前列。

— 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极端情况时提供及时的支持。

— 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。

综上，我们认为，得益于较好的个体信用质量和稳定的外部支持，中建基础主体信用质量极强，即公司的主体信用等级为 $AAA_{spc}$。

# 附录

## 附录1： 公司主要投资项目

### 截至 2024 年末控制的 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 | 是 | 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 | 是 | 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 | 是 | 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 | 是 | 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 | 是 | 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 | 是 | 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 | 是 | 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 |
| 郑州轨道交通 3 号线 PPP+施工总承包项目 | 是 | 是 | 郑州 | 49.7 | 可行性缺口补助 |
| 山东省济南市中心城区雨污合流管网改造和城市内涝治理腊山河与兴济河排水分区 PPP 项目 | 是 | 否 | 济南 | 103.7 | 政府付费 |

数据来源：公司提供，标普信评整理。

### 截至 2024 年末控制的拟建控股投资项目

| 项目名称 | 所在城市或省份 | 项目预计总投资（亿元） | 项目模式 |
|---|---|---|---|
| 江西省弋阳至南丰高速公路新建工程特许经营项目 | 江西省 | 212.1 | 使用者付费 |
| 辽宁省国道长长线（长海大桥工程）特许经营项目 | 大连市 | 79.0 | 使用者付费 |
| 国道 108 太原过境段新建工程特许经营项目 | 太原市 | 45.9 | 使用者付费 |

数据来源：公司提供，公开信息，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）

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.1-3 |
|---|---|---|---|---|
| 货币现金和交易性金融资产 | 7,294 | 7,370 | 7,146 | 8,819 |
| 固定资产 | 332 | 330 | 359 | 355 |
| 资产总计 | 34,294 | 47,036 | 59,375 | 64,392 |
| 短期借款 | 387 | 2,060 | 2,966 | 2,964 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,257 | 1,060 | 1,586 | 2,743 |
| 长期借款 | 3,210 | 7,535 | 14,541 | 17,532 |
| 应付债券 | - | - | - | - |
| 所有者权益合计 | 18,420 | 21,919 | 23,959 | 24,713 |
| 营业总收入 | 19,219 | 26,553 | 21,327 | 5,410 |
| 营业成本 | 16,909 | 24,229 | 19,347 | 4,680 |
| 销售费用 | - | - | - | - |
| 管理费用 | 296 | 332 | 324 | 107 |
| 财务费用 | 78 | -48 | 124 | 71 |
| 利润总额 | 1,806 | 1,678 | 890 | 563 |
| 净利润 | 1,488 | 1,369 | 701 | 487 |
| 经营活动现金流入小计 | 20,178 | 19,356 | 21,693 | 3,026 |
| 经营活动现金流出小计 | 20,608 | 26,930 | 27,450 | 5,821 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -430 | -7,573 | -5,757 | -2,796 |
| 投资活动现金流入小计 | 2,643 | 1,278 | 78 | 5 |
| 投资活动现金流出小计 | 2,017 | 883 | 4,275 | 129 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 625 | 395 | -4,197 | -123 |
| 筹资活动现金流入小计 | 2,273 | 15,325 | 18,862 | 5,279 |
| 筹资活动现金流出小计 | 2,656 | 8,236 | 9,966 | 686 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -382 | 7,089 | 8,896 | 4,592 |

