

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_{spc}+；展望：稳定

评定日期：2024年8月2日

到期日期：2025年8月1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
声明	3
信用等级概况	4
宏观经济与行业环境	7
公司概况	8
业务状况	9
财务风险	11
同业比较	13
流动性状况	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8月2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市综合建设，主要业务类型包括城市综合开发、保障房建设、安置房建设、城市更新及城中村改造等。截至2024年3月末，公司在执行投资项目共21个，项目预计总投资金额约1,659亿元，其中部分项目以PPP模式开展。

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。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。政府和社会资本合作（PPP）新政策的落实对存量项目有一定影响，部分存量项目或面临投资规模缩减。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：公司维持业务状况“尚可”，这主要反映了公司仍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。受限于宏观环境及行业政策等外部影响，公司在新项目拓展方面面临挑战，但公司可在一定程度上凭借较为丰富的从业经验及商务渠道资源加以应对。

财务风险：公司维持财务风险“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，公司在具体项目执行中仍将坚持“以收定投”的经营策略，在部分项目因所在区域财政压力持续较大、土地出让市场低迷而回款情况承压以及部分项目投资期结束的情况下，公司的投资额将在2024年将较2023年保持稳定，2025年略有恢复，公司债务规模或将稳中有降，杠杆水平保持基本稳定。我们预计，公司PPP项目与土地出让无关的回款金额将在2023年基础上有所增加，EBITDA及项目回款仍能充分覆盖利息支出。

外部影响：中建股份对公司的支持程度维持“高”的水平。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：

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：	+5

重点信用指标：

	2023A	2024E	2025F
经调整总债务 / (EBITDA+项目回款) (倍)	11.2	10.0-13.0	10.0-13.0
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.8	1.6-2.2	1.6-2.2

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。

同业比较：(2022-2023两年平均值，百万元)

	中建方程	中铁建投	中交投资	中交城投
营业收入	11,279	52,394	13,425	12,888
EBITDA	2,280	6,507	5,823	4,068
经调整总债务/EBITDA (倍)	13.6	16.1	13.2	5.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.5	1.7	1.6	4.7

注：以上数据为标普信评调整后数据。

资料来源：中建方程数据为调整后数据，其他可比公司信息来自公开信息，标普信评调整。

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

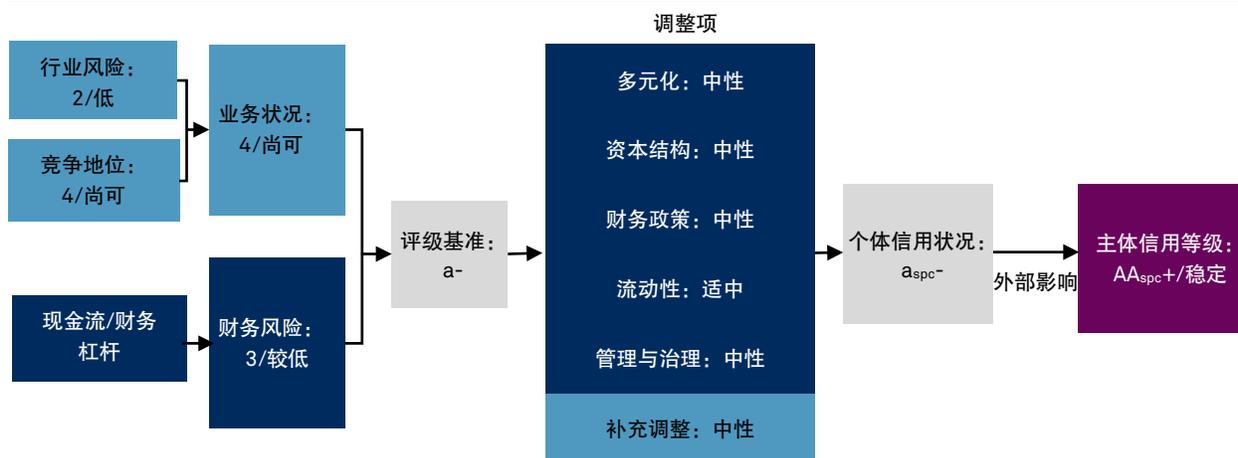
北京

fred.wang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

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 8 月 2 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司投资风格审慎，遵循严格的项目投资政策和审批流程，所有重大投资项目均须经中建股份实质性审批通过方可实施。	受到部分区域土地市场低迷、地方政府财政压力较大的影响，公司部分项目回款的进度和及时性可能面临一定挑战。
公司城市综合开发项目及 PPP 项目所在区域综合实力整体较强，项目无市场风险敞口。	PPP 政策调整对公司的新项目拓展提出了更高要求。
公司为中建股份的全资子公司，中建股份对公司的支持程度高。	

