

北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7509号

联合资信评估股份有限公司通过对“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“22 首开 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月三十一日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或票据的跟踪评级结果，不得用于其他债券或票据的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据

2024 年跟踪评级报告

票据简称	金额（亿元）		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
22 首开 ABN001 优先	24.50	24.80	99.96%	99.96%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
22 首开 ABN001 次	0.01	0.01	0.04%	0.04%	NR	NR
票据合计	24.51	24.81	100.00%	100.00%	--	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR 表示未予评级

评级关键要素

跟踪评级相关信息	量化模型测试——DSCR	
基础资产： 对首开股份享有的债权及与该债权有关的一切附属权利（如有） 发起机构/资产服务机构/现金流支持机构/售回和回购承诺人/借款人/债务人/抵押人/出质人/首开股份： 北京首都开发股份有限公司 抵押人/出质人： 首开股份、北京首开立信置业股份有限公司、北京城市开发集团有限责任公司、北京燕华置业有限公司、三亚天鸿度假村有限公司、北京惠信瑞泰商业管理有限公司、绵阳首开兴泰置业有限公司 标的物业： 新洲商务大厦、劲松嘉园底商及车位、蜂巢 CBD 传媒艺术工作区、华宝大厦、京泰大厦、三亚天鸿度假村酒店、榆堡商业、绵阳首开喜来登酒店 资产跟踪基准日： 2024/03/31 本次票据跟踪基准日： 2024/06/26 本次跟踪期间： 2023/07/19—2024/06/26 资产支持票据预期到期日： 2040/06/26 法定到期日： 2043/06/26	基础情景	“22 首开 ABN001 优先”利息支出 DSCR 最低为 2.19 倍，本息支出 DSCR 最低为 1.26 倍
	压力情景	当实际经营收入下跌幅度超过 53.45%时，质押财产可分配现金流或将无法覆盖“22 首开 ABN001 优先”利息支出
	量化模型测试——LTV	
	处置标的物业	“22 首开 ABN001 优先” LTV 为 68.45%，标的物业处置净现金流仍将无法覆盖“22 首开 ABN001 优先”未偿本金

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产及其项下标的物业运行情况、资产支持票据（以下简称“票据”）兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级票据的信用等级。

跟踪期间，标的物业经营收入实现情况不及预期。量化测试结果显示，抵质押担保措施对“22 首开 ABN001 优先”偿付的保障程度较弱。

联合资信评定本交易借款人/售回和回购承诺人首开股份长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。首开股份履约能力仍极强，其作为借款人及提供的相关增信措施对优先级票据仍起到主要的信用支撑作用。

跟踪期内，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信确定“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下优先级票据“22 首开 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

优势

- **跟踪期内，借款人首开股份资信水平稳定，履约能力仍极强。**首开股份股东支持力度大；项目城市分布较好，北京区域竞争优势较强；融资渠道畅通、融资成本具有一定优势。

关注

- **标的物业经营情况不及预期。**标的物业 2023 年 6 月—2024 年 6 月实际经营收入较预测值低 25.22%；部分标的物业出租率水平仍一般，且存在租户提前退租及租金逾期欠缴情况；部分标的物业租户集中度仍高；现有租约均无法覆盖本交易存续期，仍存在一定续租风险。

■ **需关注首开股份相关经营和财务风险。**房地产市场下行加大项目去化难度，首开股份销售继续承压。首开股份债务负担较重，资本结构有待改善；2023 年盈利下滑、利润亏损，非经常性损失仍可能侵蚀利润。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
商业地产资产证券化评级方法	V4.0.202312

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

北京首都开发股份有限公司主要财务数据

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	314.00	205.35	229.54	190.58	营业利润率（%）	15.37	14.87	8.81	10.42
资产总额（亿元）	3138.59	2782.96	2532.27	2480.05	净资产收益率（%）	2.50	1.37	-9.92	--
所有者权益（亿元）	665.68	670.32	598.55	600.59	资产负债率（%）	78.79	75.91	76.36	75.78
短期债务（亿元）	216.60	179.34	150.89	142.84	调整后资产负债率（%）	74.20	70.98	73.16	72.44
长期债务（亿元）	1105.43	1045.02	1054.52	1060.93	全部债务资本化比率（%）	66.51	64.62	66.82	66.71
全部债务（亿元）	1322.02	1224.36	1205.41	1203.77	流动比率（%）	205.64	217.10	237.48	244.95
营业总收入（亿元）	678.02	479.21	477.63	34.59	经营现金流动负债比（%）	5.78	4.18	6.56	--
利润总额（亿元）	36.62	18.23	-52.16	-8.56	现金短期债务比（倍）	1.45	1.15	1.52	1.33
EBITDA（亿元）	79.98	58.95	-8.19	--	EBITDA 利息倍数（倍）	1.06	0.91	-0.14	--
经营性净现金流（亿元）	74.03	44.19	56.67	-28.50	全部债务/EBITDA（倍）	16.53	20.77	-147.26	--

注：1. 首开股份 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中除特别说明外，均指人民币；3. 首开股份 2021 和 2022 年财务数据采用追溯调整后数据，2023 年财务数据采用期末数；4. “--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据首开股份年报及一季报整理

评级时间

2024 年 7 月 31 日

债券过往评级情况

评级时间	“22 首开 ABN001 优先”信用等级	评级报告
2023/07/27	AAA _{sf}	阅读全文
2022/07/18	AAA _{sf}	阅读全文

注：“22 首开 ABN001 优先”起息日为 2022 年 8 月 8 日

评级项目组

项目负责人：石雪琳 shixl@lhratings.com

项目组成员：付亚琴 fuyq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、票据兑付概况

截至跟踪基准日，本交易项下优先级资产支持票据应付利息及本金已按计划正常兑付。

“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）于 2022 年 8 月 8 日起息。本次跟踪期内（2023 年 7 月 19 日—2024 年 6 月 26 日），优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”或“22 首开 ABN001 优先”）合计分配本金 3000.00 万元，合计分配利息 8603.08 万元。本次跟踪期内本交易项下资产支持票据收益分配情况、截至票据跟踪基准日（2024 年 6 月 26 日）本交易存续规模情况如下所示。

图表 1 • 本次跟踪期内本交易收益分配情况（单位：万元）

分配时间	22 首开 ABN001 优先		22 首开 ABN001 次	
	本金	利息	本金	利息
2023/12/26	1500.00	4314.59	0.00	0.00
2024/06/26	1500.00	4288.49	0.00	0.00
合计	3000.00	8603.08	0.00	0.00

资料来源：联合资信根据《付息兑付公告》整理

图表 2 • 截至票据跟踪基准日本交易存续规模情况（单位：亿元）

票据简称	金额		占比		票面利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次			
22 首开 ABN001 优先	24.50	24.80	99.96%	99.96%	3.47%	2040/06/26	正常
22 首开 ABN001 次	0.01	0.01	0.04%	0.04%	--	2040/06/26	正常
票据合计	24.51	24.81	100.00%	100.00%	--	--	--

注：分配方式上，“22 首开 ABN001 优先”按半年付息，按计划还本（详见附件 2）；“22 首开 ABN001 次”享受剩余收益

资料来源：联合资信根据《付息兑付公告》《资产运营报告》整理

二、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人/出借人北京首开仁信置业有限公司为设立信托而根据《信托合同》委托予受托人华融国际信托有限责任公司（以下简称“华融信托”）的，出借人基于《借款协议》对借款人北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”）享有的债权及与该债权有关的一切附属权利（如有）（以下简称“标的债权”）。同时，抵押人/出质人（首开股份、北京首开立信置业有限公司（以下简称“首开立信”）、北京城市开发集团有限责任公司（以下简称“城开集团”）、北京燕华置业有限公司（以下简称“燕华置业”）、三亚天鸿度假村有限公司（以下简称“三亚天鸿”）、北京惠信端泰商业管理有限公司（以下简称“惠信端泰”）、绵阳首开兴泰置业有限公司（以下简称“绵阳首开兴泰”））以标的物业¹项下房屋所有权及其占用范围内分摊的土地使用权抵押、标的物业入池经营收入质押为标的债权提供担保，抵/质押权人为华融信托。本交易基础资产现金流为借款人首开股份以标的物业入池经营收入以及其他资金偿还标的债权本息形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下标的物业的处置现金流（或有），因此标的物业运行情况以及首开股份的偿债能力对优先级票据预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

1 借款人分析

跟踪期内，本交易借款人首开股份长期主体信用评级维持 AAA，评级展望稳定（首开股份信用分析详见附件 1-1）。

跟踪期内，首开股份继续深耕北京市，保持在北京区域的竞争优势，同时首开股份作为北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”）房地产业务主要运营主体，控股股东对首开股份在资金等方面支持力度大。经营方面，2023 年首开股份投拓谨慎，仅在北京、南京和厦门新增 5 个项目，但总体剩余可售资源较充足；在售项目以一二线城市为主，北京仍是项目储备和销售的主力城市，但北京市远郊区及三四线城市项目存在去化和减值压力；2024 年一季度首开股份销售下降明显，需关注年内销售完成情况；财务方面，首开股份资产和负债继续收缩，债务规模小幅下降，但总体债务负担仍较重；2023 年首开股份经营性和投资性净现金流同比向好，但利润总额转为亏损，主营业务盈利能力下降，存货、其他应收款等房地产相关资产形成的非经常性损失加重了亏损规模，房地产行业短期内复苏存在

¹ 标的物业：新洲商务大厦、劲松嘉园底商及车位、蜂巢 CBD 传媒艺术工作区、华宝大厦、京泰大厦、三亚天鸿度假村酒店、榆垓商业、绵阳首开喜来登酒店（具体详见附件 3）。

压力情形下，上述非经常性损失仍可能发生并对首开股份利润形成负面影响。首开股份融资渠道畅通，融资成本具有优势；短期偿债指标表现较好，利润亏损下，长期偿债指标弱。

首开股份深耕北京，布局以国内一二线城市为主，加之股东支持力度大，仍可保持较强的区域竞争优势，但在新增土储和开工减少，以及行业下行趋势未止情况下，首开股份销售规模预计下降。

优势

(1) 股东支持力度大。首开股份作为首开集团房地产业务主要运营主体，首开集团对其支持力度大，截至 2023 年底，首开集团提供股东借款余额 41.00 亿元，对首开股份提供担保 34.91 亿元。

