

主体评级报告：

中建丝路建设投资有限公司

主体信用等级*：A_{spc}；展望：稳定

2020年12月28日

分析师：

王璜 010-65166029；Huang.wang@spgchinaratings.cn
张任远 010-65166028；Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn
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
信用等级概况	3
主要优势与风险	3
评级展望	3
假设与预测	4
调整后财务数据及指标	4
宏观经济与行业环境	5
公司概况	6
业务状况	7
财务风险	9
同业比较	11
流动性状况	13
补充调整	14
分项评估	15
相关评级方法、模型及研究	15
附录	16

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

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

若无进一步更新，本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起持续有效。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
中建丝路建设投资有限公司	主体信用等级	A _{spc}	2020年12月28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。公司其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2020年9月末，公司控制的在执行PPP项目7个，项目总投资金额约400亿；此外，尚有参股PPP项目共计2个。

宏观经济与行业环境：我们预期国内经济在2021年能实现U型经济复苏，GDP增速回升至7.0%。我们认为，基础设施投资仍是国民经济增长的压舱石和基础，未来一年基础设施固定资产投资增长将保持稳定。PPP模式仍是基础设施投资的主要形式之一，但未来数量或金额的增长可能会放缓。同时，目前市场中的PPP项目大部分处于建设期，在运营的PPP项目相对占比较少，整体PPP行业政府付费或可行性缺口补助及时到位情况也缺乏验证。

信用要点：公司投资项目质量相对较高，公司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。我们认为项目所在地区综合实力相对较好，但全部PPP投资项目集中于西安市存在一定的集中度风险，且全部处于建设期，对公司业务状况形成一定的制约。我们认为，公司的杠杆率将随PPP项目不断投资建设保持高位，未来杠杆率将维持在10-15倍，但项目回款及EBITDA对利息的覆盖率将保持稳定，未来主要进入运营期的项目均可较好的覆盖项目贷款的还本付息需求。同时公司的债务以PPP项目对应的项目贷款为主，期限与项目运营期限较为匹配，且具备一定程度上的灵活空间，整体财务风险可控。公司是中建股份的全资子公司，我们预计公司对中建股份的重要性高。

重点信用指标：

	2019A	2020E	2021F
总债务/(EBITDA+预计项目回款) (倍)	15.1	15.0-20.0	10.0-15.0
(EBITDA+预计项目回款)利息覆盖倍数 (倍)	1.6	1.2-2.0	2.0-3.0
项目保底回款对项目贷款本息覆盖倍数 (倍)	1.3-2.4		

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。项目回款对债务本息覆盖倍数为运营期前3年各项目预测最小值的区间。

中建丝路主体信用质量在中国1200大企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

注：红色代表1200大企业潜在主体信用质量的中位数，黄色代表中建丝路所在位置。
数据来源：《迎难而上，谁是中国信用市场的中坚力量》，2019年11月4日

分项评估：

主体信用等级：	A _{spc} /稳定
业务状况：	4/尚可
行业风险：	2/低
竞争地位：	4/尚可
财务风险：	4/可控
评级基准：	bb+
调整项	
多元化：	中性（无影响）
资本结构：	中性（无影响）
财务政策：	中性（无影响）
流动性：	适中（无影响）
管理与治理：	中性（无影响）
补充调整：	下调（-1）
个体信用状况：	bb _{spc}
外部影响：	+6

业务状况：公司的业务状况尚可。公司的投资业务接受中建股份严格监管，所有投资项目均需要中建股份审批后方可执行，因此公司投资项目的质量相对较高，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。公司投资项目所在地区的综合实力相对较强，但所有投资均集中在单一城市，同时所有项目均未进入运营期，尚缺乏稳定运营以及持续良好回款记录，未来运营效果存在一定不确定性，尚需时间检验。

财务风险：公司的财务风险可控。公司的项目全部处于建设期，我们预计随着建设的持续推进，公司杠杆率将稳定在现有较高水平，但公司EBITDA与项目回款合计对于利息的覆盖率相对较好。得益于较为良好的融资结构，我们认为主要项目在进入运营期后项目回款可以相对较好的覆盖项目还本付息，并且PPP项目融资的还款计划具备一定的灵活空间，可以一定程度上应对项目回款不及时带来的还款压力。