评级展望

标普信评维持中建方程稳定的评级展望。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，公司将继续执行严格的投资纪律和审批流程，投资标准将得到延续，投资项目保持较高质量。公司将保持审慎的财务政策和较好的财务韧性，EBITDA 及回款能够充分的覆盖利息支出。中建方程作为中建股份的全资子公司，在促进中建股份城镇综合建设业务发展中发挥着重要的作用，可以获得中建股份稳定的集团支持。

上调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：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，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，这可能体现为公司项目回款进度和及时性显著恶化或者项目质量下降。2、公司的财务风险进一步恶化且短时间内难以好转。这或表现为：公司的投资额大规模上升导致杠杆水平显著上升；项目回款长期不足以覆盖当年的项目贷款本息，公司流动性压力显著上升。3、公司获得的集团支持减弱。

假设与预测

假设

- 2024-2025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20-40亿元和30-50亿元。
- 2024-2025年，公司收到与土地出让无关的PPP项目回款保持在每年10-20亿元。
- 2024-2025年，公司每年需偿还债务合计约30-80亿元。
- 2024-2025年，公司的EBITDA保持在每年15亿元左右。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA (倍)	15.9	18.0-22.0	18.0-22.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.3	0.8-1.2	0.8-1.2
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)	11.2	10.0-13.0	10.0-13.0
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.8	1.6-2.2	1.6-2.2

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)			
	2021	2022	2023
营业收入	12,204	12,329	10,229
EBITDA	1,811	2,645	1,914
利息支出	1,925	1,594	1,522
经调整总债务	35,351	30,140	30,353
EBITDA 利润率 (%)	14.8	21.5	18.7
经调整总债务/EBITDA (倍)	19.5	11.4	15.9
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.9	1.7	1.3
经调整总债务/(EBITDA+项目回款) (倍)	11.7	9.9	11.2
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.6	1.9	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，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。

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

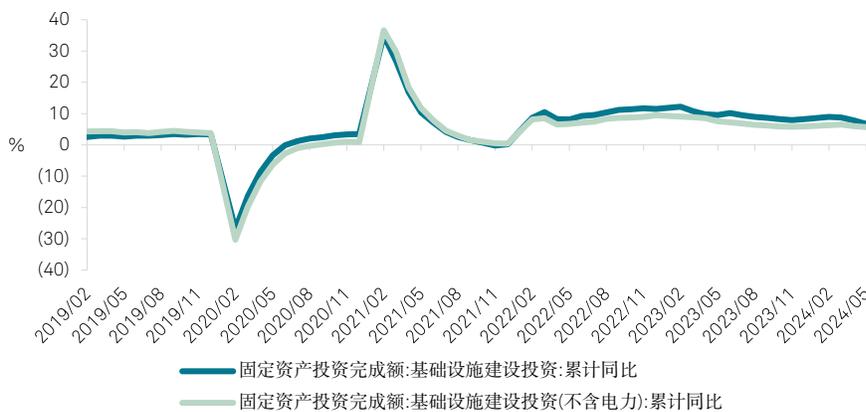
我们预计 2024 年中国的经济增长仍面临一定压力，虽然房地产行业的低迷、企业和消费者的信心不足仍是经济增长面临压力的主要因素，但政策的发力将发挥正面的促进作用。我国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

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。中国将继续扩大有效投资，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加快实施“十四五”规划重大工程项目，发挥政府投资的带动放大效应的同时，稳定和扩大民间投资。