(2) 项目城市分布较好，北京区域竞争优势较强。首开股份土地储备较充裕，加之深耕北京区域，项目储备中北京占比较高；首开股份在售项目以一二线城市为主，城市分布相对较好。首开股份在克而瑞 2023 年北京房企全口径及权益口径销售金额均排名第 4 位，全口径销售面积排名第 1 位，保持前列。

(3) 首开股份融资渠道畅通、融资成本具有一定优势。2023—2024 年 5 月，首开股份累计发行债券 250.00 亿元，资本市场发债渠道畅通；首开股份利用银行贷款、债券等融资方式进行债务置换，综合融资成本继续优化（2023 年底平均融资成本 4.26%）。

关注

(1) 房地产市场下行加大项目去化难度，销售继续承压。受房地产行业持续下行影响，首开股份 2023 年销售金额继续下降；目前房地产行业仍处于下行态势，首开股份销售仍将面临压力，同时首开股份部分位于三四线等房地产市场调整较大城市的项目去化难度和减值风险提升。

(2) 债务负担较重，资本结构有待改善。截至 2024 年 3 月底，首开股份全部债务资本化比率 66.71%，所有者权益中少数股东权益占 65.22%，债务负担较重、权益稳定性较弱；首开股份在建项目尚需投资规模较大，筹资活动现金流持续净流出。

(3) 2023 年首开股份盈利下滑、利润亏损，非经常性损失仍可能侵蚀利润。2023 年，首开股份毛利率下降至较低水平，主营业务盈利下滑明显，叠加大额利息支出，以及存货跌价损失、其他应收款坏账损失和投资的私募基金公允价值变动损失等非经常性损益对利润的侵蚀，首开股份当年业绩亏损规模较大；房地产行业短期内复苏存在压力，上述非经常性损失仍可能发生并对首开股份利润形成负面影响。

2 标的物业分析

跟踪期内，标的物业基本情况未发生重大变化且所处区域经济环境总体较为稳定。商业和办公物业部分，部分物业出租率水平变动幅度较大，租户集中度仍高；合同期内租金收取频率仍尚可，现有租约均无法覆盖本交易存续期，仍存在一定续租风险；2023 年经营收入均较上年有所改善，但部分物业仍持续亏损。酒店物业部分，三亚天鸿度假村酒店跟踪期内依赖于区位优势恢复情况较好，绵阳首开喜来登酒店仍持续亏损。

(1) 标的物业概况

截至资产跟踪基准日（2024 年 3 月 31 日），标的物业概况基本稳定。

标的物业一新洲商务大厦建成于 2001 年，作为办公用房对外出租使用（部分自用），地上 8 层，地下 2 层。根据《房屋所有权证》和《国有土地使用证》，新洲商务大厦证载土地用途为综合用地，证载规划用途为商业营业用房，总建筑面积 27950.47 平方米。本次入池范围为新洲商务大厦部分房地产，涉及建筑面积 14777.42 平方米²。新洲商务大厦运营方为首开股份首开嘉信分公司，北京均豪物业管理股份有限公司为其提供物业管理服务。跟踪期内，新洲商务大厦七层实施公共部位装修工程及空调系统维修工程，并于 2023 年 8 月完成竣工验收。

标的物业二劲松嘉园底商及车位地处劲松商圈。劲松嘉园底商及车位于 1999 年竣工，由首开立信第一分公司负责运营，北京瑞尔物业管理有限公司为其提供物业管理服务。劲松嘉园底商及车位证载土地用途为住宅和商业，证载房屋用途为综合楼，实际用途为商业，总楼层为-1 至 4 层。

标的物业三蜂巢 CBD 传媒艺术工作区地处国贸 CBD 商圈。蜂巢 CBD 传媒艺术工作区建成于 2007 年，由产权方城开集团委托北京城市开发集团有限责任公司房地产经营分公司（以下简称“经营分公司”）经营管理。2020 年 6 月 8 日，经营分公司与北京中科宏安置业投资顾问有限公司（以下简称“中科宏安”）签订《通惠家园惠润园 7、8 号楼“蜂巢项目”经营合作协议书》，约定以合作经营的方式运营

² 新洲商务大厦建成最初实测在不动产中心登记的建筑面积数为 14820.82 平方米。后因新洲大厦一楼餐饮经营的需要，对 210、315、415、515、615、715、815 共 7 个房间进行烟道改造，改造后 7 个房间实际建筑面积合计减少 43.4 平方米。

项目，合作期限为三年（自 2020 年 6 月 1 日至 2023 年 5 月 31 日）。跟踪期内，双方已续签前述协议，合作期限延至 2026 年 12 月 31 日。中科宏安享有该项目独家招商代理权，但对外出租合同签订主体仍为经营分公司。北京首开亿方物业服务有限公司提供物业管理服务。根据《房屋所有权证》和《国有土地使用证》，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区土地用途为配套商业，房屋用途为商业，实际用途为配套商业、办公。蜂巢 CBD 传媒艺术工作区共地上 1 层。

标的物业四华宝大厦建成于 2004 年，地上 16 层，地下 1 层。其中，地下 1 层经营业态为食堂、商业、仓库；地上 1 层经营业态为商业，2—16 层为办公。根据《房屋所有权证》和《国有土地使用证》，华宝大厦证载建筑面积为 36155.03 平方米，证载土地用途为综合，规划用途为综合，使用用途为商业、办公，实际用途为综合，本次入池物业涉及建筑面积 26584.24 平方米。华宝大厦由产权方城开集团委托至经营分公司对外统一招商租赁模式经营。

标的物业五榆垆商业于 2021 年年底开始招租，证载房地产用途为商业、库房，目前部分出租作为商业使用。榆垆商业总楼层为-1 至 3 层。

标的物业六京泰大厦楼于 1996 年竣工，由北京首开商业管理有限公司³负责运营。京泰大厦证载土地用途为写字楼，房屋用途为办公，实际用途为办公，证载建筑面积为 9374.40 平方米，本次入池面积为物业持有人的产权面积 6752.39 平方米，剩余面积已销售。

根据《不动产权证书》记载，标的物业七绵阳首开喜来登酒店土地用途为旅馆业用地，房屋用途为酒店。绵阳首开喜来登酒店运营方为香港豪华国际酒店有限公司。绵阳首开喜来登酒店于 2021 年 7 月开业，地上 8 层，地下 2 层，共 342 间客房，地上 1—8 层设有山景房、湖景房、俱乐部套房及总统套房等；此外地上 1 层配套有大堂吧、宴会厅、中餐厅和酒吧，负 1 层配套有全日餐厅、会议室、车位，负 2 层配套有健身中心、游泳池等休闲设施。

标的物业八三亚天鸿度假村酒店于 2001 年 11 月开业，地处亚龙湾旅游度假区，由三亚天鸿开发建设持有并运营，整体作为高端度假村经营管理，周边酒店集聚度高。三亚天鸿度假村酒店一区、二区建筑物分别建成于 2000 年、2008 年，其中一区于 2012 年进行了装修改造。酒店布局方面，三亚天鸿度假村酒店设有 75 间客房；另外配套湖畔餐厅（位于一区 1、2 层）和池畔餐厅（位于二区 1 层）。

图表 3 • 标的物业概况（单位：平方米）

序号	项目名称	地址	业态	建筑面积 ⁴	可租赁面积	产权方
1	新洲商务大厦	北京市海淀区阜成路 58 号	办公	14777.42	14415.19	首开股份
2	劲松嘉园底商及车位	北京市朝阳区广和南里二条 16 号院 3 号楼	商业	11205.49	8773.69	首开立信
3	蜂巢 CBD 传媒艺术工作区	北京市朝阳区通惠家园惠润园 7、8 号楼	办公、商业	9677.37	9677.37	城开集团
4	华宝大厦	北京市海淀区莲花城西路辅路莲花苑 5 号楼	办公、商业	26584.24	26584.24	城开集团
5	榆垆商业	北京市大兴区祥和街 48 号院 188、189 号	商业	26937.88	26937.88	惠信端泰
6	京泰大厦	北京市朝阳区建国门外大街丙 24 号	办公	6752.39	6752.39	燕华置业
7	绵阳首开喜来登酒店	绵阳市仙海水利风景区天龙路 3 号	酒店	49375.66	--	绵阳首开兴泰
8	三亚天鸿度假村酒店	三亚市亚龙湾旅游度假区	酒店	7444.35	--	三亚天鸿

资料来源：联合资信根据抵押人/运营方提供资料整理

（2）运营环境分析

（i）北京市区域经济

根据《北京市 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2023 年北京市实现地区生产总值 43760.7 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.2%。其中，第一产业增加值 105.5 亿元，下降 4.6%；第二产业增加值 6525.6 亿元，增长 0.4%；第三产业增加值 37129.6 亿元，增长 6.1%。三次产业构成为 0.2:14.9:84.8。截至 2023 年底，北京市常住人口 2185.8 万人，比上年底增加 1.5 万人。2023 年，北京市完成一般公共预算收入 6181.1 亿元，比上年增长 8.2%。其中，税收收入 5357.1 亿元，增长 10.1%。2023 年，北京市居民人均可支配收入 81752 元，比上年增长 5.6%，扣除价格因素实际增长 5.2%。其中，城镇居民人均可支配收入 88650 元，比上年增长 5.5%；农村居民人均

³ 北京首开商业管理有限公司原名为京华房产有限公司，2012 年公司名称变更为北京首开商业地产有限公司，2022 年公司名称变更为现用名。

⁴ 该建筑面积为评估机构的评估面积。

可支配收入 37358 元，增长 7.5%。2023 年固定资产投资（不含农户）比上年增长 4.9%。分产业看，第一产业投资下降 45.7%；第二产业投资下降 1.1%，其中制造业下降 1.6%；第三产业投资增长 6.0%。2023 年房地产开发投资比上年增长 0.4%。其中，住宅投资增长 1.7%，办公楼投资增长 19.5%，商业营业用房投资下降 19.9%。全市房屋施工面积 12531.3 万平方米，比上年下降 6.0%。其中，2023 年新开工面积 1257.1 万平方米，下降 29.2%。2023 年全年房屋竣工面积 2042.2 万平方米，增长 5.4%。