调整项：补充调整的下调主要反映我们认为公司所有项目均集中在西安市，存在一定的集中度风险。

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

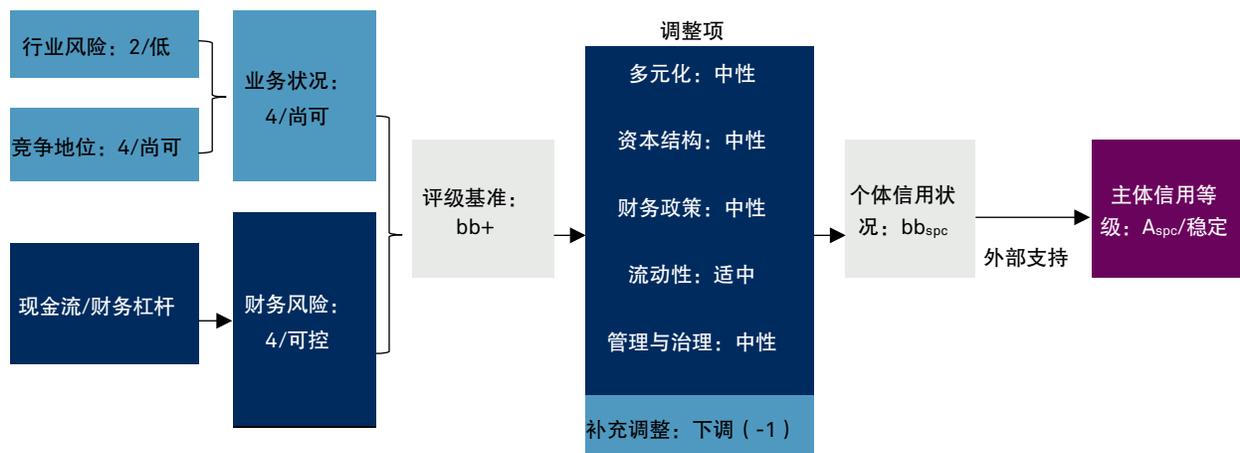
同业比较：（2018-2019两年平均值，百万元）

	中建丝路	中建方程	中交投资	中交城投	中铁建设投资
营业总收入	6,564.9	8,248.4	7,104.2	7,723.5	22,117.8
EBITDA	740.2	1,449.8	4,403.7	1,843.4	3,744.2
总债务/EBITDA (倍)	14.7	16.7	8.7	6.3	17.3
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	1.6	3.3	3.7	3.4	1.3

注：以上数据为标普信评调整后数据；资料来源：中建丝路数据包含我们为我们将表外项目调整至表内后的数据。其他可比公司信息来自公开信息，标普信评调整。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
中建丝路建设投资有限公司	主体信用等级	A _{spc}	2020 年 12 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。	目前公司控制的所有 PPP 项目均集中在单一区域。区域综合实力较强，但债务负担较重。存在一定的集中度风险。
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管理库，政府回款或可行性缺口补助纳入地方政府财政预算。	公司全部项目均处于建设阶段，未来项目运营对公司构成一定的挑战，项目运营效果存在一定的不确定性。
公司所投资项目的市场敞口风险较小，所有项目的回报机制均为政府付费或可行性缺口补助。所有控制的 PPP 项目均无市场敞口风险。	财务杠杆率较高，大量项目仍需要持续资金投入。
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重要战略执行主体，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，公司在手 PPP 项目将逐步完成投资转入运营，在未来的新投资项目中公司仍将持续执行严格的投资纪律和审批流程，投资标准将得到延续。公司的债务规模将随着投资项目的深入而不断增长，但随着项目逐步进入运营期项目回款逐步到位，杠杆率和利息的覆盖率保持相对稳定。中建丝路作为中建股份的全资子公司，深耕西北市场、加大基础设施领域发展的战略职能不会发生变化，受到中建股份稳定的集团支持。

上调情形：若出现下列情形时，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：1、在保持现有财务风险水平的情况下，公司的业务状况不断提升。推动业务状况提升的情况可能包括：1）公司进入运营期的项目回款持续保持稳定，项目回款的不确定性显著下降。2）新投资项目的所在城市逐步丰富化，单一城市集中度风险有所降低。2、伴随项目持

续回款，公司逐步归还 PPP 项目贷款，使得公司财务风险水平下降并可持续。3、公司在中建股份体系内的重要性提升。

下调情形：若出现下列情形时，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、公司的业务状况出现恶化，造成这样的情况可能包括：1)公司及中建股份对于项目投资的管理要求和投资纪律显著放宽；2)公司未来项目更多的投至综合实力相对较弱的地区；3)项目运营效果不佳，项目回款受到严重影响。2、公司受到的集团支持减弱，造成这样的情况可能包括：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，虽然在可预见的时期内，后两种情况发生的概率较低。

假设与预测

假设

- 2020年中国GDP增长2.1%，2021年GDP增速回升至7.0%。预计2021年基建投资增速将维持稳定。
- 2020-2022年，公司以PPP项目建设为主的资本开支每年约60亿-110亿，其中未来新投资项目2022年开始进入密集投资期。
- 2021-2022年，进入运营期的PPP项目每年收到回款约16亿-26亿。
- 2020-2022年，公司以工程管理费为主的EBITDA将保持在9亿-12亿。
- 2021-2022年，进入运营期的PPP项目每年贷款还本付息约16亿-34亿。

预测

重点信用指标预测

	2019A	2020E	2021F
总债务/EBITDA (倍)	15.1	20.0-25.0	25.0-30.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.6	1.0-2.0	0.5-1.5
EBITDA 利润率 (%)	12.0	10.0-12.0	10.0-12.0
将PPP项目预计项目回款调整至偿债现金流后:			
总债务/(EBITDA+预计项目回款) (倍)	15.1	15.0-20.0	10.0-15.0
(EBITDA+预计项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.6	1.2-2.0	2.0-3.0
项目保底回款对PPP项目债务本息覆盖倍数 (倍)		1.3-2.4	

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。
项目回款对债务本息覆盖倍数为运营期前3年各项目预测最小值的区间。

调整后财务数据及指标

调整后财务数据及指标

(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020.1-6A
营业总收入	4,591.1	5,604.8	7,524.9	3,951.7
EBITDA	293.8	576.8	903.7	--
营运现金流	206.3	227.9	36.9	--

总债务	4,233.5	8,280.8	13,678.7	--
EBITDA 利润率 (%)	6.4	10.3	12.0	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	4.0	1.7	1.6	--
总债务/EBITDA (倍)	14.4	14.4	15.1	--