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

基建在保证国民经济稳定增长中起到重要作用



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，政府和社会资本合作（PPP）新政策的落实对存量及新增项目均有一定影响，部分存量项目或面临投资规模缩减，而新增项目将优先由民营企业参与。2023 年 10 月，国务院发布《关于政府和社会资本合作存量项目分类处理的意见》（以下简称《分类处理意见》），将 2023 年 2 月以前的存量 PPP 项目分为 5 类采取不同的处理方案，其中部分项目将受此影响而减少项目建设内容，甚至终止项目。2023 年 11 月和 2024 年 3 月，国家相关部门先后发布了《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》）和《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（以下简称《管理办法》），明确了政府和社会资本合作项目应优先选择民营企业参与。

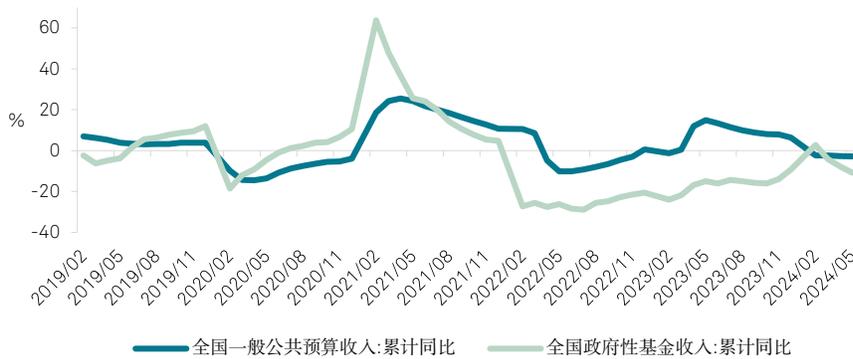
政府和社会资本合作（PPP）新政策的落实对存量及新增项目均有一定影响。

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 年以来，全国一般公共预算收入有所复苏，2023 年全年同比增长 6.4%，2024 年 1-5 月同比下滑 2.8%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后同比增长 2%左右。但土地市场持续低迷，政府性基金收入在 2023 年和 2024 年 1-5 月分别同比下滑 9.2%和 10.8%。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

土地出让持续低迷，全国财政收入承受下行压力



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

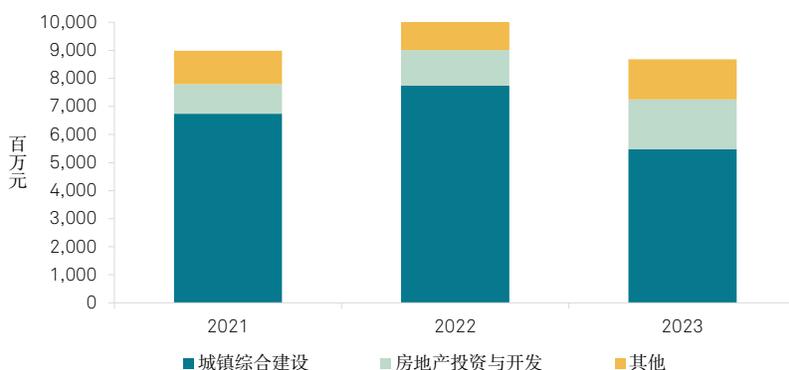
中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”或“公司”）成立于 2014 年，是中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”或“母公司”）100%控股的二级子公司，定位为中建股份城镇综合投资、建设、运营平台。

公司业务以一级土地开发为起点，对城市一定区域进行集中统筹开发，主要业务类型包括城市综合开发、保障房建设、安置房建设、城市更新及城中村改造等，项目类型主要包括联动开发和整理建设，其中部分项目以 PPP 模式开展。非 PPP 模式下，公司主要采取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 2024 年 3 月末，公司在执行投资项目共 21 个，项目预计总投资金额约 1,659 亿元。此外，公司在土地一级开发基础上，通过一二三级协同方式拓展地产项目。

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



注：城镇综合建设包括城市综合建设业务板块、基础设施建设业务和房屋建设业务板块。其他包括材料销售和其他业务等。2022年数据基于重述值。

资料来源：公司年报，标普信评。

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，公司业务状况维持“尚可”水平，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。受限于宏观环境及行业政策等外部影响，因而公司在新项目拓展方面面临挑战，但公司可在一定程度上凭借较为丰富的从业经验及商务渠道资源加以应对。