（ii）绵阳市区域经济

根据《2023 年绵阳市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2023 年绵阳地区生产总值（GDP）4038.73 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 393.19 亿元，增长 3.8%，贡献率为 5.7%；第二产业增加值 1599.05 亿元，增长 7.7%，贡献率为 38.2%；第三产业增加值 2046.49 亿元，增长 9.2%，贡献率为 56.1%。三次产业结构为 9.7:39.6:50.7。截至 2023 年底，绵阳市常住人口 491.10 万人，比上年增加 1.30 万人；常住人口城镇化率 56.01%，比上年底增长 1.72 个百分点。2023 年，绵阳市地方一般公共预算收入 201.47 亿元，比上年增长 26.2%。其中，税收收入 113.24 亿元，增长 34.2%。2023 年，绵阳市全社会固定资产投资增长 7.3%。2023 年房地产开发投资 349.79 亿元，比上年下降 17.1%。商品房施工面积 2868.79 万平方米，下降 3.3%；商品房竣工面积 292.21 万平方米，增长 29.7%；商品房销售面积 535.03 万平方米，下降 3.3%。

（iii）三亚市区域经济

根据《2023 年三亚市国民经济和社会发展统计公报》及三亚市人民政府公开信息，初步核算，2023 年全市地区生产总值（GDP）971.34 亿元，按不变价计算，同比增长 12.0%，占全省地区生产总值的比重为 12.9%。其中，第一产业增加值 110.89 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 132.64 亿元，同比增长 13.0%；第三产业增加值 727.81 亿元，同比增长 13.0%。三次产业结构为 11.4:13.7:74.9。2023 年，三亚市实现地方一般公共预算收入 147.42 亿元，同比增长（按新口径计算，下同）23.4%。截至 2023 年底，三亚市常住人口 110.6 万人，比上年底增加 4.01 万人。2023 年城乡居民人均可支配收入 39799 元，同比增长 6.1%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 45877 元，同比增长 5.7%；农村常住居民人均可支配收入 22990 元，同比增长 8.5%。2023 年，三亚市固定资产投资同比增长 3.7%。其中，房地产投资同比下降 3.4%；非房地产投资同比增长 8.7%。2023 年，三亚市接待过夜游客人数 2571.18 万人次，同比增长 95.6%。其中，过夜国内游客 2541.47 万人次，同比增长 95.0%；过夜入境游客 29.72 万人次，同比增长 159.1%。2023 年旅游总收入 896.64 亿元，同比增长 106.3%，其中国内旅游收入 887.22 亿元，同比增长 105.6%；旅游外汇收入 13182.05 万美元，同比增长 172.5%。2023 年，三亚市旅游饭店平均开房率为 68.2%，同比增长 27.2 个百分点。2023 年，三亚市列入统计的旅游宾馆（酒店）289 家，拥有客房 60838 间，与上年持平；拥有床位 100655 张，与上年持平。

（3）标的物业运营分析

（i）商业和办公物业

截至资产跟踪基准日，劲松嘉园底商及车位因周边道路施工改造幼儿园租户提前解约，出租率降幅较大；京泰大厦因加大招商宣传力度，出租率大幅提升，其余标的物业出租率较上次资产跟踪基准日（2023 年 3 月 31 日）基本持平。除新洲商务大厦、劲松嘉园底商及车位外，其他标的物业均存在关联方租户，详见下表。

图表 4 • 截至 2024 年 3 月底标的物业出租情况（单位：平方米、个百分点）

序号	标的物业	已出租面积	出租率（较 2023 年 3 月底变动）	关联方租户	关联方租户面积占比
1	新洲商务大厦	13928.36	96.62%（1.92）	无	0
2	劲松嘉园底商及车位	5216.99	59.46%（-40.54）	无	0
3	蜂巢 CBD 传媒艺术工作区	6597.82	68.18%（-1.07）	有	20.37%
4	华宝大厦	19377.73	72.89%（-0.08）	有	0.27%
5	榆堡商业	16564.58	61.49%（0.75）	有	7.51%
6	京泰大厦	2843.54	42.11%（17.64）	有	28.34%

注：关联方租户面积占比=关联方租户承租面积/各标的物业已出租面积
资料来源：联合资信根据抵押人/运营方提供资料整理

租金结算频率方面，标的物业结算频率仍以季付为主，较上次资产跟踪基准日基本一致。租金收取模式方面，标的物业全部采用固定租金，较上次资产跟踪基准日未发生变化。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底标的物业租金结算方式及频率

序号	标的物业	结算方式	结算频率（租赁面积占比）
1	新洲商务大厦	固定租金	季付（96.01%）、年付（3.99%）

2	劲松嘉园底商及车位	固定租金	季付（100.00%）
3	蜂巢 CBD 传媒艺术工作区	固定租金	季付（85.21%）、月付（13.50%）、每两月付（1.29%）
4	华宝大厦	固定租金	季付（86.92%）、每两月付（6.66%）、半年付（4.42%）、月付（1.32%）、年付（0.68%）
5	榆堡商业	固定租金	季付（76.15%）、每两月付（23.85%）
6	京泰大厦	固定租金	季付（90.46%）、月付（9.54%）

注：联合资信根据抵押人/运营方提供资料整理

主力租户方面，截至 2024 年 3 月底，劲松嘉园底商及车位和榆堡商业前五大租户的承租面积占比均为 100.00%，租户集中度仍高。标的物业各商业和办公物业前五大租户租约将分别于 2024—2028 年间到期，均无法覆盖本交易存续期。

图表 6 • 截至 2024 年 3 月底标的物业前五大租户合计租赁情况（单位：平方米、元/平方米·天）

序号	标的物业	租赁面积	租赁面积占比	结算频率	租金单价	租约到期年限
1	新洲商务大厦	5698.02	40.91%	季付	2.95~3.60	2024—2026 年
2	劲松嘉园底商及车位	5216.99	100.00%	季付	4.41	2026 年
3	蜂巢 CBD 传媒艺术工作区	3291.82	49.89%	季付、月付	3.40~4.85	2024—2026 年
4	华宝大厦	6291.31	32.47%	季付	0.68~5.30	2024—2026 年
5	榆堡商业	16564.58	100.00%	季付、每两月付	1.72~6.00	2024—2028 年
6	京泰大厦	2658.89	93.51%	季付、月付	3.60~6.30	2024—2028 年

注：租赁面积占比=前五大租户租赁面积/各标的物业已出租面积

资料来源：联合资信根据抵押人/运营方提供资料整理

历史运营情况方面，2023 年，新洲商务大厦经营收入同比增长 27.99%，主要系 2022 年实施小微服务业企业租金减半政策所致；经营成本及税费同比增长 45.66%，主要装修改造带来维修保养费大幅增长所致。2024 年一季度，新洲商务大厦经营收入与上年同期基本持平，经营成本及税费较上年同期降低 12.27%，主要系工资费用支出减少所致。

2023 年，劲松嘉园底商及车位经营收入及经营净收入大幅提升，主要系收回往年欠缴租金及 2022 年实施小微服务业企业租金减半政策所致。2024 年 1—3 月，劲松嘉园底商及车位仅剩一户租户，出租率、经营收入及经营净收入大幅下降；因该租户欠缴租金，收缴率降至 52.15%⁵。

2023 年，受部分小微企业运营困难提前退租影响，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区平均出租率大幅下降，但经营收入及经营净收入仍较上年有所增长，主要系 2022 年实施小微服务业企业租金减半政策所致。2024 年 1—3 月，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区收回部分租户往年欠缴租金，收缴率及经营收入较上年同期增长；因偿还 2023 年部分期间代理费，2024 年 1—3 月经营成本及税费较上年同期大幅增长。

2023 年，华宝大厦经营收入及净收入同比增长，主要系收回部分租户往年欠缴租金及 2022 年实施小微服务业企业租金减半政策所致。2024 年一季度，华宝大厦平均租金下降，同时存在部分租户欠缴租金，收缴率、经营收入及经营净收入较上年同期均有所下降。

2023 年，榆堡商业经营仍呈亏损状态，出租率有所提升，平均租金及收缴率较上年均呈现不同幅度下降。2024 年 1—3 月，榆堡商业部分租户提前退租导致出租率回落；收缴率提升至 100.00%，经营亏损程度较上年同期有所收窄。

2023 年及 2024 年 1—3 月，因原租户扩大租赁面积同时下调租金，京泰大厦平均租金水平持续走低，出租率大幅提高，2023 年经营扭亏为盈，2024 年一季度经营收入及经营净收入较上年同期均大幅增长。

图表 7 • 标的物业之商业和办公物业历史运营情况（单位：万元、元/平方米·天）

项目名称	新洲商务大厦			劲松嘉园底商及车位			蜂巢 CBD 传媒艺术工作区		
	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营收入	1303.87	1668.76	432.33	182.99	1523.47	120.00	624.93	920.28	263.10
经营成本及税费	912.75	1329.49	235.61	169.06	110.91	27.96	378.88	587.74	115.28
经营净收入	391.12	339.27	196.72	13.93	1412.56	92.04	246.05	332.54	147.82
平均出租率	95.00%	96.00%	95.29%	100.00%	100.00%	59.46%	80.23%	66.57%	68.18%
平均租金	3.37	3.39	3.45	4.15	4.15	4.41	4.10	4.10	4.00

⁵ 该租户已于 2024 年 4 月 29 日缴纳对应欠缴租金。

收缴率	100.00%	100.00%	100.00%	29.66%	110.10%	52.15%	90.06%	93.14%	101.21%
项目名称	华宝大厦			榆堡商业			京泰大厦		
	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
经营收入	1911.05	3166.95	663.74	493.75	819.71	180.53	296.63	356.39	202.41
经营成本及税费	1357.29	1776.74	230.63	1325.22	1389.05	423.05	460.53	447.11	22.28
经营净收入	553.76	1390.21	433.11	-831.47	-569.34	-242.52	-163.90	157.10	180.13
平均出租率	74.21%	75.18%	72.89%	60.53%	75.41%	61.49%	24.47%	55.00%	43.00%
平均租金	4.80	4.40	4.30	3.00	2.64	2.64	5.40	4.42	4.47
收缴率	90.35%	102.17%	92.82%	100.00%	72.38%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：1. 榆堡商业于 2021 年底开始招租，2022 年开始产生经营收入；2. 运营费用包含租赁及市场营销费、管理费/行政费、维修保养费、能源费和保险费；3. 税金包含增值税金及附税、房产税和土地使用税
资料来源：联合资信根据抵押人/运营方提供资料整理