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

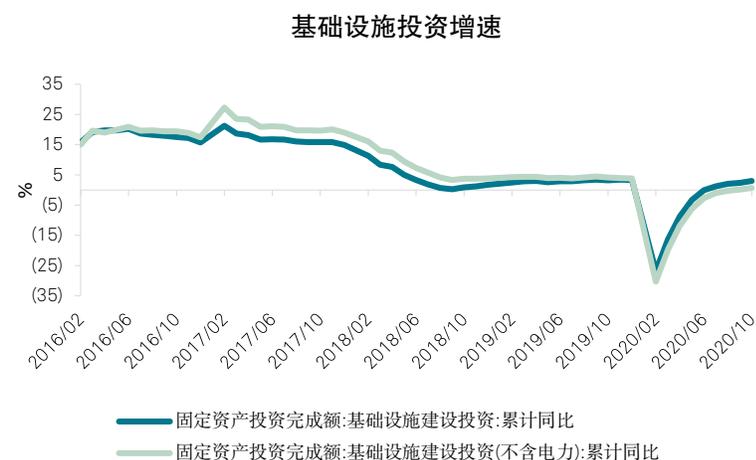
宏观经济与行业环境

中国经济正在从新冠疫情造成的冲击中逐步恢复。标普信评预测 2020 年中国 GDP 增速同比增长 2.1%。这一增速虽远低于疫情爆发前的预测，但第二季度经济增速已经转正。我们预期国内经济在 2021 年能实现 U 型经济复苏，GDP 增速将回升至 7.0%。

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

基础设施投资仍是托底经济的重要手段之一，基建投资增速将维持平稳。

图1



资料来源：wind,标普信评整理。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

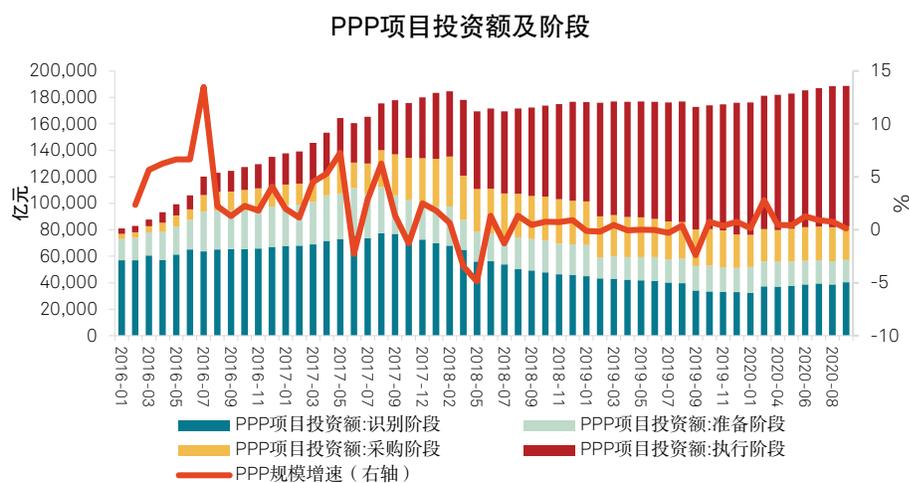
我们认为，未来入库 PPP 项目质量将保持较高水平。这种高水平源自于国家对 PPP 项目质量持续监管，同时对入库 PPP 项目将继续执行“可进可出”的动态管理机制。2014 年以来，我国的 PPP 发展经历了推广应用、快速发展、收紧监管、规范发展四个过程。2014 年，PPP 在我国开始正式的推广，国务院、财政部等部门相继推出了国发〔2014〕43 号、财金〔2014〕76 号等政策，旨在规范地方政府举债融资机制，推广政府与社会资本合作模式。之后，伴随着各项政策的颁布，PPP 流程得以建立，PPP 进入迅速发展阶段。2017 年 11 月，为了防控 PPP 带来的隐性债务风险，规范

项目运作，财政部颁布〔2017〕92号文，要求严格新项目入库标准，清理已入库项目，PPP监管由此收紧。根据财政部统计，截至2018年4月23日，各地累计清理退库项目1695个、涉及投资额1.8万亿元；上报整改项目2005个、涉及投资额3.1万亿元。PPP项目质量得到了有效的提升，落地率大幅提高。之后PPP进入了平稳发展阶段，2018年10月起，国务院、财政部等机构发布如财金〔2019〕10号等多项政策引导PPP规范发展，对于PPP的合规性、财政支出责任、帮扶政策等做出了明确的规定。

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

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

图2



资料来源：Wind,标普信评整理。
 版权©2020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实力，但运营PPP项目对他们仍属于新课题。一方面运营基础设施资产与传统施工业务之间存在较大差异，另一方面，市场中大部分PPP项目仍处于在建阶段，长期稳定运营的项目占比相对较低，政府付费或可行性缺口补助的款项是否足额及时到位仍有待时间检验。

一、评级基准

公司概况

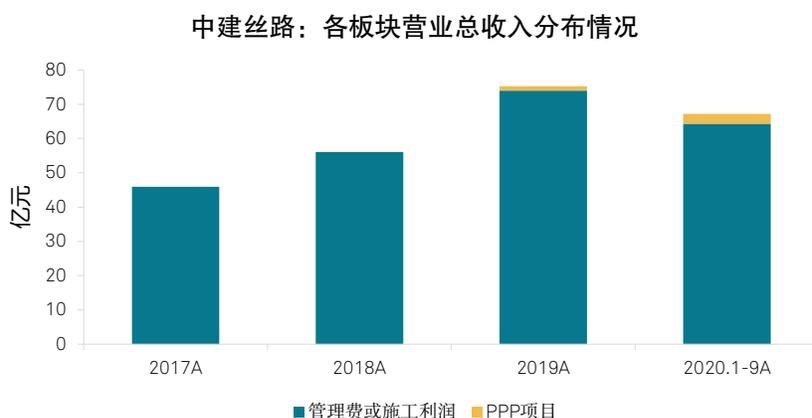
中建丝路建设投资有限公司（以下简称“中建丝路”或“公司”）成立于2016年，是中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）100%控股的一级子公司。中建丝路与中建股份西北区域总部按照“一套班子，两块牌子”的运营模式运行。2018年，中建股份对中建丝路进行了增资，中建丝路的注册资本由5亿增加至20亿。