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控制。

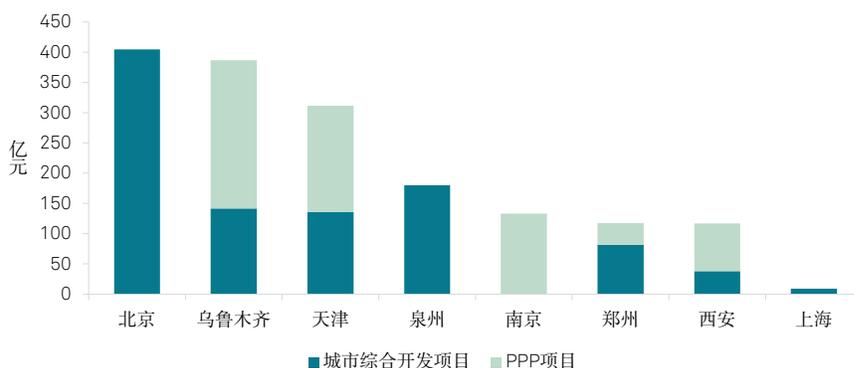
我们认为，得益于严格的投资政策和纪律，公司项目所在地区综合实力较强，对公司回款保障程度较高，历史回款情况较好。一方面，公司项目区域选择审慎，项目所在区域财政实力及经济发展情况较好，综合实力较强；另一方面，除天津滨海新区项目由于签订时间较早等历史原因未纳入政府财政预算外，公司其余项目均纳入政府财政预算。公司历史上良好的回款记录也在一定程度上印证了其良好的项目质量，截至2024年3月末，公司在执行的21个项目累计回款占已投资金额的比重约为59%。我们认为，在未来的项目拓展中，公司严格的投资政策和纪律仍将会得到保持，较高的项目质量将会得到延续。

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

公司项目总投资规模在各城市的分布



注：数据截至2024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，在执行投资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2024年3月末，公司在执行PPP项目7个，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。公司在执行的5个可行性缺口补助模式项目在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。我们预计，在各地地方政府财政压力较大的背景下，2024年及2025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。

我们认为，在继续遵循原有投资纪律和投资政策的情况下，受限于宏观环境及行业政策等外部影响，公司在新项目拓展方面面临挑战，但公司可在一定程度上凭借较为丰富的从业经验及商务渠道资源加以应对。我们关注到，近年来公司在执行投资项目一直保持在21个，截至2024年3月，累计已投资金额占原预计总投资约66%，且部分PPP项目因分类处置政策影响存在压缩项目总投资规模的可能性，在执行投资项目进度整体已临近末期。同时我们认为，先前城市综合开发项目回报机制在目前土地出让市场低景气度背景下继续保持的难度较大，将使得市场中满足公司投资纪律和政策的项目规模减少，且市场参与者对该类优质项目的竞争也将日趋激烈，公司在项目筛选、风险控制等方面的难度将进一步增加。不过截至2024年3月末，公司在原先业务开展区域已获取一定项目储备，我们将进一步关注该类项目的实际落地情况。

我们认为，公司主要通过一二三级协同方式拓展地产项目，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

公司项目回报机制较好，在执行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。

受限于宏观环境及行业政策等外部影响，公司在新项目拓展方面面临挑战，但公司可在一定程度上凭借较为丰富的从业经验及商务渠道资源加以应对。

润贡献将保持较低水平，2023年公司房地产业务毛利润占比17%，对公司业务状况不构成显著影响。

财务风险

标普信评认为，公司财务风险维持“较低”水平，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，在部分项目因所在区域财政压力持续较大、土地出让市场低迷而回款情况承压以及部分项目投资期结束的情况下，公司的投资额将在2024年将较2023年保持稳定，公司债务规模或将稳中有降，杠杆水平保持基本稳定。我们预计，公司PPP项目与土地出让无关的回款金额将在2023年基础上有所增加，EBITDA及项目回款仍能充分覆盖利息支出。