(ii) 酒店物业

酒店经营管理方面，2023 年，受长途旅游分流影响，四川绵阳首开喜来登酒店入住率持续下降。绵阳首开兴泰于 2023 年下半年调整经营策略，在 OTA 和散客的基础上加强企业及团队客户销售，2024 年一季度酒店入住率较上年同期有所提升。三亚市旅游市场活跃，三亚天鸿度假村酒店 2023 年入住率及酒店平均房价均较上年大幅提升。2024 年一季度，机票价格居高不下提高三亚出行成本，叠加酒店供给端竞争激烈，三亚天鸿度假村酒店入住率及平均房价均较上年同期呈现不同程度下降。

图表 8 • 标的物业之酒店物业历史经营情况（单位：间、元/间·夜）

项目名称	绵阳首开喜来登酒店			三亚天鸿度假村酒店		
	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
酒店房间数	342	342	342	75	75	75
酒店入住率	41.84%	30.06%	27.93%	35.96%	66.24%	80.02%
酒店平均房价	515.30	566.73	502.20	526.00	569.43	653.79
Revpar	215.62	170.36	140.29	189.15	377.19	523.16

注：Revpar=酒店入住率×酒店平均房价，下同
资料来源：联合资信根据抵押人提供资料整理

酒店经营收入方面，2023 年及 2024 年 1-3 月，标的物业所涉 2 家酒店经营收入仍以客房收入和餐饮收入为主，占全部经营收入的 90%以上，收入构成仍较为稳定。三亚天鸿度假村酒店 2023 年经营扭亏为盈；2024 年 1-3 月，受三亚市酒店行业供需两端双重影响，经营收入及经营净收入分别较上年同期下降 17.48%、39.63%。绵阳首开喜来登酒店 2023 年及 2024 年一季度持续亏损，但受经营策略转变的影响，2024 年一季度亏损程度较上年同期有所收窄。

图表 9 • 标的物业之酒店物业历史运营情况（单位：万元）

绵阳首开喜来登酒店	2022 年		2023 年		2024 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客房收入	2660.12	63.77%	2101.73	50.48%	431.49	49.43%
餐饮收入	1365.75	32.74%	1848.63	44.40%	404.21	46.31%
会议中心收入	84.79	2.03%	141.11	3.39%	17.15	1.96%
康体娱乐收入	19.93	0.48%	25.98	0.62%	7.26	0.83%
其他收入	40.65	0.98%	45.98	1.10%	12.72	1.46%
经营收入	4171.24	100.00%	4163.44	100.00%	872.83	100.00%
经营成本	969.73	22.91%	1292.38	28.07%	349.2	34.54%
运营费用	2776.54	65.60%	2740.77	59.53%	649.82	64.27%
税金	486.23	11.49%	570.46	12.39%	12.05	1.19%
经营成本及税费	4232.50	100.00%	4603.61	100.00%	1011.07	100.00%
经营净收入	-61.26	--	-440.18	--	-138.24	--

三亚天鸿度假酒店	2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客房收入	510.93	78.12%	1027.14	79.70%	358.45	81.46%
餐饮收入	143.14	21.88%	261.55	20.30%	81.60	18.54%
经营收入	654.07	100.00%	1288.69	100.00%	440.05	100.00%
经营成本	113.38	14.93%	204.22	20.20%	69.22	25.02%
运营费用	612.77	80.68%	773.52	76.53%	198.81	71.85%
相关税费	33.37	4.39%	33.00	3.27%	8.67	3.13%
经营成本及税费	759.52	100.00%	1010.74	100.00%	276.70	100.00%
经营净收入	-105.45	--	277.95	--	163.35	--

注：1. 经营成本包含客房经营成本、餐饮经营成本、会议中心经营成本、康体娱乐经营成本和其他经营成本；2. 运营费用包含维修费用、保险费、市场营销费用、工资费用、管理费用和能源费用；3. 税金包含房产税和土地使用税
资料来源：联合资信根据抵押人提供资料整理

3 基础资产现金流表现及归集情况

跟踪期间，标的物业运营收入实现情况低于预测值；借款人首开股份正常履约。

根据北京首佳房地产评估有限公司（以下简称“首佳评估”）出具的《北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据 8 处房地产收入现金流预测分析报告》（以下简称“《现金流预测分析报告》”）、受托人出具的《资产运营报告》及银行账户流水，本交易标的物业于两个归集期间（2023/06/17—2024/06/17）实际产生经营收入合计为 13552.90 万元，较预测值低 25.22%。跟踪期内，借款人/资产服务机构首开股份按半年于归集日向监管账户划付现金流，并于还款日将标的债权应付本息（还本金额合计为 3000.00 万元，利息金额合计为 8944.47 万元）转付至信托账户。截至票据跟踪基准日，标的债权未偿本金余额为 24.51 亿元。跟踪期内，信托账户收到的归集款项高于当期兑付金额。标的物业运营现金流实现和归集情况如下表所示。

图表 10 • 标的物业运营现金流实现情况（单位：万元）

期间	预测现金流	实际现金流	偏离度	归集现金流
2023/06/17—2023/12/16	8832.14	6777.41	-23.26%	5814.59
2023/12/17—2024/06/17	9291.37	6775.50	-27.08%	5788.49
合计	18123.50	13552.90	-25.22%	11603.08

注：偏离度=实际现金流/预测现金流-1

资料来源：联合资信根据《现金流预测分析报告》《资产运营报告》及银行账户流水整理

综上所述，基础资产对优先级票据的保障主要来自借款人首开股份及标的物业。跟踪期间，标的物业运营收入实现情况低于预测值，但首开股份信用水平稳定，履约能力仍极强，有效保障了基础资产质量。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，信托账户现金流归集、划转未违反相关规定。本交易设有资产支持票据票面利率调整机制、售回和回购机制。跟踪期内，未发生上述情况，最近一个售回和回购行权日为 2025 年 6 月 26 日。

2 信用支持

首开股份履约能力仍极强，其作为售回和回购承诺人对优先级票据的本息偿付起到重要的信用支撑作用。跟踪期内，抵质押物对优先级票据的保障程度较上次票据跟踪基准日（2023 年 6 月 26 日）变化不大，本交易未触发相应事件。

内部信用支持

(1) 质押担保

出质人于 2023 年 1 月 10 日办理完毕应收账款质押登记，期限至 2040 年 7 月 9 日止，质押期限能覆盖本交易存续期。基础情景下，质押财产⁶可分配现金流对“22 首开 ABN001 优先”利息支出覆盖倍数最低为 2.19 倍，覆盖倍数高；对“22 首开 ABN001 优先”本息支出覆盖倍数最低为 1.26 倍，覆盖倍数尚可。

(2) 资产抵押担保

抵押人分别于 2022 年 12 月 8 日、2023 年 1 月 29 日及 2023 年 2 月 3 日办理完毕标的物业的抵押登记，期限分别至 2040 年 6 月 15 日、2040 年 6 月 26 日止，抵押期限能覆盖标的债权存续期。跟踪期内，标的物业未进行跟踪评估，仍以首佳评估首次评估数据（首次评估基准日为 2021 年 12 月 31 日）为基础，“22 首开 ABN001 优先”未偿本金抵押率较上次票据跟踪基准日下降 0.84 个百分点至 68.45%，抵押担保措施对“22 首开 ABN001 优先”的保障程度略有提升。

(3) 触发机制

跟踪期间，本交易未触发违约事件、丧失清偿能力事件、标的债权担保责任启动事件等事件。

外部信用支持

跟踪期内，首开股份长期主体信用评级维持 AAA，评级展望稳定，其作为售回和回购承诺人为本交易优先级票据提供售回回购承诺。

首开股份分析详见前文“二、基础资产分析”中的“借款人分析”。

四、量化模型测试

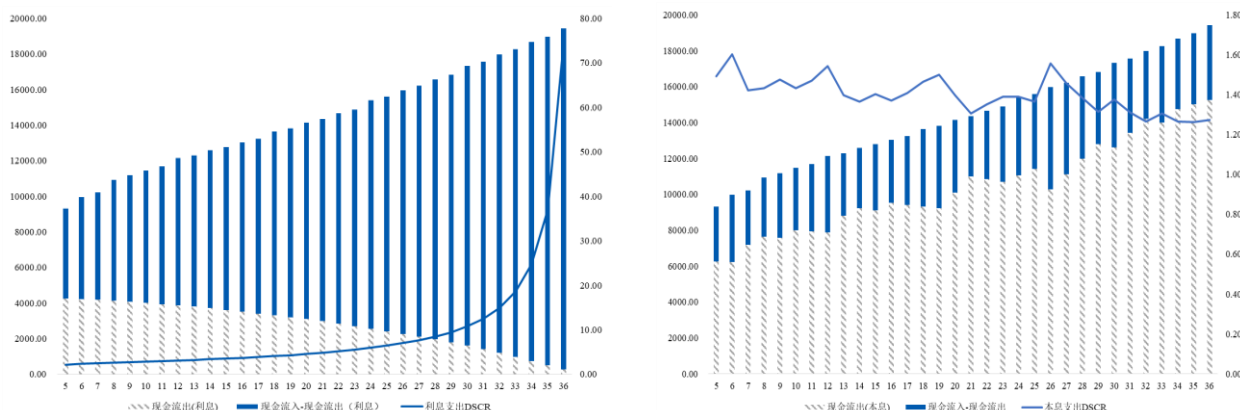
联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评优先级票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级票据相对标的物业评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估标的物业形成的资产对优先级票据的保障程度。

1 偿债覆盖倍数

(1) 基础情景下 DSCR 测算

根据交易安排，标的债权的本息偿还始终能够覆盖优先级票据本金及预期收益、票据信托应承担的信托税收、信托费用及其他费用支出。因此，下文直接展示质押财产可分配现金流对“22 首开 ABN001 优先”的偿债覆盖倍数。鉴于跟踪期内标的物业运营环境未发生重大变化，联合资信继续采用《现金流预测分析报告》的预测值测算本交易质押财产可分配现金流对优先级票据本金及预期收益偿付能力情况，详见下表。

图表 11 • 质押财产可分配现金流对优先级票据利息及本息支出的覆盖倍数（单位：万元、倍）



注：1. 第 5 期对应的现金流期间为 2024 年 7 月至 2024 年 12 月，后续以此类推；2. 质押财产可分配现金流=当期标的物业预测现金流-相关税费（包括信托费 0.02%/年、保管费 10 万元/年、固定报酬 0.02%/年，增值税 3%及附加税 12%）；3. 利息支出覆盖倍数=质押财产可分配现金流/优先级票据当期利息支出，本息支出覆盖倍数=质押财产可分配现金流/优先级票据当期本息支出；4. 现金流入=质押财产可分配现金流，左图现金流出=优先级票据利息支出，右图现金流出=优先级票据本息支出
资料来源：联合资信整理