公司主要业务是以 PPP 的形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，在这个过程中获取部分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上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，上述收益也可以对 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身份承接的、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承接的项目所对应的资产、债务、收益调整至合并报表口径中，以更好的反应公司的实际经营状况和财务负担。本文中所涉及的投资状况、资产、收入、项目还款情况以及财务杠杆情况，除特殊说明外，均按上述口径执行。截至 2020 年 9 月末，公司控制的在执行 PPP 项目 7 个，项目总投资金额约 400 亿；公司所投资项目的明细情况详见附表 1。

图3



资料来源：公司提供，标普信评整理
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，公司“尚可”的业务状况反应其严格的投资纪律和投资政策，公司投资项目回报机制较好不易受到市场波动影响。公司投资业务全部集中于单一城市投资项目所在地区信用质量较强但债务负担相对较重。最后，公司 PPP 项目尚未进入运营期，缺乏持续稳定的项目回款记录。

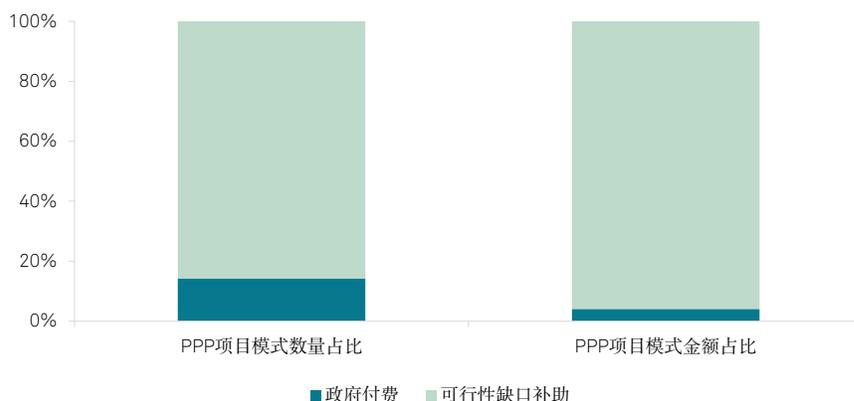
我们认为，公司制定了完善的投资审批政策和审批流程，并在执行层面保持了良好的投资纪律，所投资项目全部在中建股份的掌控之下，为所投资项目的整体质量提供了保障。从制度上，中建丝路作为全资子公司在母公司相关制度的基础上制定了公司的投资政策。按照内部规定，所有投资项目均需要上报中建股份进行实质性审批，中建股份拥有最终决策权。母公司不仅决定是否投资该项目，同时对投资金额、投资方式、融资额度及结构等方面进行风险把控。在严格的投资政策和投资纪律下，公司目前所有的 PPP 项目均纳入《财政部政府和社会资本合作中心》项目库，且 PPP 项目的政府付费和可行性缺口补助均纳入地方政府的财政预算。

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，公司所投资项目的回报机制较好，市场敞口风险不高，不易受到市场波动的影响。截至 2020 年 9 月末，公司控制的 7 个 PPP 项目中，1 个项目为政府付费机制，总投资 16.3 亿；可行性缺口补助机制项目 6 个，总投资约 384 亿。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，项目回款均可以覆盖投入。这样的回报机制决定了公司的回款更多依赖于纳入预算的政府回款，不易受到市场波动或设施实际收费的影响。

图4

中建丝路实际控制PPP项目中大部分为可行性缺口补助模式

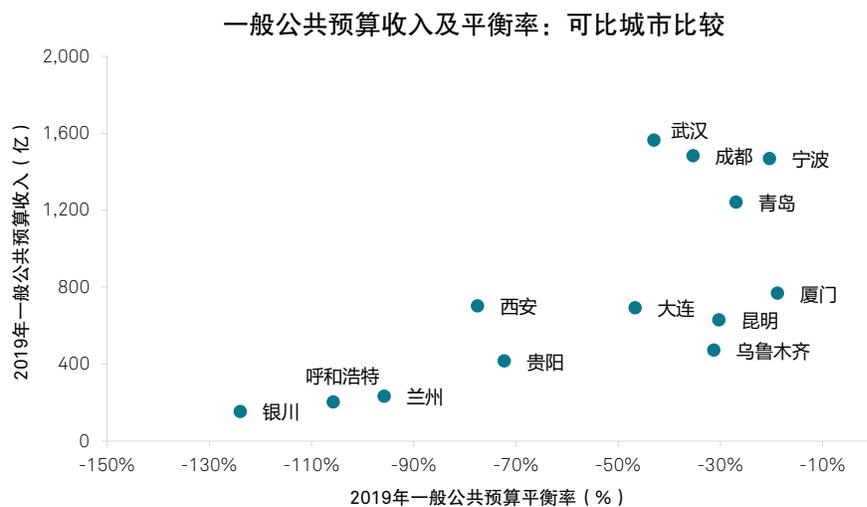


资料来源：公司提供，财政部政府和社会资本合作中心PPP项目库，标普信评整理
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司项目所在地区的综合实力较强。公司目前所有在实施的 PPP 项目均在西安市。西安市是西北地区的核心城市，也是中国 9 个中心城市之一。所在区域虽然债务负担相对较重，但整体经济发展水平和财政平衡情况相对较好。目前，公司有计划逐步将投资项目拓展至现有地区以外的区域，但仍未落地，存在一定的不确定性。公司拟实施的项目详见附件 1。