2023年，公司杠杆水平上升，杠杆率和利息覆盖水平有所恶化。2023年，受到土地出让市场景气度下行和地方政府财政紧张等因素影响，公司投资项目的投资金额和回款金额均较2022年显著下降。因投资及回款金额下降规模和幅度基本相当，2023年整体债务规模较2022年保持稳定。但投资规模的下降对营业收入及EBITDA产生了较大的负面影响，2023年公司营业收入同比下降20%，EBITDA同比下降28%，使得经调整总债务/(EBITDA+项目回款)由2022年的9.9倍提高至11.2倍，(EBITDA+项目回款)利息覆盖倍数由2022年的1.9倍下降至1.8倍。

我们预计，2024年公司以城镇综合建设业务投资为主的资本开支将较2023年保持稳定，在2025年或出现一定程度反弹。2023年土地出让市场低景气度及政府财政资金紧张的状况将延续至2024年，同时公司在具体项目执行中仍将坚持“以收定投”的经营策略，对于部分回款较少的项目控制投资进度。但受益于公司项目整体所在区域综合实力较强，2025年土地出让市场逐步回暖和政府财政资金压力逐步减轻的迹象或将首先出现在该类区域。此外，部分PPP项目因分类处置政策实施而对投资产生的不确定性也将消除。综合上述因素，我们预计，公司2025年资本开支将较2024年有所增加并将超过2023年水平。2024-2025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20-40亿元和30-50亿元。

我们预计，2024年和2025年公司的杠杆水平将保持基本稳定，EBITDA及PPP项目回款仍能充分覆盖利息支出。受益于“以收定投”的经营策略及较小的投资规模，2024及2025年公司债务规模或将稳中有降。我们预计，虽然2023年全国财政收入承受下行压力，但受益于公司持续实施回款管控措施及地方政府财政压力因专项债的持续发行而有所缓解，公司2024年PPP项目与土地出让无关的回款金额将在2023年基础上有所增加。2024-2025年，公司收到与土地出让无关的PPP项目回款预计将保持在每年10-20亿元。

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2024及2025年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2024年3月末，公司未使用授信额度约1,800亿元。

2024年和2025年公司的杠杆水平将保持基本稳定，EBITDA及项目回款仍能充分覆盖利息支出。

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)					
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
营业收入	12,204	12,329	10,229	2024-2025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20-40亿元和30-50亿元。	
EBITDA	1,811	2,645	1,914		
经营性现金流	-1,339	4,278	-629		
利息支出	1,925	1,594	1,522	2024-2025年,公司收到与土地出让无关的PPP项目回款保持在每年10-20亿元。	
经调整总债务	35,351	30,140	30,353		
所有者权益	18,661	20,188	21,563		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA (倍)	19.5	11.4	15.9	18.0-22.0	18.0-22.0
EBITDA利息覆盖倍数 (倍)	0.9	1.7	1.3	0.8-1.2	0.8-1.2
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)	11.7	9.9	11.2	10.0-13.0	10.0-13.0
(EBITDA+项目回款)利息覆盖倍数 (倍)	1.6	1.9	1.8	1.6-2.2	1.6-2.2

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2023年12月31日 (单位: 百万元)					
	总资产	总债务	所有者权益合计	EBITDA	利息支出
报告值	55,871	15,572	18,745	1,635	532
标普信评调整					
盈余现金	-	-694	-	-	-
其他权益工具	-	1,202	-1,202	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	-	40	-
资本化利息	-	-	-	-	288
营业成本中的资本化利息	-	-	-	203	-
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-	69
其他调整	24,428	14,237	4,020	36	634
调整总额	24,428	14,780	2,818	279	990

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	80,299	30,353	21,563	1,914	1,522

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主营投资业务的平台，我们认为它们在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

我们认为，中建方程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。此外，中建方程与可比公司的项目区域集中度风险可控，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，受到土地市场低迷、地方政府财政承压的影响，中建方程与可比公司部分项目回款均面临一定的延迟。尤其是城市综合开发项目，其回款情况通常与土地出让挂钩，在土地市场遇冷的情况下，这类项目近年来回款进度受到了一定的影响，并可能继续面临延迟，需要关注项目后续进展。

我们认为，中建方程的财务风险处于可比公司的中等水平。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。与可比公司相比，中建方程的投资进度和回款进度均较快，债务规模相对较低，但由于其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。