⁶ 质押财产：由各出质人出质给受托人的标的物业在约定期限内产生的租金收入或酒店经营收入应收账款，具体以《质押合同》所附质押财产清单的记载为准。

图表 12 • 优先级票据利息及本息覆盖倍数（单位：倍）

类别	DSCR 区间
“22 首开 ABN001 优先” 利息支出 DSCR	2.19~74.63
“22 首开 ABN001 优先” 本息支出 DSCR	1.26~1.60

资料来源：联合资信整理

经测算，质押财产可分配现金流对优先级票据各期利息支出的覆盖比率最低为 2.19 倍，对优先级票据本息支出的覆盖比率最低为 1.26 倍。

（2）压力情景下 DSCR 测算

考虑到标的物业实际运营收入易受租金水平、出租率、收缴率变动等因素影响，出于谨慎考虑，联合资信进一步模拟测算未来各期预测经营收入可承受的极限压力范围。测算结果表明，在“22 首开 ABN001 优先”实际发行利率为 3.47% 的情形下，当实际经营收入下跌幅度超过 53.45% 时，质押财产可分配现金流或将无法覆盖部分期间“22 首开 ABN001 优先”利息支出；当实际经营收入下跌幅度超过 20.81% 时，质押财产可分配现金流或将无法覆盖部分期间“22 首开 ABN001 优先”本息支出。值得注意的是，跟踪期间，标的物业实际经营收入较预测值的下降幅度已高于 20.81%。

2 抵押物压力测试

（1）抵押物评估价值

跟踪期内，标的物业未进行跟踪评估，首佳评估确定标的物业于首次评估基准日的评估总价为 357901.00 万元。考虑到跟踪期内标的物业运营环境较为稳定，在抵押物评估价值成立的情形下，“22 首开 ABN001 优先”未偿本金对抵押物评估价值的抵押率为 68.45%，较上次票据跟踪基准日下降 0.84 个百分点。

（2）跌价测试

联合资信根据首佳评估提供的《房地产估价报告》对抵押物价值进行了压力测试。考虑到标的物业处置时，需缴纳增值税及相关附加税费⁷、土地增值税⁸及中介费用或拍卖费用。为剔除税费因素，联合资信假设扣除项目金额自首次评估基准日起不变；标的物业评估总价 357901.00 万元。经测算，若未来需通过处置标的物业来偿付优先级票据剩余未偿本金，由于多处标的物业建成时间较早，可能导致处置时所涉及的处置成本中土地增值税较高，受该因素影响，标的物业的处置价格扣除土地增值税、增值税及拍卖费等相关税费后的处置净现金流可能仍将无法覆盖本交易优先级票据剩余未偿本金。

综上所述，抵质押担保措施对“22 首开 ABN001 优先”偿付的保障程度较弱。考虑到借款人首开股份履约能力仍极强，整体看，本交易优先级票据到期不能偿付的概率极低。

五、参与机构履职能力分析

1 物业持有人/抵押人/出质人

跟踪期内，物业持有人/抵押人/出质人除三亚天鸿和燕华置业外，其余仍均呈不同程度亏损状态，但考虑其股东背景良好，且首开股份对其提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持，本交易因物业持有人/抵押人/出质人尽职能力或意愿而引发风险的可能性仍很小。

（1）抵押人二/物业持有人二/首开立信

首开立信成立于 1994 年 9 月，截至 2024 年 3 月底，首开立信注册资本与实缴资本仍均为 1.55 亿元，主要股东仍为首开股份（持股 76.39%）和城开集团（持股 8.01%），实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。跟踪期内，首开立信股东、实际控制人、法定代表人及注册地址均未发生变化。

截至 2023 年底，首开立信资产总额 14981.15 万元，负债总额 12975.36 万元，所有者权益 2005.79 万元。2023 年，首开立信实现营业总收入 2978.01 万元，利润总额亏损 2038.15 万元。截至 2024 年 3 月底，首开立信资产总额 15703.19 万元，负债总额 14827.29 万元，所有者权益 875.90 万元。2024 年 1—3 月，首开立信实现营业收入 330.28 万元，利润总额亏损 1129.86 万元。

⁷ 转让时缴纳的增值税及附加=转让价款/（1+9%）*9%*（1+12%）。

⁸ 采用四级超率累进税率计算。

根据首开立信提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 6 月 11 日，首开立信无未结清信贷记录，已结清的信贷业务中无关注类和不良类记录。截至 2024 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现首开立信存在重大失信信息。

（2）抵押人三/物业持有人三/城开集团

城开集团成立于 1993 年 4 月，截至 2024 年 3 月底，城开集团注册资本和实收资本仍均为 30.00 亿元，仍由首开股份 100.00%持股，实际控制人为北京市国资委。跟踪期内，首开立信股东、实际控制人、法定代表人及注册地址均未发生变化。

截至 2023 年底，城开集团资产总额 2639137.39 万元，负债总额 1495758.51 万元，所有者权益 1143378.88 万元。2023 年，城开集团实现营业总收入 102439.45 万元，利润总额亏损 12412.98 万元。截至 2024 年 3 月底，城开集团资产总额 3504052.69 万元，负债总额 2374100.27 万元，所有者权益 1129952.42 万元。2024 年 1—3 月，城开集团实现营业总收入 16919.61 万元，利润总额亏损 12747.90 万元。

根据城开集团提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 7 月 1 日，城开集团无未结清信贷记录，已结清的信贷业务中存在 9 笔中长期借款关注类记录、1 笔短期借款关注类记录和 1 笔短期借款不良类记录。截至 2024 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现城开集团存在重大失信信息。

（3）抵押人四/物业持有人四/燕华置业

燕华置业成立于 1993 年 7 月，截至 2024 年 3 月底，燕华置业注册资本与实缴资本仍均为 1.04 亿元，股东仍为首开股份（持股 75.00%）和北京首都开发控股（集团）有限公司（持股 25.00%），实际控制人为北京市国资委。跟踪期内，燕华置业股东、实际控制人、法定代表人及注册地址均未发生变化。

截至 2023 年底，燕华置业资产总额 13083.70 万元，负债总额 1674.69 万元，所有者权益 11409.00 万元。2023 年，燕华置业实现营业总收入 1185.37 万元，利润总额 270.07 万元。截至 2024 年 3 月底，燕华置业资产总额 13082.51 万元，负债总额 1626.27 万元，所有者权益 11456.24 万元。2024 年 1—3 月，燕华置业实现营业总收入 87.84 万元，利润总额 47.24 万元。

根据燕华置业提供的《企业信用报告》，截至 2023 年 6 月 11 日，燕华置业无未结清信贷业务，已结清的信贷业务中无关注类和不良类记录。截至 2024 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现燕华置业存在重大失信信息。

（4）抵押人五/物业持有人五/三亚天鸿

三亚天鸿成立于 2001 年 11 月，截至 2024 年 3 月底，其注册资本与实缴资本仍均为 3650.00 万元，股东仍为首开股份（持股 95.89%）和首开集团（持股 4.11%），实际控制人为北京市国资委。跟踪期内，三亚天鸿股东、实际控制人、法定代表人及注册地址均未发生变化。

截至 2023 年底，三亚天鸿资产总额 4149.99 万元，负债总额 2034.21 万元，所有者权益 2115.78 万元。2023 年，三亚天鸿实现营业总收入 1288.69 万元，利润总额 57.18 万元。截至 2024 年 3 月底，三亚天鸿资产总额 3652.42 万元，负债总额 2034.21 万元，所有者权益 2115.78 万元；2024 年 1—3 月，三亚天鸿实现营业总收入 440.06 万元，利润总额 119.62 万元。

根据三亚天鸿提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 16 日，三亚天鸿未发生过信贷交易。截至 2024 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现三亚天鸿存在重大失信信息。

（5）抵押人六/物业持有人六/惠信端泰

惠信端泰成立于 2014 年 11 月，截至 2024 年 3 月底，其注册资本与实缴资本仍均为 3.00 亿元，股东仍为首开股份（持股 60.00%）和北京天鸿宝威土地开发有限责任公司（持股 40.00%），实际控制人为北京市国资委。跟踪期内，惠信端泰股东、实际控制人、法定代表人及注册地址均未发生变化。

截至 2023 年底，惠信端泰资产总额 202457.37 万元，负债总额 229212.96 万元，所有者权益-26755.59 万元。2023 年，惠信端泰实现营业总收入 5677.60 万元，利润总额 498.44 万元。截至 2024 年 3 月底，惠信端泰资产总额 200016.39 万元，负债总额 227185.02 万元，所有者权益-27168.6361 万元；2024 年 1—3 月，惠信端泰实现营业总收入 1778.13 万元，利润总额亏损 413.05 万元。

根据惠信端泰提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 7 月 21 日，惠信端泰未结清和已结清的信贷业务中无关注类和不良类记录。截至 2024 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现惠信端泰存在重大失信信息。

（6）抵押人七/物业持有人七/绵阳首开兴泰

绵阳首开兴泰成立于 2010 年 8 月，截至 2024 年 3 月底，其注册资本和实收资本仍均为 2.00 亿元，仍由首开股份 100.00%持股，实际控制人为北京市国资委。跟踪期内，绵阳首开兴泰股东、实际控制人及注册地址均未发生变化，法定代表人由张怡农变更为蔡丰。

截至 2023 年底，绵阳首开兴泰资产总额 158616.86 万元，负债总额 210397.61 万元，所有者权益-51780.74 万元。2023 年，绵阳首开兴泰实现营业收入 8429.29 万元，利润总额亏损 6373.47 万元。截至 2024 年 3 月底，绵阳首开兴泰资产总额 157509.08 万元，所有者权益-53087.09 万元。2024 年 1—3 月，绵阳首开兴泰实现营业收入 1138.11 万元，利润总额亏损 1306.35 万元。

根据绵阳首开兴泰提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 6 月 6 日，绵阳首开兴泰未发生过信贷交易。截至 2024 年 6 月 29 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现绵阳首开兴泰存在重大失信信息。

2 其他重要参与方

跟踪期内，本交易受托人、保管银行/监管银行未发生替换，履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产及其项下标的物业运行情况、票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，确定“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下“22 首开 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}，“22 首开 ABN001 次”未予评级。

上述“22 首开 ABN001 优先”的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 北京首都开发股份有限公司主体信用分析