我们认为，公司投资项目所在地区的综合实力质量较强，体现为相对较好的经济发展水平和财政平衡情况。

图5



资料来源：各地政府，标普信评。
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司所投资 PPP 项目目前均处于建设阶段，未来运营效果存在一定的不确定性。截至 2020 年 9 月末，公司 7 个 PPP 项目均未全线进入运营，但已有管廊项目部分路段进入试运营。虽然公司 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。因此公司未来仍需要用高质量的运营作为及时、全额取得政府约定的回款或可行性缺口补助的前提保障。目前公司已经成立了专门的运营部门负责未来项目的运营管理，并针对主要基础设施类型制定了不同的运营指引。但未来运营的效果、落实考核要求能力以及对应的回款到位情况，均存在一定的不确定性。

财务风险

标普信评认为，公司的财务风险可控。公司的项目全部处于建设期，我们预计随着建设的持续推进，公司将维持较高的杠杆率水平，但公司 EBITDA 与项目回款合计对于利息的覆盖率相对较好。得益于较为良好的融资结构，我们认为主要项目在进入运营期后的项目回款可以相对较好的覆盖项目本息，PPP 项目融资的还款计划具备一定的灵活空间，可以一定程度上应对项目回款不及时带来的还款压力。

我们预计，随着工程建设的推进，公司的融资规模仍将继续增长，公司的杠杆率水平将维持现有高位水平。目前公司控制的 7 个 PPP 项目中仍处于在建状态，这些项目预计将在 2021 年-2022 年间逐步进入运营，随着项目建设公司仍将继续提用相应的项目建设贷款。我们预计公司未来两年用于 PPP 项目的资本开支每年约为 60 至 110 亿。同时，由于 2021 年部分存量项目开始回款并归还项目贷款，而新投资项目预计 2022 年才大规模进入建设期，因此 2021 年的杠杆率指标将呈现阶段性的改善。但长期来看，我们预计随着新项目的不断推进，未来杠杆率将维持现有较高水平。

我们认为，公司 EBITDA 及项目回款对利息支出的覆盖率相对较高。基于公司主要融资形式，我们认为公司建设期内还本付息的需求非常小，主要偿债压力来自于项目投入运营后。虽然公司的杠杆率随着项目建设将稳定在现有较高水平，但更多的项目进入运营期后，公司 EBITDA 与项目回款合计对利息的覆盖率将逐步向好。

我们认为，公司投资的 PPP 项目在进入运营期后项目回款可以相对较好的覆盖项目还本付息。公司控制的 PPP 项目的回报模式以政府付费和可行性缺口补助为主，需要高度依靠运营方可获得使用者付费的项目相对较少。我们预计，主要项目进入运营期后的前三年，EBITDA 与项目累计回款之和对项目贷款还款本息的覆盖率在 1.3-2.4 倍左右。

同时，我们认为公司的有息负债结构有助于保持一定的还本付息灵活性。公司的债务主要以 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。与融资机构保持的良好银企关系，使得公司可以通过调整还款计划等方式一定程度上应对 PPP 项目回款不及时带来的还款压力。截至 2020 年 9 月，公司本部在主要金融机构获得授信额度约 38 亿，尚未使用授信额度约 38 亿。

表1

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021F
营业总收入	4,591.1	5,604.8	7,524.9		
EBITDA	293.8	576.8	903.7		
营运现金流	206.3	227.9	36.9		
CFO	1,912.0	(116.6)	(4,020.9)		
利息费用	74.1	346.8	576.1		
总债务	4,233.5	8,280.8	13,678.7		
所有者权益合计	242.0	1,620.4	3,153.3		
调整后核心财务指标					
总债务/EBITDA (x)	14.4	14.4	15.1	20.0-25.0	25.0-30.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (x)	4.0	1.7	1.6	1.0-2.0	0.5-1.5
将 PPP 项目预计项目回款调整至偿债现金流:					
总债务/(EBITDA+预计项目回款) (倍)	14.4	14.4	15.1	15.0-20.0	10.0-15.0
(EBITDA+预计项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	4.0	1.7	1.6	1.2-2.0	2.0-3.0
项目保底回款对债务本息覆盖倍数 (倍)			1.3-2.4		

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。项目回款对债务本息覆盖倍数为运营期前 3 年各项目最小预测值的区间。

资料来源：公司提供资料，标普信评整理和调整。

表2

中建丝路财务数据调整-截至2019年12月31日(单位:百万元)							
	总资产	总债务	归母权益	EBITDA	利息支出	EBITDA	CFO
报告值	1,418.0	0.0	1,381.1	189.2	0.0	189.2	160.6
标普信评调整							
利息支出					0.8	(0.8)	
利息股利收入						15.2	
当期税费						(31.9)	
经营性租赁	9.6	9.6		5.5		5.5	
超额现金		(569.5)					
折旧摊销调整							4.7
实际控制但未纳入报表的项目调整	24,390.5	14,238.5	1,504.9	709.0	575.3	(140.3)	(4,186.2)
调整总额	24,400.2	13,678.7	1,504.9	714.5	576.1	(152.3)	(4,181.5)
标普信评调整值							
	总资产	总债务	归母权益	EBITDA	利息支出	FFO	CFO
调整后	25,818.2	13,678.7	2,886.0	903.7	576.1	36.9	(4,020.9)

资料来源：公司审计报告、公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择了中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”）、中交投资有限公司（以下简称“中交投资”）、中交城市投资控股有限公司（以下简称“中交城投”）和中国铁建投资集团有限公司（以下简称“中铁建投资”）作为中建丝路的可比公司。上述四家公司均为我国大型建筑央企下属主营投资业务的平台，我们认为他们在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