表5

经营情况（截至 2024 年 3 月末）				
	中建方程	中铁建投资*	中交投资	中交城投*
控股投融资项目运营区域数量	8	13	23	16
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	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、北京、成都	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）	1,659	1,661	2,172	2,075
在手投融资项目已投资金额（亿元）	1,103	873	1,072	338
在手投融资项目累计回款（亿元）	656	--	343	179

在手投融资项目已投资比例 (%)	66	53	49	16
在手投融资项目回款进度 (%)	59	--	32	53
2023年营业收入	102	533	131	131
2023年末资产总计	803	1,731	1,534	701

注：已投资比例=已投资金额/预计总投资；回款进度=累计回款/已投资金额。中建方程数据为调整后数据。中铁建投资、中交投资、中交城投的经营数据均出自公开信息，中铁建投资、中交城投经营数据分别截至2023年末和2023年9月末。“--”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6

财务情况比较 (2022-2023 两年平均, 单位: 百万元)				
	中建方程	中铁建投资	中交投资	中交城投
营业收入	11,279	52,394	13,425	12,888
EBITDA	2,280	6,507	5,823	4,068
利息支出	1,558	3,718	3,700	873
经调整总债务	30,246	103,894	76,445	20,294
所有者权益	20,876	23,510	38,454	19,961
经调整总债务/EBITDA (倍)	13.6	16.1	13.2	5.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.5	1.7	1.6	4.7

注：中建方程数据为调整后数据，中铁建投资、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 23 亿元；	未来 12 个月，公司偿还债务合计约 50-80 亿元；
未使用银行授信约 1,800 亿元；	未来 12 个月，公司向母公司分红 0-2 亿元。
未来 12 个月，营运现金流流入约 0-5 亿元；	

注：数据截至 2023 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	6,228
一年以上	10,546
合计	16,774

注：截止至 2023 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 2024 年 6 月 18 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 57.0%。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，中央政府对中建股份的支持程度极高，中建股份的潜在主体信用质量极强。

我们认为，中建股份对中建方程的支持程度维持“高”的水平，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 2024 年 3 月末在手项目累计投资额超千亿元。
- 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。
- 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。

我们认为中建股份对中建方程的支持程度维持“高”的水平。中建股份对公司主业实施的全面而严格的管理强化了两者的紧密关系。中建股份未来出售或者剥离公司的可能性较小。

分项评估

主体信用等级：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：+5

附录

附录1： 公司主要投资项目

截至 2024 年 3 月末主要在执行投资项目明细

项目名称	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	郑州	82	62
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	北京	108	55
北京市丰台区长辛店镇张郭庄村棚户区改造项目	北京	157	105
乌鲁木齐城北新城城镇综合建设项目	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	乌鲁木齐	95	43
北京市延庆区小营、石河营棚户区改造项目	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	泉州	91	54
福建省泉州市台商投资区白沙片区象浦村、西岭头村棚户区改造项目	泉州	90	5
天津滨海新区南部新城城镇综合建设项目	天津	124	84
北京市门头沟区永定镇西部综合开发项目	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	上海	5	4
上海市奉贤区庄行镇农民集中住房项目 (二期)	上海	4	2
梁子村棚改安置房项目	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	西安	38	3
高陵区通远创想小镇启动区及配套建设 PPP 项目	西安	63	2
南京市江宁区横溪街道新市镇建设 (一期) PPP 项目	南京	70	21
南京桥林老城区综合开发 PPP (新型城镇化试点) 项目	南京	63	3
天津市津南区葛沽镇城市综合开发 PPP 项目	天津	175	15
郑州市郑东新区科学大道科学谷综合开发 PPP 项目	郑州	36	0
西安市未央区徐家湾地区综合改造项目	西安	15	2
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)	乌鲁木齐	245	7

数据来源：公司提供，标普信评整理。

附录2： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标 (单位：百万元)

	2021	2022	2023
货币现金和交易性金融资产	4,317	2,921	2,235
固定资产	34	55	52
资产总计	55,071	51,891	55,871
短期借款	901	735	749
应付票据及应付账款	8,157	10,137	10,002
一年内到期的非流动负债	938	2,942	4,277
长期借款	19,069	11,187	9,725
应付债券	-	-	799