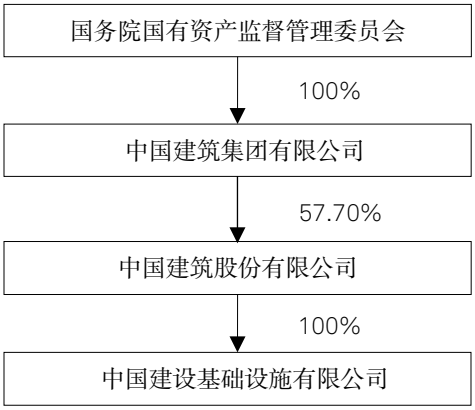
### 调整后财务数据及指标

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.1-3 |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 45,154 | 49,881 | 42,190 | 10,504 |
| EBITDA | 3,187 | 2,936 | 2,868 | -- |
| 营运现金流 | 944 | 763 | 527 | -- |
| 利息支出 | 1,408 | 1,391 | 1,629 | -- |
| 经调整总债务 | 26,671 | 35,091 | 44,781 | -- |
| 所有者权益 | 24,381 | 28,232 | 30,205 | -- |
| 经调整总债务/EBITDA（倍） | 8.4 | 12.0 | 15.6 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数（倍） | 2.3 | 2.1 | 1.8 | -- |
| 经调整总债务/（EBITDA+项目回款）（倍） | 5.3 | 6.3 | 7.3 | -- |
| （EBITDA+项目回款）利息覆盖倍数（倍） | 3.6 | 4.0 | 3.8 | -- |

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 2022 年审计报告和安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的中建基础 2023-2024 年审计报告，2022 和 2023 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。

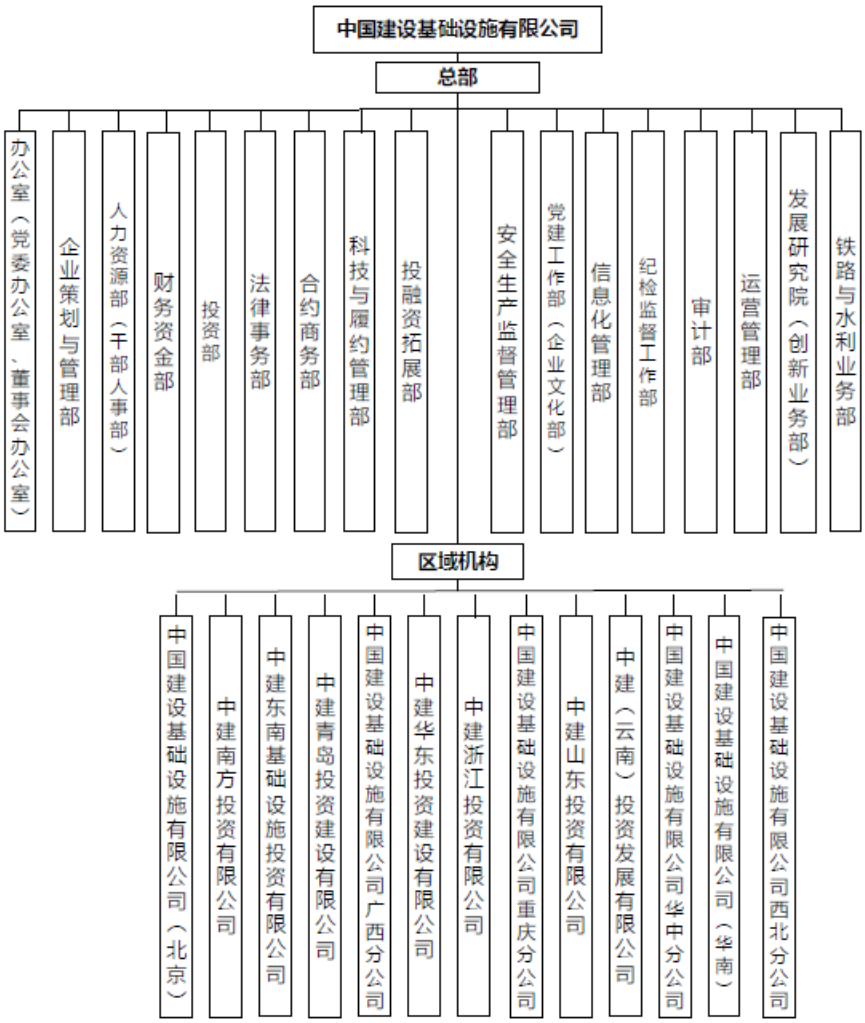
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

## 附录3： 评级对象股权结构图（截至 2025 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 2025 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： 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。

©版权所有 2025 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。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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转销商。