我们认为，中建丝路在总资产规模和新签订单规模等方面，相对于可比公司较低。这主要是由于公司定位于深耕西北区域市场，且公司成立日期相对较短，因此在执行投资项目的数量相对较少，造成了公司的总资产规模小于可比同业。我们认为，公司为中建股份内部重要的基础设施投资平台，深耕西北区域，承担着推动中建股份基建业务订单增长的任务。中建方程则更专注于城市开发改造，业务更多集中在土地整理和城市改造，此类项目也具备金额大开发时间周期长的特征，17、18年中建方程累积的新签项目较多，可供一定周期内持续消化，因此19年该公司对新签订单规模加以控制以控制整体杠杆率。中铁建投资是中国铁建股份有限公司旗下的重要投资平台，其投资业务囊括了基础设施投资和城市改造土地开发业务两方面，因此其规模更大。中交城投存量项目与可比公司相比也相对较少。我们认为，投资数量金额的多少，虽然一定程度上可以反应不同企业在市场上的业务开拓能力和在集团内的重要性，但对投资业务而言，我们认为，相比于规模大小，投资策略、投资纪律、项目风险的把控能力、投资管理水平和后续运营管理能力对公司本身业务会产生更大的影响。

我们认为，中建丝路投资项目均集中在单一地区，地区的综合实力并不显著弱于同业，但全部项目集中在同一地区的情况造成公司对单一地方的集中度过高，存在一定的风险。同时中建丝路项目投资所在地区相比于其他同业公司的投资地区债务负担相对较重。中建方程和中交城投所在地区的综合实力在可比公司中相对较强，地区经济及财

政均较为强劲。这可能也与这两个公司主要开展城市综合开发的业态有一定的关系。中交投资和中铁建投资的项目所在地区综合实力位于可比公司的中间。

我们认为，可比公司大部分 PPP 项目均处于建设期，进入运营期的项目相对较少。在这方面，可比公司之间区分度相对较小。造成这种情况的主要原因是 PPP 项目的建设需要 3-5 年的周期，目前我国 PPP 项目自 2017 年大规模兴起后大部分仍处于建设期，未来 1-2 年内各个公司可能均面临大量项目转入运营期的状况。我们认为运营各类基础设施项目对于中建丝路及可比公司来说，均面临一定的挑战。这些公司 PPP 等各类投融资项目在进入运营期后能否满足政府考核标准，进而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，我们认为，中建丝路及可比公司的投融资项目均具备投资额度大、相对回收期较长的特点，因此在杠杆率方面这些公司无本质差异，财务风险基本相仿。

表3

经营情况					
	中建丝路	中建方程	中交投资	中交城投	中铁建投资
投融资项目运营城市数量	1	9	14	11	10
主要职能	基础设施投资	城市综合开发	基础设施投资+城市综合开发+房地产	城市综合开发	基础设施投资+城市综合开发
控制的 PPP 及 BOT 项目数量	7	5	13	2	3
控制的其他项目数量	0	18	8	9	9
进入运营期的 PPP 及 BOT 项目数量	0	0	4	0	4
投融资项目前三大城市	西安	北京、天津、西安	张家口、成都、温州	珠海、宁波、临沂	成都、北京、张家界
项目所在区域综合实力	较好	很好	较好	很好	较好
2019 年经营数据（单位：亿元）					
新签订单额	295.2	19.4	未披露	未披露	831.6
营业收入	75.2	79.8	77.0	108.9	276.3
货币资金	24.7	78.1	65.0	60.5	41.6
长期应收款	51.1	304.8	352.2	101.2	183.4
长期股权投资	3.3	30.6	45.3	28.5	100.9
存货	0.0	21.8	171.7	77.2	56.2
无形资产	130.0	0.0	160.7	0.1	517.0
总资产	258.2	628.4	966.9	325.9	1,205.8

表4

财务情况比较（2018-2019 两年平均，单位：百万）					
	中建丝路	中建方程	中交投资	中交城投	中铁建投资
总收入	6,564.9	8,248.4	7,104.2	7,723.5	22,117.8
EBITDA（调整后）	740.2	1,449.8	4,403.7	1,843.4	3,744.2
利息（调整后）	461.4	488.3	1,224.3	566.2	2,836.5
CFO	(2,068.7)	(4,448.9)	(6,596.1)	2,206.1	(793.9)
FOCF	(2,072.4)	(4,461.0)	(8,603.2)	2,083.0	(11,683.7)
总债务（调整后）	10,979.7	21,923.7	38,719.4	10,508.4	64,916.5
股东权益	2,386.9	13,680.8	26,373.3	8,058.8	18,682.8
财务比率					
总债务/EBITDA（倍）	14.7	16.7	8.7	6.3	17.3
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	1.6	3.3	3.7	3.4	1.3
CFO/总债务(%)	(15.4)	(20.2)	(17.2)	21.0	(2.1)
FOCF/总债务(%)	(15.4)	(20.3)	(23.4)	19.8	(18.9)

资料来源：中建丝路数据口径为将我们认为公司可以控制的表外项目调整至表内后的数据。中建方程、中交投资、中交城投以及中铁建投资四个公司的经营数据均出自公开信息。限于公开信息的披露程度，中建方程经营数据为截止至 2019 年末数据，其他可比公司经营数据截止至 2020 年 6 月。标普信评整理。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。公司未来一年主要的资金用途是 PPP 项目的持续投入。目前公司所有在建 PPP 项目的贷款全部落实，可以满足基本的资本开支需求。进入运营期的项目逐步面临按期归还项目贷款本息的资金需求，可以通过 PPP 项目的回款和留存的项目建设收益满足。