所有者权益合计	16,903	18,269	18,745
营业总收入	8,985	10,841	8,681
营业成本	7,116	8,197	6,589
销售费用	34.17	59	93
管理费用	232	257	302
财务费用	355	434	507
投资收益	468	147	117
利润总额	1,797	1,969	1,245
净利润	1,377	1,476	964
经营活动现金流入小计	19,641	21,326	16,310
经营活动现金流出小计	16,881	15,849	16,090
经营活动产生的现金流量净额	2,761	5,476	219
投资活动现金流入小计	342	21	18
投资活动现金流出小计	97	64	90
投资活动产生的现金流量净额	245	-43	-71
筹资活动现金流入小计	10,059	4,985	4,469
筹资活动现金流出小计	15,606	12,089	5,295
筹资活动产生的现金流量净额	-5,547	-7,104	-826

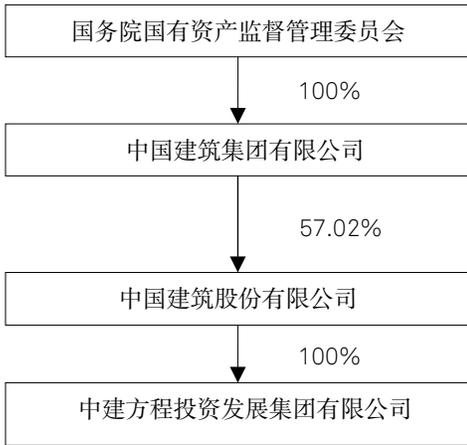
调整后财务数据及指标

	2021	2022	2023
EBITDA	1,811	2,645	1,914
经营性现金流	-1,339	4,278	-629
利息支出	1,925	1,594	1,522
经调整总债务	35,351	30,140	30,353
所有者权益	18,661	20,188	21,563
EBITDA 利润率 (%)	14.8	21.5	18.7
经调整总债务/EBITDA (倍)	19.5	11.4	15.9
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	0.9	1.7	1.3
经调整总债务 / (EBITDA+项目回款) (倍)	11.7	9.9	11.2
(EBITDA+项目回款) 利息覆盖倍数 (倍)	1.6	1.9	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（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的中建方程 2021-2022 年审计报告和立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无标准保留意见的中建方程 2023 年审计报告，2021 和 2022 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。

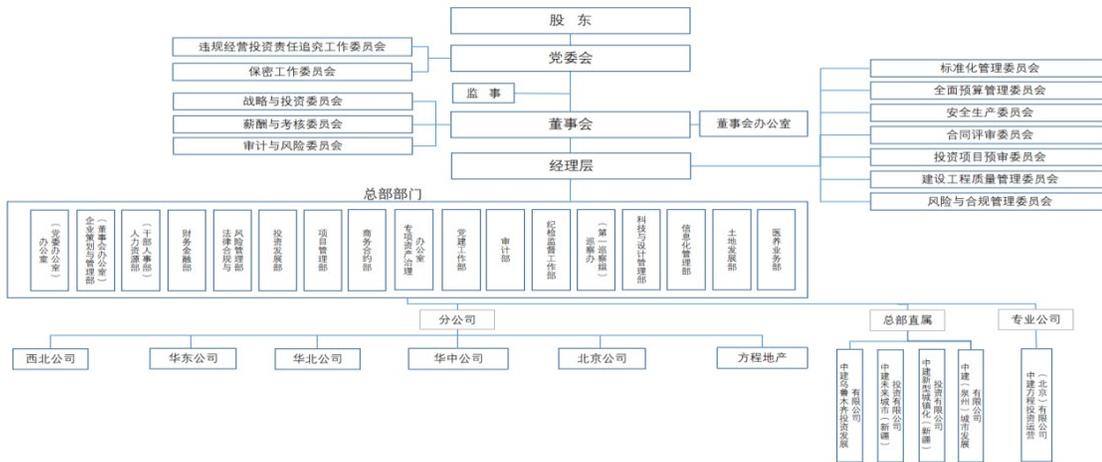
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录3： 评级对象股权结构图（截至2024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2024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。

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 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。