一、企业基本情况

北京首都开发股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1993 年，2001 年在上海证券交易所挂牌上市（证券代码：600376.SH，证券简称：“天鸿宝业”后更名为“首开股份”）。截至 2024 年 3 月底，公司股本 25.80 亿元，北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”）直接和间接持有公司 52.65% 股份，为公司控股股东；公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。控股股东首开集团持有公司的股份无质押。

公司主要从事房地产开发销售和酒店物业经营等，按照联合资信行业分类标准划分为房地产开发经营行业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设战略管理部、资产管理部、营销管理部、投资管理部、商业地产部、财务管理部、审计部等职能部门。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 2532.27 亿元，所有者权益 598.55 亿元（含少数股东权益 381.28 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 477.63 亿元，利润总额-52.16 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 2480.05 亿元，所有者权益 600.59 亿元（含少数股东权益 391.68 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 34.59 亿元，利润总额-8.56 亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门外大街 189 号一层 103B；法定代表人：李岩。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

三、行业分析

2023 年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未扭转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。详见《[2024 年房地产行业分析](#)》。

四、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

企业规模和竞争力方面，公司作为北京最早从事房地产行业的大型国有上市企业，开发经验丰富、品牌知名度较高；公司形成了北京区域、北方片区和南方片区三大区域，截至 2023 年底，公司拟售、在售主要项目总建筑面积超过 4600 万平方米；公司在克而瑞 2023 年

房企全口径销售金额中排名第 23 名，在克而瑞 2023 年北京房企销售排名中，公司全口径及权益口径销售金额均排名第 4 名，全口径销售面积排名第 1 名，在北京区域具有较强竞争优势。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2024 年 5 月 7 日，公司本部已结清和未结清信贷记录中均无关注类和不良类贷款。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2024 年 6 月 20 日，联合资信未发现公司本部在国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录；2023 年 7 月 19 日，因业绩预告披露不准确且未更正、定期报告的财务数据披露不准确，公司及有关责任人受到上海证券交易所通报批评；2023 年 11 月 30 日，因定期报告的财务数据披露不准确，公司受到北京证监局行政处罚。

（二）管理水平

跟踪期内，因公司第九届董事会和监事会均已届满，公司于 2023 年 6 月 26 日召开股东大会选举董事和监事，同时公司根据实际管理需要，对《公司章程》中的部分条款作出修订，即公司董事会由 11 名董事调整为 9 名董事，监事会由 5 名监事调整为 3 名监事。公司于 2024 年 5 月 28 日召开股东大会选举董事，公司现任董事 9 名，其中，独立董事 3 名。公司董事、监事及高管变动情况见下表，人员变动较多，对公司经营无重大影响。

图表 1 • 跟踪期内公司董事、监事及高管变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动时间	变动原因
潘文	董事	离任	2023/06/08	任期届满
张国宏	监事	离任	2023/06/08	工作原因
	董事	聘任	2023/06/08	工作原因
王立川	董事	离任	2023/01/17	个人原因
李灏	董事	离任	2024/02/26	个人原因
白涛	独立董事	离任	2023/03/31	任期届满
邱晓华	独立董事	离任	2023/06/26	任期届满
李大进	独立董事	聘任	2023/03/13	工作原因
裴艳	监事	离任	2023/06	任期届满
袁韶宇	监事	聘任	2023/06/08	工作原因
容宇	总会计师	离任	2023/06/08	退休
周兵	副总经理	离任	2023/06/08	退休
张绍辉	副总经理	聘任	2023/01/31	工作原因
王怡	董事会秘书	离任	2023/12/04	工作原因
	总经理助理	聘任	2023/10/26	工作原因
王奥	副总会计师	聘任	2023/06/27	工作原因
高士尧	董事会秘书	聘任	2024/02/29	工作原因
孙茂竹	独立董事	离任	2024/05/09	任期届满
屠楚文	董事	聘任	2024/05/28	工作原因
王艳茹	独立董事	聘任	2024/05/28	工作原因

资料来源：公司年报及公司公告

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司主营业务收入变动不大，但毛利率下降较多且处于较低水平。

2023 年，公司主营业务收入同比变化不大，其中酒店物业经营收入同比增长 26.10%，主要系新开业福州、绵阳酒店所致，由于新开业酒店摊销成本等较大，当年酒店物业经营毛利率下降较多；因公司为加快现金回流，部分项目调整售价等影响，房产销售毛利率同比有所下降。受业务板块毛利率均下降影响，公司主营业务毛利率继续下降，处于较低水平。2024 年一季度，公司实现营业总收入 34.59 亿元，同比下降 4.85%，综合毛利率 13.52%。

图表 2 • 2021—2023 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	668.51	98.95%	19.48%	467.79	98.66%	16.03%	466.87	98.31%	11.22%
酒店物业经营等	7.06	1.05%	37.25%	6.36	1.34%	23.17%	8.02	1.69%	13.81%
合计	675.57	100.00%	19.67%	474.15	100.00%	16.13%	474.89	100.00%	11.26%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2023 年，公司投拓谨慎，剩余可售资源较充足，受市场下行及新获取项目减少影响，开工和销售下降明显；北京作为公司深耕区域，仍是项目储备和销售的主力城市，但公司部分位于北京远郊区以及三四线城市项目存在去化压力。2024 年 1—3 月，公司销售跌幅加深，需关注年内销售情况。

2023 年，公司继续采取谨慎的拿地策略，于北京（3 块）、厦门（1 块）和南京（1 块）共获取 5 个地块，拿地均价同比有所下降，主要系北京的 3 个地块位于昌平区和顺义区，楼面价相对较低所致。2024 年一季度，公司未新增土地储备。截至 2023 年底，公司主要项目可售未售建筑面积 1413.44 万平方米，未售面积较充足，其中北京占比超过 35%，公司深耕北京区域的同时仍保持在国内二三线城市的战略布局。但公司近年新增土储规模不大，部分城市主要为存量项目，是否能够支撑未来销售存在不确定性，同时公司在北京外布局较为分散，存在一定管理压力。公司在葫芦岛、绵阳等三四线城市以及部分弱二线城市仍存在一定规模项目，目前三四线城市房地产市场调整较为剧烈，公司上述城市项目存在一定去化压力。

图表 3 • 公司土地储备获取情况

对比指标	2021 年	2022 年	2023 年
新增项目数量（个）	30	4	5
新增土地储备计容建筑面积（万平方米）	287.04	37.59	40.79
新增土地储备楼面均价（万元/平方米）	1.99	3.72	2.58

注：新增项目不包括一级开发项目，数据口径为全口径
资料来源：联合资信根据公司年报、公司提供资料整理

随着公司土地投资力度持续放缓和根据市场情况调整开工节奏，2023 年公司新开工面积同比大幅下降 75.92%，但竣工面积同比增长 15.17%。2024 年一季度，公司开工和竣工面积均较小。截至 2024 年 3 月底，公司在建项目全口径计划总投资额 2063.33 亿元，尚需投资 670.88 亿元，其中 2024 年预计投资 175.88 亿元，公司未开工项目计划以销定产，资本支出节奏可控。截至 2023 年底，公司已开发项目 166 个，其中非并表合作项目 71 个，公司合作开发较多，需关注合作方风险。

图表 4 • 公司项目开发情况（单位：万平方米）

对比指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新开工面积	481.00	368.00	88.61	19.93
房屋竣工面积	680.00	492.00	566.63	48.91

注：统计口径为全口径
资料来源：公司年报及一季报

2023 年，受房地产行业继续下行影响，公司签约销售面积和签约销售均价均有所下降，其中销售均价下降主要系京外项目销售占比提升同时北京朝阳区、海淀区项目当年销售面积少于 2022 年所致；综上，签约销售金额同比下降 29.24%。从销售区域分布看，前十大城市销售面积占 84.59%，分别为北京（占 43.31%）、成都（占 10.23%）、苏州（占 9.90%）、厦门（占 4.72%）、福州（占 4.33%）、太原（占 3.25%）、台州（占 2.28%）、武汉（占 2.23%）、天津（占 2.19%）和无锡（占 2.15%），主要为一二城市，其中北京仍为公司主力销售城市。截至 2023 年底，公司在售项目未售面积 1060.18 万平方米，一线城市占 32.81%、二线城市占 46.83%、三四线城市占 20.36%，以一二线城市为主，但北京项目主要分布在昌平、房山、门头沟、密云、平谷、顺义等远郊区，销售速度相对北京主城区较慢，存在去化压力。

2024 年 1—3 月，公司签约销售面积同比下降 52.06%，签约销售金额同比下降 60.02%，下降趋势有所扩大，需关注公司全年销售情况。

图表 5 • 公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
签约销售面积	392.65	317.81	269.85	35.57
签约销售金额	1149.07	869.63	615.33	70.96
签约销售均价	2.93	2.74	2.28	1.99

注：统计口径为全口径
 资料来源：公司年报及一季报

2 未来发展

公司未来发展战略稳定，2024 年销售计划相对谨慎。

公司将结构优化、动力强化和效率提升作为未来发展战略重点。其中结构优化方面，公司将坚持立足首都，积极融入“五子”联动，加大城市副中心、“三城一区”及 5 个平原地区新城布局，同时优化资产财务结构，加快存货去化，增强再投资能力，优化负债结构，保持良性现金流，降低负债水平；动力强化方面，公司将从业务管控模式、人才建设、专业能力建设等方面优化，效率提升方面，公司将提升组织运行效率、计划运营效率、产品创新等。2024 年，公司计划销售面积 203.38 万平方米，签约金额 489.46 亿元，计划销售规模较 2023 年有所下降。考虑到公司近年来拿地规模和新开工面积大幅下降，未来销售规模仍有下降压力。

（四）财务方面

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年一季度财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

公司资产规模继续收缩，整体资产受限程度较低；但存货面临去化压力和减值风险，合作开发形成的其他应收款和长期股权投资有一定回收和减值风险，投资的基金仍存在公允价值波动风险。