表5

流动性来源	流动性用途
公司合并口径现金及现金等价物约 23 亿；	未来 12 个月，公司债务到期规模总计约 7-10 亿；
已有项目贷款尚未提用总计约 150 亿；	未来 12 个月，以 PPP 项目建设为主的资本开支总计约 80-100 亿；
未来 12 个月，运营期 PPP 项目回款约 16-18 亿。	未来 12 个月，公司向母公司分红 3-4 亿。

注：数据截止至 2020 年 6 月末。

数据来源：公司提供，经标普信评整理及调整。

表6

债务到期分布情况	
年份	金额(单位:百万元)
2020	101.0
2021	872.4
2022	2,236.8
2023	1,270.8
2024	1,809.2
合计	6,290.2

注：数据截止至2020年9月末。

资料来源：公司提供，经标普信评调整

补充调整

我们在补充调整对评级基准下调一个子级，主要反应公司所有PPP项目集中在单一区域造成的集中度风险。我们认为，较高的集中度一方面使得所有项目回款可能同时受到地区政策变动或地区财政压力的影响，另一方面也使得公司业务开展受到地区项目容量制约。

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。我们认为中建股份潜在主体信用质量极强。

我们认为中建丝路对中建股份的重要性高，主要体现在以下几方面：

- 中建丝路是中建股份100%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较小。在2018年中建股份对公司进行了注资，公司注册资本由5亿增长至20亿。

我们认为中建丝路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。

- 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

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2020年7月28日。
- 标普信用评级（中国）-交通基础设施行业，2019年5月21日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：

- 评论：解读标普信用评级（中国）工商企业评级方法论，2020年7月28日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020年6月29日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架，2019年5月8日。

附录

附录1：公司主要投资项目

截至2020年9月控制的PPP项目明细

项目简称	是否入库	回款主体	城市	项目总投资（亿元）	开工日	预计投入运营时点	项目模式
综合管廊	是	西安市本级、蓝田、户县、阎良、临潼	西安	92.2	2016-09-01	2021下半年	可行性缺口补助
科技八路	是	西安高新区	西安	34.2	2018-06-28	2021下半年	可行性缺口补助
北辰大道	是	西安市	西安	38.6	2018-12-15	2021下半年	可行性缺口补助
海绵城市	是	西安市	西安	16.3	2018-01-29	2022上半年	政府付费
三甲医院	是	西安经开区	西安	23.4	2020-06-01	2021上半年	可行性缺口补助
幸福林带	是	西安市	西安	122.0	2017-10-01	2022下半年	可行性缺口补助
浐灞右岸	是	浐灞生态区	西安	73.6	2019-06-10	2023下半年	可行性缺口补助
合计				400.4			

注：1.项目总投资出自财政部政府和社会资本合作中心项目库中披露的总投资金额。

数据来源：公司提供、财政部政府和社会资本合作中心项目库、标普信评整理。

截至2020年9月公司拟实施的投资项目

明细拟实施项目名称	所在城市	项目预计总投资（单位：亿元）	拟开始时间	计划建设期（年）
项目1	西安市	68	2021年	5
项目2	北京市	72	2021年	1.5
项目3	西安市	120	2021年	4
项目4	西安市	52	2021年	3
项目5	西安市	32	2022年	3
项目6	西安市	16	2022年	3

数据来源：公司提供

附录2：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020.1-9
货币现金和交易性金融资产	271.0	683.3	1,145.2	1,523.8
固定资产	1.0	0.8	1.8	2.6
资产总计	398.8	887.3	1418.0	2,311.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	100.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0
一年内到期的非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	76.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0

所有者权益合计	245.0	872.7	1,381.1	1,875.3
营业总收入	88.9	80.8	271.8	262.1
营业成本	0.0	11.0	13.8	100.4
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	34.6	59.7	65.8	35.4
财务费用	(1.0)	7.6	(15.2)	(8.4)
利润总额	52.1	3.1	210.1	129.6
净利润	37.7	1.5	178.5	110.2
经营活动现金流入小计	114.5	252.3	281.6	737.8
经营活动现金流出小计	56.7	255.8	121.0	845.3
经营活动产生的现金流量净额	57.8	(3.4)	160.6	(107.5)
投资活动现金流入小计	0.8	24.6	255.6	0.0
投资活动现金流出小计	125.9	90.0	293.5	64.7
投资活动产生的现金流量净额	(125.1)	(65.4)	(37.9)	(64.7)
筹资活动现金流入小计	288.8	1,126.2	333.0	640.1
筹资活动现金流出小计	0.0	645.1	0.0	83.0
筹资活动产生的现金流量净额	288.8	481.1	333.0	557.0

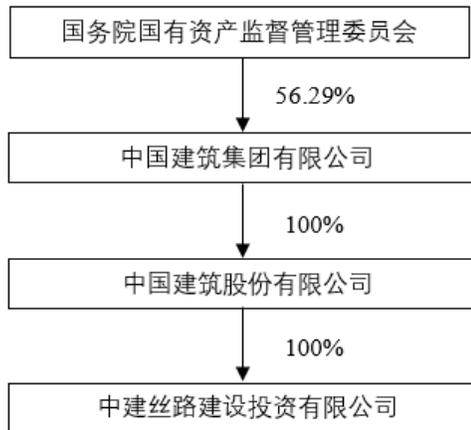
调整后财务数据及指标

总债务	4,233.5	8,280.8	13,678.7	--
EBITDA	293.8	576.8	903.7	--
FFO	206.3	227.9	36.9	--
CFO	1,912.0	(116.6)	(4,020.9)	--
资本支出	1.9	0.8	6.5	--
FOCF	1,910.1	(117.4)	(4,027.4)	--
DCF	1,910.1	(353.8)	(4,373.8)	--
EBITDA 利润率 (%)	6.4	10.3	12.0	--
ROC (%)	7.1	9.0	7.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	4.0	1.7	1.6	--
FFO 利息覆盖倍数 (倍)	3.8	1.7	1.1	--
总债务/EBITDA (倍)	14.4	14.4	15.1	--
FFO/总债务 (%)	4.9	2.8	0.3	--
CFO/总债务 (%)	45.2	(1.4)	(29.4)	--
FOCF/总债务 (%)	45.1	(1.4)	(29.4)	--
DCF/总债务 (%)	45.1	(4.3)	(32.0)	--