截至 2023 年底，公司资产总额较年初有所下降，主要来自存货的减少，资产结构变化不大。受经营性现金流入增加影响，公司货币资金有所增长，受限比例 6.54%，此外货币资金中预售监管资金 24.02 亿元；公司其他应收款规模较大，主要为合作项目往来款，账龄 3 年以上占 44.56%，累计计提坏账比例 3.06%，账龄较长且计提比例较低，对公司资金形成占用，同时若合作方出现流动性风险，公司其他应收款或存在回收风险；公司存货受新增投资减少及项目结转影响较年初下降 15.85%，开发产品占比较年初提升 6.57 个百分点至 26.45%，当年计提存货跌价准备 17.03 亿元，主要为对南通、东莞、福州及苏州等地项目进行的计提，考虑到地产行业下行趋势未扭转，公司部分项目仍面临一定去化和减值压力。长期股权投资因权益法下的投资亏损和减少对联营企业苏州安茂置业有限公司的投资较年初有所下降，其中北京首城置业有限公司（-3.11 亿元）、武汉首茂城置业有限公司（-4.50 亿元）权益法投资亏损较大。公司其他非流动金融资产公允价值变动损失 7.15 亿元，主要系公司通过私募基金持有的康龙化成（北京）新药技术股份有限公司（证券代码：300759.SZ）股价下跌以及投资的房地产基金因地产业市场下行收益下降所致。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	2633.18	83.90%	2297.62	82.56%	2050.55	80.98%	1966.37	79.29%
货币资金	314.00	10.00%	205.35	7.38%	229.49	9.06%	190.58	7.68%
其他应收款	543.23	17.31%	529.36	19.02%	494.47	19.53%	460.02	18.55%
存货	1701.16	54.20%	1497.88	53.82%	1260.41	49.77%	1251.00	50.44%
非流动资产	505.41	16.10%	485.33	17.44%	481.72	19.02%	513.68	20.71%
长期股权投资	310.75	9.90%	307.28	11.04%	285.93	11.29%	319.19	12.87%
资产总额	3138.59	100.00%	2782.96	100.00%	2532.27	100.00%	2480.05	100.00%

注：占比指占资产总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

截至 2023 年底，公司受限资产情况见下表，资产受限比例较低。

图表 7 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	15.00	0.59%	保证金及项目资本金等
存货	200.10	7.90%	贷款抵押
应收账款	0.07	*	贷款抵押
固定资产	9.15	0.36%	贷款抵押
长期股权投资	18.13	0.72%	股权质押
投资性房地产	20.99	0.83%	贷款抵押
合计	263.45	10.40%	--

注：1. 受限货币资金不包括预售监管资金；2. *表示数据过小
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）资本结构

公司权益稳定性较弱，债务规模继续下降，融资成本较低，但总体债务负担仍较重。

截至 2023 年底，公司所有者权益 598.55 亿元，较年初下降 10.71%，主要系亏损对未分配利润侵蚀所致；所有者权益主要由股本（占 4.31%）、其他权益工具（永续债，占 6.26%）、资本公积（占 12.78%）、未分配利润（占 9.70%）和少数股东权益（占 63.70%）构成，公司权益稳定性较弱。

截至 2023 年底，公司负债总额较年初有所下降，流动负债占比有所下降。公司其他应付款随资金往来款增加有所增长；受销售下降较多及项目交付结转，合同负债较年初下降 36.25%；长期借款（含一年内到期的长期借款）规模小幅下降，其中抵押借款占 21.23%、信用借款占 24.85%、保证借款占 49.83%；公司债券融资渠道畅通，期末债券规模继续上升，截至 2024 年 6 月 18 日，公司将于 2024 年到行权期的债券本金合计 89.50 亿元，债券到期规模较大。

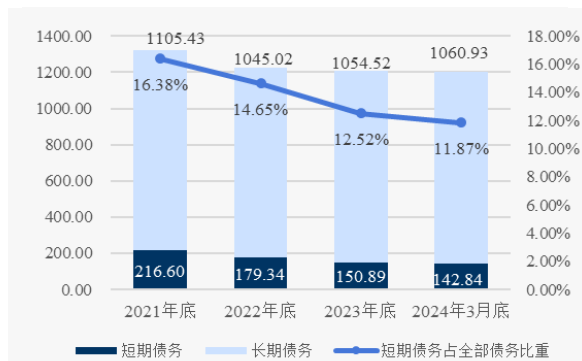
图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1280.47	51.78%	1058.35	50.10%	863.48	44.65%	802.75	42.71%
应付账款	110.92	4.49%	116.28	5.50%	108.95	5.63%	88.52	4.71%
其他应付款	238.80	9.66%	184.56	8.74%	216.50	11.20%	199.25	10.60%
合同负债	557.96	22.56%	472.79	22.38%	301.43	15.59%	300.08	15.97%
一年内到期的非流动负债	213.98	8.65%	178.61	8.45%	150.79	7.80%	142.56	7.59%
非流动负债	1192.43	48.22%	1054.29	49.90%	1070.24	55.35%	1076.71	57.29%
长期借款	599.18	24.23%	491.52	23.27%	470.16	24.31%	410.17	21.82%
应付债券	457.51	18.50%	515.37	24.39%	556.99	28.80%	623.34	33.17%
负债总额	2472.91	100.00%	2112.64	100.00%	1933.72	100.00%	1879.46	100.00%

注：占比指占负债总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

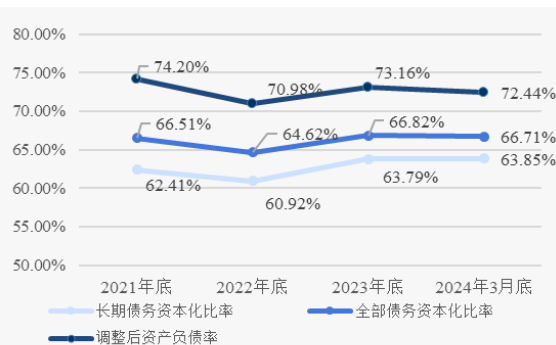
债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务较年初小幅下降 1.55%，长期债务占 87.48%，仍以长期债务为主；融资结构方面，债券融资占 51.55%，债券融资占比较高。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司债务指标受权益被亏损侵蚀均较年初有所上升；截至 2024 年 3 月底，公司债务规模较上年底变化不大。如将永续债（37.60 亿元）调入长期债务，截至 2024 年 3 月底，公司全部债务增至 1241.37 亿元；全部债务资本化比率和长期债务资本化比调整前分别上升 2.08 个百分点和 2.26 个百分点。公司总体债务负担仍较重。截至 2023 年末，公司平均融资成本为 4.26%（2022 年末为 4.52%），融资成本较低。

图表 9 • 公司债务构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司债务比率情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(3) 盈利能力

2023 年，公司业绩转为亏损，盈利能力下滑，其中非经常性损失加重了亏损规模。

公司营业总收入分析见经营概况部分。2023 年，公司利润总额转为亏损，主要系主营业务盈利降低的同时公司计提存货跌价准备、其他应收款计提坏账以及其他非流动金融资产公允价值变动损失等所致。费用方面，2023 年，公司费用总额同比增长 6.42%，主要系财务费用因费用化利息支出增加、联合营企业利息收入降低而增加所致；在毛利率持续下行背景下，费用对利润侵蚀严重。

利润构成方面，2023 年，公司非经营性损益主要为损失类，进一步加重亏损规模，其中资产减值损失主要为计提的存货跌价损失，信用减值损失主要为其他应收款计提的坏账损失，其他非流动金融资产连续两年产生公允价值变动损失，投资收益主要为权益法核算的长期股权投资亏损，公司合联营企业主要为房地产企业，受行业持续下行影响，部分企业经营状况变弱，产生投资亏损。

2023 年，公司亏损规模较大；2024 年 1—3 月，受较高的财务费用侵蚀，公司继续亏损。公司盈利指标较差。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	678.02	479.21	477.63	34.59
费用总额	56.88	52.80	56.19	12.53
资产减值损失	-14.89	-0.50	-17.05	0.00
信用减值损失	-1.38	-4.89	-8.88	0.00
公允价值变动收益	3.18	-5.42	-7.15	-1.42
投资收益	0.50	9.00	-4.53	1.91
利润总额	36.62	18.23	-52.16	-8.56
营业利润率	15.37%	14.87%	8.81%	10.42%
总资本收益率	2.81%	2.37%	-1.18%	--
净资产收益率	2.50%	1.37%	-9.92%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(4) 现金流

2023 年，公司经营性和投资性净现金流均保持净流入且同比向好，筹资活动现金流净额仍净流出；在经营和投资现金流入因行业景气度低迷可能继续下降的背景下，公司筹资现金流入仍将保持一定规模。

2023 年，因销售回款下降，公司销售商品提供劳务收到的现金同比下降 16.65%，往来款收付规模均大幅下降，叠加土地支出减少，公司经营性现金净流入规模同比增长 28.26%；公司投资活动收缩明显，投资性净现金流仍为净流入。2023 年，公司外部借款规模下降，但偿还债务（含永续债）规模相对仍较大以及一定规模的付息支出，筹资活动现金流净额继续净流出，净流出规模同比下降 66.57%。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1062.40	728.34	489.02	83.41
经营活动现金流出小计	988.36	684.15	432.35	111.91

经营活动现金流量净额	74.03	44.19	56.67	-28.50
投资活动现金流入小计	7.91	36.35	12.33	3.42
投资活动现金流出小计	48.67	32.60	5.47	1.00
投资活动现金流量净额	-40.76	3.74	6.85	2.42
筹资活动前现金流量净额	33.27	47.93	63.52	-26.08
筹资活动现金流入小计	487.15	449.42	394.53	153.58
筹资活动现金流出小计	564.46	601.24	445.28	156.69
筹资活动现金流量净额	-77.31	-151.81	-50.76	-3.11

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现弱。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	205.64%	217.10%	237.48%
	速动比率	72.79%	75.57%	91.51%
	经营现金/流动负债	5.78%	4.18%	6.56%
	经营现金/短期债务（倍）	0.34	0.25	0.38
	现金类资产/短期债务（倍）	1.45	1.15	1.52
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	79.98	58.95	-8.19
	全部债务/EBITDA（倍）	16.53	20.77	-147.26
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.04	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	1.06	0.91	-0.14
	经营现金/利息支出（倍）	0.98	0.68	0.98

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从偿债指标来看，截至 2023 年底，公司短期偿债指标表现均较年初有所提升，短期偿债指标表现较好，但长期偿债指标表现弱。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司获得的金融机构授信额度合计 1816.13 亿元，其中尚未使用的额度 1237.34 亿元，授信额度充裕。2023—2024 年 5 月，公司累计发行债券 250.00 亿元，资本市场发债渠道畅通，同时公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保 24.72 亿元，均为对公司参股公司的担保，或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2023 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担管理职能，2023 年资产和负债规模变化不大，债务负担重，投资收益为其主要利润来源。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 1602.86 亿元、负债总额 1396.10 亿元，规模和主要构成均较上年底变化不大。其中，货币资金 82.35 亿元，较上年底增长 34.22%。截至 2023 年底，公司全部债务 819.12 亿元，以长期债务（占 86.01%）为主，全部债务资本化比率 79.85%，公司本部债务负担重。截至 2023 年底，公司本部所有者权益 206.77 亿元，股本占 12.48%、资本公积占 47.83%，权益稳定性一般。