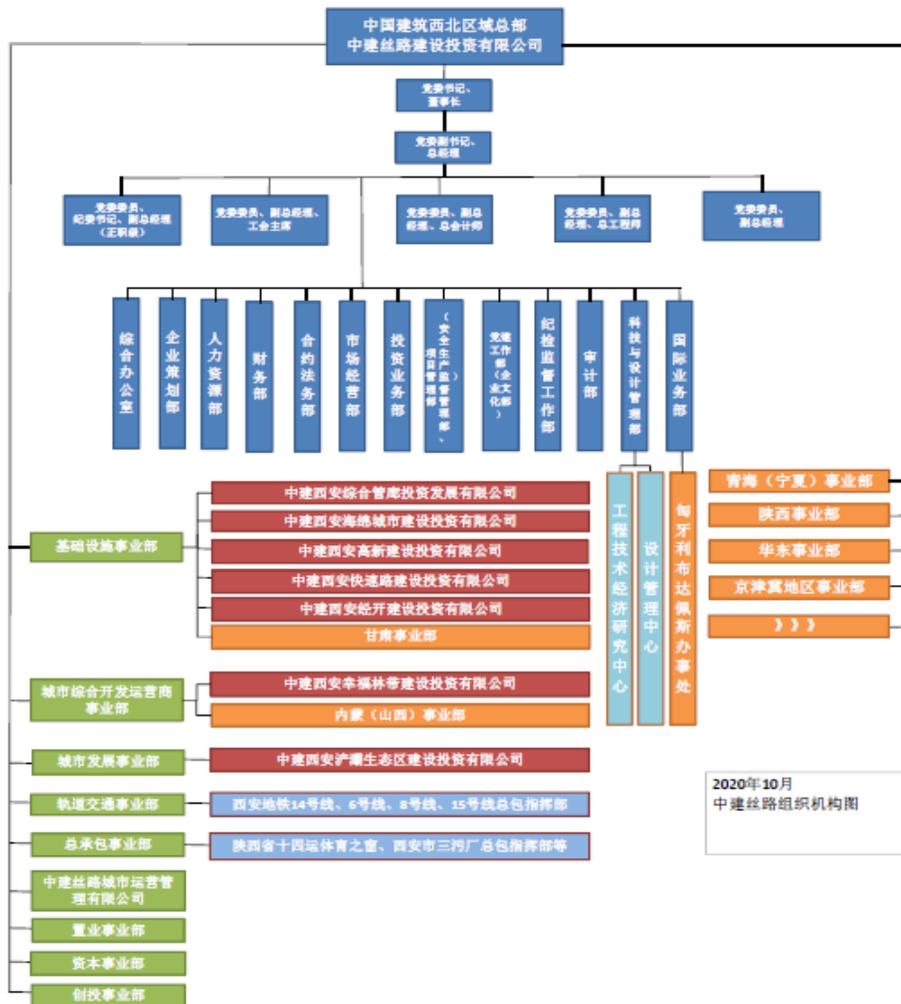
注：1.上表中财务数据基于公司披露的普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的中建丝路 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表；2、2020 年三季度部分数据无法获取，采用“—”表示；3、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。

资料来源：公司审计报告，经标普信评调整及整理。

附录3： 评级对象股权结构图（截至2020年9月末）



附录4： 评级对象组织结构图



附录5： 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2020年10月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

附录6： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

$$\text{利息费用} = \text{利息支出（报表数）} + \text{资本化利息} + \text{经营性租赁利息调整} + \text{优先股/永续债股利} + \text{其他调整}$$

$$\text{已付现金利息} = \text{现金利息支出} + \text{已付优先股/永续债股利}$$

$$\text{EBITDA（调整前）} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - (\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用}) + \text{折旧及摊销} - \text{营业税金及附加} - \text{其他营业支出}$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBITDA（调整前）} + \text{经营性租赁租金} - \text{资本化开发费用} + \text{资本化利息} + \text{长期股权投资现金股利} + \text{其他调整}$$

$$\text{EBIT} = \text{EBITDA} - \text{折旧和摊销} - \text{经营性租赁折旧摊销调整} + \text{非经常性收入} + \text{其他调整}$$

$$\text{营运现金流} = \text{EBITDA} - \text{利息费用} + \text{利息及股利收入} - \text{当期所得税} + \text{其他调整}$$

$$\text{经营性净现金流} = \text{经营活动产生的现金流净额} - \text{资本化利息} + \text{经营性租赁折旧摊销调整} - \text{资本化开发费用} - \text{优先股/永续债股利} - \text{现金利息支出/收入} + \text{收到的股利} + \text{其他调整}$$

$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} - \text{资本化利息} - \text{资本化开发费用} + \text{其他调整}$$

$$\text{自由现金流} = \text{经营性净现金流} - \text{资本支出}$$

$$\text{可支配现金流} = \text{自由现金流} - \text{普通股股利}$$

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

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

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

附录7： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录8： 声明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

附录9： 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2020 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（包括但不限于收入损失、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）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。