公司本部主要承担管理职能，收入规模不大，利润主要来自投资收益。2023 年，公司本部利润总额-18.99 亿元，投资收益 15.36 亿元。

（五）ESG 方面

公司践行绿色发展，履行社会责任，治理结构较完善，ESG 表现对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司在项目建设中积极应用绿色理念，以技术创新为根本支撑，专注节能降碳前沿，开展多个先进项目示范并获得国际认证，在新能源领域持续投资基础设施建设，累计取得星级绿色建筑认证规模达 1900 多万平方米，其中绿建三星项目规模近 330 万平方

米。社会责任方面，2023 年，公司巩固拓展脱贫攻坚成果、乡村振兴等工作，投入的总金额达 496.92 万元。公司治理方面，公司根据有关法律法规及公司章程，建立了较为规范的治理结构并制定了较为完善的管理制度，治理架构权责明确，运作规范。公司 ESG 治理架构主要由董事会、董事会秘书、ESG 专责人员构成，并每年度发布 ESG 报告。跟踪期内，公司因涉嫌信息披露违法违规受到监管机构的行政处罚，公司在内控及管理方面存在一定风险。

五、外部支持

公司控股股东首开集团股东背景很强，能够为公司在资金等方面提供大力支持。

1 支持能力

公司控股股东首开集团是北京市国资委全资子公司，也是北京市国资委旗下主要的房地产开发企业之一；2019 年，首开集团被确立为市级非经资产集中管理处置平台，负责对北京市内国有非经营性资产进行管理。经过多年的发展，首开集团着力打造非经资产管理处置和城市有机更新两个平台，形成了非经营性资产管理、房地产及物业经营管理、建筑工程等多元化业务，开发经验丰富，综合实力强。截至 2023 年底，首开集团资产总额 3021.93 亿元，所有者权益 648.54 亿元；2023 年，首开集团实现营业总收入 587.23 亿元，利润总额-52.50 亿元。

2 支持可能性

公司作为首开集团房地产开发业务的主要运营主体，可获得首开集团在资金、担保等方面的支持，截至 2023 年底，首开集团提供股东借款额度为 41.00 亿元；首开集团对公司提供担保金额 34.91 亿元。

六、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	314.00	205.35	229.54	190.58
应收账款（亿元）	4.49	7.68	9.14	8.79
其他应收款（亿元）	543.23	529.36	494.47	460.02
存货（亿元）	1701.16	1497.88	1260.41	1251.00
长期股权投资（亿元）	310.75	307.28	285.93	319.19
固定资产（亿元）	17.67	16.34	25.79	25.50
在建工程（亿元）	0.07	0.41	0.00	0.00
资产总额（亿元）	3138.59	2782.96	2532.27	2480.05
实收资本（亿元）	25.80	25.80	25.80	25.80
少数股东权益（亿元）	359.43	392.18	381.28	391.68
所有者权益（亿元）	665.68	670.32	598.55	600.59
短期债务（亿元）	216.60	179.34	150.89	142.84
长期债务（亿元）	1105.43	1045.02	1054.52	1060.93
全部债务（亿元）	1322.02	1224.36	1205.41	1203.77
营业总收入（亿元）	678.02	479.21	477.63	34.59
营业成本（亿元）	543.68	399.58	422.75	29.91
其他收益（亿元）	0.21	0.13	0.07	0.00
利润总额（亿元）	36.62	18.23	-52.16	-8.56
EBITDA（亿元）	79.98	58.95	-8.19	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	638.37	394.45	328.79	37.30
经营活动现金流入小计（亿元）	1062.40	728.34	489.02	83.41
经营活动现金流量净额（亿元）	74.03	44.19	56.67	-28.50
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.76	3.74	6.85	2.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-77.31	-151.81	-50.76	-3.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	134.27	78.77	56.61	--
存货周转次数（次）	0.30	0.25	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.16	0.18	--
现金收入比（%）	94.15	82.31	68.84	107.84
营业利润率（%）	15.37	14.87	8.81	10.42
总资本收益率（%）	2.81	2.37	-1.18	--
净资产收益率（%）	2.50	1.37	-9.92	--
长期债务资本化比率（%）	62.41	60.92	63.79	63.85
全部债务资本化比率（%）	66.51	64.62	66.82	66.71
资产负债率（%）	78.79	75.91	76.36	75.78
调整后资产负债率（%）	74.20	70.98	73.16	72.44
流动比率（%）	205.64	217.10	237.48	244.95
速动比率（%）	72.79	75.57	91.51	89.11
经营现金流动负债比（%）	5.78	4.18	6.56	--
现金短期债务比（倍）	1.45	1.15	1.52	1.33
EBITDA 利息倍数（倍）	1.06	0.91	-0.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	16.53	20.77	-147.26	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 首开股份 2021 和 2022 年财务数据采用追溯调整后数据，2023 年财务数据采用期末数；3. 首开股份 2024 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；4. “--”表示数据无意义
 资料来源：联合资信根据首开股份年报及一季报整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2 还本安排（单位：万元）

期数	优先级票据还本金额	标的债权还本金额	期数	优先级票据还本金额	标的债权还本金额
1	800.00	800.00	19	6000.00	6000.00
2	1200.00	1200.00	20	7000.00	7000.00
3	1500.00	1500.00	21	8000.00	8000.00
4	1500.00	1500.00	22	8000.00	8000.00
5	2000.00	2000.00	23	8000.00	8000.00
6	2000.00	2000.00	24	8500.00	8500.00
7	3000.00	3000.00	25	9000.00	9000.00
8	3500.00	3500.00	26	8000.00	8000.00
9	3500.00	3500.00	27	9000.00	9000.00
10	4000.00	4000.00	28	10000.00	10000.00
11	4000.00	4000.00	29	11000.00	11000.00
12	4000.00	4000.00	30	11000.00	11000.00
13	5000.00	5000.00	31	12000.00	12000.00
14	5500.00	5500.00	32	13000.00	13000.00
15	5500.00	5500.00	33	13000.00	13000.00
16	6000.00	6000.00	34	14000.00	14000.00
17	6000.00	6000.00	35	14500.00	14500.00
18	6000.00	6000.00	36	15000.00	15100.00

资料来源：联合资信根据《募集说明书》整理

附件3 标的物业及物业持有人

- 标的物业一/抵押物一/新洲商务大厦：**抵押人一依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 1 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人一所持有的位于北京市海淀区阜成路 58 号的物业（房产证号为京房权证市海股字第 10018 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 1 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 1 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物一。
- 标的物业二/抵押物二/劲松嘉园底商及车位：**抵押人二依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 2 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人二所持有的位于北京市朝阳区广和南里二条 16 号院 3 号楼-1 至 4 层的物业（房产证号为 X 京房权证朝字第 1373178 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 2 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 2 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物二。
- 标的物业三/抵押物三/蜂巢 CBD 传媒艺术工作区：**抵押人三依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 3 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人三所持有的位于北京市朝阳区通惠家园惠润园 7、8 号楼的物业（房产证号为 X 京房权证朝字第 613012 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 3 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 3 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物三。
- 标的物业四/抵押物四/华宝大厦：**抵押人三依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 4 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人三所持有的位于北京市海淀区莲花苑 5 号楼的物业（房产证号为 X 京房权证海其字第 025341 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 4 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 4 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物四。
- 标的物业五/抵押物五/京泰大厦：**抵押人四依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 5 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人四所持有的位于北京市朝阳区建国门外大街丙 24 号的物业（房产证号为京房权证市朝港澳台字第 0250001 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 5 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 5 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物五。
- 标的物业六/抵押物六/三亚天鸿度假村酒店：**抵押人五依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 6 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人五所持有的位于三亚市田独镇亚龙湾旅游度假区、三亚市吉阳镇亚龙湾旅游度假区亚龙湾大道的物业（房产证号为三土房（2001）字第 1893 号、三土房（2012）字第 005096 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 6 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 6 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物六。
- 标的物业七/抵押物七/榆堡商业：**抵押人六依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 7 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人六所持有的位于大兴区祥和街 48 号院 188 号、189 号的物业（房产证号为京（2020）大不动产权第 0004484 号等共计 22 份不动产权证书），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 7 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 7 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物七。
- 标的物业八/抵押物八/绵阳首开喜来登酒店：**抵押人七依据编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 8 号的《抵押合同》抵押给受托人的抵押人七所持有的位于绵阳市仙海水利风景区天龙路 3 号首开仙海龙湾酒店 1 栋-2-8 层 1 号的物业（房产证号为川（2021）绵阳市不动产权第 0031906 号），具体以编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 8 号的《抵押合同》约定的抵押物为准。为免疑义，编号为华融信托[2022]信托第 19 号-抵第 8 号的《抵押合同》项下的抵押物即指抵押物八。

物业持有人/抵押人/出质人：各标的物业对应的实际持有人，其中：

- 抵押人一/物业持有人一/出质人一/首开股份：**北京首都开发股份有限公司，持有标的物业一（新洲商务大厦）。
- 抵押人二/物业持有人二/出质人二/首开立信：**北京首开立信置业股份有限公司，持有标的物业二（劲松嘉园底商及车位）。
- 抵押人三/物业持有人三/出质人三/城开集团：**北京城市开发集团有限责任公司，持有标的物业三（蜂巢 CBD 传媒艺术工作区）、标的物业四（华宝大厦）。
- 抵押人四/物业持有人四/出质人四/燕华置业：**北京燕华置业有限公司，持有标的物业五（京泰大厦）。
- 抵押人五/物业持有人五/出质人五/三亚天鸿：**三亚天鸿度假村有限公司，持有标的物业六（三亚天鸿度假村酒店）。
- 抵押人六/物业持有人六/出质人六/惠信端泰：**北京惠信端泰商业管理有限公司，持有标的物业七（榆堡商业）。
- 抵押人七/物业持有人七/出质人七/绵阳首开兴泰：**绵阳首开兴泰置业有限公司，持有标的物业八（绵阳首开喜来登酒店）。

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-3 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务